

# 카카오게임즈

## 293490

Oct 19, 2022

**Buy** 유지  
**TP 53,000 원** 하향

**Company Data**

현재가(10/18)	39,200 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	108,700 원
52 주 최저가(보통주)	34,950 원
KOSPI (10/18)	2,249.95p
KOSDAQ (10/18)	697.09p
자본금	77 억원
시가총액	32,238 억원
발행주식수(보통주)	8,224 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	91.6 만주
평균거래대금(60 일)	370 억원
외국인자분(보통주)	10.90%
주요주주	
카카오 외 16 인	52.82%

**Price & Relative Performance**



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-19.3	-39.2	-44.9
상대주가	-10.9	-19.9	-21.4

### 일부 신작 출시 지연. 2023년 다수 신작 대기

**3Q22 Preview: 영업이익 컨센서스 하회 예상**

3Q22 매출 3,402억원(YoY -27.0%), 영업이익 633억원(YoY +48.3%) 기록 예상. ‘오딘(대만)’ 매출 하향 예상 대비 빠르게 이루어지고, 9월 ‘우마무스메’ 매출 급락으로 컨센서스(매출 3,608억원, 영업이익 737억원) 하회 추정. 게임 매출 2,405억원 중 ‘오딘(대만)’은 출시 효과 빠르게 제거, ‘오딘(국내)’도 하향안정화 지속되며 3Q 오딘 일매출(합산) 14.9억원 추산. ‘우마무스메’는 7월 ‘키타산블랙’ 업데이트로 매출 급등에도 운영 이슈로 9월 구급 매출 순위 10위권 내에서 55위까지 급락, 3Q 일매출 7.7억원 예상. 기타 매출은 계절성 영향으로 997억원 전망(YoY +165%, QoQ -10%). 영업비용 중 지급수수료는 자체 IP ‘오딘’ 비중 감소로 게임 매출 대비 47.7% 예상(QoQ +6.1%p). 인건비 인력 충원 제한으로 QoQ +6%, 마케팅비는 출시 예정 신작과 기존 게임 업데이트 마케팅으로 매출 대비 7% 예상.

4분기 대만 ‘오딘’ 일매출은 완만한 하향 지속 예상, 한국 지역은 9월 업데이트 후 구글플레이 매출 1위로 반등한 바 있으며, 4분기 공성전 도입으로 매출 반등 기대. 한국과 대만 합산 4분기 ‘오딘’ 일매출 17.6억원 수준 기록 예상. ‘우마무스메’ 4Q 평균 일매출은 3.3억원 수준 기록 예상. 인건비와 마케팅비 효율적 집행될 것으로 예상되나, 퍼블리싱 신작 출시에 따라 오딘 비중 감소하며 2H22 게임 매출 대비 지급수수료율은 47.1% 전망.

**투자의견 Buy 유지, 목표주가 53,000원으로 하향**

기존작 매출 하향과 기대작 ‘아키에이지 워’ 출시 일정 지연에 따른 실적 추정치 하향, 12MF target PER 기준 글로벌 게임사 주가 하락 반영해 TP 53,000원으로 하향(중견 67,000원). 투자의견 유지 이유는 1) 9월 말 오딘(국내) 업데이트로 매출 순위 반등하였고, 4Q22 공성전 도입으로 오딘 매출 QoQ 개선 기대, 2) 10월 15~16일 서비스 중지 등에 따른 재무적 영향 제한적 기대되기 때문. 또한 3) 10/5 공개된 라이온하트의 프로젝트C(수집형 RPG, 2H23), 프로젝트S(루트슈터, 2024년), 프로젝트Q(MMORPG, 2025년)을 포함해 10종 이상의 신작 라인업이 2023년부터 출시되어 흥행작 등장시 추정치 상향 가능성 존재.

**Forecast earnings & Valuation**

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	496	1,012	1,280	1,769	2,311
YoY(%)	26.7	104.3	26.4	38.3	30.6
영업이익(십억원)	67	112	244	368	515
OP마진(%)	13.5	11.1	19.1	20.8	22.3
순이익(십억원)	68	520	174	290	394
EPS(원)	1,379	7,061	1,413	3,170	4,309
YoY(%)	600.3	412.0	-80.0	124.3	35.9
PER(배)	33.4	12.9	26.5	11.8	8.7
PCR(배)	26.8	-300.6	-9.5	-17.4	-70.5
PBR(배)	3.4	3.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	32.8	45.3	11.5	8.0	5.7
ROE(%)	12.1	34.1	5.4	11.1	13.3



