2025. 7. 4

카카오게임즈 293490

진짜 <크로노 오디세이>가 성공한다면

- ✓ 2분기 연결 적자는 170억원으로 부진한 실적 예상
- ✓ 아시아 높은 성과 거둔 〈오딘〉, 지난 4월 북미/유럽 출시. 그러나 성과 높지 않아
- ✓ 모바일 RPG의 크로스 플랫폼 출시는 서구권 낮은 반응도 다시 한번 확인
- ✓ 반면, 새로운 도전의 첫 발인 〈크로노 오디세이〉는 이목 끄는데 성공
- ✓ 갈 길 머나 초기 성과의 절반 성공이라도 보인다면 동사 퍼블리싱 가치 상승 전망

▲ 인터넷/게임
Analyst 이효진
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	16,000 원
현재주가 (7.3)	18,450 원
상승여력	-13.3%
KOSDAQ	793.33pt
시가총액	15,289억원
발행주식수	8,287만주
유동주식비율	45.44%
외국인비중	10.04%
52주 최고/최저가	23,500원/13,030원
평균거래대금	102.0억원
주요주주(%)	
카카오 외 16 인	49.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	10.9	-9.1
상대주가	3.2	-1.4	-4.2

주가그래프

탑라인 감소로 1분기 대비 적자폭은 증가

2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 1,029억원(-32.6% YoY)과 -170억원(적전)으로 부진한 실적을 예상한다. 지난 4분기 〈패스 오브 엑자일〉 이연 매출이 1분기 50억원 반영되었으나 2분기부터는 관련 효과가 제거된다. 〈펍지〉 비수기인 점도 PC 성과가 전분기 대비 크게 하락한 요인이다. 모바일의 경우 QoQ 하락이 불가피해 보인다. 〈오딘〉은 지난 4월 북미/유럽 및 동남아 등 기존 미커버 지역에 대한 크로스 플랫폼(모바일/PC) 출시를 진행했으나 기존 지역 감소와 유사한 정도의 재무적 기여에 그친 것으로 보인다. RPG 장르의 모바일/PC 크로스 플랫폼 서구권 진출 성과가 아시아 대비 미진한 흐름이 〈오딘〉에서도 포착되었다. 자회사의 마케팅비가 2분기 제거되는 점을 제외하면 1분기 대비 비용은 유사하다.

어려운 현 상황. 그러나 도전은 예상보다 좋은 출발

〈크로노 오디세이〉 영상 공개가 글로벌 게이머의 많은 관심을 불러일으키자 동사 주가는 반등하기 시작했다. 지난 20일에는 3일간에 걸쳐 글로벌 CBT를 진행했다. 최적화 등 다양한 문제가 지적되었으나 이목을 끄는데 성공했다는 측면에서 분명한 의미가 있다. 글로벌 런칭을 초기 반응의 반만큼만이라도 성공한다면 기존 아시아 모바일 위주에서 벗어나 신시장 마케팅의 교두보가 된다는 점에서 중요하다.

하반기 기초체력을 흑자로 돌릴 수 있는 강력한 신작이 부재하고 〈크로노 오디세이〉의 출시가 2026년으로 공격적 베팅에는 부담이 존재한다. 그러나 모바일 RPG 주요 시장인 한국/대만/중국의 고령화 속도를 고려했을 때 해당 시장의 소비자 풀이 장기적으로 축소되는 것은 불가피해 보인다. 이 측면에서 동사의 신시장에 대한 도전이 성공한다면 동사의 퍼블리싱 사업 가치는 재평가 받을 수 있다. 동사는 실적발표를 통해 추후 신작 관련 계획을 공유할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	725.8	75.4	-228.8	-2,774	-5.3	16,947	-9.3	1.5	16.7	-14.9	113.5
2024	627.2	19.2	-108.9	-1,318	-52.5	16,148	-12.4	1.0	20.9	-8.0	114.6
2025E	481.0	-46.3	-33.4	-404	-69.4	15,744	-45.7	1.2	72.2	-2.5	115.9
2026E	684.8	33.5	16.5	199	-149.3	15,943	92.8	1.2	19.7	1.3	109.1
2027E	600.4	7.6	16.2	196	-1.5	15,826	94.2	1.2	186.0	1.2	104.9

