2025. 2. 12

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

카카오게임즈 293490

아직은 이른 바텀피싱 접근

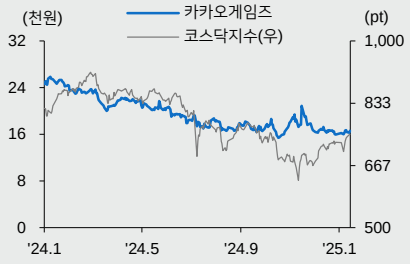
- ✓ 4분기 연결 영업적자 63억원으로 적자 전환
- ✓ 기존작 하향 사이클과 최근 신작 시장 안착 실패로 상반기 연결 적자 확대될 것
- ✓ 의미 있는 신작은 2025년보다는 2026년을 기대
- ✓ 글로벌 마케팅 성과 담보하기에는 근거 부족하고 핵심 사업의 기초 체력 약화 고민
- ✓ Hold 투자의견 유지

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	**16,000 원**
현재주가 (2.11)	**16,610 원**
상승여력	**-3.7%**
KOSDAQ	749.59pt
시가총액	13,764억원
발행주식수	8,287만주
유동주식비율	45.44%
외국인비중	11.53%
52주 최고/최저가	25,450원/15,390원
평균거래대금	93.6억원
주요주주(%)	
카카오 외 16 인	49.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	-3.7	-34.7
상대주가	-4.8	-1.8	-28.0

주가그래프



4Q24 Review: 아직은 어두운 밤

4분기 카카오게임즈의 연결 매출 및 영업이익은 각각 1,601억원(-21.4% YoY)과 -63억원(적전 YoY)으로 부진한 실적을 기록했다. PC, 모바일 모두 기대치를 하회했다. 3분기 〈펍지〉 아이템 관련 매출 인식 기간 변경에 따른 약 60억원의 이익을 제외하더라도 PC 부문은 다소 아쉬웠다. 다만 POE2 매출 인식 조건을 고려했을 때 관련 성과는 1분기에 주로 인식될 것으로 전망되어 1분기 개선된 PC 성과를 예상한다.

부진의 가장 큰 원인은 모바일 부문이다. 기존작의 하향세가 이어지며 3분기에 이어 30% 감소했고 1분기 출시한 〈발할라 서바이벌〉이 빠르게 순위 이탈한 것에 비추어 볼 때 분기 1천억원 매출을 깰 것으로 예상한다.

3분기 〈가디스 오더〉가 있지만 퍼블리싱으로 이익 기여가 크기 어렵고 〈프로젝트 Q〉, 〈크로노 오디세이〉(퍼블리싱), 〈아키에이지 크로니클〉의 경우 CBT 일정 및 올가을 〈GTA6〉 출시를 감안 시 2026년으로 넘어갈 가능성이 높아 보인다.

아직은 이른 매수 접근

2025년 비게임 적자가 감소하나 모바일 위주의 기존작 감소 트렌드가 이어지며 상반기까지 적자가 확대될 전망이다. 개발사 지분 투자를 통해 퍼블리싱 권한을 확보하고 있으나 과거 〈검은사막 PC〉 이후 첫 도전인 글로벌 시장에서의 성과를 담보하기에는 근거가 부족하고 핵심 사업의 기초체력이 약화되고 있는 점이 부담이다. Hold 투자의견을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	855.6	77.6	-228.8	-2,774	적지	16,947	-9.3	1.5	16.5	-14.9	113.5
2024E	738.8	6.5	-94.7	-1,146	적지	15,770	-14.4	1.0	32.9	-7.0	113.1
2025E	570.5	-34.7	-3.8	-46	적지	15,724	-361.9	1.1	98.7	-0.3	91.7
2026E	804.5	51.9	32.5	393	흑전	16,117	42.3	1.0	18.4	2.5	96.6
2027E	844.7	-39.4	-45.0	-544	적전	15,573	-30.5	1.1	-108.8	-3.4	102.7

표1 카카오게임즈 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	% YoY	3Q24	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	**160.1**	203.5	-21.3	193.9	-17.4	174.2	-8.1	172.6	-7.2
영업이익	**-6.3**	15.1	적전	5.7	적전	-3.1	N/A	-8.4	N/A
세전이익	**-106.3**	-398.2	적지	-3.5	적지	-12.1	N/A	-94.5	N/A
지배순이익	**-82.2**	-236.9	적지	-4.0	적지	-6.4	N/A	-73.2	N/A

