

2024.02.15.(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2024-02-15 오전 4:22

수정한 날짜: 2024-02-15 오전 4:29

2024.02.15.(목) 증권사리포트

이노션

Innocean+, 더 할 것이 많다

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

[Update] 2023년 광고 시장 부진에도 계열 & 비계열 확대

이노션의 23년 실적은 연결 매출총이익 8,497억원(+11% YoY), 영업이익 1,494억원(+9% YoY, OP/GP 17.6%)으로 호실적을 기록했다. 국내외 경기 둔화에 따른 광고 시장 부진에도 주요 광고주의 캠페인 증가와 비계열 광고 물량 성장으로 호실적을 기록했다. 디지털 마케팅 풀커버리지를 구축하기 위한 M&A와 해외 인력 보강으로 판관비 증가가 있었지만 효율적 비용 관리로 영업이익도 전년비 성장했다. 4분기는 전년 동기 카타르 월드컵 관련 기저부담에도 안정적인 계열 캠페인 지속과 비계열 광고주의 성장으로 기대치를 상회하는 실적을 기록했다. 매출총이익 내 비계열 광고주 비중은 23년 28%로 22년과 동일했다.

[Forecast] 2024년 본격적인 확장의 해

이노션의 24년 실적은 연결 매출총이익 9,048억원(+6.5% YoY), 영업이익 1,575억원(+5% YoY, OP/GP 17.4%)으로 전망한다. kobaco의 국내 광고 시장전망이 +2.7% YoY에 그쳤고 대내외 경기 불확실성으로 성장률은 둔화될 전망이다. 다만 주요 광고주의 중저가 전기차 라인업이 확대되고 국내외 신차 및 페이스리프트가 다수 예정되어 있어 계열 물량 성장이 지속될 것으로 기대된다. 또한 업황 회복에 따른 비계열 광고주의 성장도 이어갈 것이다. 또한 2026 성장전략에서 공유한 것처럼 4년간(23~26) 5천억원을 투자해 국내외 M&A 및 지분투자와 글로벌 네트워크 확장으로 추가적인 성장도 기대할 수 있다. 이노션은 26년까지 C(Creative & Contents), D(Digital & Data), M(Meta & Mobility) 각 분야의 매출총이익을 각각 6,800억원, 6,100억원, 100억원으로 끌어올려 연결 매출총이익 1.3조원을 달성하겠다고 밝힌 바 있다.

[Valuation] 투자의견 매수, 목표주가 3.2만원 제시

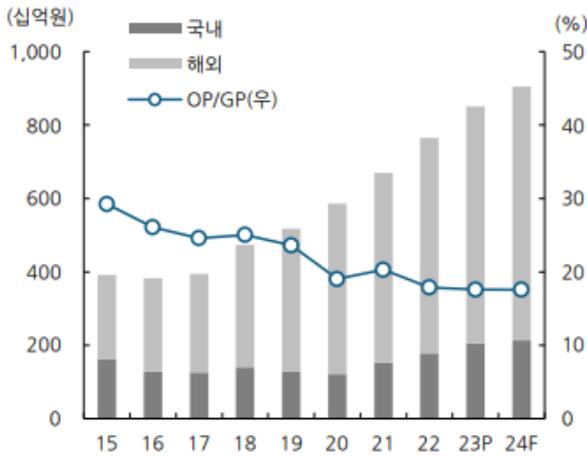
이노션의 목표주가는 24년 EPS에 광고회사 평균 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 23년 11월 무상증자로 주식 수가 2배로 늘어난 것을 감안해 목표주가를 변경했다. 계열 광고주로 인해 실적 안정성이 높다는 측면에서 매력적이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,502	1,750	2,093	2,218	2,363
영업이익	136	137	149	158	168
영업이익률(%)	9.0	7.8	7.1	7.1	7.1
세전이익	124	143	161	167	177
지배주주지분순이익	66	71	101	106	113
EPS(원)	1,647	1,765	1,684	2,652	2,819
증감률(%)	3.8	7.2	-4.6	57.5	6.3
ROE(%)	8.3	8.5	11.6	11.6	11.6
PER(배)	16.8	11.7	13.1	8.3	7.8
PBR(배)	0.7	0.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	3.5	-0.6	2.0	1.6	1.1

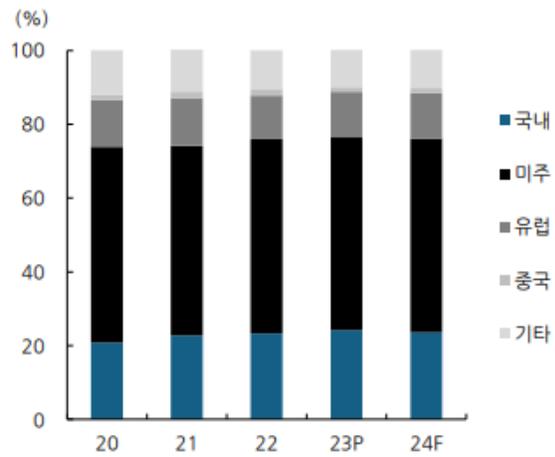
자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림92 이노션 매출총이익 및 OP/GP 추이



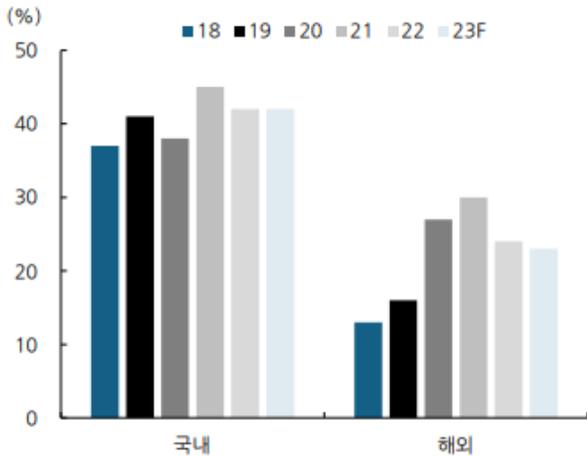
자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림93 매출총이익 지역별 비중



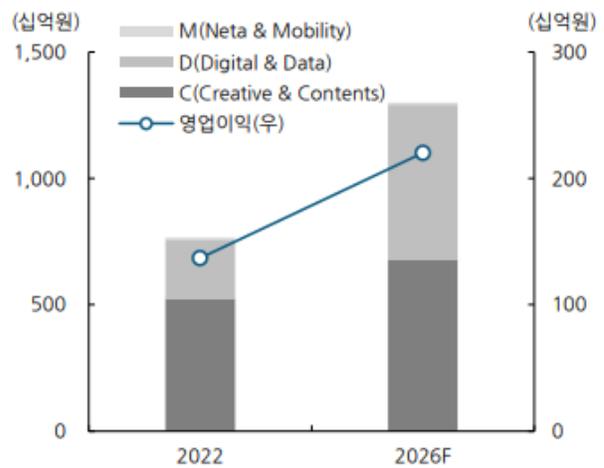
자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림94 매출총이익 중 비계열사 비중



