

2023. 5. 3



▲ 인터넷/게임

Analyst **이효진**
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**
02. 6454-4889
hara.kang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	40,000 원
현재주가 (5.2)	40,950 원
상승여력	-2.3%
KOSDAQ 시가총액	855.61pt / 33,754억원
발행주식수	8,244만주
유동주식비율	44.54%
외국인비중	12.11%
52주 최고/최저가	62,500원/34,950원
평균거래대금	242.2억원
주요주주(%)	
카카오 외 16 인	49.79

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	3.7	-30.6
상대주가	-2.7	-15.5	-26.8

주가그래프



카카오게임즈 293490

새로운 도전의 성과를 기다리며

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 113억원으로 기대치 하회
- ✓ <에버소울> 및 <아키에이지워> 일부 성과 반영되었으나 기존 게임 하락이 이를 상쇄
- ✓ 연중 기대 컸던 신작들의 재무적 성과에 대한 윤곽 드러나는 시점
- ✓ 해외 개발사 투자 통한 아시아 퍼블리싱 권한 확보 등 새로운 성장 동력 모색 중
- ✓ 신성장 동력 성과 전까지 실적/신작 모멘텀 다소 부족한 시기. Hold 투자 의견 유지

1분기 실적은 기대치 하회

1분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 2,492억원(-6.5% YoY)과 113억원(-73.1% YoY)으로 기대치를 하회했다. 모바일 게임 매출이 1,539억원으로 예상치(1,963억원)를 크게 하회한 점이 주요했다. 영업비용 내 특이사항은 발견되지 않았으나 관계기업 지분법 손실(84억원)이 발생하며 부진한 순이익을 기록했다.

1월 초 <에버소울> 출시 및 <아키에이지워>(3/21) 일부 성과가 반영되었으나 오딘 등 기존 게임 하락이 이를 상쇄하며 1분기 모바일 게임 매출은 전분기 대비 1.5% 증가하는데 그쳤다. 2분기 <아키에이지워>의 일평균 매출은 10억 남짓으로 예상된다. 동사는 오는 6월 <오딘>의 일본 출시를 준비 중이나 이보다는 4분기 북미/유럽 출시로 인한 재무적 성과가 클 것으로 기대한다.

모바일 퍼블리싱 마진을 방어해 줄 새로운 카드를 기다리며

동사의 적정주가를 45,000원에서 40,000원으로 하향한다. 이는 1) 2023년 실적을 하향 조정하였고, 2) 적정주가 산정 대상 기간을 기존 2023년에서 2H23-1H24로 변경한 데 따른다. 밸류에이션 톨은 기존과 동일(예상 순이익에서 라이온하트 조정 반영 EPS*상장 후 평균 PER인 27배)한 값을 적용했다. 연내 동사의 가장 높은 기대를 모았던 <아키에이지워> 성과에 대한 윤곽이 드러난 시점으로 2023년 동사의 연결 영업이익은 1,713억원으로 소폭의 감익이 예상된다. 과거 10%를 상회했던 퍼블리싱 마진은 7% 수준으로 하향 안정화되었다. 흐름을 변화시킬 수 있는 카드가 필요한 때다. 최근 동사는 해외 개발사 투자를 통해 아시아 퍼블리싱 우선 협상권을 확보하고 있다. 이를 통해 모바일 퍼블리싱 마진 하락을 방어하는 데 성공한다면 흐름을 변화시킬 수 있을 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,012.5	111.9	528.7	7,061	541.5	27,130	12.9	3.4	45.6	34.1	77.9
2022	1,147.7	175.8	-233.6	-2,929	적전	20,435	-15.2	2.2	16.6	-12.4	92.3
2023E	1,189.2	171.3	62.3	755	흑전	21,153	54.2	1.9	15.7	3.6	90.6
2024E	1,415.2	251.7	174.6	2,117	143.5	23,270	19.3	1.8	11.3	9.5	85.3
2025E	1,389.0	205.6	86.2	1,046	-46.8	24,316	39.2	1.7	12.8	4.4	80.4

