

2024. 5. 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) 25,000 원

현재주가 (5.8) 22,250 원

상승여력 12.4%

KOSDAQ	872.42pt
시가총액	18,385억원
발행주식수	8,263만주
유동주식비율	45.28%
외국인비중	11.39%
52주 최고/최저가	39,850원/20,000원
평균거래대금	51.5억원

주요주주(%)
카카오 외 16 인 49.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	-17.4	-43.7
상대주가	2.8	-23.3	-45.6

주가그래프



카카오게임즈 293490

해외 퍼블리싱 성과 기대는 2025 이후로

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 예상 수준 부합
- ✓ 무형자산 상각비 감소했으나 연봉 인상을 반영 등으로 인건비 YoY, QoQ 증가
- ✓ 2024년 마케팅비는 매출 6% 수준 관리 예정
- ✓ 글로벌 성과 기대는 2025년 이후를 예상
- ✓ 비게임 적자 축소 등 cost control 통해 신작까지 재무 안정성 유지 중요한 시기

예상 수준 기록한 1분기

1분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,463억원(-1.2% YoY)과 123억원(+8.1% YoY)으로 예상 수준에 부합했다. <롬> 신작 출시가 있었음에도 마케팅비가 타이트하게 관리되며 게임 사업 이익은 전분기와 유사했으나 골프 중심의 비게임 사업 부문 적자폭이 확대되었다. 지난 4분기 무형자산 차손으로 1분기 상각비는 크게 줄었으나 인건비는 2024년 연봉 인상이 반영되며 QoQ 기준으로도 증가하는 모습을 보였다. 동사는 2024년 마케팅비를 매출 대비 6% 수준으로 관리하겠다는 계획을 밝혔다.

2025를 기다리며

동사는 국내 퍼블리싱 강점을 살려 개발사 지분을 확보하며 세를 키웠다. 최근 자체 강점 지역에 기반한 글로벌 퍼블리싱 사업에 도전하는 업체들이 증가하고 있다. 크래프톤이 대표적이며 풍부한 현금을 보유한 다른 업체들도 같은 방향으로 사업 전략을 수립하고 있다. 동사는 MMORPG에 지속적으로 집중하며 비 MMORPG는 투자를 통해 확보한 해외 개발사 지분에 근거한 파이프라인을 예고했다. 이러한 방식의 근간에는 과거 동사의 풍부한 현금 보유량이 밑바탕 된 바 있다. 그러나 최근 전환사채 조기 상환 청구로 차입 구조로 전환되며 추가 투자 여력은 다소 축소된 점이 아쉽다. 게임 퍼블리싱 사업의 ROIC 개선을 기대하기 어려운 시기로 비게임 적자 축소가 당분간 실적 개선의 주요 포인트가 될 수 있다. 실적 변경 사항을 반영하여 동사의 적정 주가를 기존 3만원에서 2만5천원으로 하향한다. 투자의 퍼블리싱 성과는 2025년 이후를 기대해야 하게 되며 상대 매력도가 부각되기 어려운 환경이 이어질 것으로 예상된다.

(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
2023	1,025.1	74.5	-228.8	-2,774	적지	16,947	-9.3	1.5	16.8	-14.9	113.5
2024E	1,084.8	104.9	88.5	1,071	흑전	17,995	20.8	1.2	13.4	6.1	126.8
2025E	1,154.4	121.6	77.6	939	-9.4	18,934	23.7	1.2	11.6	5.1	84.1

(십억원)	1Q24P	1Q23	% YoY	4Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	246.3	249.2	-1.2	240.1	2.6	251.6	-2.1	225.9	9.0
영업이익	12.3	11.3	8.1	14.1	-13.2	13.9	-12.0	12.1	1.6
세전이익	8.1	2.7	197.0	-399.6	흑전	12.8	-37.0	4.2	90.9
지배순이익	1.0	2.2	-57.6	-237.4	흑전	6.6	-85.6	2.2	-56.4

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

(원)	비고
EPS	939 2025E 지배 EPS
적정배수(X)	27.0 상장 후 평균
적정주가	25,000 25,344원 반올림
현재주가	22,250
상승여력(%)	12.4

