

2024. 7. 4



▲ 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) **21,000 원**

현재주가 (7.3) **20,300 원**

상승여력 **3.4%**

KOSDAQ	836.10pt
시가총액	16,779억원
발행주식수	8,266만주
유통주식비율	45.29%
외국인비중	11.48%
52주 최고/최저가	33,450원/20,000원
평균거래대금	39.2억원

주요주주(%)
카카오 외 16 인 49.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-20.7	-38.8
상대주가	-2.8	-17.3	-34.9

주가그래프



카카오게임즈 293490

쉬어가는 2024년

- ✓ 2분기 연결 영업이익은 92억원으로 시장 기대치 크게 하회 예상
- ✓ 하반기 흐름 변화시킬 유인 없어 2024년 쉬어가는 시기
- ✓ 국내 게임 실적 공통적으로 북미/유럽 견조하고 내수가 가장 부진
- ✓ 유통 마진에 해당하는 퍼블리싱 집중되어 있어 실적 반전 쉽지 않아
- ✓ 탐라인 기대치 낮아진 시기로 다양한 비용 효율화 방안에 기반한 신규 전략 필요

부진한 2분기 이어져

카카오게임즈의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 2,457억원(-9% YoY)과 92억원(-65% YoY)으로 시장 눈높이가 하향될 것으로 예상된다. 3월 출시된 <ROM>의 운기 반영이 시작되었으나 빠른 하향 안정화로 실적에 미치는 영향은 크지 않다. 출시일 이벤트로 <오딘>이 6월말 반등에 성공했으나 관련 성과는 3분기에 집중되며 2분기 모바일 매출은 부진한 성과가 예상된다. 카카오 VX는 2분기 마케팅이 진행되며 1분기 대비 매출 감소세는 줄었을 것이나 비용이 동률로 증가하며 유사한 적자가 예상된다. 하반기 <스톰게이트> 얼리엑세스(국내) 및 <발랄라 서바이벌>라 이온하트 직접 퍼블리싱이 가장 빠르게 공개될 것으로 예상되나 재무적 성과를 크게 기대하기는 어려워 보인다.

트렌드에 맞는 신규 전략을 기대하며

국내 게임 실적의 공통점은 북미/유럽이 견조하고 내수가 부진한데, 카카오게임즈는 국내 퍼블리싱에 기반한 만큼 턴어라운드 쉽지가 않다. 2분기 <에버소울>의 일본 퍼블리싱을 진행하며 지역 확장을 시도했으나 시장에 안착하는데 실패했다. 비게임 적자 축소가 기대할 수 있는 포인트에 해당하나 언론에 따르면 VX의 매각이 논의되고 있어 탐라인을 위한 비용 집행이 당분간 유지될 가능성이 높다. 2024/2025년 실적 변동을 반영하여 동사의 적정주가를 기존 25,000원에서 21,000원으로 하향한다. 내수에 집중된 사업 구조를 지닌 게임 업체들은 탐라인에 대한 기대치가 낮아진 만큼 구조조정, 비게임 사업 정리, 플랫폼 변화를 통한 지급수수료 절감 등 다양한 비용 효율화 방안을 발표하고 있다. 트렌드에 맞는 동사의 신규 전략을 기대해 본다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	969.3	52.1	23.1	280	흑전	17,201	72.6	1.2	18.9	1.6	107.6
2025E	1,103.6	89.9	63.6	769	131.9	17,970	26.4	1.1	13.5	4.4	88.0
2026E	1,118.8	76.7	68.1	825	-23.3	18,794	24.6	1.1	14.1	4.5	86.2

(십억원)	2Q24E	2Q23	% YoY	1Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	245.7	271.1	-9.4	246.3	-0.2	261.5	-6.0
영업이익	9.2	26.5	-65.2	12.3	-24.7	17.5	-47.2
세전이익	5.8	18.0	-67.8	8.1	-27.9	15.7	-63.0
지배순이익	5.3	3.4	57.7	1.0	459.3	10.4	-48.8

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

(원)	비고
EPS	769 2025E 지배 EPS
적정배수(X)	27.0 상장 후 평균
적정주가	21,000 20,770원 반올림
현재주가	20,300
상승여력(%)	3.4

