2022-05-03

SK COMPANY Analysis

SK securities

카카오게임즈 (293490/KQ | 매수(유지) | T.P 85,000 원(유지))

앞당겨진 오딘 지역 확장 및 신작 우마무스메 출시 임박

- 1Q22 매출액 2,663 억원(-7% QoQ), 영업이익 421 억원(-7% QoQ)
- 국내 오딘 매출 감소했으나 3 월말 대만 출시 및 지역 확장으로 매출 안정화 기대
- 2Q22 일본 모바일게임 매출 1 위 '우마무스메' 국내 출시, 일매출 1.5~2 억원 예상
- 2H22 Ares, 에버소울, 엑스엘게임즈 MMORPG 등 신작 출시로 외형성장 기대
- 2022 년 매출액 1.54 조원(+52% YoY), 영업이익 4,371 억원(+291% YoY) 전망

연내 오딘 지역 확장 및 일본 1 위 '우마무스메' 국내 퍼블리싱 기대

카카오게임즈의 1Q22 매출액은 2,663 억원(+105% YoY, -7% QoQ), 영업이익은 421 억원(+170% YoY, -7% QoQ)을 기록했다. 국내 오딘 매출 감소로 전분기대비 매출이 감소했으나, 3 월말 대만 출시와 연내 지역 확장으로 매출이 안정화될 것으로 기대한다. 2Q22 오딘 국내 일매출은 10 억원, 대만 일매출은 8 억원으로 추정한다. 한편 동사는 일본 모바일 게임 매출 1 위(5 월 3 일 기준)를 기록 중인 '우마무스메 프리티 더비'를 2Q22 국내 출시할 것으로 예상한다. 일본과 국내 출시된 미소녀 또는 전략시뮬레이션 게임인 앙상블스타즈, 명일방주 등을 고려했을 때 우마무스메의 국내 구글플레이 매출 순위는 11~15 위로 일매출 1.5~2 억원을 기록할 것으로 추정한다.

하반기에는 신작 액션 RPG 'Ares', 가디언테일즈와 유사한 '에버소울'과 달빛조각사 개발사인 엑스엘게임즈의 MMORPG 신작 매출이 실적에 크게 기여할 것으로 판단한다. 한편 영업비용에서 인건비는 전년대비 약 43% 증가하고 광고선전비는 매출액의 6~7% 수준을 기록할 것으로 예상한다. 오딘의 지역 확장과 신작들의 매출을 감안해 2022 년 매출액은 1.54 조원(+52% YoY), 영업이익은 4,371 억원(+291% YoY)으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 85,000 원(유지)

카카오게임즈에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 2022 년 예상 EPS 에 가상화폐 거래소 사업자인 코인베이스, 글로벌 게임사 Netease 와 넷마블의 평균 PER 25 배를 적용한 수치다. 한편 라이온하트스튜디오 IPO 및 CB 관련 오버행 이슈로 인해 주가가 최근에 하락했지만, 오딘 및 신작들을 감안했을 때 펀더멘털은 여전히 견고한 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	3,910	4,955	10,125	15,358	18,394	20,713
yoy	%	-7.1	26.7	104.3	51.7	19.8	12.6
영업이익	억원	350	665	1,119	4,371	4,643	5,432
yoy	%	-25.8	90.1	68.2	290.5	6.2	17.0
EBITDA	억원	528	888	1,552	6,689	7,070	6,866
세전이익	억원	201	779	7,221	4,251	4,589	5,428
순이익(지배주주)	억원	110	860	5,287	2,525	2,867	3,640
영업이익률%	%	9.0	13.4	11.1	28.5	25.2	26.2
EBITDA%	%	13.5	17.9	15.3	43.6	38.4	33.2
순이익률	%	2.3	13.6	51.4	21.2	18.7	19.7
EPS(계속사업)	원	197	1,380	7,062	3,386	3,845	4,634
PER	배	0.0	33.3	12.9	17.4	15.3	12.7
PBR	배	0.0	3.4	3.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	0.0	33.3	45.7	5.6	4.2	3.4
ROE	%	2.6	12.1	34.1	11.3	11.4	12.8
순차입금	억원	-2,218	-4,899	-2,891	-13,142	-21,220	-28,028
부채비율	%	41.8	27.8	77.9	96.1	99.8	95.1

