

투자의견(상향)	매수
목표주가(상향)	▲ 15,000원
현재주가(26/10/20)	10,180원
상승여력	47.3%

영업이익(26F,십억원)	-100
Consensus 영업이익(26F,십억원)	-90
EPS 성장률(26F,%)	적지
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	-
MKT P/E(26F,x)	5.4
KOSDAQ	781.97
시가총액(십억원)	1,087
발행주식수(백만주)	107
유동주식비율(%)	66.2
외국인 보유비중(%)	4.7
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	6,930
52주 최고가(원)	17,760

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.1	-18.4	-33.3
상대주가	17.6	22.6	-25.3



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

카카오게임즈

기다림의 끝, 턴어라운드의 시작

신작 출시와 체질 개선 작업이 가져올 턴어라운드

26년 연간 영업손실 1,000억원에서 27년 영업이익 1,450억원으로 흑자 전환에 성공할 전망이다. 신작 공급 확대가 실적 개선의 주요 동력이다. 10월 8일 출시한 '도깨비의 세계' 초기 흥행 성과가 확인된 가운데, 1분기에는 오딘 Q가 출시된다. 오딘 Q의 27년 일평균 매출액으로 8억원 수준을 가정했다.

비용 구조 개선도 본격화되고 있다. 카카오게임즈는 비핵심 사업 정리와 조직 효율화를 통해 게임 중심으로 사업 구조를 재편하고 있으며, 인력 및 고정비 부담을 점진적으로 낮추고 있다. 기존작 매출 감소가 이어지며 26년 43% 수준까지 치솟은 매출액 대비 인건비 비중은 27년 23% 수준까지 감소할 전망이다.

캐주얼 게임사에 대한 투자도 긍정적

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

동사는 미투온 인수를 통해 MMORPG 중심의 포트폴리오를 다변화하고 신규 이익원을 확보할 계획이다. AI 기반 백엔드 개발 자동화 기업 백엔드엑스에도 전략적 투자를 단행하며 AI 역량을 강화하고 있다. 이를 통해 소규모 개발사의 제작 부담을 낮추고 유망 개발사 발굴과 인수, 퍼블리싱으로 연결하는 시너지 효과가 기대된다.

투자의견 '매수'로 상향, 게임 업종 Top Pick 제시

투자의견을 '중립'에서 '매수'로 상향하며 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 27F 실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 기존 9,000원에서 15,000원(27F 타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 27F P/E 14.2배 수준에서 거래 중이다. 27년 턴어라운드 기대감이 본격화되며 리레이팅이 나타날 전망이다.

1) 27년 오딘 Q 출시에 따른 신작 및 실적 모멘텀, 2) 체질 개선에 따른 이익 레버리지 확대, 3) 캐주얼 게임사 인수를 통한 사업 다변화가 투자포인트다. 27년 오딘 Q 외에도 크로노 오디세이, 아키에이지S 등 주요 신작이 출시될 예정이다. 고질적인 신작 출시 지연 우려가 완화되고 있다는 점도 긍정적이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	627	465	388	833	917
영업이익 (십억원)	19	-40	-100	145	173
영업이익률 (%)	3.0	-8.6	-25.8	17.4	18.9
순이익 (십억원)	-109	-100	-128	76	93
EPS (원)	-1,318	-1,186	-1,294	714	872
ROE (%)	-8.0	-7.9	-10.5	5.9	6.7
P/E (배)	-	-	-	14.2	11.7
P/B (배)	1.0	1.1	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	83	75	89	141	222	207	220	184	627	465	388	833
(% YoY)	-32.5%	-35.2%	-30.4%	42.6%	168.2%	176.1%	147.4%	30.3%	-13.6%	-25.9%	-16.6%	114.8%
모바일	55	53	51	110	155	153	124	111	540	351	268	544
PC	28	22	38	31	42	28	70	46	87	114	119	186
미투온 관련	-	-	-	-	25	26	26	27	-	-	-	103
영업비용	108	98	117	164	180	165	180	162	608	505	487	688
인건비	39	39	43	44	41	41	41	41	155	150	166	165
지급수수료	46	37	46	80	82	70	89	70	329	234	208	311
마케팅비	5	4	9	21	18	15	11	11	41	37	38	54
미투온 관련	-	-	-	-	20	20	21	21	-	-	-	83
기타	19	19	19	19	19	19	19	19	83	83	75	75
영업이익	-25	-23	-28	-23	42	42	39	22	19	-40	-100	145
(% YoY)	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-74.6%	적전	적지	흑전
영업이익률	-30.7%	-30.7%	-31.5%	-16.6%	19.0%	20.1%	17.9%	11.9%	3.1%	-8.5%	-25.7%	17.4%
지배주주순이익	-30	-49	-26	-23	23	22	22	9	-109	-100	-128	76
순이익률	-36.1%	-65.3%	-29.7%	-16.1%	10.5%	10.4%	10.1%	5.0%	-17.4%	-21.5%	-33.0%	9.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	352	732	388	833	10%	14%	343	662	13%	26%	오딘 Q 매출 1분기부터 반영
영업이익	-82	57	-100	145	-	154%	-90	68	-	115%	
지배주주순이익	-105	46	-128	76	-	67%	-126	36	-	112%	
영업이익률	-23.1%	7.8%	-25.7%	17.4%	-	-	-26.3%	10.2%	-	-	
순이익률	-29.9%	6.2%	-33.0%	9.2%	-	-	-36.8%	5.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	76	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	1,602	
주식 수 (천주)	106,745	
목표주가 (원)	15,000	
현재주가 (원)	10,180	
상승여력	47.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

