

카카오게임즈 (293490)

25년 대작들에 대한 정보 공개 필요

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(하향): 21,000원

현재 주가(10/21)	17,440 원
상승여력	▲20.4%
시가총액	14,417 억원
발행주식수	82,667 천주
52 주 최고가 / 최저가	27,300 / 16,420 원
90 일 일평균 거래대금	38.6 억원
외국인 지분율	11.8%

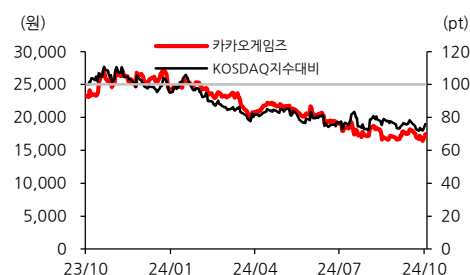
주주 구성	
카카오 (외 18 인)	53.3%
자사주신탁 (외 1 인)	0.9%
카카오게임즈우리스주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.9	-9.0	-16.0	-25.0
상대수익률(KOSDAQ)	3.4	-0.7	-6.2	-23.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,148	1,025	831	856
영업이익	176	75	4	51
EBITDA	269	171	91	146
순이익	-234	-229	37	76
EPS(원)	-2,839	-2,772	453	927
순차입금	492	521	461	328
PER	-15.7	-9.3	38.5	18.8
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.5	15.6	20.9	12.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-12.4	-14.9	2.6	5.1

주가 추이



동사의 3Q24 영업이익은 수익성이 높았던 세나테크놀로지 매각과 기존 게임 매출 하락세로 인해 적자전환한 것으로 추정합니다. 내년 대작에 대한 영상 공개, 일정 등 기대하지 않았던 정보들이 공개될 때, 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 예상합니다.

3Q24 영업이익은 세나테크놀로지 매각으로 적자전환 추정

동사의 3Q24 매출액은 1691억 원, 영업이익은 -84억 원으로 적자전환을 추정한다. 9월말 세나테크놀로지가 매각되면서 관련 실적이 3분기부터 제외된다. 세나테크놀로지의 올해 상반기 영업이익은 144억 원으로 이익 기여가 본업보다 컸던 자회사였다. PC 매출액은 배그 업데이트 효과로 QoQ 8% 증가, 모바일 매출액은 QoQ 10% 감소한 것으로 추정한다. 오딘의 3주년 업데이트 및 아키에이지워 글로벌 출시로 인해 기존 모바일 매출의 하락세를 일부 방어한 것으로 파악한다. 인건비는 자회사 인력 감소로 QoQ 3% 감소, 마케팅비는 신작이 부재했지만 아키에이지워 글로벌 오픈으로 QoQ 4% 늘어난 것으로 추정한다.

무조건 PC/콘솔 성과가 있어야

우리는 동사의 4분기 영업이익으로 -27억 원(YoY 적자전환)을 전망하며 의미있는 이익 반등은 내년에 나타날 가능성이 높다고 본다. PC와 콘솔 플랫폼으로의 확장에 대한 가능성이 입증될 때 실적 개선과 추가적인 가치를 부여할 수 있다. 우리는 내년 상반기 이벤트들을 주목한다. 연말 PoE2를 시작으로 내년 크로노오디세이, 아키에이지 크로니클 출시가 예정되어 있다. 과거 동사의 hit ratio는 높은편이라 판단하며 신작에 대한 기대치가 높지 않다는 점도 긍정적이다.

목표주가 2만 1천 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 2만 1천 원으로 하향한다. 올해와 내년 영업이익 전망치를 각각 22%, 15% 하향했다. 최근 크게 하락한 주가는 MMORPG 시장 경쟁 심화로 인한 수익성 하락세에 대한 우려가 대부분 반영되었다고 판단한다. 이제 PC/콘솔 시장에서의 역량 확인만이 과제로 남았다. 내년 대작에 대한 영상 공개, 일정 등 기대하지 않았던 정보들이 공개되면서 주가 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다.

