

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

293490 · 게임

카카오게임즈

1H24 출시 신작에 거는 기대

(유지)

매수

목표주가

33,000원 ▼

상승여력

22.4%

현재주가(23/11/8)

26,950원

KOSDAQ	811.02	시가총액(십억원)	2,224	발행주식수(백만주)	83	외국인 보유비중(%)	12.4
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

3Q23 Review: 스포츠 부문 부진 지속

3분기 매출액 2,650억원(-14% YoY), 영업이익 230억원(-48% YoY)으로 컨센서스를 각 7%, 23% 하회하는 실적을 기록했다. 실적 부진은 스포츠 부문 매출의 급격한 감소세에 기인한다. 카카오VX와 세나테크 놀로지로 이루어진 기타 부문 매출이 690억원을 기록하며 YoY 28% 역성장했다. 기존작 매출의 하향 안정화가 이어진 모바일 게임 매출도 1,840억원(-7% YoY)을 기록하며 YoY 역성장세가 이어졌다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 21% 하향

24F 실적 조정으로 목표주가를 33,000원으로 하향한다. 신작 흥행에도 불구하고 이어지고 있는 주가 약세의 원인은 국내 한정 스토리였기 때문이다. 글로벌과 달리 국내는 하반기에도 역성장을 이어가고 있다. 모멘텀이 다시 발생하기 위해서는 1H24 예정 글로벌 신작들의 대규모 흥행이 필요하다고 판단한다.

Key data

Price performance



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

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,012	1,148	1,004	1,285	1,465
영업이익 (십억원)	112	176	67	174	264
영업이익률 (%)	11.1	15.3	6.7	13.5	18.0
순이익 (십억원)	529	-234	8	114	184
EPS (원)	7,061	-2,929	95	1,376	2,233
ROE (%)	34.1	-12.4	0.5	6.5	9.7
P/E (배)	12.9	-	283.5	19.6	12.1
P/B (배)	3.4	2.1	1.3	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

3Q23 Review: 스포츠 부문 부진 지속

3분기 매출액 2,650억원(-14% YoY), 영업이익 230억원(-48% YoY)으로 컨센서스를 각 7%, 23% 하회하는 실적을 기록했다. 실적 부진은 스포츠 부문 매출의 급격한 감소세에 기인한다. 카카오VX와 세나테크놀로지로 이루어진 기타 부문 매출이 690억원을 기록하며 YoY 28% 역성장했다. 기존작 매출의 하향 안정화가 이어진 모바일 게임 매출도 1,840억원(-7% YoY)을 기록하며 YoY 역성장세가 이어졌다.

타라인 부진 속에서도 비용 효율화는 돋보였다. 3분기 영업비용은 2,420억원으로 YoY 8%, QoQ 1% 감소했는데 이는 인건비와 마케팅비 효율화 작업에 따른 영향이다. 타이트한 인력채용 기조가 이어짐에 따라 인건비(510억원)가 QoQ 5% 감소했다. 마케팅비(130억원)는 전략적인 타겟 마케팅 효과로 QoQ 36% 감소했다.

24년 이후 신작 스토리 기대

4분기는 신작 공백기지만 1H24부터 기존작들의 글로벌 진출과 신작 출시가 이어질 전망이다. 오딘(자체개발, 라이온하트)의 북미/유럽, 에버소울(퍼블리싱, 나인아크)의 일본, 아키에이지워(자체개발, 엑스엘게임즈)의 아시아 진출 등이 예정되어 있다.

3종의 신작 출시도 상반기 예정되어 있다. 대규모 경쟁 중심의 정통 하드코어 MMORPG 신작 R.O.M(퍼블리싱, 레드랩게임즈)과 중세 판타지 세계관 배경의 횡스크롤 방식 격투 게임 가디스오더가 글로벌 출시를 앞두고 있다. 오딘을 개발한 자회사 라이온하트에서도 로그라이크 신작 프로젝트V를 준비 중인 상황이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 21% 하향

24F 실적 조정으로 목표주가를 33,000원으로 하향 조정한다. 스포츠 부문 부진 장기화와 가디스오더, 오딘 북미/유럽, 에버소울 일본 등 전반적인 신작 지연을 반영해 24F 매출액과 영업이익을 각 13%, 30% 하향한다.

