

카카오게임즈 (293490)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

13,000

하향

현재주가

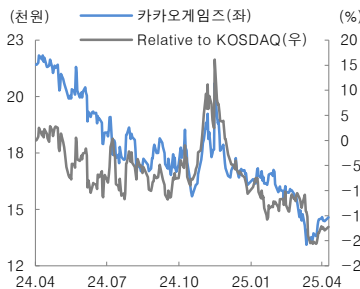
(25.05.07)

14,360

디지털콘텐츠업종

KOSDAQ	722.81
시가총액	1,190십억원
시가총액비중	0.32%
자본금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	22,250원 / 13,030원
120일 평균거래대금	61억원
외국인지분율	10.98%
주요주주	카카오 외 16 인 49.32%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	-12.4	-18.5	-34.9
상대수익률	-7.3	-10.0	-17.3	-21.5



조금 더 필요한 시간

- 1Q, 기존 라인업, 신작 모두 부진한 성과로 컨센 하회하는 실적 기록
- 하반기부터 실적 성장을 견인할 수 있는 기대작들 순차적 출시 예정
- 단, 신작 성과 온기 반영되는 '26년 역시 밸류 부담. 기대치 넘는 흥행 필요

투자 의견 MarketPerform 유지, 목표주가 13,000으로 23.5% 하향

2026 EPS 580원에 Target PER 23.0배 적용. 목표주가 산출연도를 2025년에서 신작 출시 효과가 나타나는 2026년으로 변경. Target PER은 과거 동사가 신작을 통해 본격적으로 실적이 성장했던 '20~'21 평균 PER 적용

TP하향: 기존 라인업의 빠른 매출 하향 속도 및 신작 흥행 부진을 고려하여, 실적 추정치 하향 조정한 영향

신작 다수 대기 중이나, 낮은 기대감

1Q25 매출액 1,229억원(YoY -31.1%, QoQ -7.8%), 영업이익 -124억원(YoY -적자전환, QoQ 적자지속) 기록. 컨센서스 대비 매출, 영업이익 모두 하회

1) 모바일 매출 961억원(QoQ -15%) 기록. 핵심 라인업인 오딘(1Q25 기준 매출 비중 약 40% 추정)의 매출 하향 지속. 국내는 견조했으나 대만 매출 하향 지속 판단. 1월에 출시한 발랄라 서버이별은 흥행 부진으로 실적 기여 미미. 2) PC 매출 268억원(QoQ 30%) 기록. 2024.12 출시한 PoE2의 초기 매출이 이연 반영되면서 전분기대비 매출 성장

1분기 기존 라인업과 신작 모두 부진한 성과 기록. 2분기 역시 오딘의 북미 출시 성과는 제한적이며, 기대 신작 부재한 구간으로 판단. 하반기 가디스오더를 시작으로 프로젝트 Q, C 등 실적 성장을 견인할 수 있는 신작들이 순차적으로 출시될 예정. 신작 출시 효과가 온기 반영되는 2026년에 턴어라운드가 가능할 것으로 기대하나, 2026년 신작 성과를 반영한 밸류에이션 역시 부담스러운 수준. 동사의 낮아진 신작 hit ratio에 따라, 신작 출시 모멘텀도 제한적일 것으로 예상하며, 주가 반등을 위해서는 시장 기대치를 상회하는 신작 성과 가시화 필요. 그 전까지는 보수적인 접근 판단

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	직전추정	잠정치	1Q25			2Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	178	133	199	123	-31.1	-7.8	133	102	-33.6	-17.3
영업이익	14	-4	11	-12	적전	적지	-8	-24	적전	적지
순이익	0	-110	2	-20	적전	적지	-10	-32	적지	적지

