



# BUY(Maintain)

목표주가: 74,000원(하향)

주가(5/3): 59,100원

시가총액: 46,457억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 이한결

gksruf9212@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (5/3)		907.57pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	108,700원	49,850원
등락률	-45.6%	18.6%
수익률	절대	상대
1M	-25.2%	-22.5%
6M	-33.6%	-26.5%
1Y	11.9%	20.7%

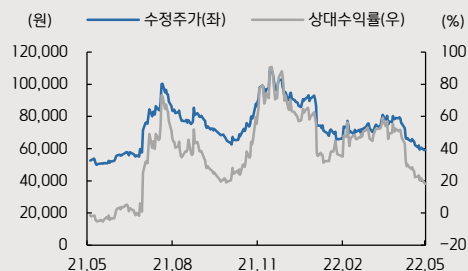
## Company Data

발행주식수	78,607천주
일평균 거래량(3M)	949천주
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(22E)	0.0%
BPS(22E)	32,464원
주요 주주	카카오 외 15인 51.1%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	495.5	1,012.5	1,611.9	1,938.2
영업이익	66.5	111.9	377.6	504.7
EBITDA	88.8	155.2	424.6	552.1
세전이익	77.9	722.1	399.7	530.7
순이익	67.5	520.2	302.3	394.7
지배주주지분순이익	86.0	528.7	233.2	323.1
EPS(원)	1,379	7,061	2,974	4,108
증감률(% YoY)	600.3	412.0	-57.9	38.1
PER(배)	33.4	12.9	19.9	14.4
PBR(배)	3.40	3.35	1.82	1.50
EV/EBITDA(배)	32.7	45.5	10.0	6.8
영업이익률(%)	13.4	11.1	23.4	26.0
ROE(%)	12.1	34.1	10.0	11.4
순차입금비율(%)	-51.0	-12.4	-26.9	-38.6

## Price Trend



# 카카오게임즈 (293490)

## 자회사 상장 가치 부각을 위한 전제 조건



동사 1분기 영업이익은 오딘 매출 감소 및 라이온하트스튜디오 등 인건비 증가가 맞물리면서 당사 추정치를 하회하였다. 올해 2분기 출시 예정인 우마무스메 초기 성과는 모멘텀으로 작용 가능하다. 라이온하트스튜디오 상장 가치 부각을 위해서 신작 강조가 필수적이며, 관련 인게임 영상 공개를 필요 조건으로 제시한다.

### >>> 동사 1분기 영업이익 다소 부진한 성과

동사 1분기 매출액과 영업이익은 각각 266십억원과 42십억원을 기록하면서 당사 기존 추정치를 하회하는 다소 부진한 성과를 기록하였다. 이는 국내 오딘 매출이 전분기대비 감소세를 지속한 가운데 라이온하트스튜디오 등 인건비가 예상 대비 증가하면서 절대 영업이익 수준이 제한된 것으로 평가된다. 2분기 국내 오딘 일평균 매출은 11억원을 반영했으며, 22E 및 23E 일평균 매출로 각각 11억원과 9억원을 추정하였다. 2분기 대만 오딘 일평균 매출은 13억원 수준을 반영했으며, 국내 대비 우호적인 매출 하향 수준을 가정해 22E 및 23E 일평균 매출로 각각 9억원과 5억원을 추정하였다. 오딘 일본 초기 분기 일평균 매출은 1Q23E 5억원을, 서구권향 초기 분기 일평균 매출은 3Q23E 5억원을 추정치에 반영하였다.

