인터넷/게임/엔터
김지현
02)739-5938
kimjh@heungkuksec.co.kr

(293490)

카카오게임즈

BUY(유지)

2026년 신작 가시화 필요

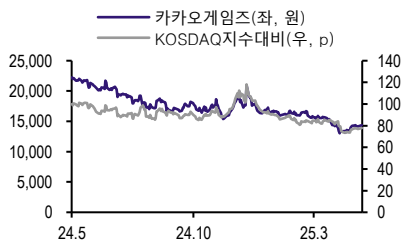
목표주가	17,000원(하향)
현재주가(05/07)	14,360원
상승여력	18.4%
시가총액	1,190십억원
발행주식수	82,866천주
52주 최고가 / 최저가	22,250 / 13,030원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	11.1%
주요주주	
카카오 (외 18인)	53.2%
자사주신탁 (외 1인)	0.9%
카카오게임즈우리사주	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.9	-12.4	-18.5	-34.9
상대수익률 (KOSDAQ)	-8.1	-9.7	-17.1	-17.8

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	726	627	638	892
영업이익	75	19	5	82
EBITDA	171	91	50	130
지배주주순이익	-229	-109	12	65
EPS	-2,772	-1,314	145	788
순차입금	521	444	354	280
PER	n/a	n/a	99.2	18.2
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	15.5	19.7	30.8	11.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-14.9	-8.0	0.9	4.9
컨센서스 영업이익	-	-	14	61
컨센서스 EPS	-	-	142	599

주가추이



1Q25 Review: 신작 부재 지속

1분기 매출액은 1,229억원(-31.1%YoY, -7.8%QoQ), 영업이익은 -124억원(적전 YoY, 적지 QoQ, opm -10.1%)을 기록함. 게임 매출 중 모바일 게임은 <발할라 라이징>의 아쉬운 성과와 <오딘>과 <우마무스메> 등 하향 안정화 영향으로 매출액 961억원(-41.0%YoY, -14.7%QoQ)을 기록함. PC 게임은 <배틀그라운드>의 업데이트와 <POE2>의 매출 이연 인식에 매출액 268억원(+72.0%YoY, +29.7%QoQ)을 기록함. 탑라인 부진과 <발할라 라이징>의 출시로 마케팅비가 127억원(+52.3%YoY, +21.6%QoQ)으로 증가한 영향으로 영업이익은 적자를 확대.

2026년 이후의 신작 라인업 추가 필요

재무적인 성과를 기대할 수 있는 4분기 신작 <Project Q>, <크로노 오디세이>는 4분기 출시 예정. <아키에이지 크로니클>은 각각 내년 상반기, <project S>, <검술명가 막내아들 ip>는 2026년에 예정. <아키에이지 크로니클>, <project S>, <검술명가 막내아들 ip>로 이어지는 2026년의 자체 타이틀 라인업은 견고하다고 평가.

다만 고정비성 비용이 지속되며 퍼블리싱 능력에 대한 입증도 필요. 2026년에 예정된 경쟁력있는 퍼블리싱 타이틀이 공개되어야 할 필요. 넵튠의 지분을 처분하며 확보된 자금으로 생긴 지분 투자 기회가 긍정적. 더불어 이번 하반기 예정된 <가디스오더>, <크로노오디세이>의 성과는 동사의 퍼블리셔로서의 마케팅 능력을 보여줄 수 있는 시험대로 작용할 것.

투자의견 BUY, 목표주가 17,000원

투자의견 BUY와 목표주가 17,000원 하향. 목표주가의 변동은 Target EPS를 2026년으로 변경함에 기인. 신작의 기대 매출 하향과 동사 기존작의 가파른 하향안정화를 감안. MMORPG의 국내 성과가 최근 지속 하향되는 점을 감안, <Project Q>의 일매출 예상을 일 3억 수준으로 하향. 신작 타이틀의 증가와 이에 따른 인력 증가가 필요하기에 비용 효율화를 전망하기엔 어려운 상황. 동사의 자체개발 최대 기대작이 2026년 출시 라인업이라는 점에서 유의미한 실적 개선은 장기적으로 바라봐야 할 것.