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	249.2	266.4	-6.5	235.7	5.7	280.6	-11.2	275.3	-9.5
영업이익	11.3	42.1	-73.1	9.0	26.6	27.1	-58.2	20.9	-45.7
세전이익	2.7	34.2	-92.1	-372.3	흑전	22.3	-87.9	18.8	-85.6
지배순이익	2.2	13.6	-83.5	-295.4	흑전	14.3	-84.4	9.4	-76.3

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
1Q23	아키에이지워	PC, 모바일	엑스엘게임즈 (52.82%)	자회사 개발
1Q23	에버소울	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
2Q23	오딘 일본	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
3Q23	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	PC, 모바일	세컨드다이버 (19.93%)	퍼블리싱
3Q23	보라배틀(6-10종)	모바일(블록체인)	메타보라 (61.6%) 외	자회사 개발
3Q23	NFT 스포츠 팬덤 커뮤니티 PJ	모바일(블록체인)	카카오VX (65.19%)	자회사 개발
4Q23	가디스 오더 글로벌	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
4Q23	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
4Q23	오딘 북미/유럽	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
2024	프로젝트 S	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈 (52.82%)	자회사 개발
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표3 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	317.7	292.5	329.9	1,012.5	1,147.7	1,189.2	1,415.2
PC	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	14.1	14.3	14.7	107.1	53.7	57.2	170.2
모바일	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	196.2	185.3	242.1	754.9	738.9	777.6	869.2
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	107.3	92.8	73.1	150.5	355.1	354.4	375.9
% YoY												
매출	104.7	161.7	-34.2	-17.8	-6.5	-6.2	-4.7	40.0	104.3	13.4	3.6	19.0
PC	-71.4	-20.3	-25.6	-44.0	-3.4	-5.7	7.6	35.6	-41.7	-49.8	6.5	197.5
모바일	194.6	152.8	-52.0	-24.2	-13.2	-7.9	-5.9	59.6	203.3	-2.1	5.2	11.8
기타	294.2	319.0	155.9	8.6	8.9	-3.1	-3.9	-0.1	139.4	135.9	-0.2	6.0
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	256.8	252.3	271.0	900.6	971.9	1,017.9	1,163.6
% to sales	84.2	76.1	85.8	96.2	95.4	80.8	86.3	82.1	88.9	84.7	85.6	82.2
% YoY	95.8	112.4	-37.9	-6.0	6.0	-0.4	-4.1	19.5	109.9	7.9	4.7	14.3
인건비	47.5	50.4	48.3	52.6	49.4	49.7	51.9	53.6	131.5	198.9	204.7	225.4
지급수수료	89.3	94.5	110.7	84.9	92.4	101.9	99.7	122.5	548.6	379.4	416.6	500.2
마케팅비	14.9	20.4	20.9	15.2	20.3	14.2	20.3	21.9	79.3	71.3	76.7	98.8
상각비	20.1	21.1	21.5	20.9	21.1	21.1	21.1	21.1	34.4	83.5	84.6	84.6
기타	52.5	71.4	61.7	51.2	54.6	69.8	59.3	51.7	106.8	236.9	235.4	254.6
이익 추정												
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	60.9	40.1	58.9	111.9	175.8	171.3	251.7
% YoY	169.7	900.2	2.3	-80.3	-73.1	-24.9	-8.2	557.7	68.2	57.1	-2.6	46.9
영업이익률(%)	15.8	23.9	14.2	3.8	4.6	19.2	13.7	17.9	11.1	15.3	14.4	17.8
세전이익	34.2	116.9	26.5	-372.3	2.7	47.8	31.9	44.5	722.1	-194.7	126.9	216.6
% YoY	70.3	3,775.2	-57.1	적전	-92.1	-59.1	20.5	흑전	826.5	적전	흑전	70.7
지배주주순이익	13.5	45.1	3.2	-295.4	2.2	26.6	19.2	14.2	528.7	-233.6	62.3	174.6
% YoY	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	-83.4	-41.0	510.3	흑전	514.9	적전	흑전	180.4

