



한국IR협의회

기업리서치센터 기업분석 | 2025.03.28

# KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트 카카오게임즈 (293490) 반등의 원년이 될 2025년

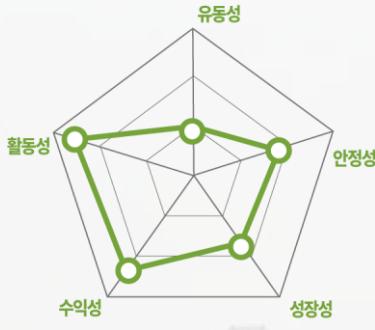
## 체크포인트

- 카카오게임즈는 2024년 2월 모바일 MMORPG '롬(R.O.M.)' 이후 주목할 만한 대형 신작의 부재와 기존 게임들의 노후화로 인해 시장의 기대감이 낮아진 상황
- 하지만 올해부터는 PC·온라인과 모바일, 콘솔 등 다양한 플랫폼에 걸쳐 다수의 신작을 순차적으로 선보이고, '오딘: 빌할라 라이징'의 글로벌 진출도 예정되어 있음
- 다만, 종속회사이자 '오딘: 빌할라 라이징' 개발사인 라이온하트스튜디오의 IPO와 이로 인한 밸류에이션 할인 가능성은 리스크 요인

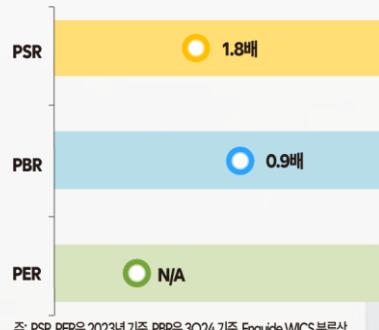
## 주가 및 주요이벤트



## 재무지표



## 밸류에이션 지표



# 카카오게임즈 (293490)

Analyst 채윤석 chaeyunseok@kirs.or.kr

RA 정수현 sh.jeong@kirs.or.kr

KOSDAQ

미디어와엔터테인먼트

## 카카오 그룹의 게임 퍼블리셔

카카오게임즈는 모바일 게임(매출 비중 86.2%)과 PC 게임(매출 비중 13.8%) 중심의 게임 퍼블리셔로, 종속회사 라이온하트스튜디오가 개발한 '오딘: 발할라 라이징'을 서비스 중. '오딘'은 2021년 국내 출시 당시 구글 애플 마켓에서 매출 1위를 기록하며 성공적으로 안착하였고, 이후 현재까지 국내 게임 매출 5위권을 유지하며 장기 흥행 중인 게임. 이 외에도 '아키에이지 워', '우마무스메', '룸', '아레스' 등 다양한 모바일 MMORPG 라인업을 보유하고 있으며 PC게임으로는 '배틀그라운드', '패스 오브 엑자일2' 등을 서비스하고 있음

## 2024년 & 2025년 실적

2024년 실적은 매출액 6,272억원(-13.6% YoY), 영업이익 191억원(-74.6% YoY)을 기록함. 모바일 게임 부문은 신작 부재와 기존작 부진으로 19.9% 감소한 반면, '배틀그라운드' 중심의 PC 게임 부문은 71.2% 성장하며 양호한 성과를 기록함. 2025년에는 매출 6,162억원(-1.8% YoY), 영업이익 229억원(+19.5% YoY)으로 전망됨. 국내에서 기존 작품들의 매출 하향세가 이어지는 가운데 '오딘'의 글로벌 확장과 신작 라인업 출시가 매출 하락세를 일부 상쇄할 것으로 예상. PC게임 부문에서는 '배틀그라운드'의 안정적인 매출 유지와 '패스 오브 엑자일 2(POE2)'의 신규 매출이 반영될 것으로 전망됨

## 역사적 밸류에이션 저점에 위치한 주가

카카오게임즈의 주가는 2021년 이후 PBR 0.9x ~ 5.0x 범위 내에서 형성되어 왔으며, 현재 주가는 2025년 예상 실적 기준 PBR 1.0배 수준으로, 과거 밸류에이션 밴드 하단에 위치하고 있음. 현재 주가는 동사의 단기 실적 부진과 기대감 약화 등을 반영하고 있으며, 향후 다수의 신작 출시와 '오딘'의 글로벌 확장 등의 모멘텀을 고려 시 중장기적인 관점에서 리레이팅 가능성도 기대됨

## Forecast earnings & Valuation

|              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액(억원)      | 10,125 | 11,477 | 7,258  | 6,272  | 6,162 |
| YoY(%)       | 104.3  | 13.4   | -36.8  | -13.6  | -1.8  |
| 영업이익(억원)     | 1,119  | 1,758  | 754    | 191    | 229   |
| OP 마진(%)     | 11.1   | 15.3   | 10.4   | 3.1    | 3.7   |
| 자본주주순이익(억원)  | 5,287  | -2,336 | -2,287 | -1,089 | 69    |
| EPS(원)       | 7,061  | -2,929 | -2,774 | -1,318 | 84    |
| YoY(%)       | 412.0  | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전    |
| PER(배)       | 12.9   | N/A    | N/A    | N/A    | 185.6 |
| PSR(배)       | 6.7    | 3.1    | 2.9    | 2.2    | 2.1   |
| EV/EBITDA(배) | 45.6   | 16.6   | 16.7   | 20.9   | 32.1  |
| PBR(배)       | 3.4    | 2.2    | 1.5    | 1.0    | 1.0   |
| ROE(%)       | 34.1   | -12.4  | -14.9  | -8.0   | 0.5   |
| 배당수익률(%)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0   |

주) 2023년부터 세나테크놀로지 및 카카오브이엑스 부문의 실적은 중단영업부문으로 분류 및 제외

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## Company Data

|               |            |
|---------------|------------|
| 현재주가 (3/24)   | 15,510원    |
| 52주 최고가       | 23,750원    |
| 52주 최저가       | 15,280원    |
| KOSDAQ (3/24) | 72022p     |
| 자본금           | 83억원       |
| 시가총액          | 12,853억원   |
| 액면가           | 100원       |
| 발행주식수         | 83백만주      |
| 일평균 거래량 (60일) | 25만주       |
| 일평균 거래액 (60일) | 41억원       |
| 외국인지분율        | 11.24%     |
| 주요주주          | 카카오 외 15 인 |
| 주가            | 49.10%     |

## Price & Relative Performance



## Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가     | -61 | -100 | -331 |
| 상대주가     | 0.8 | -4.1 | -161 |

## 참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '당좌비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 1 연혁 및 지배구조

#### 2025년 하반기부터

#### 본격적인 신작 출시가 기대되는

#### 카카오게임즈

카카오게임즈는 2016년 4월, 카카오의 모바일 게임 퍼블리싱 자회사 '엔진'과 PC 퍼블리싱 사업을 영위하던 '다음게임'의 합병을 통해 설립되었다. 설립 초기, 펠어비스의 '검은사막'(북미·유럽 등 글로벌 서비스), 크래프톤의 '배틀그라운드'(국내 퍼블리싱) 등 PC 게임 서비스를 시작하면서 본격적인 성장을 맞이했다. 이후 국내 게임 시장이 PC에서 모바일로 전환되는 흐름에 맞춰, '가디언 테일즈'(2020), '오딘'(2021), '우마무스메'(2022), '아키에이지 워'(2023) 등의 모바일 게임을 출시하였다. 특히 2021년 출시된 '오딘'은 당시 엔씨소프트의 '리니지 2M'을 제치고 국내 모바일 게임 매출 1위를 기록하기도 하였으며 현재에도 국내 게임 순위 상위권을 유지하며 장기 흥행을 이어가고 있다.

2024년 12월 말 기준, 카카오게임즈의 최대주주는 카카오(40.7%)이며, 특수관계인 15인을 포함한 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 49.1%이다. 2대 주주는 김재영 라이온하트스튜디오 대표로 6.5%를 보유 중이다. 김재영 대표이사는 2022년 6월 보유 중인 라이온하트스튜디오 주식 중 일부인 24.5%를 카카오게임즈의 유럽 법인인 Kakao Games Europe B.V.에 매각 후, 카카오게임즈 주식을 2차례에 걸쳐 취득하여 2대 주주가 되었다. 한편, 동사는 자사주 1.0%를 보유하고 있다.

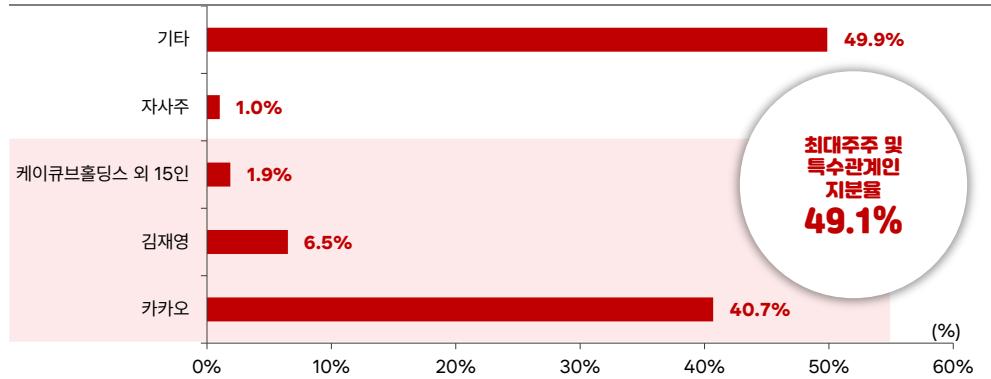
2024년 12월 말 기준, 카카오게임즈는 총 24개의 종속회사를 보유하고 있다. 지배회사인 (주)카카오게임즈는 자회사에서 개발한 게임과 외부 개발 게임의 퍼블리싱 사업을 주로 담당하며, 종속회사는 게임 개발사, 퍼블리셔 등 카카오게임즈의 본업을 지원하는 기업으로 구성되어 있다. 주요 개발 종속회사로는 '오딘: 빌할라 라이징' 개발사 라이온하트스튜디오(지분율 54.95%), '아키에이지 워' 개발사 엑스엘게임즈(지분율 52.82%), '프렌즈타운' 개발사 메타보라(지분율 61.60%)가 있다. 한편, 동사는 비핵심 사업 정리 본격화의 일환으로, 카카오플렌즈 IP를 접목하여 스크린 골프, 예약 플랫폼 서비스를 제공하는 카카오브이엑스(지분율 65.19%)를 매각할 예정이다.

