

카카오게임즈 (293490)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

23,000

하향

현재주가

25,450

(24.02.08)

디지털컨텐츠업종

신작 수에 비해 낮은 기대감

- 4Q 신작 부재에 따른 마케팅비 감소로 영업이익은 컨센서스 상회
- 단, 기존 게임들의 빠른 매출 하락세로 실적 추정치와 TP는 30% 하향
- 올해 신작 10종 공개. 단, 낮은 기대감과 흥행을 가정해도 밸류 부담 지속

투자 의견 MarketPerform 유지, 목표주가 23,000으로 기존 대비 30% 하향

2024 EPS 846원에 Target PER 26.6배 적용. Target PER은 글로벌 게임 peer의 2024 PER 평균 대비 20% 할증 적용. 2024년 다수의 신작 출시가 예정되어 있는 점이 멀티플 할증 요인. 단, 올해 신작 흥행을 가정하더라도, 기존 게임들의 빠른 매출 하락세를 고려하여 EPS를 기존 대비 30% 하향하고 이에 따라 목표주가 역시 하향. 밸류에이션 부담 여전. 시장수익률 의견 유지

신작 수에 비해 낮은 기대감, 밸류에이션 부담은 여전

4Q23 매출액 2,392억원(YoY 1.5%, QoQ -9.6%), 영업이익 141억원(YoY 58%, QoQ -38%) 기록. 컨센서스 대비 매출 소폭 하회, 영업이익은 약 9% 상회. 신작 부재에 따라 시장 예상보다 낮게 집행한 마케팅비가 영업이익 상회 요인

1) 모바일 매출 1,571억원(QoQ -15%) 기록. 동사 전체 매출의 약 40%를 차지 하는 오딘의 4Q 매출은 연말 업데이트에 따라 3Q와 유사한 수준으로 판단. 일평균 매출 약 7억원 추정. 단, 오딘 외 게임들의 빠른 매출 하락이 모바일 매출 감소 요인. 2) 기타 사업(세나테크/VX)의 매출 689억원(QoQ flat). 기타 사업은 동사 전체 매출의 약 30% 수준 차지. 4분기 비수기 영향이 지속되면서 전분기와 유사한 수준의 매출 기록. 기타 사업의 두 회사 모두 비상경영체제 하에 성장보다는 조직 효율화 지속. 결국 동사의 주요 매출원인 게임 오딘과 기타 사업부의 매출 반등이 어려울 것으로 예상되기 때문에 신규 게임 흥행을 통한 실적 성장이 필요.

2024년 10종의 신작을 공개. 이 중 기존 게임의 지역 확장을 제외하고 기대해 볼 만한 게임은 하반기 출시 예정인 가디스오더(액션 RPG). 본 자료에서는 신작들의 흥행을 가정하여 2024년 영업이익 YoY 30% 성장 추정. 그럼에도 현재 주가는 2024년 추정치 기준 30배 수준. 신작 개수 대비 기대감도 낮을 뿐만 아니라 밸류에이션 역시 부담스러운 상황으로 보수적인 접근 추천

(단위: 십억원 %)

구분	4Q22	3Q23	직전추정	잠정치	4Q23			1Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	236	265	372	239	1.5	-9.6	242	261	4.8	9.2
영업이익	9	23	47	14	57.4	-37.6	13	9	-19.4	-34.8
순이익	-295	-59	21	-62	적지	적지	6	7	흑전	흑전

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

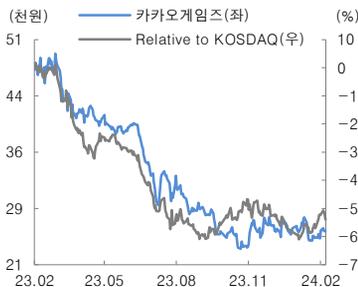
(단위: 십억원, 원, %)

