

카카오게임즈 (293490)

고여버린 MMORPG 시장 공략하기

투자의견

BUY(유지)

목표주가

53,000 원(유지)

현재주가

41,500 원(04/05)

시가총액

3,421 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 매출액 2,739억원(+2.8%yoy), 영업이익 200억원(-52.5% yoy) 컨센서스(341억원) 하회 전망
- PC매출과 기타매출은 전분기와 유사, 모바일 부문은 신작 출시 효과가 매출에 긍정적으로 작용
- 다만 기존 주력 게임인 오딘과 우마무스메가 지난 4분기 대비 매출이 감소하며 그 효과가 반감될 전망
- 1분기 신작 에버소울은 3월로 접어들면서 매출 순위가 빠르게 하락해 2분기 매출 감소 전망
- 3/21 출시된 '아키에이지 워'는 출시 초기 매출 흐름 지속. 2분기 일매출 순위는 5~10위권을 전망
- 2분기 신작 '아레스:라이즈오브 가디언즈' 국내 출시와 오딘의 일본지역 출시로 실적 성장 기대
- 다만 최근 국내 신작 MMORPG 출시가 이어지는 만큼 기존 게임 및 신작 게임 간 매출 경쟁 불가피
- 투자의견 'BUY'와 목표가 53,000원 유지

주가(원, 4/5)	41,500
시가총액(십억원)	3,421

발행주식수	82,405천주
52주 최고가	81,000원
최저가	34,250원
52주 일간 Beta	1.14
3개월 일평균거래대금	296억원
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(2023F)	0.0%

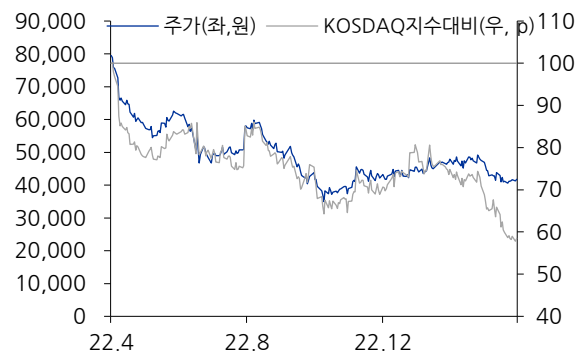
주주구성	
카카오 (외 17인)	53.7%
카카오게임즈우리스주	0.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-21.3%	-27.6%	-39.4%
절대기준	-12.6%	-0.4%	-47.8%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	53,000	53,000	-
영업이익(23)	247	247	-
영업이익(24)	285	-	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,012	1,148	1,495	1,675
영업이익	112	176	247	285
세전손익	722	-195	255	292
당기순이익	520	-196	193	219
EPS(원)	6,825	-2,839	2,119	2,399
증감률(%)	488.4	적전	흑전	13.2
PER(배)	13.3	na	19.6	17.3
ROE(%)	34.1	-12.4	10.0	10.4
PBR(배)	3.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	43.7	15.5	12.2	10.3

자료: 유진투자증권



카카오게임즈 1 분기 실적은 매출액 2,739 억원(+2.8%yoy), 영업이익 200 억원 (-52.5%yoy, OPM +7.3%)을 전망한다. 영업이익 기준 컨센서스(341 억원)를 하회하는 전망이다.

PC 매출과 기타매출은 전분기와 유사할 것으로 예상되는 가운데, 모바일부문은 두 개의 신작 게임인 '에버소울'(1/5 출시), '아키에이지 워'(3/21)의 출시 효과가 매출에 긍정적으로 작용했다. 하지만 기존 주력 게임인 오딘과 우마무스메가 지난 4분기 대비 매출이 감소하며 그 효과는 반감될 전망이다.

