



### Marketperform(Downgrade)

목표주가: 50,000원  
주가(1/16): 48,250원  
시가총액: 39,705억원



인터넷/게임 Analyst 김진구  
jingu.kim@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSDAQ (1/16)		716.89pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	81,000원	34,950원
등락률	-40.4%	38.1%
수익률	절대	상대
1M	8.9%	9.0%
6M	-2.3%	3.9%
1Y	-32.4%	-9.6%

#### Company Data

발행주식수		82,290천주
일평균 거래량(3M)		653천주
외국인 지분율		12.2%
배당수익률(22E)		0.0%
BPS(22E)		29,047원
주요 주주	카카오 외 16인	49.9%

#### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	495.5	1,012.5	1,172.1	1,471.1
영업이익	66.5	111.9	190.9	281.5
EBITDA	88.8	155.2	237.9	328.9
세전이익	77.9	722.1	205.6	301.5
순이익	67.5	520.2	124.8	228.5
지배주주지분순이익	86.0	528.7	70.4	172.4
EPS(원)	1,379	7,061	856	2,095
증감률(% YoY)	600.3	412.0	-87.9	144.8
PER(배)	33.4	12.9	52.2	23.0
PBR(배)	3.40	3.35	1.54	1.43
EV/EBITDA(배)	32.7	45.5	14.2	10.1
영업이익률(%)	13.4	11.1	16.3	19.1
ROE(%)	12.1	34.1	3.1	6.7
순차입금비율(%)	-51.0	-12.4	-24.2	-33.8

#### Price Trend



## 카카오게임즈 (293490)

### 적정 밸류에이션 근접



동사 목표주가 5만원을 유지하나, 주가 상승여력 축소를 감안해 투자 의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 조정한다. 라이온하트스튜디오 IPO 일정 상의 변수는 존재하나 올해 특정 시점에서 그 가능성이 재차 부각될 것으로 판단하며, IPO 시점에 맞춰서 오딘 일본 등 글로벌 출시 플로우가 집중될 것으로 판단한다.

#### >>> 동사 주가 상승여력 축소에 따른 투자 의견 하향

동사 목표주가 5만원을 유지하나, 주가 상승여력 축소를 감안하여 투자 의견을 기존 Outperform에서 Marketperform으로 조정한다. 목표주가 산정시 23E 지배주주지분 1,724억원을 기준으로, 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산분 528억원과 이를 제외한 1,196억원으로 구분하였다. 각각의 이익 기준 목표 PER은 20배, 27.5배를 적용했으며 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가로 반영하였다. 후자는 아키에이지2 등 동사 주요 신작의 업사이드 리스크를 반영해 우호적 밸류에이션을 적용하였다. 라이온하트스튜디오 IPO는 일정 상의 변수는 존재하나 올해 특정 시점에서 그 가능성이 재차 부각될 것으로 판단하며, IPO 시점에 맞춰서 오딘 일본 등 글로벌 출시 플로우가 집중될 것으로 판단한다.

#### >>> 주요 게임 타이틀별 일평균 매출 추정치 점검

동사 핵심 라이브 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출은 22E 13억원에서 23E 11억원으로 하향 안정화를 전망하며, 동 게임의 일본과 서구권 매출 인식 초기 분기는 각각 3Q23E, 1Q24E로 해당 일평균 매출액은 2.5억원을 반영하였다. 우마무스메 일평균 매출은 22E 4억원에서 23E 2억원 수준으로 하향 안정화를 전망한다. 에버소울은 출시 초반 경쟁 게임별 주 요소들을 복합적으로 결합한 게임성 등으로 유저 트래픽 기반 매출을 동인하고 있지만 차별화된 게임성이 희석될 수 있는 약점이 존재하기에 매출 수준은 하향세를 전망하며 동 게임의 초기 분기인 1Q23E 일평균 매출은 5억원, 23E 연간 일평균 매출액은 4억원을 추정치에 반영하였다. 또한 아키에이지워 매출 초기 분기는 2Q23E로 일평균 매출액 10억원을 반영했고, 동 게임의 23E 일평균 매출은 8억원으로 안정화를 가정하였다.