### >>> 자회사 상장 가치 부각을 위한 신작 필요

라이온하트스튜디오 IPO시 이중 상장에 따른 지분가치 할인 요소 등을 감안시 동사 밸류에이션에 부담으로 작용할 수 있다. 따라서 동 디스카운트를 상쇄할 수 있는 신작에 대한 어필이 필수적이며 관련한 인게임 영상 공개도 상장 전에 충분히 이루어질 필요가 있다. 최근 게임 업체별 신작 성과가 부진하면서 시장 투자자들은 신작 게임성에 보다 면밀한 점검을 하려고 할 것이기에, 창의적인 신작 중심 인게임 영상 공개가 전제되어야 기업가치에 대한 업사이드가 가능할 것으로 판단한다. 한편 동사가 확보한 신작 라인업 중에서 우마무스메의 초기 성과를 우호적으로 평가해, 3Q22E 초기 분기 일평균 매출 15억원을 추정치에 반영하였다.

### >>> 22E 실적 추정치 조정 결과 목표주가 하향

1분기 실적에서 확인된 오딘 매출 감소와 인건비 등 비용 증가 요인을 종합해 22E 매출액, 영업이익 및 지배주주지분을 기존 대비 3.7%, 20.9% 및 18.7% 각각 하향 조정했다. 실적 추정치 하향으로 동사 목표주가를 기존 9.2만원에서 7.4만원으로 하향 조정했다. 신규 목표주가는 22E 지배주주지분 233십억원에 적정 PER 25배를 적용한 결과치이다.

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	130.1	129.5	466.2	286.7	266.3	372.7	468.2	504.7	1,012.5	1,611.9	1,938.2
PC 게임	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	14.4	14.7	14.1	107.1	57.9	53.8
모바일게임	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	281.1	373.6	407.8	754.9	1,239.6	1,534.0
VX/기타	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	77.2	79.9	82.7	150.5	314.3	350.3
영업비용	114.5	121.4	423.4	241.2	224.3	274.6	361.3	374.1	900.6	1,234.3	1,433.5
영업이익	15.6	8.1	42.7	45.5	42.1	98.0	106.9	130.6	111.9	377.6	504.7
영업이익률(%)	12.0%	6.3%	9.2%	15.9%	15.8%	26.3%	22.8%	25.9%	11.1%	23.4%	26.0%
영업외손익	4.5	-5.1	19.0	591.8	-7.9	10.0	10.0	10.0	610.2	22.1	26.0
법인세차감전순이익	20.1	3.0	61.8	637.2	34.2	108.0	116.9	140.6	722.1	399.7	530.7
법인세차감전순이익률(%)	15.4%	2.3%	13.2%	222.3%	12.8%	29.0%	25.0%	27.9%	71.3%	24.8%	27.4%
법인세비용	1.8	2.6	17.4	180.1	5.9	27.0	29.2	35.2	201.9	97.4	136.1
법인세율(%)	8.7%	87.2%	28.2%	28.3%	17.3%	25.0%	25.0%	25.0%	28.0%	24.4%	25.6%
당기순이익	18.3	0.4	44.3	457.1	28.3	81.0	87.6	105.4	520.2	302.3	394.7
당기순이익률(%)	14.1%	0.3%	9.5%	159.4%	10.6%	21.7%	18.7%	20.9%	51.4%	18.8%	20.4%
지배주주지분	20.8	1.0	49.6	457.3	13.5	60.2	70.0	89.5	528.7	233.2	323.1
비지배지분	-2.4	-0.6	-5.3	-0.2	14.7	20.8	17.6	15.9	-8.5	69.1	71.6