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,012	1,148	1,024	1,188	1,136
영업이익	112	176	75	97	85
세전순이익	722	-195	-373	103	95
총당기순이익	520	-196	-329	87	81
자비자분순이익	529	-234	-245	70	64
EPS	7,061	-2,929	-2,968	847	782
PER	12.9	NA	NA	30.1	32.5
BPS	28,067	21,078	17,436	18,277	19,059
PBR	3.2	2.1	1.5	1.4	1.3
ROE	34.1	-12.4	-15.7	4.7	4.2

주: EPS와 BPS, ROE는 자비자분 기준으로 산출 / 자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

KOSDAQ	826.58
시가총액	2,100십억원
시가총액비중	0.53%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	49,150원 / 23,100원
120일 평균거래대금	93억원
외국인지분율	11.81%
주요주주	카카오 외 16 인 49.73%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-5.6	-16.3	-46.1
상대수익률	4.1	-7.3	-9.6	-49.1



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원 %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
매출액	1,219	1,398	1,024	1,188	-16.0	-15.0
판매비와 관리비	1,093	1,233	950	1,091	-13.2	-11.6
영업이익	125	165	75	97	-40.4	-41.0
영업이익률	10.3	11.8	7.3	8.2	-3.0	-3.6
영업외손익	-27	-20	-447	6	적자유지	흑자조정
세전순이익	99	144	-373	103	적자조정	-28.7
지배지분순이익	54	85	-245	70	적자조정	-17.7
순이익률	6.0	7.9	-32.2	7.3	적자조정	-0.6
EPS(지배지분순이익)	649	1,029	-2,968	847	적자조정	-17.7

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오게임즈 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	내용	비고
2024 지배주주지분 순이익(십억원)	69.8	
Target PER(x)	26.6x	글로벌 peer 8개사 2024 PER 평균에 20% 할증 적용
목표 시총(십억원)	1,859.7	
주식 수(천주)	82,531.0	
적정 주가(원)	22,534	
목표 주가(원)	23,000	반올림 적용
현재 주가(원)	25,450	
상승 여력	-9.6%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 카카오게임즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	249.2	271.1	264.7	239.2	261.2	286.3	330.9	309.4	1,147.7	1,024.2	1,187.9
YoY growth	-6.4%	-20.0%	-13.8%	1.5%	4.8%	5.6%	25.0%	29.3%	13.4%	-10.8%	16.0%
QoQ growth	5.7%	8.8%	-2.4%	-9.6%	9.2%	9.6%	15.6%	-6.5%			
PC 게임	14.1	11.9	11.5	13.2	13.9	13.5	13.2	12.8	53.7	50.7	53.5
모바일게임	153.9	171.9	183.8	157.1	170.4	194.5	248.1	230.4	739.0	666.7	843.4
기타	81.2	87.3	69.4	68.9	77.0	78.3	69.6	66.1	355.1	306.8	291.0
영업비용	237.8	244.6	242.1	225.1	252.0	267.3	293.5	278.0	971.9	949.6	1090.8
지급수수료	92.4	92.7	104.3	91.3	110.3	122.8	146.5	134.3	379.4	380.7	513.8
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	52.0	52.7	53.5	57.0	198.9	206.5	215.2
마케팅비	20.3	20.6	13.2	10.2	13.1	13.7	20.8	15.5	71.4	64.3	63.1
상각비	21.1	21.5	21.7	22.4	22.7	23.2	23.4	24.1	114.3	114.3	93.4
기타비용	54.6	56.8	51.9	48.9	54.0	54.8	49.3	47.1	238.7	212.2	205.3
영업이익	11.4	26.5	22.6	14.1	9.2	19.1	37.4	31.4	175.9	74.6	97.1
영업이익률	4.6%	9.8%	8.5%	5.9%	3.5%	6.7%	11.3%	10.2%	15.3%	7.3%	8.2%
지배주주 순이익	2.2	3.4	3.0	-253.3	6.9	13.8	26.5	22.6	-200.5	-244.7	69.8
순이익률	0.9%	1.2%	1.1%	-105.9%	2.7%	4.8%	8.0%	7.3%	-17.5%	-23.9%	5.9%

