

카카오게임즈 (293490)

막기 힘든 신작 매출 감소

투자의견

HOLD (유지)

목표주가

24,000 원 (유지)

현재주가

25,450 원 (02/08)

시가총액

2,100 (십억원)

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

- 4분기 매출액 2,392억원(+1.5%yoy), 영업이익 141억원(+30.1%yoy) 기록. 시장 컨센서스(130억원) 부합
- 오션드라이브 스튜디오 편입으로 PC 매출은 전분기 대비 증가했지만 모바일 매출은 아키에이지 위, 아레스 매출 순위가 하락하면서 전분기 대비 크게 감소
- 비게임부문에서는 카카오 Vx와 세나테크놀로지의 경영 효율화로 전분기 대비 매출은 소폭 감소
- 비용에서는 신규 스튜디오 편입으로 인건비 및 상각비가 전분기 대비 소폭 상승했고 신작 부재와 매출 감소로 마케팅비와 지급수수료 비용은 감소. 올해 출시 예정 신작은 퍼블리싱 비중이 높아 매출액 대비 지급수수료율은 증가할 전망
- 상반기 출시 예정 기대 신작으로 MMORPG R.O.M을 꼽을 수 있겠으나 경쟁 과포화 장르임을 감안하면 올해 연간 일매출은 3억원 수준으로 전망. 하반기부터는 PC 게임 라인업이 강화됨. 아직 대부분의 신작들이 구체화된 바가 없어 낙관적인 흥행 가능성을 견지하긴 어려움.

주가(원, 2/8)	25,450
시가총액(십억원)	2,100

발행주식수	82,532천주
52주 최고가	50,000원
최저가	22,600원
52주 일간 Beta	1.40
3개월 일평균거래대금	92억원
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(2023F)	0.0%

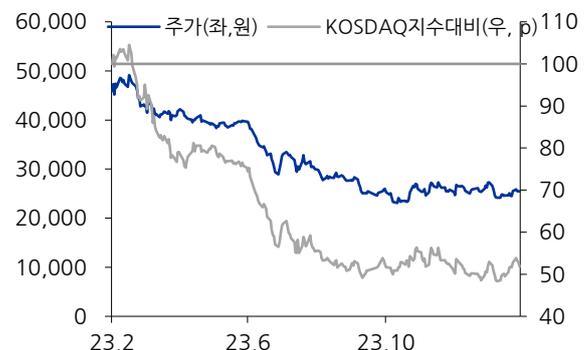
주주구성	
카카오 (외 17인)	53.6%
카카오게임즈우리스주	0.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	3.9%	-8.9%	-52.1%
절대기준	-2.1%	-16.3%	-46.1%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	24,000	24,000	-
영업이익(23)	74	73	▲
영업이익(24)	106	129	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,148	1,024	1,088	1,164
영업이익	176	74	106	151
세전손익	-195	-373	112	142
당기순이익	-196	-330	92	110
EPS(원)	-2,839	-2,965	1,001	1,205
증감률(%)	적전	na	흑전	20.4
PER(배)	na	na	25.4	21.1
ROE(%)	-12.4	-16.0	5.8	6.6
PBR(배)	2.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	15.5	15.0	11.7	10.8

자료: 유진투자증권



4Q23 Review: 비용 효율화로 컨센서스 부합

카카오게임즈 4 분기 실적은 매출액 2,392 억원(+1.5%yoy), 영업이익 141 억원(+30.1yoy, OPM +5.9%)를 기록했다. 영업이익 기준 당사 추정치(128 억원) 및 시장 컨센서스(130 억원)에 부합했다.

4 분기 오션드라이브 스튜디오 편입으로 PC 매출은 전분기 대비 증가했지만, 모바일 매출은 아키에이지 워, 아레스 매출 순위가 하락하면서 전분기 대비 크게 감소했다. 현재 오딘은 매출 순위 5 위권 안팎을 유지하고 있지만 아키에이지워, 아레스는 10 위권 밖으로 밀려나 올해 매출 반등은 어려울 것으로 전망한다. 비게임부문에서는 카카오 VX 와 세나테크놀로지 모두 비상 경영 체제하에 조직 운영 효율화를 통해 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 매출이 소폭 감소하는 것에 그쳤다.

영업비용에서는 신규 스튜디오 편입으로 인해 인건비와 상각비가 전분기 대비 소폭 상승했고, 신작 부재와 매출 감소로 마케팅비와 지급수수료율은 감소했다. 올해 출시 예정 신작은 퍼블리싱 비중이 높아 매출액 대비 지급수수료율은 증가할 전망이다.

