

2025 상반기 산업전망

인터넷/게임 (Positive)

트레이딩 기회는 잡아야 한다

분석종목

NAVER | 카카오 | 삼성에스디에스 | 더존비즈온
크래프톤 | 엔씨소프트 | 펄어비스 | 더블유게임즈 | 카카오게임즈

인터넷/게임/미디어 김소혜

sohye.kim@hanwha.com

3772-7404





목차

03 Summary

05 I. 디레이팅 강도 판단이 중요

10 II. 트레이딩 기회를 잡기 위한 실적과 모멘텀

21 III. 게임 시장은 디레이팅 n년 째

26 IV. 투자전략 및 Valuation

31 V. 기업분석

NAVER, 카카오, 삼성에스디에스, 더존비즈온
크래프톤, 엔씨소프트, 펠어비스, 더블유게임즈, 카카오게임즈

Summary

❖ 디레이팅 강도 판단이 중요

- 인터넷 기업들의 과거 주가 상승은 실적보다는 미래 성장성을 반영하는 멀티플 확장에 상당부분 기인해왔음. 따라서 지금과 같은 주가 하락기에도 멀티플 디레이팅 강도에 대한 냉정한 판단이 중요
- AI서비스들과 이커머스 업체들의 경쟁 판도 변화로 일부 구조적 디레이팅은 불가피. 하지만 AI서비스들이 본격 등장하기 시작한 지난 2년과 달라진 점은 25E 별도 이익 기준 NAVER와 카카오는 각각 13배, 34배 수준까지 낮아져 적정가치 내에 들어왔음
- 추가적으로 구조적 악재 발생 가능성은 제한적이기에 단기 트레이딩 기회는 계속해서 발생할 전망

