

2022. 11. 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)	45,000 원
현재주가 (11.2)	39,500 원
상승여력	13.9%
KOSDAQ 시가총액	697.37pt
발행주식수	32,485억원
유동주식비율	8,226만주
외국인비중	40.93%
52주 최고/최저가	11.22%
평균거래대금	108,700원/34,950원
주요주주(%)	334.9억원
카카오 외 17인	52.82

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	-33.1	-54.3
상대주가	-10.7	-13.4	-33.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	495.5	66.5	86.0	1,379	582.0	13,529	33.4	3.4	33.1	12.1	27.7
2021	1,012.5	111.9	528.7	7,061	541.5	27,130	12.9	3.4	45.6	34.1	77.9
2022E	1,184.8	195.9	-75.6	-948	적전	24,625	-41.7	1.6	11.8	-3.7	64.0
2023E	1,618.4	267.7	106.1	1,290	흑전	25,915	30.6	1.5	12.5	5.1	65.4
2024E	1,611.5	250.4	120.7	1,467	12.7	27,382	26.9	1.4	10.0	5.5	61.2

# 카카오게임즈 293490

## 반전의 카드를 기다리며

- ✓ 3분기 연결 영업이익은 437억원을 기록, 당사 및 시장 기대치를 크게 하회
- ✓ 오딘 외 전반적인 모바일 게임 매출 하락세가 예상보다 빨랐다고 추정됨
- ✓ 공급이 수요를 이끄는 게임 시장 특성 고려 시 2023년 모바일 부진 지속 예상
- ✓ 시장 부진 속에서 유통 마진 수취하는 구조의 퍼블리셔 가장 마진 스퀴즈 뚜렷
- ✓ 자회사 상장, 핵심 사업의 마진 하락 예정되어 있어 반전의 카드 필요한 시기

### 1분기까지 조용할 신작 사이클

3분기 카카오게임즈의 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,069억원(-34% YoY)과 437억원(+2.3% YoY)으로 영업이익 기준 기대치를 크게 하회했다. 이는 모바일 게임 매출이 1,970억원으로 예상치(2,581억원)를 크게 하회한 점이 주요했다. 라이온하트 영업이익은 365억원으로 추정, 예상치에 부합하는 것으로 보인다. 우마무스메 등 오딘 제외한 기타 게임 매출 하락 속도가 예상보다 가팔랐음을 유추할 수 있다. 퍼블리싱을 주요 사업으로 영위하는 별도 영업이익은 231억원(-42% YoY)을 기록하며 OPM 12%를 기록했다.

4분기 다수의 블록체인 게임 런칭이 계획되었으나 <버디샷>, <보라배틀>을 안착시키는데 당분간 집중할 것으로 보인다. <디스테라>는 11월 얼리엑세스, 1월 정식 런칭 예정이다. 기대작인 <아레스>, <가디스오더> 등도 1분기 예정되어 있다.

### Top down 측면에서 매력도 하락을 반전시킬 카드가 필요한 시기

동사의 적정주가를 53,000원에서 45,000원으로 하향한다. 밸류에이션 톨은 기존과 동일 (2023년 예상 순이익에서 라이온하트 조정 반영 EPS\*상장 후 평균 PER인 27배)하나 2023년 실적이 하향조정 된 데 따른다. 상반기 글로벌 모바일 게임 시장 성장률은 -7%를 기록한데 더해 3분기는 이보다 부진한 -12%를 기록한 것으로 추정된다. 시장 위축기에는 유통사인 퍼블리셔의 margin squeeze가 가속화된다.

2023년 이후 국내 게임사들이 글로벌 플랫폼에 본격적으로 합류되며 글로벌 원 마케팅으로 변경될 가능성이 높아졌다. 퍼블리싱 중심인 동사의 핵심 사업 마진은 장기적으로 하락할 가능성이 높고, 지속될 자회사 상장은 대체재를 증가시킨다. 최근 자회사 라이온하트스튜디오의 상장이 철회되었으나 지분 매입 시 구조를 고려했을 때 상장은 시간의 문제로 보인다. 2023년을 준비할 새로운 카드가 필요한 시기로 판단된다.

