

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이소중

sojoong@sks.co.kr

02-3773-9953

## Company Data

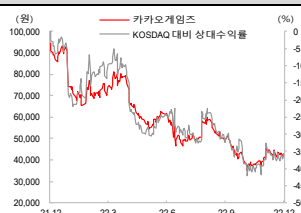
자본금	82 억원
발행주식수	8,228 만주
자사주	0 만주
액면가	100 원
시가총액	35,463 억원
주요주주	
카카오(와17)	53.79%

외국인지분률	11.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(22/12/13)	43,100 원
KOSDAQ	715.17 pt
52주 Beta	1.43
52주 최고가	93,100 원
52주 최저가	34,950 원
60일 평균 거래대금	296 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.0%	2.3%
6개월	-30.6%	-15.4%
12개월	-54.9%	-35.8%

## 카카오게임즈 (293490/KQ | 매수(유지) | T.P 50,000 원(유지))

### 2023 년 Top Pick 으로 제시

- 1Q23 부터 신작 매 분기마다 출시 예정, 기대감도 과하게 형성되지 않은 편
- 1Q23 '에버소울', '아키에이지 워' / 2Q23 '아레스' / 3Q23 '가디소더'
- 오딘 매출 비중 감소에 따라 자회사 라이온하트스튜디오 상장 영향 미미해질 것
- 국내 경쟁사들의 가상화폐 상장폐지 및 거래소 서비스 중단에 따른 반사이익 기대
- 2023 년 매출액 1.38 조원(+17% YoY), 영업이익 3,046 억원(+65% YoY) 전망

### 신작 모멘텀 제일 강해

2023 년 대형 게임사 중 매출 규모 대비 신작 수가 많은 편이며, 기대감도 과하지 않기 때문에 신작 모멘텀이 추가 상승에 기여할 것으로 판단한다. 또한 신작들의 출시 일정은 1Q23 부터 매분기마다 계획되어 있는 만큼 점진적인 매출 상승이 가능하다. 서브컬처 모바일 수집형 RPG '에버소울'은 최근 사전예약 100 만명을 돌파했으며, 1 월 31 일에 글로벌 출시될 계획이다. 12 월부터는 유명 개발사 엑스엘게임즈가 준비중인 모바일 MMORPG '아키에이지 워'의 사전 예약 및 내년 1 분기 출시가 기대된다. 이 외 '아레스:라이즈 오브 가디언즈'는 2Q23, '가디소더'는 3Q23 에 출시될 예정이다.

### 약재는 곧 호재로 반영 기대

카카오게임즈 '오딘'의 대만 지역의 매출 하향 안정화 및 '우마무스메' 운영 이슈 관련된 부분들은 시장에서 충분히 반영된 것으로 판단한다. 오히려 오딘 매출 비중 감소에 따라 자회사 라이온하트스튜디오 상장에 따른 부정적인 시각은 미미해질 것으로 기대한다. 또한 위메이드의 가상화폐 상장폐지 및 컴투스 그룹의 가상화폐가 상장되어 있는 거래소 FTX 의 서비스 중단 이슈로 국내 블록체인 게임 산업에 대한 우려가 확대됐다. 반대로 생각하면 국내 대형 거래소에 동사의 가상화폐 '보라'는 여전히 상장되어 있는 만큼 내년에 블록체인 사업을 원활하게 추진 할 수 있는 유일한 국내 대형 게임사가 되었다.