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
24.05.30	그랑사가 키우기: 나이트x나이트	모바일	파이드픽셀즈	퍼블리싱
24.06.27	아키에이지워 대만/일본/동남아	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
24.07.31	스톰게이트 얼리엑세스	PC	프로스트자이언트스튜디오	퍼블리싱
2H24	발할라 서바이벌	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
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀	PC	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	POE2 국내	PC	그라인딩기어 게임즈	퍼블리싱
	블랙아웃 프로토콜 글로벌	PC	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	SM 게임 스테이션(가제)	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
	야구 시뮬레이션 게임	NFT	메타보라(61.6%)	자회사 개발
2025	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
2025 이후	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터 추정

표4 카카오게임즈 실적 전망												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출 추정												
매출	249.2	271.1	264.7	240.1	246.3	245.7	243.0	234.3	1,025.1	969.3	1,103.6	1,118.8
PC	14.1	11.9	11.5	13.2	15.6	15.6	15.6	13.8	50.7	60.6	162.0	175.8
모바일	153.9	171.9	183.8	157.1	161.3	145.9	162.8	156.4	666.6	626.4	683.8	707.5
기타	81.2	87.3	69.4	68.9	69.4	84.2	64.6	64.2	306.8	282.3	257.9	235.5
% YoY												
매출	-6.5	-20.0	-13.7	1.9	-1.2	-9.4	-8.2	-2.4	-10.7	-5.4	13.9	1.4
PC	-3.5	-20.5	-13.5	21.9	10.5	31.0	35.0	5.0	-5.6	19.4	167.4	8.6
모바일	-13.2	-19.3	-6.7	3.6	4.8	-15.2	-11.4	-0.5	-9.8	-6.0	9.2	3.5
기타	8.9	-21.2	-28.2	-5.8	-14.5	-3.5	-6.9	-6.9	-13.6	-8.0	-8.6	-8.7
영업비용												
영업비용	237.8	244.6	242.1	226.0	234.0	236.4	229.7	217.0	950.6	917.1	1,013.8	1,042.1
% to sales	95.4	90.2	91.5	94.1	95.0	96.2	94.5	92.6	92.7	94.6	91.9	93.1
% YoY	6.0	-5.1	-8.0	-0.3	-1.6	-3.3	-5.2	-4.0	-2.2	-3.5	10.5	2.8
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	54.5	53.9	51.1	51.9	206.4	211.4	221.1	230.7
지급수수료	92.4	92.7	104.3	91.3	103.0	94.3	93.8	91.8	380.7	382.8	447.7	465.4
마케팅비	20.3	20.6	13.2	10.2	11.2	17.9	19.8	9.0	64.3	57.9	82.8	84.8
상각비	21.1	21.5	21.7	22.4	16.2	16.2	16.2	16.2	86.8	64.6	64.6	64.6
기타	54.6	56.1	51.9	49.8	49.2	54.2	48.8	48.2	212.3	200.4	197.5	196.6
이익 추정												
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	12.3	9.2	13.3	17.3	74.5	52.1	89.9	76.7
% YoY	-73.1	-67.3	-48.4	57.8	8.1	-65.2	-41.0	22.5	-57.6	-30.1	72.4	-14.7
영업이익률(%)	4.6	9.8	8.5	5.9	5.0	3.8	5.5	7.4	7.3	5.4	8.1	6.9
세전이익	2.7	18.0	13.7	-399.6	8.1	5.8	9.9	13.9	-365.1	37.7	72.9	59.4
% YoY	-92.1	-84.6	-48.1	적지	197.0	-67.8	-28.0	흑전	적지	흑전	93.4	-18.5
지배주주순이익	2.2	3.4	3.0	-237.4	1.0	5.3	5.3	11.5	-228.7	23.1	63.6	68.1
% YoY	-83.4	-92.5	-5.0	적지	-57.6	57.7	77.9	흑전	적지	흑전	175.0	7.2

