

2023. 8. 2



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

**Hold**

**적정주가 (12개월)** **37,000 원**

**현재주가 (8.1)** **32,850 원**

**상승여력** **12.6%**

KOSDAQ	939.67pt
시가총액	27,089억원
발행주식수	8,250만주
유동주식비율	44.56%
외국인비중	12.39%
52주 최고/최저가	59,800원/28,900원
평균거래대금	160.9억원

**주요주주(%)**  
카카오 외 16 인 49.77

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-29.9	-35.2
상대주가	-7.6	-44.0	-44.3

**주가그래프**



# 카카오게임즈 293490

## 기다림의 시기

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 265억원으로 기대치 하회
- ✓ 게임은 예상 수준에 부합했으나 세나 및 카카오VX의 경기 부진 영향 컸던 탓
- ✓ 연말 북미/유럽 <오딘> 및 일본 <에버소울> 출시 전까지는 실적 큰 변동 없어
- ✓ 해외 개발사 투자 통한 아시아퍼블리싱 권한 확보 등 새로운 성장 동력 모색 중
- ✓ 신성장 동력 성과 전까지는 실적과 신작 모멘텀 다소 부족. Hold 투자의견 유지

**2Q23 Review: 모바일은 예상 수준, 기타는 경기 영향 커지며 하회**

2분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,711억원(-20% YoY)과 265억원(-67% YoY)으로 기대치를 하회했다. 모바일 게임은 1,719억원으로 예상 수준이었으나 세나테크놀로지 및 골프(카카오VX) 중심의 기타 부문에서 매출이 300억원 미달, 마케팅비 또한 150억원 적게 집행되며 기대치와의 차이를 설명했다.

3월 말 런칭한 <아키에이지워>가 빠른 하향 안정화를 보였고, 7월 출시된 <아레스>는 퍼블리싱에 해당되어 재무적 기여가 제한적이다. 연말 북미/유럽 <오딘> 및 일본 <에버소울> 출시까지는 실적의 큰 변동 없이 현 상태가 유지될 것으로 전망한다.

**흐름의 변화가 일어날 때를 기다리는 시간**

동사의 적정주가를 기존 40,000원에서 37,000원으로 하향한다. 신규 적정주가는 1) 2024년 지배 순이익의 2) 27배(기존과 동일)를 적용했다. 모바일 게임 시장의 성장 과정에서 동사는 퍼블리셔로 레버리지를 누리며 성장해 왔다. 코로나 시기 급속도로 커진 반작용으로 게임 시장 내 모바일의 성장은 가장 더딘 회복을 보이고 있고, 이는 동사의 마진 반등을 어렵게 만들고 있다.

2023년 1) 자회사로 연결 인식이 가능한 2) 재무적 기여가 클 것으로 기대되는 게임의 출시가 마무리되었다. 2024년 자회사 신작을 통해 1천억원 매출 기여를 가정할 경우 2022년 수준의 이익 회복이 가능하다. 최근 동사는 해외 개발사 투자를 통해 아시아 퍼블리싱 우선 협상권을 확보하고 있다. 이를 통해 기존 퍼블리싱 마진 하락 방어에 성공한다면 신규 성장 동력으로 작용할 수 있으나 이를 확인하기까지 다소 모멘텀이 부족한 시기가 이어질 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,012.5	111.9	528.7	7,061	541.5	27,130	12.9	3.4	45.6	34.1	77.9
2022	1,147.7	175.8	-233.6	-2,929	적전	20,435	-15.2	2.2	16.6	-12.4	92.3
2023E	1,103.8	103.1	30.7	373	흑전	20,757	88.2	1.6	17.9	1.8	91.5
2024E	1,352.7	182.0	114.3	1,386	217.0	22,143	23.7	1.5	12.0	6.5	89.6
2025E	1,351.7	130.8	72.7	882	-40.5	23,024	37.3	1.4	14.4	3.9	85.7

(십억원)	2Q23P	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	271.1	338.8	-20.0	249.2	8.8	295.1	-8.1	301.2	-10.0
영업이익	26.5	81.0	-67.3	11.3	133.5	34.3	-22.8	31.6	-16.2
세전이익	18.0	116.9	-84.6	2.7	565.0	29.2	-38.1	19.3	-6.7
지배순이익	3.4	45.1	-92.5	2.2	50.3	17.4	-80.6	6.0	-44.2

