

2024. 2. 13



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 30,000 원**현재주가 (2.8)** 25,450 원**상승여력** 17.9%

KOSDAQ 826.58pt

시가총액 21,004억원

발행주식수 8,253만주

유동주식비율 45.01%

외국인비중 11.81%

52주 최고/최저가 49,150원/23,100원

평균거래대금 92.8억원

주요주주(%)

카카오 외 16 인 49.73

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-16.3	-46.1
상대주가	4.1	-9.6	-49.1

주가그래프

카카오게임즈 293490

2024 년 해외 퍼블리싱 성과 필요

- ✓ 4분기 연결 영업이익은 모바일 기존 게임 안정화로 시장 기대치 부합
- ✓ 보유 법인 지분 손상으로 기타 비용 4천억원 발생하며 큰 폭의 연결 순손실 발생
- ✓ 2023년과 같이 탐라인 회복 요원하다면 고정비 감축해야 적자 탈피 가능할 것
- ✓ 2024년에도 글로벌 혹은 PC/콘솔 카테고리 속하는 게임이 유의적 성과 기대 가능
- ✓ 자회사 개발 게임에 대한 동사의 해외 퍼블리싱 성과가 관심 회복의 열쇠 될 것

4분기 영업이익은 시장 기대치에 부합. 그러나 순이익은 큰 폭 하회

4분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,392억원(+1.5% YoY)과 141억원(+57.1% YoY)으로 시장 눈높이에 부합했다. <오딘> 등 기존 게임 안정화로 모바일 게임은 YoY 유사한 매출을 거두는 데 성공했다. 11월 인수된 '오션드라이브 스튜디오' 편입 효과로 PC 매출이 소폭 상승했고, 인건비 또한 늘었다. 반면, 별도 법인이 보유한 종속/관계 지분 손상으로 약 4,200억원의 기타 비용이 발생했고 연결 순손실은 3,462억원을 기록했다. 2022년 영업이익 각각 160억을 기록했던 카카오VX와 세나테크놀로지는 BEP까지 하락한 것으로 추정된다. 2023년과 같이 탐라인 회복이 요원하다면 고정비를 감소시켜 적자를 탈피하는 방법밖에 없다.

서프라이즈 내기 어려워진 전방 환경. 새로운 도전에 대한 성과 필요한 때

동사는 국내 퍼블리싱 강점을 살려 개발사 지분을 확보하며 세를 키웠다. 별도 법인이 영위하는 퍼블리싱 마진의 하락은 향후에도 회복이 쉽지 않다. 그간 게임 시장이 부진했던 것은 아니었다. 2023년 PC/콘솔 신작이 대거 출시되며 풍요로운 한 해였다. 성숙된 국내보다는 글로벌 진출로 일찍이 시장을 넓힌 구작들도 2023년 빛을 보았다. 2024년에도 글로벌 혹은 PC/콘솔 적어도 하나의 카테고리에 속하는 게임이 유의적 성과의 전제 조건이 될 것으로 예상된다.

퍼블리싱 강점이 있는 동사는 올해 본격적으로 <에버소울> 일본, <오딘> 북미/유럽 등 글로벌 시장 성과를 앞두고 있다. 신작 출시도 예정되어 있으나 국내 출시 신작의 ROI가 크게 하락한 기존 동사의 전방 시장(국내 모바일)을 고려했을 때 이보다는 해외 성과가 관심 회복의 열쇠가 될 것으로 전망한다.

(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
2023P	1,024.1	74.5	-244.6	-2,967	적지	22,261	-8.7	1.2	15.0	-13.9	88.3
2024E	1,057.0	108.6	41.5	503	흑전	22,764	50.6	1.1	11.2	2.2	67.2
2025E	1,147.2	107.8	48.5	588	-5.3	23,352	43.3	1.1	10.8	2.6	66.3

표1 카카오게임즈 4Q23 Review

(십억원)	4Q23P	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	239.2	235.7	1.5	264.7	-9.7	243.9	-1.9	212.0	12.8
영업이익	14.1	9.0	57.1	22.6	-37.6	13.0	8.5	5.9	138.6
세전이익	-407.4	-372.3	적지	13.8	적전	11.8	N/A	-5.9	N/A
지배순이익	-253.3	-295.4	적지	3.0	적전	6.8	N/A	-1.8	N/A