표 1 카카오게임즈 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	**178.3**	**152.8**	**162.8**	**133.2**	**122.9**	**124.9**	**147.0**	**243.3**	**627.2**	**638.1**	**891.8**
YoY	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-18.3%	-9.7%	82.6%	-13.6%	1.7%	39.8%
QoQ	2.8%	-14.3%	6.6%	-18.2%	-7.8%	1.6%	17.8%	65.5%			
[매출구성]											
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	27.0	34.9	65.0	86.7	153.7	385.5
모바일	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	97.8	112.1	178.3	540.5	484.3	506.2
영업비용	**164.0**	**151.7**	**155.1**	**137.2**	**135.3**	**129.2**	**148.2**	**220.7**	**608.1**	**633.3**	**810.1**
YoY	1.4%	-7.8%	-7.4%	-12.4%	-17.5%	-14.9%	-4.5%	60.9%	-6.5%	4.2%	27.9%
QoQ	4.8%	-7.5%	2.2%	-11.6%	-1.4%	-4.5%	14.7%	48.9%			
[비용구성]											
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	38.0	39.2	39.6	154.5	156.7	170.3
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	10.0	12.5	22.3	40.9	57.5	67.1
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	62.7	73.7	121.4	329.3	320.2	438.8
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	10.5	12.8	21.1	47.4	55.8	75.8
기타	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	8.0	9.9	16.2	35.9	43.1	58.1
영업이익	**14.3**	**1.1**	**7.7**	**-3.9**	**-12.4**	**-4.3**	**-1.1**	**22.7**	**19.1**	**4.7**	**81.7**
YoY	70.5%	-94.7%	-74.0%	적전	적전	적전	적전	흑전	-74.6%	-75.3%	-
QoQ	-15.7%	-92.5%	624.1%	적전	적지	적지	적지	흑전			
영업이익률	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-3.5%	-0.8%	9.3%	3.1%	0.7%	9.2%
당기순이익	**0.4**	**-11.7**	**-7.3**	**-109.5**	**-33.4**	**0.7**	**-8.5**	**55.6**	**-128.1**	**14.4**	**73.0**
YoY	-91.1%	적전	적전	적지	적전	흑전	적지	흑전	적지	흑전	406.5%
QoQ	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전			
순이익률	**0.2%**	**-7.6%**	**-4.5%**	**-82.2%**	**-27.2%**	**0.5%**	**-5.7%**	**22.9%**	**-20.4%**	**2.3%**	**8.2%**
지배기업순이익	**1.0**	**-9.5**	**-4.0**	**-96.4**	**-23.0**	**0.5**	**-5.8**	**38.4**	**-108.9**	**10.0**	**64.6**
YoY	-57.6%	적전	적전	적지	적전	흑전	적지	흑전	적지	흑전	547.5%
QoQ	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전			

자료: 흥국증권 리서치센터
주: 2024년 4분기 중 세나테크놀로지 지분 매각 및 카카오 VX 연결 제거

표 2 카카오게임즈 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2026E	비고
지배기업순이익 (십억원)	64.6	
주식수 (만주)	8,201	자기주식수차감
수정 EPS (원)	788	
(A) 2026 EPS (원)	788	
(B) 목표 PER (배)	22.0	
(A) * (B)	17,342	
목표주가 (원)	17,000	**시가총액 기준 1.4조원**
현재주가(원) (5/7)	14,360	
상승여력 (%)	18.4%	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 1 **<크로노오디세이>**

자료: 카카오게임즈, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **<가디스오더> 도트 그래픽**

자료: 카카오게임즈, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **넵튠 매각 공시**

처분내역	내용	비고
회사명	(주)넵튠	
자본금(원)	23,350,821,500	
발행주식총수(주)	46,801,643	
처분주식수(주)	18,387,039	39.4% 전량
처분금액(원)	164,968,513,908	1,650억원

자료: 카카오게임즈, 흥국증권 리서치센터

표 3 **카카오게임즈 신작 일정**

출시일자	출시지역	작품명	장르	플랫폼타입	자체개발
2Q25	글로벌	섹션13	액션 로그라이크 슈터	PC/콘솔	자체개발
3Q25	글로벌	가디스오더	액션 RPG	모바일	퍼블리싱
4Q25	글로벌	SM게임 스테이션 (가제)	아이돌 육성 시뮬레이션	모바일	자체개발
	글로벌	갓 세이브 버밍엄	좀비 서바이벌	모바일/PC	자체개발
	국내	Projec Q	MMORPG	모바일/PC	자체개발
	글로벌	크로노오디세이	MMORPG	PC/콘솔	퍼블리싱
	국내, 일본	Projec C	서브컬쳐 육성 시뮬레이션	모바일/PC	자체개발
1H26	글로벌	아키에이지 크로니클	MMORPG	PC/콘솔	자체개발
2026	글로벌	Projec S	루트 슈터	PC/콘솔	자체개발
2026	글로벌	검술명가 막내아들 IP	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발

자료: 카카오게임즈, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**726**	**627**	**638**	**892**	**729**
증가율 (Y-Y,%)	(36.8)	(13.6)	1.7	39.8	(18.2)
영업이익	**75**	**19**	**5**	**82**	**40**
증가율 (Y-Y,%)	(57.1)	(74.6)	(75.3)	1,626.4	(51.4)
EBITDA	171	91	50	130	89
영업외손익	(433)	(127)	19	4	19
순이자수익	(14)	(33)	(177)	(148)	(119)
외화관련손익	0	1	0	0	0
지분법손익	2	(33)	(130)	(130)	(130)
세전계속사업손익	(357)	(108)	24	86	59
당기순이익	**(322)**	**(128)**	**17**	**73**	**43**
지배기업당기순이익	**(229)**	**(109)**	**12**	**65**	**38**
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	흑전	444.6	(40.8)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.6	(14.8)	(17.8)	7.1	5.2
영업이익증가율(3Yr)	4.3	(44.5)	(70.0)	2.7	27.5
EBITDA증가율(3Yr)	24.5	(16.2)	(42.9)	(8.9)	(1.1)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	10.4	3.1	0.7	9.2	5.4
EBITDA마진(%)	23.6	14.6	7.9	14.5	12.1
순이익률 (%)	(44.4)	(20.4)	2.7	8.2	6.0
NOPLAT	**55**	**14**	**3**	**69**	**29**
(+) Dep	96	72	45	48	49
(-) 운전자본투자	(33)	87	(115)	2	58
(-) Capex	28	13	13	18	15
OpFCF	156	(14)	151	98	6