(십억원)	3Q22P	3Q21	% YoY	2Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	306.9	466.2	-34.2	338.8	-9.4	356.1	-13.8	366.2	-16.2
영업이익	43.7	42.8	2.3	81.0	-46.0	71.1	-38.5	62.8	-30.4
세전이익	26.5	61.8	-57.1	116.9	-77.4	76.7	-65.5	52.6	-49.7
지배순이익	3.2	49.6	-93.6	45.1	-93.0	50.0	-93.7	23.9	-86.8

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	130.1	129.5	466.2	286.7	266.3	338.8	306.9	272.8	1,012.5	1,184.8	1,618.4	1,611.5
PC	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	13.3	14.4	107.1	57.2	61.6	58.8
모바일	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	197.0	187.7	754.9	774.9	1,200.7	1,162.8
기타	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	96.6	70.8	150.5	352.7	356.1	389.9
<b>% YoY</b>												
매출	34.9	21.5	209.7	101.9	104.7	161.7	-34.2	-4.8	104.3	17.0	36.6	-0.4
PC	19.0	-58.6	-59.1	-62.6	-71.4	-20.3	-25.6	-25.6	-41.7	-46.5	7.5	-4.5
모바일	40.5	86.3	358.6	180.1	194.6	152.8	-52.0	-6.2	203.3	2.7	54.9	-3.2
기타	76.9	65.7	120.6	253.0	294.2	319.0	155.9	5.0	139.4	134.3	1.0	9.5
<b>영업비용</b>												
% to sales	88.0	93.7	90.8	84.1	84.2	76.1	85.8	89.4	88.9	83.5	83.5	84.5
% YoY	36.8	34.1	227.5	92.3	95.8	112.4	-37.9	1.0	109.9	9.8	36.6	0.8
인건비	25.5	25.7	33.8	46.4	47.5	50.4	48.3	54.1	131.5	200.3	225.0	248.5
지급수수료	60.3	59.5	324.2	104.6	89.3	94.5	110.7	97.2	548.6	391.7	682.1	650.3
마케팅비	8.1	13.3	36.4	21.4	14.9	20.4	20.9	18.2	79.3	74.3	114.1	114.0
상각비	4.6	4.5	6.0	19.3	20.1	21.1	21.5	21.2	34.4	83.9	83.7	80.9
기타	15.9	18.4	23.0	49.5	52.5	71.4	61.7	53.1	106.8	238.8	245.8	267.3
<b>이익 추정</b>												
영업이익	15.6	8.1	42.7	45.5	42.1	81.0	43.7	29.0	111.9	195.9	267.6	250.4
% YoY	22.9	-49.5	101.3	174.7	169.7	900.2	2.3	-36.1	68.2	75.0	36.6	-6.4
영업이익률(%)	12.0	6.3	9.2	15.9	15.8	23.9	14.2	10.6	11.1	16.5	16.5	15.5
세전이익	20.1	3.0	61.8	637.2	34.2	116.9	26.5	-182.8	722.1	-5.2	268.9	273.2
% YoY	34.3	-85.8	142.0	3,814.5	70.3	3,775.2	-57.1	적전	826.5	적전	흑전	1.6
지배주주순이익	20.8	1.0	49.6	457.3	13.5	45.1	3.2	-137.4	528.7	-75.6	106.1	120.7
% YoY	54.3	-94.8	77.5	1,691.9	-34.7	4,444.9	-93.6	적전	514.9	적전	흑전	13.7

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

## 카카오게임즈 (293490)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>495.5</b>	<b>1,012.5</b>	<b>1,184.8</b>	<b>1,618.4</b>	<b>1,611.5</b>
매출액증가율 (%)	26.7	104.3	17.0	36.6	-0.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,184.8	1,618.4	1,611.5
판매관리비	429.0	900.6	988.9	1,350.7	1,361.0
<b>영업이익</b>	<b>66.5</b>	<b>111.9</b>	<b>195.9</b>	<b>267.7</b>	<b>250.4</b>
영업이익률	13.4	11.1	16.5	16.5	15.5
금융손익	34.2	-47.1	-15.4	5.3	-4.8
중속/관계기업손익	-1.6	12.8	-22.9	-0.5	12.8
기타영업외손익	-21.2	644.4	-162.9	-3.5	14.8
세전계속사업이익	77.9	722.1	-5.3	268.9	273.3
법인세비용	10.4	201.9	18.7	80.2	60.6
<b>당기순이익</b>	<b>67.5</b>	<b>520.2</b>	<b>-24.0</b>	<b>188.7</b>	<b>212.7</b>
지배주주지분 손이익	86.0	528.7	-75.6	106.1	120.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>82.3</b>	<b>227.8</b>	<b>-851.1</b>	<b>347.3</b>	<b>332.7</b>
당기순이익(손실)	67.5	520.2	-24.0	188.7	212.7
유형자산상각비	13.2	20.1	51.2	-45.4	40.2
무형자산상각비	9.1	23.2	107.5	91.2	77.4
운전자본의 증감	-14.7	56.7	-986.3	112.4	2.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-168.4</b>	<b>-804.0</b>	<b>112.2</b>	<b>21.3</b>	<b>-20.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-27.8	-11.0	-5.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-204.6	-447.7	16.4	-1.4	-3.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>408.7</b>	<b>818.1</b>	<b>588.3</b>	<b>-10.6</b>	<b>20.5</b>
차입금의 증감	66.5	555.1	588.3	-10.6	20.5
자본의 증가	398.9	325.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	320.1	241.5	-150.7	358.0	333.1
기초현금	247.1	567.2	808.7	658.0	1,016.0
기말현금	567.2	808.7	658.0	1,016.0	1,349.1