막기 힘든 신작 매출 감소

지난해 다수의 신작 출시 효과에도 불구하고 신작들의 매출 하락세가 빠르게 진행되면서 동사의 매출 성장은 시장의 기대치에 미치지 못했다. 현재 카카오게임즈의 상반기 출시 예정 신작으로는 MMORPG 'R.O.M'(2/27 출시)과 로그라이크 캐주얼 'Project V'가 있고, 지역확장으로 '아키에이지워'(대만, 일본 등)와 '에버소울'(일본)이 있다. 이 중 기대 신작으로는 한국, 대만, 일본을 비롯한 아시아 10 개국에 동시 론칭 예정인 R.O.M 을 꼽을 수 있겠으나 경쟁 과포화 장르임을 감안하면 올해 연간 일매출은 3 억원 수준으로 추정한다.

올해 하반기부터는 PC 게임 라인업이 강화된다. 핵앤슬래시 '패스 오브 엑자일 2', 트윈스틱 슈터 '블랙아웃 프로토콜' 등이 하반기에 출시돼 PC 매출 성장에 기여하겠으나, 아직 대부분의 신작들이 구체화된 바 없어 낙관적인 흥행 가능성을 견지하기 어렵다. 동사에 대한 투자의견 HOLD 및 목표주가 24,000 원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 카카오게임즈 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
매출액	249.2	271.1	264.7	239.2	255.3	285.5	280.4	266.6	1024.1	1087.8
(%yoy)	-6.5%	-20.0%	-13.8%	1.5%	2.5%	5.3%	5.9%	11.5%	-10.8%	6.2%
PC 게임	14.1	11.9	11.5	13.2	12.3	13.5	18.5	24.5	50.7	68.8
모바일게임	153.9	171.9	183.8	157.1	170.5	193.5	191.5	172.5	666.6	728.0
기타	81.2	87.3	69.4	68.9	72.5	78.5	70.4	69.6	306.8	291.0
영업비용	237.8	244.6	242.1	225.1	233.7	252.0	253.3	243.0	949.6	981.9
(%yoy)	6.0%	-5.1%	-8.0%	0.1%	-1.7%	3.0%	4.6%	7.9%	-2.1%	3.4%
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	21.6	33.5	27.1	23.6	74.5	105.9
(%yoy)	-73.1%	-67.3%	-48.5%	30.1%	90.4%	26.6%	20.2%	67.9%	-58.1%	42.2%
OPM(%)	4.6%	9.8%	8.5%	5.9%	8.5%	11.7%	9.7%	8.9%	7.3%	9.7%
영업외손익	-8.6	-8.4	-8.8	-421.4	0.5	2.0	-0.3	4.3	-447.3	8.6
세전이익	2.7	18.1	13.7	-407.4	22.1	35.5	26.8	27.9	-372.9	112.4
지배순이익	2.2	3.4	3.0	-253.3	16.3	25.9	19.8	20.6	-244.7	82.6
(%yoy)	-83.5%	-92.5%	-5.4%	적자지속	627.2%	669.1%	562.8%	흑자전환	적자지속	흑자전환

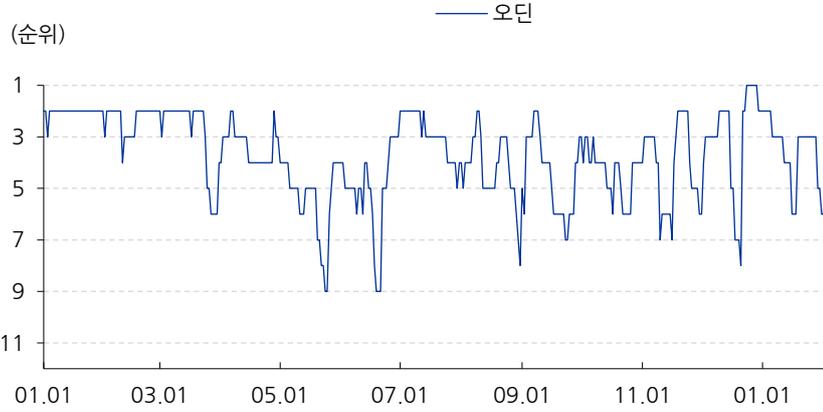
자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023	2024E
매출액	1012.5	1147.7	1024.1	1087.8
영업이익	111.9	177.8	74.5	105.9
세전이익	722.1	-187.5	-372.9	112.4
지배순이익	528.7	-200.5	-244.7	82.6
EPS(원)	6,825	-2,839	-2,965	1,001
PER(배)	13.3	na	na	25.4
OPM(%)	11.1%	15.5%	7.3%	9.7%
NPM(%)	52.2%	-17.5%	-23.9%	7.6%