신작 흥행에도 불구하고 올해 이어지고 있는 주가 약세의 원인은 국내 한정 스토리였기 때문이다. 글로벌 시장이 하반기 이후 회복세를 보이고 있는 것과 달리 국내는 여전히 하반기에도 역성장을 이어가고 있다. 동사의 모멘텀이 다시 발생하기 위해서는 1H24 출격 대기 중인 글로벌 신작들의 대규모 흥행이 필요하다고 판단한다.

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	249	271	265	219	238	322	360	365	1,012	1,148	1,004	1,285
(% YoY)	-6.5%	-20.0%	-13.7%	-7.1%	-4.4%	18.6%	36.1%	66.7%	104.3%	13.4%	-12.5%	28.0%
모바일	154	172	184	147	150	224	274	283	755	739	656	931
PC	14	12	12	12	12	13	16	19	107	54	49	59
기타	81	87	69	60	77	84	71	63	150	355	298	295
영업비용	238	245	242	212	227	276	301	307	901	972	937	1,111
인건비	49	54	51	51	52	52	53	53	131	199	206	211
지급수수료	92	92	104	90	93	133	165	174	549	379	379	566
마케팅비	20	21	13	11	13	14	16	18	79	71	65	61
기타	76	78	74	60	70	76	67	62	141	322	288	274
영업이익	11	26	23	6	11	46	59	58	112	176	67	174
(% YoY)	-73.1%	-67.3%	-48.4%	-28.3%	-4.2%	73.4%	161.1%	802.3%	68.2%	57.1%	-62.0%	160.0%
영업이익률	4.6%	9.8%	8.5%	2.9%	4.6%	14.3%	16.3%	15.9%	11.1%	15.3%	6.7%	13.5%
지배주주순이익	2	3	3	-1	1	31	41	41	529	-234	8	114
순이익률	0.9%	1.2%	1.1%	-0.3%	0.6%	9.6%	11.3%	11.1%	52.2%	-20.4%	0.8%	8.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,169	1,470	1,004	1,285	-14%	-13%	1,099	1,320	-9%	-3%	스포츠 부문 매출 하향 신작 지연 반영
영업이익	128	248	67	174	-48%	-30%	98	167	-32%	4%	
지배주주순이익	47	145	8	114	-83%	-21%	47	113	-83%	0%	
영업이익률	10.9%	16.9%	6.7%	13.5%	-	-	8.9%	12.7%	-	-	
순이익률	4.0%	9.8%	0.8%	8.8%	-	-	4.3%	8.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q23 실적 비교

(십억원)	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	265	285	-7%	286	-7%
영업이익	23	31	-27%	30	-23%
지배주주순이익	3	11	-73%	16	-81%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	114	
Target P/E (배)	24.4	CyberAgent 2021년 P/E 평균
목표 시가총액 (십억원)	2,770	
주식 수 (천주)	83,960	CB 물량 240만주 전환 가정(콜옵션 제외 물량 480만주)
목표주가 (원)	33,000	
현재주가 (원)	26,950	
상승여력	22.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,148	1,004	1,285	1,465
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,148	1,004	1,285	1,465
판매비와관리비	972	937	1,111	1,200
조정영업이익	176	67	174	264
영업이익	176	67	174	264
비영업손익	-371	-30	-14	-13
금융손익	1	-3	-1	3
관계기업등 투자손익	-31	-16	-1	-1
세전계속사업손익	-195	37	160	251
계속사업법인세비용	1	18	32	50
계속사업이익	-196	18	128	201
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-196	18	128	201
지배주주	-234	8	114	184
비지배주주	38	10	14	16
총포괄이익	-405	18	128	201
지배주주	-442	20	140	219
비지배주주	37	-2	-12	-18
EBITDA	269	153	260	352
FCF	110	136	216	294
EBITDA 마진율 (%)	23.4	15.2	20.2	24.0
영업이익률 (%)	15.3	6.7	13.5	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-20.4	0.8	8.9	12.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,057	1,155	1,322	1,553
현금 및 현금성자산	627	768	926	1,148
매출채권 및 기타채권	82	82	86	90
재고자산	123	99	101	103
기타유동자산	225	206	209	212
비유동자산	2,817	2,775	2,775	2,789
관계기업투자등	219	206	210	214
유형자산	93	92	92	92
무형자산	2,033	2,003	1,998	2,007
자산총계	3,874	3,929	4,097	4,342
유동부채	267	285	304	327
매입채무 및 기타채무	66	73	80	91
단기금융부채	69	74	79	84
기타유동부채	132	138	145	152
비유동부채	1,592	1,611	1,632	1,653
장기금융부채	1,225	1,225	1,225	1,225
기타비유동부채	367	386	407	428
부채총계	1,859	1,896	1,936	1,981
지배주주지분	1,682	1,689	1,803	1,988
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	1,133	1,133	1,133	1,133
이익잉여금	507	515	628	813
비지배주주지분	333	344	358	374
자본총계	2,015	2,033	2,161	2,362