오딘의 경우 지난해 4분기 공성전 업데이트 이후 유저 트래픽이 유지됐으나 1분기 대규모 업데이트 부재로 일매출이 전분기 대비 감소하고, 우마무스메는 4분기 반주년 이벤트가 좋은 평가를 받았음에도 1분기 매출순위는 다시 하락한 모습을 보였다. 1/5 출시된 에버소울은 3월로 접어들면서 매출 순위가 빠르게 하락해 2분기 일매출은 다소 감소할 것으로 예상된다. 3/21 출시된 '아키에이지 워'는 출시 초기 좋은 일매출 흐름을 보였고, 4/3 기준 플레이스토어 매출순위 3위를 기록하고 있다. 현재 고착화된 국내 모바일 MMORPG 게임 유저층을 고려했을 때 2분기 일매출 순위는 5~10 위권을 전망한다. 영업비용에서는 두 개의 신작 출시로 마케팅 비용이 전분기 대비 38% 증가한 것으로 추정된다.

1분기 두 개의 신작을 출시한 데 이어, 2분기에도 MMORPG '아레스:라이즈 오브 가디언즈' 국내 출시와 오딘의 일본지역 출시를 앞두고 있다. 여기에 3월말 출시된 '아키에이지 워' 매출이 온기 반영되면서 2분기 실적 성장이 기대된다. 다만 최근 국내 신작 MMORPG 출시가 이어지는 만큼 기존 대작 MMORPG 게임뿐만 아니라 신작 게임 간 매출 경쟁 또한 불가피할 전망이다.

도표 1. 1Q23 Preview

결산기(12월) (단위: 십억원)	1Q23E				시장 전망치	2Q23E				2023E		2024E	
	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)			예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)	2022A	예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	274	16.2	2.8	285	369	34.6	8.8	1,148	1,495	30.3	1,675	12.0	
영업이익	20	123.4	-52.5	31	68	238.7	-16.4	176	247	40.7	285	15.1	
세전이익	23	흑전	-32.7	37	75	224.1	-36.2	-195	255	흑전	292	14.6	
순이익	17	흑전	-39.0	24	57	228.4	-11.4	-196	193	흑전	219	13.8	
OP Margin	7.3	3.5	-8.5	11.0	18.4	11.1	-5.5	15.3	16.5	1.2	17.0	0.5	
NP Margin	6.3	133.5	-4.3	8.5	15.4	9.1	-3.5	-17.1	12.9	30.0	13.1	0.2	
EPS(원)	784	흑전	13.6	1,055	2,204	181.0	-3.8	-2,839	2,119	흑전	2,399	13.2	
BPS(원)	19,870	-2.8	-21.6	24,745	20,420	2.8	-13.6	20,435	21,793	6.6	24,192	11.0	
ROE(%)	3.9	74.2	1.2	4.3	10.8	6.8	1.1	-12.4	10.0	22.4	10.4	0.4	
PER(X)	52.9	-	-	39.3	18.8	-	-	na	19.6	-	17.3	-	
PBR(X)	2.1	-	-	1.7	2.0	-	-	2.2	1.9	-	1.7	-	

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권
 주: EPS는 annualized 기준

실적전망 및 밸류에이션

도표 2. 카카오게임즈 실적 추이

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E
매출액	266.3	338.8	306.9	235.7	273.9	368.6	410.8	442.0	1147.7	1495.4
(%yoy)	104.7%	161.7%	-34.2%	-17.8%	2.8%	8.8%	33.9%	87.6%	13.4%	30.3%
PC 게임	14.6	15.0	13.3	10.8	10.4	11.6	11.4	11.1	53.6	44.5
모바일게임	177.2	213.1	197.0	151.7	188.0	255.7	300.8	355.1	739.0	1,099.7
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	75.5	101.3	98.6	75.8	355.1	351.2
영업비용	224.3	257.8	263.1	224.8	253.9	300.9	325.3	368.0	970.0	1248.0
(%yoy)	95.8%	112.4%	-37.9%	-6.8%	13.2%	16.7%	23.6%	63.7%	7.7%	28.7%
영업이익	42.1	81.0	43.8	10.8	20.0	67.8	85.5	74.0	177.8	247.4
(%yoy)	169.7%	900.5%	2.5%	-76.2%	-52.5%	-16.4%	95.3%	584.3%	58.8%	39.2%
OPM(%)	15.8%	23.9%	14.3%	4.6%	7.3%	18.4%	20.8%	16.8%	15.5%	16.5%
영업외손익	-7.9	35.9	-17.3	-375.9	3.0	6.8	-1.1	-1.0	-365.2	7.7
세전이익	34.2	116.9	26.5	-365.1	23.0	74.6	84.4	73.1	-187.5	255.1
지배순이익	13.5	45.1	3.2	-262.3	16.1	45.3	60.2	52.8	-200.5	174.4
(%yoy)	-34.7%	4455.0%	-93.6%	적자전환	19.1%	0.5%	1807.8%	흑자전환	적자전환	흑자전환

