

# 카카오게임즈 (293490)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

## 낮아진 이익 체력, 신작 흥행만이 해결책

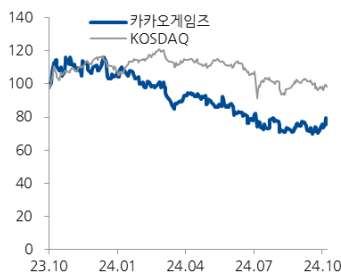
### M.PERFORM TP 19,000원

현재주가 (11/6)	17,750원		
상승여력	7.0%		
시가총액	14,674억원		
발행주식수	82,673천주		
자본금/액면가	83억원/100원		
52주 최고가/최저가	27,300원/16,420원		
일평균 거래대금 (60일)	39억원		
외국인 지분율	11.93%		
주요주주 지분율			
카카오외 16인	49.44%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.5	-2.1	-20.2
상대주가(%p)	0.8	-3.5	-7.1

※ K-IFRS 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	149	746	19,000
After	14	663	19,000
Consensus	15	809	20,000
Cons. 차이	-7.0%	-18.1%	-5.0%

#### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

### 3분기 영업이익 57 억원으로 낮아진 이익 체력 확인

- 동사 3분기 실적은 매출액 1,939억원(YoY -14.3%), 영업이익 57억원(YoY -80.1%)으로 당사 추정치(매출 1,925억원, OP 29억원)에 근접한 수준을 시현. 매출액 감소는 약 70% 비중의 모바일 게임이 전년동기대비 31%, 전분기비 6% 급감한 영향이 가장 컸던 것으로 판단. 신작 부재가 길어지는 상황에서 PC 게임의 경우 PUBG(퍼블리싱) 콜라보 효과로 매출이 전년동기대비 196%, 전분기비 109% 급증. 영업비용은 고정비 성격의 인건비(YoY +5.7%) 및 마케팅비(YoY +32.3%) 증가로 YoY -4.7% 감소에 그치며 영업이익이 동기간 80% 급감

### 자체 개발작은 2025년 본격 출시되고, 대작은 2026년 돼야 의미 있는 실적 기여

- 올해 남은 라인업은 POE2(PC향 퍼블리싱)가 대표적이며 12월 7일 얼리엑세스 출시 예정. 자체 개발작은 발할라 서바이벌이 1Q25(1개 분기 지연), 가디스오더가 2Q25(2개 분기 지연) 등 내년 상반기 본격적으로 출시될 계획. 그리고 동사 실적 회복의 신호탄이 될 대작 라인업의 경우, 크로노 오디세이가 4Q25, 아키에이지 크로니클이 2026년으로 조금씩 지연되는 경향 포착. 2025년 상반기까지도 의미 있는 이익 회복을 기대하기는 어려울 전망

### 라이온하트스튜디오 신작 4종 지스타 시연으로 분위기 반전 가능성 주목

- 동사의 자회사 라이온하트스튜디오는 이번 지스타에서 발할라 서바이벌(모바일 로그라이크 캐주얼), 프로젝트C(모바일/PC 서브컬처 육성시뮬레이션), 프로젝트S(PC/콘솔 루트슈터), 프로젝트Q(모바일/PC MMORPG) 등 4종 신작을 시연할 계획. 오딘 이후 시장의 이목을 끄는 라인업이 장기간 없는 동사에게 있어 이번 지스타가 중요한 분수령이 될 것

### 내년 하반기 대작까지 실적 공백 길어질 수 밖에 없는 상황

- 동사에 대해 투자 의견 M.PERFORM, 목표주가 19,000원으로 각각 기준을 유지. 1)압도적인 캐쉬카우 존재, 2)콘솔 개발력 입증, 3)영업비용의 혁신적 절감 등 최근 게임 업종 투심 회복의 조건에 해당되지 않는 점이 보수적인 투자 의견의 근거

