카카오게임즈(293490)

중립(유지)

가능성은 있는 2026년이지만..

근원적인 경쟁력 훼손으로 실적 부진과 주가 하락

여러모로 힘겨웠던 2025년이었다. 오딘을 주력으로 하는 게임 포트폴리오는 경쟁 심화와 유저 자연 감소가 겹치며 매출이 지속적으로 감소했다. 2025년 출시가 예정되어 있었던 프로젝트Q, 프로젝트C, 아키에이지 크로니클 등은 출시가 지연되었다. 꾸준한 구조조정과 비핵심사업부의 매각 등으로 수익성 개선을 위한 노력을 했음에도 근원적인 경쟁력이 훼손되며 실적 부진과 주가 하락이 동반되었다.

2026년 기대 신작은 존재, 관건은 일정 불확실성

2026년 다양한 신작 출시를 준비하고 있다. 특히 상반기 중 가장 큰 기대작인 프로젝트Q를 출시할 예정이고 하반기에는 또 다른 MMORPG 타이틀인 프로젝트OQ와 아키에이지 크로니클의 출시를 준비하고 있다. 국내 시장에서 MMORPG가 다시 좋은 성과를 거두는 케이스가 늘어나고 있으며 프로젝트Q는 오딘으로 MMORPG 개발력을 어느정도 인정받은 라이온하트의 신작이고 프로젝트OQ는 도트 기반의 개성 있는 게임 개발을 해온 슈퍼캣의 타이틀로 신작에 대한 성과를 기대할 수 있을 전망이다. 다만 2025년에도 신작 출시 일정이 전반적으로 지연되는 모습을 많이 보였던 카카오게임즈인 만큼 일정을 체크하면서 투자 시기를 잡아가는 것이 바람직할 것이다.

섣부른 투자는 주의하자

투자의견 중립을 유지한다. 예정되어 있는 기대 신작이 모두 출시된다면 2026년 하반기부터는 의미 있는 흑자전환에 성공할 것으로 예상한다. 하지만 2025년부터 일정과 관련된 불확실성이 크다는 것을 보여주었기 때문에 섣불리 투자하기에는 주의할 필요가 있다.

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

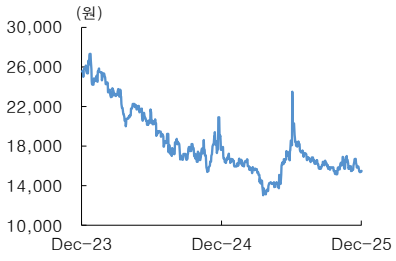
Stock Data

KOSPI(12/22)		4,106
주가(12/22)		15,510
시가총액(십억원)		1,393
발행주식수(백만)		90
52주 최고/최저가(원)		23,500/13,030
일평균거래대금(6개월, 백만원)		3,383
유동주식비율/외국인지분율(%)		42.4/9.7
주요주주(%)	카카오 외 14 인	45.2
	벨벳제1호 유한회사	5.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.2)	(16.4)	(11.9)
KOSDAQ 대비(%p)	(8.8)	(33.8)	(51.0)