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	세컨드다이버 (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(9.81%)	퍼블리싱
24.05.29	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
2Q24	아키에이지워 대만/일본	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
2H24	프로젝트 V	모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	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
	SM 게임 스테이션(가제)	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
	야구 시뮬레이션 게임	NFT	메타보라(61.6%)	자회사 개발
2025 이후	아레스: 라이즈 오브 가디언즈 글로벌	PC, 모바일	세컨드다이버 (19.83%)	퍼블리싱
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	크로노 오디세이	PC, 콘솔	크로노스튜디오	퍼블리싱
	프로젝트 S	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	퍼블리싱

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 카카오게임즈 실적 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출 추정												
매출	249.2	271.1	264.7	240.1	246.3	251.1	313.3	274.1	1,147.7	1,025.1	1,084.7	1,154.4
PC	14.1	11.9	11.5	13.2	15.6	11.3	10.4	11.9	53.7	50.7	49.1	150.5
모바일	153.9	171.9	183.8	157.1	161.3	162.6	241.3	201.3	738.9	666.6	766.4	761.8
기타	81.2	87.3	69.4	68.9	69.4	77.3	61.6	60.9	355.1	306.8	269.2	242.1
% YoY												
매출	-6.5	-20.0	-13.7	1.9	-1.2	-7.4	18.3	14.1	13.4	-10.7	5.8	6.4
PC	-3.5	-20.5	-13.5	21.9	10.5	-5.0	-10.0	-10.0	-49.8	-5.6	-3.1	206.4
모바일	-13.2	-19.3	-6.7	3.6	4.8	-5.4	31.3	28.1	-2.1	-9.8	15.0	-0.6
기타	8.9	-21.2	-28.2	-5.8	-14.5	-11.5	-11.2	-11.6	135.9	-13.6	-12.2	-10.1
영업비용												
영업비용	237.8	244.6	242.1	226.0	234.0	236.2	261.4	248.3	971.9	950.6	979.8	1,032.7
% to sales	95.4	90.2	91.5	94.1	95.0	94.0	83.4	90.6	84.7	92.7	90.3	89.5
% YoY	6.0	-5.1	-8.0	-0.3	-1.6	-3.5	7.9	9.9	7.9	-2.2	3.1	5.4
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	54.5	53.0	54.0	55.0	198.9	206.4	216.5	225.2
지급수수료	92.4	92.7	104.3	91.3	103.0	104.3	124.8	116.5	379.4	380.7	448.6	480.8
마케팅비	20.3	20.6	13.2	10.2	11.2	11.9	19.8	14.1	71.3	64.3	57.0	84.6
상각비	21.1	21.5	21.7	22.4	16.2	16.2	16.2	16.2	83.5	86.8	64.6	64.6
기타	54.6	56.1	51.9	49.8	49.2	50.8	46.6	46.5	238.7	212.3	193.1	177.4
이익 추정												
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	12.3	15.0	51.9	25.8	175.8	74.5	104.9	121.6
% YoY	-73.1	-67.3	-48.4	57.8	8.1	-43.4	130.0	82.3	57.1	-57.6	40.8	16.0
영업이익률(%)	4.6	9.8	8.5	5.9	5.0	6.0	16.6	9.4	15.3	7.3	9.7	10.5
세전이익	2.7	18.0	13.7	-399.6	8.1	9.4	92.6	17.4	-194.7	-365.1	127.5	112.8
% YoY	-92.1	-84.6	-48.1	적지	197.0	-47.8	573.8	흑전	적전	적지	흑전	-11.5
지배주주순이익	2.2	3.4	3.0	-237.4	1.0	8.9	62.9	15.7	-233.6	-228.7	88.5	77.6
% YoY	-83.4	-92.5	-5.0	적지	-57.6	164.7	1,999.0	흑전	적전	적지	흑전	-12.3

