

카카오게임즈 (293490)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

20,000

하향

현재주가

22,250

(24.05.08)

다지털컨텐츠업종

밸류에이션 부담 지속

- 1Q 신작 흥행에도 마진이 좋은 기존 게임들의 빠른 매출 하락에 실적 부진
- 2분기에도 게임들의 매출 하락은 지속될 것으로 전망
- 올해 다수의 신작 출시 예정. 단, 낮은 기대감과 밸류에이션 부담 지속

투자의견 MarketPerform 유지, 목표주가 20,000으로 기존 대비 13% 하향

12MF EPS 799원에 Target PER 24.6배 적용. Target PER은 글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 대비 20% 할증 적용. 2024년 다수의 신작 출시가 예정되어 있는 점이 멀티플 할증 요인. 다만, 기존 게임의 빠른 매출 하락을 고려하여 12MF EPS를 기존 대비 6% 하향하고, 글로벌 peer 멀티플 또한 8% 감소하면서 동사의 목표주가를 17% 하향 조정

기존 게임의 빠른 매출 하락, 밸류에이션 부담 지속

1Q24 매출액 2,463억원(YoY -1.2%, QoQ 3.0%), 영업이익 123억원(YoY 8%, QoQ -13%) 기록. 컨센서스 대비 매출, 영업이익 하회. 마진율이 높은 오딘, 아키에이지워 등 자체 게임의 빠른 매출 하락이 컨센 하회 요인으로 판단

1) 모바일 매출 1,613억원(YoY 4.8%, QoQ 2.9%) 기록. 동사 전체 매출의 약 40%를 차지하는 오딘은 작년 말 업데이트 효과 소멸에 따라 QoQ 10% 감소한 일평균 매출 약 6억원 예상. 2분기엔 3주년 업데이트가 예정되어 있으나, 6월 진행될 것으로 예상. 2분기는 업데이트 효과의 반영일수 부족으로 매출 하향 지속 전망. 2/27 출시한 신작 R.O.M은 3월까지 구글플레이 기준 5위권 내의 매출 순위를 기록했으나 4월부터 매출 순위 하락 중. 2) 기타 사업(세나테크/VX)의 매출 694억원(QoQ flat). 기타 사업은 동사 전체 매출의 약 30% 수준 차지. 스크린골프의 업황 부진 지속

2024년 10여종의 신작을 공개. 이 중 기대해 볼만한 게임은 하반기 출시 예정인 가디스오더(액션 RPG). 본 자료에서는 신작들의 흥행을 가정하여 2024년 영업이익 YoY 30% 성장 추정했으나 현재 주가는 당사 12MF 추정치 기준 약 30배 수준으로 여전히 밸류에이션 부담 지속. 낮은 신작 기대감과 부담스러운 밸류에이션에 Marketperform 의견 유지

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	직전추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	249	239	261	246	-1.2	3.0	252	274	1.0	11.1
영업이익	11	14	9	12	7.9	-12.8	14	20	-25.8	59.9
순이익	-65	-67	7	4	흑전	흑전	7	9	흑전	91.8

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

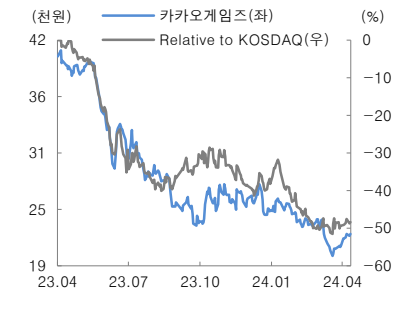
(단위: 십억원 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,148	1,024	1,145	1,199	1,238
영업이익	176	75	96	90	84
세전순이익	-195	-365	79	72	66
총당기순이익	-196	-322	56	56	52
자배지분순이익	-234	-245	54	54	50
EPS	-2,929	-2,968	651	656	601
PER	NA	NA	34.2	33.9	37.0
BPS	21,078	17,436	18,082	18,738	19,339
PBR	2.1	2.3	1.2	1.2	1.2
ROE	-12.4	-15.7	3.7	3.6	3.2