표1 2Q25P Preview 테이블

(십억원)	2Q25P	2Q24	(% YoY)	1Q25	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	102.9	152.8	-32.7	122.9	-16.2	106.3	-3.2	117.2	-12.2
영업이익	-17.0	1.1	적전	-12.4	적지	-19.0	적지	-11.8	적지
세전이익	-26.7	-11.3	적지	-32.5	적지	-28.6	적지	-17.4	적지
지배주주 순이익	-8.7	-9.5	적지	-23.0	적지	-7.5	적지	-12.3	적지
영업이익률(%)	-16.5	0.7		-10.1		-17.9		-10.1	
세전이익률(%)	-25.9	-7.4		-26.4		-26.9		-14.9	
순이익률(%)	-8.5	-6.2		-18.7		-7.1		-10.5	

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	481.0	627.2	-23.3	467.5	2.9	582.9	-17.5
영업이익	-46.3	19.2	적전	-56.3	적지	-7.9	적전
세전이익	-85.4	-107.7	적지	-88.8	적지	-36.2	적전
지배주주 순이익	-33.4	-108.9	적지	-29.0	적지	-26.3	적전
영업이익률(%)	-9.6	3.1		-12.0		-1.3	
세전이익률(%)	-17.8	-17.2		-19.0		-6.2	
순이익률(%)	-6.9	-17.4		-6.2		-4.5	

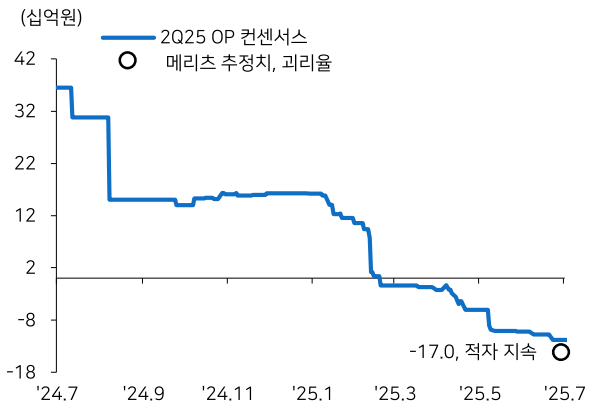
자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표3 실적변동표: 환율 변동에 따른 영업 외 손익 변경

	New		Old		% diff.	
(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	481.0	684.8	467.5	601.1	2.9	13.9
영업이익	-46.3	33.5	-56.3	9.6	적지	249.0
세전이익	-85.4	12.3	-88.8	-5.7	적지	흑전
지배주주순이익	-33.4	16.5	-29.0	11.4	적지	44.7

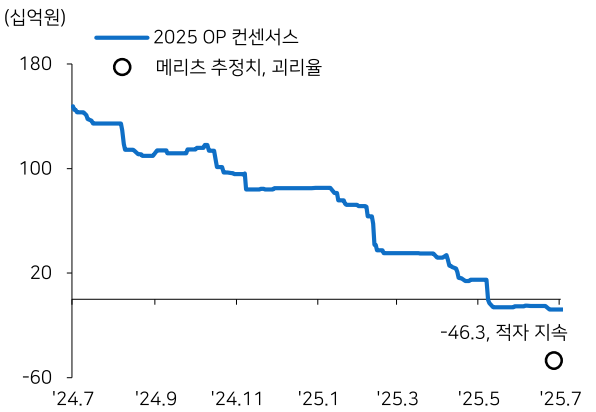
주: 카카오VX의 중단 영업 손익 분류에 따른 적자폭 감소(연결 제외)
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 2Q25E 영업이익, 컨센서스 대비 적자 지속 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 대비 적자 지속 전망



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표4 카카오게임즈 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
24.02.27	R.O.M (글로벌)	PC, 모바일	레드랩게임즈(9.81%)	퍼블리싱
24.05.29	에버소울 (일본 확장)	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
24.05.30	그랑사가 키우기: 나이츠x나이츠	모바일	파이드픽셀즈	퍼블리싱
24.06.27	아키에이지워 (대만/일본/동남아 확장)	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
24.08.14	스톰게이트 (얼리엑세스)	PC	프로스트자이언트스튜디오(유럽법인에서 지분 투자)	퍼블리싱
24.11.05	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀 (얼리엑세스)	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
24.12.07	POE2 국내 (얼리엑세스)	PC	그라인딩기어 게임즈	퍼블리싱
25.01.21	발할라 서바이벌	모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
25.04.29	오딘 (북미/유럽/동남아 확장)	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
25.06	섹션13 (글로벌)	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
3Q25	가디스 오더 (글로벌)	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
4Q25	프로젝트C (국내, 일본)	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	SM 게임 스테이션(가제) (글로벌)	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
2026 이후	갓 세이브 버밍엄 (글로벌)	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	프로젝트Q (국내)	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	크로노 오디세이 (글로벌)	PC, 콘솔	크로노스튜디오	퍼블리싱
	아키에이지 크로니클 (글로벌)	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	프로젝트S (글로벌)	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발