주가추이



자료: FnGuide

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	726	75	(229)	(2,803)	NM	171	NM	16.4	1.5	(14.9)	0.0
2024A	627	19	(109)	(1,332)	NM	91	NM	20.4	1.0	(8.0)	0.0
2025F	473	(39)	(75)	(895)	NM	(16)	NM	NM	1.1	(5.6)	0.0
2026F	714	54	12	129	NM	52	119.9	53.6	1.0	0.9	0.0
2027F	850	100	56	633	388.9	67	24.5	49.6	0.9	4.0	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 카카오게임즈 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**123**	**116**	**127**	**107**	**111**	**167**	**216**	**221**	**726**	**627**	**473**	**714**
YoY(%)	*(31.1)*	*-24*	*-22*	*(19.9)*	*(9.9)*	*43.8*	*69.6*	*106.6*	*(36.8)*	*(13.6)*	*(24.6)*	*51.0*
PC	27	15	43	17	17	18	50	51	51	87	101	136
모바일	96	101	85	90	94	148	167	170	675	540	372	578
영업비용	**135**	**124**	**133**	**119**	**122**	**159**	**189**	**190**	**650**	**608**	**512**	**660**
YoY(%)	*(17.5)*	*-18*	*-14*	*(12.9)*	*(10.2)*	*27.6*	*42.3*	*59.5*	*(33.1)*	*(6.5)*	*(15.8)*	*28.9*
인건비	40	37	37	37	38	39	40	40	146	155	151	157
수수료	62	57	66	53	55	83	108	110	344	329	239	357
마케팅비	13	9	9	7	7	15	19	18	53	41	38	59
기타	9	9	9	9	9	9	9	9	35	36	36	36
영업이익	**(12)**	**(9)**	**(5)**	**(13)**	**(11)**	**8**	**27**	**30**	**75**	**19**	**(39)**	**54**
YoY(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*(57.1)*	*(74.6)*	*NM*	*NM*
영업이익률(%)	*(10.1)*	*-7*	*-4*	*(11.9)*	*(9.8)*	*4.6*	*12.5*	*13.6*	*10.4*	*3.1*	*(8.3)*	*7.6*
세전이익	**(32)**	**(36)**	**11**	**(54)**	**(14)**	**2**	**23**	**3**	**(357)**	**(108)**	**(112)**	**15**
YoY(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*113.1*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*
순이익	**(33)**	**(34)**	**35**	**(42)**	**(11)**	**2**	**18**	**2**	**(322)**	**(128)**	**(75)**	**12**
YoY(%)	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*(47.4)*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*	*NM*

자료: 카카오게임즈, 한국투자증권

<표 2> 실적 전망 변경 내역

(단위: 십억원)

	변경 후			변경 전			차이		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
매출액	473	714	850	473	707	829	0.0%	1.0%	2.5%
영업이익	(39)	54	100	(39)	51	91	0.0%	5.9%	9.6%
영업이익률	(8.3%)	7.6%	11.8%	(8.3%)	7.2%	11.0%	0.0%p	0.4%p	0.8%p
세전이익	(112)	15	72	(112)	9	58	0.0%	69.2%	23.6%
순이익	(75)	12	56	(75)	7	46	0.0%	69.2%	23.6%
EPS(원)	(895)	129	633	(895)	76	512	0.0%	69.2%	23.6%
BPS(원)	14,746	15,417	16,590	15,114	15,725	16,768	(2.4%)	(2.0%)	(1.1%)
ROE(%)	(5.6)	0.9	4.0	(6.1)	0.5	3.2	0.4%p	0.3%p	0.7%p

