



Outperform(Maintain)

목표주가: 28,000원(하향)

주가(10/25): 23,700원

시가총액: 19,554억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (10/25)		770.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,150원	23,100원
등락률	-51.8%	2.6%
수익률	절대	상대
1M	-5.4%	3.0%
6M	-40.0%	-34.7%
1Y	-38.9%	-45.5%

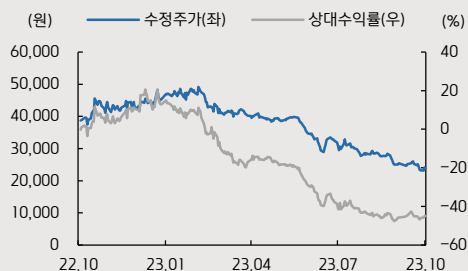
Company Data

발행주식수		82,505천주
일평균 거래량(3M)		399천주
외국인 지분율		12.0%
배당수익률(23E)		0.0%
BPS(23E)		18,335원
주요 주주	카카오 외 16인	49.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,065.0	1,339.5
영업이익	111.9	175.8	81.8	126.1
EBITDA	155.2	269.1	165.3	207.1
세전이익	722.1	-194.7	68.7	136.1
순이익	520.2	-196.1	49.3	103.2
지배주주지분순이익	528.7	-233.6	40.1	92.5
EPS(원)	7,061	-2,929	486	1,121
증감률(% YoY)	412.0	적전	흑전	130.6
PER(배)	12.9	-15.2	48.8	21.1
PBR(배)	3.35	2.18	1.29	1.40
EV/EBITDA(배)	45.5	16.6	17.4	14.6
영업이익률(%)	11.1	15.3	7.7	9.4
ROE(%)	34.1	-12.4	2.5	6.4
순차입금비율(%)	-12.4	22.7	31.0	40.4

Price Trend



카카오게임즈 (293490)

내년 라인업을 기다릴 필요



동사의 목표주가를 3.6만원에서 2.8만원으로 하향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 라이온하트스튜디오 신작 라인업, 아키에이지 2 및 Path of Exile 2 등 내년 주요 신작 라인업이 부각될 24년 2분기를 기점으로 동사 기업가치의 탄력이 증가할 수 있을 것으로 기대하며, 이에 따라 시간이 지날수록 동사에 대한 관심을 높여갈 필요가 존재함을 부연 설명한다.

>>> 동사 목표주가 2.8만원으로 하향 조정

동사 목표주가를 3.6만원에서 2.8만원으로 하향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 신규 목표주가는 24E 지배주주지분 925억원을 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산 327억원과 이를 제외한 598억원으로 구분하였다. 각각 이익 기준 타겟 PER은 30배를 동일하게 적용 후 연간 할인율 10%를 반영하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가로 적용했다. 라이온하트스튜디오 대상 멀티플은 기존 20배에서 30배로 상향 적용했으며, 이는 내년 주요 신작에 대한 준비 및 출시 등이 관측되면서 해당 성과에 대한 추정치 미반영을 멀티플 증가를 통한 반대급부로 보완한 결과이며, 다만 관련 신작에 대한 동사와 라이온하트스튜디오간 역할 분담과 이를 통한 커뮤니케이션 정립이 필요한 상황임을 강조한다. 본사 관점에서는 아키에이지 2가 내년 하반기 개발 완료를 감안시 24년 중반 전후 인게임 영상을 포함한 마케팅이 개시될 것으로 기대되며, Path of Exile 2 경우 내년 6월 테스트가 예정되어 있어 동사 기업가치에 대한 탄력은 24년 2분기를 기점으로 증가될 것으로 조망한다.