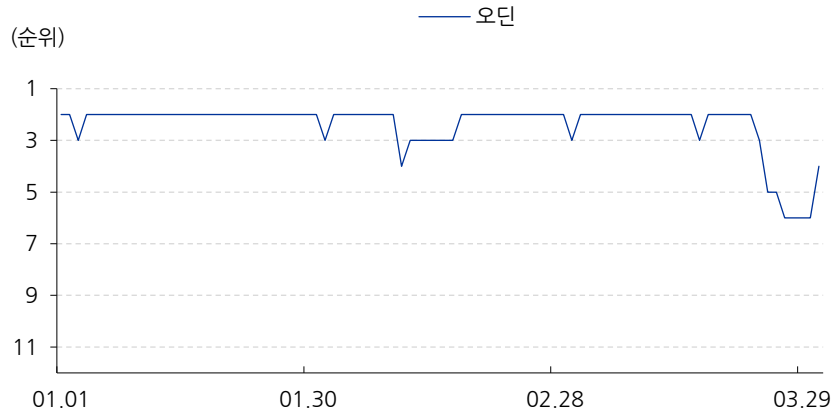
자료: 유진투자증권

도표 3. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1012.5	1147.7	1495.4	1674.8
영업이익	111.9	177.8	247.4	284.7
세전이익	722.1	-187.5	255.1	292.5
지배순이익	528.7	-200.5	174.4	197.4
EPS(원)	6,424	-2,437	2,119	2,399
PER(배)	6.5	-17.0	19.6	17.3
OPM(%)	11.1%	15.5%	16.5%	17.0%
NPM(%)	52.2%	-17.5%	11.7%	11.8%

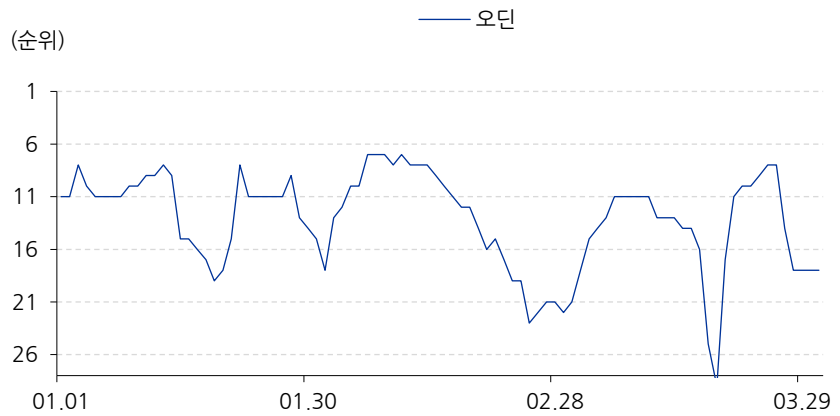
자료: 유진투자증권

도표 4. 국내 오딘 매출순위 (플레이스토어)



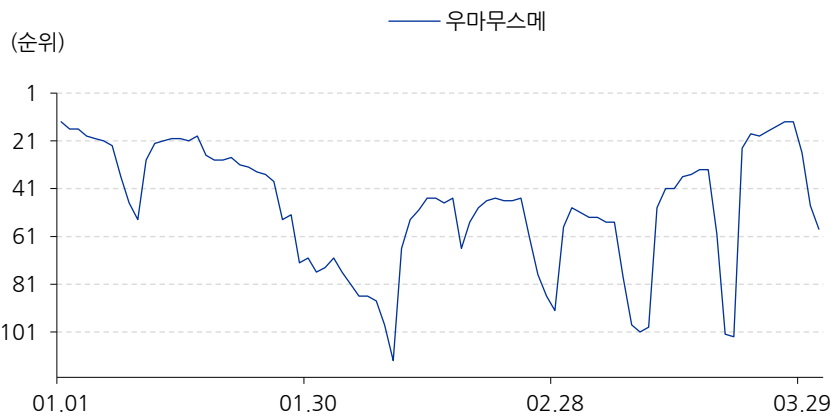
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 5. 대만 오딘 매출순위 (플레이스토어)



