



BUY(Maintain)

목표주가: 74,000원

주가(8/3): 57,900원

시가총액: 45,572억원



인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/3)		815.36pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	108,700원	46,700원
등락률	-46.7%	24.0%
수익률	절대	상대
1M	19.8%	7.1%
6M	-12.7%	-4.5%
1Y	-29.5%	-8.3%

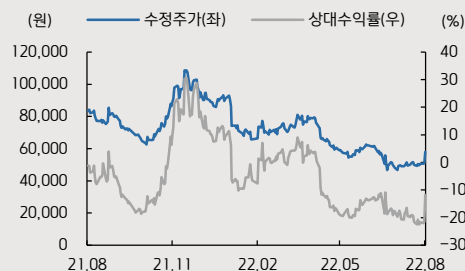
Company Data

발행주식수		78,709천주
일평균 거래량(3M)		796천주
외국인 지분율		10.7%
배당수익률(22E)		0.0%
BPS(22E)		32,435원
주요 주주	카카오 외 16인	51.2%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	495.5	1,012.5	1,549.2	1,813.4
영업이익	66.5	111.9	375.6	475.0
EBITDA	88.8	155.2	422.6	522.4
세전이익	77.9	722.1	423.6	531.0
순이익	67.5	520.2	296.2	394.9
지배주주지분순이익	86.0	528.7	233.4	324.1
EPS(원)	1,379	7,061	2,975	4,118
증감률(% YoY)	600.3	412.0	-57.9	38.4
PER(배)	33.4	12.9	19.5	14.1
PBR(배)	3.40	3.35	1.79	1.47
EV/EBITDA(배)	32.7	45.5	9.8	6.9
영업이익률(%)	13.4	11.1	24.2	26.2
ROE(%)	12.1	34.1	10.0	11.5
순차입금비율(%)	-51.0	-12.4	-27.0	-38.9

Price Trend



카카오게임즈 (293490)

밸류에이션 점검 필요



동사 밸류에이션 점검 결과로 목표주가 7.4만원을 유지한다. 라이온하트스튜디오 IPO 진행에 따른 다일루션 및 지분가치 할인율을 고려한 밸류에이션 적용을 감안했다. 우마무스메 3분기 일평균 매출 추정치는 15억원을 반영하였으며 동 게임의 경우 주요 업데이트를 기준으로 매출 변동성이 클 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다.

>>> 밸류에이션 점검 결과 목표주가 7.4만원 유지

동사의 목표주가를 7.4만원으로 유지한다. 목표주가 산정은 22E 지배주주지분 2,334억원에 타겟 PER 25배를 적용한 결과치이다. 동사 23E 지배주주지분은 3,241억원으로 예상되는데 해당 이익에서 라이온하트스튜디오 이익과 연관된 부분은 598억원을 예상한다. 이는 라이온하트스튜디오 IPO 기준 공모 주식을 발행주식수 대비 20%로 가정하여 동사 지분율이 기존 54.9%에서 45.8%로 희석되는 것을 가정한 결과이다. 여기에 자회사 상장에 따른 지분가치 할인율 20%을 23E 타겟 PER 20배에 적용하고 잔여 지배주주지분 2,643억원에 타겟 PER 20배를 적용하여 합산한 밸류에 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 적정 주당가치는 7.2만원으로서 22E 밸류에이션 방식을 적용한 목표주가 대비 3% 낮아진다. 라이온하트스튜디오 실적에 절대적 영향을 미치는 오딘 일평균 매출은 22E, 23E 각각 14.7억원과 15.6억원을 추정치로 반영하였다.

>>> 3분기 연결 영업이익 추정치 1,153억원 제시

동사 3분기 연결 영업이익을 1,153억원으로 추정하여 제시한다. 해당 실적의 판단 조건으로 주력 신작인 오딘 국내 및 대만 일평균 매출을 각각 9.9억원과 5.3억원으로 추정치에 반영하였다. 또한 우마무스메 일평균 매출을 15억원으로 반영 하였으며, 동 게임의 경우 주요 업데이트 기준으로 매출 변동성이 클 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다. XL게임즈 신작의 초기 일평균 매출은 4분기 기준 10억원을 추정치에 반영하였으며, 인게임 영상이 공개되지 않은 상황에서 다소 우호적인 추정치임을 염두할 필요가 있다. 동 추정치는 인게임 영상 공개 이후 유저 피드백을 기준으로 조정을 할 계획이다. 또한 오딘 일본과 서구권의 초기 분기 일평균 매출은 각각 내년 2분기와 3분기 기준 2.5억원을 추정치에 반영하였다.

>>> 리스크 요인 점검, 성과 확인 통한 대응 필요

동사 업사이드 리스크는 우마무스메 매출이 기대치를 상회할 경우로 제시한다. 동 게임의 일평균 매출 추정치는 22E, 23E 각각 12.9억원과 8.4억원으로 반영했다. 또한 내년 1분기 출시 예정 신작인 아레스와 가디스오더 성과가 발생할 변수도 업사이드 리스크로 작용할 수 있다. 당사는 해당 게임의 최근 인게임 영상이 부재하고 신규 IP 기반의 게임이라는 점에서 보수적 관점에서 추정치를 적용하지 않고 있다.