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	1,673.3	1,823.4	1,775.6	1,611.9	1,938.2	1,857.7	-3.7%	6.3%	4.6%
영업이익	477.6	510.9	456.3	377.6	504.7	433.8	-20.9%	-1.2%	-4.9%
영업이익률	28.5%	28.0%	25.7%	23.4%	26.0%	23.4%	-5.1%	-2.0%	-2.3%
법인세차감전순이익	507.6	542.9	490.3	399.7	530.7	463.8	-21.3%	-2.2%	-5.4%
당기순이익	377.9	403.5	365.4	302.3	394.7	346.2	-20.0%	-2.2%	-5.3%
지배주주지분	286.8	317.9	283.1	233.2	323.1	279.1	-18.7%	1.6%	-1.4%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출액	300.5	387.7	460.5	524.6	266.3	372.7	468.2	504.7	-11.4%	-3.9%	1.7%	-3.8%
영업이익	69.2	118.0	126.6	163.8	42.1	98.0	106.9	130.6	-39.2%	-16.9%	-15.5%	-20.3%
영업이익률	23.0%	30.4%	27.5%	31.2%	15.8%	26.3%	22.8%	25.9%	-7.2%	-4.1%	-4.7%	-5.3%
법인세차감전순이익	76.7	125.5	134.1	171.3	34.2	108.0	116.9	140.6	-55.4%	-13.9%	-12.8%	-17.9%
당기순이익	57.1	93.4	99.8	127.5	28.3	81.0	87.6	105.4	-50.5%	-13.3%	-12.2%	-17.4%
지배주주지분	36.9	68.7	76.7	104.5	13.5	60.2	70.0	89.5	-63.3%	-12.5%	-8.7%	-14.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	495.5	1,012.5	1,611.9	1,938.2	1,857.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	495.5	1,012.5	1,611.9	1,938.2	1,857.7
판매비	429.0	900.6	1,234.3	1,433.5	1,423.9
<b>영업이익</b>	66.5	111.9	377.6	504.7	433.8
<b>EBITDA</b>	88.8	155.2	424.6	552.1	481.2
영업외손익	11.4	610.2	22.1	26.0	30.0
이자수익	3.0	7.0	10.6	14.8	19.1
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	16.9	16.5	16.2
<b>법인세차감전이익</b>	77.9	722.1	399.7	530.7	463.8
법인세비용	10.4	201.9	97.4	136.1	117.6
계속사업손익	67.5	520.2	302.3	394.7	346.2
<b>당기순이익</b>	67.5	520.2	302.3	394.7	346.2
<b>지배주주순이익</b>	86.0	528.7	233.2	323.1	279.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	26.7	104.3	59.2	20.2	-4.2
영업이익 증감율	90.0	68.3	237.4	33.7	-14.0
EBITDA 증감율	68.0	74.8	173.6	30.0	-12.8
지배주주순이익 증감율	682.1	514.8	-55.9	38.6	-13.6
EPS 증감율	600.3	412.0	-57.9	38.1	-13.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	13.4	11.1	23.4	26.0	23.4
EBITDA Margin(%)	17.9	15.3	26.3	28.5	25.9
지배주주순이익률(%)	17.4	52.2	14.5	16.7	15.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	82.3	227.8	474.9	565.8	568.3
당기순이익	0.0	0.0	302.3	394.7	346.2
비현금항목의 가감	20.9	-551.3	209.1	243.8	221.1
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	162.0	196.4	173.7
영업활동자산부채증감	-14.7	56.7	-17.7	-19.5	31.5
매출채권및기타채권의감소	-12.1	78.7	-18.4	-24.5	6.0
재고자산의감소	0.1	-11.0	-20.4	-16.3	4.0
매입채무및기타채무의증가	12.4	-21.4	13.3	13.5	13.8
기타	-15.1	10.4	7.8	7.8	7.7
기타현금흐름	76.1	722.4	-18.8	-53.2	-30.5
<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	50.1	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	0.1	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	415.1	490.7	488.5
기초현금 및 현금성자산	247.1	567.2	808.7	1,223.8	1,714.5
기말현금 및 현금성자산	567.2	808.7	1,223.8	1,714.5	2,203.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	695.6	1,151.2	1,682.9	2,307.5	2,883.8
현금 및 현금성자산	567.2	808.7	1,223.8	1,714.5	2,203.0
단기금융자산	36.7	149.5	224.2	313.9	408.1
매출채권 및 기타채권	60.6	102.5	120.9	145.4	139.3
재고자산	11.7	60.2	80.6	96.9	92.9
기타유동자산	19.4	30.3	33.4	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	4,849.7	5,487.1	6,076.5
<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	2,552.7	3,093.9	3,591.1
자본금	7.4	7.7	7.9	7.9	7.9
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	973.8	1,296.9	1,575.9
비지배지분	22.6	319.2	388.3	459.9	527.0
<b>자본총계</b>	1,025.4	2,420.5	2,941.0	3,553.8	4,118.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,379	7,061	2,974	4,108	3,549
BPS	13,529	27,129	32,464	39,346	45,669
CFPS	1,418	-416	6,521	8,120	7,214
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	33.4	12.9	19.9	14.4	16.7
PER(최고)	64.6	16.4	32.3		
PER(최저)	31.1	6.4	19.7		
PBR	3.40	3.35	1.82	1.50	1.29
PBR(최고)	6.59	4.28	2.96		
PBR(최저)	3.17	1.67	1.80		
PSR	5.79	6.73	2.88	2.40	2.50
PCFR	32.4	-218.6	9.1	7.3	8.2
EV/EBITDA	32.7	45.5	10.0	6.8	6.7
<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	6.6	7.6	6.0
ROE	12.1	34.1	10.0	11.4	8.3
ROIC	76.8	46.1	16.8	21.5	18.6
매출채권회전율	10.0	12.4	14.4	14.6	13.1
재고자산회전율	42.0	28.2	22.9	21.8	19.6
부채비율	27.7	77.9	64.9	54.4	47.6
순차입금비율	-51.0	-12.4	-26.9	-38.6	-47.4
이자보상배율	13.5	16.2	54.7	73.2	62.9
총차입금	80.6	657.1	657.1	657.1	657.1
순차입금	-523.3	-301.0	-790.8	-1,371.3	-1,953.9
NOPLAT	88.8	155.2	424.6	552.1	481.2
FCF	75.9	525.5	275.1	363.6	363.2

