COMPANY ANALYSIS

카카오게임즈 (293490)

기대치 충족하는 우마무스메 성과

2022.6.22

매수
(유지)

목표가: 95,000원 ▼
상승여력: 70.3%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

우마무스메 순항 시작

비주류 서브컬쳐 장르에 대한 우려 불식시키며 흥행 시작

- 6/20일 11시 우마무스메 출시. 22일 기준 iOS 인기, 매출, 구글 인기 순위 1위 유지
- 매출 순위 3위, 초기 일매출 10억원대 초반이던 시장 기대치를 충족하는 성과로 판단
- 초기 성과를 고려해 22년 일매출 전망을 기존 10억원에서 12억원으로 상향 조정
- 지속적 과금이 필요한 육성 시뮬레이션 게임 특성상 견조한 일매출 흐름 장기화 예상
- 일본 우마무스메의 경우 21년 2월 출시 이후 큰 폭의 하락없이 40억원 전후의 일매출 수준을 지속 유지. 22일 기준 여전히 양대 마켓 매출 순위 1위 기록 중

오딘은 다소 주춤

대만 지역에서의 오딘 일매출 감소

- 6/22일 기준 오딘 대만의 구글 매출 순위는 7위, iOS 매출 순위 17위
- 초기 30일 매출액 500억원 기록하며 초기 흥행 성공했지만 6월 이후 매출 감소 가속화
- 감소세 고려해 오딘 대만 22년 일매출 전망을 기존 13억원에서 9억원으로 하향 조정
- 오딘 국내는 매출 순위 3위를 유지하며 10억원 전후 일매출 기록 중인 것으로 추정
- 오딘 매출 의존도는 2분기 57%에서 3분기 35%까지 하락 전망. 4분기 29% 예상

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 95,000원으로 하향(기존 110,000원)

- 실적 전망치 조정으로 목표주가 하향하나 신작 모멘텀 고려해 업종 내 Top Pick 유지
- 우마무스메 마케팅 비용, 지급수수료 증가분 고려하여 22년 이익 전망치를 15% 하향
- 22F P/E는 종전과 동일하게 29배 적용. 다수 신작 출시 구간 진입(하반기 5종 출시)
- 오딘 대만, 우마무스메 흥행을 통한 Hit Ratio의 증가가 신작 모멘텀 극대화시킬 전망
- 오딘 비중이 지속 감소함에 따라 라이온하트 상장 이슈 영향도 제한적으로 변화 예상

Key data

현재주가(22/6/21,원)	55,800	시가총액(십억원)	4,391
영업이익(22F,십억원)	415	발행주식수(백만주)	79
Consensus 영업이익(22F,십억원)	354	유동주식비율(%)	42.9
EPS 성장률(22F,%)	-52.6	외국인 보유비중(%)	10.6
P/E(22F,x)	16.7	베타(12M) 일간수익률	1.35
MKT P/E(22F,x)	9.2	52주 최저가(원)	50,500
KOSDAQ	778.30	52주 최고가(원)	108,700

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	-36.8	-1.6
상대주가	7.1	-19.1	27.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	391	496	1,012	1,676	2,051	2,462
영업이익 (십억원)	35	67	112	415	554	714
영업이익률 (%)	9.0	13.5	11.1	24.8	27.0	29.0
순이익 (십억원)	11	86	529	262	359	489
EPS (원)	197	1,379	7,061	3,345	4,564	6,215
ROE (%)	2.6	12.1	34.1	11.4	13.5	15.8
P/E (배)	-	33.4	12.9	16.7	12.2	9.0
P/B (배)	-	3.4	3.4	1.8	1.5	1.3
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋증권