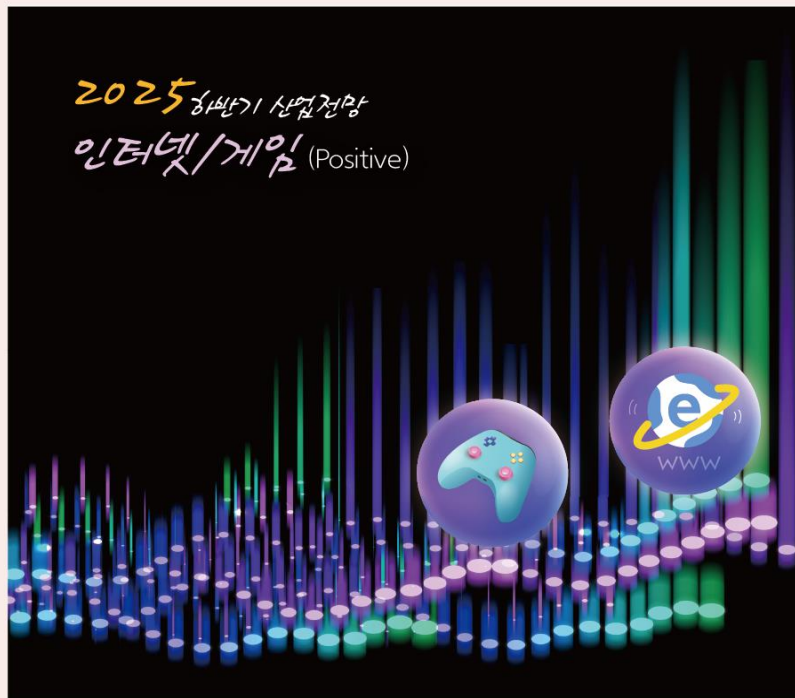
❖ 투자전략 및 Valuation

- 업종 투자 의견 긍정적(Positive) 유지
- 대부분 업체의 영업이익은 1분기가 저점일 것으로 예상. 광고 업황 회복 지연 및 신규 사업 가시화에 대한 우려 요인들이 확인되어야 하지만, 이는 이미 컨센서스와 주가에 반영되어 있음
- 인터넷 최선호주 카카오/NAVER 유지. 인터넷 대형주 모두 최선호주를 제시한다는 것은 그만큼 업종 전반적으로 눌러있는 주가의 상승 가능성을 높게 본다는 판단임. 카카오의 펀더멘털은 열위이고, 여전히 밸류에이션도 편안하지 않지만 신사업을 통한 특비즈 성장에 대한 그림을 대부분이 믿지 않고 있기에 신사업 생태계 확장 전개 움직임에서 상방이 높다고 판단
- 게임 업종 대부분 업체는 단기 모멘텀을 활용하는 적극적인 트레이딩 전략 제시. 그 중 최선호주 펠어비스 유지, 관심주 엔씨소프트와 더블유게임즈 제시

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo content.



I

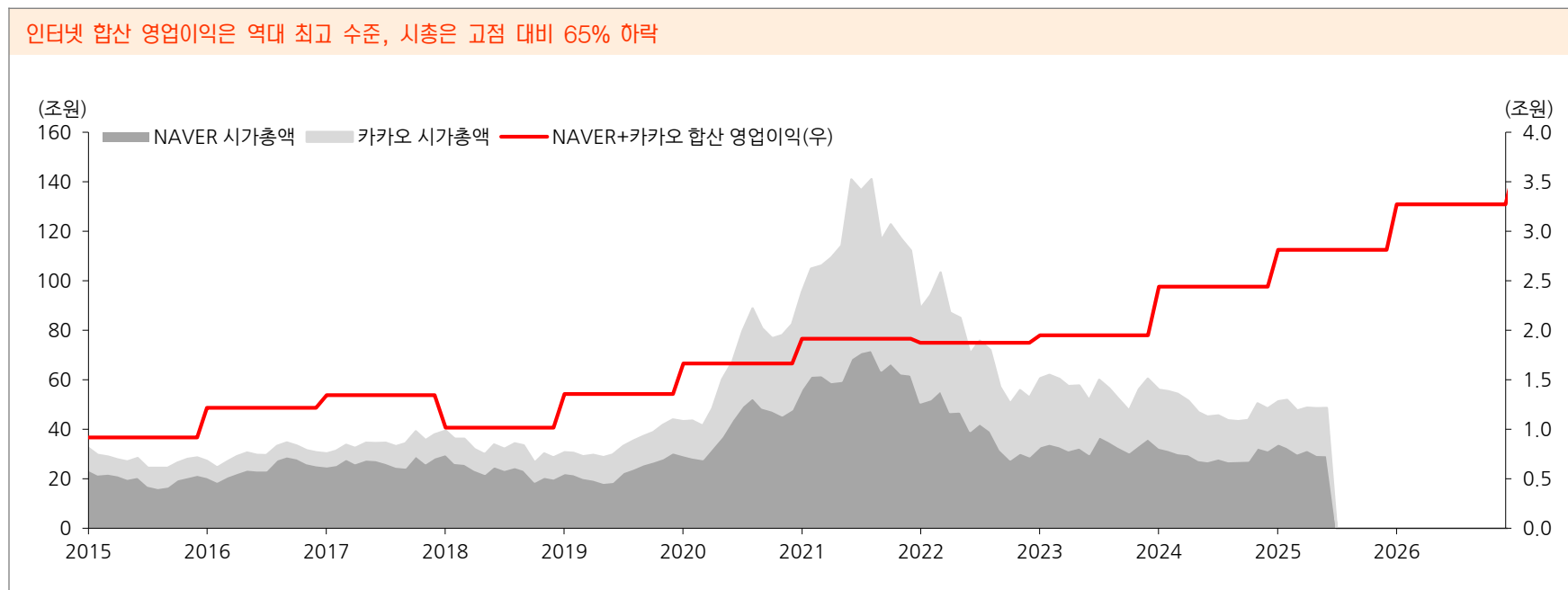
디레이팅 강도 판단이 중요



이익 레벨은 최고 수준

[한화리서치센터]