주: 상기 출시 일정은 카카오게임즈의 2025년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	102.9	125.8	129.4	627.2	481.0	684.8
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	18.0	25.4	21.7	86.7	91.8	205.7
모바일	161.3	134.5	126.6	109.2	96.1	85.0	100.3	107.7	531.6	388.0	479.1
기타	1.5	2.0	2.1	3.4	0.0	0.0			8.9	1.2	0.0
% YoY											
매출	*4.8*	*-17.4*	*-17.4*	*-23.2*	*-31.1*	*-32.6*	*-22.8*	*-2.9*	*-13.6*	*-23.3*	*42.4*
PC	*10.5*	*37.3*	*196.3*	*57.3*	*72.0*	*10.0*	*-25.7*	*5.0*	*71.3*	*5.9*	*124.0*
모바일	*4.8*	*-21.8*	*-31.1*	*-30.4*	*-40.4*	*-36.8*	*-20.7*	*-1.3*	*-20.2*	*-27.0*	*23.5*
기타	*-34.6*	*80.1*	*7.4*	*-3.4*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*1.5*	*-86.8*	*N/A*
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	119.9	136.4	135.7	608.1	527.3	651.3
% to sales	*92.0*	*99.3*	*95.3*	*103.0*	*110.1*	*116.5*	*108.5*	*104.8*	*96.9*	*109.6*	*95.1*
% YoY	*1.4*	*-7.8*	*-7.4*	*-12.4*	*-17.5*	*-21.0*	*-12.1*	*-1.1*	*-6.5*	*-13.3*	*23.5*
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	40.7	41.0	37.4	154.5	158.9	158.9
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	50.3	61.7	70.4	329.3	244.7	340.1
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	8.3	13.2	7.8	40.9	42.0	70.5
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	11.3	11.3	11.3	47.4	45.4	45.4
기타	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	9.4	9.2	8.8	35.9	36.3	36.3
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-17.0	-10.7	-6.3	19.1	-46.3	33.5
% YoY	*70.5*	*-94.7*	*-74.0*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적지*	*-74.6*	*적전*	*흑전*
영업이익률(%)	*8.0*	*0.7*	*4.7*	*-3.0*	*-10.1*	*-16.5*	*-8.5*	*-4.8*	*3.1*	*-9.6*	*4.9*
세전이익	9.6	-11.3	-1.5	-104.5	-32.5	-26.7	-18.3	-8.0	-107.7	-85.4	12.3
% YoY	*흑전*	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
지배주주순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-8.7	-4.6	2.8	-108.9	-33.4	16.5
% YoY	*-57.6*	*적지*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*흑전*

주: 2024년 세나테크놀로지 및 카카오VX의 중단 영업 손익 분류
자료:카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**725.8**	**627.2**	**481.0**	**684.8**	**600.4**
매출액증가율(%)	-36.8	-13.6	-23.3	42.4	-12.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	725.8	627.2	481.0	684.8	600.4
판매관리비	650.4	608.1	527.3	651.3	592.8
영업이익	**75.4**	**19.2**	**-46.3**	**33.5**	**7.6**
영업이익률(%)	10.4	3.1	-9.6	4.9	1.3
금융손익	-4.8	-65.8	-33.6	-28.4	-38.1
종속/관계기업손익	-20.9	-16.0	-8.3	-7.5	-6.7
기타영업외손익	-406.9	-45.0	2.9	14.6	14.6
세전계속사업이익	-357.2	-107.7	-85.4	12.3	-22.6
법인세비용	-44.5	5.2	-17.0	3.8	-6.1
당기순이익	**-322.4**	**-128.1**	**-71.1**	**8.6**	**-11.5**
지배주주지분 순이익	-228.8	-108.9	-33.4	16.5	16.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**124.6**	**27.4**	**36.2**	**-183.4**	**-5.6**
당기순이익(손실)	-322.4	-128.1	-71.1	8.6	-11.5
유형자산상각비	34.6	35.7	35.7	35.7	-0.3
무형자산상각비	61.4	36.6	36.6	36.6	4.0
운전자본의 증감	5.1	-17.1	35.0	-264.2	2.2
투자활동 현금흐름	**-54.0**	**85.4**	**139.4**	**-41.1**	**7.9**
유형자산의증가(CAPEX)	-27.6	-12.5	-30.0	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-18.4	-27.6	169.4	-11.1	4.1
재무활동 현금흐름	**-43.9**	**-137.1**	**-5.5**	**47.2**	**-19.5**
차입금의 증감	18.5	-232.2	-5.5	47.2	-19.5
자본의 증가	-33.6	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.0	-24.1	145.4	-177.2	-17.3
기초현금	626.8	653.7	629.6	775.0	597.8
기말현금	653.7	629.6	775.0	597.8	580.5