주: EPS, BPS, ROE는 지배주주지분 기준
자료: 한국투자증권

<표 3> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		Kakaogames	Nexon	Krafton	NCSoft	Netmarble	Shiftup	Pearl Abyss	NHN	Com2us
매출	2023A	726	3,942	1,911	1,780	2,502	169	333	2,270	740
	2024A	627	4,021	2,710	1,578	2,664	224	342	2,456	694
	2025F	490	4,439	3,191	1,552	2,784	293	345	2,501	724
	2026F	677	4,745	3,837	1,944	2,982	222	619	2,719	768
영업이익	2023A	75	1,255	768	137	(68)	111	(16)	56	(33)
	2024A	19	1,119	1,182	(109)	216	153	(12)	(33)	6
	2025F	(33)	1,335	1,309	34	335	184	(21)	105	10
	2026F	52	1,419	1,435	300	388	136	154	126	30
영업이익률	2023A	10.4	31.8	40.2	7.7	(2.7)	65.9	(4.9)	2.4	(4.5)
	2024A	3.1	27.8	43.6	(6.9)	8.1	68.1	(3.6)	(1.3)	0.9
	2025F	(6.8)	30.1	41.0	2.2	12.0	62.8	(6.2)	4.2	1.3
	2026F	7.7	29.9	37.4	15.4	13.0	61.5	24.8	4.6	4.0
순이익	2023A	(229)	657	595	212	(256)	107	15	(9)	40
	2024A	(109)	1,215	1,306	94	26	148	60	(133)	(108)
	2025F	(48)	997	944	273	310	176	(1)	30	15
	2026F	38	1,107	1,143	277	314	129	142	70	32
PER	2023A	-	31.0	15.1	23.0	-	-	156.3	-	31.8
	2024A	-	14.7	10.9	38.7	165.2	23.2	28.2	-	-
	2025F	-	30.5	12.4	15.4	13.6	12.5	-	31.8	20.9
	2026F	28.3	26.9	10.2	14.1	13.8	18.4	15.8	14.2	13.9
PBR	2023A	1.5	2.4	1.6	1.5	1.0	-	3.3	0.5	0.5
	2024A	1.0	1.9	2.1	1.2	0.8	4.8	2.1	0.4	0.6
	2025F	1.0	2.9	1.6	1.2	0.7	2,294.3	2.9	0.7	0.4
	2026F	1.0	2.7	1.4	1.1	0.7	2,012.0	2.5	0.6	0.4
PSR	2023A	2.9	5.2	4.7	2.7	1.9	-	7.1	0.3	0.8
	2024A	2.1	4.4	5.3	2.3	1.6	15.3	5.0	0.2	0.8
	2025F	2.8	6.7	3.7	2.8	1.5	7.3	6.8	0.4	0.5
	2026F	2.0	6.2	3.1	2.2	1.4	9.9	3.8	0.4	0.5
ROE	2023A	(14.9)	8.0	11.2	6.6	(4.9)	100.2	2.1	(0.5)	3.5
	2024A	(8.0)	14.1	21.1	3.0	0.5	31.4	7.9	(8.6)	(10.4)
	2025F	(3.5)	10.3	13.1	8.1	5.6	20.8	0.5	2.0	1.9
	2026F	2.6	11.1	14.2	8.8	5.5	12.8	16.9	4.6	2.3
EV/EBITDA	2023A	16.6	10.9	7.0	13.8	50.3	-	221.6	3.8	-
	2024A	19.9	10.1	8.2	-	13.5	19.5	112.0	6.1	21.5
	2025F	80.7	16.2	6.6	20.2	9.7	7.7	530.3	1.8	17.2
	2026F	16.2	15.3	6.0	6.6	8.6	10.9	11.3	1.7	10.2

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**726**	**627**	**473**	**714**	**850**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	726	627	473	714	850
판매관리비	650	608	512	660	750
영업이익	**75**	**19**	**(39)**	**54**	**100**
영업이익률(%)	*10.4*	*3.1*	*(8.3)*	*7.6*	*11.8*
EBITDA	171	91	(16)	52	67
EBITDA Margin(%)	*23.6*	*14.6*	*(3.4)*	*7.3*	*7.8*
영업외수익	(432)	(127)	(73)	(39)	(28)
금융수익	32	43	52	35	39
금융비용	37	109	90	57	49
기타영업외손익	(407)	(45)	(26)	(9)	(9)
관계기업관련손익	(21)	(16)	(7)	(9)	(9)
세전계속사업이익	**(357)**	**(108)**	**(112)**	**15**	**72**
법인세비용	(44)	5	(31)	3	16
연결당기순이익	(322)	(128)	(75)	12	56
지배주주지분순이익	**(229)**	**(109)**	**(75)**	**12**	**56**
지배주주순이익률(%)	*(31.5)*	*(17.4)*	*(15.8)*	*1.6*	*6.6*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(36.8)	(13.6)	(24.6)	51.0	19.0
영업이익 증가율	(57.1)	(74.6)	NM	NM	84.9
지배주주순이익 증가율	NM	NM	NM	NM	388.9
EPS 증가율	NM	NM	NM	NM	388.9
EBITDA 증가율	(36.3)	(46.7)	NM	NM	28.4