#### 연혁

| 2015~2020<br>설립 및 PC 라인업 기반 성장 |   | 2021~<br>모바일 라인업 확장 및 자체 기업 개발 역량 강화   |  |
|--------------------------------|---|--|--|
| <b>2015</b>                    | (주)엔진 인수<br>게임 개발사 (주)네트워크 및 퍼블리싱 계약 체결   | <b>2021</b>  | 자회사 프렌즈게임즈와 웨이비티 합병<br><b>라이온하트스튜디오</b> '오딘: 빌할라 라이징' 국내 출시(모바일) |
| <b>2016</b>                    | (주)엔진·(주)나을게임 합병<br>(주)카카오게임즈로 사업 변경<br>펠처스 '검은사막' 105% 국내 글로벌 출시(PC)           | <b>유럽 법인</b> 라이온하트스튜디오, 지분 추가 취득 및 라이온하트스튜디오 자회사로 합병   |  |
| <b>2017</b>                    | (주)카카오 VX 자회사로 분立<br>통합 카카오게임즈 출범<br><b>크래프톤 배틀그라운드</b> 국내 출시(PC)               | 자회사 (주)프렌즈게임즈, 메타보라로 사업 변경<br>(주)엑스엘게임즈와 (주)아이디어리스 퍼블리싱 계약 체결(PC/온라인)  |  |
| <b>2018</b>                    | 개인 개발사 (주)프렌즈게임즈 출범<br>라이온하트스에 50억 원 지분 투자                                      | <b>Cygames</b> '우마무스메' 국내 출시(모바일)  |  |
| <b>2019</b>                    | Grinding Gear G. 패스 오브 엑자일 국내 출시(PC)<br>Cygames '프린세스 커넥트! Re:Drive' 국내 출시(모바일) | <b>코스다</b> 글로벌 세그먼트 편입   |  |
| <b>2020</b>                    | 개인 개발사 (주)세컨드라이브 등 전략적 투자<br><b>코스다</b> 사장 상장<br>(주)네트워크 주주 등극                  | <b>2023</b> 라이온하트스튜디오 '오딘: 빌할라 라이징' 일본 출시(모바일)<br>개인 개발사 (주)오션드라이브 인수, 자회사로 합병<br>나인아크 애비소우 글로벌 170개국 출시(모바일)<br><b>엑스엘게임즈</b> '아키에이지 워' 국내 출시(PC/모바일)   |  |
|                                | 코스다 글로벌 출시(모바일)   | <b>2024</b> 레드캡게임즈 ROM 글로벌 출시(모바일)<br>크로노스와 크로노 오디세이 퍼블리싱 계약 체결(PC/온라인)<br>SMGAME와 IP리아션스 계약 체결 및 SMGAME STATION(?) 제작 계획 발표<br>라이온하트스와 프로젝트 Q 글로벌 퍼블리싱 계약 체결(모바일)<br>유럽 법인 오션드라이브와 로드스 아이돌론스·위선의 마녀·센선13·<br>글로벌 퍼블리싱 계약 체결(PC) |  |
|                                |   | <b>2025</b> MSCI ESG 평가 국내 게임부 최초 AAA 등급 획득  |  |

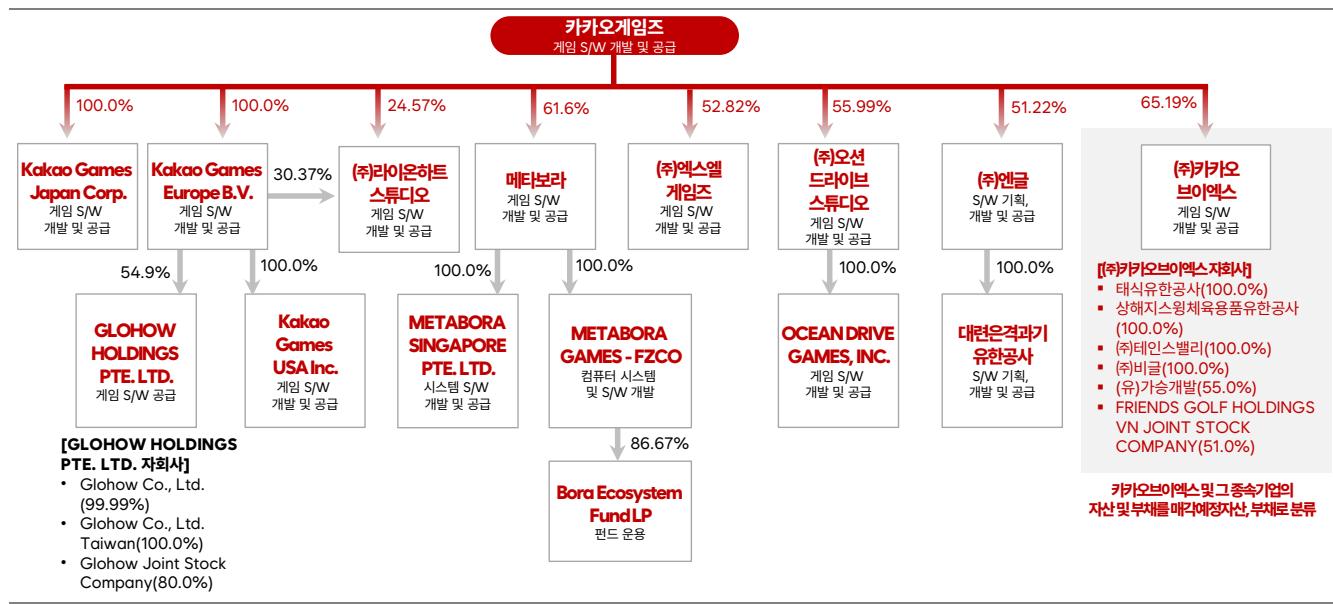
자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주주 현황(2024년 12월 말 기준)



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주요 종속기업 현황(2024년 12월 말 기준)



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## ▣ 사업 현황

PC게임 13.8%,

모바일 게임 86.2%로 구성

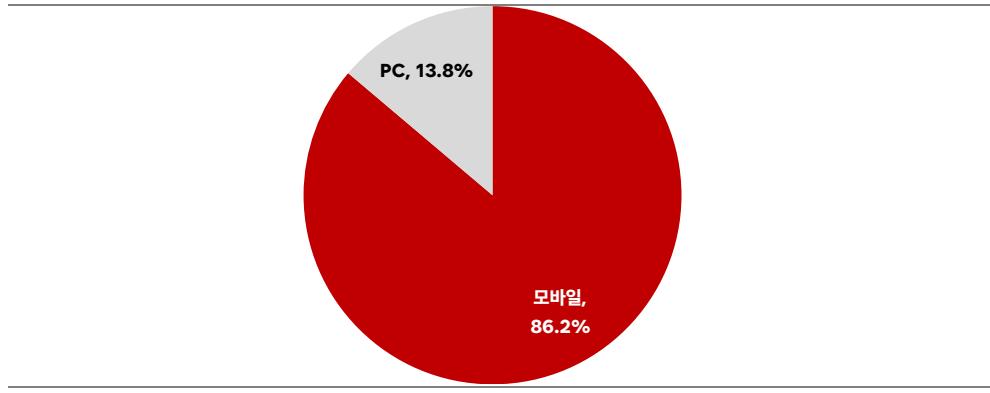
### 1. PC 게임

카카오게임즈는 '배틀그라운드', '패스 오브 엑자일' 등 PC 게임을 국내 및 글로벌 지역에서 서비스하고 있다. 국내는 PC방 및 Daum 포털 그리고 해외에서는 STEAM 플랫폼 및 자사 메인 페이지를 통해 매출이 발생한다.

### 2. 모바일 게임

모바일 게임은 동사의 핵심 매출원으로 퍼즐, 슈팅 등 캐주얼 장르부터 MMORPG 등 하드코어 장르까지 다양한 게임을 서비스하고 있다. 주요 타이틀로는 '오딘: 빌할라 라이징', '아키에이지 워', '우마무스메 프리티 더비', '룸(R.O.M)', '아레스: 라이즈 오브 가디언즈' 등이 있으며, 현재 약 20종 이상의 다양한 게임을 서비스 중이다. 모바일게임은 구글 플레이 스토어, 애플 앱스토어 및 원스토어 등의 앱 마켓을 통해 다운로드되며, 게임 내 아이템 구매를 통한 인앱 결제 방식으로 매출이 발생하고 있다.

카카오게임즈 플랫폼별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 주요 PC 게임 타이틀

#### 1. 배틀그라운드

'배틀그라운드'는 크래프톤이 개발하고, 2017년 11월부터 카카오게임즈가 퍼블리싱 계약을 통해 서비스 중인 게임이다. '배틀그라운드'는 최대 100명의 플레이어가 생존을 위해 경쟁하는 배틀로얄 장르로, 다양한 무기 획득과 전략을 이용하여 마지막 생존자가 되는 슈팅게임이다. 현재 '배틀그라운드'는 카카오게임즈, 스팀(퍼블리셔: 넥슨), 에픽게임즈 3 개사를 통해 서비스되고 있다. 스팀과 에픽게임즈는 글로벌 유저들을 대상으로 플랫폼 간 크로스 플레이가 가능하며, 이용 가능 연령은 만 18세 이상으로 설정되어 있다. 반면 카카오게임즈는 국내 전용 서비스로, 독립 서버 운영을 기반으로 핵 방지 등 쾌적한 게임 환경을 제공하며, 이용 가능 연령은 만 15세 이상으로 비교적 폭넓은 유저층 확보에 유리하다.

과금 체계는 개인과 가맹 PC방에 따라 상이하다. 개인 이용자의 경우, 서비스 초기에는 3.2만원의 패키지 형태(1회 구매 후 지속 이용 가능)로 판매되었으나, 2022년 1월부터는 무료 플레이(F2P) 방식으로 전환되었다. 기본 게임 콘텐츠

는 무료로 제공되지만 랭크 매치, 커스텀 매치 생성, 전용 아이템 등의 추가 콘텐츠는 '배틀그라운드 PLUS'라는 프리미엄 패키지를 유료로 구매해야 한다. 또한, 게임 내 스킨, 의상, 감정 표현 등의 아이템은 'G-Coin'이라는 유료 재화를 통해 별도로 구매해야 하는 부분 유료화 모델을 채택하고 있다. 가맹 PC방의 경우에는 여전히 종량제 과금 방식을 유지하, 시간당 약 240원의 요금이 부과되며, PC방 이용자에게는 일부 프리미엄 혜택 및 전용 아이템이 제공된다.

## 2. 패스 오브 엑자일2 (PATH of EXILE 2, 이하 POE2)

'패스 오브 엑자일 2(POE2)'는 텐센트 산하 뉴질랜드 게임 개발사 그라인딩 기어 게임즈(Grinding Gear Games)가 개발한 핵 앤 슬래시(Hack and Slash) 장르의 액션 RPG이다. 핵 앤 슬래시는 다수의 적을 빠르고 반복적으로 처치하며 캐릭터를 성장시키는 게임 방식으로, 대표적인 비교 사례로는 '디아블로' 시리즈가 있다. 'POE2'는 2024년 12월 얼리 액세스 형태로 출시되었으며, 정식 출시 일정은 미정이다.