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,020.8	1,069.1	1,145.2	1,098.8	1,023.5
현금및현금성자산	653.7	605.0	775.0	597.7	580.5
매출채권	86.0	43.3	33.2	47.3	41.5
재고자산	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,450.3	2,104.2	1,892.5	1,861.4	1,853.6
유형자산	115.6	12.4	6.8	1.1	1.5
무형자산	1,639.2	1,484.4	1,447.8	1,411.2	1,407.2
투자자산	486.8	498.4	329.0	340.1	336.0
자산총계	**3,471.0**	**3,173.2**	**3,037.7**	**2,960.2**	**2,877.2**
유동부채	710.1	1,199.4	786.6	690.8	649.3
매입채무	16.4	0.1	0.1	0.1	0.1
단기차입금	0.0	190.0	190.0	190.0	190.0
유동성장기부채	0.4	412.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,135.4	495.5	843.9	853.6	823.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	649.5	147.0	559.8	559.8	559.8
부채총계	**1,845.5**	**1,694.9**	**1,630.5**	**1,544.3**	**1,472.8**
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,099.4	1,099.8	1,099.8	1,099.8	1,099.8
기타포괄이익누계액	42.5	71.5	71.5	71.5	71.5
이익잉여금	277.4	188.1	154.7	171.1	161.4
비지배주주지분	227.1	140.3	102.6	94.7	93.0
자본총계	**1,625.5**	**1,478.4**	**1,407.3**	**1,415.8**	**1,404.4**

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	8,803	7,589	5,804	8,264	7,246
EPS(지배주주)	-2,774	-1,318	-404	199	196
CFPS	2,767	1,116	136	1,360	236
EBITDAPS	2,079	1,106	313	1,276	135
BPS	16,947	16,148	15,744	15,943	15,826
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-9.3	-12.4	-45.7	92.8	94.2
PCR	9.3	14.7	136.2	13.6	78.1
PSR	2.9	2.2	3.2	2.2	2.5
PBR	1.5	1.0	1.2	1.2	1.2
EBITDA(십억원)	171.4	91.4	25.9	105.7	11.2
EV/EBITDA	16.7	20.9	72.2	19.7	186.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.9	-8.0	-2.5	1.3	1.2
EBITDA 이익률	23.6	14.6	5.4	15.4	1.9
부채비율	113.5	114.6	115.9	109.1	104.9
금융비용부담률	4.8	8.6	10.1	7.3	8.4
이자보상배율(x)	2.1	0.4	-0.9	0.7	0.2
매출채권회전율(x)	9.2	9.7	12.6	17.0	13.5
재고자산회전율(x)	7.1	15.6			

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 3 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월(20 거래일)간 평균종가대비 –20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

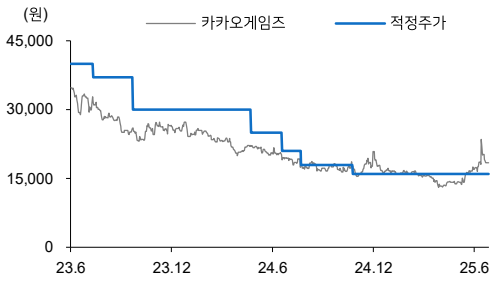
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025 년 6 월 30 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1 년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.05.03	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-10.6	-0.3
2023.08.02	기업브리프	Hold	37,000	이효진	-24.4	-14.6
2023.10.12	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-18.8	-9.0
2024.05.09	기업브리프	Hold	25,000	이효진	-16.1	-11.4
2024.07.04	기업브리프	Hold	21,000	이효진	-10.1	-7.0
2024.08.07	기업브리프	Hold	18,000	이효진	-3.3	4.1
2024.11.07	기업브리프	Hold	16,000	이효진	1.4	46.9
			-			

주가 및 적정주가 변동추이