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출	**130**	**129**	**466**	**287**	**266**	**373**	**490**	**547**	**496**	**1,012**	**1,676**	**2,051**
(% YoY)	34.9%	21.5%	209.7%	101.9%	104.7%	187.8%	5.2%	90.8%	26.7%	104.3%	65.6%	22.4%
모바일	60	84	411	200	177	278	389	438	249	755	1,282	1,532
PC	51	19	18	19	15	14	13	12	184	107	53	42
기타	19	26	38	67	75	81	89	97	63	150	341	477
영업비용	**115**	**121**	**423**	**241**	**224**	**285**	**347**	**405**	**429**	**898**	**1,261**	**1,498**
인건비	26	26	34	46	48	49	50	52	89	131	199	236
지급수수료	60	59	324	105	89	124	182	228	243	549	624	739
마케팅비	8	13	36	21	15	34	32	37	31	79	117	144
기타	21	23	29	69	73	79	82	88	66	141	322	380
영업이익	**16**	**8**	**43**	**45**	**42**	**88**	**144**	**142**	**67**	**114**	**415**	**554**
(% YoY)	22.9%	-49.5%	101.3%	174.7%	169.7%	980.0%	236.3%	212.1%	90.0%	71.9%	263.2%	33.4%
영업이익률	12.0%	6.3%	9.2%	15.9%	15.8%	23.5%	29.3%	25.9%	13.4%	11.3%	24.8%	27.0%
지배주주순이익	**21**	**1**	**50**	**457**	**14**	**50**	**100**	**99**	**86**	**529**	**262**	**359**
순이익률	16.0%	0.8%	10.6%	159.6%	5.1%	13.4%	20.4%	18.1%	17.3%	52.2%	15.6%	17.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 변경표 (십억원)

	변경전		변경후		컨센서스		변경률		변경 사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	1,703	2,074	1,676	2,051	1,528	1,870	-1.6	-1.1	
영업이익	493	635	415	554	355	451	-15.8	-12.7	1) 오딘 대만 매출 전망치 하향, 우마무스메 매출 전망치 상향
지배주주순이익	306	403	262	359	214	287	-14.3	-11.0	2) 우마무스메 공격적 마케팅에 따른 마케팅비 증가
영업이익률	29.0	30.6	24.8	27.0	23.2	24.1	-	-	3) 퍼블리싱 게임 비중 증대에 따른 지급수수료 증가
순이익률	18.0	19.4	15.6	17.5	14.0	15.3	-	-	

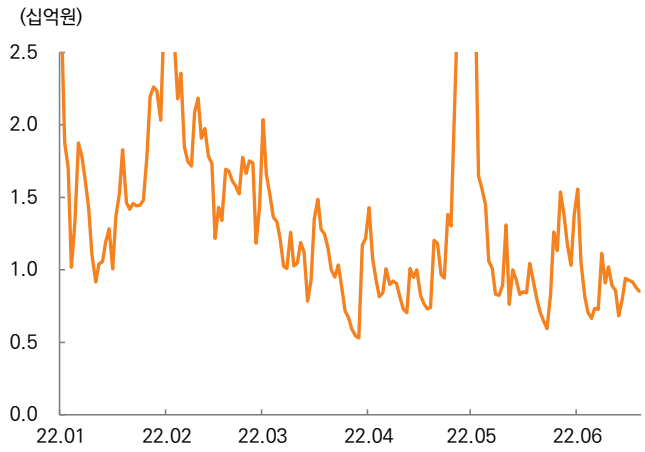
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 밸류에이션

구분	내용	비고
22F 지배주주순이익 (십억원)	263	
Target P/E (배)	29	엔씨소프트 2020년 P/E 평균 린2M 국내 온기 반영, 글로벌 출시 모멘텀 존재 시기와 유사
목표 시가총액 (십억원)	7,608	
주식 수 (천주)	80,351	CB 물량 240만주 전환 가정 (콜옵션 제외 물량 480만주)
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	55,800	
상승여력	70.3%	

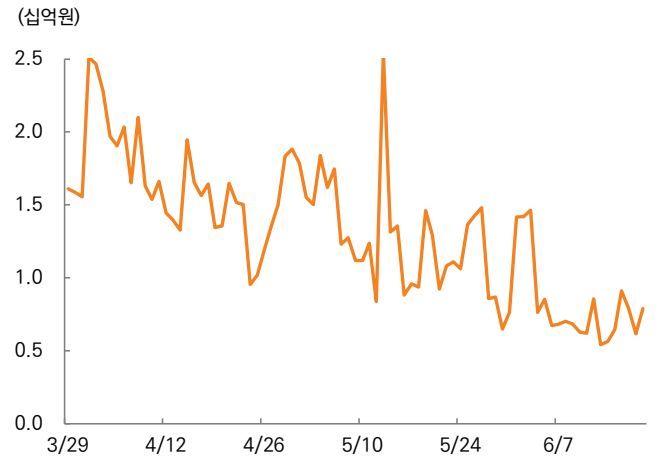
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 오딘 국내 일매출 추이