자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림95 이노션 26년 매출총이익 목표



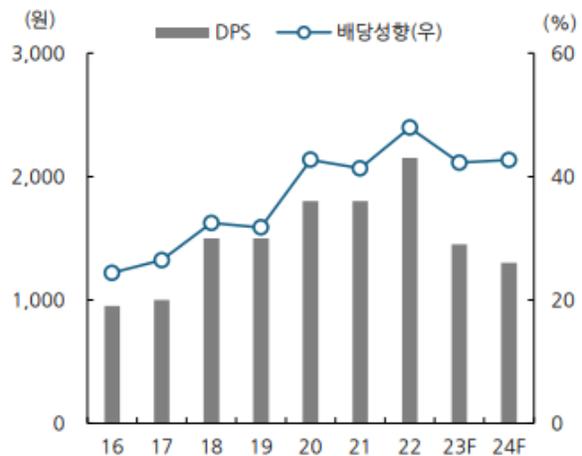
자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터

그림96 이노션의 23년 중점전략

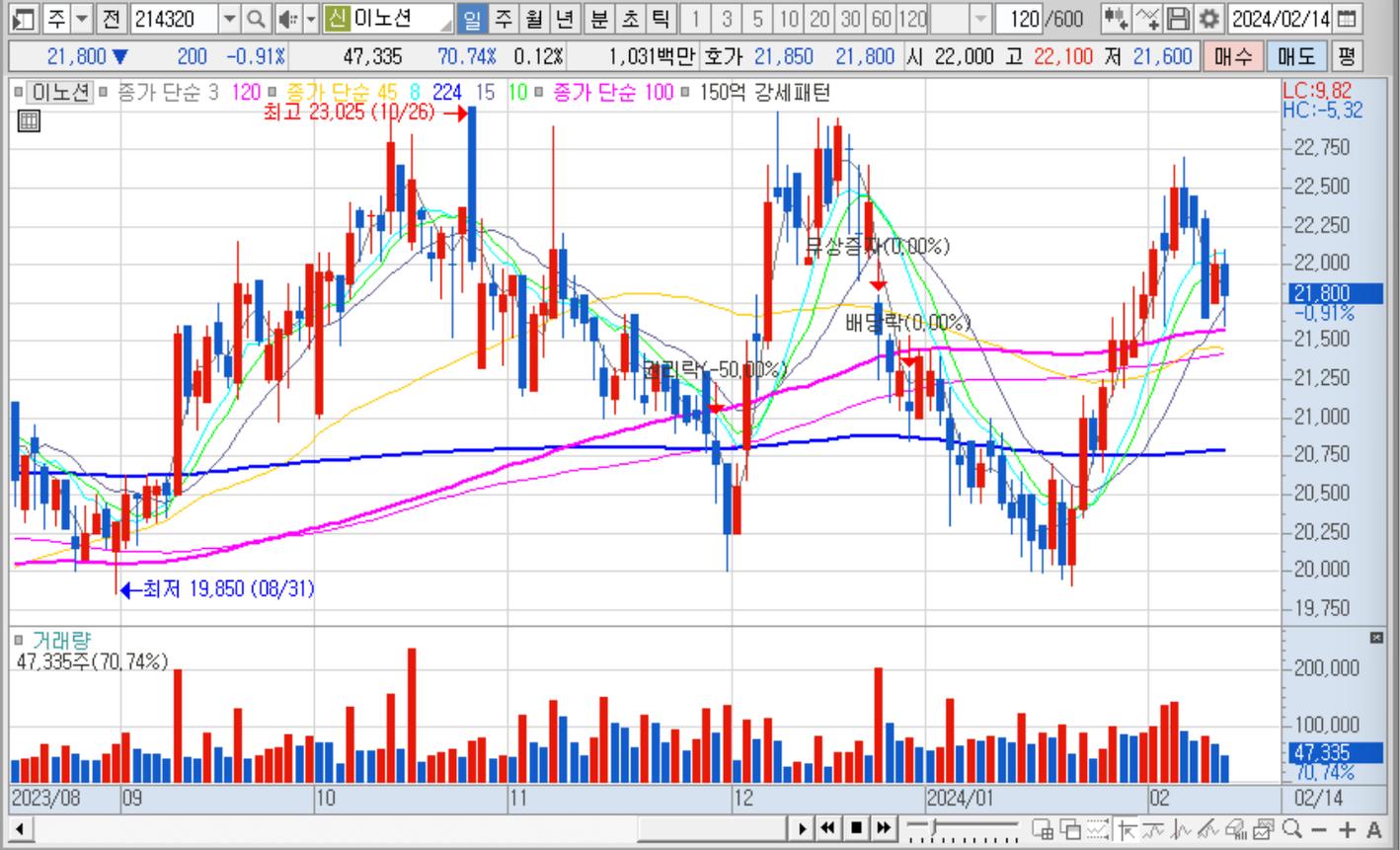


자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터 추정

그림97 DPS 및 배당성향 추이



자료: 이노션, DS투자증권 리서치센터



SK네트웍스

DPS상향 및 자사주 소각 긍정적

[\[출처\] 하나증권 유재선 애널리스트](#)

목표주가 10,000원으로 상향, 투자 의견 매수 유지

SK네트웍스 목표주가를 10,000원으로 기존대비 25% 상향하며 투자 의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 EPS에 PBR 0.9배를 적용했다. 4분기 실적은 시장 기대치를 상회했다. 워커힐 실적 개선에 더해 적자를 기록해왔던 SK매직 가전 부문이 중단 손익으로 분류되며 양호한 실적을 기록했으며 신규로 인수한 엔코아 실적도 연결로 반영되었기 때문이다. 렌탈 사업에 대한 투자는 지속되나 과거 대비 규모는 조정이 예상되며 AI 등 새로운 영역으로의 확장이 이어질 것으로 예상된다. 2024년 기준 PER 21.8 배, PBR 0.8배다.

4Q23 영업이익 505억원(YoY +29.7%)으로 컨센서스 상회

4분기 매출액은 2.4조원을 기록하면서 전년대비 3.1% 감소했다. 트레이딩에서의 철강 부문 사업 축소 영향 때문이며 2024년 1분기까지 외형 감소 추세가 이어질 전망이다. 영업이익은 505억원으로 전년대비 29.7% 증가했다. 정보통신/민팅은 단말기 판매 감소로 외형이 감소했으며 이익률도 하락했으나 연간 기준으로 비슷한 규모를 유지하는 중이다. 워커힐은 객실 점유율 개선 및 객단가 상승으로 양호한 실적을 기록했다. 트레이딩은 장기계약 기반으로 안정적 수익을 이어가는 모습이다. 렌터카는 비수기임에도 중고차 매각가율 개선 및 통합 시너지로 이익이 개선되었다. SK매직은 가전 부문이 중단사업으로 분류되며 2022년~2023년 이익에 변화가 나타났다. 신규 계정 수 증가폭이 둔화되고 있으나 기존 적자 사업부 조정 이후 높은 마진이 확인되었다. 일회성 비용을 제외한다면 이익 규모는 전년동기와 비슷한 수준을 기록한 것으로 보인다. 순이익은 중단사업손익 반영으로 적자 전환했다.