- ❖ 하반기에도 업황 회복을 논하기는 어려운 것이 현실
- ❖ 실적은 문제 없음. NAVER와 카카오의 25년 영업이익 성장률은 각각 16.5%, 15%가 전망되며, 이는 과거와 비교했을 때에도 성장폭이 낮은 수준이 아님. 게다가 실적 컨센서스는 매우 보수적인 수준
- ❖ NAVER와 카카오의 25년 합산 영업이익은 2.8조 원이 전망되며 역대 최대 이익 시현 중. 4년 전과 비교하면 합산 영업이익은 47% 늘어났지만 합산 시가총액은 48조 원으로 약 65% 감소. 이익 성장 수준 대비 주가 하락세가 과도



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

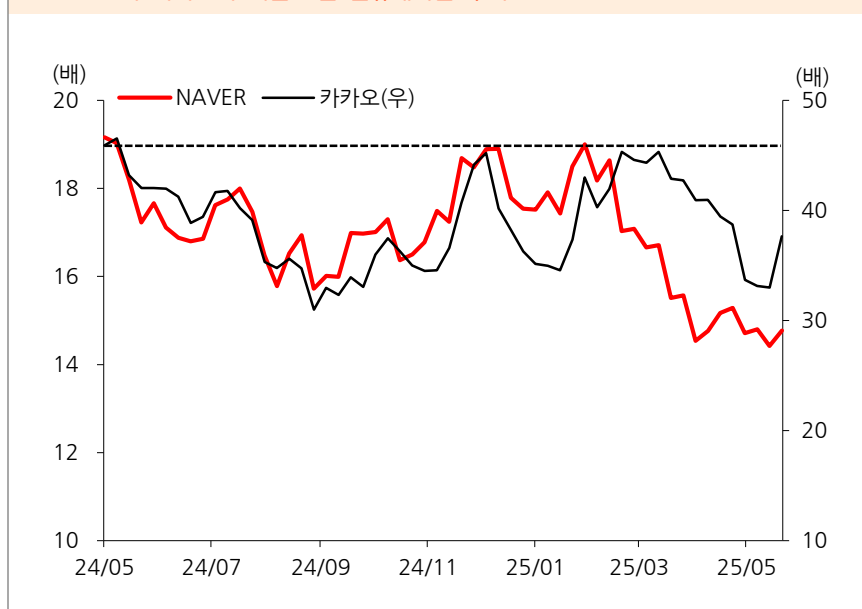


멀티플 챌린지 지속

[한화리서치센터]

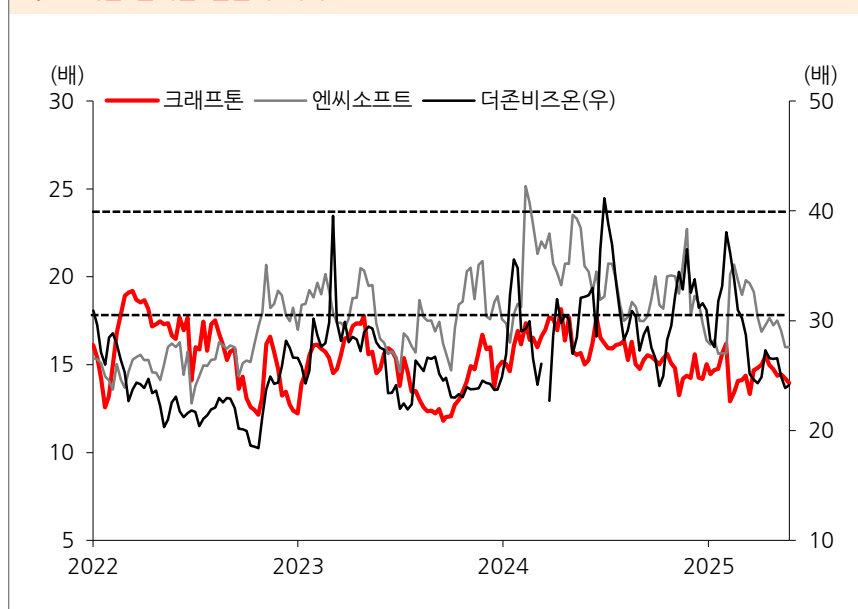
- ❖ 문제는 밸류에이션. 늘 밸류에이션 멀티플 챌린지 받던 구간에서 탄력이 약해짐
- ❖ NAVER 19배, 크래프톤 19배, 더존비즈온 40배 수준의 멀티플 찾대를 깨지 못하고 있음
- ❖ 인터넷 기업들의 과거 주가 상승은 실적보다는 미래 성장성을 반영하는 멀티플 확장에 상당 부분 기인해왔음. 따라서 지금과 같은 주가 하락기에도 멀티플 디레이팅 강도에 대한 냉정한 판단이 중요하다고 봄

