

(293490)

카카오게임즈

인터넷게임/우주 정의훈

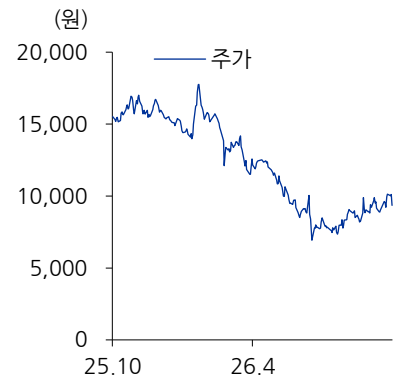
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

2027년을 기다리며

- “ 3분기 매출액 697억원(-7%qoq, -45%yoy), 영업손실 318억원(적자지속)을 추정하며, 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스(매출액 791억원, 영업손실 245억원)를 하회할 전망. 신작 공백 속 기존 라이브 게임 중심의 매출 감소세가 이어지는 가운데, 매출 감소에 도깨비의 세계 마케팅비 선집행까지 더해지며 영업손실 폭은 전분기 대비 확대될 전망
- “ 모바일 매출(496억원, -6%qoq, -42%yoy)은 우마무스메 2분기 이벤트 효과 소멸 등 기존 게임들의 자연 감소세가 이어지며 부진 지속 전망. 다만 오딘 국내는 6월 말 5주년 업데이트 효과가 3분기까지 이어지며 상대적으로 견조한 흐름을 추정
- “ PC 매출(201억원, -10%qoq, -53%yoy)은 매출 대부분을 차지하는 배틀그라운드와 대형 콜라보·업데이트 부재로 전분기 대비 감소세가 이어지고, 전년 동기의 높은 기저 영향으로 전년 대비로도 큰 폭의 감소 전망
- “ 3분기 영업비용(1,015억원, +4%qoq, -24%yoy)은 전분기 대비 소폭 증가 추정. 인건비(385억원)는 추가 일회성 비용 없이 상반기와 유사한 수준을 유지하겠으나, 도깨비의 세계 마케팅비 선집행으로 마케팅비(85억원)는 2분기 대비 다소 증가할 전망. 4분기에는 도깨비의 세계 관련 지급수수료(앱마켓 수수료·개발사 RS)와 오딘Q 마케팅비 선집행으로 비용 증가가 이어지며, 매출 반등에도 이익 개선 폭은 제한적일 전망
- “ 신작 모멘텀은 10월 8일 정식 출시된 도깨비의 세계(슈퍼켓 개발, K판타지 MMORPG)를 시작으로 본격화. 4분기 중 아키에이지 크로니클(스팀 얼리액세스, XL게임즈)과 던전 어라이즈(모바일 액션 어드벤처 RPG)가 출시되고, 내년 1월 최대 기대작 오딘Q, 2Q27 크로노 오디세이와 아키에이지S까지 MMORPG 중심의 신작 사이클이 이어질 예정
- “ 도깨비의 세계의 초반 흐름은 양호하다는 판단. 출시일 기준 양대 앱마켓 인기 1위를 기록했고, 10월 11일 기준 애플·구글 매출 모두 2위를 기록. 유료 외형 뽑기를 배제한 가벼운 과금구조를 감안하면 트래픽 대비 매출 순위는 기대 이상이며, 빠른 재화 수급 개선 등 이용자 친화 행보를 고려하면 유의미한 성과라 판단. 다만 BM 특성상 초반 매출 순위의 지속성 확인은 필요
- “ 올해 영업적자 지속은 불가피하나, 최대 기대작 오딘Q가 온기 반영되는 1Q27부터는 턴어라운드 가능할 전망. 오딘Q가 시장 기대 수준의 성과만 기록해도 1분기 흑자전환은 가능할 것으로 예상되며, 단기적으로는 도깨비의 세계 초기 성과가 주가의 핵심 변수가 될 전망. 다만 턴어라운드에 대한 기대감이 최근 주가에 상당 부분 반영된 가운데, 도깨비의 세계의 매출 순위 유지와 오딘Q의 출시 가시화전까지는 보수적인 접근이 필요하다는 판단에 투자의견 HOLD를 유지