SK 신성장산업분석팀

Analyst
이소중
sojoong@sks.co.kr
02-3773-9953

Company Data	
자본금	77 억원
발행주식수	7,463 만주
자사주	12 만주
액면가	100 원
시가총액	46,457 억원
주요주주	
카카오(외15)	55.17%
외국인지분률	10.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(22/05/03)	59,100 원
KOSDAQ	907.57 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	108,700 원
52주 최저가	49,850 원
60일 평균 거래대금	716 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-25.3%	-22.1%
6개월	-31.7%	-23.6%
12개월	8.9%	18.7%

Analyst **이소중** sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

카카오게임즈 실적 추정 (단위 : 억원)

항목	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**1,301**	**1,295**	**4,662**	**2,867**	**2,663**	**3,550**	**4,276**	**4,868**	**10,125**	**15,358**	**18,394**	**20,713**
yoy	35%	22%	210%	102%	105%	174%	-8%	70%	104%	52%	20%	13%
모바일	601	843	4,105	2,000	1,766	2,626	3,244	3,854	7,549	11,489	14,362	16,433
PC	511	188	179	193	189	188	267	226	1,071	871	735	653
기타	189	264	377	674	708	736	765	788	1,504	2,998	3,297	3,627
영업비용	**1,145**	**1,214**	**4,234**	**2,388**	**2,242**	**2,562**	**2,932**	**3,251**	**8,981**	**10,987**	**13,751**	**15,281**
인건비	255	257	338	441	475	437	440	498	1,292	1,850	2,128	2,447
지급수수료	603	595	3,242	1,046	893	1,207	1,497	1,704	5,485	5,301	6,990	7,871
광고선전비	81	133	364	214	149	213	257	292	793	911	1,288	1,450
기타 비용	206	228	290	687	725	705	739	757	1,411	2,925	3,346	3,513
영업이익	**156**	**81**	**428**	**479**	**421**	**988**	**1,345**	**1,617**	**1,144**	**4,371**	**4,643**	**5,432**
yoy	23%	-49%	102%	189%	170%	1115%	214%	238%	72%	282%	6%	17%
당기순이익	**183**	**4**	**443**	**4,573**	**283**	**719**	**1,024**	**1,227**	**5,204**	**3,253**	**3,442**	**4,071**
yoy	68%	-98%	65%	3488%	55%	17135%	131%	-73%	672%	-37%	6%	18%
지배주주순이익	**207**	**10**	**496**	**4,575**	**136**	**502**	**837**	**1,051**	**5,289**	**2,525**	**2,867**	**3,640**
비지배주주순이익	-24	-6	-53	-2	147	217	188	176	-85	728	575	431

자료 : SK 증권

카카오게임즈 목표주가 산정

항목	수치	단위	비고
2022E 지배주주순이익(억원)	2,525	억원	(a)
발행주식수㈜	74,568,295	주	(b)
2022E EPS(원)	3,386	원	(c) : (a)/(b) x 100,000,000
목표 P/E(배)	25	배	(d) : 유사기업 Netease, Coinbase, 넷마블 평균 P/E 25배
적정 주가(원)	84,658	원	(e) : (c) x (d)
목표 주가(원)	85,000	원	
현재 주가(원)	59,100	원	
상승 여력(%)	44	%	

자료 : SK 증권

Peer Group 밸류에이션 표

(단위 : 억원, %, 배)

항목	년도	NetEase	Coinbase	넷마블	카카오게임즈
티커		9999	Coin	251270	293490
시가총액(조원)		80.2	53.6	8.7	5.5
매출액	2019	99,943	6,222	21,787	3,910
	2020	125,861	15,066	24,848	4,955
	2021E	165,178	87,519	25,059	10,125
	2022E	191,966	84,868	31,905	16,190
영업이익	2019	23,266	-534	2,027	350
	2020	24,839	4,823	2,720	665
	2021E	30,747	33,396	1,545	1,114
	2022E	38,149	26,845	3,353	3,638
영업이익률	2019	23.3%	-	9.3%	9.0%
	2020	19.7%	32.00%	10.9%	13.4%
	2021E	18.6%	38.20%	6.2%	12.4%
	2022E	19.9%	31.60%	10.5%	27.6%
순이익	2019	35,829	-354	1,560	110
	2020	20,609	3,801	3,130	860
	2021E	27,750	39,369	2,438	1,209
	2022E	33,157	20,137	3,376	3,119
P/E	2019	-	-	49.1	-
	2020	-	-	34.4	33.1
	2021E	25.1	14.8	44.1	44.7
	2022E	21.8	27.7	25.0	17.6
P/B	2019	-	-	1.7	-
	2020	-	-	2.0	3.4
	2021E	4.4	8.2	2.0	3.9
	2022E	3.7	6	1.4	3.1