NAVER와 카카오의 최근 1년 밸류에이션 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

주요 기업 멀티플 챌린지 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



구조적 디레이팅 검색과 커머스, 크로스오버 경쟁구도

[한화리서치센터]

❖ 최근 AI검색과 커머스 산업의 경쟁 구도는 전방위적으로 확대 중

- ①AI검색 → 커머스 진출: *OpenAI, Perplexity* 등 초거대AI 모델 기반, RAG형 질문응답으로 의도와 맥락 기반 추천 가능
- ② 커머스 → AI검색 접목: *아마존, 알리바바, 쿠팡, NAVER* 등 이커머스 업체들은 구매 경험에 AI 기술 접목 중
- ③검색엔진 → AI검색 진출: *알파벳, NAVER* 등 기존 검색엔진들은 자사 콘텐츠 자산과 키워드 추천으로 유저 익숙한 UI 활용 가능

AI산업 경쟁구도	
AI검색에서 커머스로 진출	
OpenAI	초거대 AI, ChatGPT 기반 검색, 생성형 UX 쇼핑 추천 자연어로 상품비교 가능, B2B API 연동, AI쇼핑 컨시어지
Perplexity	검색엔진 중심 RAG 형 AI질문응답 실시간 가격/리뷰/리서치 비교 '1문장 요약'으로 보조 PayPal, Venmo와의 제휴로 에이전틱 AI 쇼핑 서비스 출시
차별화 Point	
사용자의 질문 의도 파악해 맥락 기반 추천이 구매전환율 높일지? AI검색 신뢰도가 구매까지 이어지는 엔드 투엔드 쇼핑 경험?	
기존 검색엔진에서 AI검색으로 고도화	
Alphabet	세계 최대 검색엔진과 광고 수익기반으로 안정적 사업 구조 구글서치+Gemini 통합으로 AI요약과 AI큐레이션 검색포털
NAVER	포털, 커머스, 블로그, 카페 등 국내 콘텐츠 자산 활용 HyperCLOVA X 기반 AI검색, 스마트블록, 요약 서비스
차별화 Point	
자체 콘텐츠 자산의 활용이 비즈니스성 쿼리로 얼마나 이어질지? 한국어 특화+유저가 익숙한 국내식 UI의 장점?	

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

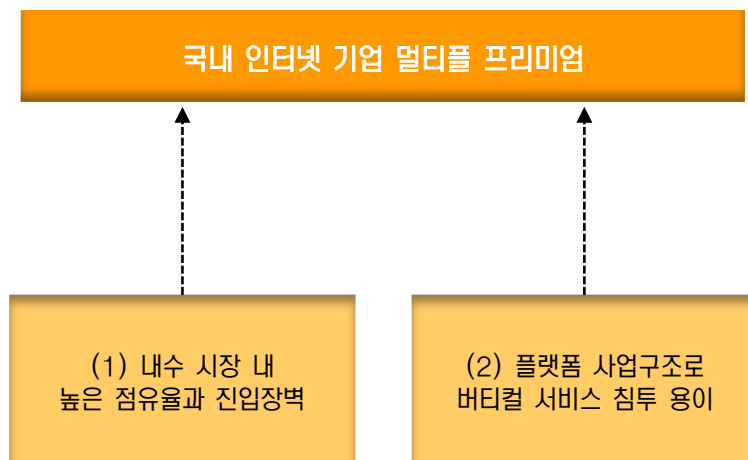


구조적 디레이팅 멀티플 축소 강도 판단이 중요

[한화리서치센터]