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,012.5	1,147.7	1,189.2	1,415.2	1,389.0
매출액증가율 (%)	104.3	13.4	3.6	19.0	-1.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,189.2	1,415.2	1,389.0
판매관리비	900.6	971.9	1,017.9	1,163.6	1,183.3
영업이익	111.9	175.8	171.3	251.7	205.6
영업이익률	11.1	15.3	14.4	17.8	14.8
금융손익	-47.1	-216.5	-19.1	-23.7	-17.7
중속/관계기업손익	12.8	-30.9	-17.5	12.8	-30.9
기타영업외손익	644.4	-123.1	-7.8	-24.2	-4.7
세전계속사업이익	722.1	-194.7	126.9	216.6	152.3
법인세비용	201.9	1.4	34.9	-7.7	33.1
당기순이익	520.2	-196.1	92.1	224.3	119.3
지배주주지분 순이익	528.7	-233.6	62.3	174.6	86.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	233.1	366.2	196.7
당기순이익(손실)	520.2	-196.1	92.1	224.3	119.3
유형자산상각비	20.1	29.7	23.9	23.9	23.9
무형자산상각비	23.2	63.6	60.7	60.7	60.7
운전자본의 증감	56.7	-80.1	60.5	57.4	-7.1
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	-46.1	-83.7	-78.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.0	-23.6	-80.0	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	-447.7	272.6	29.8	-3.7	1.5
재무활동 현금흐름	818.1	644.1	-15.5	16.0	-12.6
차입금의 증감	555.1	625.3	-15.5	16.0	-12.6
자본의 증가	325.7	79.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	241.5	-181.9	171.4	298.6	105.6
기초현금	567.2	808.7	626.8	798.2	1,096.8
기말현금	808.7	626.8	798.2	1,096.8	1,202.4

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,151.3	1,057.4	1,233.5	1,538.3	1,645.2
현금및현금성자산	808.7	626.8	798.2	1,096.8	1,202.4
매출채권	90.6	71.2	73.8	87.8	86.2
재고자산	60.2	123.3	116.4	120.9	124.5
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,782.2	2,781.3	2,775.2
유형자산	75.4	93.0	149.1	205.2	261.4
무형자산	2,128.2	2,033.3	1,972.5	1,911.8	1,851.1
투자자산	792.9	489.4	459.6	463.2	461.8
자산총계	4,305.0	3,873.9	4,015.6	4,319.5	4,420.5
유동부채	842.7	267.0	397.9	460.2	453.0
매입채무	11.5	17.7	18.4	21.8	21.4
단기차입금	4.7	22.2	22.2	22.2	22.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,041.8	1,592.1	1,510.8	1,528.1	1,517.0
사채	496.6	460.9	460.9	460.9	460.9
장기차입금	1.2	609.0	609.0	639.0	639.0
부채총계	1,884.5	1,859.1	1,908.7	1,988.3	1,970.0
자본금	7.8	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	1,053.7	1,133.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0
기타포괄이익누계액	271.3	62.7	62.7	62.7	62.7
이익잉여금	740.6	507.1	569.3	743.9	830.1
비지배주주지분	319.2	333.3	363.1	412.8	445.8
자본총계	2,420.5	2,014.9	2,107.0	2,331.2	2,450.5

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	13,524	14,386	14,429	17,166	16,848
EPS(지배주주)	7,061	-2,929	755	2,117	1,046
CFPS	-416	3,662	2,546	3,629	2,804
EBITDAPS	2,073	3,373	3,105	4,079	3,520
BPS	27,130	20,435	21,153	23,270	24,316
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	12.9	-15.2	54.2	19.3	39.2
PCR	-218.6	12.2	16.1	11.3	14.6
PSR	6.7	3.1	2.8	2.4	2.4
PBR	3.4	2.2	1.9	1.8	1.7
EBITDA	155.2	269.1	255.9	336.3	290.2
EV/EBITDA	45.6	16.6	15.7	11.3	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	34.1	-12.4	3.6	9.5	4.4
EBITDA 이익률	15.3	23.4	21.5	23.8	20.9
부채비율	77.9	92.3	90.6	85.3	80.4
금융비용부담률	0.7	1.3	1.7	1.4	1.4
이자보상배율(x)	16.2	11.6	8.6	12.7	10.4
매출채권회전율(x)	14.0	14.2	16.4	17.5	16.0
재고자산회전율(x)	28.2	12.5	9.9	11.9	11.3

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