>>> 주요 게임 및 동사 추정치 점검 결과

동사의 메이저 게임인 오딘의 글로벌 일평균 매출액은 23E 8.4억원에서 24E 8.6억원으로 증가를 가정했고, 아키에이지 워 일평균 매출은 23E 5.0억원에서 24E 3.3억원으로 감소를 반영했으며, 아레스 일평균 매출은 23E 4.1억원에서 24E 6.1억원으로 증가를 반영했다. 다만 전체적으로 해당 장르에서 경쟁강도의 심화로 기존 추정치 대비 하향이 반영된 결과로 총평할 수 있다. 가디스오더는 초기 분기 기준 1Q24E 일평균 매출 5.0억원과 24E 3.7억원을 추정치에 신규 반영하였다. 아키에이지 2를 포함한 엑스엘게임즈 PC 플랫폼 기준 25E 매출 추정치는 997억원을 유지했으나 게임성에 기반한 변화 여지는 존재한다 할 수 있다. 이외 카카오 VX 및 세나테크놀로지는 최근 경기 둔화 등에 따른 탑라인 성장성 둔화 및 관련 마진율 축소 등으로 동사의 단기적 손익에 부담을 주고 있으며 동 변수 등을 감안한 동사 3분기 연결 영업이익은 266억원으로 전분기 대비 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다.

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	22A	23E	24E
매출액	266.3	338.8	306.9	235.7	249.2	271.1	278.1	266.6	1,147.7	1,065.0	1,339.5
PC 게임	14.6	15.0	13.3	10.8	14.1	11.9	12.3	11.7	53.7	49.9	51.0
모바일게임	177.2	213.1	197.0	151.7	153.6	171.9	187.4	177.4	738.9	690.3	949.2
기타	74.5	110.8	96.6	73.2	81.5	87.3	78.5	77.5	355.1	324.7	339.3
영업비용	224.3	257.8	263.2	226.7	237.8	244.6	251.5	249.3	971.9	983.2	1,213.4
영업이익	42.1	81.0	43.7	9.0	11.3	26.5	26.6	17.3	175.8	81.8	126.1
영업이익률(%)	15.8%	23.9%	14.2%	3.8%	4.6%	9.8%	9.6%	6.5%	15.3%	7.7%	9.4%
영업외손익	-7.9	35.9	-17.3	-381.2	-8.6	-8.4	2.0	2.0	-370.5	-13.1	10.0
법인세차감전순이익	34.2	116.9	26.5	-372.3	2.7	18.0	28.6	19.3	-194.7	68.7	136.1
법인세차감전순이익률(%)	12.8%	34.5%	8.6%	-158.0%	1.1%	6.7%	10.3%	7.2%	-17.0%	6.5%	10.2%
법인세비용	5.9	52.9	15.2	-72.6	-1.5	9.4	6.9	4.7	1.4	19.4	32.9
법인세율(%)	17.3%	45.3%	57.4%	19.5%	-56.5%	51.9%	24.2%	24.2%	-0.7%	28.3%	24.2%
당기순이익	28.3	64.0	11.3	-299.7	4.3	8.7	21.7	14.6	-196.1	49.3	103.2
당기순이익률(%)	10.6%	18.9%	3.7%	-127.2%	1.7%	3.2%	7.8%	5.5%	-17.1%	4.6%	7.7%
지배주주지분	13.5	45.1	3.2	-295.4	2.2	3.4	20.6	13.9	-233.6	40.1	92.5
비지배지분	14.7	18.9	8.1	-4.2	2.0	5.3	1.1	0.8	37.5	9.2	10.7