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center
 주: 카카오 Vx, 세나테크놀로지의 매출원가는 기타비용에 포함

표 3. 카카오게임즈 2023년~2025년 신작 라인업

출시 일정	게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	디바이스	지역
1Q23	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	글로벌(일본/중국 제외)
	아카데미워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+모바일	국내
2Q23	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	일본
3Q23	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	PC+모바일	국내
1H24	R.O.M (2월 27일)	MMORPG	퍼블리싱(레드랩게임즈)	PC+모바일	글로벌
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	일본
	Project V	로그라이크 캐주얼	자체개발(라이온하트)	모바일	글로벌
	아카데미 워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+모바일	대만, 일본 외
2H24	가디언오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌(중국 제외)
	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	북미유럽
	Project C	서브컬처육성시물레이션	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내, 일본
	블랙아웃 프로토크	트윈스틱 슈터	자체개발(오션드라이브)	PC	글로벌
	로스트아이돌론스: 위선의마녀	SRPG	자체개발(오션드라이브)	PC	글로벌
	패스 오브 엑자일2	핵앤슬래시	퍼블리싱(그라인딩기어)	PC	국내
2025	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이브)	PC+모바일	글로벌
	Project Q	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내
	아카데미워2	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+콘솔	글로벌
	검술명가 막내아들 IP	액션 RPG	자체개발(오션드라이브)	PC+콘솔	글로벌
	Project S	루트슈터	자체개발(라이온하트)	PC+콘솔	글로벌

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center
 주: 블록체인 게임 제외

기업 개요

기업 및 경영진 현황

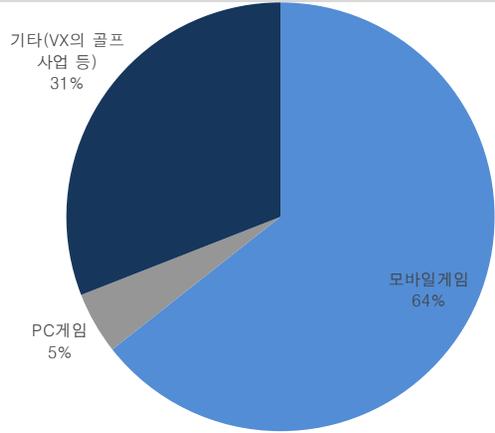
- 카카오게임즈 대표이사는 조계현
- 2021 말 기준 주식 소유 현황은 (주)카카오 외 16인 56%, 카카오게임즈주리사주 2.0% 등 보유
- 주된 사업은 모바일게임과 PC 게임의 퍼블리싱 사업 영위 및 다양한 장르의 게임 개발
- 주요 게임: 엘리온, 배틀그라운드, 이터널리턴, 패스오브액자일, 아카이저 등의 PC 게임과 오딘, 달빛조각사 등의 모바일 게임

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

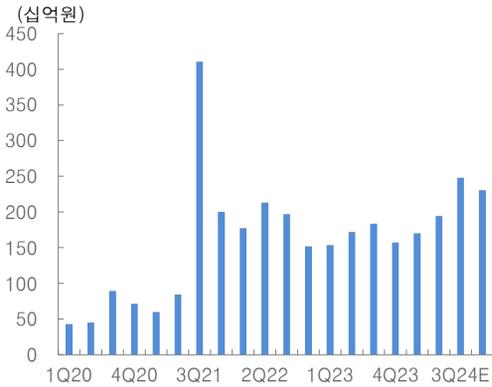
게임별 매출 비중 (2022년 기준)



