

카카오게임즈 (293490)

아직은 터널 속

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

13,000 원(유지)

현재주가

16,660 원(11/05)

시가총액

1,496(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 3분기 매출액 1,275억원(-22%yoy), 영업적자 54억원(적자전환yoy) 기록, 당사 추정치(-37억원) 소폭 하회
- PC매출(427억원, +25%yoy)은 PC배그의 콜라보 효과로 인한 매출 호조 영향으로 크게 성장함. 4분기에는 콜라보 효과가 제거되며 다시 감소할 전망
- 모바일(848억원, -33%yoy) 부문은 국내 오딘의 6월 4주년 업데이트 효과가 3분기까지 이어져 매출이 qoq로 소폭 반등했으나, 2분기 지역확장으로 반등했던 글로벌 오딘의 매출이 3분기에 다소 빠지면서 매출이 오히려 하락함. 이 외에 주력 ip인 아키에이지워 또한 매출 하락세가 지속됨
- 3분기 신작 가디스오더는 출시 40일만에 개발사인 픽셀트라이브의 파산으로 서비스가 중단되면서 매출 기여도가 거의 없었으며, 오히려 관련 마케팅비와 환불 관련 비용이 4분기에 발생할 예정
- 기존 IP 매출이 감소하는 와중에 올해 발할라 서바이벌(1분기), 가디스오더(3분기) 두 신작의 성과 또한 매우 부진함. 이에 지난해 4분기부터 4개 분기 연속 영업적자를 기록했으며, 내년도 신작 출시 일정을 고려할 때 1분기까지 영업적자 가능성이 높아보임. 영업흑자 전환과 신작 기대감을 갖기까지 시간이 다소 소요될 것으로 전망함

주가(원, 11/05)	16,660
시가총액(십억원)	1,496

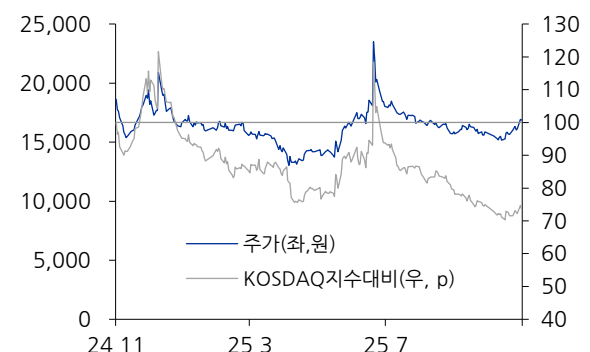
발행주식수	89,787천주
52주 최고가	23,600원
최저가	12,900원
52주 일간 Beta	1.17
60일 일평균거래대금	26억원
외국인 지분율	9.7%
배당수익률(2025E)	0.0%

주주구성	
카카오 (외 19인)	56.5%
자사주신탁 (외 1인)	0.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-0.6	-7.5	-30.5
절대기준	5.0	17.5	-10.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	13,000	13,000	-
영업이익(25)	-48	-25	▼
영업이익(26)	40	56	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	726	627	460	660
영업이익	75	19	-48	40
세전손익	-357	-108	-73	49
당기순이익	-322	-128	-46	37
EPS(원)	-2,772	-1,314	-340	410
증감률(%)	na	na	na	흑전
PER(배)	na	na	na	40.6
ROE(%)	-14.9	-8.0	-2.1	2.5
PBR(배)	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	15.5	21.2	na	18.9

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 카카오게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	122.9	115.8	127.5	94.0	97.2	154.7	206.1	202.0	460.1	660.0
(%yoy)	-31.1%	-24.2%	-21.7%	-29.4%	-20.9%	33.6%	61.7%	114.9%	-26.6%	43.4%
PC 게임	26.8	14.8	42.7	21.0	17.2	16.5	62.5	91.0	105.3	187.2
모바일게임	96.1	101.0	84.8	73.0	80.0	138.2	143.6	111.0	354.9	472.8
영업비용	135.3	124.4	132.9	115.3	115.8	149.2	178.0	177.2	507.9	620.3
(%yoy)	-17.5%	-18.0%	-14.3%	-15.9%	-14.4%	19.9%	33.9%	53.7%	-16.5%	22.1%
영업이익	-12.4	-8.6	-5.4	-21.3	-18.6	5.5	28.1	24.8	-47.8	39.7
(%yoy)	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	-10.1%	-7.4%	-4.3%	-22.7%	-19.1%	3.5%	13.6%	12.3%	-10.4%	7.0%
영업외손익	-20.0	-27.1	16.4	5.7	1.6	1.4	3.5	2.3	-25.1	8.8
세전이익	-32.5	-35.8	10.9	-15.6	-17.0	6.9	31.6	27.1	-72.9	48.5
지배순이익	-23.0	-26.1	34.0	-13.6	-16.7	5.9	25.8	21.8	-28.8	36.8
(%yoy)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	흑자전환	-24.3%	흑자전환	적자지속	흑자전환