이익 체력 개선과 주주환원정책 강화 긍정적. 신규 사업도 지켜볼 부분

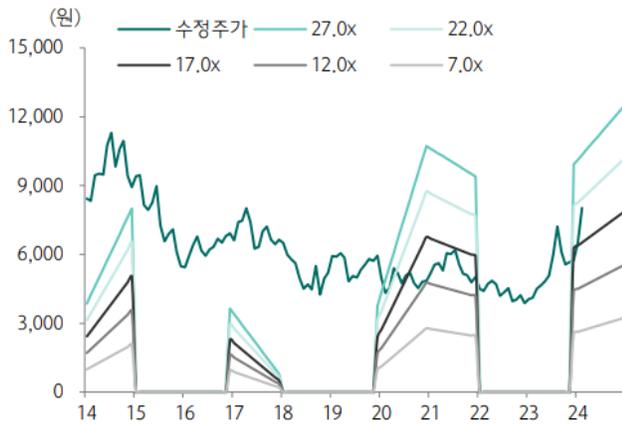
DPS 상향 및 자사주 보유분 14.1% 중 약 6.1% 가량의 소각이 공시되었다. 배당기준일은 4월 1일이다. 잔여 자사주의 경우 이전 공시에서 언급된 것처럼 AI/로보틱스 분야로의 사업 확장을 위한 보우캐피탈과의 협업 과정에서 활용될 것으로 예상된다. 워커힐 실적 정상화, SK매직 저수익 부문 재편 등을 통해 9년 만에 연간 2천억원 이상의 영업이익을 기록했다. 이자비용 규모는 아직도 상당한 수준이며 투자비 부담도 존재하나 렌터카 운영대수 조정 및 본질적인 이익 체력 개선을 통해 극복 가능할 것으로 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

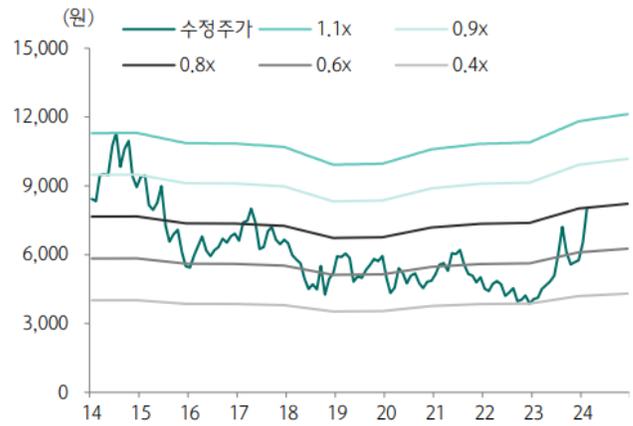
투자지표	2021	2022	2023P	2024F
매출액	11,018.1	9,666.4	9,317.6	9,225.9
영업이익	122.0	154.2	222.9	263.5
세전이익	107.1	81.5	56.4	108.8
순이익	98.7	86.4	(0.7)	82.7
EPS	397	348	(3)	368
증감율	185.61	(12.34)	적전	흑전
PER	12.64	11.12(1,916.67)		21.82
PBR	0.53	0.40	0.59	0.75
EV/EBITDA	5.11	5.15	5.00	4.76
ROE	4.64	3.88	(0.03)	3.87
BPS	9,537	9,755	9,807	10,640
DPS	120	120	0	200

도표 2. SK네트웍스 12M Fwd PER 추이



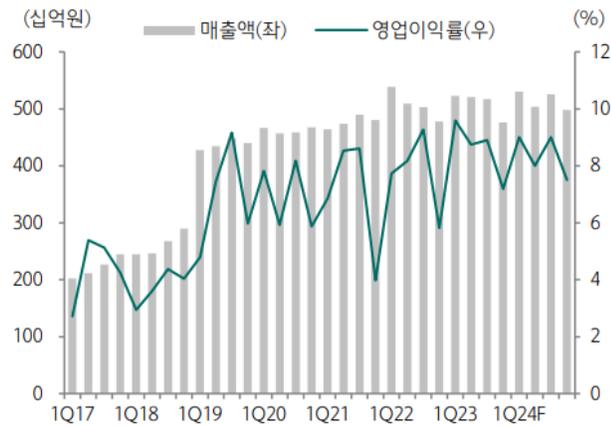
자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 3. SK네트웍스 12M Fwd PBR 추이



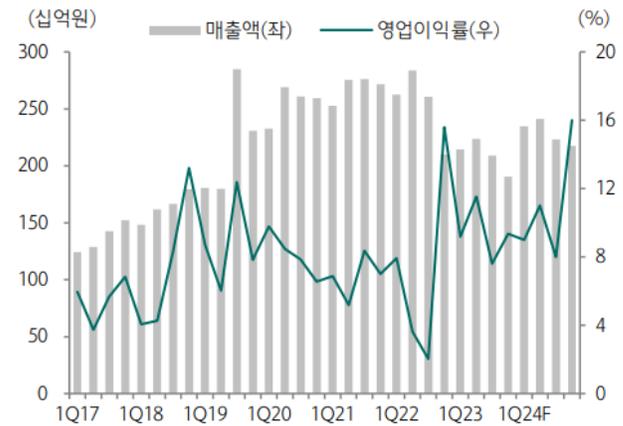
자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 4. 분기별 SK렌터카/스피드메이트 실적 추이 및 전망