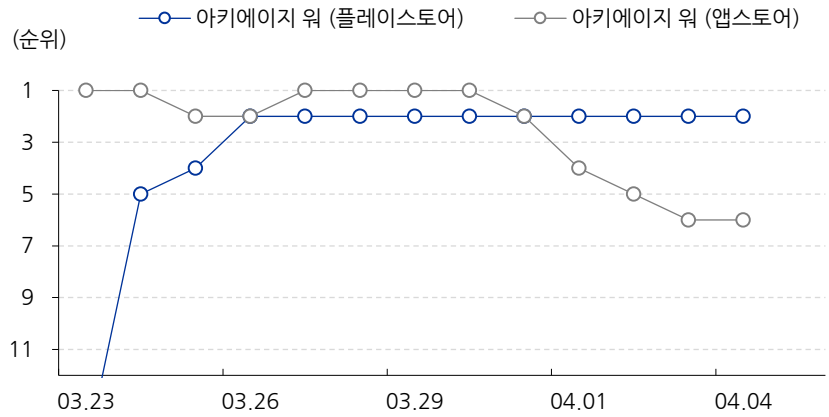
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 국내 우마무스메 매출순위 (플레이스토어)



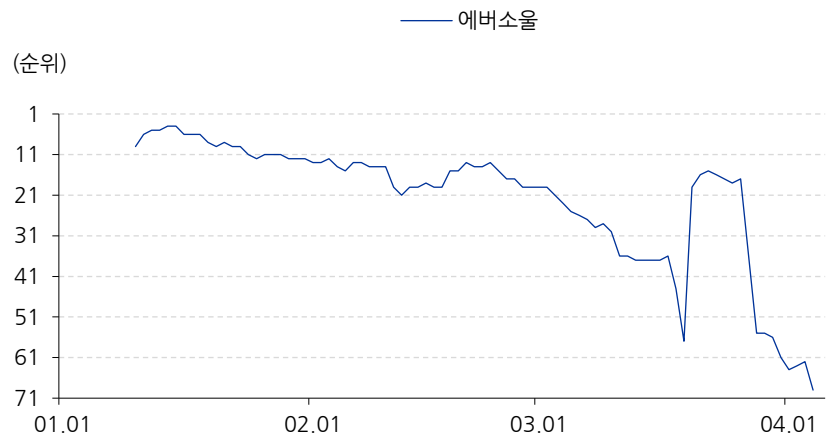
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 7. 국내 아키에이지 워 매출순위(플레이스토어, 앱스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 국내 에버소울 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 9. 카카오게임즈 신작 출시 일정

출시일정	게임	장르	자체개발 / 퍼블리싱 (개발사)	디바이스	출시 지역
1Q23	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	글로벌(일본/중국 제외)
	아키에이지 워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일/PC	국내
2Q23	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	모바일/PC	일본
	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	모바일/PC	국내
	보라베틀(6~10 중)	캐주얼	자체개발(메타보라 외)	모바일(블록체인)	글로벌
3Q23	가디소더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌(중국 제외)
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	일본
4Q23	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	모바일/PC	북미, 유럽

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

카카오게임즈(293490.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	662	4,305	3,874	4,091	4,294
유동자산	208	1,151	1,057	1,307	1,538
현금성자산	82	933	802	866	1,117
매출채권	85	102	85	165	156
재고자산	24	60	123	229	217
비유동자산	454	3,154	2,817	2,784	2,756
투자자산	174	950	690	718	748
유형자산	193	75	93	88	85
기타	87	2,128	2,033	1,977	1,923
부채총계	426	1,885	1,859	1,965	1,970
유동부채	289	843	267	360	351
매입채무	66	663	86	178	169
유동성이자부채	142	54	69	69	69
기타	80	126	111	112	114
비유동부채	138	1,042	1,592	1,605	1,618
비유동이자부채	107	615	1,225	1,225	1,225
기타	31	427	367	380	393
자본총계	236	2,420	2,015	2,127	2,324
지배지분	158	2,101	1,682	1,793	1,991
자본금	57	8	8	8	8
자본잉여금	19	1,054	1,133	1,133	1,133
이익잉여금	75	741	507	681	879
기타	8	299	33	(29)	(29)
비지배지분	77	319	333	333	333
자본총계	236	2,420	2,015	2,127	2,324
총차입금	249	669	1,294	1,294	1,294
순차입금	167	(264)	492	429	177