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>695.6</b>	<b>1,151.3</b>	<b>945.7</b>	<b>1,337.6</b>	<b>1,684.9</b>
현금및현금성자산	567.2	808.7	658.0	1,016.0	1,349.1
매출채권	53.8	90.6	106.0	144.8	144.2
재고자산	11.7	60.2	107.4	105.5	116.1
<b>비유동자산</b>	<b>614.3</b>	<b>3,153.8</b>	<b>2,983.7</b>	<b>2,939.4</b>	<b>2,825.4</b>
유형자산	49.4	75.4	29.2	74.6	34.3
무형자산	153.3	2,128.2	2,020.8	1,929.6	1,852.1
투자자산	332.4	792.9	776.5	777.9	781.6
<b>자산총계</b>	<b>1,309.9</b>	<b>4,305.0</b>	<b>3,929.5</b>	<b>4,277.0</b>	<b>4,510.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>159.3</b>	<b>842.7</b>	<b>329.4</b>	<b>498.2</b>	<b>496.3</b>
매입채무	0.3	11.5	13.5	18.5	18.4
단기차입금	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>125.2</b>	<b>1,041.8</b>	<b>1,203.5</b>	<b>1,193.5</b>	<b>1,216.0</b>
사채	0.9	496.6	496.6	496.6	496.6
장기차입금	0.0	1.2	601.2	601.2	631.2
<b>부채총계</b>	<b>284.5</b>	<b>1,884.5</b>	<b>1,532.9</b>	<b>1,691.7</b>	<b>1,712.3</b>
<b>자본금</b>	<b>7.4</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>	<b>7.8</b>
자본잉여금	728.3	1,053.7	1,053.7	1,053.7	1,053.7
기타포괄이익누계액	85.7	271.3	271.3	271.3	271.3
이익잉여금	179.5	740.6	665.0	771.1	891.7
비지배주주지분	22.6	319.2	370.8	453.5	545.5
<b>자본총계</b>	<b>1,025.4</b>	<b>2,420.5</b>	<b>2,396.5</b>	<b>2,585.3</b>	<b>2,797.9</b>

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	7,949	13,524	14,852	19,674	19,590
EPS(지배주주)	1,379	7,061	-948	1,290	1,467
CFPS	1,418	-416	2,047	4,004	4,888
EBITDAPS	1,424	2,073	4,445	3,811	4,475
BPS	13,529	27,130	24,625	25,915	27,382
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	33.4	12.9	-41.7	30.6	26.9
PCR	32.4	-218.6	19.3	9.9	8.1
PSR	5.8	6.7	2.7	2.0	2.0
PBR	3.4	3.4	1.6	1.5	1.4
EBITDA	88.8	155.2	354.6	313.5	368.1
EV/EBITDA	33.1	45.6	11.8	12.5	10.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.1	34.1	-3.7	5.1	5.5
EBITDA 이익률	17.9	15.3	29.9	19.4	22.8
부채비율	27.7	77.9	64.0	65.4	61.2
금융비용부담률	1.0	0.7	1.4	1.4	1.4
이자보상배율(x)	13.5	16.2	11.5	12.1	11.3
매출채권회전율(x)	11.2	14.0	12.1	12.9	11.2
재고자산회전율(x)	42.0	28.2	14.1	15.2	14.5

**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 해당 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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