### 투자의견 매수, 목표주가 50,000 원 유지, Top Pick 제시

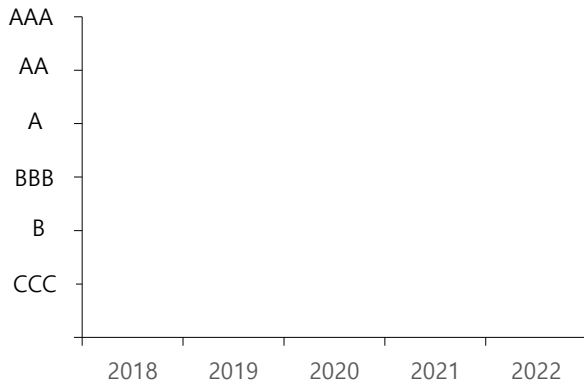
4Q22 오딘 공성전 업데이트 및 우마무스메 국내 반주년 이벤트가 예정되어 있고, 2023 년 신작 출시 일정들이 구체화됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 5 만원을 유지한다. 2023 년 매출액은 1.38 조원(+17% YoY), 영업이익은 3,046 억원(+65% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	3,910	4,955	10,125	11,788	13,846	15,031
yoy	%	-7.1	26.7	104.3	16.4	17.5	8.6
영업이익	억원	350	665	1,119	1,847	3,046	3,284
yoy	%	-25.8	90.1	68.2	65.0	65.0	7.8
EBITDA	억원	528	888	1,552	6,720	12,815	8,356
세전이익	억원	201	779	7,221	1,811	2,906	3,225
순이익(지배주주)	억원	110	860	5,287	574	2,082	2,275
영업이익률%	%	9.0	13.4	11.1	15.7	22.0	21.9
EBITDA%	%	13.5	17.9	15.3	57.0	92.6	55.6
순이익률	%	2.3	13.6	51.4	9.0	16.7	16.1
EPS(계속사업)	원	197	1,380	7,062	769	2,792	2,846
PER	배	0.0	33.3	12.9	55.6	15.3	15.0
PBR	배	0.0	3.4	3.4	1.7	1.7	1.8
EV/EBITDA	배	0.0	33.3	45.7	5.1	1.6	1.5
ROE	%	2.6	12.1	34.1	2.9	11.1	11.7
순차입금	억원	-2,218	-4,899	-2,891	-5,004	-19,115	-27,101
부채비율	%	41.8	27.8	77.9	113.2	130.2	136.7

## ESG 하이라이트

### 카카오게임즈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>카카오게임즈 종합 등급</b>	-	-	-
환경(Environment)	-	-	-
사회(Social)	-	-	-
지배구조(Governance)	-	-	-
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
-넷마블	A	-	-
-엔씨소프트	BBB	-	-
-필어비스	BBB	-	-

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 카카오게임즈 ESG 평가

카카오게임즈는 모바일게임 '우마무스메'에 대한 운영 이슈로 ESG 부문 중 사회부문에 대한 평가가 낮은 상황이다. 따라서 유저 간 커뮤니케이션 및 운영에 대한 재평가가 이뤄질 수 있도록 사회부문에 집중해야 될 것으로 판단한다.

자료: SK 증권

### 카카오게임즈의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

### 카카오게임즈의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022-09-02	사회(S)	'우마무스메 : 프리티 더바' 게임에 대한 운영 문제로 유저들의 불만 확대

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 카카오게임즈 실적 추정

(단위: 억원)

항목	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	2,663	3,388	3,069	2,668	3,314	3,274	3,546	3,290	11,789	13,846	15,031
yoy	105%	162%	-34%	-7%	24%	-3%	16%	23%	16%	17%	9%
모바일	1,772	2,131	1,970	1,553	2,207	2,184	2,403	2,203	7,426	8,997	9,940
PC	146	150	133	159	160	153	215	168	587	696	523
기타	745	1,108	966	956	947	937	928	919	3,775	4,153	4,568
영업비용	2,243	2,578	2,632	2,490	2,688	2,714	2,698	2,700	9,942	10,800	11,747
인건비	476	504	483	529	547	580	556	609	1,992	2,291	2,520
지급수수료	893	945	1,107	907	1,027	1,015	1,064	987	3,852	4,093	4,659
광고선전비	149	204	209	213	265	262	213	230	776	970	1,052
기타 비용	725	925	832	840	849	857	866	874	3,322	3,446	3,515
영업이익	421	810	437	178	626	560	848	590	1,846	3,046	3,284
yoy	170%	897%	2%	-63%	49%	-31%	94%	232%	61%	65%	8%
당기순이익	283	640	113	26	436	405	631	416	1,063	2,310	2,419
yoy	55%	15,241%	-75%	-99%	54%	-37%	460%	1,471%	-80%	117%	5%
지배주주 순이익	136	451	32	(44)	373	346	576	365	574	2,082	2,275

자료 : SK 증권

## 카카오게임즈 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2023E 지배주주순이익(억원)	2,082	억원	(a)
발행주식수(주)	74,568,295	주	(b)
2022E EPS(원)	2,792	원	(c) : (a)/(b) x 100,000,000
목표 P/E(배)	18	배	(d) : 유사기업 Tencent, 엔씨소프트 평균 P/E 18배
적정 추가(원)	50,251	원	(e) : (c) x (d)
목표 추가(원)	50,000	원	
현재 추가(원)	43,100	원	
상승 여력(%)	16	%	