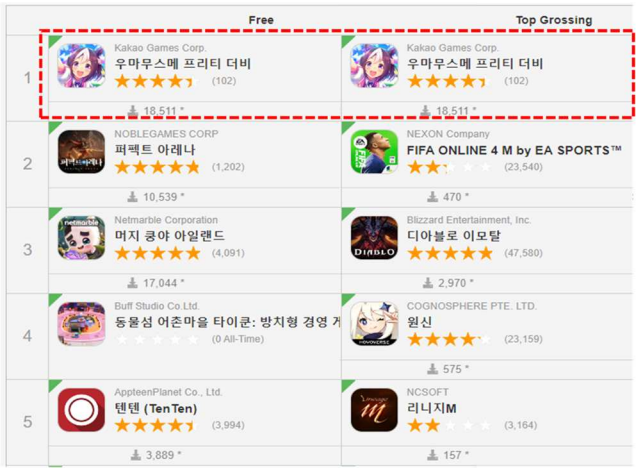
자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 오딘 대만 일매출 추이



자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 우마무스메 iOS 매출, 인기 순위 1위

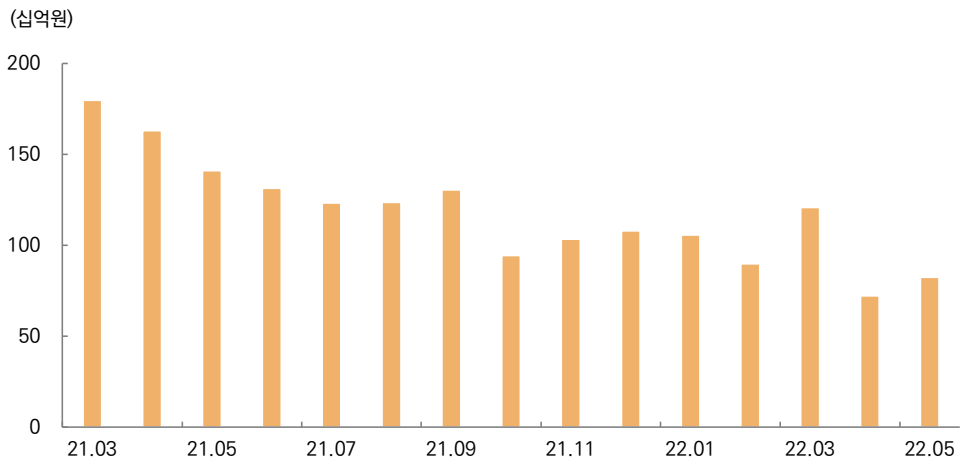


자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 우마무스메 구글 플레이스토어 매출 순위 15위 진입

주: 구글은 집계가 주간 단위 계산으로 iOS에 비해 반영이 느린 편, 지속 상승 중.
자료: 앱애니, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 우마무스메 일본 월매출 추이