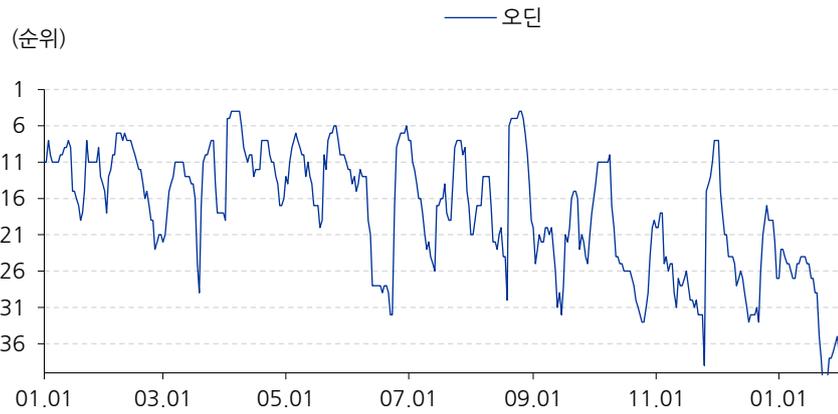
자료: 유진투자증권

도표 3. 국내 오딘 매출 순위 (플레이스토어)



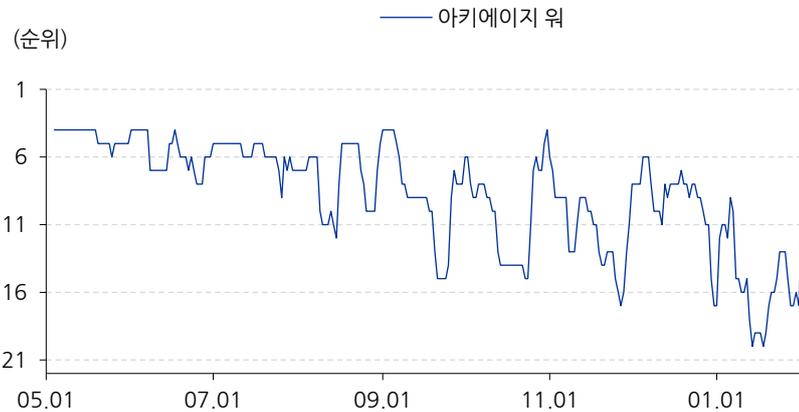
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 4. 대만 오딘 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 5. 아키에이지 워 매출 순위(플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 아레스 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 7. 우마무스메 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 카카오게임즈 신작 출시 일정

출시일정	게임	장르	출시 지역	플랫폼
1H24	에버소울	수집형 RPG	일본	모바일
	프로젝트 V	로그라이크 캐주얼	글로벌	모바일
	R.O.M	MMORPG	글로벌	모바일/PC
	아키에이지 워	MMORPG	대만, 일본 외	모바일/PC
2H24	가디스오더	액션 RPG	글로벌	모바일
	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	북미유럽	모바일/PC
	프로젝트 C	서브컬처 육성 시뮬레이션	국내, 일본	모바일/PC
	블랙아웃 프로토콜	트윈스틱 슈터	글로벌	PC
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀	SRPG	글로벌	PC
	패스 오브 엑자일 2	핵앤슬래시	국내	PC
	BORA 온보딩 프로젝트	글로벌 IP 활용 캐주얼 육성 시뮬레이션	글로벌	블록체인
	BORA 온보딩 프로젝트	글로벌 IP 활용 스포츠 시뮬레이션	글로벌	블록체인
2025 년 이후	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	글로벌	모바일/PC
	프로젝트 Q	MMORPG	국내	모바일/PC
	아키에이지 2	MMORPG	글로벌	PC/콘솔
	검술명가 막내아들 IP	액션 RPG	글로벌	PC/콘솔
	프로젝트 S	루트슈터	글로벌	PC/콘솔