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	(4)	228	134	108	296
당기순이익	11	520	(196)	193	219
자산상각비	26	43	93	67	65
기타비현금성손익	5	(595)	395	(78)	(18)
운전자본증감	(43)	57	(80)	(93)	12
매출채권감소(증가)	(44)	79	7	(80)	9
재고자산감소(증가)	(1)	(11)	(63)	(105)	12
매입채무증가(감소)	10	(21)	15	92	(9)
기타	(8)	10	(39)	1	1
투자현금	(74)	(804)	(964)	(51)	(53)
단기투자자산감소	(28)	(135)	(119)	(7)	(7)
장기투자증권감소	(5)	(203)	(9)	(27)	(28)
설비투자	(33)	11	24	0	0
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(1)	(15)	7	(7)	(7)
재무현금	73	818	644	0	0
차입금증가	(50)	478	612	0	0
자본증가	0	218	158	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(6)	241	(182)	57	244
기초현금	55	567	809	627	683
기말현금	49	809	627	683	927
Gross Cash flow	62	(31)	292	201	284
Gross Investment	90	613	925	137	33
Free Cash Flow	(28)	(644)	(633)	64	251

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	420	1,012	1,148	1,495	1,675
증가율(%)	25.4	104.3	13.4	30.3	12.0
매출원가	200	0	0	0	0
매출총이익	221	1,012	1,148	1,495	1,675
판매 및 일반관리비	187	901	972	1,248	1,390
기타영업손익	0	110	8	28	11
영업이익	33	112	176	247	285
증가율(%)	15.2	68.2	57.1	40.7	15.1
EBITDA	59	155	269	315	350
증가율(%)	37.9	74.8	73.4	17.0	11.0
영업외손익	(9)	610	(371)	8	8
이자수익	4	7	17	13	13
이자비용	9	7	15	9	9
지분법손익	(0)	677	(142)	(9)	(9)
기타영업손익	(4)	(67)	(230)	12	12
세전순이익	24	722	(195)	255	292
증가율(%)	(30.5)	826.5	적전	흑전	14.6
법인세비용	13	202	1	62	73
당기순이익	11	520	(196)	193	219
증가율(%)	(51.4)	670.5	적전	흑전	13.8
지배주주지분	6	529	(234)	174	197
증가율(%)	(66.5)	514.9	적전	흑전	13.2
비지배지분	4	(9)	38	18	22
EPS(원)	537	6,825	(2,839)	2,119	2,399
증가율(%)	(66.5)	488.4	적전	흑전	13.2
수정EPS(원)	537	6,825	(2,839)	2,119	2,399
증가율(%)	(66.5)	488.4	적전	흑전	13.2

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	537	6,825	(2,839)	2,119	2,399
BPS	13,206	27,129	20,435	21,793	24,192
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	96.8	13.3	n/a	19.6	17.3
PBR	3.9	3.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.3	43.7	15.5	12.2	10.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	10.1	n/a	12.6	17.0	12.0
수익성(%)					
영업이익률	7.9	11.1	15.3	16.5	17.0
EBITDA이익률	14.1	15.3	23.4	21.1	20.9
순이익률	2.6	51.4	(17.1)	12.9	13.1
ROE	5.3	34.1	(12.4)	10.0	10.4
ROIC	4.1	10.0	7.4	9.1	10.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	70.8	(10.9)	24.4	20.2	7.6
유동비율	72.2	136.6	396.0	363.4	437.7
이자보상배율	3.8	16.2	11.6	28.7	33.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.3	0.4	0.4
매출채권회전율	6.8	12.4	12.3	12.0	10.5
재고자산회전율	17.9	28.2	12.5	8.5	7.5
매입채무회전율	6.9	2.8	3.1	11.3	9.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.03.31 기준)

