

# 카카오게임즈

## 293490

Nov 9, 2023

Buy

유지

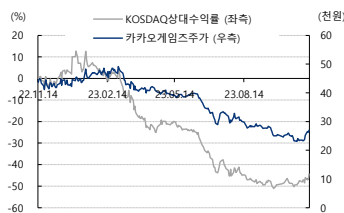
TP 30,000 원

유지

## Company Data

현재가(11/08)	26,950 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	49,150 원
52 주 최저가(보통주)	23,100 원
KOSPI (11/08)	2,421.62p
KOSDAQ (11/08)	811.02p
자본금	82 억원
시가총액	22,237 억원
발행주식수(보통주)	8,251 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	35.3 만주
평균거래대금(60 일)	88 억원
외국인지분(보통주)	12.39%
주요주주	
카카오 외 16 인	49.74%

## Price &amp; Relative Performance



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

## 힘을 빼는 4분기

## 3Q23 Review: 매출 &amp; 영업이익 컨센서스 하회

3Q23 매출은 2,647억원(YoY -13.7%), 영업이익은 226억원(YoY -48.4%) 기록하며 시장 예상치(매출 2,861억원, 영업이익 295억원) 하회. 1,953억원(YoY -7.1%, QoQ +6.3%)을 기록한 게임 매출 중 '아키에이지 워'의 매출 하향이 '아레스'의 매출 반영으로 상쇄되고, '오딘'은 경쟁작 출시에도 2주년 업데이트를 통해 유저 지표 반등을 보이며 모바일 게임 매출은 1,838억원(YoY -6.7%, QoQ +6.9%)을 기록. 한편 PC 게임 매출은 서비스 타이틀 수 축소되면서 115억원(YoY -13.5%, QoQ -3.0%)로 감소 지속. 기타 매출은 경기침체 장기화 등 매크로 영향 지속되며 694억원 기록(YoY -28.2%, QoQ -20.5%).

영업비용 중 지급수수료는 퍼블리싱 매출 비중 증가에 따른 개발사 수수료 증가 영향을 받으며 게임 매출의 QoQ 증가보다 크게 증가한 1,043억원(YoY -5.8%, QoQ +13.3%)을 기록, 인건비는 인력 채용 통제 기조로 카카오게임즈 연결 기준 전사인원수가 QoQ -2% 감소하며 511억원(YoY +5.7%, QoQ -4.8%) 기록. 마케팅비는 아레스, 다크게이머 등 신작 출시에도 전략적 타겟마케팅으로 132억원(YoY -36.8%, 매출 대비 5.0%).

## 투자의견 Buy &amp; 목표주가 30,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 30,000원 유지. 기대작인 '가디스오더' 출시 시기 지연(2Q24 예상)과 기존작 하향 지속으로 4분기는 매출과 영업이익 모두 QoQ 감소할 것으로 예상. 1Q24까지는 유의미한 실적 반등이 어려울 것으로 보이지만 상반기 내 'R.O.M'(레드랩게임즈), '가디스오더'(로드컴플릿) 등 카카오게임즈의 투자 개발사들이 개발한 게임을 출시하면서 반등할 수 있을 것으로 전망. 2024년은 모바일 라인업을 통한 수익성 확보, 그 이후는 아키에이지2 (2024년 내 CBT 목표, 자회사 엑스엘게임즈 개발), 검술명가 막내아들 IP 기반 게임(헌팅 액션 RPG, 자회사 오션드라이브 개발), 프로젝트 S(루트슈터, 자회사 라이온하트 스튜디오 개발) 등 PC/콘솔 라인업의 글로벌 출시가 예정. 아키에이지, 검술명가 막내아들의 IP는 글로벌 인지도가 높으며, 게임성의 확인이 필요한 상황으로 판단.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,012	1,148	1,019	1,237	1,448
YoY(%)	104.3	13.4	-11.2	21.3	17.1
영업이익(십억원)	112	176	70	129	189
OP 마진(%)	11.1	15.3	6.9	10.4	13.1
순이익(십억원)	520	-196	47	106	156
EPS(원)	7,061	-2,929	484	1,282	1,887
YoY(%)	412.0	적전	흑전	164.7	47.2
PER(배)	12.9	-15.2	55.7	21.0	14.3
PCR(배)	-300.6	14.0	6.4	5.8	5.3
PBR(배)	3.4	2.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	45.3	16.5	20.6	15.1	11.3
ROE(%)	34.1	-12.4	2.3	6.0	8.2