투자의견
목표주가
현재주가

HOLD(유지)
7,600 원(유지)
9,350 원(10/8)



시가총액(십억원)	998
발행주식수(천주)	106,745
52 주 최고	18,440 원
최저	6,780 원
52 주 일간 Beta	0.27
60 일 평균 거래대금	39 억원
외국인 지분율	45%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
엘트리플레이인베스트먼트 (외 1 인)	33.3%
카카오 (외 6 인)	21.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	46	-220	-41.1
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	7,600	7,600	-
영업이익(26E)	-101	-98	▼
영업이익(27E)	60	61	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	465	342	635
영업이익	-40	-101	60
세전손익	-184	-182	56
당기순이익	-143	-155	51
EPS(원)	-1,114	-1,209	441
증감률(%)	na	na	흑전
PER(배)	na	na	21.2
ROE(%)	-7.9	-10.6	36
PBR(배)	1.1	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	199.1	na	11.0

실적전망 및 밸류에이션

카카오게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	122.9	115.8	127.5	98.9	82.9	75.0	69.7	114.0	465.0	341.6
(%yoy)	-31.1%	-24.2%	-21.7%	-25.8%	-32.5%	-35.2%	-45.3%	15.3%	-25.9%	-26.5%
PC 게임	26.8	14.8	42.7	29.9	27.9	22.3	20.1	30.0	114.2	100.3
모바일게임	96.1	101.0	84.8	69.0	55.0	52.7	49.6	84.0	350.9	241.3
영업비용	135.3	124.4	132.9	112.0	108.4	98.0	101.5	134.3	504.6	442.3
(%yoy)	-17.5%	-18.0%	-14.3%	-18.4%	-19.9%	-21.2%	-23.6%	20.0%	-17.0%	-12.3%
영업이익	-12.4	-8.6	-5.4	-13.1	-25.5	-23.0	-31.8	-20.3	-39.6	-100.7
(%yoy)	적자전환	적자전환	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속
OPM(%)	-10.1%	-7.4%	-4.3%	-13.2%	-30.7%	-30.7%	-45.7%	-17.8%	-8.5%	-29.5%
영업외손익	-20.0	-27.1	16.4	-112.9	-20.4	-41.5	-14.5	-4.6	-143.7	-81.0
세전이익	-32.5	-35.8	10.9	-126.0	-45.8	-64.5	-46.3	-24.9	-183.3	-181.6
지배순이익	-23.0	-26.1	34.0	-84.8	-30.0	-49.0	-33.1	-17.6	-99.9	-129.7
(%yoy)	적자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	627.2	465.0	341.6	635.5
영업이익	19.1	-39.6	-100.7	59.9
세전이익	-107.7	-183.3	-181.6	55.9
지배순이익	-108.9	-99.9	-129.7	47.2
EPS(원)	-1,314	-1,114	-1,209	441
PER(배)	na	na	na	21.2
OPM(%)	3.1%	-8.5%	-29.5%	9.4%
NPM(%)	-17.4%	-21.5%	-37.9%	7.4%

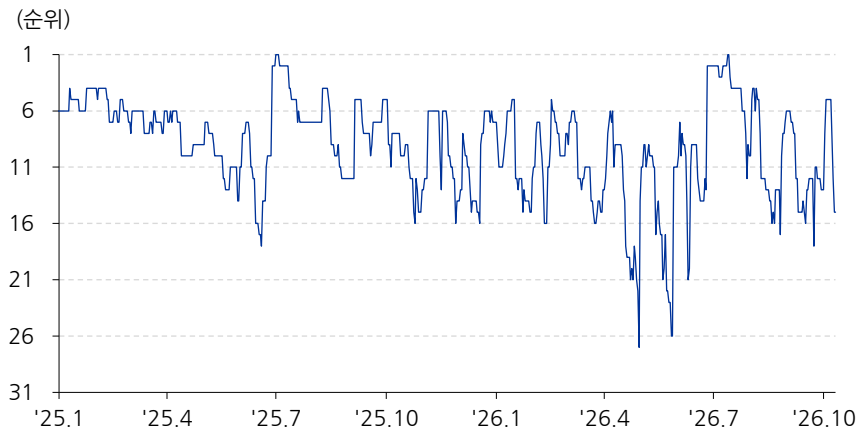
자료: 유진투자증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	342	635	346	637	-1.2%	-0.3%
영업이익	-101	60	-98	61	적자지속	-1.6%
세전이익	-182	56	-178	57	적자지속	-1.8%
지배순이익	-130	47	-127	48	적자지속	-2.1%
% of Sales						
영업이익	-29.5%	9.4%	-28.3%	9.6%		
세전이익	-53.2%	8.8%	-51.4%	8.9%		
지배순이익	-38.0%	7.4%	-36.7%	7.5%		