동사는 2019년 6월부터 '패스 오브 엑자일 1'을 국내에 퍼블리싱하며 시장에 진입하였고, 출시 초기 월 매출 80억원을 기록한 바 있다. 이번 'POE2'에서도 국내 PC 및 콘솔 버전의 퍼블리싱을 담당하고 있다.

'POE2'의 과금 체계는 개인 이용자와 가맹 PC방으로 구분되어 있다. 개인 이용자는 기본적으로 무료 플레이(Free to Play)가 가능하지만, 얼리 액세스 기간 동안 게임을 이용하기 위해서는 33,000원의 얼리 액세스 팩을 구매하거나, POE1에서 약 52만원 이상의 구매 이력을 보유해야 한다. 또는 가맹 PC방을 통해 접속 시 별도 조건 없이 얼리 액세스 플레이가 가능하다. 게임 내에서는 창고 공간 확장, 스킨 등 편의성 중심의 아이템을 유료로 제공하는 부분 유료화 모델을 운영하고 있다. 가맹 PC방의 경우, 종량제 과금 방식을 적용하고 있으며, 시간당 약 275원의 요금이 부과된다. 해당 환경에서는 얼리 액세스 기간 중 무료로 게임 이용이 가능하며, 일부 프리미엄 혜택이 함께 제공된다.

배틀그라운드



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

패스 오브 엑자일2



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주요 모바일 게임 타이틀

### 1. 오딘: 빌할라 라이징

'오딘: 빌할라 라이징'은 2021년 6월 출시된 북유럽 신화 배경의 모바일 및 PC 크로스 멀티플랫폼 기반 MMORPG(다중접속역할수행게임) 장르 게임이다. 동사의 종속회사인 라이온하트스튜디오(지분율 54.95%)가 개발하고 동사가 퍼블리싱을 담당한 동사의 가장 대표적인 모바일 게임이다.

과금 체계는 무료 플레이(Free to Play, F2P) 방식에 기반한 부분 유료화 모델로 구성되어 있으며, 캐릭터 강화, 장비 및 아이템 구매, 확률형 뽑기 시스템 등을 통해 매출이 발생한다. 사전예약자 수 400만명을 기록하며 출시 이전부터 주목받았으며, 출시 당일 한국의 구글 플레이 스토어와 애플 앱스토어 양대 마켓에서 매출 1위를 달성하였다. 이후 17 주간 1위 자리를 유지, 출시 30일만에 7,000만 달러, 1년 2개월만인 2022년 8월 기준 6억 달러의 매출을 기록했다. 초반 흥행 이후 현재까지 국내 게임 매출액 순위에서 5위권 안팎의 성적을 기록하며 안정적으로 장기 성과를 이어가고 있다. 2022년 3월에는 대만, 홍콩, 마카오 등 중화권 지역에도 정식 출시하며 글로벌 서비스를 확대 중이다.

## 2. 아카에이지 워

'아카에이지 워'는 2023년 3월 출시된 모바일 및 PC 기반의 크로스 멀티플랫폼 MMORPG로, 유명 PC 게임 '아카에이지'의 지식재산권(IP)을 활용하여 제작되었다. 원작의 판타지 세계관과 방대한 오픈월드 콘텐츠를 계승한 점이 특징이다. 동사의 종속회사인 엑스엘게임즈(지분율 52.82%)가 개발을 담당하였으며, 퍼블리싱은 동사가 진행하였다. 비즈니스 모델은 무료 플레이(F2P)를 기반으로 하며, 캐릭터, 탈것, 펫 등의 등급 시스템과 확률형 뽑기 요소를 중심으로 하는 부분 유료화 모델을 채택하고 있다.

출시 당시 엑스엘게임즈의 대표였던 송재경 개발자가 직접 참여한 대형 프로젝트로 시장의 주목을 받았다. 출시 전 사전예약자 수는 200만명을 기록하였으며, 출시일에는 애플 앱스토어 매출 1위를, 출시 3일 만에 구글 플레이 매출 2위를 달성하였다. 출시 이후 2023년 12월까지 10위 이내의 준수한 성적을 기록했으며, 2024년부터 현재까지 20위 ~ 30위권 수준의 매출 순위를 나타내고 있다. 2024년 6월부터는 글로벌 버전을 출시하며 대만 및 중화권, 일본과 동남아시아를 포함한 9개 지역에 정식 출시되었다.

## 3. 우마무스메 프리티 더비

'우마무스메 프리티 더비'는 일본의 사이게임즈(Cygames)가 2021년 개발한 육성 시뮬레이션 게임으로, 국내에서는 카카오게임즈가 2022년 6월부터 서비스를 시작하였다. '말'(우마)과 '딸'(무스메)이라는 의미로 실존 경주마를 모티브로 한 미소녀 캐릭터를 육성하고 레이싱 경주에 참여시키는 독특한 세계관과 게임성을 지녔다.

출시일 애플 앱스토어와 구글 플레이 스토어에서 다운로드 1위를 달성하였으며, 출시 1개월 후 '키티산 블랙' 서포트 카드가 포함된 업데이트 직후 국내에서 서브 컬쳐 게임 처음으로 일 매출 1위, 출시 1년 동안 국내에서 약 1,000억원의 매출액을 달성하였다. 2024년 12월, 출시 2년 6개월이 지난 시점에서도 대규모 업데이트를 통해 구글 플레이 스토어 매출 9위, 애플 앱스토어 매출 6위를 기록하며 국내 서비스 이후 네 번째 매출 역주행을 이루는 등 여전히 장기 흥행을 이어가고 있다. 우마무스메 프리티 더비는 무료 플레이(F2P) 모델을 채택하고 있으며 캐릭터 및 서포트 카드 뽑기와 육성 아이템 구매 등 부분 유료화 방식으로 수익을 창출하고 있다.

## 4. 롬: 리멤버 오브 마제스티(ROM: Remember Of Majesty)

'롬: 리멤버 오브 마제스티(이하, 롬)'는 모바일 및 PC 크로스 멀티플랫폼 기반의 PvP 콘텐츠와 자유 경제 시스템에 중점을 둔 하드코어 MMORPG이다. 2022년 6월, 카카오게임즈는 '롬' 개발사 레드랩게임즈에 약 50억원을 투자하여 지분 9.81%를 확보, 전략적 협력 관계를 구축하였다. 2024년 2월, 카카오게임즈는 '롬'을 한국, 대만, 일본 등 글로벌

10개 지역에서 원빌드로 동시 출시하였으며 실시간 채팅 번역을 지원하는 등 글로벌 환경에 서비스를 제공한다. 출시 전 사전 예약자 수는 100만명을 돌파했으며, 출시 5일만에 구글플레이 스토어 매출 순위 한국 2위, 대만 3위를 기록하였다. '롬'은 무료 플레이(F2P, Free to Play) 방식을 기반으로 장비 및 아이템 강화, 변신 및 펫 시스템, 패키지 상품 구매 등 부분 유료화 아이템 판매를 통해 매출을 창출하고 있다.

### 5. 아레스: 라이즈 오브 가이언즈

'아레스: 라이즈 오브 가이언즈(이하, 아레스)'는 2023년 7월 25일 출시된 모바일 및 PC 크로스 멀티플랫폼 기반의 MMORPG이다. 미래형 SF 세계관을 배경으로, 논타겟팅 전투 시스템과 다양한 슈트 교체를 활용한 실시간 전투가 특징이다. 동사의 관계사인 세컨드다이브(지분율 19.8%)가 개발하고 동사가 퍼블리싱을 담당하였다. 카카오게임즈는 2020년 2월, 세컨드다이브에 100억 원을 투자, 지분 19.8%를 확보하며 전략적 협력 관계를 구축하였다. '아레스'는 출시와 동시에 국내 애플 앱스토어 매출 순위 2위를 기록하였으며, 출시 4일 만에 구글 플레이스토어 매출 순위 3위에 오르며 흥행에 성공했다. 비즈니스 모델은 무료 플레이(F2P, Free to Play) 기반의 부분 유료화 방식이며, 주요 과금 요소로는 슈트 및 장비 강화, 희귀 아이템 구매, 뽑기 시스템 등이 포함된다.

오딘: 발할라 라이징



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

아케이에이지 워



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

우마무스메 프리티 더비



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

롬: 리멤버 오브 마제스티



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

 산업 현황**1 국내 게임시장 현황****국내 게임 산업 내에서도****차별화된 성장을 기록한****모바일 게임**

'2024 대한민국 게임백서'에 따르면, 2023년 국내 게임 산업 총 매출은 22조 9,642억원을 기록하며 전년 대비 3.4% 성장하였다. 2014년 이후 연평균 9.7%의 성장을 지속하고 있으며, 글로벌 기준으로는 미국, 중국, 일본에 이어 4위를 차지, 세계 게임 시장 점유율의 7.8%를 차지하고 있다.

국내 게임 산업은 '게임 제작 및 배급업'과 '게임 유통업'으로 구분되며, 2023년 기준 각각 전체 산업의 91.1%, 8.9%의 비중을 차지하였다. 게임 유통업은 PC방 및 아케이드 게임장 등 오프라인 공간에서 게임 콘텐츠를 제공하는 형태이며, 카카오게임즈의 사업 구조가 게임 개발 및 퍼블리싱에 집중되어 있는 점을 고려하여 '게임 제작 및 배급업' 부문에 초점을 맞추어 산업 동향을 분석하였다.

2023년 기준 국내 게임 제작 및 배급업체의 총 매출액은 20조 9,149억원으로 전년 대비 3.1% 증가하였다. 플랫폼별 매출 비중은 모바일 65.1%, PC 28.2%, 콘솔 5.4%, 아케이드 1.4% 순으로 구성되어 있다.

모바일 게임 산업은 2014년 2조 9,136억원에서 2023년 13조 6,118억원으로 확대되며, 연평균 18.7%의 높은 성장을 기록하였다. 이와 함께 전체 게임 제작 및 배급업 내 모바일 게임의 비중도 13.9%에서 65.1%로 증가하며 산업의 중심축으로 부상하였다. 특히 2017년 '리니지M', '리니지2 레볼루션' 등 대형 IP 기반 게임의 흥행과 팬데믹 기간 동안 실내 활동 증가와 모바일 기기 사용 시간 확대가 모바일 게임 산업 성장의 주된 배경으로 분석된다.