자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst **이소중** sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

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 1H22 대만. 이후 일본/유럽/북미
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
검은사막	MMORPG	퍼블리싱(펄어비스)	PC	2016년 3월 북미/유럽
우마무스메프리티 더비	경주/육성 시뮬레이션	퍼블리싱(Cygames)	모바일	2Q22 국내
디스테라(early access)	서바이벌 FPS	퍼블리싱(리얼리티매직)	PC(steam)	2H22 글로벌
Kakaopage Play(가칭)	스토리	자체개발(애드페이지)	모바일	2H22 글로벌
프렌즈샷:누구나골프	캐주얼	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	2H22 글로벌
Kitten Pop	캐주얼	자체개발(프렌즈게임즈)	모바일	2H22 글로벌
프로젝트 Ares	액션 RPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	모바일	2H22 국내
에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	2H22 글로벌(중국 제외)
가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	2H22 글로벌(중국 제외)
엑스엘게임즈 신작	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일	2H22 글로벌
이터널 리턴	MOBA	퍼블리싱(님블뉴런)	PC(MS)/콘솔	2H22 글로벌

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

카카오게임즈 연혁

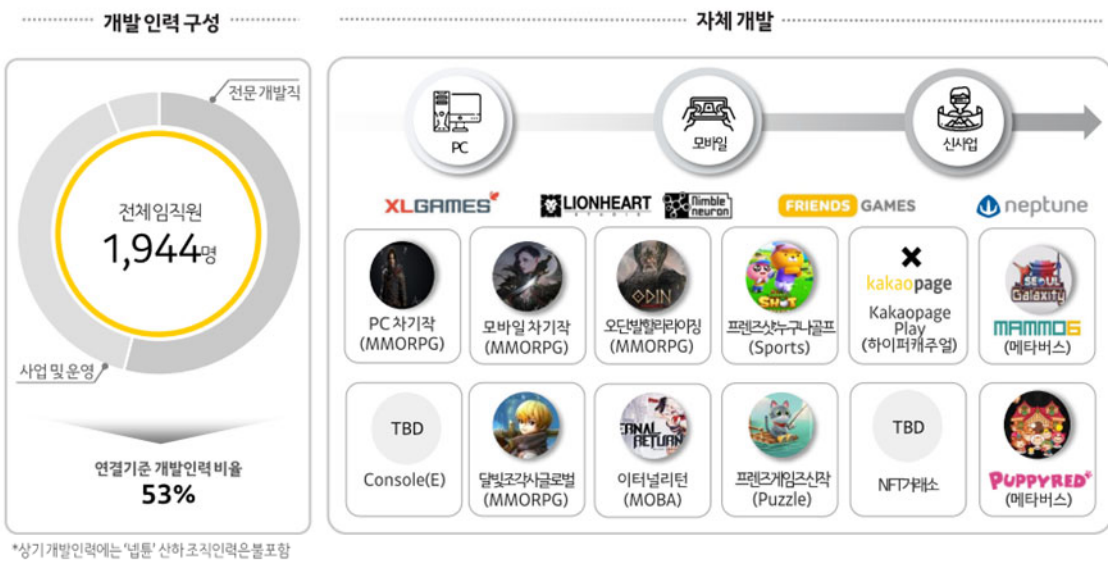
날짜	내용
2013.08	㈜엔진 설립
2015.08	㈜케이벤처그룹투자로 카카오 계열 편입
2016.03	PC게임 '검은사막' 북미유럽 출범
2016.04	㈜다음게임 합병, PC게임 사업 강화
2016.10	모바일게임 '프렌즈팝콘' 출시
2017.09	신사업 자회사 ㈜카카오VX 편입
2017.11	카카오 모바일 게임 사업부문 통합
2017.11	PC게임 '배틀그라운드' 국내 출시
2019.10	모바일게임 '달빛조각사' 출시
2020.03	㈜엑스엘게임즈 인수
2020.07	모바일게임 '가디언테일즈' 글로벌 출시
2020.09	코스닥시장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