#### >>> 4Q22E 영업이익 240억원으로 레벨다운 예상

동사의 4분기 영업이익은 240억원으로 전분기대비 45% 감소를 예상한다. PC 라인업에서 엘리온 서비스 종료에 따른 매출 제거와 오딘의 소폭 하향 안정화, 우마무스메의 일평균 매출 레벨다운 및 VX/기타 부문의 비수기 효과 등으로 전체 매출액이 전분기대비 15% 감소가 예상되면서 영업이익 레벨다운에 대한 주된 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	130.1	129.5	466.2	286.7	266.3	338.8	306.9	260.0	1,012.5	1,172.1	1,471.1
PC 게임	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	13.3	10.2	107.1	53.1	38.9
모바일게임	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	197.0	159.0	754.9	746.2	1,032.4
VX/기타	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	96.6	90.9	150.5	372.7	399.9
영업비용	114.5	121.4	423.4	241.2	224.3	257.8	263.2	236.0	900.6	981.2	1,189.6
영업이익	15.6	8.1	42.7	45.5	42.1	81.0	43.7	24.0	111.9	190.9	281.5
영업이익률(%)	12.0%	6.3%	9.2%	15.9%	15.8%	23.9%	14.2%	9.2%	11.1%	16.3%	19.1%
영업외손익	4.5	-5.1	19.0	591.8	-7.9	35.9	-17.3	4.0	610.2	14.7	20.0
법인세차감전순이익	20.1	3.0	61.8	637.2	34.2	116.9	26.5	28.0	722.1	205.6	301.5
법인세차감전순이익률(%)	15.4%	2.3%	13.2%	222.3%	12.8%	34.5%	8.6%	10.8%	71.3%	17.5%	20.5%
법인세비용	1.8	2.6	17.4	180.1	5.9	52.9	15.2	6.8	201.9	80.8	73.0
법인세율(%)	8.7%	87.2%	28.2%	28.3%	17.3%	45.3%	57.4%	24.2%	28.0%	39.3%	24.2%
당기순이익	18.3	0.4	44.3	457.1	28.3	64.0	11.3	21.2	520.2	124.8	228.5
당기순이익률(%)	14.1%	0.3%	9.5%	159.4%	10.6%	18.9%	3.7%	8.2%	51.4%	10.6%	15.5%
지배주주지분	20.8	1.0	49.6	457.3	13.5	45.1	3.2	8.6	528.7	70.4	172.4
비지배지분	-2.4	-0.6	-5.3	-0.2	14.7	18.9	8.1	12.6	-8.5	54.4	56.1