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)	
2022	11,477	1,758	-2,336	2,691	-2,929	적전	N/A	2.2	16.1	NA	0.0	
2023	10,251	745	-2,287	1,705	-2,774	적지	N/A	1.5	15.9	NA	0.0	
2024F	7,803	246	12	976	14	흑전	1,258.1	1.0	22.6	0.1	0.0	
2025F	8,607	603	548	1,249	663		4,598.0	1.0	14.6	3.7	0.0	
2026F	9,364	845	725	1,406	877		32.3	20.2	0.9	11.8	4.7	0.0

\* K-IFRS 연결 기준

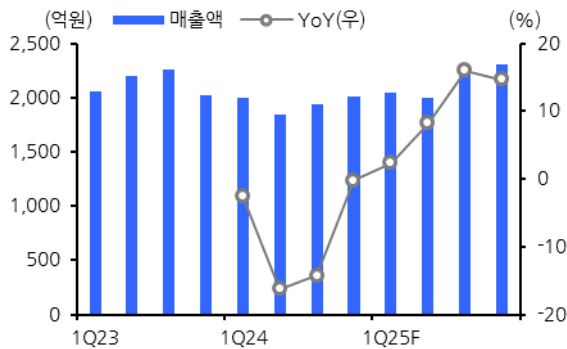
〈표1〉 카카오게임즈 실적 추정 상세 내역

(단위: 억원, %)

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	2,054	2,204	2,262	2,020	2,002	1,846	1,939	2,016	8,540	7,803	8,607
모바일	1,539	1,719	1,838	1,568	1,613	1,345	1,266	1,474	6,664	5,698	6,053
PC	141	119	115	131	156	163	342	295	506	956	1,249
기타	374	366	309	321	233	338	331	247	1,370	1,149	1,305
% YoY					-2.5	-16.2	-14.3	-0.2		-8.6	10.3
모바일					4.8	-21.8	-31.1	-6.0		-14.5	6.2
PC					10.6	37.0	197.4	125.2		88.9	30.6
기타					-37.7	-7.7	7.1	-23.1		-16.1	13.6
영업비용	1,947	1,973	1,975	1,851	1,909	1,869	1,882	1,898	7,747	7,557	8,004
영업이익	107	231	287	169	93	-23	57	118	793	246	603
OPM(%)	5.2	10.5	12.7	8.4	4.7	-1.2	2.9	5.9	9.3	3.1	7.0

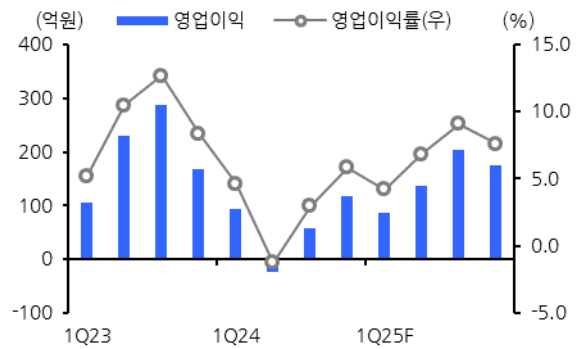
자료 : 카카오게임즈, 현대차증권

〈그림1〉 분기별 매출액 & YoY 전망



자료 : 카카오게임즈, 현대차증권

〈그림2〉 분기별 영업이익 & OPM 전망



자료 : 카카오게임즈, 현대차증권

〈그림3〉 카카오게임즈 향후 신작 라인업

출시 일정	타이틀	장르	플랫폼	출시 지역
4Q24	패스 오브 엑자일 2	액션슬래시	PC	국내
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀*	SRPG	PC	글로벌
1Q25	발할라 서바이벌*	로그라이크 캐주얼	모바일	글로벌
	야구 시뮬레이션 게임(가제)*	글로벌 IP 활용 스포츠 시뮬레이션	NFT	글로벌
2Q25	섹션13*	액션 로그라이트 슈터	PC/콘솔	글로벌
	Project C*	서브컬처 육성 시뮬레이션	모바일+PC	국내, 일본
	가디언오더	액션 RPG	모바일	글로벌
3Q25	SM 게임 스테이션(가제)*	SM 아이돌IP 활용 캐주얼	모바일	글로벌
	Project Q*	MMORPG	모바일+PC	국내
4Q25	갯 세이브 버밍엄*	좀비 서바이벌	PC	글로벌
	아레스: 라이즈 오브 가디언즈	MMORPG	모바일+PC	글로벌
	크로노 오디세이	MMORPG	PC/콘솔	글로벌
26년	아키에이지 크로니클*	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
	Project S*	루트 슈터	PC/콘솔	글로벌
	검술명가막내아들 IP*	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌