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

(원)	비고
EPS	1,386 2024년 지배 순이익
적정배수(X)	27.0 상장 후 평균
적정주가	37,000 37,422원 반올림
현재주가	32,850
상승여력(%)	12.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.01.05	에버소울	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
23.03.21	아키에이지워	PC, 모바일	엑스엘게임즈 (52.82%)	자회사 개발
23.06.15	오딘 일본	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
23.07.20	이터널 리턴	PC	님블뉴런	퍼블리싱
23.07.25	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	PC, 모바일	세컨드다이브 (19.83%)	퍼블리싱
3Q23	보라배틀(6-10종)	모바일(블록체인)	메타보라 (61.6%) 외	자회사 개발
3Q23	NFT 스포츠 팬덤 커뮤니티 PJ	모바일(블록체인)	카카오VX (65.19%)	자회사 개발
4Q23	가디스 오더 글로벌	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
4Q23	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
4Q23	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
1H24	R.O.M	PC, 모바일	레드랩게임즈(11.11%)	퍼블리싱
1H24	아키에이지워 대만, 홍콩, 마카오	PC, 모바일	엑스엘게임즈 (52.82%)	자회사 개발
2024	프로젝트 S	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈 (52.82%)	자회사 개발
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표4 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>266.3</b>	<b>338.8</b>	<b>306.9</b>	<b>235.7</b>	<b>249.2</b>	<b>271.1</b>	<b>268.5</b>	<b>315.0</b>	<b>1,012.5</b>	<b>1,147.7</b>	<b>1,103.8</b>	<b>1,352.7</b>
PC	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.9	14.1	14.5	107.1	53.7	54.6	167.6
모바일	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	171.9	176.0	231.4	754.9	738.9	733.2	852.4
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	87.3	78.4	69.1	150.5	355.1	316.0	332.6
<b>% YoY</b>												
매출	104.7	161.7	-34.2	-17.8	-6.5	-20.0	-12.5	33.7	104.3	13.4	-3.8	22.6
PC	-71.4	-20.3	-25.6	-44.0	-3.5	-20.5	5.7	34.4	-41.7	-49.8	1.7	206.9
모바일	194.6	152.8	-52.0	-24.2	-13.2	-19.3	-10.6	52.6	203.3	-2.1	-0.8	16.3
기타	294.2	319.0	155.9	8.6	8.9	-21.2	-18.8	-5.6	139.4	135.9	-11.0	5.3
<b>영업비용</b>	<b>224.3</b>	<b>257.8</b>	<b>263.2</b>	<b>226.7</b>	<b>237.8</b>	<b>244.6</b>	<b>244.4</b>	<b>273.9</b>	<b>900.6</b>	<b>971.9</b>	<b>1,000.7</b>	<b>1,170.7</b>
% to sales	84.2	76.1	85.8	96.2	95.4	90.2	91.0	87.0	88.9	84.7	90.7	86.5
% YoY	95.8	112.4	-37.9	-6.0	6.0	-5.1	-7.1	20.8	109.9	7.9	3.0	17.0
인건비	47.5	50.4	48.3	52.7	49.4	53.7	55.0	58.5	131.5	198.9	216.5	262.0
지급수수료	89.3	94.5	110.7	84.9	92.4	92.7	100.4	126.4	548.6	379.4	411.9	495.9
마케팅비	14.9	20.4	20.9	15.2	20.3	20.6	14.3	20.3	79.3	71.3	75.4	89.5
상각비	20.1	21.1	21.5	20.8	21.1	21.5	21.5	21.5	34.4	83.5	85.8	86.2
기타	52.5	71.4	61.7	53.1	54.6	56.1	53.1	47.2	106.8	238.7	211.0	237.1
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>42.1</b>	<b>81.0</b>	<b>43.7</b>	<b>9.0</b>	<b>11.3</b>	<b>26.5</b>	<b>24.2</b>	<b>41.1</b>	<b>111.9</b>	<b>175.8</b>	<b>103.1</b>	<b>182.0</b>
% YoY	169.7	900.2	2.3	-80.3	-73.1	-67.3	-44.7	358.9	68.2	57.1	-41.4	76.5
영업이익률(%)	15.8	23.9	14.2	3.8	4.6	9.8	9.0	13.0	11.1	15.3	9.3	13.5
<b>세전이익</b>	<b>34.2</b>	<b>116.9</b>	<b>26.5</b>	<b>-372.3</b>	<b>2.7</b>	<b>18.0</b>	<b>20.2</b>	<b>28.3</b>	<b>722.1</b>	<b>-194.7</b>	<b>69.2</b>	<b>151.4</b>
% YoY	70.3	3,775.2	-57.1	적전	-92.1	-84.6	-23.7	흑전	826.5	적전	흑전	118.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>13.5</b>	<b>45.1</b>	<b>3.2</b>	<b>-295.4</b>	<b>2.2</b>	<b>3.4</b>	<b>15.2</b>	<b>10.0</b>	<b>528.7</b>	<b>-233.6</b>	<b>30.7</b>	<b>114.3</b>
% YoY	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	-83.4	-92.5	380.6	흑전	514.9	적전	흑전	272.2