Compliance Notice

- 당사는 5월 3일 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

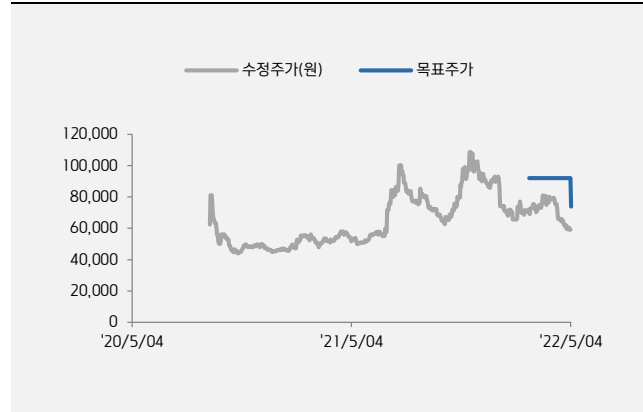
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

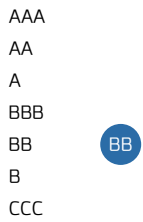
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

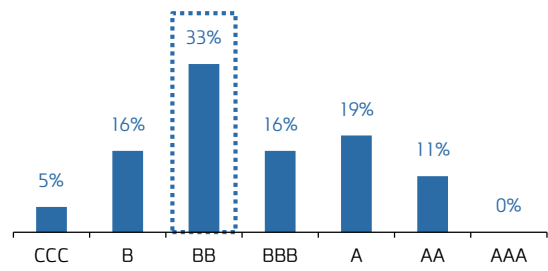
MSCI ESG 종합 등급



Jan-22

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
21년 11월	고객 개인정보를 보호하지 않은 혐의로 개인정보 보호위원회에서 5백만원 과태료 부과
21년 10월	국정감사에서 카카오VX 임원의 용인 골프장 개발 예정지 인근 농지 구입에 따른 투기 의혹 제기
21년 06월	녹색경제신문에서 '오딘: 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