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 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	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
24.05.30	그랑사가 키우기: 나이츠x나이츠	모바일	파이드픽셀즈	퍼블리싱
24.06.27	아키에이지워 대만/일본/동남아	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
24.08.14	스톰게이트 얼리엑세스	PC	프로스트자이언트스튜디오	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
2Q25	야구 시뮬레이션 게임(가제)	NFT	메타보라(61.6%)	자회사 개발
	섹션13	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
3Q25	가디스오더	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
	SM 게임 스테이션(가제)	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
4Q25	갓세이브 버밍엄	PC	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
2026 이후	프로젝트C	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	크로노 오디세이	PC, 콘솔	크로노스튜디오	퍼블리싱
	아키에이지 크로니클	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	프로젝트Q	PC, 콘솔	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
	검술명가 막내아들 IP 활용 게임	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발

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

표3 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출	**200.2**	**184.6**	**193.9**	**160.1**	**147.6**	**139.0**	**161.6**	**122.2**	**855.6**	**738.8**	**570.5**	**804.5**
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	31.4	21.3	28.6	25.6	50.7	86.7	106.9	350.9
모바일	161.3	134.5	126.6	109.2	93.5	85.4	105.1	71.0	666.4	531.6	355.0	356.0
기타	23.3	33.7	33.1	30.3	22.7	32.3			138.5	120.4	108.5	97.7
% YoY												
매출	*-2.5*	*-16.2*	*-14.3*	*-21.4*	*-26.3*	*-24.7*	*-16.6*	*-23.7*	*-25.5*	*-13.7*	*-22.8*	*41.0*
PC	*10.5*	*37.3*	*196.3*	*57.3*	*101.5*	*30.6*	*-16.5*	*24.2*	*-5.7*	*71.3*	*23.2*	*228.2*
모바일	*4.8*	*-21.8*	*-31.1*	*-30.4*	*-42.0*	*-36.5*	*-17.0*	*-35.0*	*-9.8*	*-20.2*	*-33.2*	*0.3*
기타	*-37.8*	*-7.7*	*7.1*	*-9.9*	*-2.6*	*-4.4*	*N/A*	*N/A*	*-61.0*	*-13.0*	*-9.9*	*-10.0*
영업비용	**190.9**	**186.9**	**188.2**	**166.3**	**157.8**	**158.8**	**153.5**	**134.9**	**778.0**	**732.3**	**605.1**	**752.6**
% to sales	*95.3*	*101.2*	*97.1*	*103.9*	*106.9*	*114.2*	*95.0*	*110.5*	*90.9*	*99.1*	*106.1*	*93.6*
% YoY	*-2.0*	*-5.3*	*-4.7*	*-11.7*	*-17.3*	*-15.0*	*-18.4*	*-18.9*	*-19.9*	*-5.9*	*-17.4*	*24.4*
인건비	46.4	44.0	45.3	44.2	43.6	44.2	36.4	35.7	175.2	180.0	159.9	154.2
지급수수료	99.5	89.9	88.6	72.0	69.0	61.9	70.5	55.2	365.2	350.0	256.5	370.2
마케팅비	9.4	10.3	15.2	11.0	7.9	10.3	10.3	7.3	58.2	46.0	35.8	79.9
상각비	14.0	14.2	13.7	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	78.8	55.4	54.1	54.1
기타	21.6	28.4	25.4	25.5	23.9	28.9	22.9	23.3	100.6	100.9	98.9	94.2
영업이익	**9.3**	**-2.3**	**5.7**	**-6.3**	**-10.2**	**-19.8**	**8.1**	**-12.8**	**77.6**	**6.5**	**-34.6**	**51.9**
% YoY	*-12.7*	*적전*	*-80.1*	*적전*	*적전*	*적지*	*42.1*	*적지*	*-55.9*	*-91.6*	*적전*	*흑전*
영업이익률(%)	*4.7*	*-1.2*	*2.9*	*-3.9*	*-6.9*	*-14.2*	*5.0*	*-10.5*	*9.1*	*0.9*	*-6.1*	*6.4*
세전이익	4.3	-14.8	-3.5	-106.3	-16.6	-27.9	2.0	-12.9	-363.0	-120.3	-55.3	28.6
% YoY	*289.8*	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
지배주주순이익	1.0	-9.5	-4.0	-82.2	-4.0	-7.1	6.0	1.3	-228.7	-94.7	-3.8	32.5
% YoY	*-57.6*	*적전*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