[표1] 카카오게임즈의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	249.2	271.1	264.7	240.1	246.3	235.6	168.8	180.1	1,148	1,025	831	856
YoY(%)	(6.5)	(20.0)	(13.7)	1.9	(1.2)	(13.1)	(36.2)	(25.0)	13.4	(10.7)	(19.0)	3.0
모바일	153.6	171.9	183.8	157.1	161.3	134.5	121.4	133.4	739	666	551	648
PC	14.1	11.9	11.5	13.2	15.6	16.3	17.7	18.5	54	51	68	91
기타	81.5	87.3	69.4	68.9	69.4	84.8	29.7	28.2	355	307	212	116
YoY(%)												
모바일	(13.3)	(19.3)	(6.7)	3.6	5.0	(21.8)	(33.9)	(15.1)	(2.1)	(9.8)	(17.4)	17.7
PC	(3.4)	(20.5)	(13.5)	21.9	10.5	37.3	53.1	40.8	(49.9)	(5.6)	34.3	33.6
기타	9.3	(21.2)	(28.2)	(5.8)	(14.8)	(2.9)	(57.2)	(59.1)	136.0	(13.5)	(30.9)	(45.1)
영업비용	238	245	242	226	234	233	177	183	972	951	827	805
YoY(%)	6.0	(5.1)	(8.0)	(0.3)	(1.6)	(4.8)	(26.8)	(19.1)	7.9	(2.2)	(13.0)	(2.7)
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	54.5	52.0	50.3	49.8	199	206	207	199
지급수수료	92.4	92.0	104.3	92.2	103.0	94.2	62.9	66.8	379	381	327	317
광고선전비	20.3	20.6	13.2	10.2	11.2	12.2	12.7	12.6	71	64	49	51
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	12.3	2.8	(8.6)	(2.7)	175.8	74.5	3.8	50.8
YoY(%)	(73.1)	(67.3)	(48.4)	57.8	8.1	(89.4)	(138.0)	(118.9)	57.1	(57.6)	(94.9)	1,230
영업이익률(%)	4.6	9.8	8.5	5.9	5.0	1.2	(5.1)	(1.5)	15.3	7.3	0.5	5.9
당기순이익	4.2	8.7	3.7	(339.0)	4.3	(11.7)	46.3	(0.7)	(164)	(322)	34.3	75.9
YoY(%)	(85)	(86)	(67)	적지	0.1	적전	1,150	흑전	적전	적지	흑전	121.4
순이익률(%)	1.7	3.2	1.4	(141.2)	1.7	(5.0)	27.4	(0.4)	(14.3)	(31.5)	4.1	8.9

자료: 카카오게임즈, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,012	1,148	1,025	831	856
매출총이익	-	-	-	-	-
영업이익	112	176	75	4	51
EBITDA	155	269	171	91	146
순이자손익	0	2	-14	10	21
외화관련손익	1	4	1	0	0
지분법손익	677	-142	2	0	0
세전계속사업손익	722	-195	-365	-12	86
당기순이익	520	-196	-322	34	76
지배주주순이익	529	-234	-229	37	76
증가율(%)					
매출액	n/a	13.4	-10.7	-19.0	3.0
영업이익	n/a	57.1	-57.6	-94.9	1,229.9
EBITDA	n/a	73.4	-36.6	-46.7	60.6
순이익	n/a	적전	적지	흑전	121.4
이익률(%)					
매출총이익률	-	-	-	-	-
영업이익률	11.1	15.3	7.3	0.5	5.9
EBITDA 이익률	15.3	23.4	16.6	10.9	17.1
세전이익률	71.3	-17.0	-35.6	-1.4	10.0
순이익률	51.4	-17.1	-31.5	4.1	8.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	228	134	125	127	172
당기순이익	520	-196	-322	34	76
자산상각비	43	93	96	87	95
운전자본증감	57	-80	5	16	-9
매출채권 감소(증가)	79	7	-42	10	-18
재고자산 감소(증가)	-11	-63	41	27	-14
매입채무 증가(감소)	-21	15	28	-6	21
투자현금흐름	-804	-964	-54	40	-42
유형자산처분(취득)	-11	-23	-27	-14	-23
무형자산 감소(증가)	-15	7	-8	-1	-6
투자자산 감소(증가)	-135	-119	43	69	-3
재무현금흐름	818	644	-44	-50	0
차입금의 증가(감소)	478	612	-38	-52	0
자본의 증가(감소)	218	158	4	3	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	-31	292	228	129	182
(-)운전자본증가(감소)	-546	628	-33	-39	9
(-)설비투자	11	24	28	14	23
(+)자산매각	-15	8	-7	-1	-6
Free Cash Flow	489	-352	226	153	143
(-)기타투자	1,133	281	90	37	10
잉여현금	-644	-633	136	116	133
NOPLAT	81	127	54	3	45
(+) Dep	43	93	96	87	95
(-)운전자본투자	-546	628	-33	-39	9
(-)Capex	11	24	28	14	23
OpFCF	659	-431	156	114	108