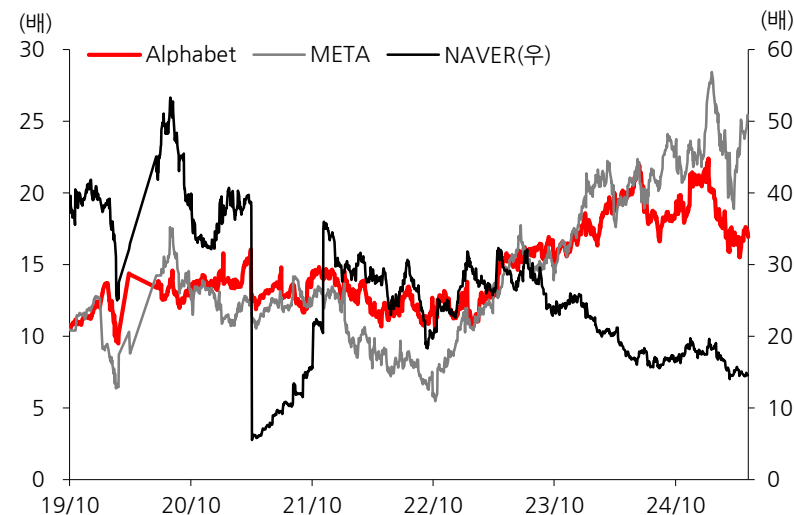
- ❖ 지금까지 한국 기업들이 해외 기업 대비 부여 받아온 멀티플 프리미엄은 1)내수 시장 내 높은 점유율과 진입장벽, 2)플랫폼 기반 사업구조의 버티컬 서비스 확장 및 침투가 용이하던 점에 기인. 그런데 트랙픽 하락세는 아직 확인되고 있지 않지만 중장기적 그림에 대한 의문점이 해결되지 않고 있는 있으므로 프리미엄 논리 한 축이 무너진 상황
- ❖ 디레이팅 강도 판단이 중요한데, 25E 별도 이익 기준 NAVER와 카카오는 각각 13.3배, 34배 수준. AI서비스들이 본격 등장하기 시작한 지난 2년 전과 달라진 점은 주가가 당시 대비 약 15~30% 빠져있다는 점
- ❖ 주요 해외 기업 대비 현재 멀티플 격차는 약 36% 수준. 40%이상 수준의 할인을 받는 디레이팅 전개 가능성은 없다고 판단
- ❖ 상기한 우려 외에 추가적으로 구조적인 악재가 발생할 가능성이 제한적이고, 적정가치 내에 들어와 있으므로 단기 트레이딩 기회는 계속해서 발생할 전망. 트레이딩 기회를 다시 잡기 위해서는 실적과 멀티플에 대한 조준을 보다 정교히 해야함

