

2025. 5. 7



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)**적정주가 (12개월)** 16,000 원**현재주가 (5.7)** 14,360 원**상승여력** 11.4%

KOSDAQ 722.81pt

시가총액 11,900억원

발행주식수 8,287만주

유동주식비율 45.44%

외국인비중 10.98%

52주 최고/최저가 22,250원/13,030원

평균거래대금 28.1억원

주요주주(%)

카카오 외 16 인 49.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	-18.5	-34.9
상대주가	-7.3	-17.3	-21.5

주가그래프

카카오게임즈 293490

기대와 기초체력 그 사이

- ✓ 1분기 연결 영업적자 124억원으로 예상 크게 하회
- ✓ PC/모바일 모두 빠른 하락세. 비용 측면에서는 자회사 신작 마케팅비 예상 상회
- ✓ 영업외비용은 이자비용과 교환사채 관련 파생상품 손실 반영. 당분간 이자비용 유지
- ✓ 2Q 글로벌 CBT 다수 포진. 마케팅 예열 및 수정 감안 시 신작은 2026 이후 예상
- ✓ 산업 수급 온기 개선되며 전반적 반등 중. 본격 반등 위해서는 추가 요건 필요

예상보다 더 어려운 기존 사업 환경

1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 1,229억원(-31% YoY)과 -124억원(적전 YoY)으로 기대치를 크게 하회했다. PC와 모바일 모두 기대 대비 10% 이상 낮은 성과를 보였다. <오딘> 일본/대만 중심의 모바일 감소세가 이어진 가운데 PC 신작 효과에 예상 대비 작았다. 비용 측면에서는 라이온하트의 <발할라 서바이벌> 마케팅에 약 70억원이 투자되며 광고비는 100억대를 유지했다. <오딘>은 4월 글로벌 런칭을 통해 일본/대만 감소분이 방어되며 QoQ flat을 전망한다. 다만 이를 포함하여 다수의 글로벌 CBT 등 프로모션이 예정되어 있어 2Q 연결 마케팅비는 유지될 전망이다. 영업외 이자비용 132억원과 교환사채 관련 80억원이 반영되었다. 4월 29일, 넵튠 지분 전부를 크래프트에 매각했다. 동사는 현재 우선순위가 라인업 확장에 있으며 적절한 활용처가 보이지 않는 경우 부채 상환에 활용하겠다고 밝혔다. 퍼블리셔로서 몸집은 줄일 수 있는 만큼 줄었다. 당분간 적자와 이자비용이 유지될 전망이다.

2025년은 준비기간

2분기 준비 신작들의 글로벌 CBT가 예정되어 있다. 마케팅 예열 기간과 CBT 후 수정을 감안하여 2026년 이후 유의미한 신작 출시가 시작될 것으로 예상된다. 2022년 이후 국내 모바일 게임 시장이 크게 둔화되며 동사 이익은 빠르게 줄었다. 별도 핵심 사업이 유통마진을 수취하는 구조이기 때문이다. 동사는 개발사 지분 확보를 통해 어려움을 극복하고자 해왔다. 그러나 예상보다 더딘 성과와 예상보다 빨랐던 국내 모바일, 특히 MMORPG 시장 둔화는 새로운 도전을 위한 넉넉한 시간을 주지 않았다. 최근 게임업에 대한 수급 온기가 개선되며 래거드 반등 장세가 펼쳐지고 있다. 본격적 반등을 위해서는 퍼블리싱인 <가디스 오더> 후 신작에 대한 추가 정보와 소비자 반응 확인이 필요하다.

(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	적지	16,947	-9.3	1.5	16.7	-14.9	113.5
2024	627.2	19.2	-108.9	-1,318	적지	16,148	-12.4	1.0	20.9	-8.0	114.6
2025E	467.6	-56.3	-29.0	-350	적지	15,797	-41.0	0.9	105.4	-2.2	115.9
2026E	601.1	9.6	11.4	138	적지	15,935	104.2	0.9	23.5	0.9	107.2
2027E	588.3	0.4	18.6	225	적지	15,804	63.9	0.9	481.2	1.4	107.4

표1 1Q25P Review 테이블

(십억원)	1Q25P	1Q24	(% YoY)	4Q24	(% QoQ)	당사 예상치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	122.9	178.3	-31.1	133.2	-7.8	133.8	-8.2	133.1	-7.7
영업이익	-12.4	14.3	적전	-3.9	적지	-0.4	N/A	-7.7	N/A
세전이익	-32.5	9.6	적전	-104.5	적지	-5.6	N/A	-9.8	N/A
순이익	-23.0	1.0	적전	-96.4	적지	3.3	N/A	-9.6	N/A
영업이익률(%)	-10.1	8.0		-3.0		-0.3		-5.8	
세전이익률(%)	-26.4	5.4		-78.4		-4.2		-7.4	
순이익률(%)	-18.7	0.5		-72.4		2.4		-7.2	