자료 : 카카오게임즈, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	11,477	10,251	7,803	8,607	9,364
증가율 (%)	13.4	-10.7	-23.9	10.3	8.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	11,477	10,251	7,803	8,607	9,364
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	13.4	-10.7	-23.9	10.3	8.8
판매관리비	9,719	9,506	7,557	8,004	8,519
판매비율 (%)	84.7	92.7	96.9	93.0	91.0
EBITDA	2,691	1,705	976	1,249	1,406
EBITDA 이익률 (%)	23.4	16.6	12.5	14.5	15.0
증가율 (%)	73.4	-36.6	-42.7	28.0	12.6
영업이익	1,758	745	246	603	845
영업이익률 (%)	15.3	7.3	3.1	7.0	9.0
증가율 (%)	57.1	-57.6	-67.1	145.6	40.2
영업외손익	-3,396	-4,186	-169	180	190
금융수익	301	394	197	0	0
금융비용	2,466	431	380	0	0
기타영업외손익	-1,231	-4,149	14	180	190
종속/관계기업관련손익	-309	-210	67	0	0
세전계속사업이익	-1,947	-3,651	143	783	1,035
세전계속사업이익률	-17.0	-35.6	1.8	9.1	11.1
증가율 (%)	적전	적지	흑전	447.0	32.2
법인세비용	14	-427	137	174	230
계속사업이익	-1,961	-3,224	7	609	806
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,961	-3,224	7	609	806
당기순이익률 (%)	-17.1	-31.5	0.1	7.1	8.6
증가율 (%)	적전	적지	흑전	9,171.4	32.3
지배주주지분 순이익	-2,336	-2,287	12	548	725
비지배주주지분 순이익	375	-937	-5	61	81
기타포괄이익	-2,090	-215	449	0	0
총포괄이익	-4,051	-3,439	456	609	806

(단위: 억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	1,338	1,246	-3,107	5,265	1,845
당기순이익	-1,961	-3,224	7	609	806
유형자산 상각비	297	346	359	279	202
무형자산 상각비	636	614	372	368	359
외환손익	4	-11	-8	0	0
운전자본의 감소(증가)	-823	51	-3,948	4,010	479
기타	3,186	3,470	111	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-9,636	-540	2,840	-1,814	-269
투자자산의 감소(증가)	1,171	407	1,638	-1,305	-208
유형자산의 감소	6	5	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-236	-276	-51	0	0
기타	-10,577	-676	1,251	-509	-61
재무활동으로인한현금흐름	6,441	-439	-840	331	40
차입금의 증가(감소)	6,264	118	-3,450	331	40
사채의 증가(감소)	-356	-3	-3,694	0	0
자본의 증가	798	-336	28	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-265	-219	6,276	0	0
기타현금흐름	38	2	9	0	0
현금의증가(감소)	-1,819	269	-1,098	3,782	1,616
기초현금	8,087	6,268	6,537	5,439	9,221
기말현금	6,268	6,537	5,439	9,221	10,837