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	1,185.7	1,400.8	1,493.0	1,065.0	1,339.5	1,399.9	-10.2%	-4.4%	-6.2%
영업이익	132.4	177.3	240.4	81.8	126.1	179.1	-38.2%	-28.9%	-25.5%
영업이익률	11.2%	12.7%	16.1%	7.7%	9.4%	12.8%	-3.5%	-3.2%	-3.3%
법인세차감전순이익	119.3	187.3	252.4	68.7	136.1	191.1	-42.4%	-27.3%	-24.3%
당기순이익	87.6	142.0	191.3	49.3	103.2	144.9	-43.8%	-27.3%	-24.3%
지배주주지분	76.3	124.3	166.1	40.1	92.5	132.5	-47.5%	-25.6%	-20.2%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E
매출액	339.6	325.9	328.5	378.7	278.1	266.6	324.8	363.7	-18.1%	-18.2%	-1.1%	-4.0%
영업이익	52.2	42.4	39.7	53.9	26.6	17.3	31.0	40.9	-48.9%	-59.1%	-21.9%	-24.1%
영업이익률	15.4%	13.0%	12.1%	14.2%	9.6%	6.5%	9.6%	11.3%	-5.8%	-6.5%	-2.5%	-3.0%
법인세차감전순이익	54.2	44.4	42.2	56.4	28.6	19.3	33.5	43.4	-47.1%	-56.5%	-20.6%	-23.0%
당기순이익	41.1	33.6	32.0	42.8	21.7	14.6	25.4	32.9	-47.1%	-56.5%	-20.6%	-23.0%
지배주주지분	38.8	31.9	27.5	38.3	20.6	13.9	22.5	30.3	-46.9%	-56.5%	-18.3%	-20.7%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,012.5	1,147.7	1,065.0	1,339.5	1,399.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,012.5	1,147.7	1,065.0	1,339.5	1,399.9
판관비	900.6	971.9	983.2	1,213.4	1,220.8
영업이익	111.9	175.8	81.8	126.1	179.1
EBITDA	155.2	269.1	165.3	207.1	257.7
영업외손익	610.2	-370.5	-13.1	10.0	12.0
이자수익	7.0	16.6	14.2	11.6	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	-16.0	9.7	12.7
법인세차감전이익	722.1	-194.7	68.7	136.1	191.1
법인세비용	201.9	1.4	19.4	32.9	46.2
계속사업손익	520.2	-196.1	49.3	103.2	144.9
당기순이익	520.2	-196.1	49.3	103.2	144.9
지배주주순이익	528.7	-233.6	40.1	92.5	132.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	104.3	13.4	-7.2	25.8	4.5
영업이익 증감율	68.2	57.1	-53.5	54.2	42.0
EBITDA 증감율	74.9	73.4	-38.6	25.3	24.4
지배주주순이익 증감율	515.0	-144.2	-117.2	130.7	43.2
EPS 증감율	412.0	적전	흑전	130.6	43.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	11.1	15.3	7.7	9.4	12.8
EBITDA Margin(%)	15.3	23.4	15.5	15.5	18.4
지배주주순이익률(%)	52.2	-20.4	3.8	6.9	9.5

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	227.8	133.8	456.2	443.2	521.6
당기순이익	0.0	0.0	49.3	103.2	144.9
비현금항목의 가감	-551.3	488.3	324.7	338.3	350.3
유형자산감가상각비	20.1	29.7	7.2	7.9	8.4
무형자산감가상각비	23.2	63.6	76.3	73.0	70.1
지분법평가손익	-681.7	-246.2	0.0	0.0	0.0
기타	87.1	641.2	241.2	257.4	271.8
영업활동자산부채증감	56.7	-80.1	27.1	-37.3	1.8
매출채권및기타채권의감소	78.7	7.1	6.1	-20.2	-4.5
재고자산의감소	-11.0	-63.1	8.9	-29.5	-6.5
매입채무및기타채무의증가	-21.4	14.8	3.8	4.0	4.2
기타	10.4	-38.9	8.3	8.4	8.6
기타현금흐름	722.4	-274.4	55.1	39.0	24.6
투자활동 현금흐름	-804.0	-963.6	-175.3	-175.9	-176.6
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	-50.0	-50.0	-50.0
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	-128.4	-142.2	-64.5
기초현금 및 현금성자산	567.2	808.7	626.8	498.3	356.1
기말현금 및 현금성자산	808.7	626.8	498.3	356.1	291.6