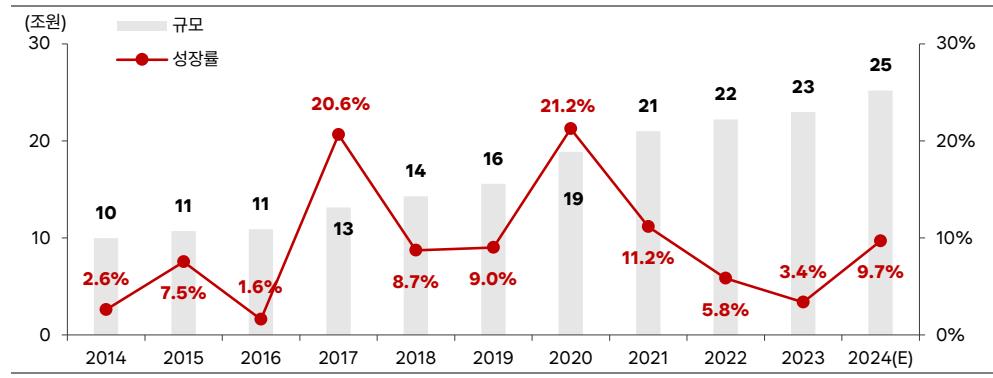
한편, 센서타워에 따르면 2024년 한국 모바일 게임 인앱 구매액은 총 55.3억 달러(앱스토어 40.3억 달러, 구글 플레이 15.0억 달러)로 2023년 대비 1.6% 하락한 것으로 추정된다. 2024년에는 중국계 게임사의 영향력이 확대되며, FirstFun의 '라스트워: 서바이벌'이 상반기 매출 1위, 하반기 2위를 기록하였고, Joy Net Games의 '버섯커 키우기'도 상반기 3위에 오르는 등 외산 게임의 존재감이 부각되었다. 반면, 리니지 시리즈, 오딘 등 국내 MMORPG는 전년도 최상위권에서 소폭 하락한 순위를 나타내고 있다.

장르별 인앱 구매 비중은 RPG 52%, 전략 20%, 퍼즐 7%, 스포츠 5%, 액션 4%, 시뮬레이션 4%, 기타 8%로 구성되어 있다. 특히 RPG 장르는 21억 달러 규모로 여전히 가장 큰 비중을 차지하였으나, 전년 동기 대비 14% 감소하였다. 반면 전략 장르는 '라스트워', '화이트아웃 서바이벌', '브롤스타즈', '운빨존 많겜' 등 캐주얼 요소를 접목한 신작들의 흥행에 힘입어 전년 동기 대비 69% 증가하였다.

PC게임 산업은 2014년 5조 5,762억원에서 2023년 5조 8,888억원으로 연평균 0.61% 성장하였다. 특히 2014년부터 2017년까지는 모바일 플랫폼의 급성장에 따른 사용자 이탈로 인해 PC 플랫폼의 매출이 역성장세를 보였다. 2018년에는 '배틀그라운드'의 흥행과 '아카에이지' 신작 효과로 전년 대비 10.6%, 2021년에는 서든어택의 역주행과 로스트아크의 하드리셋(전면적인 게임 시스템 개편)으로 전년 대비 15.0%의 높은 성장률을 기록하기도 하였다. 하지만 이후

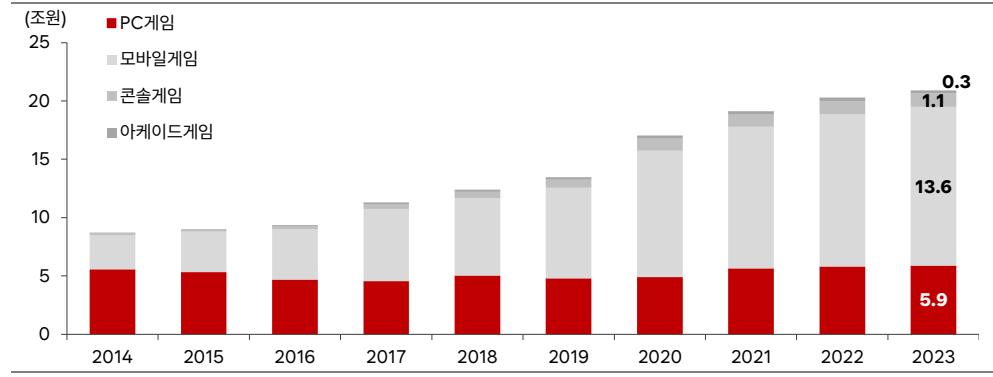
배틀그라운드를 제외하고 기존 PC게임의 성장을 견인했던 '리니지', '로스트아크', '뮤' 등 PC게임이 부진을 겪으며, PC 게임은 게임 시장 내에서 상대적으로 낮은 성장성과 점유율을 나타내고 있다.

### 국내 게임 시장 규모



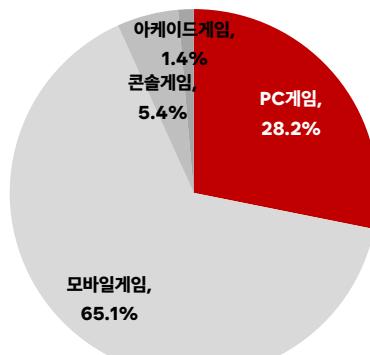
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### 게임 제작 및 배급업체의 플랫폼별 매출액 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### 게임 제작 및 배급업체의 플랫폼별 비중



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

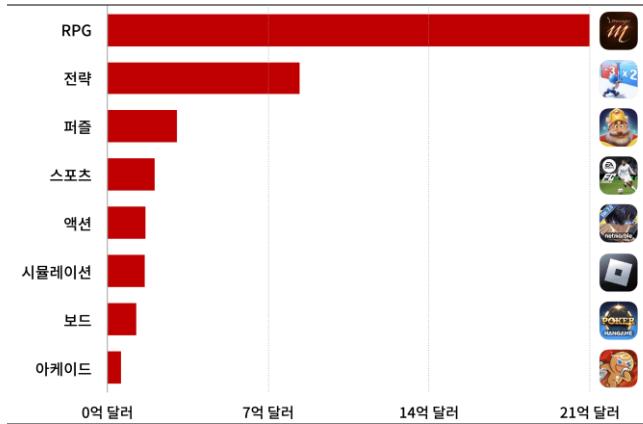
### 한국 시장 모바일 게임 매출 및 다운로드 순위

| 수익 순위 |  | 다운로드 순위 |  |       |
|-------|--|---------|--|-------|
| 1     | Lineage M<br>NCSOFT  | -0.3%   | 1<br>Last War:Survival<br>First Fun            | +346% |
| 2     | Last War:Survival<br>First Fun                                 | +3.3%   | 2<br>Legend of Mushroom<br>Joy Net Games       | +372% |
| 3     | Legend of Mushroom<br>Joy Net Games                            | +2.9%   | 3<br>LUCKY DEFENSE<br>T11%                     | ★     |
| 4     | Odin: Valhalla Rising<br>Kakao Games Corp.                     | -17%    | 4<br>Block Blast!<br>Hungry Studio             | +59%  |
| 5     | Whiteout Survival<br>Century Games                             | +59%    | 5<br>Royal Match<br>Dream Games                | +7%   |
| 6     | Royal Match<br>Dream Games                                     | +81%    | 6<br>고스트M<br>Norworks                          | +3.2% |
| 7     | Lineage W<br>NCSOFT  | -26%    | 7<br>Rules of Fight<br>Ujoy Games              | ★     |
| 8     | Lineage 2M<br>NCSOFT   | -27%    | 8<br>Squad Busters<br>Supercell                | ★     |
| 9     | Brawl Stars<br>Supercell                                       | +266%   | 9<br>Brawl Stars<br>Supercell                  | +84%  |
| 10    | EA SPORTS FC™ Mobile Soccer<br>Electronic Arts & NEXON Company | -20%    | 10<br>Melon Maker : Fruit Game<br>SUPERBOX Inc | +125% |

주: 2024년 1월 ~ 10월 기준

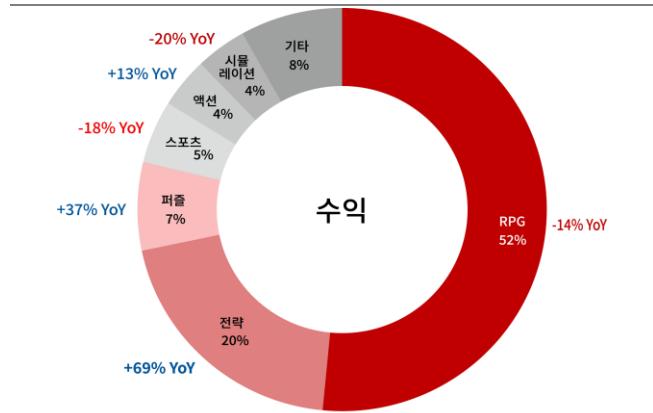
자료: 센서타워, 한국IR협의회 기업리서치센터

한국 모바일 게임의 장르별 인앱구매 수익



주: 2024년 1월 ~ 10월 기준  
자료: 센서타워, 한국IR협의회 기업리서치센터

한국 모바일 게임 장르별 수익 점유율 및 전년 동기 대비 증가율



주: 2024년 1월 ~ 10월 기준  
자료: 센서타워, 한국IR협의회 기업리서치센터

## ▣ 게임산업 밸류체인 현황과 게임 수익 모델의 변화

**개발사: 게임 제작 및 개발**

게임 산업의 밸류체인은 기획 및 개발, 배급, 유통 및 서비스, 소비 단계로 구분된다. 각 단계별 주요 주체는 개발사, 퍼블리셔(배급), 플랫폼, 소비자가 있다. 온라인 게임의 경우 모바일 게임보다 상대적으로 서버와 네트워크 등의 IT 인프라가 요구되기 때문에 현지에서 운영 경험이 있는 퍼블리셔의 역할이 중요하다. 모바일 게임은 유통 경로에 따라 개발사가 직접 서비스 및 게임 운영까지 담당하거나 메신저 플랫폼 및 해외 퍼블리셔를 통해 서비스가 제공된다.

**퍼블리셔: 게임 출시와 판매**

**플랫폼: 게임 유통 매체**

### 1. 개발사

게임 개발사는 게임의 제작·개발을 담당한다. 게임의 아이디어를 구상하고 디자인, 프로그래밍, 테스트 등 전 과정을 관리한다. 게임 개발 이후 개발사는 퍼블리셔에게 게임을 공급하고 독점적 판매 권한을 주는 대가로 판권료(License Fee) 및 수익 분배(Revenue Share) 등을 제공받는다. 국내 대표 기업으로는 넥슨, 엔씨소프트, 펠리버스 등이 있다. 개발사에게 최근 가장 큰 이슈는 장르 집중이다. 한국 게임 산업은 모바일 플랫폼과 MMORPG 그리고 확률형 아이템을 기반으로 단기간 내 빠른 성장을 기록할 수 있었다. 하지만 현재는 유사 게임들의 지속적인 출시로 인한 시장 포화 상태, 게임 간의 차별화 부족, 게임 외 다양한 콘텐츠 확대 등으로 게임 산업의 성장이 제한되었으며, 새로운 돌파구가 필요한 상황이다.

