

EARNINGS
REVIEW

카카오게임즈 (293490/KQ)

또 다시 기다림

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: 기대작 출시는 내년 2분기부터**Key:** 신작 부재 영향 장기화로 실적 부진 지속**Step:** 기대작 출시까지 6개월 이상 남은 현 시점에서 주가 모멘텀 제한적

중립(유지)

목표주가: 18,000 원

현재주가: 16,660 원

상승여력: 8.0%

STOCK DATA

주가(25/11/05)	16,660 원
KOSDAQ	901.89 pt
52 주 최고가	23,500 원
60 일 평균 거래대금	3 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,979 만주
시가총액	1,496 십억원
주요주주	
카카오(외 14)	45.18%
벨벳제 1 호 유한회사	5.00%
외국인 지분율	9.71%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

3분기 매출액 1,275 억원(-21.7% YoY, +10.1% QoQ), 영업손실 54 억원(적전 YoY, 적지 QoQ), 지배주주순이익 340 억원(흑전 YoY, QoQ)을 기록했다. 신작의 부재가 길어지고 있다. 모바일 매출은 849 억원(-16.0% QoQ)으로 오딘 국내 매출은 업데이트 효과로 견조했으나 아키에이지워, 오딘 글로벌의 매출이 감소했다. PC 매출은 427 억원(+187.8% QoQ)으로 배틀그라운드 콜라보 업데이트 효과로 매출이 증가했다. 영업비용은 1,329 억원(+6.8% QoQ)으로 효율화 기조가 지속되고 있다.

계속 연기되는 신작 스케줄

올해는 신작 가뭄이었다. 3 분기에는 9 월 출시한 가디스오더가 있었지만 미진한 콘텐츠 업데이트로 흥행이 어려웠다. 4 분기에도 신작은 없어 매출 하향세는 내년 상반기까지 계속될 것으로 예상된다. 내년 기대작은 모바일은 프로젝트 Q 와 OQ, PC/콘솔작은 3Q26 아키에이지 크로니클, 4Q26 크로노 오디세이가 예정되어 있다. 하지만 작년과 올해 게임이 연기되었던 것을 고려하면 추가적인 연기 가능성도 배제할 수 없다.

개발력을 입증할 수 있는 신작 흥행 필요

기대작 출시까지 최소 6 개월 이상이 남은 현 시점에서는 동사 실적과 주가를 끌어올릴 만한 드라이버는 제한적이다. 내년 2분기에 프로젝트Q 향 마케팅이 시작되면 관련 기대감이 반영될 수는 있겠다. 다만 최근 모바일 게임 시장 경쟁도는 상당히 높은 편, 막연한 흥행을 기대하기는 어렵다. 최근 흥행작 출시가 부재했기 때문에 동사의 hit ratio 를 증명할 수 있는 신작의 출시가 필요하다. 목표주가 1.8 만원과 투자 의견 중립을 유지한다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	127	127	0.4	125	2.0	469	504	-6.9	469	0.0
영업이익(십억원)	-5	-6	-9.2	-4	36.2	-42	-26	61.5	-31	35.5
지배주주순이익(십억원)	34	-7	-585.8	-7	-585.8	-21	-48	-56.3	-58	-63.8
영업이익률(%)	-4.3	-4.7	0.4 %p	-3.2	-1.1%p	-9.0	-5.2	-3.8%p	-6.6	-2.4%p
지배주주순이익률(%)	26.7	-5.5	32.2%p	-5.6	32.3%p	-4.5	-9.5	5.0%p	-12.4	7.9%p