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,012.5	1,147.7	1,025.1	1,084.8	1,154.4
매출액증가율(%)	104.3	13.4	-10.7	5.8	6.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,025.1	1,084.8	1,154.4
판매관리비	900.6	971.9	950.6	979.8	1,032.7
영업이익	111.9	175.8	74.5	104.9	121.6
영업이익률(%)	11.1	15.3	7.3	9.7	10.5
금융손익	-47.1	-216.5	-3.7	-30.1	-17.9
종속/관계기업손익	12.8	-30.9	-21.0	-2.6	-2.3
기타영업외손익	644.4	-123.1	-414.9	55.4	11.4
세전계속사업이익	722.1	-194.7	-365.1	127.5	112.9
법인세비용	201.9	1.4	-42.7	36.2	30.1
당기순이익	520.2	-196.1	-322.4	91.3	82.8
지배주주지분 순이익	528.7	-233.6	-228.8	88.5	77.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	124.6	137.5	157.2
당기순이익(손실)	520.2	-196.1	-322.4	91.3	82.8
유형자산상각비	20.1	29.7	34.6	28.2	28.2
무형자산상각비	23.2	63.6	61.4	36.5	36.5
운전자본의 증감	56.7	-82.3	5.1	-18.5	9.8
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	-54.0	152.1	-28.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.0	-23.6	-27.6	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-447.7	272.6	-18.5	182.1	1.5
재무활동 현금흐름	818.1	644.1	-43.9	334.3	-684.2
차입금의 증감	555.1	625.3	18.5	334.3	-684.2
자본의 증가	325.7	79.8	-33.6	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	241.5	-181.9	27.0	623.9	-555.5
기초현금	567.2	808.7	626.8	653.7	1,277.6
기말현금	808.7	626.8	653.7	1,277.6	722.1

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,151.3	1,057.4	1,020.8	1,660.7	1,116.2
현금및현금성자산	808.7	626.8	653.7	1,277.6	722.1
매출채권	90.6	71.2	86.0	91.0	96.8
재고자산	60.2	123.3	80.4	99.7	102.7
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,450.3	2,233.5	2,197.4
유형자산	75.4	93.0	115.6	117.4	119.2
무형자산	2,128.2	2,033.3	1,639.2	1,602.7	1,566.3
투자자산	792.9	489.4	486.8	304.7	303.2
자산총계	4,305.0	3,873.9	3,471.0	3,894.2	3,313.6
유동부채	842.7	267.0	710.1	1,176.7	525.9
매입채무	11.5	17.7	16.4	17.3	18.5
단기차입금	4.7	22.2	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	370.0	0.0
비유동부채	1,041.8	1,592.1	1,135.4	1,000.6	988.0
사채	496.6	460.9	0.0	350.0	350.0
장기차입금	1.2	609.0	649.5	279.5	279.5
부채총계	1,884.5	1,859.1	1,845.5	2,177.3	1,514.0
자본금	7.8	8.2	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,053.7	1,133.0	1,099.4	1,099.4	1,099.4
기타포괄이익누계액	271.3	62.7	42.5	42.5	42.5
이익잉여금	740.6	507.1	277.4	365.9	443.4
비지배주주지분	319.2	333.3	227.1	229.9	235.2
자본총계	2,420.5	2,014.9	1,625.5	1,716.9	1,799.6

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,524	14,386	12,433	13,131	13,970
EPS(지배주주)	7,061	-2,929	-2,774	1,071	939
CFPS	-416	3,689	2,767	2,809	2,513
EBITDAPS	2,073	3,373	2,068	2,052	2,254
BPS	27,130	20,435	16,947	17,995	18,934
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	-15.2	-9.3	20.8	23.7
PCR	-218.6	12.1	9.3	7.9	8.9
PSR	6.7	3.1	2.1	1.7	1.6
PBR	3.4	2.2	1.5	1.2	1.2
EBITDA(십억원)	155.2	269.1	170.5	169.5	186.3
EV/EBITDA	45.6	16.6	16.8	13.4	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	34.1	-12.4	-14.9	6.1	5.1
EBITDA 이익률	15.3	23.4	16.6	15.6	16.1
부채비율	77.9	92.3	113.5	126.8	84.1
금융비용부담률	0.7	1.3	3.9	6.8	5.7
이자보상배율(x)	16.2	11.6	1.9	1.4	1.9
매출채권회전율(x)	14.0	14.2	13.0	12.3	12.3
재고자산회전율(x)	28.2	12.5	10.1	12.0	11.4

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