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,021	1,069	1,296	1,244	1,007
현금성자산	792	636	574	497	341
매출채권	104	51	267	275	194
재고자산	80	0	57	59	42
비유동자산	2,450	2,104	2,100	2,098	2,094
투자자산	696	607	632	658	684
유형자산	116	12	16	21	22
무형자산	1,639	1,484	1,451	1,419	1,388
자산총계	**3,471**	**3,173**	**3,395**	**3,343**	**3,101**
유동부채	710	1,199	1,454	1,312	1,005
매입채무	97	98	493	508	358
유동성이자부채	506	878	728	563	396
비유동부채	1,135	495	502	526	554
비유동이자부채	807	202	199	213	230
부채총계	**1,845**	**1,695**	**1,956**	**1,839**	**1,559**
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100
이익잉여금	277	188	200	265	303
자본조정	13	42	(9)	(9)	(9)
자기주식	(51)	(51)	(51)	(51)	(51)
자본총계	**1,626**	**1,478**	**1,439**	**1,504**	**1,542**
투하자본	1,686	1,438	1,288	1,258	1,280
순차입금	521	444	354	280	285
ROA	(6.2)	(3.3)	0.4	1.9	1.2
ROE	(14.9)	(8.0)	0.9	4.9	2.8
ROIC	2.9	0.9	0.2	5.5	2.3

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(2,772)	(1,314)	145	788	466
BPS	16,947	16,148	15,676	16,456	16,917
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	99.2	18.2	30.8
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	15.5	19.7	30.8	11.3	16.7
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	9.3	14.7	8.1	4.7	5.2
PSR	2.9	2.2	1.9	1.3	1.6
재무건전성 (%)					
부채비율	113.5	114.6	135.9	122.3	101.1
Net debt/Equity	32.0	30.1	24.6	18.6	18.5
Net debt/EBITDA	303.7	486.2	706.7	215.8	321.5
유동비율	143.7	89.1	89.1	94.8	100.1
이자보상배율	5.5	0.6	0.0	0.6	0.3
이자비용/매출액	4.8	8.6	29.8	18.1	18.2
자산구조					
투하자본(%)	53.1	53.6	51.7	52.2	55.5
현금+투자자산(%)	46.9	46.4	48.3	47.8	44.5
자본구조					
차입금(%)	44.7	42.2	39.2	34.0	28.9
자기자본(%)	55.3	57.8	60.8	66.0	71.1

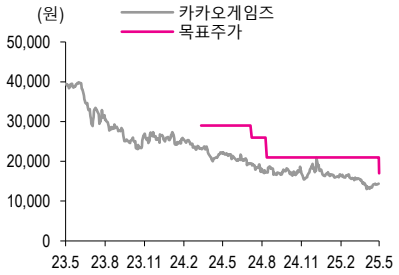
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**125**	**27**	**261**	**251**	**170**
당기순이익	(322)	(128)	17	73	43
자산상각비	96	72	45	48	49
운전자본증감	5	(17)	115	(2)	(58)
매출채권감소(증가)	(42)	6	(216)	(8)	81
재고자산감소(증가)	41	14	(57)	(2)	17
매입채무증가(감소)	28	(18)	395	15	(150)
투자현금	**(54)**	**85**	**(172)**	**(178)**	**(176)**
단기투자자산감소	43	74	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(5)	1	(150)	(151)	(151)
설비투자	(28)	(13)	(13)	(18)	(15)
유무형자산감소	(7)	3	(3)	(3)	(3)
재무현금	**(44)**	**(137)**	**(153)**	**(151)**	**(151)**
차입금증가	(38)	(143)	(153)	(151)	(151)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	27	(24)	(64)	(78)	(157)
총현금흐름(Gross CF)	**228**	**92**	**146**	**253**	**228**
(-) 운전자본증가(감소)	(33)	87	(115)	2	58
(-) 설비투자	28	13	13	18	15
(+) 자산매각	(7)	3	(3)	(3)	(3)
Free Cash Flow	227	(5)	245	230	152
(-) 기타투자	5	(1)	150	151	151
잉여현금	222	(4)	95	79	0

카카오게임즈 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-03-19	담당자변경			
2024-03-19	Buy	29,000	(26.7)	(18.1)
2024-07-15	Buy	26,000	(29.5)	(25.2)
2024-08-19	Buy	21,000	(21.5)	(0.5)
2025-05-08	Buy	17,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286