### 2. 퍼블리셔

퍼블리셔는 개발사와의 개발비 분담, 수익 분배 방식, IP 소유 등의 조건이 포함된 계약을 통해 게임을 확보하여 시장에 출시하고 판매하는 역할을 담당한다. 국내 대표 기업으로는 카카오게임즈, 넷마블 등이 있다. 최근 게임시장에서는 개발사와 유통사(퍼블리셔)의 경계가 불분명해지고 있다. 일정 규모 이상의 개발사들은 게임을 직접 출시하는 추세이고, 퍼블리셔는 자금 기반의 마케팅 지원 능력을 보유하거나 유통 플랫폼 운영의 명확한 장점을 보유하고 있어야 경쟁력 있는 게임 타이틀 소싱이 가능하게 되었다.

### 3. 플랫폼

게임이 유통되는 매체를 의미한다. 일반적으로 PC에서는 스팀·에픽게임즈 스토어, 모바일에서는 구글 플레이·애플 앱 스토어 등이 대표적이며 약 30%의 수수료를 수취한다. 플랫폼 부문에서는 최근 앱마켓 반독점법 관련 외부 결제시스템 사용 및 수수료 이슈가 있다. 2020년 에픽게임즈가 포트나이트의 아이템을 자사 홈페이지에서 앱 마켓 대비 20% 인하된 가격으로 판매하면서 소송이 시작되었다. 당시 애플과 구글이 포트나이트를 앱 마켓에서 퇴출시켰고 에픽게임즈는 미국에서 반독점 혐의로 소송을 제기하였다.

2024년 1월, 에픽게임즈와 애플 간 반독점 소송이 마무리되며 애플은 앱 개발자들이 앱 내에서 외부 결제 시스템으로 연결하는 것을 허용하였으나, 애플은 외부 결제를 통한 거래에 대해서도 최대 27%의 수수료를 부과하는 정책을 도입하였다. 에픽게임즈 및 일부 개발자들은 애플의 새로운 수수료 정책이 법원의 명령을 완전히 준수하지 않았음을 주장하였고, 2025년 2월, 이와 관련된 심리가 진행되기도 하였다. 구글과 에픽게임즈 소송의 경우 2023년 12월 에픽게임즈의 승소로 1심 판결이 결정되었고, 구글은 2025년 2월 항소를 제기하였다. 구글은 자사의 플레이 스토어가 애플의 앱 스토어와 경쟁하고 있으며 독점적 지위 남용 판결은 부당하다고 주장 중이며, 에픽게임즈는 원심 판결이 합리적이었다라는 입장이다. 구글 및 애플과 에픽게임즈의 분쟁은 최종 판결까지 상당한 시간이 소요될 것으로 예상된다.

### 4. 게임 산업의 수익 모델 변화

게임 산업의 수익 창출 방식은 기술의 발전, 유저 수요의 변화, 경제적 환경 등 다양한 요인에 따라 변화되어 왔다.

1980년대 초기 게임 산업에서는 카트리지, 디스크, CD 등의 물리적 패키지를 통한 게임 판매가 주를 이루었다. 사용자는 게임을 한 번 구매하여 영구적으로 소장할 수 있었고, 소유권을 제공하며 심리적 만족감도 충족시켰다. 게임사는 게임 출시 초기에 수익을 빠르게 확보할 수 있었지만, 초기 흥행이 부진할 경우 회복이 어려웠고 중고 시장의 활성화로 추가적인 수익이 제한적이며 불법 복제로 인한 수익 감소라는 단점이 존재했다.

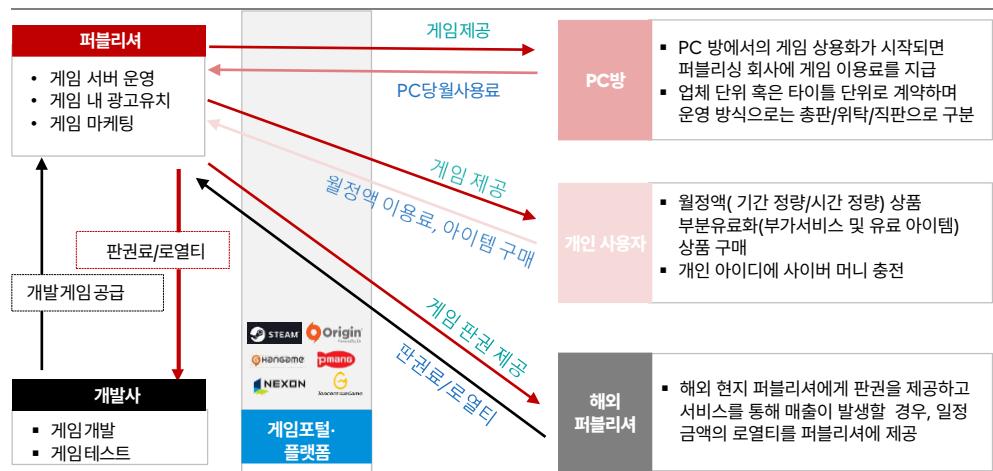
1990년대 후반, 인터넷의 보급과 함께 게임회사들은 온라인으로 게임 서비스를 제공하기 시작하였고, 매달 일정 금액의 구독료 모델을 도입했다. 사용자에게 지속적인 게임 업데이트와 커뮤니티 서비스를 제공하고, 회사는 안정적인 수익을 창출하게 되었다. 하지만 정액제의 경우 게임을 충분히 체험하기 전 일정 금액의 지불이 필요하기 때문에 신규 유저 입장에서 초기 비용 부담이 존재하고, 라이트 유저들의 경우 경제적 부담으로 인해 이탈 가능성에 존재한다는 단점이 있다.

2010년대 디지털 플랫폼 및 모바일 기술 발전 영향과 기존 정액제의 단점을 해결하기 위한 수단으로 부분 유료화 모델이 나타나기 시작했다. 부분 유료화 모델의 경우, 게임은 무료로 제공되며 사용자는 게임 내에서 추가 콘텐츠나 아이템을 유료로 구매할 수 있다. 유저가 일정 금액을 지불하고 랜덤한 보상을 받는 '획률형 아이템'이 대표적이지만, 사행성을 조장하고 게임사의 획수 조작 논란도 발생하는 등의 문제점이 있다.

이러한 문제점을 보완하기 위해 최근에는 배틀패스(Battle Pass) 방식이 주목받고 있다. 배틀패스는 일정 기간 동안 플레이를 통해 과제를 수행하고 진척도를 올려 보상을 획득하는 시스템으로, 유료 구매자에게는 무료 이용자보다 많은

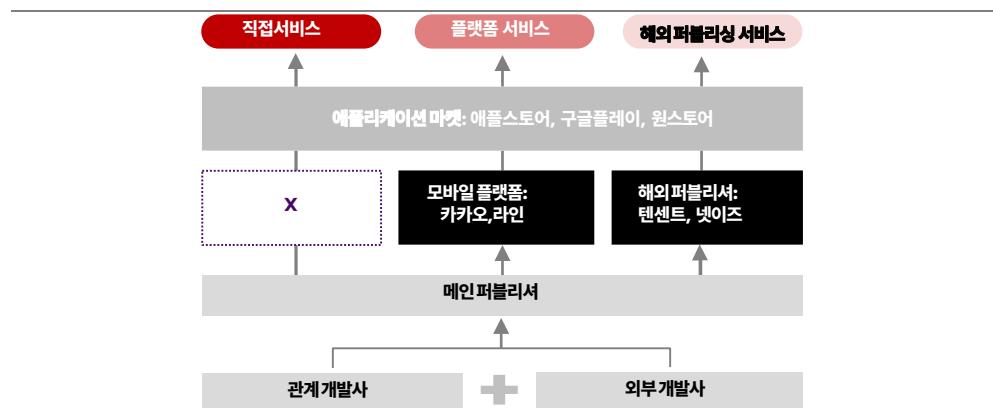
보상이 제공된다. 이 모델은 게임 이용자에게 명확한 보상 체계를 제공함으로써 몰입도와 참여도를 높이는 동시에, 유료·무료 이용자 간의 형평성 있는 경험을 가능하게 하는 장점이 있다.

### 온라인 게임의 비즈니스 모델



자료: 삼정KPMG, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 모바일 게임의 비즈니스 모델



자료: 삼정KPMG, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 1 2025년 2분기부터 본격화될 신작 모멘텀

### 2025년 2분기부터 지속되는

#### 신작 출시

카카오게임즈는 2024년 2월 모바일 MMORPG '롬(R.O.M.)' 이후 주목할 만한 대형 신작의 부재와 기존 게임들의 노후화로 인해 시장의 기대감이 낮아진 상황이었다. 하지만 올해부터는 PC온라인과 모바일, 콘솔 등 다양한 플랫폼에 걸쳐 다수의 신작을 순차적으로 출시하며 실적 개선 및 포트폴리오 다변화를 본격화할 계획이다.

#### 1. 섹션13

'섹션13'은 자회사인 오션드라이브 스튜디오(지분율 55.99%)에서 개발, 카카오게임즈에서 글로벌 퍼블리싱을 담당한 액션로그라이트 슈터 장르의 신작이다. 플레이어는 다양한 무기와 특수 능력을 지닌 요원으로서, 위험한 실험이 진행 중인 '섹션13' 연구시설에 잠입하여 전투를 벌이고 탈출하는 내용을 담고 있으며, 2025년 2분기 중 PC 플랫폼 (STEAM)을 통해 패키지 형태로 출시될 예정이다.

#### 2. 프로젝트C(가제)

'프로젝트C(가제)'는 자회사 라이온하트 스튜디오(지분율 54.95%)가 개발 중인 서브컬쳐 육성 시뮬레이션 게임으로 2025년 3분기 중 국내 및 일본에서 출시될 예정이다. 모바일 및 PC 크로스 플랫폼을 지원하며, 세계관은 여섯 개국의 학생들이 모인 다국적 학원 '네뷸라 아카데미'를 중심으로 전개된다. 게임 유저는 멘토 역할을 맡아 캐릭터들을 육성하게 된다.

#### 3. SM 게임 스테이션(가제)

'SM 게임 스테이션(가제)'는 카카오게임즈와 SM엔터테인먼트가 협업하여 개발 중인 SM 아이돌 IP를 활용한 캐주얼 게임이다. 자회사 메타보라(지분율 61.60%)가 개발하고 카카오게임즈가 글로벌 퍼블리싱 및 서비스를 담당한다. 플레이어가 아티스트의 매니저가 되어 팬 관리, 사진촬영 등 실제 활동을 기반으로 아티스트를 관리하여 성장시키고, 그에 따른 보상으로 아티스트의 포토카드를 획득할 수 있다.