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	725.8	627.2	460.1	660.0
영업이익	75.4	19.1	-47.8	39.7
세전이익	-357.2	-107.7	-72.9	48.5
지배순이익	-228.7	-108.9	-28.8	36.8
EPS(원)	-2,772	-1,314	-340	410
PER(배)	na	na	na	40.6
OPM(%)	10.4%	3.1%	-10.4%	6.0%
NPM(%)	-31.5%	-17.4%	-6.3%	5.6%

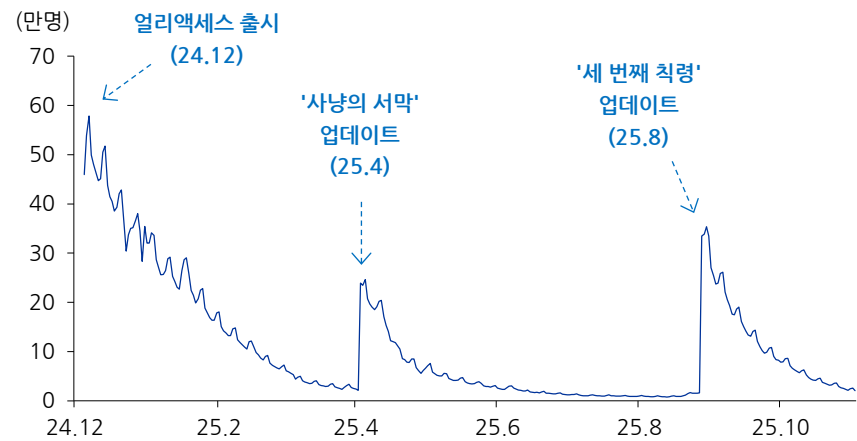
자료: 유진투자증권

도표 3. 카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	460	660	512	695	-10.2%	-5.0%
영업이익	-48	40	-25	56	적자지속	-28.6%
세전이익	-73	49	-60	65	적자지속	-24.6%
지배순이익	-29	37	-43	46	적자지속	-19.6%
% of Sales						
영업이익	-10.4%	6.1%	-4.9%	8.1%		
세전이익	-15.9%	7.4%	-11.7%	9.4%		
지배순이익	-6.3%	5.6%	-8.4%	6.6%		

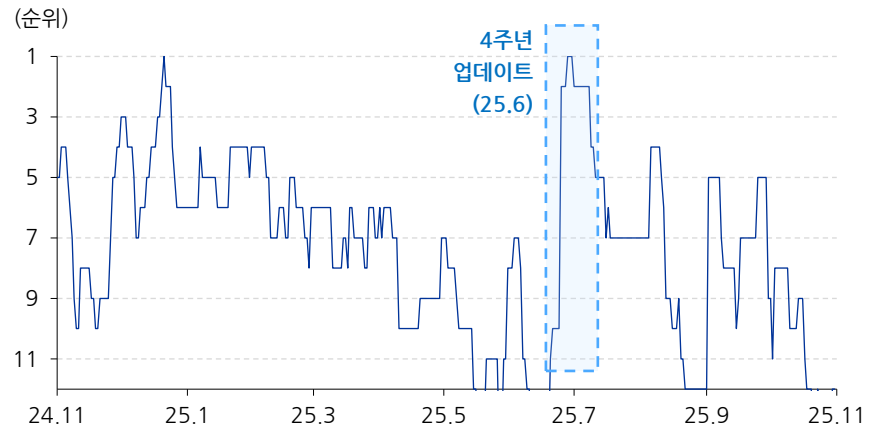
자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 4. 패스 오브 엑자일 2 스팀 동시 접속자 수 추이