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

효율적인 마케팅 플랫폼 보유

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

자체 게임 개발 능력 보유



자료 : 카카오게임즈, SK 증권

Analyst **이소중** sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

PC 게임 라인업

Domestic → Global

배틀그라운드	패스오브엑자일	엘리온	아키에이지	이터널리턴
36주 PC방 점유율 1위	**120만명** 누적가입자수	**100억원+** 국내 첫달 판매	**2,000만명** 누적가입자수	**5.3만** Steam 최고 동접
• 서바이벌슈팅 • '크래프톤' 개발 • 누적가입자 710만명 • PC방 최고 점유율 42.5% • '17.11 국내출시	• 핵앤슬래시 액션 RPG • 'Grinding Gear G.' 개발 • PC방 전체순위 5위, 장르 1위 • '19.06 국내출시	• MMORPG • '크래프톤' 개발 • '20.12 국내출시 • '21.10 북미유럽출시	• MMORPG • '엑스엘게임즈' 개발 • 누적매출액 4,000억원 • '13.10 글로벌출시, 64개국 서비스 중	• MOBA+배틀로얄 • '님블뉴런' 개발 • 최후의 승자를 가리는 배틀로얄 PVP, e스포츠 최적화 • Steam Early Access, '21.3Q 카카오버전런칭

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

모바일 게임 라인업

Casual → Hardcore

카카오 프렌즈 IP	프린세스 커넥트! 리다이브	월드플리퍼	가디언테일즈	달빛조각사	오딘발할라라이징
5,000만+ 누적 다운로드	**3위** 구글매출 최고순위	**2위** 구글 인기 최고순위	**4위** 구글매출 최고순위	**2위** 구글 매출 최고순위	**1위** 양대마켓 매출 최고순위
• 캐주얼, 팝류 • '카카오게임즈' 외 개발 • '카카오 프렌즈 IP' 의 게임화 독점 권한 보유 • 프렌즈팝, 프렌즈팝콘, 프렌즈레이싱 외	• 육성시뮬레이션 • 'Cygames' 개발 • 고퀄리티 애니메이션 의 여성향 2차원 게임 • '19.03 국내출시	• 핀볼 액션 RPG • 'Cygames' 개발 • 다양한 캐릭터 조합을 통한 전략 플레이 • '21.09 글로벌 출시	• 액션 RPG • '콩스튜디오' 개발 • 도트 그래픽의 레트로 감성 • '20.07 글로벌 230개국 출시	• MMORPG • '엑스엘게임즈' 개발 • 카카오페이지 웹소설 IP 를 게임화 • '19.10~'21.05 국내 및 글로벌 150개국 출시	• 오픈월드 MMORPG • '라이온하트 S.' 개발 • 고퀄리티 그래픽, 북유럽 신화 세계관 • '21.06 국내출시

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

BORA 2.0, GameFi 영역 확대

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

스포츠, 메타버스, NFT 사업 추진

자료 : 카카오게임즈, SK 증권

Analyst 이소중 sojoong@sks.co.kr / 02-3773-9953

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022.05.04	매수	85,000원	6개월		
2022.02.21	매수	85,000원	6개월	-15.61%	-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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022 년 5 월 4 일 기준)

매수	92.98%	중립	7.02%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	6,956	11,512	23,386	32,214	39,517
현금및현금성자산	5,672	8,087	18,607	26,781	33,589
매출채권및기타채권	606	1,019	1,730	2,072	2,333
재고자산	117	602	1,022	1,224	1,378
비유동자산	6,143	31,538	30,605	29,784	29,095
장기금융자산	2,541	4,522	4,522	4,522	4,522
유형자산	494	754	712	614	576
무형자산	1,533	21,282	19,271	17,184	16,002
자산총계	13,099	43,050	53,991	61,999	68,613
유동부채	1,593	8,427	15,733	20,121	22,579
단기금융부채	297	538	584	631	631
매입채무 및 기타채무	407	6,026	11,984	15,700	17,679
단기충당부채	107	126	214	257	289
비유동부채	1,252	10,418	10,732	10,841	10,861
장기금융부채	842	6,153	6,380	6,436	6,436
장기매입채무 및 기타채무	1	1	0	0	0
장기충당부채	43	32	54	82	93
부채총계	2,845	18,845	26,465	30,963	33,439
지배주주지분	10,027	21,013	23,606	26,541	30,247
자본금	74	77	79	81	81
자본잉여금	7,283	10,536	10,536	10,536	10,536
기타자본구성요소	19	280	280	280	280
자기주식	-20	-20	-20	-20	-20
이익잉여금	1,795	7,406	9,931	12,798	16,439
비지배주주지분	226	3,192	3,920	4,495	4,926
자본총계	10,254	24,205	27,526	31,036	35,173
부채와자본총계	13,099	43,050	53,991	61,999	68,613