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

KOSDAQ	872.42
시가총액	1,839십억원
시가총액비중	0.45%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	39,850원 / 20,000원
120일 평균거래대금	72억원
외국인지분율	11.59%
주요주주	카카오 외 16 인 49.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	-12.6	-17.4	-43.7
상대수익률	2.8	-17.2	-23.3	-45.6



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	1,188	1,136	1,145	1,199	-3.6	5.5
판매비와 관리비	1,091	1,051	1,048	1,109	-3.9	5.5
영업이익	97	85	96	90	-0.7	5.7
영업이익률	8.2	7.5	8.4	7.5	0.2	0.0
영업외손익	6	10	-17	-18	적자조정	적자조정
세전순이익	103	95	79	72	-22.8	-23.9
지배지분순이익	70	64	54	54	-23.1	-16.2
순이익률	7.3	7.1	4.9	4.7	-2.5	-2.4
EPS(지배지분순이익)	847	782	651	656	-23.1	-16.2

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오게임즈 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	66.0	
Target PER(x)	24.6x	글로벌 peer 8개사 12MF PER 평균에 20% 할증 적용
목표 시총(십억원)	1,624.2	
주식 수(천주)	82,630.0	
적정 주가(원)	19,656	
목표 주가(원)	20,000	반올림 적용
현재 주가(원)	22,250	
상승 여력	-10.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 카카오게임즈 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	249.2	271.1	264.7	239.2	246.3	273.8	310.1	314.5	1,147.7	1,024.2	1,144.6
YoY growth	-6.4%	-20.0%	-13.8%	1.5%	-1.2%	1.0%	17.1%	31.5%	13.4%	-10.8%	11.8%
QoQ growth	5.7%	8.8%	-2.4%	-9.6%	3.0%	11.1%	13.3%	1.4%			
PC 게임	14.1	11.9	11.5	13.2	15.6	15.2	14.9	19.5	53.7	50.7	65.1
모바일게임	153.9	171.9	183.8	156.8	161.3	182.5	226.0	228.5	739.0	666.4	798.3
기타	81.2	87.3	69.4	70.2	69.4	76.1	69.2	66.5	355.1	308.1	281.2
영업비용	237.8	244.6	242.1	225.1	234.0	254.1	276.5	283.7	971.9	949.6	1048.2
지급수수료	92.4	92.7	104.3	91.3	103.0	114.0	133.1	140.7	379.4	380.7	490.8
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	54.5	55.3	56.1	59.7	198.9	206.5	225.6
마케팅비	20.3	20.6	13.2	10.2	11.2	15.1	21.7	18.9	71.4	64.3	66.8
상각비	21.1	21.5	21.7	22.4	16.2	16.4	16.5	17.0	114.3	114.3	66.1
기타비용	54.6	56.8	51.9	48.9	49.2	53.4	49.1	47.4	238.7	212.2	199.1
영업이익	11.4	26.5	22.6	14.1	12.3	19.7	33.6	30.8	175.9	74.6	96.4
영업이익률	4.6%	9.8%	8.5%	5.9%	5.0%	7.2%	10.8%	9.8%	15.3%	7.3%	8.4%
지배주주 순이익	2.2	3.4	3.0	-253.3	1.0	11.4	21.7	19.6	-200.5	-244.7	53.7
순이익률	0.9%	1.2%	1.1%	-105.9%	0.4%	4.2%	7.0%	6.2%	-17.5%	-23.9%	4.7%