자료: 카카오게임즈, 키움증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
매출액	1,208.6	1,406.1	1,466.1	1,172.1	1,471.1	1,534.9	-3.0%	4.6%	4.7%
영업이익	206.8	287.0	292.3	190.9	281.5	296.9	-7.7%	-1.9%	1.6%
영업이익률	17.1%	20.4%	19.9%	16.3%	19.1%	19.3%	-0.8%	-1.3%	-0.6%
법인세차감전순이익	222.5	311.0	320.3	205.6	301.5	320.9	-7.6%	-3.1%	0.2%
당기순이익	137.6	235.4	242.1	124.8	228.5	242.6	-9.3%	-2.9%	0.2%
지배주주지분	81.5	174.6	180.3	70.4	172.4	184.1	-13.7%	-1.3%	2.1%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E
매출액	296.6	281.6	401.5	366.4	260.0	304.3	394.8	387.6	-12.3%	8.0%	-1.7%	5.8%
영업이익	39.9	24.9	112.4	79.5	24.0	25.8	88.5	88.5	-39.8%	3.7%	-21.2%	11.3%
영업이익률	13.5%	8.8%	28.0%	21.7%	9.2%	8.5%	22.4%	22.8%	-4.2%	-0.4%	-5.6%	1.1%
법인세차감전순이익	44.9	30.9	118.4	85.5	28.0	30.8	93.5	93.5	-37.6%	-0.3%	-21.0%	9.3%
당기순이익	34.0	23.4	89.6	64.7	21.2	23.4	70.9	70.9	-37.6%	-0.1%	-20.9%	9.5%
지배주주지분	19.8	8.6	74.0	49.6	8.6	9.9	57.7	55.8	-56.5%	15.6%	-22.0%	12.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	495.5	1,012.5	1,172.1	1,471.1	1,534.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,172.1	1,471.1	1,534.9
판매비	429.0	900.6	981.2	1,189.6	1,237.9
<b>영업이익</b>	66.5	111.9	190.9	281.5	296.9
<b>EBITDA</b>	88.8	155.2	237.9	328.9	344.3
영업외손익	11.4	610.2	14.7	20.0	24.0
이자수익	3.0	7.0	9.7	12.7	16.1
이자비용	4.9	6.9	6.9	6.9	6.9
외환관련이익	6.4	7.2	7.3	7.5	7.6
외환관련손실	7.8	5.7	5.8	5.9	6.0
종속 및 관계기업손익	-1.6	12.8	0.0	0.0	0.0
기타	16.3	595.8	10.4	12.6	13.2
<b>법인세차감전이익</b>	77.9	722.1	205.6	301.5	320.9
법인세비용	10.4	201.9	80.8	73.0	78.4
계속사업손익	67.5	520.2	124.8	228.5	242.6
<b>당기순이익</b>	67.5	520.2	124.8	228.5	242.6
<b>지배주주순이익</b>	86.0	528.7	70.4	172.4	184.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	26.7	104.3	15.8	25.5	4.3
영업이익 증감율	90.0	68.3	70.6	47.5	5.5
EBITDA 증감율	68.0	74.8	53.3	38.3	4.7
지배주주순이익 증감율	682.1	514.8	-86.7	144.9	6.8
EPS 증감율	600.3	412.0	-87.9	144.8	6.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	13.4	11.1	16.3	19.1	19.3
EBITDA Margin(%)	17.9	15.3	20.3	22.4	22.4
지배주주순이익률(%)	17.4	52.2	6.0	11.7	12.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	82.3	227.8	352.4	403.1	446.7
당기순이익	0.0	0.0	124.8	228.5	242.6
비현금항목의 가감	20.9	-551.3	193.4	182.9	184.8
유형자산감가상각비	13.2	20.1	22.2	22.5	22.5
무형자산감가상각비	9.1	23.2	24.9	24.9	24.9
지분법평가손익	-2.9	-681.7	0.0	0.0	0.0
기타	1.5	87.1	146.3	135.5	137.4
영업활동자산부채증감	-14.7	56.7	37.2	-16.1	13.5
매출채권및기타채권의감소	-12.1	78.7	14.6	-22.4	-4.8
재고자산의감소	0.1	-11.0	1.6	-15.0	-3.2
매입채무및기타채무의증가	12.4	-21.4	13.3	13.5	13.8
기타	-15.1	10.4	7.7	7.8	7.7
기타현금흐름	76.1	722.4	-3.0	7.8	5.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-168.4	-804.0	-81.6	-96.7	-101.4
유형자산의 취득	-27.8	-11.0	-22.5	-22.5	-22.5
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.7	-15.3	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-204.6	-447.7	-9.4	-9.5	-9.7
단기금융자산의감소(증가)	-14.6	-112.8	-74.7	-89.7	-94.2
기타	80.2	-217.3	50.0	50.0	50.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	408.7	818.1	50.5	50.0	50.0
차입금의 증가(감소)	-23.1	488.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	399.9	209.0	0.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	31.9	120.7	50.0	50.0	50.0
기타현금흐름	-2.5	-0.4	-28.4	-28.4	-28.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	320.1	241.4	292.9	328.0	366.9
기초현금 및 현금성자산	247.1	567.2	808.7	1,101.6	1,429.6
기말현금 및 현금성자산	567.2	808.7	1,101.6	1,429.6	1,796.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	695.6	1,151.2	1,505.8	1,964.2	2,436.9
현금 및 현금성자산	567.2	808.7	1,101.6	1,429.6	1,796.5
단기금융자산	36.7	149.5	224.2	313.9	408.1
매출채권 및 기타채권	60.6	102.5	87.9	110.3	115.1
재고자산	11.7	60.2	58.6	73.6	76.7
기타유동자산	19.4	30.3	33.5	36.8	40.5
<b>비유동자산</b>	614.3	3,153.8	3,166.7	3,179.6	3,192.7
투자자산	332.4	792.9	802.2	811.8	821.5
유형자산	49.4	75.4	75.7	75.7	75.7
무형자산	153.3	2,128.2	2,128.3	2,128.4	2,128.5
기타비유동자산	79.2	157.3	160.5	163.7	167.0
<b>자산총계</b>	1,309.9	4,305.0	4,672.5	5,143.8	5,629.6
<b>유동부채</b>	159.3	842.7	858.7	875.1	891.7
매입채무 및 기타채무	66.6	662.6	675.9	689.4	703.2
단기금융부채	16.5	41.9	41.9	41.9	41.9
기타유동부채	76.2	138.2	140.9	143.8	146.6
<b>비유동부채</b>	125.2	1,041.8	1,049.9	1,058.2	1,066.7
장기금융부채	64.0	615.3	615.3	615.3	615.3
기타비유동부채	61.2	426.5	434.6	442.9	451.4
<b>부채총계</b>	284.5	1,884.5	1,908.7	1,933.3	1,958.4
<b>지배지분</b>	1,025.4	2,101.3	2,390.3	2,780.8	3,183.0
자본금	7.4	7.7	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	728.3	1,053.6	1,053.6	1,053.6	1,053.6
기타자본	1.9	28.0	28.0	28.0	28.0
기타포괄손익누계액	85.7	271.3	489.4	707.5	925.7
이익잉여금	179.5	740.6	811.0	983.4	1,167.4
비지배지분	22.6	319.2	373.6	429.7	488.2
<b>자본총계</b>	1,025.4	2,420.5	2,763.9	3,210.5	3,671.2
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,379	7,061	856	2,095	2,237
BPS	13,529	27,129	29,047	33,792	38,680
CFPS	1,418	-416	3,868	4,999	5,193
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	33.4	12.9	52.2	23.0	21.6
PER(최고)	64.6	16.4	112.4		
PER(최저)	31.1	6.4	40.0		
PBR	3.40	3.35	1.54	1.43	1.25
PBR(최고)	6.59	4.28	3.31		
PBR(최저)	3.17	1.67	1.18		
PSR	5.79	6.73	3.13	2.70	2.59
PCFR	32.4	-218.6	11.5	9.7	9.3
EV/EBITDA	32.7	45.5	14.2	10.1	8.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.1	18.5	2.8	4.7	4.5
ROE	12.1	34.1	3.1	6.7	6.2
ROIC	76.8	46.1	7.2	12.8	13.4
매출채권회전율	10.0	12.4	12.3	14.8	13.6
재고자산회전율	42.0	28.2	19.7	22.3	20.4
부채비율	27.7	77.9	69.1	60.2	53.3
순차입금비율	-51.0	-12.4	-24.2	-33.8	-42.1
이자보상배율	13.5	16.2	27.7	40.8	43.1
총차입금	80.6	657.1	657.1	657.1	657.1
순차입금	-523.3	-301.0	-668.7	-1,086.4	-1,547.4
NOPLAT	88.8	155.2	237.9	328.9	344.3
FCF	75.9	525.5	160.3	205.0	245.8