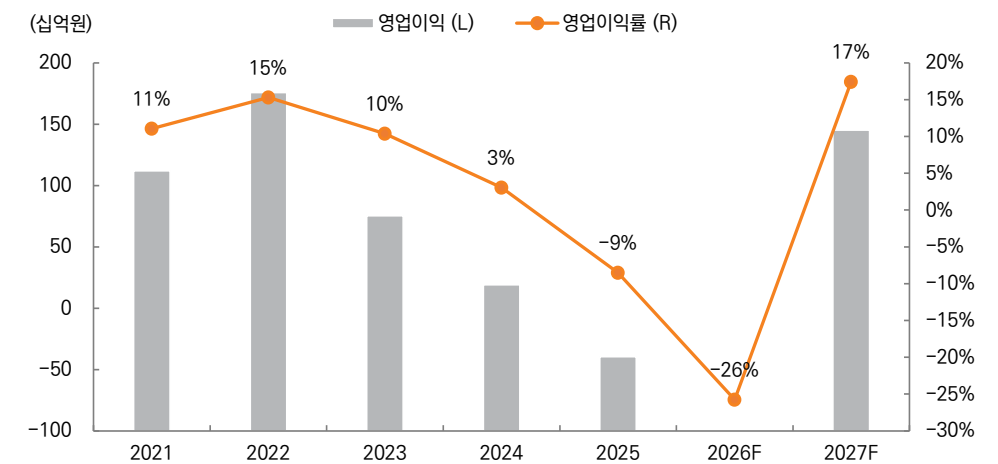
2027년 턴어라운드 본격화

2026년 연간 영업손실 1,000억원에서 2027년 영업이익 1,450억원으로 흑자 전환이 예상된다. 신작 공급 확대가 실적 개선의 주요 동력이다. 10월 8일 '도깨비의 세계'를 성공적으로 출시했으며, 연내 '아키에이지 크로니클' 출시를 계획하고 있다. 2027년에는 기대작 '오딘 Q'(1분기)를 포함한 신작 4종을 선보일 예정이다. 특히 경영진이 신작 출시 일정에 대한 높은 자신감을 보이고 있다는 점이 긍정적이다.

비용 구조 개선도 본격화되고 있다. 카카오게임즈는 비핵심 사업 정리와 조직 효율화를 통해 게임 중심으로 사업 구조를 재편하고 있으며, 인력 및 고정비 부담을 점진적으로 낮추고 있다. 특히 기존 개발 조직의 효율성을 높이고 핵심 프로젝트에 자원을 집중하는 전략은 AI 시대에 적합한 변화로 판단한다. 향후 AI 기반 개발 도구 도입이 확대되면 추가적인 생산성 향상과 비용 절감이 가능할 전망이다. 신작 매출 증가와 고정비 축소가 맞물리면서 2027년부터 영업 레버리지 효과가 본격화될 것으로 기대한다.

캐주얼 게임으로의 장르 다변화 역시 긍정적이다. 카카오게임즈는 미투온 인수를 통해 기존 MMORPG 중심의 포트폴리오를 다변화하고 신규 이익원을 확보할 계획이다. 또한 AI 기반 백엔드 개발 자동화 기업인 백엔드엑스에 전략적 투자를 단행하며 AI 역량도 강화하고 있다. 이를 통해 소규모 개발사의 제작 부담을 낮추고 유망 개발사를 조기에 발굴해 인수 및 퍼블리싱으로 연결하는 시너지가 기대된다. 결국 캐주얼 장르 확대와 AI 기술 투자가 맞물리면서 중장기 성장 기반이 강화될 것으로 판단한다.