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	467.5	627.2	-25.5	482.9	-3.2	632.9	-26.1
영업이익	-56.3	19.1	적전	-17.4	N/A	14.9	N/A
세전이익	-88.8	-107.7	적지	-30.3	N/A	-1.6	N/A
지배주주 순이익	-29.0	-94.7	적지	4.3	N/A	-3.0	N/A
영업이익률(%)	-12.0	3.1		-3.6		2.4	
세전이익률(%)	-19.0	-17.2		-6.3		-0.3	
순이익률(%)	-6.2	-15.1		0.9		-0.5	

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

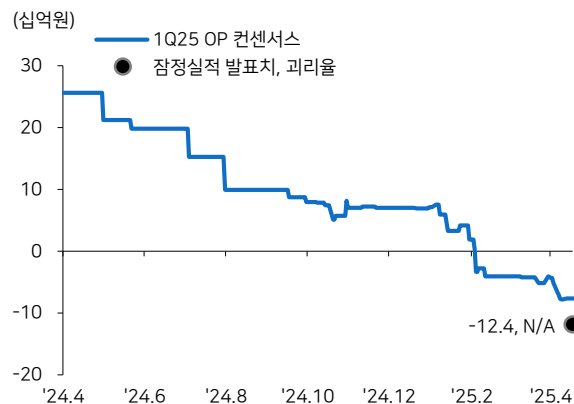
표3 실적변동표

	New		Old		% diff.	
(십억원)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	467.5	601.1	482.9	629.4	-3.2%	-4.5%
영업이익	-56.3	9.6	-17.4	27.8	N/A	-65.6%
세전이익	-88.8	-5.7	-30.3	12.3	N/A	N/A
지배주주순이익	-29.0	11.4	4.3	14.8	N/A	-23.0%

주: 카카오VX의 중단 영업 손익 분류에 따른 적자폭 감소(연결 제외)

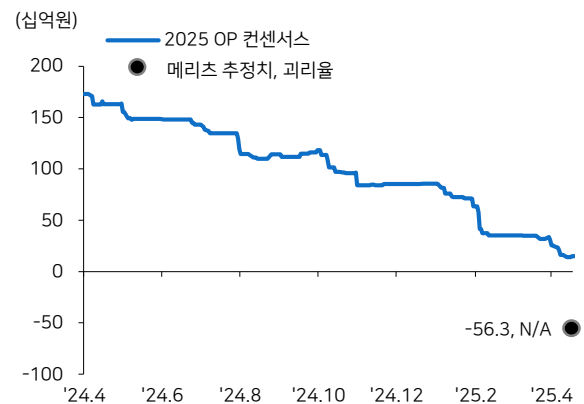
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림1 1Q25P 영업이익, 컨센서스 하회



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 하회 전망



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

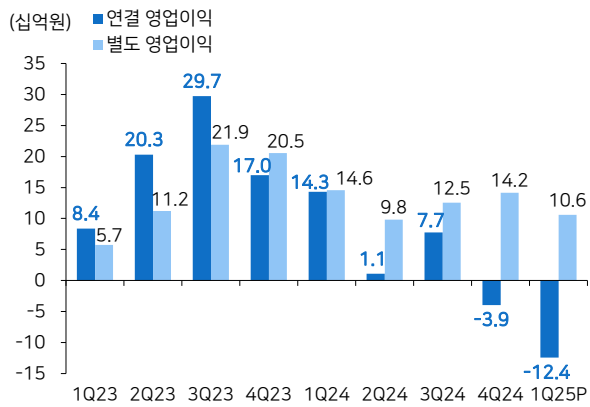
표4 카카오게임즈 게임 출시 일정

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)	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
24.05.30	그랑사가 키우기: 나이트x나이트	모바일	파이드픽셀즈	퍼블리싱
24.06.27	아키에이지워 (대만/일본/동남아)	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 (글로벌, 지역확장)	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 세이프 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

그림3 중단 손익 제외, 순수 게임 기준 별도/연결 이익 추이



자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표5 크래프톤에 넷룬 주식 39.37% 매각

	내용
매각 주식 수	18,387,039
지분율	39.37%
매각금액 (십억원)	165.0
장부가액 (십억원)	162.1
주당 매각액	8,972
거래 전일 증가	8,700
프리미엄	3.1%
대금 지급일	2025-06-30