자료 : SK 증권

주요 게임 및 신작 장르 및 출시 일정

게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	플랫폼	출시일정(예상)
오딘 : 발할라라이징	MMORPG	퍼블리싱(라이온하트)	모바일/PC	2021년 6월 국내 2022년 3월 대만 1Q23 일본 4Q23 북미/유럽
가디언테일즈	액션 RPG	퍼블리싱(콩 스튜디오)	모바일	2020년 7월 국내 2021년 10월 일본
달빛조각사	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일	2019년 10월 국내 2021년 5월 글로벌
배틀그라운드	서바이벌 FPS	퍼블리싱(크래프톤)	PC	2017년 11월 국내
엘리온	MMORPG	퍼블리싱(크래프톤)	PC	2020년 12월 국내 2021년 10월 북미/유럽
우마무스메프리미엄 더비	경주/육성 시뮬레이션	퍼블리싱(Cygames)	모바일	2022년 6월
디스테라(early access)	서바이벌 FPS	퍼블리싱(리얼리티매직)	PC(steam)	4Q22 글로벌
에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	1Q23 글로벌(일본, 중국 제외) 3Q23 일본
아키에이지워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일/PC	1Q23 국내
프로젝트 Ares	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	모바일/PC	2Q23 국내
가디소더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	3Q23 글로벌(중국 제외)

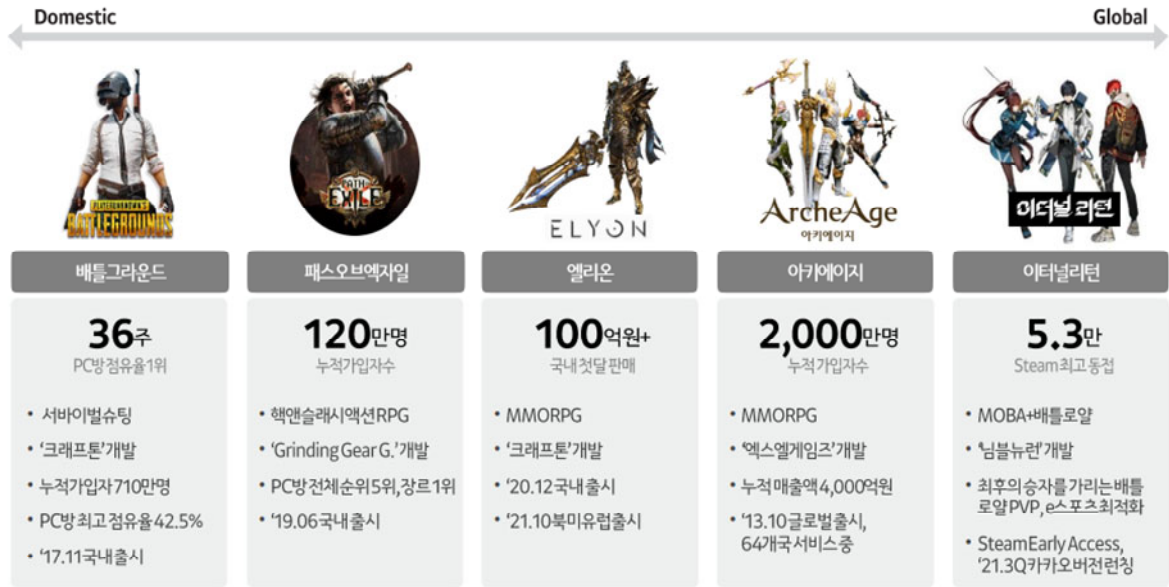
자료 : 카카오게임즈, SK 증권

카카오게임즈 연혁

날짜	내용
2013.08	(주)엔진 설립
2015.08	(주)케이벤처그룹투자로 카카오 계열 편입
2016.03	PC게임 '검은사막' 북미유럽 출범
2016.04	(주)다음게임 합병, PC게임 사업 강화
2016.10	모바일게임 '프렌즈팝콘' 출시
2017.09	신사업 자회사 (주)카카오VX 편입
2017.11	카카오 모바일 게임 사업부문 통합
2017.11	PC게임 '배틀그라운드' 국내 출시
2019.10	모바일게임 '달빛조각사' 출시
2020.03	(주)엑스엘게임즈 인수
2020.07	모바일게임 '가디언테일즈' 글로벌 출시
2020.09	코스닥시장 상장
2021.02	(주)넵튠 인수
2021.06	모바일게임 '오딘:발할라 라이징' 국내 출시
2021.11	(주)라이온하트스튜디오 인수