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	726	627	569	718	756
영업이익	75	19	-23	61	70
세전순이익	-357	-108	-25	85	94
총당기순이익	-322	-128	-41	57	64
지배지분순이익	-229	-109	-26	48	54
EPS	-2,774	-1,318	-309	580	651
PER	NA	NA	NA	24.5	21.8
BPS	16,961	16,190	15,839	16,419	17,070
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	-14.9	-8.0	-1.9	3.6	3.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	1,033	1,112	569	718	-44.9	-35.4
판매비와 관리비	885	914	592	657	-33.2	-28.2
영업이익	148	197	-23	61	적자조정	-69.1
영업이익률	14.3	17.7	-4.0	8.5	적자조정	-9.3
영업외손익	-38	-38	-2	24	적자유지	흑자조정
세전순이익	110	159	-25	85	적자조정	-46.3
지배지분순이익	70	102	-26	48	적자조정	-52.9
순이익률	8.4	11.3	-7.1	7.9	적자조정	-3.4
EPS(지배지분순이익)	855	1,237	-309	580	적자조정	-53.1

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오게임즈 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	48.1	신작 효과로 매출, 이익이 본격적으로 성장했던
Target PER(x)	23.0x	2020년, 2021년 평균 PER 적용
목표 시총(십억원)	1,105.3	
주식 수(천주)	82,866.0	
적정 주가(원)	13,338	
목표 주가(원)	13,000	반올림 적용
현재 주가(원)	14,360	
상승 여력	-9.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 카카오게임즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	101.5	125.6	219.2	627.2	569.1	717.8
YoY growth	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-33.6%	-22.9%	64.5%	-13.6%	-9.3%	26.1%
QoQ growth	2.8%	-14.3%	6.6%	-18.2%	-7.8%	-17.3%	23.7%	74.6%			
PC 게임	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	21.2	20.3	47.4	86.7	115.7	274.4
모바일게임	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	80.3	105.2	171.8	540.5	453.5	443.4
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	125.4	144.4	186.6	608.1	591.8	656.8
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	55.5	72.1	114.8	329.3	304.8	362.4
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	40.5	40.7	40.9	154.5	162.2	168.5
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	9.1	11.3	11.0	40.9	44.1	48.4
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	11.3	11.4	11.2	47.4	45.4	43.4
기타비용	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	8.9	8.8	8.7	35.9	35.5	34.1
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-23.9	-18.8	32.5	19.1	-22.6	61.0
영업이익률	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-23.5%	-15.0%	14.8%	3.1%	-4.0%	8.5%
지배주주 순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-14.9	-11.2	23.5	-108.9	-25.6	48.1
순이익률	0.5%	-6.2%	-2.5%	-72.4%	-18.7%	-14.6%	-8.9%	10.7%	-17.4%	-4.5%	6.7%

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 3. 카카오게임즈 2H24~2025년 신작 라인업

출시 일정	게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	디바이스	지역
2Q25	섹션13	액션 로그라이트 슈터	자체개발(오션드라이브)	PC+콘솔	글로벌
3Q25	가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌(중국 제외)
4Q25	SM 게임 스테이션	아이돌 육성 시뮬레이션		모바일	글로벌
	갯 세이브 버밍엄	좀비서바이벌	자체개발(오션드라이브)	PC+콘솔	글로벌
	Project Q	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내
	크로노오디세이	MMORPG	퍼블리싱(크로노 스튜디오)	PC+콘솔	글로벌
	Project C	서브컬처육성시뮬레이션	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내, 일본
1H26	아키에이지 크로니클	온라인 액션 RPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+콘솔	글로벌
2026	프로젝트 S	루트슈터	자체개발(라이온하트)	PC+콘솔	글로벌
	검술명가 막내아들 IP	헌팅 액션 RPG	퍼블리싱(오션드라이브)	PC+콘솔	글로벌

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

- 카카오게임즈 대표이사는 조계현
- 2024 말 기준 주식 소유 현황은 (주)카카오 외 19인 49.1%, 카카오게임즈 주식주 0.3% 등 보유
- 주된 사업은 모바일게임과 PC 게임의 퍼블리싱 사업 영위 및 다양한 장르의 게임 개발
- 주요 게임: 배틀그라운드, 패스오브엑스자일, 아키에이지 등의 PC 게임과 오딘, 아키에이지워 등의 모바일 게임