자료: SK 증권

카카오게임즈 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	115.8	127.5	103.1	627.2	469.2	702.1
모바일	161.3	134.5	126.6	109.2	96.1	101.0	84.9	83.9	531.6	365.8	540.2
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	14.8	42.7	19.2	86.7	103.5	162.0
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	124.4	132.9	119.0	608.1	511.6	650.3
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	37.0	36.7	38.7	154.5	152.3	161.6
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	57.5	66.2	49.3	329.3	235.3	326.1
광고선전비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	8.5	9.1	9.4	40.9	39.7	75.8
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	12.2	12.3	12.4	47.4	48.1	50.6
기타	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	9.3	8.7	9.1	35.9	36.1	36.2
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-8.6	-5.4	-15.9	19.1	-42.4	51.9
영업이익률	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-7.4%	-4.3%	-15.4%	3.1%	-9.0%	7.4%
순이익	0.4	-11.7	-7.3	-109.5	-33.4	-33.6	34.6	-6.4	-128.1	-38.8	69.3
지배주주순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-26.1	34.0	-6.3	-108.9	-21.5	68.1
YoY growth rate											
매출액	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-24.2%	-21.7%	-22.6%	-13.6%	-25.2%	49.6%
모바일	4.8%	-21.8%	-31.1%	-30.4%	-40.4%	-24.9%	-33.0%	-23.2%	-20.2%	-31.2%	47.7%
PC	10.5%	37.3%	196.3%	57.3%	72.0%	-9.2%	24.7%	-7.0%	71.3%	19.3%	56.5%
영업비용	1.4%	-7.8%	-7.4%	-12.4%	-17.5%	-18.0%	-14.3%	-13.3%	-6.5%	-15.9%	27.1%
인건비	16.9%	-0.5%	7.9%	-0.3%	0.3%	-2.0%	-5.5%	1.4%	5.7%	-1.4%	6.1%
지급수수료	13.4%	1.9%	-13.7%	-18.0%	-34.2%	-31.9%	-19.6%	-27.3%	-4.4%	-28.6%	38.6%
광고선전비	-54.9%	-54.0%	42.7%	36.0%	52.3%	6.5%	-36.1%	-9.2%	-23.4%	-3.0%	90.8%
상각비	-32.9%	-33.3%	-32.6%	-35.5%	-4.3%	2.7%	2.9%	5.2%	-33.6%	16%	5.0%
기타	14.8%	12.4%	-7.5%	-6.4%	-2.9%	-5.3%	10.3%	1.9%	2.9%	0.5%	0.3%
영업이익	70.5%	-94.7%	-74.0%	적전	적전	적전	적전	적지	-74.6%	적전	흑전
영업이익률	3.1%p	-10.3%p	-10.3%p	-12.7%p	-18.1%p	-8.1%p	-9.0%p	-12.5%p	-7.3%p	-12.1%p	16.4%p
순이익	-91.1%	적전	적전	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전

자료: 카카오게임즈, SK 증권

분기 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	126.7	138.4	136.0	166.2	127.5	103.1	97.7	132.5	0.6%	-25.5%	-28.2%	-20.3%
영업이익	-5.7	0.9	-0.5	5.6	-5.4	-15.9	-17.8	-13.2	적지	적전	적지	적전
지배주주순이익	-7.2	8.0	-1.9	-0.4	34.0	-6.3	-15.8	-15.1	흑전	적전	적지	적지

자료: SK 증권

연간 실적 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	503.8	765.9	868.8	469.2	702.1	864.9	-6.9%	-8.3%	-0.4%
영업이익	-25.8	93.3	124.1	-42.4	51.9	110.6	적지	-44.4%	-10.9%
지배주주순이익	-48.3	69.1	87.0	-21.5	68.1	84.2	적지	-1.4%	-3.3%

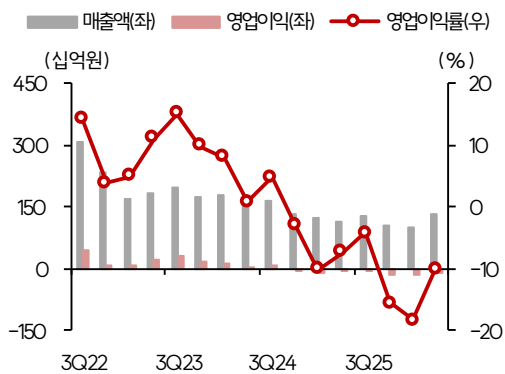
자료: SK 증권

카카오게임즈 신작 라인업

출시일정	타이틀	자체개발/퍼블리싱	장르	플랫폼	출시 지역
1Q26	SM 게임 스테이션(가제)	자체개발	SM 아이돌 IP 활용 캐주얼	모바일	글로벌
	더 큐브, 세이브 어스	자체개발	익스트랙션 액션	PC	글로벌
2Q26	던전 어라이즈	퍼블리싱	전략 어드벤처 RPG	모바일+PC	글로벌
	Project Q	자체개발	MMORPG	모바일+PC	국내
3Q26	Project OQ	퍼블리싱	MMORPG	모바일+PC	국내
	갓 세이브 버밍엄	자체개발	오픈월드 좀비 생존 시뮬레이터	PC/콘솔	글로벌
	아케이지 크로니클	자체개발	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
4Q26	Project C	자체개발	서브컬처 육성 시뮬레이션	모바일+PC	국내, 일본
	크로노 오디세이	퍼블리싱	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
TBD	Project S	자체개발	루트 슈터	PC/콘솔	글로벌
	검술명가 막내아들 IP	자체개발	헌팅 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌

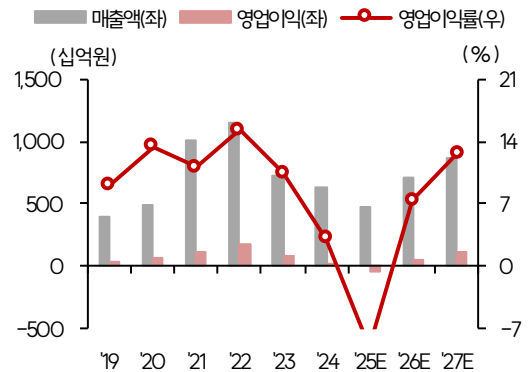
자료: 카카오게임즈, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



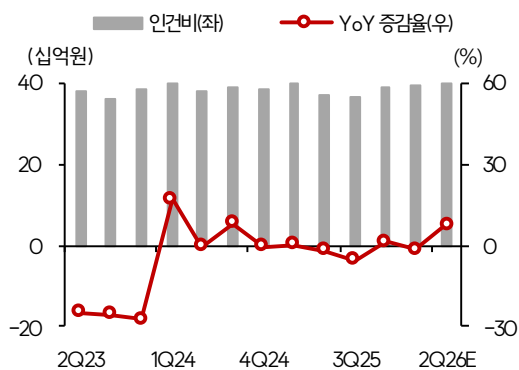
자료: 카카오게임즈, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



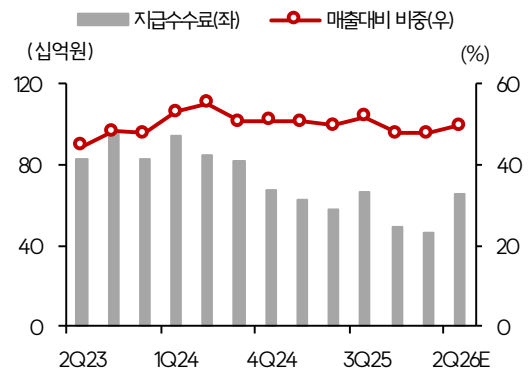
자료: 카카오게임즈, SK 증권

인건비 효율화 노력 지속



자료: 카카오게임즈, SK 증권

3Q25 지급수수료 비중 51.9%



자료: 카카오게임즈, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,021	1,069	1,790	2,454	2,242
현금및현금성자산	654	605	903	1,327	1,190
매출채권 및 기타채권	104	51	108	245	202
재고자산	80	0	0	0	0
비유동자산	2,450	2,104	2,320	2,808	2,615
장기금융자산	290	324	342	388	374
유형자산	116	12	8	2	1
무형자산	1,639	1,484	1,453	1,424	1,397
자산총계	3,471	3,173	4,110	5,263	4,858
유동부채	710	1,199	1,381	1,815	1,526
단기금융부채	506	878	858	837	690
매입채무 및 기타채무	79	81	208	470	388
단기충당부채	2	0	0	0	0
비유동부채	1,135	495	1,268	1,917	1,713
장기금융부채	807	202	702	702	702
장기매입채무 및 기타채무	85	50	50	50	50
장기충당부채	4	3	6	13	11
부채총계	1,845	1,695	2,649	3,732	3,238
지배주주지분	1,398	1,338	1,340	1,408	1,492
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,100	1,099	1,099	1,099
기타자본구성요소	-29	-30	-27	-27	-27
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
이익잉여금	277	188	214	283	367
비지배주주지분	227	140	121	123	127
자본총계	1,626	1,478	1,461	1,531	1,619
부채와자본총계	3,471	3,173	4,110	5,263	4,858

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	125	27	419	1,075	-182
당기순이익(손실)	-322	-128	-39	69	89
비현금성항목등	551	220	67	50	49
유형자산감가상각비	35	36	16	5	2
무형자산상각비	61	37	29	28	28
기타	455	148	22	16	20
운전자본감소(증가)	5	-17	388	968	-304
매출채권및기타채권의감소(증가)	-42	6	-70	-136	43
재고자산의감소(증가)	41	14	4	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	28	-18	130	262	-82
기타	-163	-82	18	-24	-31
법인세납부	-55	-34	15	-12	-16
투자활동현금흐름	-54	85	-550	-609	186
금융자산의감소(증가)	40	74	-141	-83	26
유형자산의감소(증가)	-27	-10	-4	0	0
무형자산의감소(증가)	-8	0	3	0	0
기타	-59	21	-408	-526	160
재무활동현금흐름	-44	-137	444	-22	-147
단기금융부채의증가(감소)	-22	-76	363	-22	-147
장기금융부채의증가(감소)	-16	-67	81	0	0
자본의증가(감소)	-34	0	-1	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	28	5	0	0	0
현금의 증가(감소)	27	-24	274	423	-136
기초현금	627	654	630	903	1,327
기말현금	654	630	903	1,327	1,190
FCF	97	18	415	1,075	-182