자료: 넷룬, 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

표6 카카오게임즈 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	106.3	133.0	105.4	627.2	467.5	601.1
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	21.3	28.6	25.6	86.7	102.3	216.2
모바일	161.3	134.5	126.6	109.2	96.1	85.0	104.4	79.8	531.6	365.2	384.9
기타	1.5	2.0	2.1	3.4	0.0	0.0	0.0	0.0	8.9	0.0	0.0
% YoY											
매출	4.8	-17.4	-17.4	-23.2	-31.1	-30.4	-18.3	-20.9	-13.6	-25.5	28.6
PC	10.5	37.3	196.3	57.3	72.0	30.6	-16.5	24.2	71.3	17.9	111.3
모바일	4.8	-21.8	-31.1	-30.4	-40.4	-36.8	-17.5	-26.9	-20.2	-31.3	5.4
기타	-34.6	80.1	7.4	-3.4	N/A	N/A	N/A	N/A	1.5	N/A	N/A
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	125.3	139.5	123.8	608.1	523.9	591.5
% to sales	92.0	99.3	95.3	103.0	110.1	117.8	104.9	117.5	96.9	112.0	98.4
% YoY	1.4	-7.8	-7.4	-12.4	-17.5	-17.5	-10.1	-9.7	-6.5	-13.8	12.9
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	40.5	40.8	37.3	154.5	158.6	158.5
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	51.9	65.4	55.1	329.3	234.7	291.8
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	12.1	12.8	11.4	40.9	48.9	59.6
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	9.3	9.2	8.8	35.9	36.3	36.3
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-19.0	-6.5	-18.4	19.1	-56.3	9.6
% 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	-17.8	-4.9	-17.5	3.1	-12.0	1.6
세전이익	9.6	-11.3	-1.5	-104.5	-32.5	-28.6	-14.2	-13.6	-107.7	-88.8	-5.7
% YoY	흑전	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주순이익	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-7.5	-1.9	3.4	-108.9	-29.0	11.4
% 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	467.6	601.1	588.3
매출액증가율(%)	-36.8	-13.6	-25.5	28.6	-2.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	725.8	627.2	467.6	601.1	588.3
판매관리비	650.4	608.1	523.9	591.5	588.0
영업이익	75.4	19.2	-56.3	9.6	0.4
영업이익률(%)	10.4	3.1	-12.0	1.6	0.1
금융손익	-4.8	-65.8	-27.1	-22.5	-37.0
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	-88.8	-5.8	-28.7
법인세비용	-44.5	5.2	-17.6	-1.4	-7.8
당기순이익	-322.4	-128.1	-71.3	-4.3	-12.8
지배주주지분 순이익	-228.8	-108.9	-29.0	11.4	18.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	124.6	27.4	44.7	-175.6	-9.4
당기순이익(손실)	-322.4	-128.1	-71.3	-4.3	-12.8
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	43.7	-243.6	-0.3
투자활동 현금흐름	-54.0	85.4	-20.6	-84.3	5.7
유형자산의증가(CAPEX)	-27.6	-12.5	-30.0	-30.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-18.4	-27.6	9.4	-54.3	5.0
재무활동 현금흐름	-43.9	-137.1	-5.5	31.8	-3.0
차입금의 증감	18.5	-232.2	-5.5	31.8	-3.0
자본의 증가	-33.6	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	27.0	-24.1	-6.1	-228.1	-6.8
기초현금	626.8	653.7	629.6	623.5	395.4
기말현금	653.7	629.6	623.5	395.4	388.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,020.8	1,069.1	985.1	842.7	827.1
현금및현금성자산	653.7	605.0	623.4	395.4	388.6
매출채권	86.0	43.3	32.3	41.5	40.7
재고자산	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,450.3	2,104.2	2,052.5	2,064.6	2,055.9
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	489.0	543.3	538.3
자산총계	3,471.0	3,173.2	3,037.6	2,907.3	2,882.9
유동부채	710.1	1,199.4	1,199.4	1,066.4	1,060.0
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	431.1	438.1	433.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	649.5	147.0	147.0	147.0	147.0
부채총계	1,845.5	1,694.9	1,630.5	1,504.5	1,493.0
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	159.1	170.5	159.6
비지배주주지분	227.1	140.3	98.0	82.3	80.4
자본총계	1,625.5	1,478.4	1,407.1	1,402.8	1,390.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	8,803	7,589	5,642	7,254	7,100
EPS(지배주주)	-2,774	-1,318	-350	138	225
CFPS	2,767	1,116	153	1,200	277
EBITDAPS	2,079	1,106	192	987	48
BPS	16,947	16,148	15,797	15,935	15,804
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-9.3	-12.4	-41.0	104.2	63.9
PCR	9.3	14.7	93.8	12.0	51.8
PSR	2.9	2.2	2.5	2.0	2.0
PBR	1.5	1.0	0.9	0.9	0.9
EBITDA(십억원)	171.4	91.4	15.9	81.8	4.0
EV/EBITDA	16.7	20.9	105.4	23.5	481.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.9	-8.0	-2.2	0.9	1.4
EBITDA 이익률	23.6	14.6	3.4	13.6	0.7
부채비율	113.5	114.6	115.9	107.2	107.4
금융비용부담률	4.8	8.6	10.4	8.2	8.5
이자보상배율(x)	2.1	0.4	-1.2	0.2	0.0
매출채권회전율(x)	9.2	9.7	12.4	16.3	14.3
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 (2023년 8월 4일부터 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)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	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	-	-	