Income Statement

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
매출액	**855.6**	**738.8**	**570.5**	**804.5**	**844.7**
매출액증가율(%)	-25.5	-13.7	-22.8	41.0	5.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	855.6	738.8	570.5	804.5	844.7
판매관리비	778.0	732.3	605.1	752.6	884.1
영업이익	**77.6**	**6.5**	**-34.7**	**51.9**	**-39.4**
영업이익률(%)	9.1	0.9	-6.1	6.5	-4.7
금융손익	-3.7	-73.1	-25.1	-29.0	-32.9
종속/관계기업손익	-21.0	-16.9	-6.6	-5.9	0.0
기타영업외손익	-414.9	-36.9	11.0	11.7	0.0
세전계속사업이익	-363.0	-120.4	-55.4	28.7	-72.3
법인세비용	-42.7	4.0	-15.6	3.5	-8.9
당기순이익	**-322.4**	**-112.0**	**-39.8**	**19.9**	**-63.4**
지배주주지분 순이익	-228.8	-94.7	-3.8	32.5	-45.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**124.6**	**-115.5**	**-7.2**	**112.4**	**-28.3**
당기순이익(손실)	-322.4	-112.0	-39.8	19.9	-63.4
유형자산상각비	34.6	22.3	22.3	22.3	14.2
무형자산상각비	61.4	33.1	33.1	33.1	7.0
운전자본의 증감	5.1	-58.9	-22.9	37.1	14.0
투자활동 현금흐름	**-54.0**	**152.1**	**-28.6**	**-50.5**	**-10.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-27.6	-30.0	-30.0	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-18.5	182.1	1.5	-20.5	-3.3
재무활동 현금흐름	**-43.9**	**-35.8**	**-314.2**	**18.0**	**3.1**
차입금의 증감	18.5	-35.8	-314.2	18.0	3.1
자본의 증가	-33.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.0	0.9	-350.0	79.8	-35.4
기초현금	626.8	653.7	654.6	304.7	384.5
기말현금	653.7	654.6	304.7	384.5	349.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,020.8	982.3	609.6	725.5	706.2
현금및현금성자산	653.7	654.6	304.7	384.5	349.1
매출채권	86.0	74.3	57.3	80.9	84.9
재고자산	80.4	61.1	62.9	64.8	68.0
비유동자산	2,450.3	2,242.7	2,215.9	2,211.0	2,193.1
유형자산	115.6	123.3	131.0	138.7	124.5
무형자산	1,639.2	1,606.1	1,573.0	1,539.9	1,532.9
투자자산	486.8	304.7	303.2	323.8	327.1
자산총계	**3,471.0**	**3,225.0**	**2,825.4**	**2,936.5**	**2,899.3**
유동부채	710.1	713.6	366.6	450.5	465.0
매입채무	16.4	14.1	10.9	15.4	16.2
단기차입금	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,135.4	997.9	985.1	992.4	1,004.2
사채	0.0	350.0	350.0	350.0	350.0
장기차입금	649.5	279.5	279.5	279.5	279.5
부채총계	**1,845.5**	**1,711.5**	**1,351.7**	**1,442.9**	**1,469.1**
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,099.4	1,099.4	1,099.4	1,099.4	1,099.4
기타포괄이익누계액	42.5	42.5	42.5	42.5	42.5
이익잉여금	277.4	182.7	178.9	211.4	166.4
비지배주주지분	227.1	209.8	173.8	161.2	142.7
자본총계	**1,625.5**	**1,513.5**	**1,473.7**	**1,493.6**	**1,430.2**

Key Financial Data

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,377	8,940	6,900	9,731	10,217
EPS(지배주주)	-2,774	-1,146	-46	393	-544
CFPS	2,767	-153	442	1,417	-221
EBITDAPS	2,105	749	251	1,298	-221
BPS	16,947	15,770	15,724	16,117	15,573
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-9.3	-14.4	-361.9	42.3	-30.5
PCR	9.3	-107.6	37.6	11.7	-75.2
PSR	2.5	1.8	2.4	1.7	1.6
PBR	1.5	1.0	1.1	1.0	1.1
EBITDA(십억원)	173.6	61.9	20.8	107.3	-18.3
EV/EBITDA	16.5	32.9	98.7	18.4	-108.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.9	-7.0	-0.3	2.5	-3.4
EBITDA 이익률	20.3	8.4	3.6	13.3	-2.2
부채비율	113.5	113.1	91.7	96.6	102.7
금융비용부담률	4.6	8.8	9.8	6.0	5.8
이자보상배율(x)	2.0	0.1	-0.6	1.1	-0.8
매출채권회전율(x)	10.9	9.2	8.7	11.6	10.2
재고자산회전율(x)	8.4	10.4	9.2	12.6	12.7

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

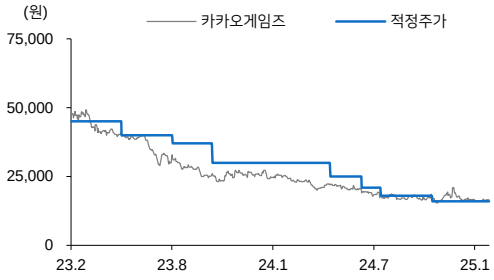
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.11.03	기업브리프	Hold	45,000	이효진	-2.9	9.2
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	-	-

주가 및 적정주가 변동추이