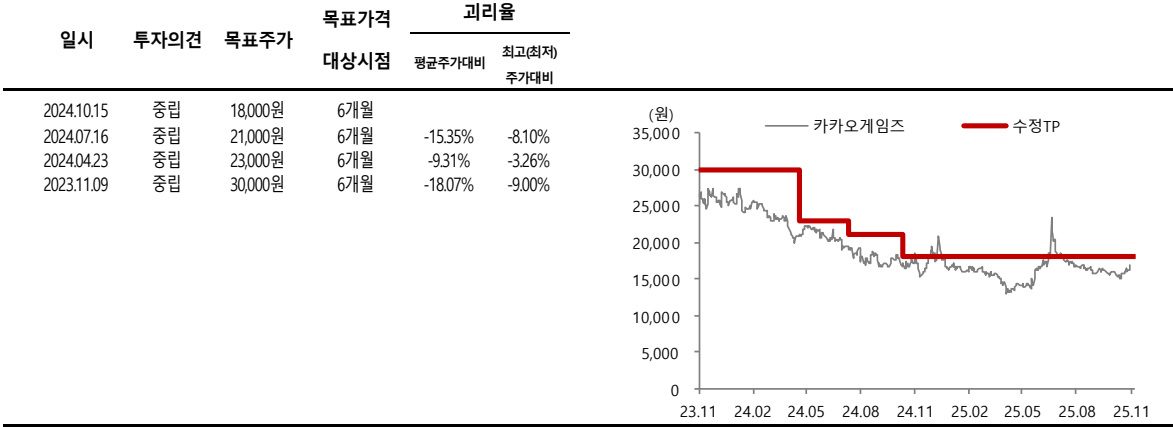
자료 : 카카오게임즈, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	854	627	469	702	865
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	854	627	469	702	865
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	775	608	512	650	754
영업이익	79	19	-42	52	111
영업이익률(%)	93	3.1	-9.0	7.4	12.8
비영업손익	-441	-127	-22	30	-6
순금융손익	-14	-33	0	0	0
외환관련손익	0	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-21	-16	-2	0	-3
세전계속사업이익	-282	-108	-65	82	104
세전계속사업이익률(%)	-33.0	-17.2	-13.8	11.6	12.0
계속사업법인세	-44	5	-21	12	16
계속사업이익	-313	-113	-44	69	89
중단사업이익	-5	-15	5	0	0
*법인세효과	2	1	-14	0	0
당기순이익	-322	-128	-39	69	89
순이익률(%)	-37.8	-20.4	-8.3	9.9	10.2
지배주주	-229	-109	-21	68	84
지배주주귀속 순이익률(%)	-26.8	-17.4	-4.6	9.7	9.7
비지배주주	-94	-19	-17	1	4
총포괄이익	-344	-80	-17	69	89
지배주주	-249	-60	-16	27	35
비지배주주	-95	-20	-1	42	54
EBITDA	175	91	2	85	140

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-25.6	-26.6	-25.2	49.6	23.2
영업이익	-54.9	-75.9	적전	흑전	113.1
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	27.8
EBITDA	-34.8	-47.9	-98.1	4,692.7	63.6
EPS	적지	적지	적지	흑전	23.6
수익성 (%)					
ROA	-8.8	-3.9	-1.1	1.5	1.8
ROE	-14.9	-8.0	-1.6	5.0	5.8
EBITDA마진	20.5	14.6	0.4	12.2	16.2
안정성 (%)					
유동비율	143.7	89.1	129.6	135.2	147.0
부채비율	113.5	114.6	181.3	243.8	200.0
순차입금/자기자본	31.1	28.0	29.3	-6.5	-5.2
EBITDA/이자비용(배)	5.0	1.7	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,655	-1,131	-299	759	937
BPS	17,565	16,763	15,490	16,249	17,186
CFPS	-1,608	-442	253	1,132	1,263
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	-9.7	-14.5	-56.4	22.3	18.0
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	1.0
PCR	-16.1	-37.0	66.7	14.9	13.4
EV/EBITDA	16.3	20.9	1,159.1	18.0	11.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



COMPLIANCE NOTICE

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 05 일 기준)	매수	92.02%	중립	7.98%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------