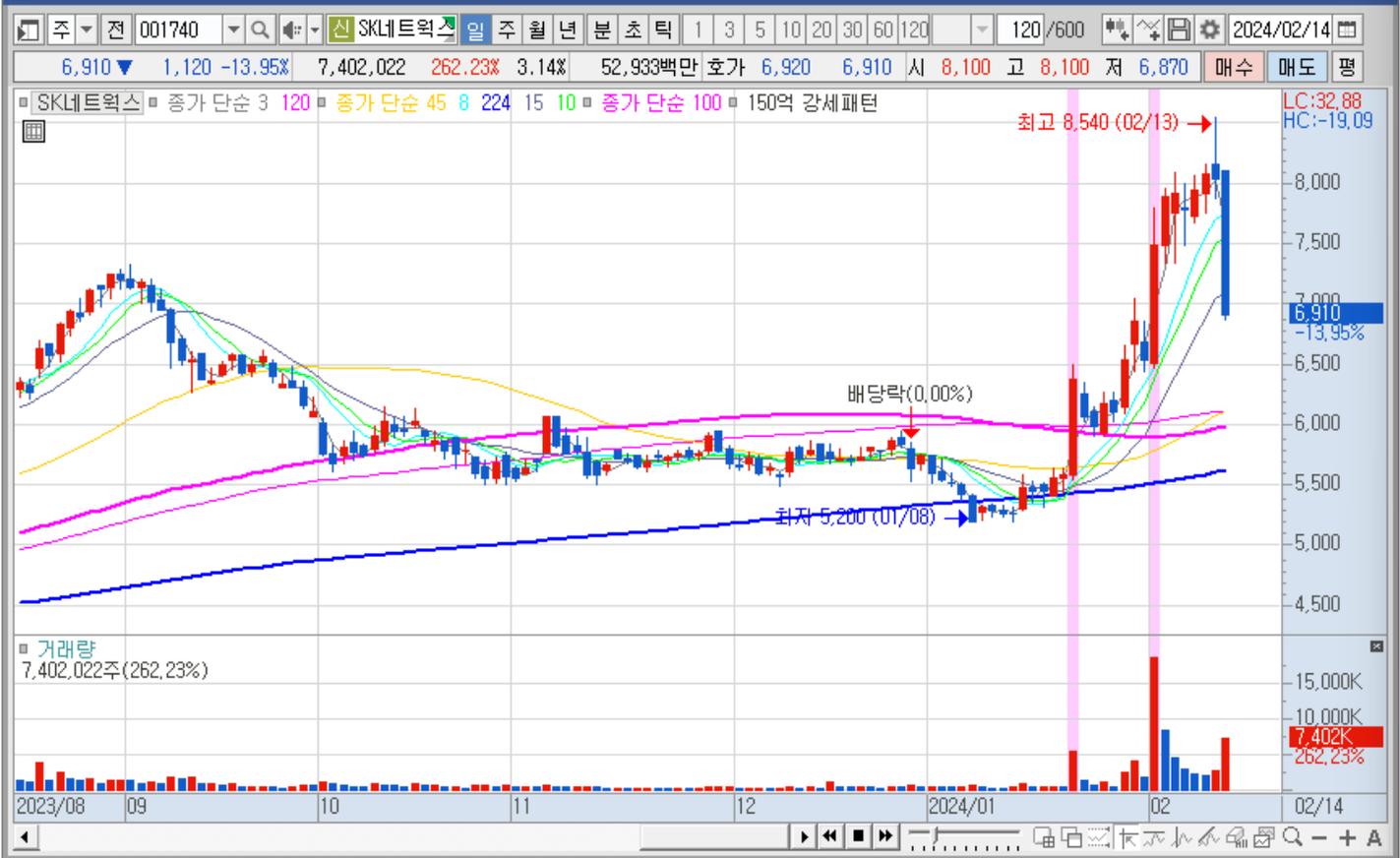


자료: SK네트웍스, 하나증권

도표 4. 분기별 SK매직 실적 추이 및 전망



자료: SK네트웍스, 하나증권



제일기획

느리지만 제대로 가고 있다

[\[출처\] DS투자증권 장지혜 애널리스트](#)

[Update] 2023년 광고 시장 부진과 주요 광고주의 마케팅 효율화 부담

제일기획의 23년 실적은 연결 매출총이익 1.6조원(+5% YoY), 영업이익 3,075억원(-1% YoY, OP/GP 19%)을 기록했다. 국내외 경기 둔화에 따른 광고 시장부진과 주요 광고주의 강도 높은 마케팅비 효율화 기조로 외형 성장률 둔화가 나타났고 디지털 중심 인력 투자가 이어지며 비용이 증가해 수익성은 하락했다. 다만 상반기 대비 하반기는 영업이익이 전년비 성장세에 접어들었는데 인력 투자 속도 조절과 판관비 효율화에 기인한다. 긍정적인 것은 1)비계열 광고주 비중확대(22년 28%→23년 30%), 2) 해외 비중 확대(67%→68%), 3)디지털 광고 비중 확대(53%→54%) 등 전략적 성장이 나타나고 있다는 점이다.

[Forecast] 2024년 전년도 기조 유지되는 가운데 전략적 성장 지속

제일기획의 24년 실적은 연결 매출총이익 1.7조원(+5% YoY), 영업이익 3,241억원(+5% YoY, OP/GP 19%)으로 전망한다. kobaco의 국내 광고 시장 전망이 +2.7% YoY에 그쳤고 대내외 경기 불확실성 및 주요 광고주의 마케팅 효율화 기조가 유지되며 동사의 성장 부담 요인으로 작용할 전망이다. 다만 23년과 같이 인력 투자 속도 조절과 운영 최적화를 통한 사업 효율성 개선이 기대된다. 또한 지속 성장을 위해 1)기존 광고주 대형 영역 및 국가 확대와 북미, 중국 중심의 신규 광고주 개발을 통한 비계열 확대, 2) 닷컴과 DTC등 핵심 사업 서비스고도화로 디지털 확대, 3)적극적 M&A 검토와 AI 등 디지털 신사업 기회 발굴로 사업 기반을 강화해 나갈 것이다.

[Valuation] 투자의견 매수, 목표주가 2.5만원 유지

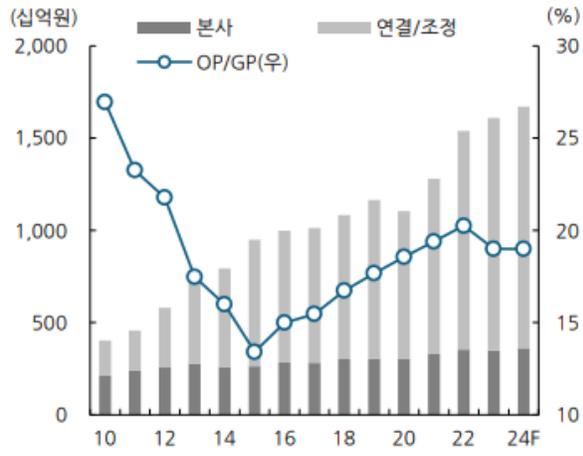
제일기획의 목표주가는 24년 EPS에 광고회사 평균 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 주요 광고주의 마케팅 비용 효율화 기조는 아쉽지만 24년 광고 시장이 느리지만 회복세에 접어들었고 동사는 전략적 성장이 기대된다. 23년은 DPS가 소폭 감소했지만 배당성향 60%를 유지하고 있고 24년에는 배당금 증가 예상돼 현주가 대비 배당수익률은 6.7% 이다

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	3,326	4,253	4,138	4,353	4,502
영업이익	248	311	308	324	340
영업이익률(%)	7.5	7.3	7.4	7.4	7.6
세전이익	260	300	285	314	330
지배주주지분순이익	165	194	187	218	230
EPS(원)	1,438	1,913	1,850	2,157	2,267
증감률(%)	5.1	33.0	-3.3	16.6	5.1
ROE(%)	15.6	16.6	15.0	16.3	15.9
PER(배)	15.9	12.1	10.1	8.7	8.2
PBR(배)	2.4	2.2	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	6.8	5.7	4.2	3.8	3.5

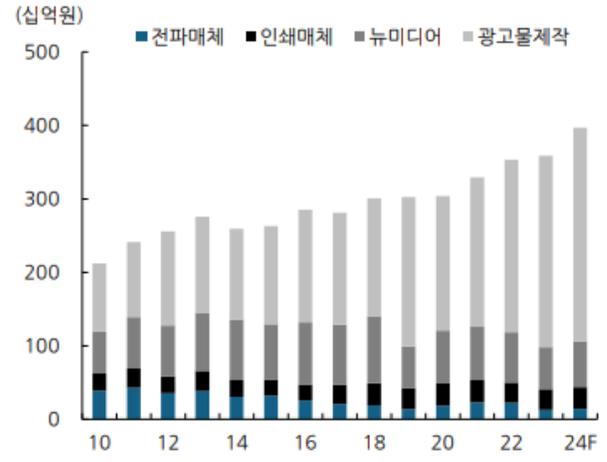
자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림84 제일기획 매출총이익 및 OP/GP 추이



자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터 추정

그림85 본사 매출총이익 추이



자료: 제일기획, DS투자증권 리서치센터 추정



파크시스템스

연호 양호한 수주 흐름, 올해도 실적 고성장 전망

[\[출처\] BNK투자증권 이민희 애널리스트](#)

일회성 비용 제외하면 기대치 부합한 4Q23 실적

4Q23 매출액은 459억원(42%QoQ, -14%YoY)으로 컨센서스를 4% 상회했으나, 영업이익은 97억원(78%QoQ, -47%YoY)를 기록, 컨센서스를 20% 하회했다. 인력 채용 증가와 연말 성과급 지급액이 예상보다 컸기 때문이다. 신규 수주액은 260억원으로 추정되며, 작년 연간 수주액은 1,479억원으로 12% 증가하였다. 작년말 수주 잔고는 463억원으로 추정되어, 2022년말 437억원보다 높은 수준에서 마감된 것으로 예상된다.