그림 36. 카카오게임즈 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

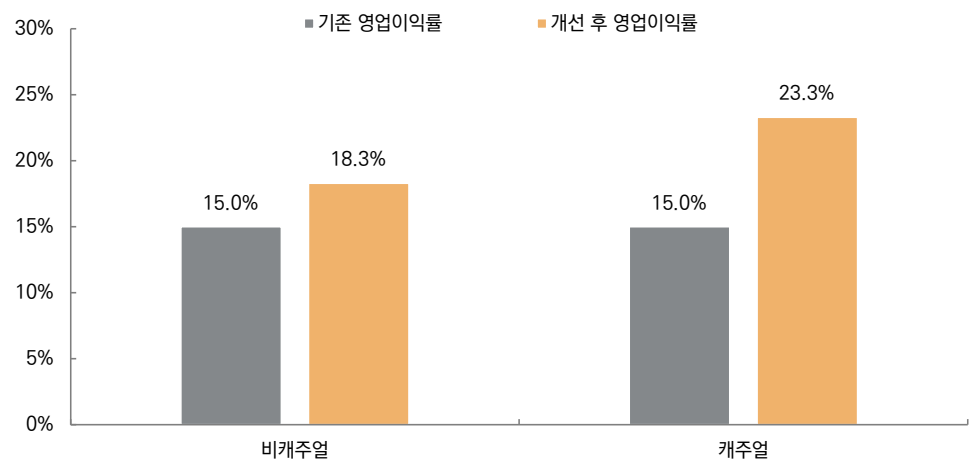
AI가 개선하는 캐주얼 게임의 사업 구조

캐주얼 게임은 AI 도입에 따른 사업 구조 개선 효과가 빠르게 나타날 수 있는 장르다. MMORPG 등 코어 장르와 달리 개발 기간이 짧고, 다수의 게임을 출시한 뒤 이용자 반응에 따라 흥행작을 선별하는 구조다. 특히 하이퍼캐주얼에서 하이브리드캐주얼로 시장의 중심이 이동하면서 광고뿐 아니라 인앱결제(IAP)를 통한 수익화도 중요해지고 있다. AI를 활용한 개발 기간 단축과 제작비 절감은 동일한 예산으로 출시할 수 있는 게임 수를 늘리고 실패 비용을 낮춘다. 개별 게임의 흥행 확률이 높아지지 않더라도 출시 횟수 증가만으로 포트폴리오 전체의 기대수익이 개선될 수 있다.

광고 효율 개선에 따른 수익성 상승 효과도 크다. 캐주얼 게임은 이용자 획득을 위한 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 공격적인 이용자 확보에 나서는 게임은 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 영업이익이 크게 증가할 수 있다. 생성형 AI를 활용한 광고 소재 제작과 타게팅 최적화는 이용자 획득 비용(CAC)을 낮추고, 결제 가능성과 장기 리텐션이 높은 이용자를 선별해 생애가치(LTV)를 높인다. 특히 이용자 데이터와 광고 집행 규모가 큰 퍼블리셔일수록 효과가 클 전망이다.

결과적으로 AI는 캐주얼 게임의 사업 구조를 소수 흥행작에 의존하는 모델에서 다수의 게임을 저비용으로 출시하고 데이터를 기반으로 성장시키는 모델로 변화시킬 전망이다. 개발비 절감은 신작 출시 비용을 낮추고, 광고 효율 개선은 흥행작의 매출 확대와 수익성 개선으로 연결된다. 특히 광고와 인앱결제를 병행하는 하이브리드캐주얼은 리텐션 개선에 따른 LTV 상승 효과도 기대할 수 있다. 이에 따라 게임 개발 역량뿐 아니라 흥행작을 빠르게 발굴하고 이용자를 장기간 유지하며 수익화하는 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

