

카카오게임즈 (293490)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

13,000

유지

현재주가

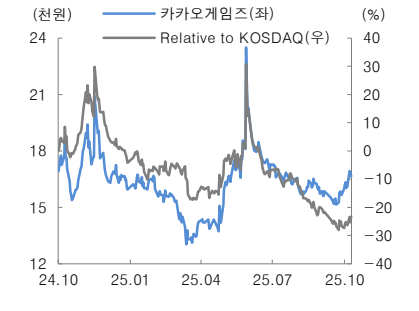
16,660

(25.11.05)

다지털엔터테인먼트

KOSDAQ	901.89
시가총액	1,496십억원
시가총액비중	0.31%
지분금(보통주)	8십억원
52주 최고/최저	23,500원 / 13,030원
120일 평균거래대금	67억원
외국인지분율	9.71%
주요주주	카카오 외 14 인 45.18% 벌벳제1호 유한회사 5.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.0	-1.3	17.5	-10.6
상대수익률	-0.6	-12.6	-6.0	-25.5



아직도 ‘오딘’뿐

- 3Q, 기존 라인업, 신작 모두 부진한 성과로 컨센 하회하는 실적 기록
- 비핵심 자산 매각하며, 게임 사업 집중 중이나, 녹록치 않은 상황으로 판단
- 1H26까지 턴어라운드 어려울 전망. 신작 흥행 확인 전까지 보수적 접근 판단

투자의견 Marketperform, 목표주가 13,000원 유지

2026 EPS 553원에 Target PER 23배 적용. 신작 출시 효과가 나타나는 2026년도를 목표주가 산출연도로 적용. Target PER은 과거 동사가 신작을 통해 본격적으로 실적이 성장했던 ‘20~’21 평균 PER 적용

기존 타이틀, 신작 모두 부진

3Q25 매출액 1,275억원(YoY -21.7%, QoQ 10.1%), 영업이익 -54억원(YoY -적자전환, QoQ 적자지속) 기록. 컨센서스 대비 매출 부합, 영업이익 하회

1) 모바일 매출 848억원(QoQ -16%) 기록. 6월 ‘오딘’의 4주년 업데이트가 온기로 반영됐음에도, 오딘 외 타이틀의 매출 하락세 지속. 4분기엔 ‘오딘’ 업데이트 효과 소멸 및 9월 신작 ‘가디스오더’의 흥행 실패로 모바일 매출 지속 하락 예상. 2) PC 매출 427억원(QoQ 187.8%) 기록. ‘배틀그라운드’의 다수 콜라보 업데이트 효과로 전분기대비 크게 성장. 단, 모바일과 마찬가지로 업데이트 효과가 소멸되는 4분기엔 매출 하락 전망

동사는 카카오VX 등 비핵심 자산을 매각하며, 게임 사업에 집중하고 있으나, 전반적인 사업 환경은 녹록치 않은 상황으로 판단. 1) 기존 타이틀의 매출 하락세 지속, 2) 연이은 신작의 흥행 부진, 3) 차기작 출시 지연 등이 겹치며 2026년 상반기까지 의미있는 턴어라운드는 어려울 전망. 회사는 2026년 총 9종의 신작을 출시할 계획. 이 중 프로젝트 Q, OQ, 아키에이지 크로니클, 크로노오디세이 등을 핵심 기대작으로 제시. 그러나 대부분 MMORPG 장르로, 동사의 낮은 hit-ratio와 국내 MMORPG 경쟁 심화 환경을 고려하면, 신작 출시 전 주가에 기대감이 선반영되기 어려울 것으로 판단. 출시 이후 흥행 성과 확인 전까지는 보수적 접근 필요 판단

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2Q25	직전추정	집중치	3Q25			4Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	163	116	126	128	-21.7	10.1	125	104	114.8	-18.2
영업이익	8	-9	-19	-5	적전	적지	-4	-10	적전	적지
순이익	-4	-12	-27	-10	적지	적지	-7	-10	적지	적지