\* KIFRS 연결기준

(단위: 억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	10,574	10,208	6,499	12,207	14,053
현금성자산	6,268	6,537	5,439	9,221	10,837
단기투자자산	1,752	1,385	181	691	751
매출채권	712	860	240	913	994
채고자산	1,233	804	186	706	769
기타유동자산	372	421	79	302	328
비유동자산	28,166	24,503	23,312	23,971	23,618
유형자산	930	1,156	1,011	732	531
무형자산	20,333	16,392	16,063	15,695	15,336
투자자산	4,894	4,868	3,938	5,243	5,451
기타비유동자산	2,010	2,087	2,301	2,301	2,301
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	38,739	34,710	29,811	36,178	37,671
유동부채	2,670	7,101	10,274	12,395	12,648
단기차입금	222	4	1,900	1,900	1,900
매입채무	177	164	41	158	172
유동성장기부채	0	0	6,696	6,696	6,696
기타유동부채	2,271	6,934	1,637	3,642	3,881
비유동부채	15,920	11,354	2,775	6,412	6,846
사채	4,609	0	0	0	0
장기차입금	6,090	6,495	1,474	1,474	1,474
장기금융부채	57	11	6	6	6
기타비유동부채	5,164	4,848	1,296	4,932	5,366
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	18,590	18,455	13,049	18,807	19,494
지배주주지분	16,816	13,984	14,459	15,007	15,732
자본금	82	83	83	83	83
자본잉여금	11,330	10,994	11,021	11,021	11,021
자본조정 등	-293	-291	-293	-293	-293
기타포괄이익누계액	627	425	862	862	862
이익잉여금	5,071	2,774	2,786	3,334	4,059
비지배주주지분	3,333	2,271	2,303	2,364	2,445
자본총계	20,149	16,255	16,762	17,371	18,177

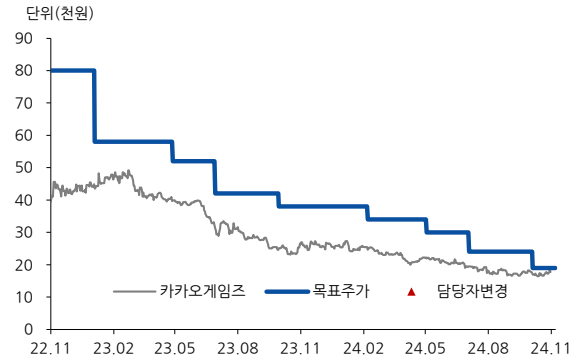
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	-2,458	-3,910	8	736	975
EPS(지배순이익 기준)	-2,929	-2,774	14	663	877
BPS(자본총계 기준)	24,485	19,699	20,275	21,012	21,986
BPS(지배지분 기준)	20,435	16,947	17,489	18,152	19,029
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	N/A	N/A	2,233.5	24.1	18.2
P/E(지배순이익 기준)	N/A	N/A	1,258.1	26.8	20.2
P/B(자본총계 기준)	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8
P/B(지배지분 기준)	2.2	1.5	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	16.1	15.9	22.6	14.6	11.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	적지	흑전	9,166.8	32.3
EPS(지배순이익 기준)	적전	적지	흑전	4,598.0	32.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.8	-17.7	0.0	3.6	4.5
ROE(지배순이익 기준)	-12.4	-14.9	0.1	3.7	4.7
ROA	-4.8	-8.8	0.0	1.8	2.2
안정성 (%)					
부채비율	92.3	113.5	77.8	108.3	107.2
순차입금비율	15.8	21.2	30.6	6.7	순현금
이자보상배율	11.6	1.9	N/A	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.08.04	BUY	80,000	-43.76	-25.25
2023.01.10	BUY	58,000	-24.11	-15.26
2023.05.04	BUY	52,000	-27.44	-23.37
2023.07.05	BUY	42,000	-30.50	-20.36
2023.10.06	BUY	38,000	-33.09	-28.16
2024.02.13	BUY	34,000	-32.88	-25.44
2024.05.09	BUY	30,000	-30.71	-26.17
2024.07.10	BUY	24,000	-25.36	-18.67
2024.10.11	M.PERFORM	19,000	-9.46	-1.95
2024.11.07	M.PERFORM	19,000		

▶ 최근 2년간 카카오게임즈 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.10.01~2024.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172건	94%
보유	11건	6%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.