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com



## 카카오게임즈 [293490]

일부 신작 출시 지연. 2023년 다수 기대작 존재

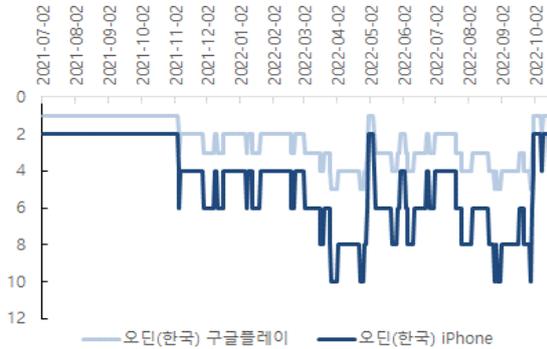
[도표 1] 카카오게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출액	96.4	106.5	150.5	142.0	130.1	129.5	466.1	286.7	266.3	338.8	340.2	334.4	495.4	1,012.4	1,279.7	1,769.4
성장률(YoY %)					35.0%	21.6%	209.7%	101.9%	104.7%	161.6%	-27.0%	16.6%	26.7%	104.4%	26.4%	38.3%
모바일	42.8	45.1	89.5	71.4	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	221.0	216.1	248.8	754.9	827.4	1,226.5
PC	42.9	45.4	43.9	51.7	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	19.5	23.6	183.9	107.1	72.7	106.6
기타	10.7	16.0	17.1	18.9	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	99.7	94.7	62.7	150.4	379.8	436.4
영업비용	83.7	90.5	129.3	125.5	114.5	121.4	423.4	238.8	224.3	257.8	276.8	277.1	429.0	900.6	1,036.0	1,401.0
인건비	21.2	21.9	22.2	26.9	25.5	25.7	33.8	44.1	47.5	50.4	53.5	56.7	92.2	129.1	208.1	263.8
지급수수료	50.4	48.7	74.8	68.8	60.3	59.5	324.2	104.6	89.3	94.5	114.7	111.7	242.7	548.6	410.2	638.0
마케팅비	2.1	3.2	14.4	11.4	8.1	13.3	36.4	21.4	14.9	20.4	23.8	26.8	31.1	79.2	85.9	135.3
상각비	-	-	-	-	-	-	6.0	19.3	20.1	21.1	20.6	20.9	-	25.3	82.7	82.7
기타	10.0	16.7	17.9	18.4	20.6	22.9	23.0	49.4	52.5	71.4	64.3	61.0	63.0	115.9	249.2	281.2
영업이익	12.7	16.0	21.2	16.5	15.6	8.1	42.7	47.9	42.1	81.0	63.3	57.3	66.4	111.9	243.8	368.4
성장률(YoY %)					22.8%	-49.4%	101.4%	190.3%	169.9%	900.0%	48.3%	19.7%	90.0%	68.5%	117.8%	51.2%
OPM(%)	13.2%	15.0%	14.1%	11.6%	12.0%	6.3%	9.2%	16.7%	15.8%	23.9%	18.6%	17.1%	13.4%	11.1%	19.0%	20.8%
순이익	10.9	16.9	27.0	12.7	18.3	0.4	44.3	45.7	28.3	64.0	41.9	39.7	67.5	520.1	173.9	289.4
NPM(%)	11.3%	15.9%	17.9%	8.9%	14.1%	0.3%	9.5%	159.4%	10.6%	18.9%	12.3%	11.9%	13.6%	51.4%	13.6%	16.4%

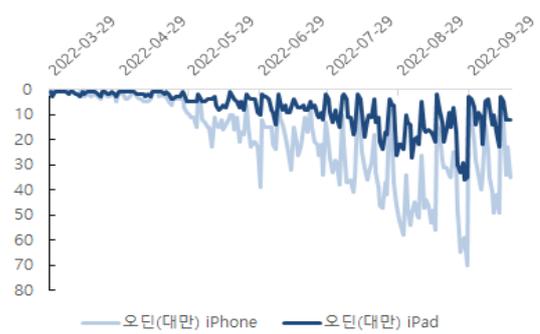
자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 오딘(한국) 모바일 게임 매출 순위 추이



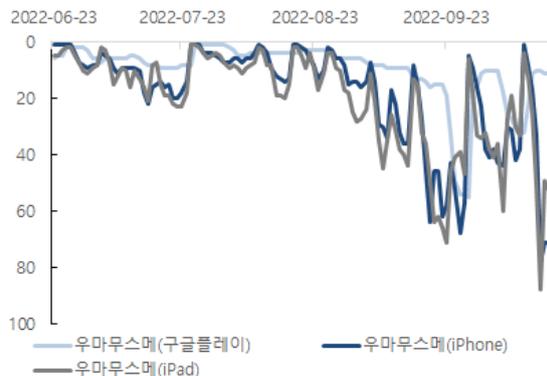
자료: Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 오딘(대만) 모바일 게임 매출 순위 추이



자료: Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 우마무스메:프리티더비 모바일 게임 매출 순위 추이