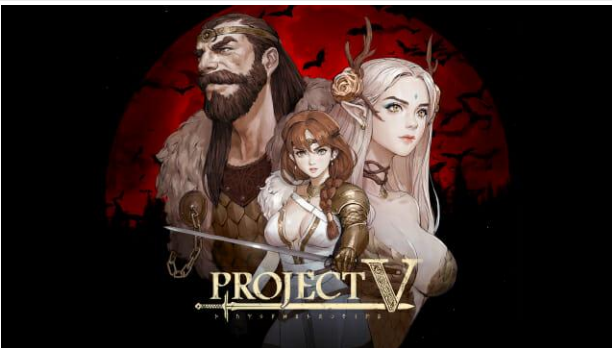
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 카카오게임즈 게임 출시 일정

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	세컨다이버 (19.83%)	퍼블리싱
23.09.13	달빛조각사: 다크게이머	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
24.02.27	R.O.M 글로벌	PC, 모바일	레드랩게임즈(10%)	퍼블리싱
2Q24	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
	프로젝트 V	모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	아키에이지워 대만/일본	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
2H24	가디스 오더	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	프로젝트C	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	블랙아웃 프로토콜	PC	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀	PC	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	POE2 국내	PC	그라인딩기어 게임즈	퍼블리싱
2025~	아레스: 라이즈 오브 가디언즈 글로벌	PC, 모바일	세컨다이버 (19.83%)	퍼블리싱
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	퍼블리싱
	프로젝트 S	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 라이온하트 오딘 IP 활용 로그라이크, 프로젝트 V



주: 라이온하트 스튜디오 신작 프로젝트V 콘셉트 원화

그림2 2H24 출시 예정인 서브컬처 장르, 프로젝트C



주: 라이온하트 스튜디오 신작 프로젝트C 콘셉트 원화

표3 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2021	2022	2023P	2024E
매출 추정												
매출	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	271.1	264.7	239.2	1,012.5	1,147.7	1,024.1	1,057.0
PC	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.9	11.5	13.2	107.1	53.7	50.7	47.6
모바일	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	171.9	183.8	157.1	754.9	738.9	666.6	739.8
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	87.3	69.4	68.9	150.5	355.1	306.8	269.6
% YoY												
매출	104.7	161.7	-34.2	-17.8	-6.5	-20.0	-13.7	1.5	104.3	13.4	-10.8	3.2
PC	-71.4	-20.3	-25.6	-44.0	-3.5	-20.5	-13.5	21.9	-41.7	-49.8	-5.6	-6.0
모바일	194.6	152.8	-52.0	-24.2	-13.2	-19.3	-6.7	3.6	203.3	-2.1	-9.8	11.0
기타	294.2	319.0	155.9	8.6	8.9	-21.2	-28.2	-5.8	139.4	135.9	-13.6	-12.1
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	244.6	242.1	225.1	900.6	971.9	949.7	948.4
% to sales	84.2	76.1	85.8	96.2	95.4	90.2	91.5	94.1	88.9	84.7	92.7	89.7
% YoY	95.8	112.4	-37.9	-6.0	6.0	-5.1	-8.0	-0.7	109.9	7.9	-2.3	-0.1
인건비	47.5	50.4	48.3	52.7	49.4	53.7	51.1	52.3	131.5	198.9	206.4	199.1
지급수수료	89.3	94.5	110.7	84.9	92.4	92.7	104.3	91.3	548.6	379.4	380.7	392.4
마케팅비	14.9	20.4	20.9	15.2	20.3	20.6	13.2	10.2	79.3	71.3	64.3	68.1
상각비	20.1	21.1	21.5	20.8	21.1	21.5	21.7	22.4	34.4	83.5	86.8	89.8
기타	52.5	71.4	61.7	53.1	54.6	56.1	51.9	48.9	106.8	238.7	211.4	199.1
이익 추정												
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	26.5	22.6	14.1	111.9	175.8	74.5	108.6
% YoY	169.7	900.2	2.3	-80.3	-73.1	-67.3	-48.4	57.1	68.2	57.1	-57.7	45.8
영업이익률(%)	15.8	23.9	14.2	3.8	4.6	9.8	8.5	5.9	11.1	15.3	7.3	10.3
세전이익	34.2	116.9	26.5	-372.3	2.7	18.0	13.7	-407.4	722.1	-194.7	-372.9	76.6
% YoY	70.3	3,775.2	-57.1	적전	-92.1	-84.6	-48.1	적지	826.5	적전	적지	흑전
지배주주순이익	13.5	45.1	3.2	-295.4	2.2	3.4	3.0	-253.3	528.7	-233.6	-244.6	41.5
% YoY	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	-83.4	-92.5	-5.0	적지	514.9	적전	적지	흑전