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)
	아키에이지워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+모바일	국내
2Q23	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	일본
3Q23	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이버)	PC+모바일	국내
1H24	R.O.M (2월 27일)	MMORPG	퍼블리싱(레드랩게임즈)	PC+모바일	글로벌
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	일본
	아키에이지 워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+모바일	대만, 일본 외
2H24	Project V	로그라이크 캐주얼	자체개발(라이온하트)	모바일	글로벌
	가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌(중국 제외)
	Project C	서브컬처육성시뮬레이션	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내, 일본
	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	북미유럽
	패스 오브 엑자일2	핵앤슬래시	퍼블리싱(그라인딩기어)	PC	국내
	블랙아웃 프로토콜	트윈스틱 슈터	자체개발(오션드라이브)	PC	글로벌
	로스트아이돌론스: 위선의마녀	SRPG	자체개발(오션드라이브)	PC	글로벌
	SM 게임 스테이션	아이돌 육성 시뮬레이션		모바일	글로벌
2025	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	퍼블리싱(세컨드다이버)	PC+모바일	글로벌
	Project Q	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내
	아키에이지2	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+콘솔	글로벌
	크로노오디세이	MMORPG	퍼블리싱(크로노 스튜디오)	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

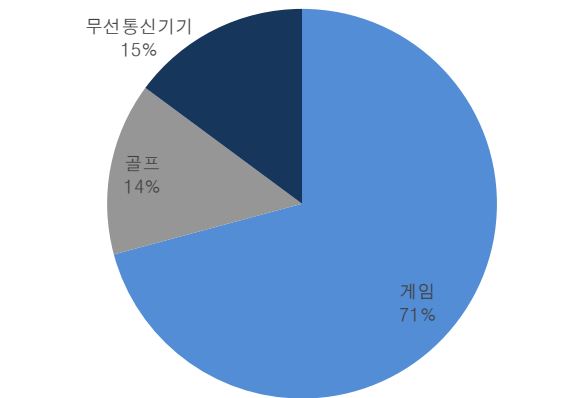
- 카카오게임즈 대표이사는 조계현
- 2023 말 기준 주식 소유 현황은 (주)카카오 외 16인 49.7%, 카카오게임즈우리카주 0.2% 등 보유
- 주된 사업은 모바일게임과 PC 게임의 퍼블리싱 사업 영위 및 다양한 장르의 게임 개발
- 주요 게임: 배틀그라운드, 패스오브엑스자일, 아키에이지 등의 PC 게임 과 오딘, 달빛조각사 등의 모바일 게임

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

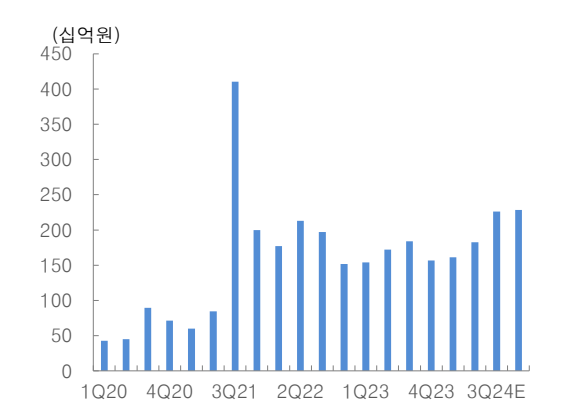
게임별 매출 비중 (2023년 기준)



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

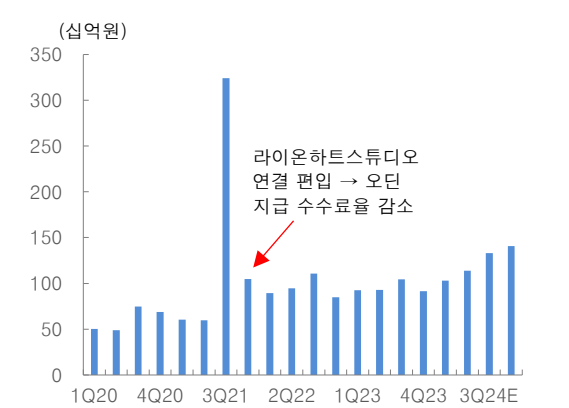
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