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,151	1,057	1,021	1,038	1,207
현금성자산	933	802	792	843	976
매출채권	102	85	104	71	90
재고자산	60	123	80	55	69
비유동자산	3,154	2,817	2,450	2,491	2,434
투자자산	950	690	696	785	795
유형자산	75	93	116	108	95
무형자산	2,128	2,033	1,639	1,598	1,545
자산총계	4,305	3,874	3,471	3,529	3,642
유동부채	843	267	710	1,208	1,234
매입채무	663	86	97	80	101
유동성이자부채	54	69	506	998	998
비유동부채	1,042	1,592	1,135	655	666
비유동이자부채	615	1,225	807	306	306
부채총계	1,885	1,859	1,845	1,863	1,900
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,133	1,099	1,102	1,102
이익잉여금	741	507	277	314	390
자본조정	299	33	13	13	13
자기주식	-2	-51	-51	-51	-51
자본총계	2,420	2,015	1,626	1,666	1,742

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	6,825	-2,839	-2,772	453	927
BPS	27,129	20,435	16,947	17,399	18,316
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-402	3,550	2,765	1,566	2,198
ROA(%)	18.8	-5.7	-6.2	1.1	2.1
ROE(%)	34.1	-12.4	-14.9	2.6	5.1
ROIC(%)	10.0	7.4	2.9	0.2	2.9
Multiples(x, %)					
PER	13.3	-15.7	-9.3	38.5	18.8
PBR	3.4	2.2	1.5	1.0	1.0
PSR	7.0	3.2	2.1	1.7	1.7
PCR	-226.1	12.6	9.3	11.1	7.9
EV/EBITDA	43.7	15.5	15.6	20.9	12.1
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	77.9	92.3	113.5	111.8	109.1
Net debt/Equity	-10.9	24.4	32.0	27.7	18.8
Net debt/EBITDA	-170.1	183.0	305.3	507.4	224.5
유동비율	136.6	396.0	143.7	86.0	97.9
이자보상배율(배)	16.2	11.6	1.9	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	42.3	57.9	53.1	49.3	46.2
현금+투자자산	57.7	42.1	46.9	50.7	53.8
자본구조(%)					
차입금	21.7	39.1	44.7	43.9	42.8
자기자본	78.3	60.9	55.3	56.1	57.2

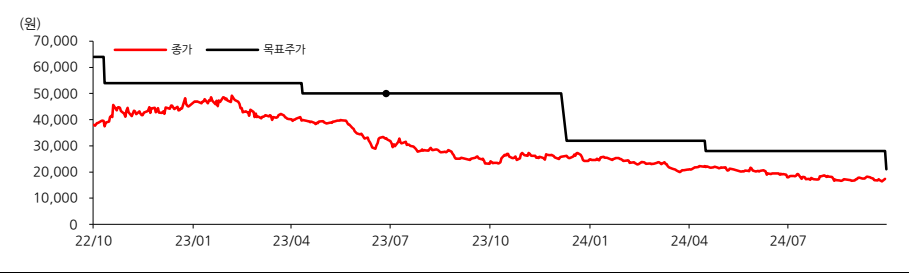
[Compliance Notice](공표일: 2024년 10월 22일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[카카오게임즈 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2022.11.03	2022.11.17	2023.02.09	2023.04.04	2023.05.04	2023.05.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	50,000	50,000
일 시	2023.07.07	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.09	2024.10.22	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	50,000	32,000	32,000	28,000	21,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.03	Buy	54,000	-19.18	-8.98
2023.05.04	Buy	50,000	-39.92	-20.20
2024.01.02	Buy	32,000	-26.00	-14.69
2024.05.09	Buy	28,000	-32.21	-20.89
2024.10.22	Buy	21,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%