자료: 카카오게임즈, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	726	627	470	703	873
영업이익	75	19	-36	61	82
세전순이익	-357	-108	-69	52	73
총당기순이익	-322	-128	-42	51	62
지배지분순이익	-229	-109	-25	43	53
EPS	-2,774	-1,318	-300	553	636
PER	NA	NA	NA	32.2	26.2
BPS	16,961	16,190	15,848	16,366	17,003
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0
ROE	-14.9	-8.0	-1.9	3.2	3.8

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	569	718	470	703	-17.3	-2.0
판매비와 관리비	592	657	507	643	-14.4	-2.1
영업이익	-23	61	-36	61	적자유지	-0.8
영업이익률	-4.0	8.5	-7.7	8.6	적자유지	0.1
영업외손익	-2	24	-33	-9	적자유지	적자조정
세전순이익	-25	85	-69	52	적자유지	-39.5
지배지분순이익	-26	48	-25	43	적자유지	-10.7
순이익률	-7.1	7.9	-9.0	7.2	적자유지	-0.7
EPS(지배지분순이익)	-309	619	-300	518	적자유지	-10.7

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오게임즈 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	49.6	신작 효과로 매출, 이익이 본격적으로 성장했던
Target PER(x)	23.0x	2020년, 2021년 평균 PER 적용
목표 시총(십억원)	1,141.2	
주식 수(천주)	89,786.0	
적정 주가(원)	12,710	
목표 주가(원)	13,000	반올림 적용
현재 주가(원)	16,660	
상승 여력	-22.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 카카오게임즈 실적 추정 표

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	115.8	127.5	104.3	627.2	470.4	703.3
YoY growth	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-24.2%	-21.7%	-21.7%	-13.6%	-25.0%	49.5%
QoQ growth	2.8%	-14.3%	6.6%	-18.2%	-7.8%	-5.7%	10.1%	-18.2%			
PC 게임	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	14.8	42.7	24.7	86.7	109.0	348.6
모바일게임	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	101.0	84.8	79.5	540.5	361.4	354.7
기타	23.3	33.7	33.1	30.3	30.6	30.9	31.2	31.5	120.4	124.3	129.3
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	124.4	132.9	114.2	608.1	506.8	642.8
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	57.5	66.2	49.7	329.3	235.8	367.0
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	37.0	36.7	37.5	154.5	151.1	144.5
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	8.5	9.1	6.3	40.9	36.5	48.2
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	12.2	12.3	12.1	47.4	48.0	49.5
기타비용	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	9.3	8.7	8.6	35.9	35.6	33.6
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-8.6	-5.4	-9.9	19.1	-36.3	60.5
영업이익률	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-7.4%	-4.2%	-9.5%	3.1%	-7.7%	8.6%
지배주주 순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-26.1	34.0	-9.7	-108.9	-24.8	49.6
순이익률	0.5%	-6.2%	-2.5%	-72.4%	-18.7%	-22.6%	26.7%	-9.3%	-17.4%	-5.3%	7.1%

자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

표 3. 카카오게임즈 2H25~2026년 신작 라인업

출시 일정	게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	디바이스	지역
1Q26	SM 게임 스테이션	아이돌 육성 시뮬레이션	자체개발(메타보라)	모바일	글로벌
	더 큐브, 세이브 어스	익스트랙션액션	자체개발(엑스엘게임즈)	PC	글로벌
2Q26	던전어라이즈	전략 어드벤처 RPG	퍼블리싱	모바일+PC	글로벌
	Project Q	MMORPG	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내
3Q26	Project OQ	MMORPG	퍼블리싱	PC+모바일	국내
	갯 세이브 버밍엄	오픈월드좀비생존시뮬레이터	자체개발(오션드라이브)	PC+콘솔	글로벌
	아키에이지 크로니클	온라인 액션 RPG	자체개발(엑스엘게임즈)	PC+콘솔	글로벌
4Q26	Project C	서브컬처육성시뮬레이션	자체개발(라이온하트)	PC+모바일	국내, 일본
	크로노오디세이	MMORPG	퍼블리싱(크로노 스튜디오)	PC+콘솔	글로벌
TBD	Project 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