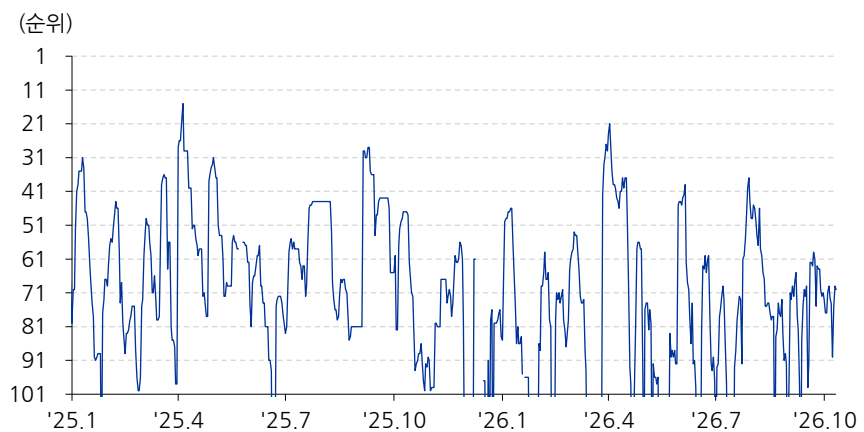
자료: 유진투자증권

국내 오딘 일 매출 순위



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

대만 오딘 일 매출 순위



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

카카오게임즈 신작 출시 일정

출시 일정	게임	장르	출시 지역	플랫폼
2/25	SMiniz	SM 아이돌 IP 활용 캐주얼	글로벌	모바일
3/18	더 큐브, 세이브 어스	익스트랙션 액션	글로벌	PC
4Q26	도깨비의세계	MMORPG	국내	모바일/PC
	아키에이지 크로니클	온라인 액션 RPG	글로벌	콘솔/PC
	던전 어라이즈	전략 어드벤처 RPG	글로벌	모바일
1Q27	오딘 Q: 발키리스 콜	MMORPG	국내, 대만, 일본	모바일/PC
	갓 세이브 버밍엄	오픈월드 좀비 생존 시뮬레이터	글로벌	콘솔/PC
2Q27	크로노 오디세이	온라인 액션 RPG	글로벌	콘솔/PC
	아키에이지 S: 자유의 해협	MMORPG	글로벌	PC
TBD	프로젝트 C	서브컬처 육성 시뮬레이션	국내, 일본	모바일/PC
	프로젝트 S	3 인칭 PvP 슈팅	글로벌	콘솔/PC

주 1: 회색은 출시 완료된 게임

주 2: 회색 음영은 서비스 종료한 게임

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도깨비의세계



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

오딘 Q



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

갓 세이브 버밍엄



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

크로노 오디세이



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

카카오게임즈(293490.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	3,471	3,173	2,677	2,735	2,821
유동자산	1,021	1,069	941	1,070	1,171
현금성자산	792	636	790	917	1,004
매출채권	104	51	34	34	48
재고자산	80	0	0	0	0
비유동자산	2,450	2,104	1,736	1,665	1,650
투자자산	696	607	375	337	351
유형자산	116	12	13	7	5
기타	1,639	1,484	1,348	1,321	1,294
부채총계	1,845	1,695	1,479	1,503	1,542
유동부채	710	1,199	514	973	1,005
매입채무	97	98	81	79	110
유동성이자부채	506	878	354	813	813
기타	108	223	80	80	81
비유동부채	1,135	495	965	530	537
비유동이자부채	807	202	717	296	296
기타	328	293	248	234	242
자본총계	1,626	1,478	1,198	1,232	1,279
자배지분	1,398	1,338	1,184	1,272	1,320
자본금	8	8	9	11	11
자본잉여금	1,099	1,100	1,119	1,370	1,370
이익잉여금	277	188	137	8	55
기타	13	42	(81)	(116)	(116)
비지배지분	227	140	14	(41)	(41)
자본총계	1,626	1,478	1,198	1,232	1,279
총차입금	1,313	1,081	1,070	1,109	1,109
순차입금	521	444	280	192	105