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오게임즈 (293490)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,012.5</b>	<b>1,147.7</b>	<b>1,103.8</b>	<b>1,352.7</b>	<b>1,351.7</b>
매출액증가율(%)	104.3	13.4	-3.8	22.6	-0.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,103.8	1,352.7	1,351.7
판매관리비	900.6	971.9	1,000.7	1,170.7	1,220.8
<b>영업이익</b>	<b>111.9</b>	<b>175.8</b>	<b>103.1</b>	<b>182.0</b>	<b>130.8</b>
영업이익률(%)	11.1	15.3	9.3	13.5	9.7
금융손익	-47.1	-216.5	-5.5	-19.2	-13.8
중속/관계기업손익	12.8	-30.9	-21.1	12.8	-30.9
기타영업외손익	644.4	-123.1	-7.3	-24.2	3.4
세전계속사업이익	722.1	-194.7	69.2	151.4	89.5
법인세비용	201.9	1.4	24.1	8.3	4.4
<b>당기순이익</b>	<b>520.2</b>	<b>-196.1</b>	<b>45.1</b>	<b>143.1</b>	<b>85.1</b>
지배주주지분 손이익	528.7	-233.6	30.7	114.3	72.7

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>1,151.3</b>	<b>1,057.4</b>	<b>1,164.8</b>	<b>1,397.8</b>	<b>1,479.5</b>
현금및현금성자산	808.7	626.8	750.1	976.1	1,054.7
매출채권	90.6	71.2	68.5	84.0	83.9
재고자산	60.2	123.3	101.1	105.0	108.2
<b>비유동자산</b>	<b>3,153.8</b>	<b>2,816.6</b>	<b>2,781.0</b>	<b>2,778.4</b>	<b>2,770.8</b>
유형자산	75.4	93.0	147.9	202.5	257.0
무형자산	2,128.2	2,033.3	1,972.5	1,911.8	1,851.1
투자자산	792.9	489.4	459.6	463.2	461.8
<b>자산총계</b>	<b>4,305.0</b>	<b>3,873.9</b>	<b>3,945.7</b>	<b>4,176.2</b>	<b>4,250.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>842.7</b>	<b>267.0</b>	<b>374.4</b>	<b>443.0</b>	<b>442.7</b>
매입채무	11.5	17.7	17.0	20.9	20.9
단기차입금	4.7	22.2	22.2	22.2	22.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>1,041.8</b>	<b>1,592.1</b>	<b>1,511.3</b>	<b>1,530.3</b>	<b>1,519.4</b>
사채	496.6	460.9	460.9	460.9	460.9
장기차입금	1.2	609.0	609.0	639.0	639.0
<b>부채총계</b>	<b>1,884.5</b>	<b>1,859.1</b>	<b>1,885.7</b>	<b>1,973.2</b>	<b>1,962.1</b>
자본금	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	1,053.7	1,133.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0
기타포괄이익누계액	271.3	62.7	62.7	62.7	62.7
이익잉여금	740.6	507.1	537.8	652.1	724.9
비지배주주지분	319.2	333.3	347.7	376.4	388.8
<b>자본총계</b>	<b>2,420.5</b>	<b>2,014.9</b>	<b>2,060.0</b>	<b>2,203.1</b>	<b>2,288.2</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>227.8</b>	<b>133.8</b>	<b>185.0</b>	<b>293.7</b>	<b>169.7</b>
당기순이익(손실)	520.2	-196.1	45.1	143.1	85.1
유형자산상각비	20.1	29.7	25.1	25.5	25.5
무형자산상각비	23.2	63.6	60.7	60.7	60.7
운전자본의 증감	56.7	-80.1	58.1	64.4	-1.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-804.0</b>	<b>-963.6</b>	<b>-46.1</b>	<b>-83.7</b>	<b>-78.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-11.0	-23.6	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-447.7	272.6	29.8	-3.7	1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>818.1</b>	<b>644.1</b>	<b>-15.5</b>	<b>16.0</b>	<b>-12.6</b>
차입금의 증감	555.1	625.3	-15.5	16.0	-12.6
자본의 증가	325.7	79.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	241.5	-181.9	123.3	226.0	78.6
기초현금	567.2	808.7	626.8	750.1	976.1
기말현금	808.7	626.8	750.1	976.1	1,054.7

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,524	14,386	13,388	16,397	16,385
EPS(지배주주)	7,061	-2,929	373	1,386	882
CFPS	-416	3,662	1,866	2,875	2,091
EBITDAPS	2,073	3,373	2,291	3,251	2,631
BPS	27,130	20,435	20,757	22,143	23,024
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	12.9	-15.2	88.2	23.7	37.3
PCR	-218.6	12.2	17.6	11.4	15.7
PSR	6.7	3.1	2.5	2.0	2.0
PBR	3.4	2.2	1.6	1.5	1.4
EBITDA(십억원)	155.2	269.1	188.9	268.2	217.0
EV/EBITDA	45.6	16.6	17.9	12.0	14.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	34.1	-12.4	1.8	6.5	3.9
EBITDA 이익률	15.3	23.4	17.1	19.8	16.1
부채비율	77.9	92.3	91.5	89.6	85.7
금융비용부담률	0.7	1.3	1.8	1.5	1.5
이자보상배율(x)	16.2	11.6	5.2	9.2	6.6
매출채권회전율(x)	14.0	14.2	15.8	17.7	16.1
재고자산회전율(x)	28.2	12.5	9.8	13.1	12.7

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