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

카카오게임즈(293490.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	4,305	3,874	3,556	3,660	3,782
유동자산	1,151	1,057	785	996	1,183
현금성자산	933	802	556	747	912
매출채권	102	85	93	104	115
재고자산	60	123	88	98	108
비유동자산	3,154	2,817	2,771	2,664	2,599
투자자산	950	690	663	671	680
유형자산	75	93	86	27	9
기타	2,128	2,033	2,022	1,965	1,910
부채총계	1,885	1,859	1,841	1,863	1,886
유동부채	843	267	696	706	716
매입채무	663	86	75	83	92
유동성이자부채	54	69	509	509	509
기타	126	111	112	114	115
비유동부채	1,042	1,592	1,145	1,157	1,170
비유동이자부채	615	1,225	799	799	799
기타	427	367	346	358	370
자본총계	2,420	2,015	1,714	1,797	1,896
지배지분	2,101	1,682	1,380	1,462	1,562
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,133	1,138	1,138	1,138
이익잉여금	741	507	263	345	445
기타	299	33	(30)	(30)	(30)
비지배지분	319	333	335	335	335
자본총계	2,420	2,015	1,714	1,797	1,896
충차입금	669	1,294	1,308	1,308	1,308
순차입금	(264)	492	752	562	397

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	228	134	(96)	201	179
당기순이익	520	(196)	(330)	92	110
자산상각비	43	93	116	121	79
기타비현금성손익	(595)	395	119	(33)	(30)
운전자본증감	57	(80)	26	(12)	(12)
매출채권감소(증가)	79	7	(37)	(11)	(11)
재고자산감소(증가)	(11)	(63)	37	(10)	(10)
매입채무증가(감소)	(21)	15	15	9	9
기타	10	(39)	11	1	1
투자현금	(804)	(964)	(79)	(17)	(20)
단기투자자산감소	(135)	(119)	33	(6)	(6)
장기투자증권감소	(203)	(9)	(17)	3	1
설비투자	11	24	23	0	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(15)	7	(5)	(6)	(6)
재무현금	818	644	(40)	0	0
차입금증가	478	612	(34)	0	0
자본증가	218	158	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	241	(182)	(214)	184	159
기초현금	567	809	627	413	598
기말현금	809	627	413	598	757
Gross Cash flow	(31)	292	(89)	213	191
Gross Investment	613	925	86	23	25
Free Cash Flow	(644)	(633)	(174)	190	165

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,012	1,148	1,024	1,088	1,164
증가율(%)	104.3	13.4	(10.8)	6.2	7.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,012	1,148	1,024	1,088	1,164
판매 및 일반관리비	901	972	950	982	1,013
기타영업손익	110	8	(2)	3	3
영업이익	112	176	74	106	151
증가율(%)	68.2	57.1	(57.7)	42.2	42.9
EBITDA	155	269	190	227	231
증가율(%)	74.8	73.4	(29.3)	19.3	1.6
영업외손익	610	(371)	(447)	7	(10)
이자수익	7	17	4	14	14
이자비용	7	15	4	14	14
지분법손익	677	(142)	(28)	3	1
기타영업외손익	(67)	(230)	(419)	4	(11)
세전순이익	722	(195)	(373)	112	142
증가율(%)	826.5	적전	적지	흑전	26.1
법인세비용	202	1	(43)	21	31
당기순이익	520	(196)	(330)	92	110
증가율(%)	670.5	적전	적지	흑전	20.4
지배주주지분	529	(234)	(245)	83	99
증가율(%)	514.9	적전	적지	흑전	20.4
비지배지분	(9)	38	(85)	9	11
EPS(원)	6,825	(2,839)	(2,965)	1,001	1,205
증가율(%)	488.4	적전	적지	흑전	20.4
수정EPS(원)	6,825	(2,839)	(2,965)	1,001	1,205
증가율(%)	488.4	적전	적지	흑전	20.4

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,825	(2,839)	(2,965)	1,001	1,205
BPS	27,129	20,435	16,721	17,722	18,928
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	13.3	n/a	n/a	25.4	21.1
PBR	3.4	2.2	1.5	1.4	1.3
EV/ EBITDA	43.7	15.5	15.0	11.7	10.8
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	12.6	n/a	9.9	11.0
수익성(%)					
영업이익률	11.1	15.3	7.3	9.7	13.0
EBITDA이익률	15.3	23.4	18.6	20.9	19.8
순이익률	51.4	(17.1)	(32.2)	8.4	9.5
ROE	34.1	(12.4)	(16.0)	5.8	6.6
ROIC	10.0	7.4	2.7	4.4	6.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(10.9)	24.4	43.9	31.3	20.9
유동비율	136.6	396.0	112.8	141.2	165.3
이자보상배율	16.2	11.6	21.3	7.6	10.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	12.4	12.3	11.5	11.1	10.7
재고자산회전율	28.2	12.5	9.7	11.7	11.3
매입채무회전율	2.8	3.1	12.7	13.8	13.3

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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