연초 수주흐름 양호, 올해도 상저하고 실적 전망

연초 해외 비메모리 고객 향으로 'EUV 마스크 리페어 장비' 신규 수주를 비롯해 전반적인 수주 흐름은 양호한 것으로 파악된다. 제작년말보다 높은 수주 잔고로 시작했고, 올해도 동사 신규 수주액은 20% 성장을 예상한다. 또한 인력 채용도 일단락된 것(2022년말 426명에서 2023년말 480~90명으로 증가)으로 보여, 올해는 판관비 증가가 제한적일 전망이다. 한편 1Q24 매출액은 303억원(-34%QoQ, 10%YoY), 영업이익 31억원(-68%QoQ, 43%YoY)으로 예상되며, 2Q24부터 계단식 실적 증가를 보이며 올해도 상저하고 패턴의 실적이 전망된다.

투자의견 '매수' 및 목표주가 22만원 유지

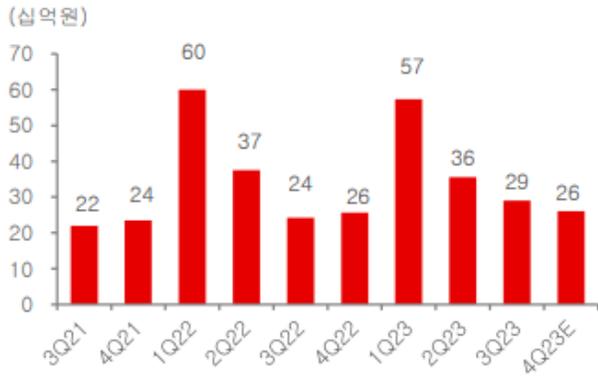
원자현미경의 신규 수요처 및 고객군 확대 가능성은 여전히 유효하며, 올해도 동사 수주 성장과 실적 성장세는 지속될 전망이다. 투자의견 '매수'를 유지하며, 목표주가 22만원(2024E P/B 9x)을 유지한다

Fig. 1: 파크시스템스 연결재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	85	125	145	175	205
영업이익	18	33	27	39	47
세전이익	9	32	26	39	47
순이익[지배]	9	28	24	37	44
EPS(원)	1,355	4,034	3,499	5,341	6,309
증감률(%)	-9.3	197.7	-13.3	52.6	18.1
PER(배)	112.9	28.2	49.6	32.9	27.9
PBR	11.6	6.5	8.4	6.8	5.5
EV/EBITDA	49.6	21.0	36.9	26.7	21.8
ROE(%)	12.7	26.7	18.7	23.3	21.9
배당수익률	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2

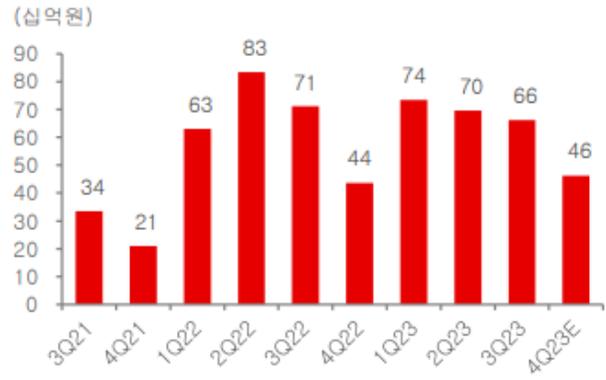
자료: 파크시스템스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 파크시스템스 신규 수주 추이



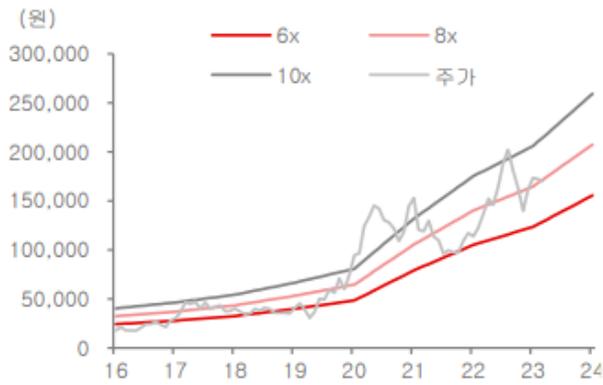
자료: BNK투자증권

Fig. 3: 파크시스템스 수주 잔고 추이



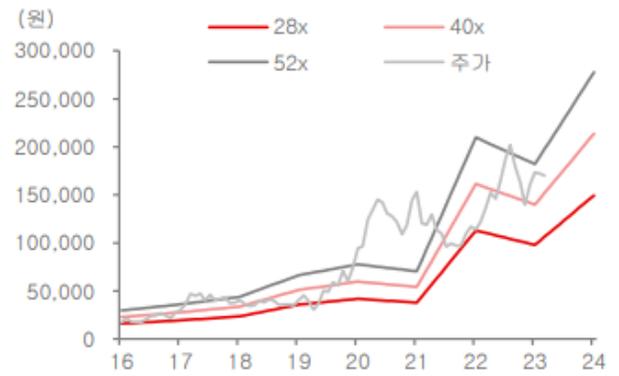
자료: BNK투자증권

Fig. 4: 파크시스템스 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: 파크시스템스 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



HK이노엔

4Q23 Re : 1월에도 성장한 케이캡, 경쟁 우려는 과도

[\[출처\] 하나증권 박재경 애널리스트](#)

4Q23 Re: 고른 성장으로 컨센서스 부합하는 실적 기록

HK이노엔은 4Q23 매출액 2,241억원(+3.6%YoY, +3.9%QoQ), 영업이익 225억원(+169.0%YoY, +0.5%QoQ, OPM 10.1%)으로 컨센서스 매출액 2,197억원, 영업이익 222억원에 부합하는 실적을 기록했다. 케이캡의 4분기 처방조제액은 441억원(+22.8%YoY)으로 꾸준히 성장하고 있으나, 종근당 공동 판매 계약 종료에 따른 재고 조정으로 매출액 334억원(+95.2%YoY, +1.4%QoQ, 국내 320억원, 수출 13억원)을 기록했다. 수액제 부분은 신공장 가동 이후 기초/특수/영양 품목의 고른 성장으로 매출액 295억원(+12.9%YoY, -8.7%QoQ)을 기록했다. H&B 부분은 매출액은 231억원(-11.9%YoY), 영업이익 59억원(-22.8%YoY, OPM 25.6%)을 기록했다. 22년 4분기 건기식 사업 종료에 따른 일회성 매출 부재와 최근 숙취 해소제 시장의 경쟁 격화가 매출 둔화의 요인이다.