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	134	161	242	321
당기순이익	-196	18	128	201
비현금수익비용가감	488	108	118	135
유형자산감가상각비	30	26	26	27
무형자산상각비	64	60	60	61
기타	394	22	32	47
영업활동으로인한자산및부채의변동	-80	56	28	33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	7	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	-63	25	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	15	2	2	2
법인세납부	-81	-18	-32	-50
투자활동으로 인한 현금흐름	-964	-41	-85	-101
유형자산처분(취득)	-23	-25	-26	-27
무형자산감소(증가)	7	-30	-55	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-66	14	-4	-4
기타투자활동	-882	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	644	5	5	6
장단기금융부채의 증가(감소)	625	5	5	6
자본의 증가(감소)	80	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-61	0	0	0
현금의 증가	-182	141	158	222
기초현금	809	627	768	926
기말현금	627	768	926	1,148

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

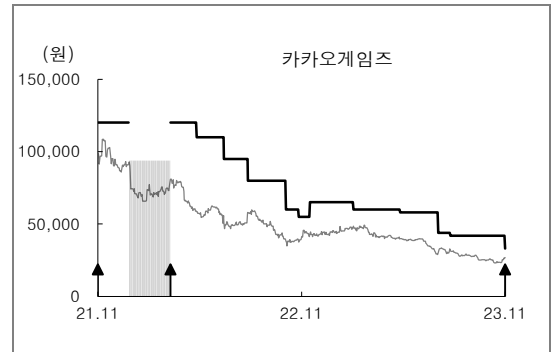
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	283.5	19.6	12.1
P/CF (x)	12.2	17.6	9.0	6.6
P/B (x)	2.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	16.7	19.0	10.7	7.3
EPS (원)	-2,929	95	1,376	2,233
CFPS (원)	3,662	1,531	2,985	4,061
BPS (원)	21,055	21,093	22,469	24,702
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	13.4	-12.5	28.0	14.0
EBITDA증가율 (%)	73.4	-43.0	69.2	35.5
조정영업이익증가율 (%)	57.1	-62.0	160.0	52.3
EPS증가율 (%)	-	-	1,346.9	62.3
매출채권 회전율 (회)	14.2	14.0	17.5	19.6
재고자산 회전율 (회)	12.5	9.0	12.9	14.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-4.8	0.5	3.2	4.8
ROE (%)	-12.4	0.5	6.5	9.7
ROIC (%)	8.6	2.1	6.8	10.0
부채비율 (%)	92.3	93.3	89.6	83.9
유동비율 (%)	396.0	405.3	434.7	474.3
순차입금/자기자본 (%)	24.4	17.3	9.1	-1.0
조정영업이익/금융비용 (x)	11.6	3.3	8.7	13.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오게임즈 (293490)				
2023.11.09	매수	33,000	-	-
2023.08.02	매수	42,000	-36.14	-24.76
2023.07.11	매수	44,000	-27.49	-23.98
2023.05.04	매수	58,000	-36.15	-31.29
2023.02.09	매수	60,000	-28.01	-18.08
2022.11.23	매수	65,000	-31.60	-25.77
2022.11.03	매수	55,000	-22.80	-17.09
2022.10.11	매수	60,000	-36.43	-34.00
2022.08.04	매수	80,000	-37.56	-25.25
2022.06.22	매수	95,000	-47.25	-39.05
2022.05.04	매수	110,000	-47.13	-43.18
2022.03.18	매수	120,000	-41.41	-32.92
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2021.11.04	매수	120,000	-20.83	-9.42

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오게임즈 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.