자료: Sensor Tower, 교보증권 리서치센터

[도표 5] MMORPG '아키에이지 워' 타이틀 영상



자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

**카카오게임즈 [293490]**

일부 신작 출시 지연, 2023년 다수 기대작 존재

[도표 6] 루트 슈터 '프로젝트 S'



자료: 라이온하트스튜디오, 교보증권 리서치센터

[도표 7] MMORPG '프로젝트 Q'



자료: 라이온하트스튜디오, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 카카오게임즈 서비스 게임의 이용자 보상안

게임명	보상안
오딘: 발할라 라이징	아바타, 탈 것, 룬, 가호석 등 11회 소환권
우마무스메 프리티 더비	쥬얼 300개, 슈퍼 크릭 피스 26개, 서포트포인트 5,000pt, 1만 머니
가디언테일즈	3,000 점, 스테미나 500개, 전투 흉장 55개, 옵션 변경 스톤 4개, 각성 던전 상자 3개
프리넷스커넥트 리다이브	쥬얼 500개, 스테미나 500개
카카오 배틀그라운드(PC)	패스 5 레벨업권, 4만 배틀그라운드 포인트(BP)

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 카카오게임즈 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
4Q22	에버소울	수집형 RPG	글로벌 (일본/중국 외)	모바일	퍼블리싱 (나인아크)
	디스테라	생존 FPS	글로벌	PC(Steam)	퍼블리싱 (리얼리티매직)
1Q23	아키에이지 워	MMORPG	국내	PC/모바일	자체개발 (엑스엘게임즈)
	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	국내	PC/모바일	퍼블리싱 (세컨드다이브)
	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	일본	PC/모바일	자체개발 (라이온하트)
	가디소더	액션 RPG	글로벌 (중국 외)	모바일	퍼블리싱 (로드컴플릿)
2Q23	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	북미/유럽	PC/모바일	자체개발 (라이온하트)
	에버소울	수집형 RPG	일본	모바일	퍼블리싱(나인아크)
2H23	Project C	수집형 RPG	-	PC/모바일	자체개발 (라이온하트)
2024 이후	아키에이지2	MMORPG	글로벌 (중국 외)	PC	자체개발(엑스엘게임즈)
	Project S	루트 슈터	글로벌	PC/콘솔	자체개발 (라이온하트)

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

## 카카오게임즈 [293490]

일부 신작 출시 지연, 2023년 다수 기대작 존재

[도표 10] 카카오게임즈 Valuation

항목	가치산정	비교
12MF 지배주주순이익	236	
target PER	18.5	글로벌 게임사 peer 12MF PER 평균
적정시가총액	<b>4,373</b>	
발행주식수	82,239	
적정주가	<b>53,179</b>	
목표주가	<b>53,000</b>	
현재주가	39,200	
상승여력	35.2%	

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

카카오게임즈 [293490]

일부 신작 출시 지연. 2023년 다수 기대작 존재

[카카오게임즈 293490]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	496	1,012	1,280	1,769	2,311
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	496	1,012	1,280	1,769	2,311
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	429	901	1,036	1,401	1,796
영업이익	67	112	244	368	515
영업이익률 (%)	13.4	11.1	19.0	20.8	22.3
EBITDA	89	155	276	395	539
EBITDA Margin (%)	17.9	15.3	21.6	22.3	23.3
영업외손익	11	610	24	44	45
관계기업손익	-2	13	-10	10	10
금융수익	57	18	49	49	50
금융비용	-23	-65	-47	-47	-47
기타	-21	644	32	32	32
법인세비용차감전순이익	78	722	267	412	560
법인세비용	10	202	93	122	166
계속사업순이익	68	520	174	290	394
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	520	174	290	394
당기순이익률 (%)	13.6	51.4	13.6	16.4	17.0
비지배지분순이익	-18	-9	58	29	39
지배지분순이익	86	529	116	261	354
지배순이익률 (%)	17.3	52.2	9.1	14.7	15.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	102	218	26	26	26
포괄순이익	169	738	200	315	419
비지배지분포괄이익	-19	-8	66	63	84
지배지분포괄이익	188	747	133	252	336

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	82	228	-387	-327	-234
당기순이익	0	0	174	290	394
비현금항목의 가감	21	-551	-441	-437	-398
감가상각비	13	20	11	6	3
외환손익	2	-2	1	1	1
자본법평가손익	2	-13	10	-10	-10
기타	4	-557	-462	-434	-392
자산부채의 증감	-15	57	-26	-57	-64
기타현금흐름	76	722	-94	-123	-165
투자활동 현금흐름	-168	-804	-661	-664	-667
투자자산	-47	-244	-203	-203	-203
유형자산	-28	-11	0	0	0
기타	-94	-549	-458	-461	-464
재무활동 현금흐름	409	818	129	123	123
단기차입금	-12	-2	-2	-2	-2
사채	-11	496	10	10	10
장기차입금	0	-6	-6	-6	-6
자본의 증가(감소)	400	209	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	32	121	126	121	121
현금의 증감	320	241	-91	40	153
기초 현금	247	567	809	718	758
기말 현금	567	809	718	758	911
NOPLAT	58	81	159	259	362
FCF	37	170	165	229	322