24년 급격히 성장할 영업이익, 미국 시장 진출이 주가의 Key가 될 것

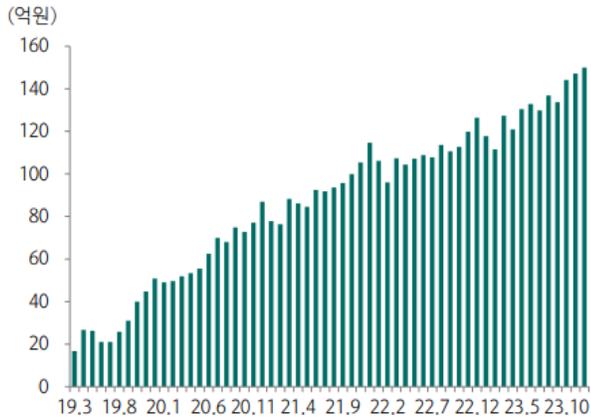
HK이노엔의 24년 매출액은 9,541억원(+15.1%YoY), 영업이익은 1,062억원(+61.1%YoY, OPM 11.1%)으로 전망한다. 24년 케이캡의 매출액은 1,865억원(+56.1%YoY, 국내 1,766억원, 수출 99억원)으로 전망한다. 최근 대응제약과 종근당이 케이캡의 경쟁 약물인 펙수클루의 판매와 관련한 협상을 진행 중인 것으로 알려져 경쟁에 대한 우려가 대두되고 있다. 하지만 케이캡은 저용량과 구강 봉해정을 통한 제형 다양화와 적응증 확대를 통해 꾸준히 점유율을 높여가고 있으며, 보령과의 공동 판매를 통한 추가적인 영업 시너지도 기대된다. 더불어 케이캡 처방조제액 추정치 1,803억원은 1월 처방조제액 153억원을 감안한다면 충분히 보수적이다. 카나브 패밀리 4종의 매출액은 1,300억원으로 전망한다. 카나브의 제네릭 출시에 따른 약가 인하(-30%)를 하반기부터 반영했다. 24년 주가 상승의 catalyst가 될 이벤트는 케이캡의 미국 임상 3상 발표다. 케이캡의 비미란성 식도염 임상 3상은 상반기 종료, 미란성 식도염 임상 3상은 하반기 임상 종료로 예상된다<도표3>. 경쟁 약물인 Phathom Pharmaceuticals의 Voquezna 30정의 WAC은 650달러로, 이는 Nexium의 약 2.5배, PPI 제네릭의 10~30배 수준이다. Phathom은 Copay 지원(환자 25달러만 지불)등의 프로그램을 진행하며 처방을 확대해나갈 계획이다. 높은 약가에도 P-CAB 제제가 향후 미국 시장에 침투하는 모습을 확인한다면, 이는 HK이노엔의 추가적인 리레이팅 포인트가 될 수 있다는 점에 주목하자.

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 유지. 최근의 경쟁심화 우려는 다소 과도

HK이노엔에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 55,000원을 유지한다. HK이노엔은 케이캡의 경쟁심화 우려 등의 요인으로 1월 이후 -9.0%의 주가 수익률을 기록하며 부진하다. 하지만 케이캡은 1월 153억원(+30.1%YoY)의 처방조제액을 기록하며 성장세를 유지 중으로 이러한 우려는 과도하다는 판단이다. 향후 긍정적인 주가 흐름을 전망한다

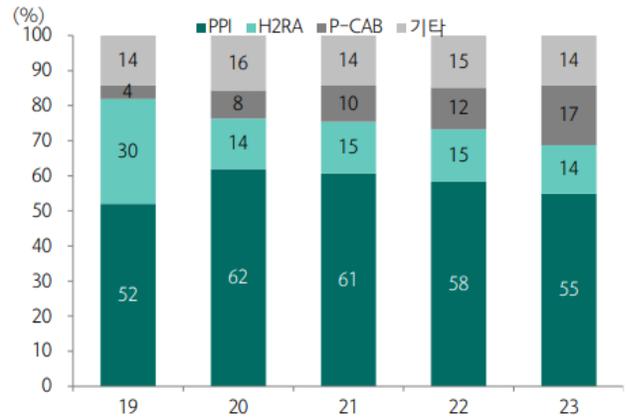
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	768.3	846.5	828.9	954.1
영업이익	50.3	52.5	65.9	106.2
세전이익	27.9	37.8	45.2	87.7
순이익	24.9	38.1	47.2	70.2
EPS	986	1,319	1,661	2,477
증감율	(67,37)	33,77	25,93	49,13
PER	53,25	28,09	26,76	16,33
PBR	1,32	0,90	1,04	0,90
EV/EBITDA	21,91	15,81	23,52	14,10
ROE	2,63	3,29	3,98	5,67
BPS	39,832	41,115	42,581	44,738
DPS	320	320	320	320

도표 4. 케이캡 월별 처방조제액 추이



자료: 산업자료, 하나증권

도표 5. 국내 위장관계 치료제 계열별 매출액 비율



자료: 산업자료, 하나증권

도표 7. 케이캡 글로벌 진출 전략

» ETC_K-CAB_글로벌 (35개국 계약, 8개국 출시*)

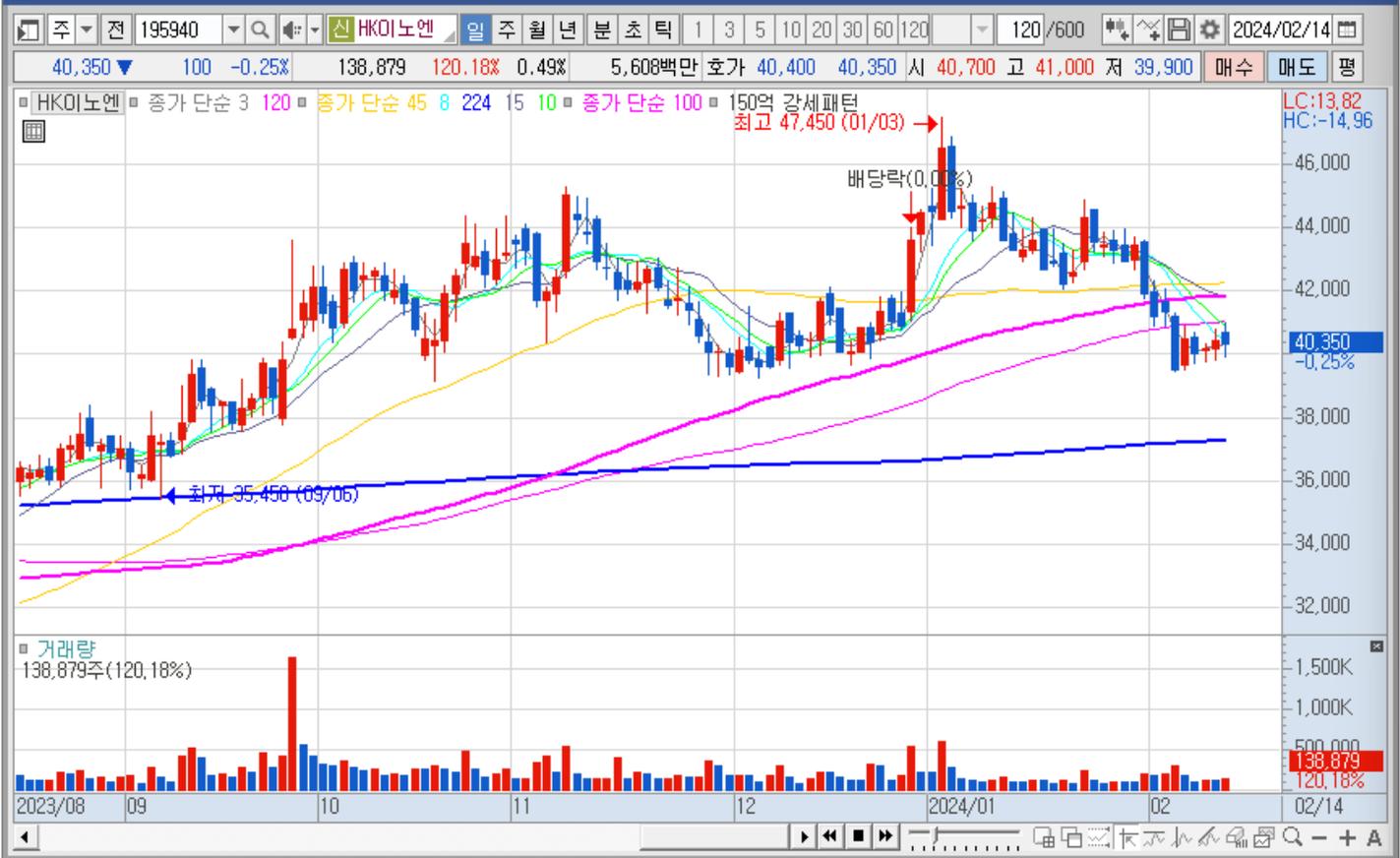
* 8개국: 출시 8개국(한국, 중국, 몽골, 필리핀, 멕시코, 인도네시아, 싱가포르, 페루)

