



Outperform(Maintain)

목표주가: 38,000원(하향)

주가(7/18): 33,150원

시가총액: 27,336억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (7/18)		914.14pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	59,800원	28,900원
등락률	-44.6%	14.7%
수익률	절대	상대
1M	-13.1%	-15.6%
6M	-26.8%	-43.0%
1Y	-33.5%	-42.5%

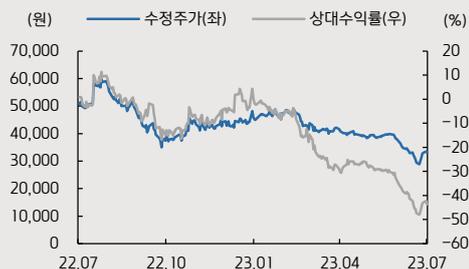
Company Data

발행주식수	82,461천주
일평균 거래량(3M)	418천주
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(23E)	0.0%
BPS(23E)	19,143원
주요 주주	카카오 외 16인 49.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,273.2	1,444.3
영업이익	111.9	175.8	139.4	195.1
EBITDA	155.2	269.1	223.0	282.3
세전이익	722.1	-194.7	145.8	217.1
순이익	520.2	-196.1	112.7	164.5
지배주주지분순이익	528.7	-233.6	105.9	151.5
EPS(원)	7,061	-2,929	1,285	1,837
증감률(% YoY)	412.0	적전	흑전	43.0
PER(배)	12.9	-15.2	25.8	18.0
PBR(배)	3.35	2.18	1.73	1.80
EV/EBITDA(배)	45.5	16.6	16.5	13.4
영업이익률(%)	11.1	15.3	10.9	13.5
ROE(%)	34.1	-12.4	6.5	9.8
순차입금비율(%)	-12.4	22.7	31.2	37.1

Price Trend



카카오게임즈 (293490)

트리플 A급 신작이 요구



동사의 목표주가를 4.5만원에서 3.8만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 이는 아키에이지 2 등 동사 차기 신작의 추가 잠재력을 감안한 우호적 밸류에이션이 적용된 결과이며, 향후 아키에이지 2가 대중적 유저 피드백을 통해 트리플 A급 게임으로 포지셔닝될 수 있는지 여부가 중요할 것으로 판단한다.

>>> 동사 목표주가 3.8만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 4.5만원에서 3.8만원으로 하향하고 투자의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가 산정은 동사 주요 신작별 성과가 온기로 반영될 24E 지배주주지분 1,515억원 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준의 지배주주지분 환산분 405억원과 이를 제외한 1,110억원으로 구분하였다. 각각의 이익 기준 타겟 PER은 20배, 25배를 적용했고 연간 할인율 10%을 반영하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가 적용하였다. 후자는 아키에이지 2 등 동사 차기 신작의 추가 잠재력을 감안한 우호적 밸류에이션이다. 이에 향후 아키에이지 2가 대중적 유저 피드백을 통해 트리플 A급 게임으로 포지셔닝될 수 있는지 여부가 중요할 것으로 판단한다.

>>> 주요 게임별 일평균 매출 추정치 점검

동사의 핵심 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출액은 23E 10.0억원에서 24E 10.7억원으로 소폭의 증가를 가정했고, 이는 해당 게임의 서구권 출시에 따른 일평균 매출을 초기 분기인 1Q24E 1.3억원과 24E 0.9억원으로 반영했기 때문이다. 아키에이지 워 일평균 매출은 23E 6.7억원에서 24E 6.6억원으로 대체로 유지를 추정치에 담고 있으며, 대만 및 서구권 출시에 따른 초기 매출 분기로 각각 1Q24E, 4Q24E를 가정하되, 해당 장르 경쟁강도 증가 및 차별화 포인트 약화 등을 감안하여 권역별 일평균 매출은 기존 대비 절반 수준인 1.3억원과 2.5억원을 각각 반영한 결과이다. 또한 에버소울 국내 성과를 살펴볼 때 일본 시장에서 유의미한 성과를 창출하는데 약점이 있다고 판단되는 바, 이에 따라 동 지역 출시에 따른 일평균 매출을 추정치에서 제거했다. 또한 아레스 일평균 매출액이 초기 분기 기준 3Q23E 10.0억원과 23E 8.6억원으로 성공을 전제할 추정치가 모델링에 반영됨으로써 이익 수준이 가볍지 않음을 재차 상기하고자 한다. 중장기적으로 동사 기업가치의 레벨업을 위해서는 콘솔 포함 트리플 A급 게임에 대한 개발과 라인업 확장이 전제될 필요가 있음을 명시적으로 밝히고자 한다.