Compliance Notice

- 당사는 1월 16일 현재 '카카오게임즈(293490)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
카카오게임즈 (293490)	2022-02-23	Buy(Initiate)	92,000원	6개월	-22.08	-11.96
	2022-05-04	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-26.41	-15.54
	2022-08-04	Buy(Maintain)	74,000원	6개월	-31.59	-15.54
	2022-11-04	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-9.26	-2.98
	2022-12-01	Outperform(Downgrade)	50,000원	6개월	-12.61	-3.50
	2023-01-17	Marketperform(Downgrade)	50,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

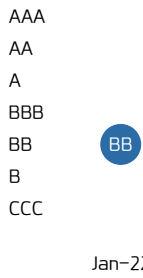
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2022/01/01~2022/12/31)

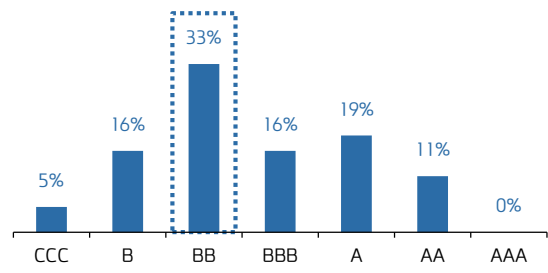
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주) MSCI ACWI Index 내 미디어 및 엔터테인먼트 기업 75개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.1	4.5		
<b>환경</b>	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
<b>사회</b>	3.8	4.8	51.0%	
인력 자원 개발	2.8	3.2	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	4.9	6.1	25.0%	
<b>지배구조</b>	4.1	3.9	44.0%	▼0.1
기업 지배구조	5.5	4.8		▼0.1
기업 활동	3.9	4.7		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021년 11월	고객 개인정보를 보호하지 않은 혐의로 개인정보 보호위원회에서 5백만원 과태료 부과
2021년 10월	국정감사에서 카카오VX 임원의 용인 골프장 개발 예정지 인근 농지 구입에 따른 투기 의혹 제기
2021년 06월	녹색경제신문에서 '오단: 발할라 라이징' 게임의 과도한 과금 유도를 위해 출시 전 플레이 화면을 유출했다고 비판

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

상위 5위 피어그룹 (미디어 및 엔터테인먼트)	탄소 배출	인력 자원 개발	개인정보 보호와 데이터 보안	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Mango Excellent Media Co Ltd	●	● ● ● ●	● ● ●	●	●	N/A	◀▶
HYBE Co., Ltd.	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	●	N/A	◀▶
Embracer Group AB	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	N/A	▲▲
TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP	● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ●	N/A	◀▶
AMC ENTERTAINMENT HOLDINGS, INC.	● ●	● ● ●	● ●	●	● ● ●	N/A	▲
Kakao Games Corp.	●	● ●	●	● ● ●	● ●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●  
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
 자료: MSCI, 키움증권 리서치