+100 Countries 2026년



출처: 회사자료, IQVIA 2021 기준 연간 환산 추정치
*8: 발명의 수치는 소회성역류질환제 시장규모

자료: HK이노엔, 하나증권



팬오션

Back on track

[출처] NH투자증권 정연승 애널리스트

벌크선 시황 개선과 LNG선 도입으로 구조적 이익 개선 가능

투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가를 6,300원으로 13% 상향. 목표주가 기준 연도를 24~25년으로 2개년 평균 ROE를 반영하였으며, 이에 지속가능한 ROE를 기존 7.7%에서 8.9%로 15% 상향. 24년 영업이익 추정치는 9.6% 상향하였는데, 벌크선 시황 호조 및 홍해 이슈로 인한 컨테이너 및 석유화학 제품운반선 운임 반등을 반영한 결과

글로벌 벌크선 시황은 중국 경기 개선 기대감, 선박 환경 규제로 인한 선박 가동률 제한, 제한적인 신조선 공급으로 인해 시황 개선 기대. 벌크선 운영 선대 확대도 진행 중. 4분기부터 LNG선 도입 효과가 나타나면서 이익 레벨 상향 가능

4분기는 급격한 시황 변동으로 수익 악화, 1분기는 소폭 개선 기대

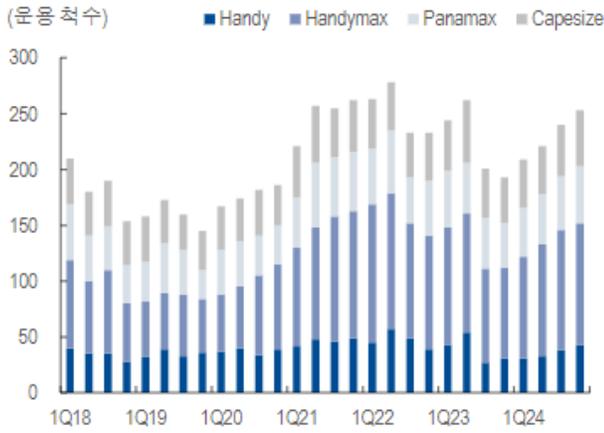
4분기 매출액 1조282억원(-27.6% y-y), 영업이익 687억원(-56.3% y-y, OPM 6.7%)을 기록하면서 시장컨센서스 하회. 부문별 실적: 벌크-매출액 6,359억원(-33% y-y), 영업이익 443억원(-52% y-y, OPM 7.0%) 기록. 벌크선 운영 선대는 193척으로 3년 내 최저. 이에 24년은 운영 선대 확대에 집중할 예정이며, 20척까지 감소한 장기용선 선박을 확대, 이익레버리지 효과를 높일 예정. 탱커-매출액 876억원(-13% y-y), 영업이익 250억원(-42% y-y, OPM 25.0%), 컨테이너-매출액 869억원(-28% y-y), 영업적자 41억원 기록

1분기는 탱커 및 컨테이너 모두 시황 개선으로 인해 수익성 개선 전망이며, 2분기는 벌크 부문의 시황 개선 효과 반영, 4분기부터는 LNG선 이익도 증가 전망

	2022	2023P	2024E	2025F
매출액	6,420	4,361	5,167	5,575
증감률	39.1	-32.1	18.5	7.9
영업이익	790	386	480	598
증감률	37.8	-51.1	24.4	24.6
영업이익률	12.3	8.8	9.3	10.7
(지배지분)순이익	677	246	372	534
EPS	1,267	459	696	998
증감률	23.3	-63.7	51.5	43.4
PER	4.5	8.1	6.5	4.5
PBR	0.7	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	3.0	3.1	3.1	2.6
ROE	16.7	5.3	7.7	10.2
부채비율	68.0	66.6	63.5	55.3
순차입금	1,374	1,293	1,354	1,083

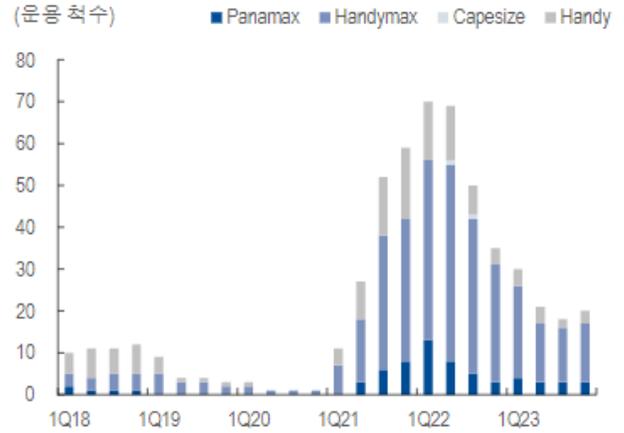
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 팬오션 벌크선 운용 선대



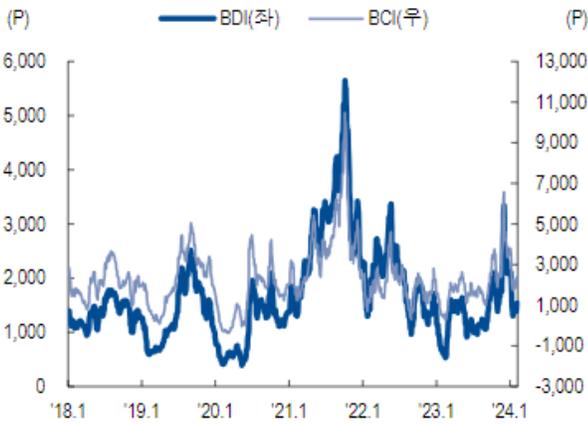
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 벌크선 장기 용선 계약 규모