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 콘텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

게임별 매출 비중 (2024년 기준)

Platform	Revenue Share (%)
모바일	86%
PC	14%

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망

Quarter	Revenue (Billion KRW)
1Q21	60
2Q21	80
3Q21	420
4Q21	200
1Q22	180
2Q22	210
3Q22	200
4Q22	150
1Q23	160
2Q23	170
3Q23	180
4Q23	160
1Q24	160
2Q24	130
3Q24	120
4Q24	100
1Q25	80
2Q25	100
3Q25E	170

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망

Quarter	Revenue (Billion KRW)
1Q21	60
2Q21	60
3Q21	320
4Q21	100
1Q22	90
2Q22	90
3Q22	110
4Q22	80
1Q23	80
2Q23	80
3Q23	90
4Q23	90
1Q24	90
2Q24	80
3Q24	70
4Q24	60
1Q25	70
2Q25	110
3Q25E	110

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

오딘 매출 비중 추이 추정

Quarter	Odin Revenue (Billion KRW)	Odin Share (%)
1Q23	100	55%
2Q23	90	45%
3Q23	100	50%
4Q23	100	55%
1Q24	90	50%
2Q24	70	45%
3Q24	70	40%
4Q24	60	35%
1Q25	40	30%
2Q25	30	25%
3Q25E	30	15%

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망

Quarter	Personnel Expense (Billion KRW)	Marketing Expense (Billion KRW)
1Q22	48	15
2Q22	50	20
3Q22	48	20
4Q22	52	15
1Q23	42	18
2Q23	45	10
3Q23	40	8
4Q23	38	8
1Q24	39	14
2Q24	38	10
3Q24	40	13
4Q24	40	9
1Q25	40	11
2Q25	40	11
3Q25E	40	11

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

주: 인건비 감소는 세나 테크 4Q24 연결 제외, 카카오xx의 중단영업손실 반영 영향

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	726	627	569	718	756
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	726	627	569	718	756
판매비와관리비	650	608	592	657	687
영업이익	75	19	-23	61	70
영업외수익	10.4	3.1	-4.0	8.5	9.2
EBITDA	171	91	19	98	104
영업외손익	-433	-127	-2	24	24
관계기업손익	-21	-16	-5	-5	-5
금융수익	32	43	36	42	42
외환보통이익	2	2	1	1	1
금융비용	-37	-109	-33	-14	-14
외환보통손실	0	1	1	1	1
기타	-407	-45	0	2	2
법인세비용차감전순이익	-357	-108	-25	85	94
법인세비용	44	-5	-5	-18	-20
계속사업순이익	-313	-113	-30	67	74
중단사업순이익	-10	-15	-11	-11	-11
당기순이익	-322	-128	-41	57	64
당기순이익률	-44.4	-20.4	-7.1	7.9	8.4
비재계분순이익	-94	-19	-15	8	10
재계분순이익	-229	-109	-26	48	54
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	5	5	5	5
포괄순이익	-344	-80	8	105	112
비재계분포괄이익	-95	-20	3	16	17
재계분포괄이익	-249	-60	5	89	95

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,774	-1,318	-309	580	651
PER	NA	NA	NA	24.5	21.8
BPS	16,961	16,190	15,839	16,419	17,070
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	2,079	1,106	225	1,185	1,250
EV/EBITDA	16.7	20.9	92.0	16.6	14.8
SPS	8,803	7,589	6,868	8,662	9,127
PSR	2.9	2.2	2.1	1.7	1.6
CFPS	2,767	1,115	1,583	2,869	2,933
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	-36.8	-13.6	-9.3	26.1	5.4
영업이익 증감률	-57.1	-74.6	작전	흑전	14.5
순이익 증감률	작지	작지	작지	흑전	12.3
수익성					
ROIC	3.3	1.2	-1.6	3.0	3.4
ROA	2.1	0.6	-0.7	1.8	2.0
ROE	-14.9	-8.0	-1.9	3.6	3.9
안정성					
부채비율	113.5	114.6	123.8	124.1	123.9
순차입금비율	30.8	28.0	26.4	19.8	12.8
이자보상비율	2.1	0.4	0.0	0.0	0.0