#### 4. 프로젝트Q(가제)

'프로젝트Q(가제)'는 자회사 라이온하트 스튜디오(지분율 54.95%)가 개발 중인 북유럽 신화 서사집 '에다'를 재해석한 세계관을 배경으로 한 대형 MMORPG이다. 모바일 및 PC 크로스 플랫폼을 지원하며, 2025년 4분기 출시 예정이다.

#### 5. 크로노 오디세이

'크로노 오디세이'는 국내 게임 개발사 크로노 스튜디오에서 개발 중인 PC 및 콘솔 기반의 RPG 게임이다. 2024년 3월 동사는 국내 및 글로벌 서비스(중국, 러시아 제외) 퍼블리싱 계약을 체결하였으며 2025년 2분기 CBT, 4분기 프리미엄 패키지(Buy to Play) 방식으로 정식 출시할 예정이다.

## 6. 아카에이지 크로니클

'아카에이지 크로니클'은 주요 자회사 엑스엘게임즈(지분율 52.82%)에서 개발한 액션 RPG로, 2025년 3월 초 서비스가 종료된 아카에이지의 IP를 계승한 게임이다. PC 및 콘솔 플랫폼을 기반으로 2025년 하반기 CBT를 진행하고 2026년 상반기 내 정식 출시할 계획이다.

이 외에도 동사는 2분기 '야구 시뮬레이션 게임(가제)', 3분기 '가디스오더', 4분기 '갓 세이브 버밍엄', 2026년 '프로젝트 S', '검술명가막내아들' 등의 라인업을 준비 중이다. 이를 통해 장르의 다변화는 물론, 모바일 중심 구조에서 벗어나 콘솔 및 패키지 기반 수익 모델로의 전환도 본격화할 것으로 기대된다.

### 신작 라인업

| 출시 일정 | 타이틀             | 장르                  | 플랫폼    | 출시 지역  |
|-------|-----------------|---------------------|--------|--------|
| 2Q25  | 야구 시뮬레이션 게임(가제) | 글로벌 IP 활용 스포츠 시뮬레이션 | NFT    | 글로벌    |
| 2Q25  | 섹션 13           | 액션 로그라이크 슈터         | PC/콘솔  | 글로벌    |
| 3Q25  | 가디스 오더          | 액션 RPG              | 모바일    | 글로벌    |
| 3Q25  | Project C       | 서브컬쳐 육성 시뮬레이션       | 모바일+PC | 국내, 일본 |
| 3Q25  | SM 게임 스테이션(가제)  | SM 아이돌 IP 활용 캐주얼    | 모바일    | 글로벌    |
| 4Q25  | 갓세이브 버밍엄        | 좀비 서바이벌             | PC     | 글로벌    |
| 4Q25  | Project Q       | MMORPG              | 모바일+PC | 국내     |
| 4Q25  | 크로노 오디세이        | 온라인액션 RPG           | PC/콘솔  | 글로벌    |
| 1H26  | 아카에이지 크로니클      | 온라인액션 RPG           | PC/콘솔  | 글로벌    |
| 2026  | Project S       | 루트 슈터               | PC/콘솔  | 글로벌    |
| 2026  | 검술명가 막내아들 IP    | 액션 RPG              | PC/콘솔  | 글로벌    |

자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## ▣ '오딘'을 시작으로 적극적인 해외진출 기대

### 2025년 4월 3일부터

### 시작되는

### ·오딘: 발할라 라이징·의 글로벌 사전 등록

동사의 대표작 '오딘: 발할라 라이징'은 국내 시장에서의 성공을 바탕으로 글로벌 시장 확대를 본격화하고 있다. 센서타워에 따르면 '오딘: 발할라 라이징'은 2021년 6월 국내 출시 당시 구글 플레이 스토어와 애플 앱스토어 양대 마켓에서 매출 1위를 기록했으며, 이후 17주간 1위 자리를 유지하였다. 출시 30일만에 7,000만 달러, 1년 2개월만인 2022년 8월 기준 6억 달러의 매출을 기록했다. 2021년 6월 국내 출시부터 2023년 7월까지 기준 누적 매출 9억 달러를 기록, 글로벌 MMORPG 매출 4위에 올랐다.

중화권과 일본에서도 뚜렷한 성과를 달성했다. 2022년 3월 대만, 홍콩, 마카오 등 중화권 지역에 출시한 '오딘'은 출시 당일 대만과 홍콩 모바일 게임 시장에서 다운로드 1위를 기록하였으며, 출시 5개월 만에 3개국에서 총 3,000만 달러 이상의 매출을 기록했다. 이어 2023년 6월 일본 시장에 정식 출시되었으며, MMORPG 선호도가 낮은 일본 내에서도 사전등록자 수 100만명을 확보하며 흥행 가능성을 입증하였다. 당시 각국의 MMORPG 매출 순위에서 '오딘: 발할라 라이징'은 상위권에 오르며 대표 MMORPG로서 위치를 확고히 하였다. 대만에서는 4위, 홍콩에서는 2위, 그리고 일본에서는 1위를 차지했다(각국 출시일부터 2023년 7월 15일까지 기준). 일본 출시 직후 1개월 간 '오딘'의 국가별 매출 비중은 한국 64.8%, 일본 27.4%, 대만 6%, 홍콩 1.8% 순으로 해외 매출 비중이 크게 상승하기도 하였다.

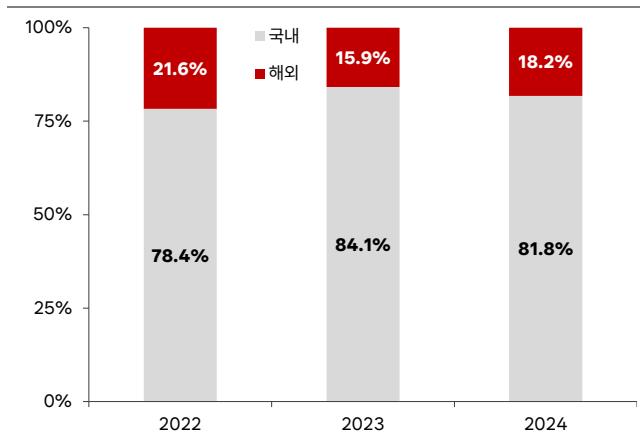
2024년 기준 동사의 전사 매출은 국내 81.8%, 해외 18.2%로 구성되어 있으며, 향후 태국과 서구권 등으로의 글로벌 퍼블리싱 확대를 통해 해외 매출을 확대할 계획이다.

글로벌 전략의 본격화는 경영진 변화와도 맞물려 있다. 2024년 새롭게 취임한 한상우 대표이사는 2006년부터 네오 위즈게임즈, 텐센트코리아를 거치며 글로벌 사업 능력을 인정받았다. 2018년부터 카카오게임즈에 합류하여 CSO 겸 해외사업본부 본부장을 역임하였다. 한상우 대표이사 선임은 동사의 글로벌 사업 전환 가속화의 일환으로 해석된다.

'오딘: 발할라 라이징'은 2025년 4월 3일부터 글로벌 지역 대상 이용자 사전 등록 이벤트를 시작할 계획으로, 3월 글로벌 티저 페이지를 오픈했다. 동사는 본격적인 글로벌 출시를 위해 태국 현지 쇼케이스 개최, 스토리라인 및 캐릭터 설정 현지화 등 다양한 콘텐츠 최적화 작업과 마케팅 전략을 병행하고 있다.

한편 동사는 오딘 외에도 '크로노 오디세이', '아키에이지 크로니클', '프로젝트S', '검술명가 막내아들' 등 PC/콘솔 플랫폼 신작게임들을 기반으로 한 글로벌 서비스 확대 및 해외 매출 성장 모멘텀 확보가 기대된다.

국내 해외 매출 비중



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 진출을 앞둔 오딘: 발할라 라이징



자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

 **실적 추이 및 전망****1 2024년 실적 review****2024년, 전년 대비****매출액 -13.6%,****영업이익 -74.6% 기록**

카카오게임즈의 2024년 영업 실적은 매출액 6,272억원(-13.6%, yoy), 영업이익 191억원(-74.6%, yoy)를 기록했다 (중단영업 부문을 고려한 재작성 재무제표 기준, 이하 동일).

전체 매출 감소는 모바일 게임 부문의 부진이 주요 요인으로 작용하였다. 모바일 게임 부문은 신작 부재 및 기존 타이틀의 매출 하락 영향으로 전년 대비 19.9% 감소한 5,405억원을 기록하였다. 반면, PC 게임 부문은 배틀그라운드 IP와의 콜라보레이션(람보르기니, 뉴진스 등) 효과에 따른 아이템 판매 증가로 71.2% 성장한 867억원을 기록하며 긍정적인 성과를 나타냈다.

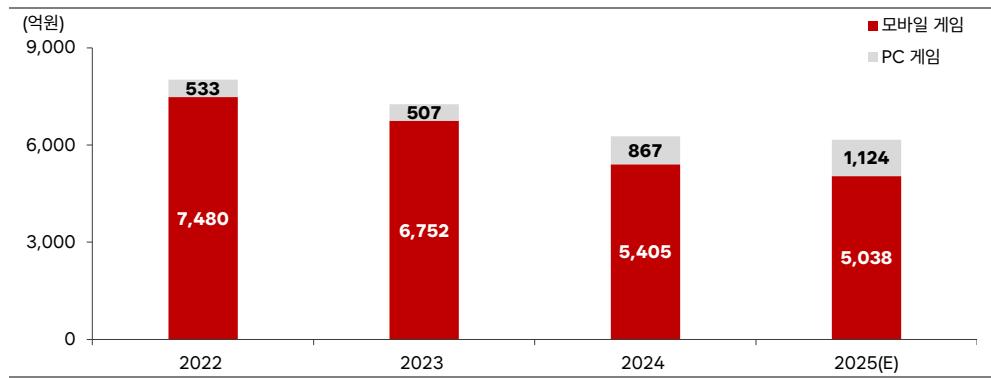
매출 감소에 따라 매출연동비(게임 개발사 RS, 앱마켓 사용자 및 플랫폼 사업자 수수료)가 축소되어 영업비용은 전년 대비 6.5% 감소하였다. 그러나 고정비 지출이 유지되며 비용 절감 효과가 제한적으로 작용하며, 영업이익률은 7.3%p 감소한 3.1%를 기록하였다.

한편, 동사는 2024년부터 선택과 집중 전략에 따라 비핵심 사업을 정리하고 게임 사업에 집중하고 있다. 3분기부터 세나테크놀로지 지분 일부 매각 및 카카오VX의 일부 사업 철수 결정에 따라 무선통신기기 사업 및 골프 관련 기타 사업(골프 용품, 헬스케어 플랫폼 및 NFT 사업)을 중단영업으로 분류했으며, 이후 2024년 사업보고서를 통해 2025년 중 카카오브이엑스의 매각 계획을 공시하였다.