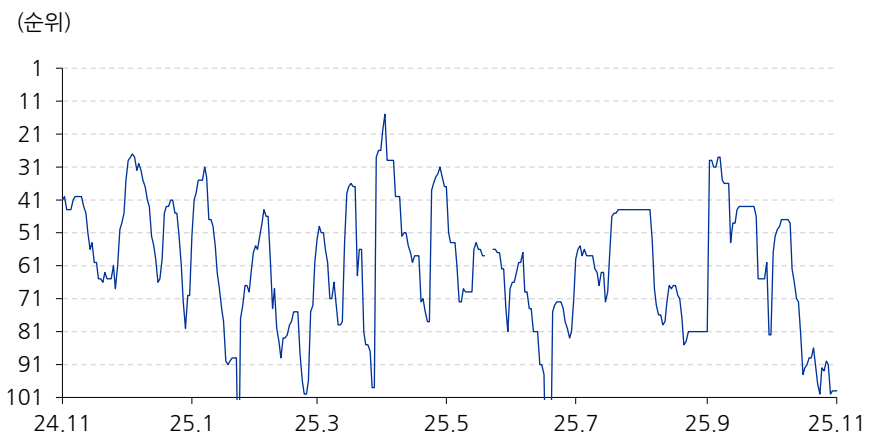
자료: SteamDB, 유진투자증권

도표 5. 국내 오딘 일 매출 순위



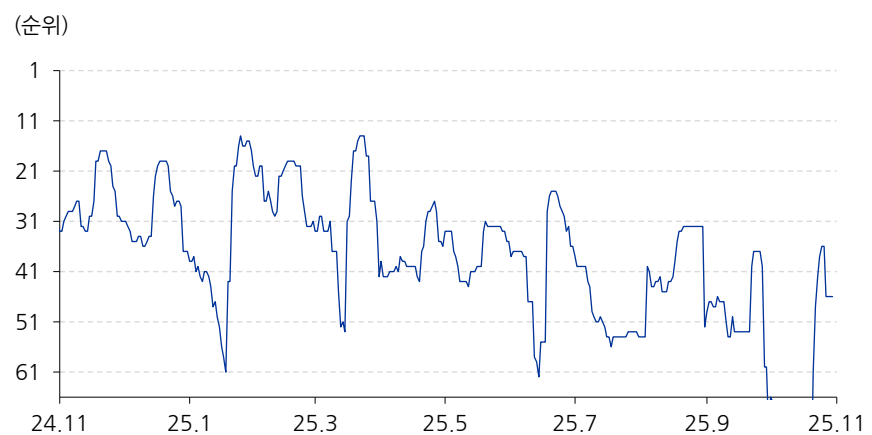
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 6. 대만 오딘 일 매출 순위



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 7. 아키에이지 워 일 매출 순위



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 8. 카카오게임즈 신작 출시 일정

출시 일정	게임	장르	출시 지역	플랫폼
1/21	발할라 서바이벌	핵앤슬래시 로그라이크	글로벌	모바일
5/26	섹션 13	액션 로그라이크 슈터	글로벌	콘솔/PC
9/24	가디스오더	액션 RPG	글로벌	모바일
1Q26	SM 게임 스테이션	SM 아이돌 IP 활용 캐주얼	글로벌	모바일
	더 큐브, 세이브 어스	익스트랙션 액션	글로벌	PC
2Q26	던전 어라이즈	전략 어드벤처 RPG	글로벌	모바일/PC
	프로젝트 Q	MMORPG	국내	모바일/PC
3Q26	프로젝트 OQ	MMORPG	국내	모바일/PC
	갓 세이브 버밍엄	좀비 서바이벌	글로벌	콘솔/PC
	아키에이지 크로니클	온라인 액션 RPG	글로벌	콘솔/PC
4Q26	프로젝트 C	서브컬처 육성 시뮬레이션	국내, 일본	모바일/PC
	크로노 오디세이	온라인 액션 RPG	글로벌	콘솔/PC
TBD	프로젝트 S	루트 슈터	글로벌	콘솔/PC
	검술명가 막내아들 IP	헌팅 액션 RPG	글로벌	콘솔/PC

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

주: 회색은 출시 완료된 게임

도표 9. 던전 어라이즈



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 10. 프로젝트 Q



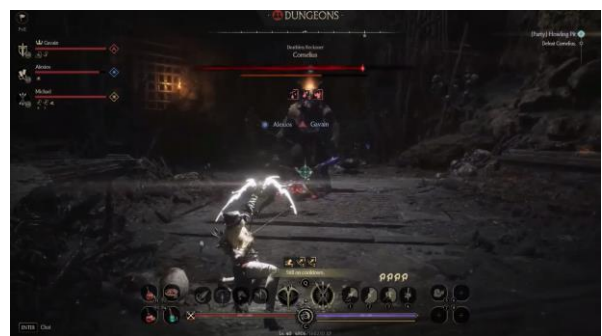
자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 11. 갓 세이프 버밍엄