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

[도표 1] 카카오게임즈 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	271.1	264.7	234.4	495.4	1,012.4	1,147.7	1,019.4	1,237.0
성장률(YoY %)	104.7%	161.6%	-34.2%	-17.8%	-6.4%	-20.0%	-13.8%	-0.6%	26.7%	104.4%	13.4%	-11.2%	21.4%
모바일	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	171.9	183.8	155.9	248.8	754.9	739.0	665.5	880.6
PC	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.9	11.5	11.2	183.9	107.1	53.7	48.7	60.2
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	87.3	69.4	67.3	62.7	150.4	355.1	305.2	296.2
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	244.6	242.1	223.7	429.0	898.1	972.0	948.2	1,108.3
인건비	47.5	50.4	48.3	52.7	49.4	53.7	51.1	53.9	92.2	129.1	198.9	208.1	212.9
지급수수료	89.3	94.5	110.7	84.9	92.4	92.7	104.3	88.6	242.7	548.6	379.4	378.0	496.3
마케팅비	14.9	20.4	20.9	15.2	20.3	20.6	13.2	9.4	31.1	79.2	71.4	63.5	88.6
상각비	20.1	21.1	21.5	20.8	21.1	21.5	21.7	21.8	-	25.3	83.5	86.1	98.7
기타	52.5	71.4	61.7	53.1	54.6	56.8	51.9	50.0	63.0	115.9	238.7	213.3	211.8
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	26.5	22.6	10.7	66.4	114.3	175.7	71.2	128.8
성장률(YoY %)	169.9%	900.0%	2.3%	-81.2%	-73.2%	-67.3%	-48.3%	19.2%	90.0%	72.1%	53.7%	-59.5%	80.8%
OPM(%)	15.8%	23.9%	14.2%	3.8%	4.5%	9.8%	8.5%	4.6%	13.4%	11.3%	15.3%	7.0%	10.4%
순이익	28.3	64.0	11.3	-299.7	4.2	8.7	3.7	31.4	67.5	520.1	196.1	48.0	105.8
NPM(%)	10.6%	18.9%	3.7%	-127.1%	1.7%	3.2%	1.4%	13.4%	13.6%	51.4%	-17.1%	4.7%	8.6%

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 카카오게임즈 신작 출시 일정

시기	게임명	장르	지역	플랫폼	자체/퍼블리싱
1H24	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	북미/유럽	PC/모바일	자체개발(라이온하트)
	R.O.M	MMORPG	글로벌	PC/모바일	퍼블리싱(레드랩게임즈)
	에버소울	수집형 RPG	일본	모바일	퍼블리싱(나인아크)
	아키에이지워	MMORPG	대만/일본 외	PC/모바일	자체개발(엑스엘게임즈)
	가디스오더	액션 RPG	글로벌	모바일	퍼블리싱(로드컴플릿)
	Project V (1H24 출시)	로그라이크 캐주얼 RPG	글로벌	모바일	라이온하트 스튜디오 개발
	패스 오브 엑자일 2	핵 앤 슬래시 액션 RPG	국내 퍼블리싱	PC/콘솔	퍼블리싱(Grinding GEAR Games)

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 주요 개발 자회사/지분투자가 제작중인 게임

구분	게임명	장르	지역	플랫폼	개발사
개발 자회사	Project V (1H24 출시)	로그라이크 캐주얼 RPG	글로벌	모바일	라이온하트 스튜디오
	Project S	루트슈터	글로벌	PC/콘솔	라이온하트 스튜디오
	아키에이지2 (2024년 CBT)	MMORPG	글로벌	PC/콘솔	엑스엘게임즈
	검술명가 막내아들 IP 게임	헌팅 액션 RPG	글로벌	PC/콘솔	오션드라이브
지분투자사	스툼게이트	실시간 전략 시뮬레이션	글로벌	PC/콘솔	프로스트 자이언트

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

## 카카오게임즈 [293490]

힘을 빼는 4분기

### [카카오게임즈 293490]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,012	1,148	1,019	1,237	1,448
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,012	1,148	1,019	1,237	1,448
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	901	972	949	1,108	1,260
영업이익	112	176	70	129	189
영업이익률 (%)	11.1	15.3	6.9	10.4	13.0
EBITDA	155	269	141	186	238
EBITDA Margin (%)	15.3	23.4	13.8	15.1	16.4
영업외손익	610	-371	-2	-2	-2
관계기업손익	13	-31	-29	-29	-29
금융수익	18	30	39	39	39
금융비용	-65	-247	-41	-41	-41
기타	644	-123	29	29	29
법인세비용차감전순이익	722	-195	68	127	187
법인세비용	202	1	21	21	31
계속사업순이익	520	-196	47	106	156
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	520	-196	47	106	156
당기순이익률 (%)	51.4	-17.1	4.6	8.5	10.7
비지배지분순이익	-9	38	7	0	0
지배지분순이익	529	-234	40	106	156
지배순이익률 (%)	52.2	-20.4	3.9	8.5	10.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	218	-209	-23	-23	-23
포괄순이익	738	-405	24	82	132
비지배지분포괄이익	-8	37	-2	-8	-12
지배지분포괄이익	747	-442	26	90	144