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	1,012.5	1,147.7	1,024.1	1,057.0	1,147.2
매출액증가율(%)	104.3	13.4	-10.8	3.2	8.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,024.1	1,057.0	1,147.2
판매관리비	900.6	971.9	949.7	948.5	1,039.4
영업이익	111.9	175.8	74.5	108.6	107.8
영업이익률(%)	11.1	15.3	7.3	10.3	9.4
금융손익	-47.1	-216.5	-2.8	-11.7	-14.2
종속/관계기업손익	12.8	-30.9	-28.2	-25.3	-22.8
기타영업외손익	644.4	-123.1	-416.4	5.0	5.4
세전계속사업이익	722.1	-194.7	-372.9	76.6	76.2
법인세비용	201.9	1.4	-43.3	20.1	22.8
당기순이익	520.2	-196.1	-329.5	56.5	53.5
지배주주지분 순이익	528.7	-233.6	-244.6	41.5	48.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	122.0	225.9	163.3
당기순이익(손실)	520.2	-196.1	-329.5	56.5	53.5
유형자산상각비	20.1	29.7	25.4	26.3	26.3
무형자산상각비	23.2	63.6	61.4	63.5	63.5
운전자본의 증감	56.7	-80.1	-31.2	79.6	20.0
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	305.6	-35.4	-78.6
유형자산의증가(CAPEX)	-11.0	-23.6	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-447.7	272.6	-18.5	44.6	1.5
재무활동 현금흐름	818.1	644.1	39.1	-475.5	-14.0
차입금의 증감	555.1	625.3	39.1	-475.5	-14.0
자본의 증가	325.7	79.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	241.5	-181.9	466.7	-285.1	70.8
기초현금	567.2	808.7	626.8	1,093.5	808.4
기말현금	808.7	626.8	1,093.5	808.4	879.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	1,151.3	1,057.4	1,498.0	1,206.3	1,288.5
현금및현금성자산	808.7	626.8	1,093.5	808.4	879.1
매출채권	90.6	71.2	63.6	65.6	71.2
재고자산	60.2	123.3	95.9	99.6	102.6
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,428.2	2,373.8	2,362.5
유형자산	75.4	93.0	147.6	201.3	254.9
무형자산	2,128.2	2,033.3	1,571.8	1,508.4	1,444.9
투자자산	792.9	489.4	507.8	463.2	461.8
자산총계	4,305.0	3,873.9	3,926.2	3,580.1	3,651.1
유동부채	842.7	267.0	710.7	424.1	454.3
매입채무	11.5	17.7	76.4	78.9	85.6
단기차입금	4.7	22.2	22.2	22.2	22.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,041.8	1,592.1	1,130.1	1,014.2	1,001.5
사채	496.6	460.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.2	609.0	649.0	649.0	649.0
부채총계	1,884.5	1,859.1	1,840.8	1,438.3	1,455.8
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	462.7	462.7	462.7
이익잉여금	740.6	507.1	262.4	304.0	352.5
비지배주주지분	319.2	333.3	248.4	263.4	268.3
자본총계	2,420.5	2,014.9	2,085.4	2,141.9	2,195.3

Key Financial Data

	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,524	14,386	12,421	12,810	13,902
EPS(지배주주)	7,061	-2,929	-2,967	503	588
CFPS	-416	3,662	1,334	1,957	1,930
EBITDAPS	2,073	3,373	1,956	2,404	2,395
BPS	27,130	20,435	22,261	22,764	23,352
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	-15.2	-8.7	50.6	43.3
PCR	-218.6	12.2	19.4	13.0	13.2
PSR	6.7	3.1	2.1	2.0	1.8
PBR	3.4	2.2	1.2	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	155.2	269.1	161.3	198.4	197.6
EV/EBITDA	45.6	16.6	15.0	11.2	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	34.1	-12.4	-13.9	2.2	2.6
EBITDA 이익률	15.3	23.4	15.7	18.8	17.2
부채비율	77.9	92.3	88.3	67.2	66.3
금융비용부담률	0.7	1.3	2.0	1.6	1.1
이자보상배율(x)	16.2	11.6	3.7	6.4	8.2
매출채권회전율(x)	14.0	14.2	15.2	16.4	16.8
재고자산회전율(x)	28.2	12.5	9.3	10.8	11.3

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.10	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-43.1	-37.7	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	Indepth	Hold	53,000	이효진	-28.0	-25.3	
2022.11.03	기업브리프	Hold	45,000	이효진	-2.9	9.2	
2023.05.03	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-10.6	-0.3	
2023.08.02	기업브리프	Hold	37,000	이효진	-24.4	-14.6	
2023.10.12	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-	-	