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

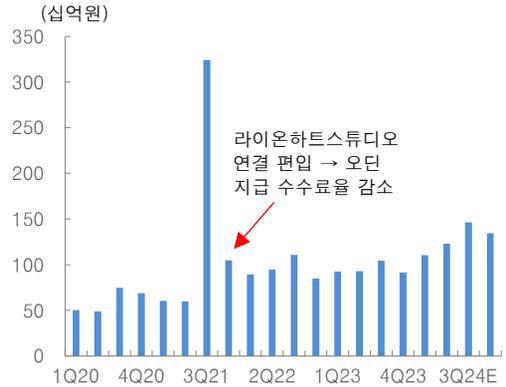
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



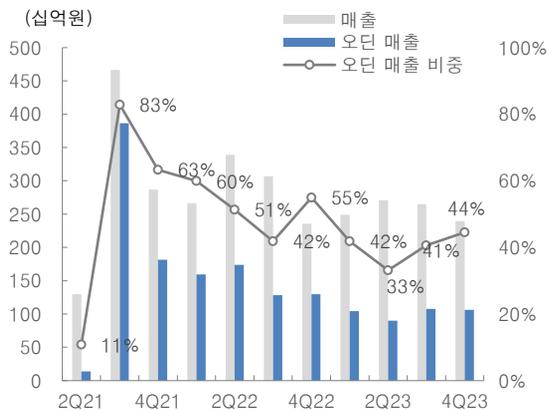
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



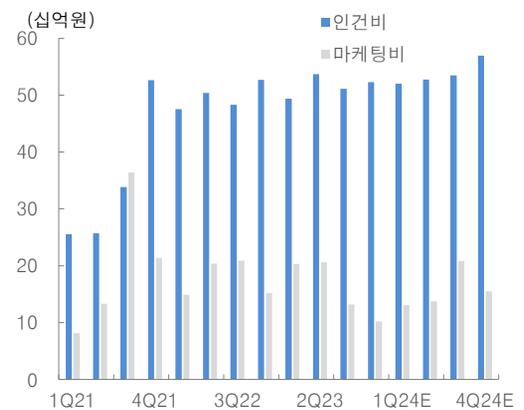
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

오딘 매출 비중 추이 추정



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

재무제표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,012	1,148	1,024	1,188	1,136
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,012	1,148	1,024	1,188	1,136
판매비와관리비	901	972	950	1,091	1,051
영업이익	112	176	75	97	85
영업외수익	11.1	15.3	7.3	8.2	7.5
EBITDA	155	269	156	172	155
영업외손익	610	-371	-447	6	10
관계기업손익	13	-31	-28	-5	-5
금융수익	18	30	41	68	71
외환관련이익	0	2	2	2	2
금융비용	-65	-247	-43	-47	-45
외환관련손실	6	4	2	2	2
기타	644	-123	-416	-10	-11
법인세비용차감전순이익	722	-195	-373	103	95
법인세비용	-202	-1	43	-15	-14
계속사업순이익	520	-196	-329	87	81
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	520	-196	-329	87	81
당기순이익	51.4	-17.1	-32.2	7.3	7.1
비재계분순이익	-9	38	-85	17	16
재계분순이익	529	-234	-245	70	64
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	22	-21	-21	-21	-21
포괄순이익	738	-405	-538	-122	-128
비재계분포괄이익	-8	37	-139	-24	-26
재계분포괄이익	747	-442	-400	-97	-103

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	7,061	-2,929	-2,968	847	782
PER	12.9	NA	NA	46.8	50.7
BPS	28,067	21,078	17,436	18,277	19,059
PBR	3.2	2.1	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	2,073	3,373	1,893	2,086	1,877
EV/EBITDA	45.6	16.6	19.6	17.1	18.3
SPS	13,524	14,386	12,427	14,408	13,782
PSR	6.7	3.1	2.0	1.8	1.8
CFPS	-416	3,662	1,211	6,618	6,460
DPS	0	0	0	0	0