자료: 카키모토게임즈, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,021	1,069	1,200	1,361	1,525
현금및현금성자산	654	605	740	891	1,052
매출채권 및 기타채권	104	51	47	57	60
재고자산	80	0	0	0	0
기타유동자산	183	413	413	413	413
비유동자산	2,450	2,104	2,052	2,003	1,957
유형자산	116	12	12	12	12
관계기업투자지급	203	178	157	136	115
기타비유동자산	2,132	1,914	1,882	1,855	1,830
자산총계	3,471	3,173	3,251	3,364	3,482
유동부채	710	1,199	1,163	1,087	1,012
매입채무 및 기타채무	97	98	98	98	98
차입금	0	190	114	38	-37
유형상채무	0	413	452	452	452
기타유동부채	613	499	499	499	499
비유동부채	1,135	495	635	775	915
차입금	650	147	287	427	567
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	486	348	348	348	348
부채총계	1,845	1,695	1,799	1,863	1,927
자본계분	1,398	1,338	1,313	1,361	1,415
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	277	188	162	211	285
기타자본변동	13	42	42	42	42
비자본계분	227	140	140	140	140
자본총계	1,626	1,478	1,453	1,501	1,555
순차입금	501	414	383	296	200

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	125	27	112	191	202
당기순이익	0	0	-41	57	64
비유동자산의 처분	551	220	172	181	180
감가상각비	96	72	41	37	34
외환손익	-1	-2	1	1	1
지분법평가손익	21	16	21	21	21
기타	435	134	109	122	124
자산부채의 증감	5	-17	-15	-29	-22
기타현금흐름	-431	-176	-5	-18	-20
투자활동 현금흐름	-54	85	27	27	27
투자자산	-10	-1	21	21	21
유형자산	-27	-10	-10	-10	-10
기타	-16	96	16	16	16
재무활동 현금흐름	-44	-137	80	41	41
단기차입금	-22	-76	-76	-76	-76
사채	-1	-184	0	0	0
장기차입금	7	140	140	140	140
유상증자	4	6	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-32	-23	16	-23	-23
현금의 증감	27	-24	110	151	161
기초 현금	627	654	630	740	891
기말 현금	654	630	740	891	1,052
NOPLAT	66	20	-27	48	55
FCF	127	80	2	73	76

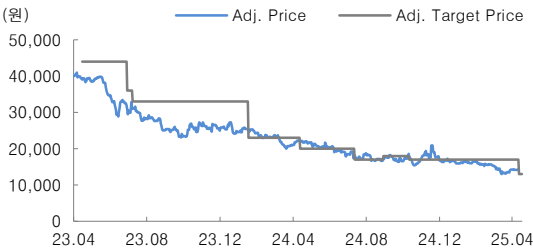
[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석서는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석서는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이재은)
본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

카카오게임즈(293490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.08	25.05.06	24.12.02	24.11.06	24.09.24	24.08.25
투자의견	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	13,000	17,000	17,000	17,000	18,000	17,000
과다율(평균%)		(15.53)	(5.36)	(1.79)	(3.66)	2.65
과다율(최대/최소%)		(15.53)	(23.35)	(9.47)	3.50	(2.24)
제시일자	24.08.07	24.05.08	24.02.12	24.02.03	23.08.03	23.07.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	6개월 경과	Marketperform	Buy
목표주가	17,000	20,000	23,000	33,000	33,000	36,000
과다율(평균%)	3.28	0.79	(0.59)	(22.50)	(20.40)	(14.03)
과다율(최대/최소%)	0.00	(13.00)	(13.04)	(21.67)	(4.24)	(8.75)
제시일자	23.05.16	23.05.11				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	44,000	44,000				
과다율(평균%)	(18.37)	(11.14)				
과다율(최대/최소%)	(9.43)	(10.57)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상