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**3,471**	**3,173**	**2,292**	**3,404**	**3,985**
유동자산	1,021	1,069	806	1,217	1,448
현금성자산	654	605	456	689	820
매출채권및기타채권	104	51	38	58	69
재고자산	80	0	0	0	0
비유동자산	2,450	2,104	1,486	2,187	2,537
투자자산	487	498	376	567	675
유형자산	116	12	(91)	(194)	(297)
무형자산	1,639	1,484	1,119	1,690	2,011
부채총계	**1,845**	**1,695**	**840**	**1,893**	**2,370**
유동부채	710	1,199	620	1,559	1,973
매입채무및기타채무	97	98	74	112	133
단기차입금및단기사채	462	354	380	570	760
유동성장기부채	0	413	825	1,238	1,650
비유동부채	1,135	495	221	334	397
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	807	202	0	0	0
자본총계	**1,626**	**1,478**	**1,452**	**1,511**	**1,616**
지배주주지분	1,398	1,338	1,311	1,371	1,475
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100
기타자본	(29)	(30)	(30)	(30)	(30)
이익잉여금	277	188	113	125	181
비지배주주지분	**227**	**140**	**140**	**140**	**140**
순차입금	501	414	882	1,296	1,821

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**125**	**27**	**(1,100)**	**240**	**(252)**
당기순이익	(322)	(128)	(75)	12	56
유형자산감가상각비	35	36	(3)	(42)	(81)
무형자산상각비	61	37	26	40	47
자산부채변동	5	(17)	(1,050)	214	(288)
기타	346	99	2	16	14
투자활동현금흐름	**(54)**	**85**	**647**	**(677)**	**(287)**
유형자산투자	(28)	(13)	103	142	181
유형자산매각	0	3	3	3	3
투자자산순증	30	79	164	(152)	(69)
무형자산순증	(8)	0	339	(610)	(369)
기타	(48)	16	38	(60)	(33)
재무활동현금흐름	**(44)**	**(137)**	**304**	**670**	**670**
자본의증가	4	6	0	0	0
차입금의순증	(38)	(143)	304	670	670
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(10)	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	**27**	**(24)**	**(149)**	**233**	**131**
FCF	512	222	(569)	(191)	(378)

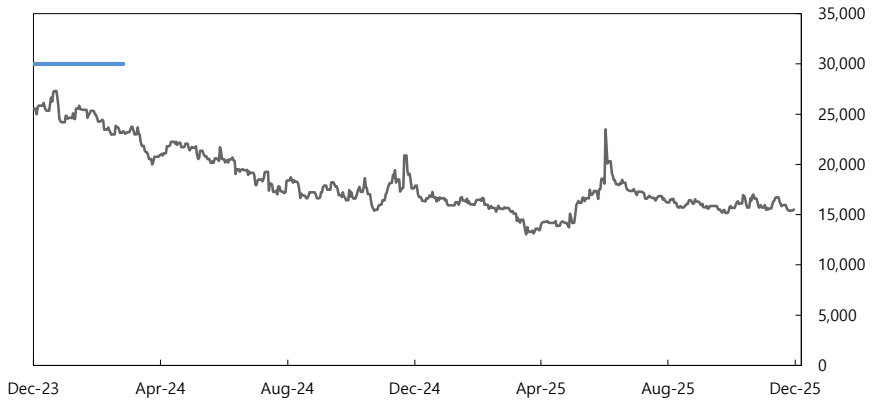
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,803)	(1,332)	(895)	129	633
BPS	17,124	16,316	14,746	15,417	16,590
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	(8.8)	(3.9)	(2.7)	0.4	1.5
ROE	(14.9)	(8.0)	(5.6)	0.9	4.0
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	NM	NM	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	113.5	114.6	57.9	125.2	146.7
차입금/자본총계비율(%)	80.8	73.1	95.3	135.9	168.6
이자보상배율(x)	2.1	0.4	(0.9)	1.7	4.3
순차입금/EBITDA(x)	2.9	4.5	(55.1)	24.9	27.2
Valuation(x)					
PER	NM	NM	NM	119.9	24.5
최고	NM	NM	NM	182.4	37.3
최저	NM	NM	NM	99.7	20.4
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	0.9
최고	2.9	1.7	1.6	1.5	1.4
최저	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR	2.9	2.2	2.8	2.0	1.6
EV/EBITDA	16.4	20.4	NM	53.6	49.6

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
카카오게임즈 (293490)	2023.10.17	매수	30,000원	-16.3	-9.0
	2024.03.19	중립	-	-	-
	2025.03.19	1년경과		-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 23일 현재 카카오게임즈 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.