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	303.0	368.9	352.1	1,147.7	1,273.2	1,444.3
PC 게임	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.6	12.1	11.4	53.7	49.2	72.9
모바일게임	177.2	213.1	197.0	151.7	153.9	193.5	271.2	260.2	738.9	878.8	1,010.7
VX/기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.2	97.8	85.7	80.5	355.1	345.2	360.7
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	268.5	314.1	313.3	971.9	1,133.8	1,249.3
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	34.4	54.8	38.8	175.8	139.4	195.1
영업이익률(%)	15.8%	23.9%	14.2%	3.8%	4.6%	11.4%	14.9%	11.0%	15.3%	11.0%	13.5%
영업외손익	-7.9	35.9	-17.3	-381.2	-8.6	5.0	5.0	5.0	-370.5	6.4	22.0
법인세차감전순이익	34.2	116.9	26.5	-372.3	2.7	39.4	59.8	43.8	-194.7	145.8	217.1
법인세차감전순이익률(%)	12.8%	34.5%	8.6%	-158.0%	1.1%	13.0%	16.2%	12.4%	-17.0%	11.5%	15.0%
법인세비용	5.9	52.9	15.2	-72.6	-1.5	9.5	14.5	10.6	1.4	33.1	52.5
법인세율(%)	17.3%	45.3%	57.4%	19.5%	-56.7%	24.2%	24.2%	24.2%	-0.7%	22.7%	24.2%
당기순이익	28.3	64.0	11.3	-299.7	4.2	29.9	45.3	33.2	-196.1	112.7	164.5
당기순이익률(%)	10.6%	18.9%	3.7%	-127.2%	1.7%	9.9%	12.3%	9.4%	-17.1%	8.9%	11.4%
지배주주지분	13.5	45.1	3.2	-295.4	2.2	29.1	43.1	31.6	-233.6	105.9	151.5
비지배지분	14.7	18.9	8.1	-4.2	2.0	0.8	2.3	1.7	37.5	6.8	13.0