**2 2025년 실적 전망****2025년, 전년 대비****매출액 -1.8%,****영업이익 +19.5% 전망**

2025년 실적은 매출액 6,162억원(-1.8%, yoy), 영업이익 229억원(+19.5%, yoy)으로 전망된다. 모바일 게임 부문은 오딘: 발할라 라이징, 아키에이지 워 등 기존 주요 타이틀의 국내 매출이 하향 안정화되는 가운데, 오딘의 글로벌 진출 성과와 하반기 신작 매출이 일부 하락분을 보완할 것으로 보인다. 이를 반영한 모바일 게임 매출은 전년 대비 6.8% 감소한 5,038억원으로 예상된다. PC 게임 부문은 배틀그라운드의 안정적인 매출 유지와 더불어 '패스 오브 엑자일 2(POE2)'의 신규 매출 반영 효과가 기대되며, 전년 대비 29.6% 증가한 1,124억원으로 전망된다. 플랫폼 수수료 부담이 없는 PC 매출 비중의 상승은 수익성에도 긍정적으로 작용할 것으로 보이며, 전사 영업이익률은 전년 대비 0.6%p 개선된 3.7%를 기록할 것으로 예상된다.

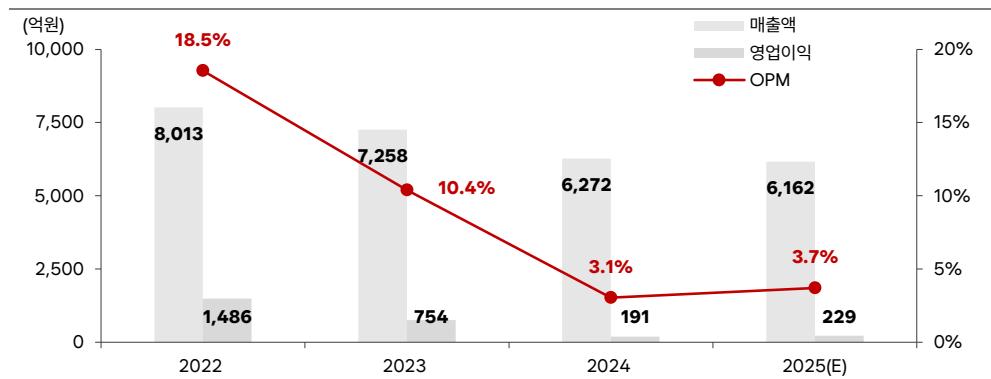
## 카카오게임즈 부문별 매출액 추이



주: 중단영업 부문을 고려한 재작성 재무제표 기준

자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 카카오게임즈 영업 실적 추이



주: 중단영업 부문을 고려한 재작성 재무제표 기준

자료: 카카오게임즈, 한국IR협의회 기업리서치센터



## Valuation

### 1 Historical Valuation 비교

#### 역사적 PBR Band 하단에

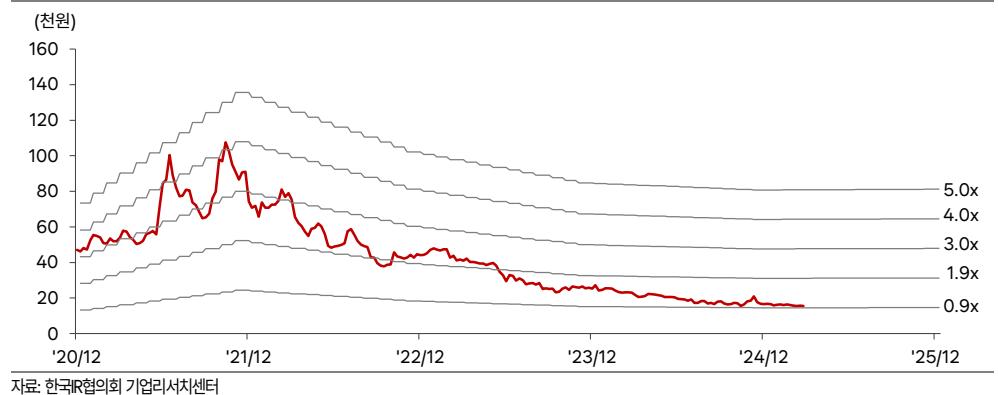
#### 위치한 카카오게임즈 현재 주가

2021년 이후 현재까지 카카오게임즈의 주가는 PBR 0.9x ~ 5.0x band 내에서 형성되었다. 2025년 예상 실적 기준 현재 동사 주가의 밸류에이션은 PBR 1.0x로 역사적 PBR Band 하단에 위치한 것으로 판단된다.

2021년 6월 '오딘: 발할라 라이징'의 흥행으로 2021년 초 50,000원에서 100,000원 수준까지 약 2배 상승하였다. 그러나 이후 발표된 2021년 2분기 실적이 시장 컨센서스를 하회하였고, 단기 급등에 따른 차익 실현 매물 출회로 주가는 65,000원까지 하락하였다. 2021년 11월에는 연간 실적에 대한 기대감과 P2E, 메타버스 등으로 인한 게임센터 전반적인 주가 강세 영향으로 최고가 116,000원을 기록하기도 하였다. 그러나 2022년, '리니지W' 출시 등 MMORPG 장르 내 경쟁 심화, '오딘'의 매출 성장 둔화, 그리고 게임 시장 전반의 성장세 정체가 복합적으로 작용하며 주가는 하락세로 전환하였다. 특히 2022년 9월 30일, 주요 종속회사 라이온하트스튜디오가 IPO를 위한 증권신고서를 제출 후 이를 다시 철회하며 투자심리가 악화되었고 주가 변동성도 확대되었다. 2023년 하반기부터 2024년까지는 기대작 부재와 기존 주요 타이틀의 매출 하향 안정화로 실적 모멘텀이 악화되었으며, 동사의 주가는 지속적인 우하향 추세를 기록, 현재 약 15,000원 수준에서 거래되고 있다.

향후 2025년 하반기부터는 '오딘: 발할라 라이징'의 글로벌 출시 성과와 함께 '크로노 오디세이', '프로젝트Q' 등 다수의 신작이 순차적으로 출시될 예정인 바, 성과 여부에 따라 동사의 실적 회복과 함께 멀티플 확대가 가능할 것으로 기대된다.

#### 카카오게임즈 PBR Band



### 2 PEER 그룹 Valuation 비교

#### PEER 그룹 비교 시

#### 적정 수준에 위치한 것으로 판단

당사에서는 최근 국내 매출 상위권 RPG 게임을 개발 및 퍼블리싱하는 엔씨소프트(타이틀: 리니지M, 리니지W, 리니지2M), 넷마블(RF 온라인 넥스트), 위메이드(나이트 크로우, 레전드 오브 이미르)를 비교기업으로 선정했다. 2025년 실적 컨센서스 기준으로 산정한 비교기업 평균 PBR은 1.3x 수준이며, 개별 기업 기준으로는 엔씨소프트 1.0x, 넷마블

0.7x, 위메이드 2.2x로 나타난다. 특히 위메이드는 '미르M' 중국 매출 기대감이 반영되어 상대적으로 높은 밸류에이션을 유지하고 있는 상황이다. 이러한 점을 고려할 때, 동사의 2025년 실적 기준 PBR 1.0x는 PEER 그룹과 비교 시 적정 수준으로 판단된다. 다만, 국내 게임 산업 전반의 성장을 둔화와 함께 비교기업 전반이 2022년 이후 주가 저점 구간에 머물고 있다는 점은 밸류에이션 분석 시 함께 감안해야 할 사항이다.

PEER 그룹 Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

|               | 카카오게임즈      | 엔씨소프트   | 넷마블     | 위메이드    | 평균 |
|---------------|-------------|---------|---------|---------|----|
| 코드            | A293490     | A036570 | A251270 | A112040 |    |
| 현재 주가 (03/24) | 15,510      | 160,700 | 40,050  | 30,350  |    |
| 시가총액          | 12,853      | 35,280  | 34,424  | 10,303  |    |
| 2022          | 11,477      | 25,718  | 26,734  | 4,635   |    |
| 매출액           | 2023 7,258  | 17,798  | 25,021  | 6,053   |    |
| 2024 6,272    | 15,781      | 26,638  | 7,119   |         |    |
| 2025F 6,162   | 16,242      | 26,888  | 8,207   |         |    |
| 2022          | 1,758       | 5,590   | -1,087  | -849    |    |
| 영업이익          | 2023 754    | 1,373   | -685    | -1,104  |    |
| 2024 191      | -1,092      | 2,156   | 71      |         |    |
| 2025F 229     | 905         | 2,166   | 1,157   |         |    |
| 2022          | 15.3        | 21.7    | -4.1    | -18.3   |    |
| 영업이익률         | 2023 10.4   | 7.7     | -2.7    | -18.2   |    |
| 2024 3.1      | -6.9        | 8.1     | 1.0     |         |    |
| 2025F 3.7     | 5.6         | 8.1     | 14.1    |         |    |
| 2022          | -2,336      | 4,357   | -8,192  | -1,854  |    |
| 순이익           | 2023 -2,287 | 2,121   | -2,557  | -2,005  |    |
| 2024 -1,089   | 942         | 256     | 1,853   |         |    |
| 2025F 69      | 1,582       | 1,580   | 988     |         |    |
| 2022          | 적전          | 9.8     | 적전      | 적전      |    |
| EPS 성장률       | 2023 적자     | -51.3   | 적자      | 적자      |    |
| 2024 적자       | -556        | 흑전      | 흑전      |         |    |
| 2025F 106.4   | 71.3        | 519.5   | -45.2   |         |    |
| 2022          | N/A         | 226     | N/A     | N/A     |    |
| PER           | 2023 N/A    | 24.9    | N/A     | N/A     |    |
| 2024 N/A      | 42.7        | 173.3   | 6.4     |         |    |
| 2025F 187.6   | 22.3        | 22.2    | 10.3    |         |    |
| 2022          | 2.2         | 2.9     | 0.9     | 2.8     |    |
| PBR           | 2023 1.5    | 1.5     | 1.0     | 8.2     |    |
| 2024 1.0      | 1.2         | 0.8     | 2.4     |         |    |
| 2025F 1.0     | 1.0         | 0.7     | 2.2     | 1.3     |    |
| 2022          | -12.4       | 13.7    | -14.6   | -37.1   |    |
| ROE           | 2023 -14.9  | 6.6     | -4.9    | -63.9   |    |
| 2024 -8.0     | 3.1         | 0.5     | 43.2    |         |    |
| 2025F 0.5     | 4.9         | 3.0     | 30.5    |         |    |
| 2022          | 3.1         | 3.8     | 1.9     | 2.3     |    |
| PSR           | 2023 2.9    | 3.0     | 2.0     | 3.4     |    |
| 2024 2.2      | 2.6         | 1.7     | 1.7     |         |    |
| 2025F 2.1     | 2.2         | 1.3     | 1.2     |         |    |

주:1) 카카오게임즈의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 3월 24일 종가 기준, 3) 엔씨소프트, 넷마블, 위메이드의 2024 PBR은 3월 24일 종가 기준으로 산출, 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터



### 1 라이온하트스튜디오 IPO

#### 라이온하트스튜디오 IPO는

#### 동사 밸류에이션 디스카운트 요인

동사의 종속회사이자 동사의 핵심 타이틀인 '오딘: 발할라 라이징'의 개발사 라이온하트스튜디오(지분율 54.95%)의 IPO는 동사 투자 판단 시 고려해야 할 사항이다. 라이온하트스튜디오가 상장할 경우, 지배기업인 동사 입장에서는 중복 상장에 따른 지분가치 할인 및 밸류에이션 디스카운트 요인이 발생할 수 있다. 실제로 라이온하트스튜디오는 2022년 9월 30일 코스닥 상장을 위한 증권신고서를 제출하며 IPO를 공식화하였으나 당시 국내 증시의 투자심리 위축과 카카오 그룹 내 지속된 자회사 상장에 대한 시장의 비판 여론이 확산되며, 2주 만에 상장을 자진 철회하였다. 해당 이슈는 당시 카카오게임즈 주가 변동성 확대에도 영향을 미친 것으로 평가된다.

