

2023. 11. 9



▲ 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 (11.8)** 26,950 원**상승여력** 11.3%

KOSDAQ 811.02pt

시가총액 22,237억원

발행주식수 8,251만주

유동주식비율 45.00%

외국인비중 12.34%

52주 최고/최저가 49,150원/23,100원

평균거래대금 94.7억원

주요주주(%)

카카오 외 16 인 49.74

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.2	-31.8	-34.3
상대주가	7.9	-29.1	-42.3

주가그래프

카카오게임즈 293490

기회는 성장하는 시장에

- ✓ 3분기 영업이익은 기타 부문 적자 전환하며 기대치 하회
- ✓ 당분간 신작 공백기로 현재 흐름 이어질 것
- ✓ 이익 흐름 반전을 위해서는 자회사 개발 게임 성공이 필요
- ✓ 모바일 퍼블리싱으로 성장한 동사는 최근 변화된 산업 환경에서 불리한 위치
- ✓ 변화된 피봇을 따라가야 할 시기

3분기 기타 부문 적자 전환하며 기대치 하회

3분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,647억원(-13.7% YoY)과 226억원(-48.4% YoY)으로 기대치를 하회했다. 게임 매출은 예상과 유사했으나 기타(골프/세나테크놀로지) 매출이 기대에 미치지 못했다. 동시에 따르면, 동 부문의 영업이익은 2분기 100억원에 달했으나 3분기 적자로 전환했다. 4분기 큰 반등은 기대하기 어려워 당분간 고정비 감소 등 비용 통제를 계획하고 있다고 밝혔다.

2분기 <아키에이지워>의 자리를 3분기 <아레스>가 대체하며 모바일 게임 매출은 QoQ 유사하게 유지되었다. 그러나 전자는 자회사 개발, 후자는 퍼블리싱으로 이익으로 기여하는 비율이 다르다. 4분기 북미/유럽 <오딘> 및 서브컬처 게임의 성과가 좋은 일본 내 <에버소울> 출시 계획이 4분기에서 1H24로 이연되었다. 기존 게임의 감소 사이클이 이어지며 4분기 영업이익은 59억원까지 하락할 것으로 예상된다.

변화된 피봇을 따라가야

자회사 개발 게임의 성공이 연결 영업이익의 개선을 이끌 수 있다. 라이온하트스튜디오의 내년 신작이 중요한 이유다. 이번 지연된 스케줄로 인해 1H24 신규 지역 출시가 예정되며 기존 3개의 2024년 신작의 출시 가능성은 하락했다.

모바일 게임 시장의 마케팅 효율은 2023년 더욱 하락했다. 이로 인해 많은 개발사들이 스팀 출시를 목표로 전환 중이다. 동사의 강점은 국내 모바일 퍼블리싱에 있다. 동사가 해외 개발사 투자를 통해 보유한 아시아 퍼블리싱 우선 협상권을 매개로 해외에서도 퍼블리싱 역량을 입증한다면 새로운 시장이 열릴 수 있다. 다만 현재와 같은 모바일 중심의 수익 구조라면 별도 이익 반전에 시간이 더 필요하다.

(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	997.0	66.3	6.8	82	흑전	20,464	329.5	1.3	19.3	0.4	93.2
2024E	1,232.2	124.5	65.1	789	570.9	21,253	34.2	1.3	13.3	3.8	92.0
2025E	1,284.5	125.3	74.4	902	2.5	22,155	29.9	1.2	12.9	4.2	88.7

표1 카카오게임즈 3Q23 Review

(십억원)	3Q23P	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	264.7	306.9	-13.7	271.1	-2.4	286.1	-7.5	276.0	-4.1
영업이익	22.6	43.7	-48.4	26.5	-14.8	29.5	-23.5	27.6	-18.2
세전이익	13.7	26.5	-48.1	18.0	-23.8	23.5	-41.5	23.2	-40.8
지배순이익	3.0	3.2	-5.4	3.4	-11.5	16.2	-81.6	14.8	-79.8