자료: 카카오게임즈, 키움증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
매출액	1,363.4	1,640.7	1,652.2	1,273.2	1,444.3	1,456.4	-6.6%	-12.0%	-11.9%
영업이익	195.3	320.2	317.6	139.4	195.1	190.0	-28.6%	-39.1%	-40.2%
영업이익률	14.3%	19.5%	19.2%	11.0%	13.5%	13.0%	-3.4%	-6.0%	-6.2%
법인세차감전순이익	201.7	344.2	345.6	145.8	217.1	214.0	-27.7%	-36.9%	-38.1%
당기순이익	155.1	256.2	257.2	112.7	164.5	162.2	-27.3%	-35.8%	-36.9%
지배주주지분	144.8	235.7	230.5	105.9	151.5	141.9	-26.8%	-35.7%	-38.4%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E
매출액	322.9	415.0	376.3	405.5	303.0	368.9	352.1	358.8	-6.2%	-11.1%	-6.4%	-11.5%
영업이익	44.9	81.4	57.7	84.9	34.4	54.8	38.8	54.0	-23.3%	-32.7%	-32.7%	-36.4%
영업이익률	13.9%	19.6%	15.3%	20.9%	11.4%	14.9%	11.0%	15.0%	-2.5%	-4.8%	-4.3%	-5.9%
법인세차감전순이익	49.9	86.4	62.7	90.9	39.4	59.8	43.8	59.5	-20.9%	-30.8%	-30.1%	-34.6%
당기순이익	37.8	65.5	47.5	67.7	29.9	45.3	33.2	45.1	-20.9%	-30.8%	-30.1%	-33.4%
지배주주지분	35.9	62.0	44.6	62.1	29.1	43.1	31.6	41.8	-19.0%	-30.6%	-29.2%	-32.7%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,273.2	1,444.3	1,456.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,273.2	1,444.3	1,456.4
판매비	900.6	971.9	1,133.8	1,249.3	1,266.4
영업이익	111.9	175.8	139.4	195.1	190.0
EBITDA	155.2	269.1	223.0	282.3	280.3
영업외손익	610.2	-370.5	6.4	22.0	24.0
이자수익	7.0	16.6	13.7	11.8	10.5
이자비용	6.9	15.1	15.1	15.1	15.1
외환관련이익	7.2	9.5	9.7	9.9	10.1
외환관련손실	5.7	5.8	5.9	6.1	6.2
종속 및 관계기업손익	12.8	-30.9	0.0	0.0	0.0
기타	595.8	-344.8	4.0	21.5	24.7
법인세차감전이익	722.1	-194.7	145.8	217.1	214.0
법인세비용	201.9	1.4	33.1	52.5	51.8
계속사업손익	520.2	-196.1	112.7	164.5	162.2
당기순이익	520.2	-196.1	112.7	164.5	162.2
지배주주순이익	528.7	-233.6	105.9	151.5	141.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	104.3	13.4	10.9	13.4	0.8
영업이익 증감율	68.2	57.1	-20.7	40.0	-2.6
EBITDA 증감율	74.9	73.4	-17.1	26.6	-0.7
지배주주순이익 증감율	515.0	-144.2	-145.3	43.1	-6.3
EPS 증감율	412.0	적전	흑전	43.0	-6.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	11.1	15.3	10.9	13.5	13.0
EBITDA Margin(%)	15.3	23.4	17.5	19.5	19.2
지배주주순이익률(%)	52.2	-20.4	8.3	10.5	9.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	481.9	529.5	559.4
당기순이익	0.0	0.0	112.7	164.5	162.2
비현금항목의 가감	-551.3	488.3	338.9	363.9	367.6
유형자산감가상각비	20.1	29.7	7.2	7.9	8.4
무형자산감가상각비	23.2	63.6	76.3	79.3	81.9
지분법평가손익	-681.7	-246.2	0.0	0.0	0.0
기타	87.1	641.2	255.4	276.7	277.3
영업활동자산부채증감	56.7	-80.1	-10.6	-18.5	10.6
매출채권및기타채권의감소	78.7	7.1	-9.3	-12.6	-0.9
재고자산의감소	-11.0	-63.1	-13.5	-18.4	-1.3
매입채무및기타채무의증가	-21.4	14.8	3.8	4.0	4.2
기타	10.4	-38.9	8.4	8.5	8.6
기타현금흐름	722.4	-274.4	40.9	19.6	19.0
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	-225.3	-225.9	-226.6
유형자산의 취득	-11.0	-23.6	-10.0	-10.0	-10.0
유형자산의 처분	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.3	7.4	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-447.7	274.2	-5.4	-5.5	-5.6
단기금융자산의감소(증가)	-112.8	-49.5	-9.9	-10.4	-11.0
기타	-217.3	-1,172.7	-100.0	-100.0	-100.0
재무활동 현금흐름	818.1	644.1	-100.0	-100.0	-100.0
차입금의 증가(감소)	488.4	627.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	209.0	196.6	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-49.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	120.7	-131.4	-100.0	-100.0	-100.0
기타현금흐름	-0.4	3.8	-309.3	-309.4	-309.5
현금 및 현금성자산의 순증가	241.4	-181.9	-152.7	-105.9	-76.7
기초현금 및 현금성자산	567.2	808.7	626.8	474.1	368.2
기말현금 및 현금성자산	808.7	626.8	474.1	368.2	291.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,151.2	1,057.4	938.5	875.3	813.1
현금 및 현금성자산	808.7	626.8	474.1	368.2	291.5
단기금융자산	149.5	198.9	208.9	219.3	230.3
매출채권 및 기타채권	102.5	84.6	93.9	106.5	107.4
재고자산	60.2	123.3	136.7	155.1	156.4
기타유동자산	30.3	23.8	24.9	26.2	27.5
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,852.4	2,884.9	2,914.4
투자자산	792.9	487.8	493.2	498.7	504.3
유형자산	75.4	93.0	95.7	97.8	99.4
무형자산	2,128.2	2,033.3	2,056.9	2,077.7	2,095.8
기타비유동자산	157.3	202.5	206.6	210.7	214.9
자산총계	4,305.0	3,873.9	3,791.0	3,760.2	3,727.5
유동부채	842.7	267.0	273.2	279.6	286.3
매입채무 및 기타채무	662.6	86.4	90.2	94.2	98.4
단기금융부채	41.9	59.7	59.7	59.7	59.7
기타유동부채	138.2	120.9	123.3	125.7	128.2
비유동부채	1,041.8	1,592.0	1,599.2	1,606.4	1,613.9
장기금융부채	615.3	1,222.6	1,222.6	1,222.6	1,222.6
기타비유동부채	426.5	369.4	376.6	383.8	391.3
부채총계	1,884.5	1,859.0	1,872.4	1,886.1	1,900.2
지배지분	2,101.3	1,681.6	1,578.6	1,521.1	1,453.9
자본금	7.7	8.2	8.2	8.2	8.2
자본잉여금	1,053.6	1,133.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0
기타자본	28.0	-29.3	-29.3	-29.3	-29.3
기타포괄손익누계액	271.3	62.7	-146.3	-355.3	-564.4
이익잉여금	740.6	507.1	613.0	764.5	906.4
비지배지분	319.2	333.3	340.0	353.1	373.4
자본총계	2,420.5	2,014.9	1,918.6	1,874.1	1,827.3