자료: SensorTower, 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오게임즈 (293490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**1,012**	**1,676**	**2,051**	**2,462**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**1,012**	**1,676**	**2,051**	**2,462**
판매비와관리비	**901**	**1,261**	**1,498**	**1,748**
조정영업이익	**112**	**415**	**554**	**714**
영업이익	**112**	**415**	**554**	**714**
비영업손익	**610**	**2**	**9**	**9**
금융손익	0	-1	3	7
관계기업등 투자손익	13	-5	0	0
세전계속사업손익	722	417	563	723
계속사업법인세비용	202	82	135	174
계속사업이익	520	334	428	550
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**520**	**334**	**428**	**550**
지배주주	529	262	359	489
비지배주주	-9	72	68	60
총포괄이익	**738**	**334**	**428**	**550**
지배주주	747	338	432	556
비지배주주	-8	-4	-5	-6
EBITDA	155	456	596	756
FCF	217	535	609	752
EBITDA 마진율 (%)	15.3	27.2	29.1	30.7
영업이익률 (%)	11.1	24.8	27.0	29.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	52.3	15.6	17.5	19.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	**1,151**	**1,571**	**2,062**	**2,663**
현금 및 현금성자산	809	1,020	1,394	1,866
매출채권 및 기타채권	102	169	206	248
재고자산	60	100	122	146
기타유동자산	180	282	340	403
비유동자산	**3,154**	**3,404**	**3,590**	**3,819**
관계기업투자등	325	538	658	790
유형자산	75	74	76	77
무형자산	2,128	2,156	2,214	2,303
자산총계	**4,305**	**4,975**	**5,653**	**6,482**
유동부채	**843**	**1,122**	**1,320**	**1,542**
매입채무 및 기타채무	603	728	839	966
단기금융부채	54	85	103	123
기타유동부채	186	309	378	453
비유동부채	**1,042**	**972**	**1,025**	**1,084**
장기금융부채	615	490	490	490
기타비유동부채	427	482	535	594
부채총계	**1,885**	**2,095**	**2,345**	**2,625**
지배주주지분	**2,101**	**2,489**	**2,847**	**3,337**
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,178	1,178	1,178
이익잉여금	741	1,003	1,362	1,851
비지배주주지분	**319**	**391**	**460**	**520**
자본총계	**2,420**	**2,880**	**3,307**	**3,857**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	**228**	**552**	**631**	**775**
당기순이익	520	334	428	550
비현금수익비용가감	-551	125	174	209
유형자산감가상각비	20	19	20	22
무형자산상각비	23	22	22	21
기타	-594	84	132	166
영업활동으로인한자산및부채의변동	57	177	161	183
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	79	-59	-34	-37
재고자산 감소(증가)	-11	-39	-22	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	8	4	5
법인세납부	-4	-82	-135	-174
투자활동으로 인한 현금흐름	**-804**	**-159**	**-154**	**-190**
유형자산처분(취득)	-11	-17	-22	-23
무형자산감소(증가)	-15	-50	-80	-110
장단기금융자산의 감소(증가)	-105	-92	-52	-57
기타투자활동	-673	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**818**	**32**	**18**	**19**
장단기금융부채의 증가(감소)	555	-93	18	19
자본의 증가(감소)	326	125	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-63	0	0	0
현금의 증가	**241**	**212**	**374**	**472**
기초현금	567	809	1,020	1,394
기말현금	809	1,020	1,394	1,866

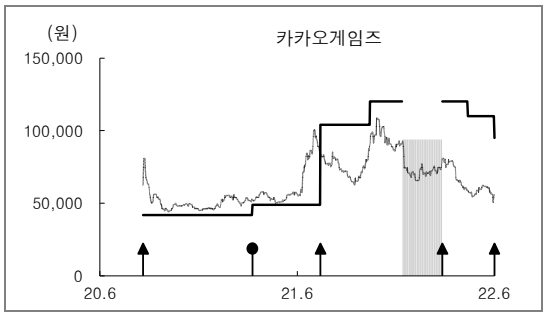
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	12.9	16.7	12.2	9.0
P/CF (x)	-	9.5	7.3	5.8
P/B (x)	3.4	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	45.8	9.0	6.3	4.4
EPS (원)	7,061	3,345	4,564	6,215
CFPS (원)	-416	5,851	7,647	9,644
BPS (원)	27,156	31,650	36,214	42,428
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	104.0	65.6	22.4	20.0
EBITDA증가율 (%)	74.2	194.2	30.7	26.8
조정영업이익증가율 (%)	67.2	270.5	33.5	28.9
EPS증가율 (%)	412.0	-52.6	36.4	36.2
매출채권 회전율 (회)	14.0	13.9	12.3	12.2
재고자산 회전율 (회)	28.2	21.0	18.5	18.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	18.5	7.2	8.0	9.1
ROE (%)	34.1	11.4	13.5	15.8
ROIC (%)	8.1	21.9	28.4	37.0
부채비율 (%)	77.9	72.7	70.9	68.1
유동비율 (%)	136.6	140.0	156.3	172.8
순차입금/자기자본 (%)	-10.9	-23.5	-32.6	-41.0
조정영업이익/금융비용 (x)	16.2	37.9	53.8	67.2

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오게임즈 (293490)				
2022.06.22	매수	95,000	-	-
2022.05.04	매수	110,000	-47.13	-43.18
2022.03.18	매수	120,000	-41.41	-32.92
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.11.04	매수	120,000	-20.83	-9.42
2021.08.04	매수	104,000	-27.93	-14.42
2021.03.31	중립	49,000	28.17	104.90
2020.09.10	매수	42,000	-	-



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오게임즈을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.