## 포괄손익계산서

| (억원)          | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 매출액           | 10,125 | 11,477 | 7,258  | 6,272  | 6,162 |
| 증가율(%)        | 104.3  | 13.4   | -36.8  | -13.6  | -1.8  |
| 매출원가          | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 매출원가율(%)      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 매출총이익         | 10,125 | 11,477 | 7,258  | 6,272  | 6,162 |
| 매출이익률(%)      | 100.0  | 100.0  | 100.0  | 100.0  | 100.0 |
| 판매관리비         | 9,006  | 9,719  | 6,504  | 6,081  | 5,933 |
| 판관비율(%)       | 88.9   | 84.7   | 89.6   | 97.0   | 96.3  |
| EBITDA        | 1,552  | 2,691  | 1,714  | 914    | 567   |
| EBITDA 이익률(%) | 15.3   | 23.4   | 23.6   | 14.6   | 9.2   |
| 증가율(%)        | 74.8   | 73.4   | -36.3  | -46.7  | -38.0 |
| 영업이익          | 1,119  | 1,758  | 754    | 191    | 229   |
| 영업이익률(%)      | 11.1   | 15.3   | 10.4   | 3.1    | 3.7   |
| 증가율(%)        | 68.2   | 57.1   | -57.1  | -74.6  | 19.5  |
| 영업외손익         | 5,973  | -3,396 | -4,117 | -1,108 | -77   |
| 금융수익          | 181    | 301    | 325    | 433    | 390   |
| 금융비용          | 652    | 2,466  | 372    | 1,091  | 353   |
| 기타영업외손익       | 6,444  | -1,231 | -4,069 | -450   | -114  |
| 총속/관계기업관련손익   | 128    | -309   | -209   | -160   | -50   |
| 세전계속사업이익      | 7,221  | -1,947 | -3,572 | -1,077 | 102   |
| 증가율(%)        | 826.5  | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전    |
| 법인세비용         | 2,019  | 14     | -445   | 52     | 20    |
| 계속사업이익        | 5,202  | -1,961 | -3,127 | -1,129 | 81    |
| 중단사업이익        | 0      | 0      | -97    | -152   | 0     |
| 당기순이익         | 5,202  | -1,961 | -3,224 | -1,281 | 81    |
| 당기순이익률(%)     | 51.4   | -17.1  | -44.4  | -20.4  | 1.3   |
| 증가율(%)        | 670.5  | 적전     | 적지     | 적지     | 흑전    |
| 지배주주지분 순이익    | 5,287  | -2,336 | -2,287 | -1,089 | 69    |

## 재무상태표

| (억원)      | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산      | 11,512 | 10,574 | 10,208 | 10,691 | 10,174 |
| 현금성자산     | 8,087  | 6,268  | 6,537  | 6,050  | 5,609  |
| 단기투자자산    | 1,495  | 1,989  | 1,586  | 615    | 610    |
| 매출채권      | 906    | 712    | 860    | 433    | 426    |
| 재고자산      | 602    | 1,233  | 804    | 0      | 0      |
| 기타유동자산    | 423    | 372    | 421    | 3,593  | 3,529  |
| 비유동자산     | 31,538 | 28,166 | 24,503 | 21,042 | 20,863 |
| 유형자산      | 754    | 930    | 1,156  | 124    | 173    |
| 무형자산      | 21,282 | 20,333 | 16,392 | 14,844 | 14,651 |
| 투자자산      | 7,929  | 4,894  | 4,868  | 4,984  | 4,950  |
| 기타비유동자산   | 1,573  | 2,009  | 2,087  | 1,090  | 1,089  |
| 자산총계      | 43,050 | 38,739 | 34,710 | 31,732 | 31,037 |
| 유동부채      | 8,427  | 2,670  | 7,101  | 11,994 | 11,618 |
| 단기차입금     | 47     | 222    | 0      | 1,900  | 1,700  |
| 매입채무      | 115    | 177    | 164    | 1      | 1      |
| 기타유동부채    | 8,265  | 2,271  | 6,937  | 10,093 | 9,917  |
| 비유동부채     | 10,418 | 15,920 | 11,354 | 4,955  | 4,554  |
| 사채        | 4,966  | 4,609  | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 12     | 6,090  | 6,495  | 1,470  | 1,270  |
| 기타비유동부채   | 5,440  | 5,221  | 4,859  | 3,485  | 3,284  |
| 부채총계      | 18,845 | 18,590 | 18,455 | 16,949 | 16,172 |
| 자본주주지분    | 21,013 | 16,816 | 13,984 | 13,381 | 13,450 |
| 자본금       | 77     | 82     | 83     | 83     | 83     |
| 자본잉여금     | 10,536 | 11,330 | 10,994 | 10,998 | 10,998 |
| 자본조정 등    | 280    | -293   | -291   | -295   | -295   |
| 기타포괄이익누계액 | 2,713  | 627    | 425    | 715    | 715    |
| 이익잉여금     | 7,406  | 5,071  | 2,774  | 1,881  | 1,950  |
| 자본총계      | 24,205 | 20,149 | 16,255 | 14,784 | 14,865 |

## 현금흐름표

| (억원)            | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름    | 2,278  | 1,338  | 1,246  | 274    | 454   |
| 당기순이익           | 5,202  | -1,961 | -3,224 | -1,281 | 81    |
| 유형자산 상각비        | 201    | 297    | 346    | 357    | 80    |
| 무형자산 상각비        | 232    | 636    | 614    | 366    | 258   |
| 외환손익            | 24     | 28     | 4      | 3      | 0     |
| 운전자본의감소(증가)     | 567    | -823   | 51     | -171   | -37   |
| 기타              | -3,948 | 3,161  | 3,455  | 1,000  | 72    |
| 투자활동으로인한현금흐름    | -8,040 | -9,636 | -540   | 854    | -208  |
| 투자자산의 감소(증가)    | -2,407 | -614   | 28     | -54    | -16   |
| 유형자산의 감소        | 1      | 6      | 5      | 29     | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -110   | -236   | -276   | -125   | -128  |
| 기타              | -5,524 | -8,792 | -297   | 1,004  | -64   |
| 재무활동으로인한현금흐름    | 8,181  | 6,441  | -439   | -1,371 | -669  |
| 차입금의 증가(감소)     | -75    | 6,279  | -155   | 642    | -669  |
| 사채의증가(감소)       | 4,960  | 0      | -11    | -1,841 | 0     |
| 자본의 증가          | 2,090  | 1,966  | 0      | 0      | 0     |
| 배당금             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 기타              | 1,206  | -1,804 | -273   | -172   | 0     |
| 기타현금흐름          | -4     | 38     | 2      | 2      | -264  |
| 현금의증가(감소)       | 2,414  | -1,819 | 269    | -241   | -687  |
| 기초현금            | 5,672  | 8,087  | 6,268  | 6,537  | 6,296 |
| 기말현금            | 8,087  | 6,268  | 6,537  | 6,296  | 5,609 |

주) 2023년부터 세나테크놀로지 및 키카오브이엑스 부문의 실적은 중단영업부문으로 분류 및 제외

## 주요투자지표

|              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배)       | 12.9   | N/A    | N/A    | N/A    | 185.6  |
| P/B(배)       | 3.4    | 2.2    | 1.5    | 1.0    | 1.0    |
| P/S(배)       | 6.7    | 3.1    | 2.9    | 2.2    | 2.1    |
| EV/EBITDA(배) | 45.6   | 16.6   | 16.7   | 20.9   | 32.1   |
| 배당수익률(%)     | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EPS(원)       | 7,061  | -2,929 | -2,774 | -1,318 | 84     |
| BPS(원)       | 27,129 | 20,435 | 16,947 | 16,148 | 16,231 |
| SPS(원)       | 13,524 | 14,386 | 8,803  | 7,589  | 7,436  |
| DPS(원)       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 수익성(%)       |        |        |        |        |        |
| ROE          | 34.1   | -12.4  | -14.9  | -8.0   | 0.5    |
| ROA          | 18.5   | -4.8   | -8.8   | -3.9   | 0.3    |
| ROIC         | 50.8   | 3.5    | -0.5   | 1.8    | 0.9    |
| 안정성(%)       |        |        |        |        |        |
| 유동비율         | 136.6  | 396.0  | 143.7  | 89.1   | 87.6   |
| 부채비율         | 77.9   | 92.3   | 113.5  | 114.6  | 108.8  |
| 순차입금비율       | -11.9  | 23.3   | 30.8   | 28.0   | 26.4   |
| 이자보상배율       | 16.2   | 11.6   | 2.1    | 0.4    | 0.8    |
| 활동성(%)       |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율       | 0.4    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| 매출채권회전율      | 14.0   | 14.2   | 9.2    | 9.7    | 14.3   |
| 재고자산회전율      | 28.2   | 12.5   | 7.1    | 15.6   | N/A    |

### 최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

#### 시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의7

| 종목명    | 투자주의종목 | 투자경고종목 | 투자위험종목 |
|--------|--------|--------|--------|
| 카카오게임즈 | X      | X      | X      |

### 발간 History

| 발간일        | 제목                     |
|------------|------------------------|
| 2025.03.28 | 카카오게임즈-반등의 원년이 될 2025년 |

### Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 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 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.