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,151.2	1,057.4	925.1	844.3	803.0
현금 및 현금성자산	808.7	626.8	498.3	356.1	291.6
단기금융자산	149.5	198.9	208.9	219.3	230.3
매출채권 및 기타채권	102.5	84.6	78.5	98.8	103.2
재고자산	60.2	123.3	114.4	143.9	150.3
기타유동자산	30.3	23.8	25.0	26.2	27.6
비유동자산	3,153.8	2,816.6	2,802.4	2,791.1	2,782.3
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	2,006.9	1,983.9	1,963.8
기타비유동자산	157.3	202.5	206.6	210.7	214.8
자산총계	4,305.0	3,873.9	3,727.6	3,635.4	3,585.4
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	1,512.7	1,396.1	1,319.6
자본금	7.7	8.2	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,053.6	1,133.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0
기타지분	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	547.2	639.6	772.1
비지배지분	319.2	333.3	342.5	353.2	365.6
자본총계	2,420.5	2,014.9	1,855.2	1,749.3	1,685.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,061	-2,929	486	1,121	1,606
BPS	27,129	20,435	18,335	16,922	15,994
CFPS	-416	3,662	4,536	5,351	6,002
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	12.9	-15.2	48.8	21.1	14.8
PER(최고)	16.4	-32.8	102.9		
PER(최저)	6.4	-11.7	46.5		
PBR	3.35	2.18	1.29	1.40	1.48
PBR(최고)	4.28	4.71	2.73		
PBR(최저)	1.67	1.68	1.23		
PSR	6.73	3.10	1.83	1.46	1.40
PCFR	-218.6	12.2	5.2	4.4	3.9
EV/EBITDA	45.5	16.6	17.4	14.6	12.0
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	1.3	2.8	4.0
ROE	34.1	-12.4	2.5	6.4	9.8
ROIC	46.1	3.2	2.8	4.4	6.1
매출채권회전율	12.4	12.3	13.1	15.1	13.9
재고자산회전율	28.2	12.5	9.0	10.4	9.5
부채비율	77.9	92.3	100.9	107.8	112.8
순차입금비율	-12.4	22.7	31.0	40.4	45.1
이자보상배율	16.2	11.6	5.4	8.3	11.8
총차입금	657.1	1,282.3	1,282.3	1,282.3	1,282.3
순차입금	-301.0	456.6	575.1	706.8	760.4
NOPLAT	155.2	269.1	165.3	207.1	257.7
FCF	525.5	62.9	114.8	84.9	161.9

Compliance Notice

- 당사는 10월 25일 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

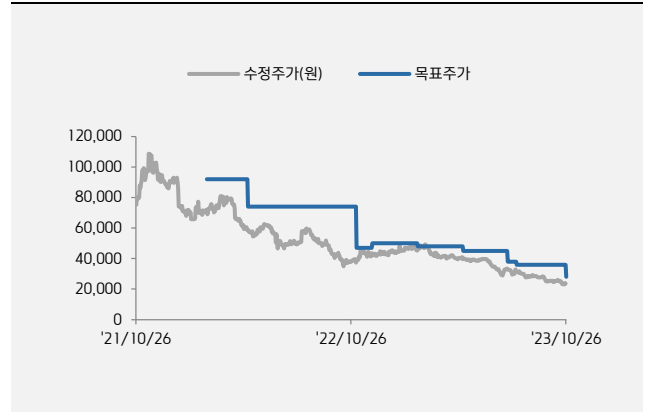
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-17.30	-13.42
	2023-08-03	Outperform(Maintain)	36,000원	6개월	-24.64	-12.22
	2023-10-26	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

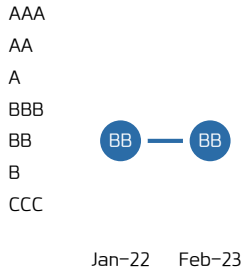
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/10/01~2023/09/30)

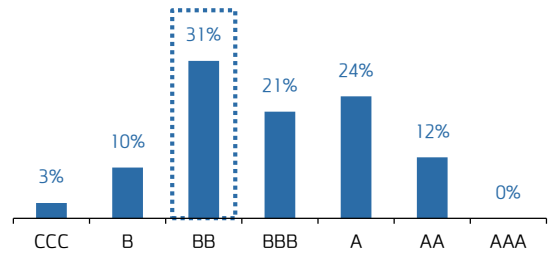
매수	중립	매도
96.99%	3.01%	0.00%

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