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	125	27	(44)	14	113
당기순이익	(322)	(128)	(143)	(155)	51
자산상각비	96	72	48	43	40
기타비현금성손익	455	148	161	59	(50)
운전자본증감	5	(17)	(23)	54	17
매출채권감소(증가)	(42)	6	12	(9)	(13)
재고자산감소(증가)	41	14	5	0	0
매입채무증가(감소)	28	(18)	(12)	27	31
기타	(22)	(19)	(28)	37	(0)
투자현금	(54)	85	(6)	96	(32)
단기투자자산감소	43	74	(330)	107	(6)
장기투자증권감소	(5)	1	(2)	(3)	(9)
설비투자	28	13	8	4	11
유형자산처분	0	3	0	0	0
무형자산처분	(8)	0	(1)	1	(0)
재무현금	(44)	(137)	(89)	165	0
차입금증가	(38)	(143)	(31)	(16)	0
자본증가	4	6	108	240	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	27	(24)	(137)	276	81
기초현금	627	654	630	492	768
기말현금	654	630	492	768	848
Gross Cash flow	228	92	66	(18)	96
Gross Investment	92	6	(301)	(43)	9
Free Cash Flow	136	86	367	25	87

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	726	627	465	342	635
증가율(%)	(36.8)	(13.6)	(25.9)	(26.5)	86.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	726	627	465	342	635
판매 및 일반관리비	650	608	505	442	576
기타영업손익	(33)	(7)	(17)	(12)	30
영업이익	75	19	(40)	(101)	60
증가율(%)	(57.1)	(74.6)	적전	적지	흑전
EBITDA	171	91	8	(57)	100
증가율(%)	(36.3)	(46.7)	(91.1)	적전	흑전
영업외손익	(433)	(127)	(144)	(81)	(4)
이자수익	22	21	15	6	17
이자비용	35	54	53	6	16
지분법손익	2	(33)	(15)	(3)	(1)
기타영업외손익	(421)	(61)	(93)	(78)	(4)
세전순이익	(357)	(108)	(184)	(182)	56
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	(44)	5	(44)	(26)	5
당기순이익	(322)	(128)	(143)	(155)	51
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(229)	(109)	(100)	(130)	47
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	(94)	(19)	(43)	(26)	4
EPS(원)	(2,772)	(1,314)	(1,114)	(1,209)	441
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(2,772)	(1,314)	(1,114)	(1,209)	441
증가율(%)	적지	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	(2,772)	(1,314)	(1,114)	(1,209)	441
BPS	16,947	16,148	13,188	11,865	12,306
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	21.2
PBR	1.5	1.0	1.1	0.8	0.8
EV/ EBITDA	15.5	19.7	199.1	n/a	11.0
배당수익율	0.0	0.0	0.0	n/a	n/a
PCR	9.3	14.7	20.2	n/a	10.5
수익성(%)					
영업이익율	10.4	3.1	(8.5)	(29.5)	9.4
EBITDA이익율	23.6	14.6	1.7	(16.8)	15.8
순이익율	(44.4)	(20.4)	(30.8)	(45.5)	8.1
ROE	(14.9)	(8.0)	(7.9)	(10.6)	3.6
ROIC	2.9	0.9	(2.1)	(5.9)	4.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	32.0	30.1	23.4	15.6	8.2
유동비율	143.7	89.1	183.0	110.0	116.6
이자보상배율	2.1	0.4	(0.8)	(16.8)	3.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
매출채권회전율	7.7	8.1	11.0	10.1	15.6
재고자산회전율	7.1	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	7.9	6.4	5.2	4.3	6.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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 당사에 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: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