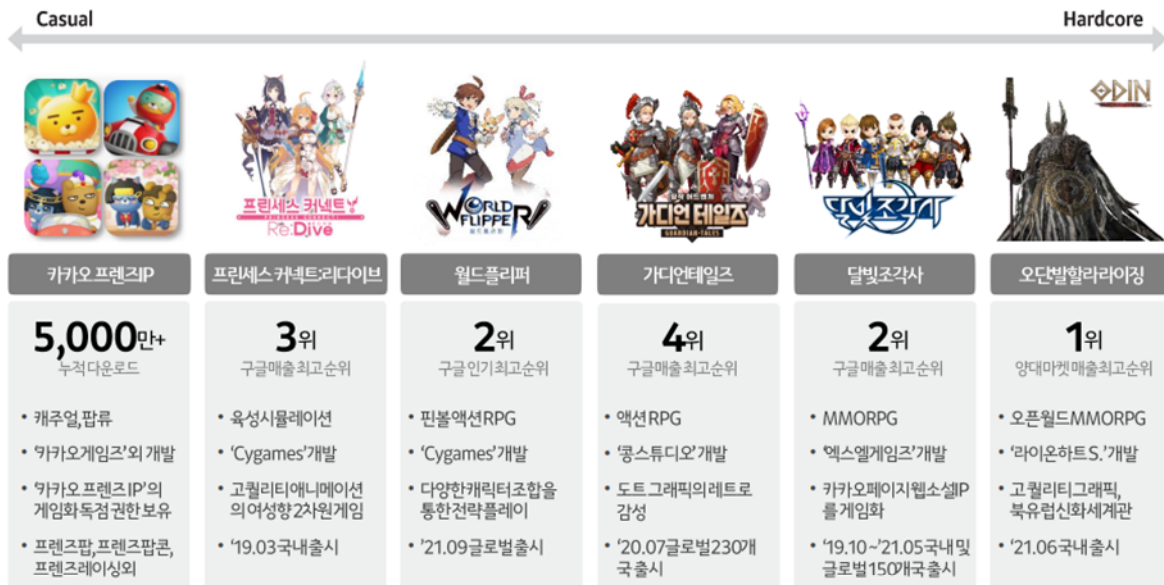
자료 : 카카오게임즈, SK 증권

PC 게임 라인업



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

모바일 게임 라인업



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

BORA 2.0, GameFi 영역 확대



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

스포츠, 메타버스, NFT 사업 추진

<b>Sports</b>		카카오의 기술과 서비스로 NEW 스포츠 Digital Transformation 완성 스크린골프 서비스 노하우, 홈트의 모션 인식 기술 및 SENA의 통신 기술로 <b>“공간 제약 없는 Play 영역으로 진화”</b>
<b>Metaverse</b>		넵툰의 유·무형 자산과 카카오 공동체가 보유한 콘텐츠의 시너지 <b>“오픈형 Metaverse World를 자체 구축”</b>
<b>NFT</b>		<b>“스포츠, 게임 및 메타버스에 특화된 NFT 거래소 개발”</b> 골프티타임 예약권, 게임 아이템 등 디지털 콘텐츠 자산화로 확장

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.12.14	매수	50,000원	6개월		
2022.11.03	매수	50,000원	6개월	-15.20%	-8.80%
2022.08.04	매수	85,000원	6개월	-33.40%	-4.71%
2022.02.21	매수	85,000원	6개월	-27.23%	-4.71%



### Compliance Notice

- 작성자(이소중)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 12월 14일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	6,956	11,512	19,654	34,182	42,349
현금및현금성자산	5,672	8,087	15,967	30,175	38,162
매출채권및기타채권	606	1,019	948	1,113	1,209
재고자산	117	602	560	658	714
<b>비유동자산</b>	6,143	31,538	28,187	19,048	14,274
장기금융자산	2,541	4,522	3,135	3,135	3,135
유형자산	494	754	756	84	44
무형자산	1,533	21,282	19,660	11,231	6,457
<b>자산총계</b>	13,099	43,050	47,841	53,230	56,623
<b>유동부채</b>	1,593	8,427	8,843	11,854	12,818
단기금융부채	297	538	541	588	588
매입채무 및 기타채무	407	6,026	6,567	9,229	10,019
단기충당부채	107	126	118	138	150
<b>비유동부채</b>	1,252	10,418	16,563	18,252	19,887
장기금융부채	842	6,153	12,312	12,369	12,369
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	43	32	30	32	34
<b>부채총계</b>	2,845	18,845	25,406	30,107	32,705
<b>지배주주지분</b>	10,027	21,013	18,614	19,066	19,710
자본금	74	77	81	83	83
자본잉여금	7,283	10,536	9,729	9,729	9,729
기타자분구성요소	19	280	-257	-257	-257
자기주식	-20	-20	-471	-471	-471
이익잉여금	1,795	7,406	7,979	10,061	12,336
비지배주주지분	226	3,192	3,821	4,057	4,207
<b>자본총계</b>	10,254	24,205	22,435	23,123	23,918
<b>부채외자본총계</b>	13,099	43,050	47,841	53,230	56,623