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,147.7	1,025.1	969.3	1,103.6	1,118.8
매출액증가율(%)	13.4	-10.7	-5.4	13.9	1.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,147.7	1,025.1	969.3	1,103.6	1,118.8
판매관리비	971.9	950.6	917.1	1,013.8	1,042.1
영업이익	175.8	74.5	52.1	89.9	76.7
영업이익률(%)	15.3	7.3	5.4	8.1	6.9
금융손익	-216.5	-3.7	-28.1	-31.2	-31.2
중속/관계기업손익	-30.9	-21.0	3.0	2.7	2.4
기타영업외손익	-123.1	-414.9	10.7	11.4	11.4
세전계속사업이익	-194.7	-365.1	37.7	72.9	59.4
법인세비용	1.4	-42.7	14.0	17.9	14.5
당기순이익	-196.1	-322.4	23.7	54.9	42.1
지배주주지분 손이익	-233.6	-228.8	23.1	63.6	68.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	133.8	124.6	47.3	139.3	107.7
당기순이익(손실)	-196.1	-322.4	23.7	54.9	42.1
유형자산상각비	29.7	34.6	28.2	28.2	28.2
무형자산상각비	63.6	61.4	36.5	36.5	36.5
운전자본의 증감	-82.3	5.1	-41.0	19.7	0.9
투자활동 현금흐름	-963.6	-54.0	152.1	-28.6	-34.0
유형자산의증가(CAPEX)	-23.6	-27.6	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	272.6	-18.5	182.1	1.5	-4.0
재무활동 현금흐름	644.1	-43.9	-35.8	-314.2	0.6
차입금의 증감	625.3	18.5	-35.8	-314.2	0.6
자본의 증가	79.8	-33.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-181.9	27.0	163.7	-203.5	74.3
기초현금	808.7	626.8	653.7	817.4	614.0
기말현금	626.8	653.7	817.4	614.0	688.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,057.4	1,020.8	1,190.8	1,006.3	1,085.5
현금및현금성자산	626.8	653.7	817.4	614.0	688.3
매출채권	71.2	86.0	81.3	92.6	93.9
재고자산	123.3	80.4	99.7	102.7	105.8
비유동자산	2,816.6	2,450.3	2,233.5	2,197.4	2,166.7
유형자산	93.0	115.6	117.4	119.2	121.0
무형자산	2,033.3	1,639.2	1,602.7	1,566.3	1,529.8
투자자산	489.4	486.8	304.7	303.2	307.2
자산총계	3,873.9	3,471.0	3,424.3	3,203.7	3,252.2
유동부채	267.0	710.1	774.9	511.9	516.8
매입채무	17.7	16.4	15.5	17.6	17.9
단기차입금	22.2	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,592.1	1,135.4	1,000.2	987.6	989.2
사채	460.9	0.0	350.0	350.0	350.0
장기차입금	609.0	649.5	279.5	279.5	279.5
부채총계	1,859.1	1,845.5	1,775.1	1,499.5	1,505.9
자본금	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,133.0	1,099.4	1,099.4	1,099.4	1,099.4
기타포괄이익누계액	62.7	42.5	42.5	42.5	42.5
이익잉여금	507.1	277.4	300.5	364.1	432.2
비지배주주지분	333.3	227.1	227.7	219.0	193.0
자본총계	2,014.9	1,625.5	1,649.2	1,704.1	1,746.3

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	14,386	12,433	11,731	13,354	13,537
EPS(지배주주)	-2,929	-2,774	280	769	825
CFPS	3,689	2,767	1,693	2,019	1,785
EBITDAPS	3,373	2,068	1,413	1,870	1,710
BPS	20,435	16,947	17,201	17,970	18,794
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-15.2	-9.3	72.6	26.4	24.6
PCR	12.1	9.3	12.0	10.1	11.4
PSR	3.1	2.1	1.7	1.5	1.5
PBR	2.2	1.5	1.2	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	269.1	170.5	116.8	154.5	141.3
EV/EBITDA	16.6	16.8	18.9	13.5	14.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.4	-14.9	1.6	4.4	4.5
EBITDA 이익률	23.4	16.6	12.0	14.0	12.6
부채비율	92.3	113.5	107.6	88.0	86.2
금융비용부담률	1.3	3.9	6.7	5.1	4.3
이자보상배율(x)	11.6	1.9	0.8	1.6	1.6
매출채권회전율(x)	14.2	13.0	11.6	12.7	12.0
재고자산회전율(x)	12.5	10.1	10.8	10.9	10.7

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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.10	기업브리프	Buy	130,000	김동희	-54.5	-37.7	
2022.10.11				담당자 변경	-70.7	-69.5	
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	-18.8	-9.0	
2024.05.09	기업브리프	Hold	25,000	이효진	-16.1	-11.4	
2024.07.04	기업브리프	Hold	21,000	이효진	-	-	