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 12. 크로노 오디세이



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

카카오게임즈(293490.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
자산총계	3,874	3,471	3,173	3,248	3,367
유동자산	1,057	1,021	1,069	1,311	1,438
현금성자산	802	792	636	894	981
매출채권	85	104	51	31	67
재고자산	123	80	0	0	0
비유동자산	2,817	2,450	2,104	1,937	1,930
투자자산	690	696	607	471	491
유형자산	93	116	12	14	17
기타	2,033	1,639	1,484	1,452	1,422
부채총계	1,859	1,845	1,695	1,686	1,769
유동부채	267	710	1,199	680	752
매입채무	86	97	98	61	131
유동성이자부채	69	506	878	393	393
기타	111	108	223	226	228
비유동부채	1,592	1,135	495	1,006	1,016
비유동이자부채	1,225	807	202	702	702
기타	367	328	293	304	314
자본총계	2,015	1,626	1,478	1,562	1,599
지배지분	1,682	1,398	1,338	1,441	1,478
자본금	8	8	8	9	9
자본잉여금	1,133	1,099	1,100	1,207	1,207
이익잉여금	507	277	188	207	244
기타	33	13	42	18	18
비지배지분	333	227	140	121	121
자본총계	2,015	1,626	1,478	1,562	1,599
충차입금	1,294	1,313	1,081	1,096	1,096
순차입금	492	521	444	202	115

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
영업현금	134	125	27	330	123
당기순이익	(196)	(322)	(128)	(46)	37
자산상각비	93	96	72	46	45
기타비현금성손익	397	455	148	20	(16)
운전자본증감	(82)	5	(17)	287	33
매출채권감소(증가)	7	(42)	6	7	(36)
재고자산감소(증가)	(65)	41	14	4	0
매입채무증가(감소)	15	28	(18)	(17)	70
기타	(39)	(22)	(19)	293	(2)
투자현금	(964)	(54)	85	(125)	(36)
단기투자자산감소	(119)	43	74	(85)	(0)
장기투자증권감소	(9)	(5)	1	(8)	(11)
설비투자	24	28	13	9	13
유형자산처분	1	0	3	0	0
무형자산처분	7	(8)	0	(5)	(6)
재무현금	644	(44)	(137)	87	0
차입금증가	612	(38)	(143)	(21)	0
자본증가	158	4	6	109	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(182)	27	(24)	279	87
기초현금	809	627	654	605	884
기말현금	627	654	630	884	971
Gross Cash flow	294	228	92	70	90
Gross Investment	927	92	6	(247)	3
Free Cash Flow	(633)	136	86	317	87

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,148	726	627	460	660
증가율(%)	13.4	(36.8)	(13.6)	(26.6)	43.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,148	726	627	460	660
판매 및 일반관리비	972	650	608	508	620
기타영업손익	8	(33)	(7)	(16)	22
영업이익	176	75	19	(48)	40
증가율(%)	57.1	(57.1)	(74.6)	적전	흑전
EBITDA	269	171	91	(2)	85
증가율(%)	73.4	(36.3)	(46.7)	적전	흑전
영업외손익	(371)	(433)	(127)	(25)	9
이자수익	17	22	21	7	12
이자비용	15	35	54	7	12
지분법손익	(142)	2	(33)	(2)	2
기타영업외손익	(230)	(421)	(61)	(23)	6
세전순이익	(195)	(357)	(108)	(73)	49
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	1	(44)	5	(21)	11
당기순이익	(196)	(322)	(128)	(46)	37
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(234)	(229)	(109)	(29)	37
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	38	(94)	(19)	(18)	1
EPS(원)	(2,839)	(2,772)	(1,314)	(340)	410
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(2,839)	(2,772)	(1,314)	(340)	410
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(2,839)	(2,772)	(1,314)	(340)	410
BPS	20,435	16,947	16,148	16,049	16,460
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	40.6
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/ EBITDA	15.5	15.5	21.2	n/a	18.9
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	12.5	9.3	15.0	20.1	16.6
수익성(%)					
영업이익율	15.3	10.4	3.1	(10.4)	6.0
EBITDA이익율	23.4	23.6	14.6	(0.4)	12.9
순이익율	(17.1)	(44.4)	(20.4)	(10.1)	5.7
ROE	(12.4)	(14.9)	(8.0)	(2.1)	2.5
ROIC	7.4	2.9	0.9	(2.4)	2.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	24.4	32.0	30.1	12.9	7.2
유동비율	396.0	143.7	89.1	192.8	191.1
이자보상배율	11.6	2.1	0.4	(6.8)	3.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
매출채권회전율	12.3	7.7	8.1	11.2	13.4
재고자산회전율	12.5	7.1	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	3.1	7.9	6.4	5.8	6.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