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,955	10,125	15,358	18,394	20,713
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,955	10,125	15,358	18,394	20,713
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	4,290	9,006	10,987	13,751	15,281
영업이익	665	1,119	4,371	4,643	5,432
영업이익률 (%)	13.4	11.1	28.5	25.2	26.2
비영업손익	114	6,102	-120	-54	-4
순금융비용	19	-1	-18	-9	-33
외환관련손익	-14	15	-5	-5	-5
관계기업투자등 관련손익	-4	6,768	-84	-58	-31
세전계속사업이익	779	7,221	4,251	4,589	5,428
세전계속사업이익률 (%)	15.7	71.3	27.7	25.0	26.2
계속사업법인세	104	2,019	997	1,147	1,357
계속사업이익	675	5,202	3,253	3,442	4,071
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	675	5,202	3,253	3,442	4,071
순이익률 (%)	13.6	51.4	21.2	18.7	19.7
지배주주	860	5,287	2,525	2,867	3,640
지배주주귀속 순이익률(%)	17.35	52.21	16.44	15.59	17.57
비지배주주	-185	-85	728	575	431
총포괄이익	1,695	7,383	3,319	3,508	4,137
지배주주	1,881	7,467	2,591	2,933	3,706
비지배주주	-186	-85	728	575	431
EBITDA	888	1,552	6,689	7,070	6,866

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	829	2,297	10,497	8,309	6,989
당기순이익(손실)	779	7,221	3,253	3,442	4,071
비현금성항목등	209	-5,513	3,436	3,629	2,795
유형자산감가상각비	132	201	154	188	99
무형자산상각비	91	232	2,164	2,240	1,335
기타	-59	845	49	0	0
운전자본감소(증가)	-117	627	4,920	2,386	1,480
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-121	787	-711	-342	-261
재고자산감소(증가)	1	-110	-420	-202	-154
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	124	-214	5,958	3,716	1,979
기타	-121	164	93	-786	-84
법인세납부	-42	-37	-1,112	-1,147	-1,357
투자활동현금흐름	-1,683	-8,025	-203	-188	-129
금융자산감소(증가)	32	-1,428	-5	-6	0
유형자산감소(증가)	-277	-109	-112	-90	-61
무형자산감소(증가)	-17	-153	-153	-153	-153
기타	-1,421	-6,336	68	60	85
재무활동현금흐름	4,079	8,147	226	54	-52
단기금융부채증가(감소)	-124	-27	47	47	0
장기금융부채증가(감소)	103	4,876	227	56	0
자본의증가(감소)	4,107	2,182	2	2	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-7	1,116	-50	-51	-52
현금의 증가(감소)	3,201	2,414	10,520	8,174	6,808
기초현금	2,471	5,672	8,087	18,607	26,781
기말현금	5,672	8,087	18,607	26,781	33,589
FCF	-119	5,882	10,241	8,090	6,818

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	26.7	104.3	51.7	19.8	12.6
영업이익	90.1	68.2	290.5	6.2	17.0
세전계속사업이익	286.9	826.5	-41.1	8.0	18.3
EBITDA	68.0	74.8	331.1	5.7	-2.9
EPS(계속사업)	600.9	411.6	-52.1	13.6	20.5
수익성 (%)					
ROE	12.1	34.1	11.3	11.4	12.8
ROA	7.1	18.5	6.7	5.9	6.2
EBITDA마진	17.9	15.3	43.6	38.4	33.2
안정성 (%)					
유동비율	436.6	136.6	148.6	160.1	175.0
부채비율	27.8	77.9	96.1	99.8	95.1
순차입금/자기자본	-47.8	-11.9	-47.7	-68.4	-79.7
EBITDA/이자비용(배)	18.0	22.5	135.7	137.8	131.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,380	7,062	3,386	3,845	4,634
BPS	13,529	27,129	31,606	35,536	38,479
CFPS	1,737	7,640	6,495	7,101	6,460
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	58.8	15.4	27.5	24.2	20.1
PER(최저)	31.9	6.4	17.4	15.3	12.7
PBR(최고)	6.0	4.0	2.9	2.6	2.4
PBR(최저)	3.3	1.7	1.9	1.7	1.5
PCR	26.5	11.9	9.1	8.3	9.1
EV/EBITDA(최고)	61.8	52.6	9.4	7.9	7.2
EV/EBITDA(최저)	31.5	22.0	5.6	4.2	3.4

자료 : 카카오게임즈, SK증권 추정