그림 37. ROAS 개선에 따른 영업이익률 상승 효과 비교. 캐주얼 vs. 비캐주얼



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오게임즈 (293490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	465	388	833	917
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	465	388	833	917
판매비와관리비	505	487	688	744
조정영업이익	-40	-100	145	173
영업이익	-40	-100	145	173
비영업손익	-144	-72	-9	-7
금융손익	-37	-34	-33	-30
관계기업등 투자손익	-3	-38	23	22
세전계속사업손익	-184	-172	136	166
계속사업법인세비용	-44	-26	27	33
계속사업이익	-140	-146	108	132
중단사업이익	-3	0	0	0
당기순이익	-143	-146	108	132
지배주주	-100	-128	76	93
비지배주주	-43	-17	32	39
총포괄이익	-212	-146	108	132
지배주주	-169	-116	87	106
비지배주주	-43	-29	22	27
EBITDA	8	-65	174	193
FCF	-52	-165	130	185
EBITDA 마진율 (%)	1.7	-16.8	20.9	21.0
영업이익률 (%)	-8.6	-25.8	17.4	18.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	-21.5	-33.0	9.1	10.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	941	1,043	1,181	1,377
현금 및 현금성자산	492	673	804	978
매출채권 및 기타채권	31	30	37	41
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	418	340	340	358
비유동자산	1,736	1,692	1,671	1,653
관계기업투자등	10	10	10	11
유형자산	13	8	7	4
무형자산	1,348	1,323	1,303	1,285
자산총계	2,677	2,735	2,852	3,030
유동부채	514	947	951	974
매입채무 및 기타채무	66	67	69	76
단기금융부채	354	783	784	790
기타유동부채	94	97	98	108
비유동부채	965	527	531	554
장기금융부채	717	302	302	302
기타비유동부채	248	225	229	252
부채총계	1,479	1,474	1,482	1,528
지배주주지분	1,184	1,265	1,341	1,434
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	1,119	1,307	1,307	1,307
이익잉여금	137	9	85	179
비지배주주지분	14	-4	29	68
자본총계	1,198	1,261	1,370	1,502

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	-44	-160	137	185
당기순이익	-143	-146	108	132
비현금수익비용가감	209	42	88	83
유형자산감가상각비	19	10	8	3
무형자산상각비	28	24	21	17
기타	162	8	59	63
영업활동으로인한자산및부채의변동	-23	-48	0	32
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	0	0	-3
재고자산 감소(증가)	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	0	0	0
법인세납부	-19	26	-27	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-6	151	-7	-16
유형자산처분(취득)	-8	-5	-7	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-268	158	0	-16
기타투자활동	271	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-89	223	1	6
장단기금융부채의 증가(감소)	-10	14	1	6
자본의 증가(감소)	20	188	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-99	21	0	0
현금의 증가	-137	180	131	174
기초현금	630	492	673	804
기말현금	492	673	804	978

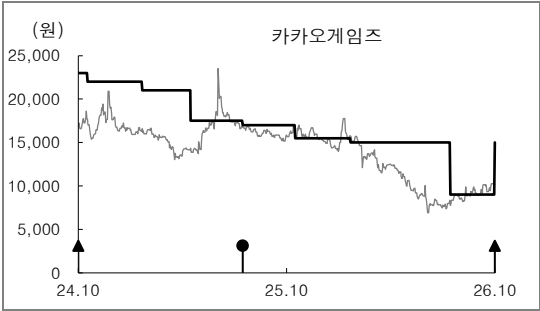
자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	-	-	14.2	11.7
P/CF (x)	19.0	-	5.5	5.0
P/B (x)	1.1	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	200.8	-	6.3	5.0
EPS (원)	-1,186	-1,294	714	872
CFPS (원)	783	-1,045	1,841	2,016
BPS (원)	13,756	12,325	13,040	13,912
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-25.9	-16.6	114.8	10.1
EBITDA증가율 (%)	-91.1	적전	흑전	11.1
조정영업이익증가율 (%)	적전	적지	흑전	19.0
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	22.1
매출채권 회전율 (회)	13.7	15.6	33.3	34.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-4.9	-5.4	3.9	4.5
ROE (%)	-7.9	-10.5	5.9	6.7
ROIC (%)	-2.0	-7.2	8.7	11.4
부채비율 (%)	123.4	116.9	108.2	101.7
유동비율 (%)	183.0	110.2	124.2	141.4
순차입금/자기자본 (%)	23.4	9.3	-1.0	-13.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.8	-1.9	2.7	3.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
카카오게임즈 (293490)				
2026.10.22	매수	15,000	-	-
2026.08.05	중립	9,000	2.32	14.44
2026.02.11	중립	15,000	-27.57	4.73
2025.11.06	중립	15,500	1.00	14.58
2025.08.06	중립	17,000	-5.37	-0.41
2025.05.07	매수	17,500	-2.88	34.29
2025.02.11	매수	21,000	-28.58	-20.57
2024.11.07	매수	22,000	-22.40	-5.00
2024.08.07	매수	23,000	-24.34	-18.52



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 카카오게임즈 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.