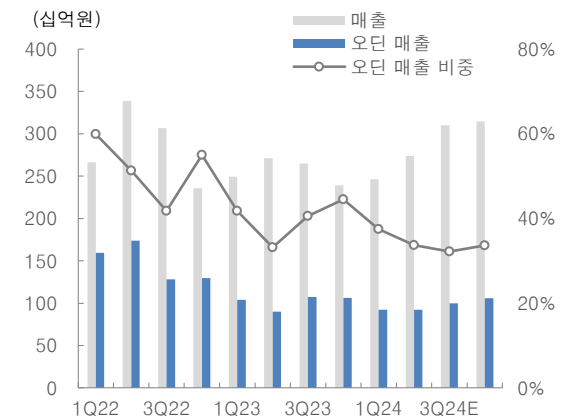
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



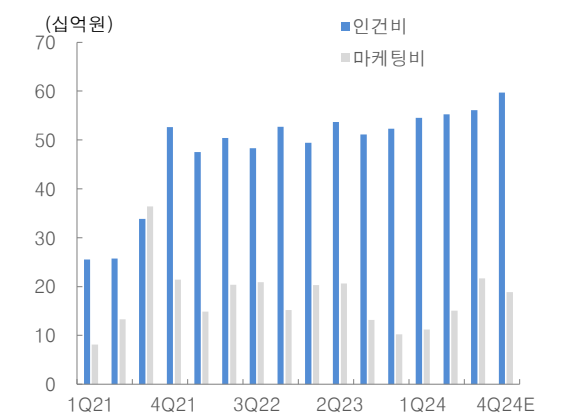
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

오딘 매출 비중 추이 추정



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,148	1,024	1,145	1,199	1,238
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,148	1,024	1,145	1,199	1,238
판매비와관리비	972	950	1,048	1,109	1,154
영업이익	176	75	96	90	84
영업외수익	153	73	84	75	68
EBITDA	269	156	171	160	149
영업외손익	-371	-440	-17	-18	-18
관계기업손익	-31	-21	3	3	3
금융수익	30	39	34	35	35
외환보통이익	2	2	2	2	2
금융비용	-247	-43	-62	-65	-65
외환보통손실	4	2	2	2	2
기타	-123	-415	8	9	9
법인세비용차감전순이익	-195	-365	79	72	66
법인세비용	-1	43	-23	-16	-15
계속사업순이익	-196	-322	56	56	52
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-196	-322	56	56	52
당기순이익률	-17.1	-31.4	4.9	4.7	4.2
비자비자분순이익	38	-77	2	2	2
자비자분순이익	-234	-245	54	54	50
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-21	-21	-21	-21	-21
포괄순이익	-405	-531	-153	-153	-157
비자비자분포괄이익	37	-127	-6	-6	-6
자비자분포괄이익	-442	-404	-147	-147	-151