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	829	2,297	12,557	14,782	8,208
당기순이익(손실)	779	7,221	1,650	2,310	2,419
비현금성항목등	209	-5,513	5,261	10,505	5,937
유형자산감가상각비	132	201	358	1,222	181
무형자산상각비	91	232	4,515	8,547	4,892
기타	-59	845	385	0	0
운전자본감소(증가)	-117	627	6,445	2,564	658
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-121	787	-32	-165	-95
재고자산감소(증가)	1	-110	48	-98	-56
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	124	-214	5,914	2,662	790
기타	-121	164	515	165	20
법인세납부	-42	-37	-800	-596	-806
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,683	-8,025	-8,957	-620	-162
금융자산감소(증가)	32	-1,428	-1,012	-6	0
유형자산감소(증가)	-277	-109	-231	-550	-140
무형자산감소(증가)	-17	-153	-118	-118	-118
기타	-1,421	-6,336	-7,596	54	96
<b>재무활동현금흐름</b>	4,079	8,147	4,217	46	-60
단기금융부채증가(감소)	-124	-27	-329	47	0
장기금융부채증가(감소)	103	4,876	6,224	56	0
자본의증가(감소)	4,107	2,182	-356	2	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-7	1,116	-1,322	-59	-60
<b>현금의 증가(감소)</b>	3,201	2,414	7,880	14,208	7,987
기초현금	2,471	5,672	8,087	15,967	30,175
기말현금	5,672	8,087	15,967	30,175	38,162
FCF	-119	5,882	6,573	13,974	7,961

자료 : 카카오게임즈, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	4,955	10,125	11,788	13,846	15,031
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	4,955	10,125	11,788	13,846	15,031
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	4,290	9,006	9,942	10,800	11,747
<b>영업이익</b>	665	1,119	1,847	3,046	3,284
영업이익률 (%)	13.4	11.1	15.7	22.0	21.9
<b>비영업손익</b>	114	6,102	-36	-139	-59
순금융비용	19	-1	1	5	-37
외환관련손익	-14	15	-85	-5	-5
관계기업투자등 관련손익	-4	6,768	-256	-129	-90
<b>세전계속사업이익</b>	779	7,221	1,811	2,906	3,225
세전계속사업이익률 (%)	15.7	71.3	15.4	21.0	21.5
<b>계속사업법인세</b>	104	2,019	749	596	806
<b>계속사업이익</b>	675	5,202	1,062	2,310	2,419
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	675	5,202	1,062	2,310	2,419
순이익률 (%)	13.6	51.4	9.0	16.7	16.1
지배주주	860	5,287	574	2,082	2,275
지배주주귀속 순이익률(%)	17.35	52.21	4.87	15.03	15.14
비지배주주	-185	-85	488	228	144
총포괄이익	1,695	7,383	-563	686	794
지배주주	1,881	7,467	-1,058	450	644
비지배주주	-186	-85	495	235	151
<b>EBITDA</b>	888	1,552	6,720	12,815	8,356

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	26.7	104.3	16.4	17.5	8.6
영업이익	90.1	68.2	65.0	65.0	7.8
세전계속사업이익	286.9	826.5	-74.9	60.5	11.0
EBITDA	68.0	74.8	333.0	90.7	-34.8
EPS(계속사업)	600.9	411.6	-89.1	262.9	1.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	12.1	34.1	2.9	11.1	11.7
ROA	7.1	18.5	2.3	4.6	4.4
EBITDA마진	17.9	15.3	57.0	92.6	55.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	436.6	136.6	222.3	288.4	330.4
부채비율	27.8	77.9	113.2	130.2	136.7
순차입금/자기자본	-47.8	-11.9	-22.3	-82.7	-113.3
EBITDA/이자비용(배)	18.0	22.5	218.6	217.0	140.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,380	7,062	769	2,792	2,846
BPS	13,529	27,129	24,923	25,528	23,960
CFPS	1,737	7,640	7,305	15,893	9,190
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	58.8	15.4	120.9	33.3	32.7
PER(최저)	31.9	6.4	45.4	12.5	12.3
PBR(최고)	6.0	4.0	3.7	3.6	3.9
PBR(최저)	3.3	1.7	1.4	1.4	1.5
PCR	26.5	11.9	5.9	2.7	4.7
EV/EBITDA(최고)	61.8	52.6	10.6	4.5	5.9
EV/EBITDA(최저)	31.5	22.0	4.1	1.1	0.7