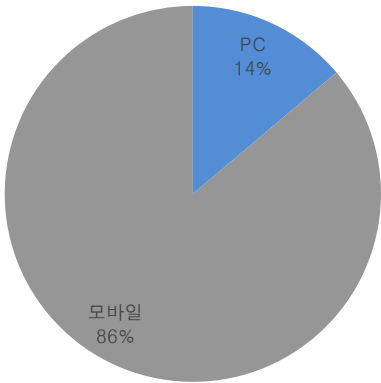
- 카카오게임즈 대표이사는 조계현
- 2024 말 기준 주식 소유 현황은 (주)카카오 외 19인 49.1%, 카카오게임즈 주식주주 0.3% 등 보유
- 주된 사업은 모바일게임과 PC 게임의 퍼블리싱 사업 영위 및 다양한 장르의 게임 개발
- 주요 게임: 배틀그라운드, 패스오브엑스자일, 아키에이지 등의 PC 게임과 오딘, 아키에이지워 등의 모바일 게임

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

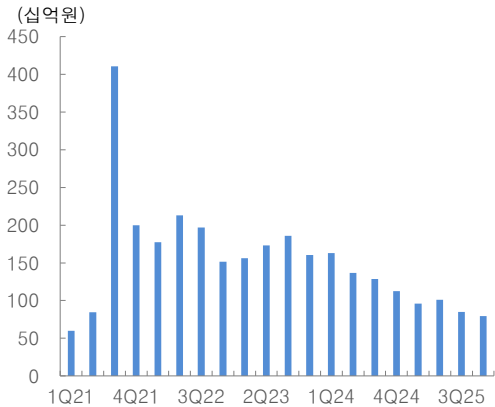
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

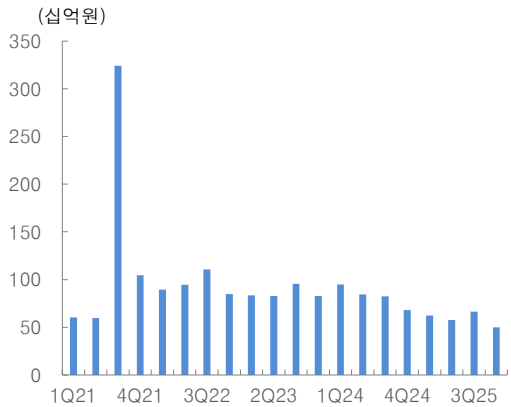
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



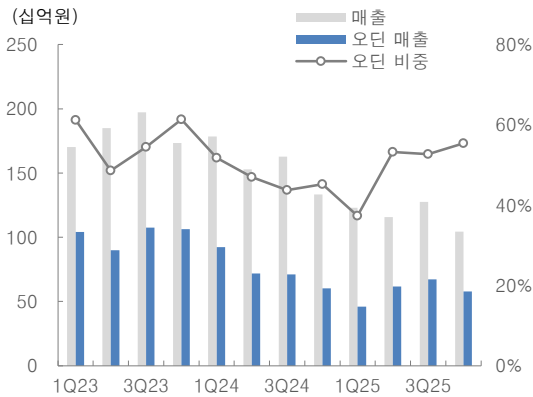
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



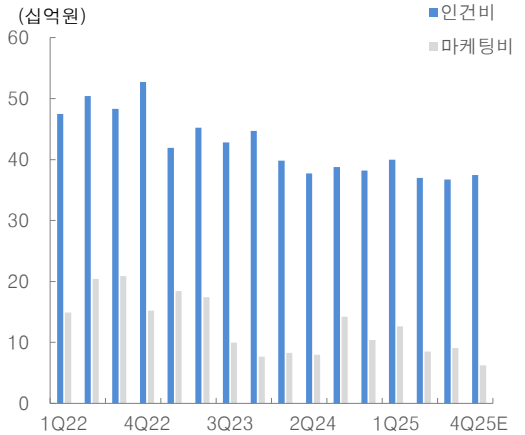
자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