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	228	134	490	483	526
당기순이익	0	0	47	106	156
비현금항목의 가감	-551	488	481	468	469
감가상각비	20	30	15	7	4
외환손익	-2	0	-4	-4	-4
자본법평가손익	-13	31	29	29	29
기타	-557	427	441	436	440
자산부채의 증감	57	-80	-19	-72	-71
기타현금흐름	722	-274	-18	-18	-27
투자활동 현금흐름	-804	-964	-898	-927	-968
투자자산	-244	-68	-9	-9	-9
유형자산	-11	-24	0	0	0
기타	-549	-872	-889	-919	-960
재무활동 현금흐름	818	644	-99	-99	-99
단기차입금	-2	17	17	17	17
사채	496	0	0	0	0
장기차입금	-6	611	15	15	15
자본의 증가(감소)	209	197	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	121	-180	-131	-131	-131
현금의 증감	241	-182	63	44	57
기초 현금	567	809	627	689	734
기말 현금	809	627	689	734	790
NOPLAT	81	177	49	107	157
FCF	170	167	100	93	135

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,151	1,057	1,168	1,351	1,588
현금및현금성자산	809	627	689	734	790
매출채권 및 기타채권	102	85	78	94	109
재고자산	60	123	109	133	156
기타유동자산	180	223	290	391	533
비유동자산	3,154	2,817	2,786	2,768	2,758
유형자산	75	93	78	71	68
관계기업투자금	325	219	258	298	337
기타금융자산	468	271	271	271	271
기타비유동자산	2,286	2,234	2,179	2,128	2,082
자산총계	4,305	3,874	3,953	4,119	4,345
유동부채	843	267	281	299	318
매입채무 및 기타채무	663	86	84	88	91
차입금	5	22	40	57	74
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	175	158	156	155	153
비유동부채	1,042	1,592	1,610	1,630	1,651
차입금	1	609	624	639	653
사채	497	461	461	461	461
기타비유동부채	544	522	525	531	537
부채총계	1,885	1,859	1,891	1,929	1,970
지배지분	2,101	1,682	1,722	1,827	1,983
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,054	1,133	1,133	1,133	1,133
이익잉여금	741	507	547	653	808
기타자본변동	28	-29	-29	-29	-29
비지배지분	319	333	341	362	393
자본총계	2,420	2,015	2,063	2,189	2,376
총차입금	621	1,248	1,288	1,329	1,369

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	7,061	-2,929	484	1,282	1,887
PER	12.9	-15.2	55.7	21.0	14.3
BPS	27,129	20,435	20,886	22,168	24,055
PBR	3.4	2.2	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	2,073	3,373	1,705	2,261	2,887
EV/EBITDA	45.3	16.5	20.6	15.1	11.3
SPS	13,524	14,386	12,367	15,007	17,570
PSR	6.7	3.1	2.2	1.8	1.5
CFPS	2,265	2,089	1,208	1,124	1,641
DPS	0	0	0	0	0

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	104.3	13.4	-11.2	21.3	17.1
영업이익 증가율	68.2	57.1	-60.0	82.8	46.5
순이익 증가율	670.5	적전	흑전	124.2	47.2
수익성					
ROIC	9.1	9.4	2.3	5.2	7.7
ROA	18.8	-5.7	1.0	2.6	3.7
ROE	34.1	-12.4	2.3	6.0	8.2
안정성					
부채비율	77.9	92.3	91.7	88.1	82.9
순차입금비율	14.4	32.2	32.6	32.3	31.5
이자보상배율	16.2	11.6	4.5	8.1	11.6

카카오게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	60,000	(10.40)	(3.63)	2023.11.09	매수	30,000		
2022.08.04	매수	67,000	(37.87)	(12.04)					
2022.10.19	매수	53,000	(37.69)	(33.84)					
2022.11.03	매수	53,000	(21.71)	(9.84)					
2023.01.30	매수	53,000	(12.90)	(10.65)					
2023.02.09	매수	53,000	(17.49)	(7.26)					
2023.04.25	매수	53,000	(32.22)	(29.43)					
2023.05.04	매수	48,000	(30.35)	(20.30)					
2023.07.13	매수	40,000	(25.30)	(19.58)					
2023.08.03	매수	40,000	(44.17)	(26.58)					
2023.10.18	매수	30,000	(23.82)	(11.32)					

자료: 교보증권 리서치센터

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자 의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2%	2.9%	2.9%	0.0%

## 【 업종 투자 의견 】

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

## 【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10% 이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하