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-2,929	-2,968	651	656	601
PER	NA	NA	60.9	60.5	66.0
BPS	21,078	17,436	18,082	18,738	19,339
PBR	2.1	2.3	1.2	1.2	1.2
EBITDAPS	3,373	1,893	2,078	1,935	1,807
EV/EBITDA	166	27.1	15.8	16.5	17.1
SPS	14,386	12,427	13,884	14,546	15,016
PSR	3.1	3.2	1.6	1.5	1.5
CFPS	3,662	1,218	6,236	6,084	5,956
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	13.4	-10.8	11.8	4.8	3.2
영업이익 증감률	57.1	-57.6	29.2	-6.6	-6.7
순이익 증감률	적전	적지	흑전	0.6	-8.3
수익성					
ROIC	8.0	3.0	3.2	3.4	3.2
ROA	4.3	1.8	2.1	1.7	1.4
ROE	-12.4	-15.7	3.7	3.6	3.2
안정성					
부채비율	92.3	140.4	170.8	199.3	226.8
순차입금비율	23.3	35.6	29.7	24.2	19.6
이자보상비율	11.6	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 카이모기업즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,057	1,510	2,234	2,952	3,660
현금및현금성자산	627	1,094	1,810	2,524	3,230
매출채권 및 기타채권	85	74	82	85	88
재고자산	123	123	123	123	123
기타유동자산	223	219	219	219	219
비유동자산	2,817	2,746	2,705	2,670	2,640
유형자산	93	90	89	88	87
관계기업투자지급	219	206	218	229	241
기타비유동자산	2,505	2,449	2,399	2,353	2,311
자산총계	3,874	4,256	4,939	5,622	6,300
유동부채	267	283	302	320	338
매입채무 및 기타채무	86	85	86	87	88
차입금	22	40	57	74	92
유형상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	158	158	158	158	158
비유동부채	1,592	2,203	2,813	3,424	4,034
차입금	609	1,220	1,830	2,441	3,051
전환증권	461	461	461	461	461
기타비유동부채	522	522	522	522	522
부채총계	1,859	2,485	3,115	3,744	4,372
자비자분	1,682	1,437	1,491	1,545	1,594
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,133	1,133	1,133	1,133	1,133
이익잉여금	507	262	316	370	420
기타자비자분	33	33	33	33	33
비자비자분	333	333	333	333	333
자본총계	2,015	1,770	1,824	1,878	1,928
순차입금	469	630	542	455	377

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	134	111	447	445	436
당기순이익	0	-322	56	56	52
비현금성항목의기감	488	422	458	445	439
감가상각비	93	81	75	70	65
외환손익	0	-4	-4	-4	-4
자본법평가손익	31	21	-3	-3	-3
기타	364	324	390	383	382
자산부채의증감	-80	-33	-44	-41	-41
기타현금흐름	-274	44	-23	-15	-14
투자활동 현금흐름	-964	-816	-840	-841	-841
투자자산	-78	12	-12	-12	-12
유형자산	-23	-23	-23	-23	-23
기타	-863	-806	-806	-806	-806
재무활동 현금흐름	644	448	448	448	448
단기차입금	17	17	17	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	611	611	611	611	611
유상증자	245	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-229	-179	-180	-180	-180
현금의증감	-182	467	716	714	706
기초 현금	809	627	1,094	1,810	2,524
기말 현금	627	1,094	1,810	2,524	3,230
NOPLAT	177	66	68	70	65
FCF	254	124	119	116	107

[Compliance Notice]

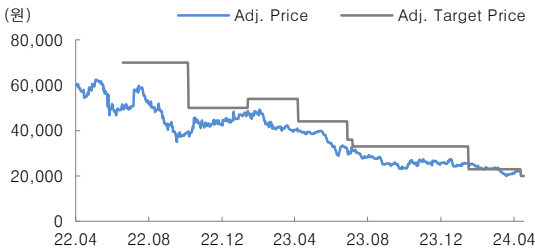
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.05.09	24.02.12	24.02.03	23.08.03	23.07.25	23.05.16
투자의견	Marketperform	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Buy	Buy
목표주가	20,000	23,000	33,000	33,000	36,000	44,000
과다율(평균%)		(0.64)	(22.50)	(20.40)	(14.03)	(17.80)
과다율(최대/최소%)		(13.04)	(21.67)	(4.24)	(8.75)	(9.43)
제시일자	23.05.11	23.05.04	23.02.09	22.11.02	22.08.04	22.07.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	44,000	44,000	54,000	50,000	70,000	70,000
과다율(평균%)	(10.78)	(10.38)	(20.01)	(12.10)	(31.98)	(27.11)
과다율(최대/최소%)	(10.23)	(10.23)	(8.98)	(3.50)	(14.57)	(17.29)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240506)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	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