오딘 매출 비중 추이 추정



자료: 카카오게임즈, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



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	470	703	873
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	726	627	470	703	873
판매비와관리비	650	608	507	643	791
영업이익	75	19	-36	61	82
영업외수익	10.4	3.1	-7.7	8.6	9.4
EBITDA	171	91	5	98	116
영업외손익	-433	-127	-33	-9	-9
관계기업손익	-21	-16	-3	-2	-2
금융수익	32	43	36	18	18
외환보통이익	2	2	1	1	1
금융비용	-37	-109	-44	-15	-15
외환보통손실	0	1	1	1	1
기타	-407	-45	-21	-10	-10
법인세비용차감전순이익	-357	-108	-69	52	73
법인세비용	44	-5	21	-5	-15
계속사업순이익	-313	-113	-49	47	58
중단사업순이익	-10	-15	6	4	4
당기순이익	-322	-128	-42	51	62
당기순이익률	-44.4	-20.4	-9.0	7.2	7.1
비재배분순이익	-94	-19	-17	8	9
재배분순이익	-229	-109	-25	43	53
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	5	5	5	5
포괄순이익	-344	-80	6	99	110
비재배분포괄이익	-95	-20	2	2	2
재배분포괄이익	-249	-60	3	97	108

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,774	-1,318	-300	553	636
PER	NA	NA	NA	32.2	26.2
BPS	16,961	16,190	15,848	16,366	17,003
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	2,079	1,106	60	1,180	1,401
EV/EBITDA	16.7	20.9	407.7	19.8	15.9
SPS	8,803	7,589	5,677	8,488	10,541
PSR	2.9	2.2	2.9	2.0	1.6
CFPS	2,767	1,115	1,257	2,642	2,863
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	-36.8	-13.6	-25.0	49.5	24.2
영업이익 증감률	-57.1	-74.6	작전	흑전	36.0
순이익 증감률	작지	작지	작지	흑전	22.8
수익성					
ROIC	3.3	1.2	-1.5	3.4	4.0
ROA	2.1	0.6	-1.1	1.8	2.4
ROE	-14.9	-8.0	-1.9	3.2	3.8
안정성					
부채비율	113.5	114.6	123.7	124.5	124.4
순차입금비율	30.8	28.0	25.8	20.0	13.8
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	1,201	1,357	1,519
현금및현금성자산	654	605	747	887	1,038
매출채권 및 기타채권	104	51	40	56	68
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	3,252	3,359	3,476
유동부채	710	1,199	1,163	1,087	1,012
매입채무 및 기타채무	97	98	98	98	98
차입금	0	190	114	38	-37
유동상채무	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
자본자본	1,398	1,338	1,313	1,356	1,409
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	277	188	163	206	259
기타자본변동	13	42	42	42	42
비자본자본	227	140	140	140	140
자본총계	1,626	1,478	1,454	1,496	1,549
순차입금	501	414	375	300	213

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	125	27	117	179	191
당기순이익	0	0	-42	51	62
비유동장목의기갑	551	220	146	168	175
감가상각비	96	72	41	37	34
외환손익	-1	-2	1	1	1
지분법평가손익	21	16	21	21	21
기타	435	134	84	109	120
자산부채의증감	5	-17	-8	-35	-31
기타현금흐름	-431	-176	21	-5	-15
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	118	140	151
기초 현금	627	654	630	747	887
기말 현금	654	630	747	887	1,038
NOPLAT	66	20	-26	54	65
FCF	127	80	3	79	86

[Compliance Notice]

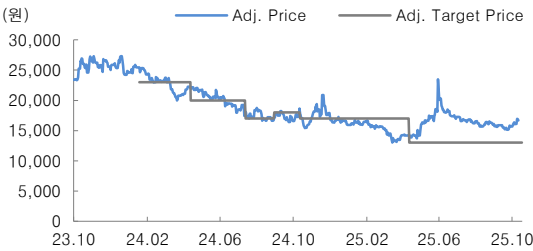
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.11.06	25.06.07	24.12.02	24.11.06	24.09.24	24.08.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	13,000	13,000	17,000	17,000	18,000	17,000
과다율(평균%)		27.34	(5.36)	(2.57)	(3.66)	2.65
과다율(최대/최소%)		5.62	(23.35)	(9.47)	3.50	(2.24)
제시일자	24.08.07	24.05.08	24.02.12			
투자의견	Marketperform	Buy	Marketperform			
목표주가	17,000	20,000	23,000			
과다율(평균%)	3.28	0.79	(0.59)			
과다율(최대/최소%)	0.00	(13.00)	(13.04)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251103)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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