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	німблнурн	퍼블리싱
23.07.25	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	PC, 모바일	세컨드다이버 (19.83%)	퍼블리싱
23.08.01	버디스쿼드 베타	모바일(블록체인)	카카오VX (65.19%)	자회사 개발
23.09.13	달빛조각사: 다크게이머	PC, 모바일	엑스엘게임즈	자회사 개발
1H24	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	R.O.M	PC, 모바일	레드랩게임즈(10%)	퍼블리싱
	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
	아키에이지워 대만/일본	PC, 모바일	엑스엘게임즈	자회사 개발
	가디스 오더	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
	프로젝트 V	모바일	라이온하트	자회사 개발
2H24~	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈	자회사 개발
	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(30.33%)	퍼블리싱
	프로젝트 S	PC, 콘솔	라이온하트	자회사 개발
	프로젝트 Q	PC, 모바일	라이온하트	자회사 개발
	프로젝트 C	PC, 모바일	라이온하트	자회사 개발
	스톰게이트	PC	프로스트 자이언트 스튜디오	퍼블리싱
	POE2	PC, 콘솔	그라인딩기어 게임즈	퍼블리싱

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	271.1	264.7	212.0	1,012.5	1,147.7	997.0	1,232.2
PC	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.9	11.5	9.3	107.1	53.7	46.9	42.2
모바일	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	171.9	183.8	138.4	754.9	738.9	647.9	909.4
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	87.3	69.4	64.3	150.5	355.1	302.2	280.6
% YoY												
매출	104.7	161.7	-34.2	-17.8	-6.5	-20.0	-13.7	-10.0	104.3	13.4	-13.1	23.6
PC	-71.4	-20.3	-25.6	-44.0	-3.5	-20.5	-13.5	-13.5	-41.7	-49.8	-12.7	-10.0
모바일	194.6	152.8	-52.0	-24.2	-13.2	-19.3	-6.7	-8.8	203.3	-2.1	-12.3	40.3
기타	294.2	319.0	155.9	8.6	8.9	-21.2	-28.2	-12.2	139.4	135.9	-14.9	-7.1
영업비용												
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	244.6	242.1	206.1	900.6	971.9	930.7	1,107.7
% to sales	84.2	76.1	85.8	96.2	95.4	90.2	91.5	97.2	88.9	84.7	93.4	89.9
% YoY	95.8	112.4	-37.9	-6.0	6.0	-5.1	-8.0	-9.1	109.9	7.9	-4.2	19.0
인건비	47.5	50.4	48.3	52.7	49.4	53.7	51.1	50.6	131.5	198.9	204.8	230.7
지급수수료	89.3	94.5	110.7	84.9	92.4	92.7	104.3	78.4	548.6	379.4	367.8	484.1
마케팅비	14.9	20.4	20.9	15.2	20.3	20.6	13.2	8.5	79.3	71.3	62.6	95.6
상각비	20.1	21.1	21.5	20.8	21.1	21.5	21.7	21.7	34.4	83.5	86.1	86.7
기타	52.5	71.4	61.7	53.1	54.6	56.1	51.9	46.9	106.8	238.7	209.5	210.7
이익 추정												
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	26.5	22.6	5.9	111.9	175.8	66.3	124.4
% YoY	169.7	900.2	2.3	-80.3	-73.1	-67.3	-48.4	-33.9	68.2	57.1	-62.3	87.7
영업이익률(%)	15.8	23.9	14.2	3.8	4.6	9.8	8.5	2.8	11.1	15.3	6.6	10.1
세전이익	34.2	116.9	26.5	-372.3	2.7	18.0	13.7	-5.9	722.1	-194.7	28.6	113.7
% YoY	70.3	3,775.2	-57.1	적전	-92.1	-84.6	-48.1	적지	826.5	적전	흑전	297.6
지배주주순이익	13.5	45.1	3.2	-295.4	2.2	3.4	3.0	-1.8	528.7	-233.6	6.7	65.1
% YoY	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	-83.4	-92.5	-5.4	적지	514.9	적전	흑전	864.7