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	21A	22E	23E
매출액	130.1	129.5	466.2	286.7	266.3	338.8	446.9	497.2	1,012.5	1,549.2	1,813.4
PC 게임	51.1	18.8	17.9	19.3	14.6	15.0	14.8	14.2	107.1	58.6	54.3
모바일게임	60.1	84.3	410.5	200.0	177.2	213.1	330.9	378.2	754.9	1,099.4	1,315.6
VX/기타	18.9	26.4	37.7	67.4	74.5	110.8	101.2	104.8	150.5	391.2	443.6
영업비용	114.5	121.4	423.4	241.2	224.3	257.8	331.6	360.0	900.6	1,173.7	1,338.4
영업이익	15.6	8.1	42.7	45.5	42.1	81.0	115.3	137.2	111.9	375.6	475.0
영업이익률(%)	12.0%	6.3%	9.2%	15.9%	15.8%	23.9%	25.8%	27.6%	11.1%	24.2%	26.2%
영업외손익	4.5	-5.1	19.0	591.8	-7.9	35.9	10.0	10.0	610.2	48.0	56.0
법인세차감전순이익	20.1	3.0	61.8	637.2	34.2	116.9	125.3	147.2	722.1	423.6	531.0
법인세차감전순이익률(%)	15.4%	2.3%	13.2%	222.3%	12.8%	34.5%	28.0%	29.6%	71.3%	27.3%	29.3%
법인세비용	1.8	2.6	17.4	180.1	5.9	52.9	31.5	37.0	201.9	127.4	136.1
법인세율(%)	8.7%	87.2%	28.2%	28.3%	17.3%	45.3%	25.2%	25.2%	28.0%	30.1%	25.6%
당기순이익	18.3	0.4	44.3	457.1	28.3	64.0	93.7	110.1	520.2	296.2	394.9
당기순이익률(%)	14.1%	0.3%	9.5%	159.4%	10.6%	18.9%	21.0%	22.2%	51.4%	19.1%	21.8%
지배주주지분	20.8	1.0	49.6	457.3	13.5	45.1	78.7	96.1	528.7	233.4	324.1
비지배지분	-2.4	-0.6	-5.3	-0.2	14.7	18.9	15.1	14.1	-8.5	62.8	70.8

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	1,611.9	1,938.2	1,857.7	1,549.2	1,813.4	1,773.2	-3.9%	-6.4%	-4.5%
영업이익	377.6	504.7	433.8	375.6	475.0	424.3	-0.5%	-5.9%	-2.2%
영업이익률	23.4%	26.0%	23.4%	24.2%	26.2%	23.9%	0.8%	0.2%	0.6%
법인세차감전순이익	399.7	530.7	463.8	423.6	531.0	488.3	6.0%	0.1%	5.3%
당기순이익	302.3	394.7	346.2	296.2	394.9	363.9	-2.0%	0.1%	5.1%
지배주주지분	233.2	323.1	279.1	233.4	324.1	295.9	0.1%	0.3%	6.0%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q22P	3Q22E	4Q22E	1Q23E
매출액	372.7	468.2	504.7	494.1	338.8	446.9	497.2	437.6	-9.1%	-4.6%	-1.5%	-11.4%
영업이익	98.0	106.9	130.6	136.6	81.0	115.3	137.2	102.2	-17.3%	7.8%	5.1%	-25.2%
영업이익률	26.3%	22.8%	25.9%	27.6%	23.9%	25.8%	27.6%	23.4%	-2.4%	3.0%	1.7%	-4.3%
법인세차감전순이익	108.0	116.9	140.6	143.1	116.9	125.3	147.2	116.2	8.2%	7.2%	4.7%	-18.8%
당기순이익	81.0	87.6	105.4	106.4	64.0	93.7	110.1	86.4	-21.0%	7.0%	4.5%	-18.8%
지배주주지분	60.2	70.0	89.5	89.1	45.1	78.7	96.1	70.5	-25.0%	12.4%	7.3%	-20.8%

자료: 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 8월 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

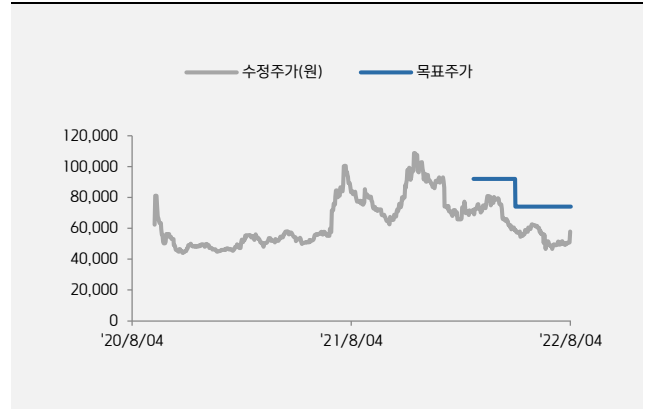
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-26.41	-15.54
	2022-08-04	Buy(Maintain)	74,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

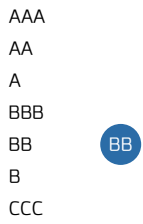
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/07/01~2022/06/30)

매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

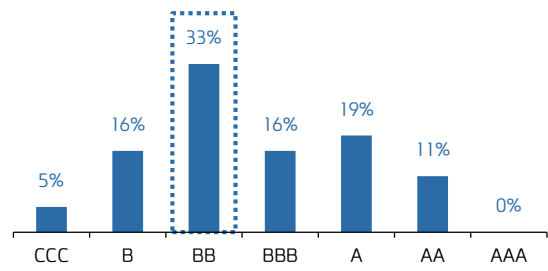
MSCI ESG 종합 등급



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		
환경	6.7	7.9	5.0%	
탄소 배출	6.7	8.1	5.0%	
사회	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%	
지배구조	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 '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