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	696	1,151	1,124	1,274	1,561
현금및현금성자산	567	809	718	758	911
매출채권 및 기타채권	61	102	135	195	272
재고자산	12	60	76	105	137
기타유동자산	56	180	194	216	240
비유동자산	614	3,154	3,372	3,596	3,823
유형자산	49	75	65	59	56
관계기업투자금	66	325	576	827	1,078
기타금융자산	266	468	468	468	468
기타비유동자산	233	2,286	2,263	2,242	2,221
자산총계	1,310	4,305	4,496	4,870	5,384
유동부채	159	843	879	930	1,012
매입채무 및 기타채무	67	663	666	671	677
차입금	0	5	3	1	-1
유동성채무	0	0	6	6	6
기타유동부채	93	175	205	253	330
비유동부채	125	1,042	1,062	1,084	1,109
차입금	0	1	-4	-10	-15
사채	1	497	507	517	527
기타비유동부채	124	544	560	577	597
부채총계	285	1,885	1,941	2,015	2,121
지배지분	1,003	2,101	2,218	2,479	2,833
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	728	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	179	741	857	1,118	1,472
기타자본변동	2	28	28	28	28
비지배지분	23	319	337	377	430
자본총계	1,025	2,420	2,555	2,855	3,263
총차입금	84	621	641	656	673

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	1,379	7,061	1,413	3,170	4,309
PER	33.4	12.9	26.5	11.8	8.7
BPS	13,529	27,129	26,970	30,141	34,449
PBR	3.4	3.4	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	1,424	2,073	3,362	4,809	6,553
EV/EBITDA	32.8	45.3	11.5	8.0	5.7
SPS	7,949	13,524	15,561	21,515	28,102
PSR	5.8	6.7	2.4	1.7	1.3
CFPS	600	2,265	2,007	2,786	3,914
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

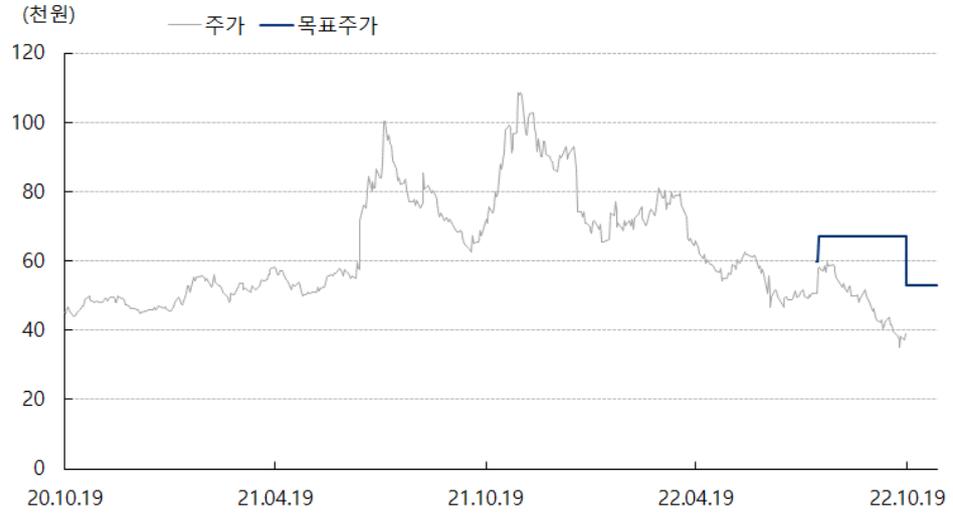
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	26.7	104.3	26.4	38.3	30.6
영업이익 증가율	90.0	68.2	117.7	51.2	39.8
순이익 증가율	661.5	670.5	-66.5	66.5	35.9
수익성					
ROIC	66.2	9.1	9.9	15.7	21.2
ROA	9.0	18.8	2.6	5.6	6.9
ROE	12.1	34.1	5.4	11.1	13.3
안정성					
부채비율	27.7	77.9	76.0	70.6	65.0
순차입금비율	6.4	14.4	14.3	13.5	12.5
이자보상배율	13.5	16.2	34.8	52.4	73.1

카카오게임즈 [293490]

일부 신작 출시 지연, 2023년 다수 기대작 존재

카카오게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	60,000	(10.40)	(3.63)					
2022.08.04	매수	67,000	(37.87)	(12.04)					
2022.10.19	매수	53,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조서자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조서자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2022.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%

[ 업종 투자 의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하