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,061	-2,929	1,285	1,837	1,721
BPS	27,129	20,435	19,143	18,446	17,632
CFPS	-416	3,662	5,478	6,408	6,424
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	12.9	-15.2	25.8	18.0	19.3
PER(최고)	16.4	-32.8	38.9		
PER(최저)	6.4	-11.7	22.3		
PBR	3.35	2.18	1.73	1.80	1.88
PBR(최고)	4.28	4.71	2.61		
PBR(최저)	1.67	1.68	1.49		
PSR	6.73	3.10	2.15	1.89	1.88
PCFR	-218.6	12.2	6.1	5.2	5.2
EV/EBITDA	45.5	16.6	16.5	13.4	13.8
주요비율(%)					
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	18.5	-4.8	2.9	4.4	4.3
ROE	34.1	-12.4	6.5	9.8	9.5
ROIC	46.1	3.2	4.8	6.4	6.1
매출채권회전율	12.4	12.3	14.3	14.4	13.6
재고자산회전율	28.2	12.5	9.8	9.9	9.3
부채비율	77.9	92.3	97.6	100.6	104.0
순차입금비율	-12.4	22.7	31.2	37.1	41.6
이자보상배율	16.2	11.6	9.2	12.9	12.6
총차입금	657.1	1,282.3	1,282.3	1,282.3	1,282.3
순차입금	-301.0	456.6	599.4	694.8	760.5
NOPLAT	155.2	269.1	223.0	282.3	280.3
FCF	525.5	62.9	76.2	112.1	140.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 18일 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

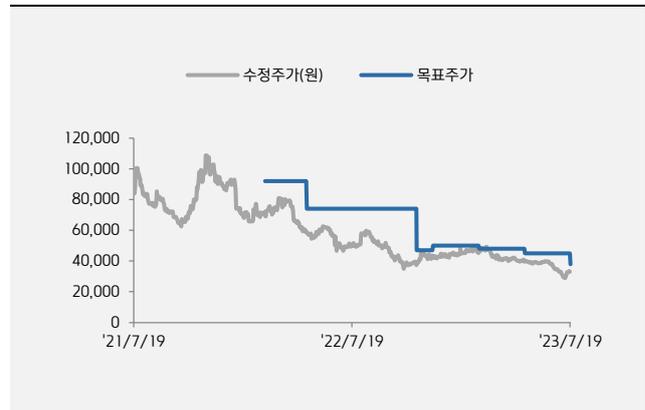
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-10.35	-2.80
	2023-02-16	Marketperform(Maintain)	48,000원	6개월	-10.29	2.40
	2023-05-04	Outperform(Upgrade)	45,000원	6개월	-18.43	-11.33
	2023-07-19	Outperform(Maintain)	38,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

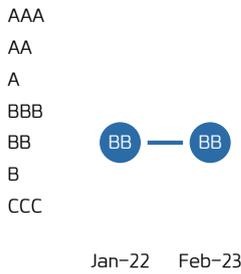
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

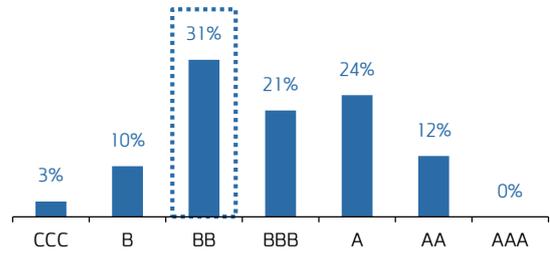
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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 68개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
가중평균 점수	4.0	4.8		
환경	6.7	8.3	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.5	5.0%	
사회	3.8	4.7	51.0%	
인력 자원 개발	2.8	3.4	26.0%	
개인정보 보호와 데이터 보안	4.9	5.9	25.0%	
지배구조	4.0	4.6	44.0%	▼0.2
기업 지배구조	4.7	5.3		▼0.9
기업 활동	5.3	5.6		▲1.4

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2022년 10월	판교에 있는 타사 소유 데이터 센터에서 발생한 화재로 거의 이틀 동안 게임 서비스 중단
2022년 10월	불리한 시장 상황과 가능한 가치 평가 우려로 인한 소액주주 반대로 자회사인 라이온하트 스튜디오 IPO 계획 철회
2022년 09월	우마무스메 프리티 더비 유저 201명이 일본 유저들에 비해 한국 유저들에게 더 적은 게임 아이템을 제공한 것에 대해 집단 소송을 제기

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
THE WALT DISNEY COMPANY	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	A	◀▶
NETEASE, INC.	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	●	A	◀▶
COMCAST CORPORATION	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ● ●	BBB	▲
NETFLIX, INC.	● ● ●	● ● ●	●	●	●	BB	◀▶
CHARTER COMMUNICATIONS, INC.	● ● ●	●	●	● ●	● ● ● ●	BB	▲
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