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,012.5	1,147.7	997.0	1,232.2	1,284.5
매출액증가율(%)	104.3	13.4	-13.1	23.6	4.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	997.0	1,232.2	1,284.5
판매관리비	900.6	971.9	930.7	1,107.7	1,159.2
영업이익	111.9	175.8	66.3	124.5	125.3
영업이익률(%)	11.1	15.3	6.6	10.1	9.8
금융손익	-47.1	-216.5	-9.8	-6.6	-2.4
종속/관계기업손익	12.8	-30.9	-17.8	-9.2	-8.3
기타영업외손익	644.4	-123.1	-10.1	5.0	5.4
세전계속사업이익	722.1	-194.7	28.6	113.7	120.0
법인세비용	201.9	1.4	16.4	31.8	36.1
당기순이익	520.2	-196.1	12.2	81.9	83.9
지배주주지분 순이익	528.7	-233.6	6.8	65.1	74.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	133.0	229.0	178.8
당기순이익(손실)	520.2	-196.1	12.2	81.9	83.9
유형자산상각비	20.1	29.7	25.3	26.0	26.0
무형자산상각비	23.2	63.6	60.7	60.7	60.7
운전자본의 증감	56.7	-80.1	38.8	60.5	8.2
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	-46.1	-83.7	-78.6
유형자산의증가(CAPEX)	-11.0	-23.6	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의감소(증가)	-447.7	272.6	29.8	-3.7	1.5
재무활동 현금흐름	818.1	644.1	17.5	-14.0	-12.6
차입금의 증감	555.1	625.3	17.5	-14.0	-12.6
자본의 증가	325.7	79.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	241.5	-181.9	104.3	131.4	87.7
기초현금	567.2	808.7	626.8	731.1	862.5
기말현금	808.7	626.8	731.1	862.5	950.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,151.3	1,057.4	1,135.0	1,272.4	1,367.8
현금및현금성자산	808.7	626.8	731.1	862.5	950.2
매출채권	90.6	71.2	61.9	76.5	79.7
재고자산	60.2	123.3	97.0	100.7	103.7
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,780.7	2,777.7	2,769.5
유형자산	75.4	93.0	147.7	201.7	255.7
무형자산	2,128.2	2,033.3	1,972.5	1,911.8	1,851.0
투자자산	792.9	489.4	459.6	463.2	461.8
자산총계	4,305.0	3,873.9	3,915.7	4,050.1	4,137.3
유동부채	842.7	267.0	345.0	409.8	424.2
매입채무	11.5	17.7	15.4	19.0	19.8
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	1,543.6	1,531.4	1,520.3
사채	496.6	460.9	460.9	460.9	460.9
장기차입금	1.2	609.0	642.0	642.0	642.0
부채총계	1,884.5	1,859.1	1,888.6	1,941.1	1,944.5
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	513.8	578.9	653.3
비지배주주지분	319.2	333.3	338.7	355.5	365.0
자본총계	2,420.5	2,014.9	2,027.1	2,109.0	2,192.9

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,524	14,386	12,092	14,935	15,569
EPS(지배주주)	7,061	-2,929	82	789	902
CFPS	-416	3,662	1,381	2,442	2,492
EBITDAPS	2,073	3,373	1,848	2,559	2,570
BPS	27,130	20,435	20,464	21,253	22,155
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	-15.2	329.5	34.2	29.9
PCR	-218.6	12.2	19.5	11.0	10.8
PSR	6.7	3.1	2.2	1.8	1.7
PBR	3.4	2.2	1.3	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	155.2	269.1	152.3	211.2	212.1
EV/EBITDA	45.6	16.6	19.3	13.3	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	34.1	-12.4	0.4	3.8	4.2
EBITDA 이익률	15.3	23.4	15.3	17.1	16.5
부채비율	77.9	92.3	93.2	92.0	88.7
금융비용부담률	0.7	1.3	2.0	1.6	1.5
이자보상배율(x)	16.2	11.6	3.3	6.2	6.3
매출채권회전율(x)	14.0	14.2	15.0	17.8	16.4
재고자산회전율(x)	28.2	12.5	9.1	12.5	12.6

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	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 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)	
2021.10.08	산업브리프	Hold	83,000	김동희	-0.9	31.0	
2021.11.17	산업분석	Buy	130,000	김동희	-37.7	-16.5	
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	-	-	