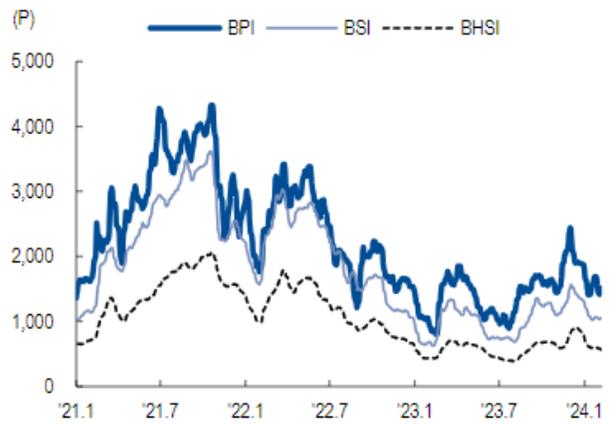
자료: 팬오션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. Baltic Dry Index 및 대형선 Index 추이



자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중소형 벌크선 Index 추이



자료: Baltic Exchange, NH투자증권 리서치본부



카카오게임즈

성공 확률이 높은 회사

[\[출처\] NH투자증권 안재민 애널리스트](#)

하반기부터 조금씩 개선될 것

카카오게임즈에 대한 투자의견 Buy 유지하나, 목표주가를 기존 31,000원에서 29,500원으로 하향. 4분기 중 신규 게임 출시가 없었고, 기존 주력 게임의 매출 하락세가 나타나고 있어 실적 부진이 이어지고 있음. 상반기 중 'R.O.M(MMORPG)', '프로젝트 V(캐주얼)'가 출시를 앞두고 있어 이들 성과에 따라 실적 회복 나타날 것. 동사의 목표주가는 12개월 Forward EPS 1,173원에 Target PER 25배를 적용하여 산정하였고, 2024년 이후 실적 추정치 조정에 따라 목표주가는 하향함
라인업의 무게감을 보면 하반기부터 실적 성장 기대. 자회사 라이온하트스튜디오의 신작 '프로젝트C(서브컬처육성시물레이션)'와 전작의 성과가 좋았던 '패스오브엑자일2(MMORPG)', '가디스오더(액션RPG)'가 출시 예정. 2023년 부진했던 카카오VX와 세나테크놀로지도 2분기 성수기 시즌을 앞두고 회복세를 보일 전망

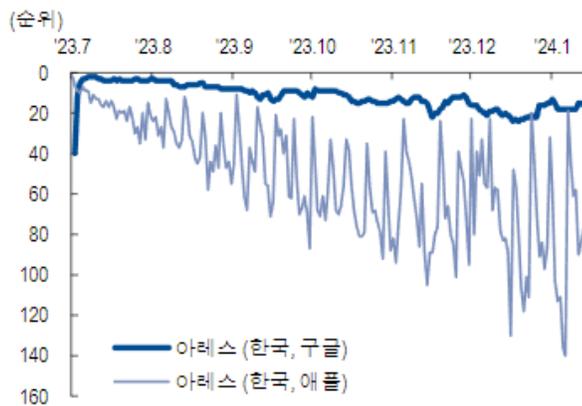
부진한 4분기 실적 기록

카카오게임즈의 4분기 실적은 매출액 2,392억원(+1.5% y-y, -9.6% q-q), 영업이익 141억원(+57.0% y-y, -37.7% q-q)으로 영업이익은 기존 추정치 162억원을 하회하며 부진. 2023년 4분기 신규 게임 출시가 부재했고, 오딘, 아레스, 아키에이지워 등 기존 게임의 매출 하락세 나타남. 세나테크놀로지와 카카오VX로 이루어진 기타매출은 689억원(-5.8% y-y, -0.7% q-q)으로 비수기와 경기 둔화로 부진

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,148	1,024	1,166	1,272
증감률	13.4	-10.8	13.9	9.1
영업이익	175.8	74.4	115.9	152.0
증감률	57.1	-57.7	55.8	31.1
영업이익률	15.3	7.3	9.9	11.9
(지배지분)순이익	-233.6	-244.7	85.9	118.6
EPS	-2,929	-2,967	1,041	1,438
증감률	-	-	-	38.1
PER	N/A	N/A	24.4	17.7
PBR	2.2	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.0	13.3	10.2	8.2
ROE	-12.4	-16.1	6.1	7.8
부채비율	92.3	114.5	110.2	104.4
순차입금	291.2	-167.1	-204.9	-304.9

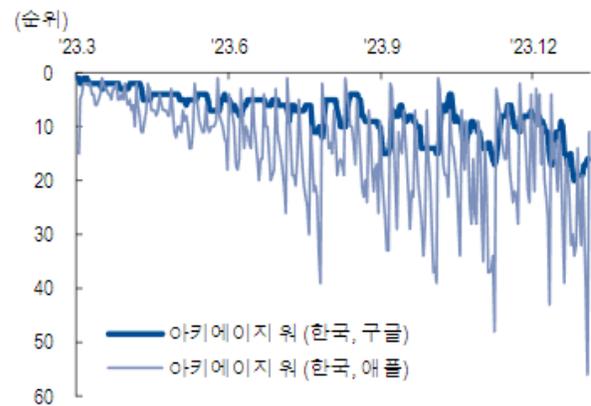
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 아레스 앱스토어 매출 순위 (한국)



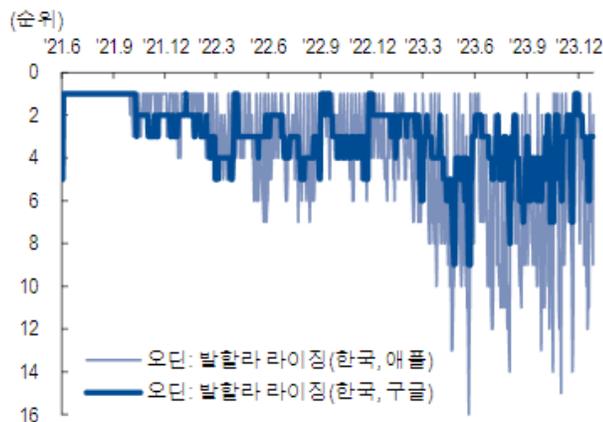
자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림2. 아키에이지 워 앱스토어 매출 순위 (한국)



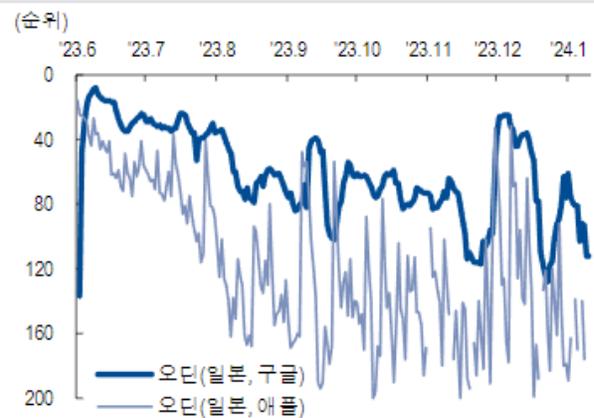
자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림3. 오딘 앱스토어 매출 순위 (한국)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

그림4. 오딘 앱스토어 매출 순위 (일본)



자료: 구글, 애플, data.ai, NH투자증권 리서치본부