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증감률	104.3	13.4	-10.8	16.0	-4.3
영업이익 증감률	68.2	57.1	-57.6	30.1	-12.3
순이익 증감률	670.5	작전	작지	흑전	-7.6
수익성					
ROIC	6.5	8.0	3.0	3.9	3.5
ROA	4.0	4.3	1.8	2.1	1.6
ROE	34.1	-12.4	-15.7	4.7	4.2
안정성					
부채비율	77.9	92.3	140.4	169.3	196.5
순차입금비율	-11.9	23.3	35.2	27.8	21.1
이자보상비율	16.2	11.6	0.0	0.0	0.0

자료: 카이코기업즈, 대신증권 Research Center

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,151	1,057	1,517	2,266	3,001
현금및현금성자산	809	627	1,101	1,839	2,577
매출채권 및 기타채권	102	85	74	84	81
재고자산	60	123	123	123	123
기타유동자산	180	223	219	219	219
비유동자산	3,154	2,817	2,738	2,690	2,647
유형자산	75	93	90	89	88
관계기업투자지급	325	219	199	202	206
기타비유동자산	2,753	2,505	2,449	2,399	2,353
자산총계	4,305	3,874	4,256	4,956	5,647
유동부채	843	267	283	302	319
매입채무 및 기타채무	663	86	85	87	86
차입금	5	22	40	57	74
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	175	158	158	158	158
비유동부채	1,042	1,592	2,203	2,813	3,424
차입금	1	609	1,220	1,830	2,441
전환증권	497	461	461	461	461
기타비유동부채	544	522	522	522	522
부채총계	1,885	1,859	2,485	3,116	3,743
자본부분	2,101	1,682	1,437	1,507	1,571
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,133	1,133	1,133	1,133
이익잉여금	741	507	262	332	397
기타자본변동	299	33	33	33	33
비자본부분	319	333	333	333	333
자본총계	2,420	2,015	1,770	1,840	1,905
순차입금	-289	469	623	512	402

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	228	134	110	484	482
당기순이익	0	0	-329	87	81
비현금성항목의기갑	-551	488	429	458	452
감가상각비	43	93	81	75	70
외환손익	-2	0	-4	-4	-4
지분법평가손익	-13	31	28	5	5
기타	-580	364	324	382	381
자산부채의증감	57	-80	-33	-47	-36
기타현금흐름	722	-274	44	-15	-14
투자활동 현금흐름	-804	-964	-809	-832	-832
투자자산	-244	-78	20	-3	-3
유형자산	-11	-23	-23	-23	-23
기타	-549	-863	-806	-806	-806
재무활동 현금흐름	818	644	448	448	448
단기차입금	-2	17	17	17	17
사채	496	0	0	0	0
장기차입금	-6	611	611	611	611
유상증자	220	245	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	110	-229	-179	-180	-180
현금의증감	241	-182	474	739	738
기초 현금	567	809	627	1,101	1,839
기말 현금	809	627	1,101	1,839	2,577
NOPLAT	81	177	66	82	72
FCF	98	254	124	134	118

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오게임즈(293490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.02.13	24.02.03	23.08.03	23.07.25	23.05.16	23.05.11
투자의견	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Buy	Buy	Buy
목표주가	23,000	33,000	33,000	36,000	44,000	44,000
과다율(평균%)		(22.50)	(20.40)	(14.03)	(17.80)	(10.78)
과다율(최대/최소%)		(21.67)	(4.24)	(8.75)	(9.43)	(10.23)

제시일자	23.05.04	23.02.09	22.11.02	22.08.04	22.07.15	22.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	54,000	50,000	70,000	70,000	80,000
과다율(평균%)	(10.38)	(20.01)	(12.10)	(31.98)	(27.11)	(31.14)
과다율(최대/최소%)	(10.23)	(8.98)	(3.50)	(14.57)	(17.29)	(21.88)

제시일자	22.04.03
투자의견	Buy
목표주가	100,000
과다율(평균%)	(33.25)
과다율(최대/최소%)	(20.50)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240206)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상