국내 인터넷 기업의 멀티플이 높았던 이유 → 한 축이 무너진 상황

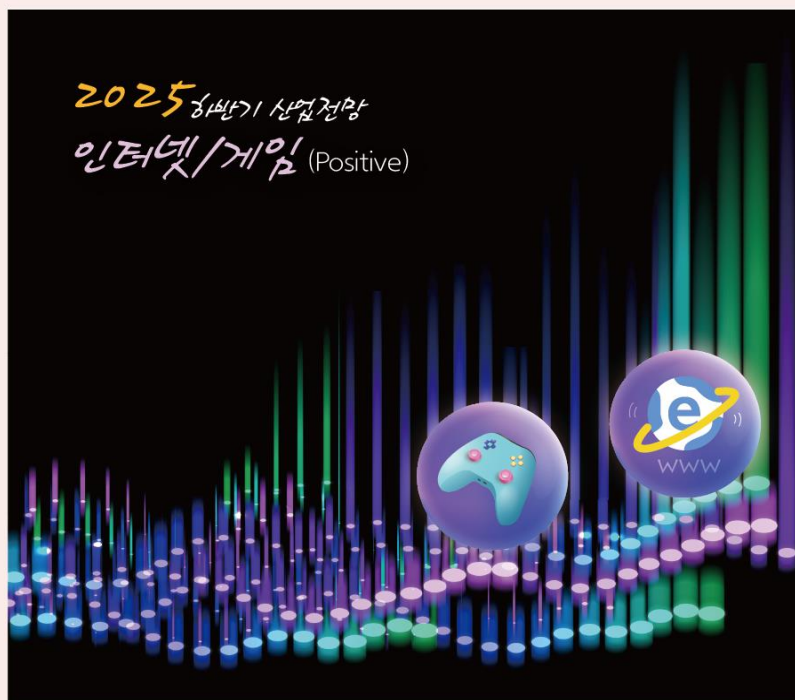


자료: 한화투자증권 리서치센터

알파벳과 메타 대비 네이버의 밸류에이션 프리미엄 격차



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



II

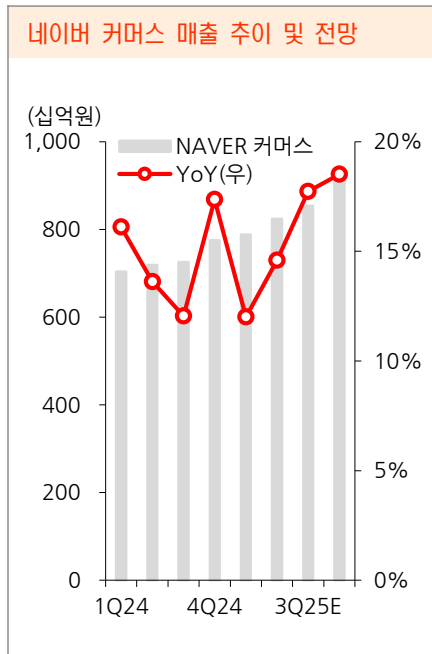
트레이딩 기회를 잡기 위한
실적과 모멘텀



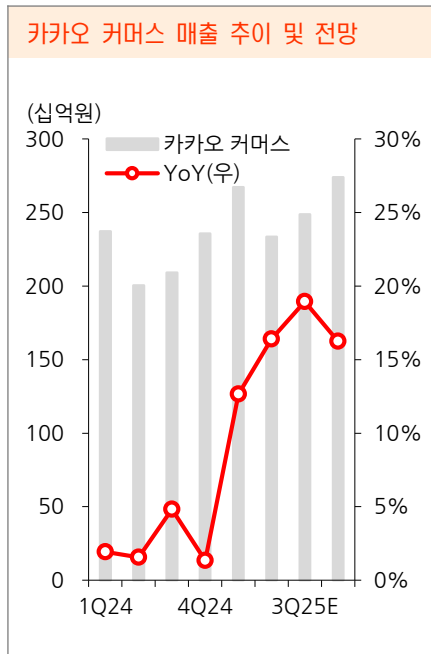
① 실적 차세대 커머스는 에이전트 중심. 쇼핑 AI 에이전트

[한화리서치센터]

- ❖ 인터넷 기업의 커머스 사업은 꾸준히 성장 중. NAVER와 카카오의 커머스 매출은 1Q25 각각 12%, 12.7% 증가. 당사는 하반기에도 커머스 성장세는 이어질 것으로 전망하며, 시장 추정치 상향 가능성 높다고 봄
- ❖ 차세대 커머스의 키워드는 초개인화 에이전트 중심으로 이미 아마존, 알리바바 등 글로벌 기업도 사활을 걸고 있는 방향성
- ❖ 알리바바: 개인화 시스템 강화로 구매전환율을 20% 이상 끌어올림. 검색어와 카테고리 맞춤 제안, 상품 랭킹 노출 등 개인화 경험 강화 목적 외에도 판매자 제품 이미지 제작, 현지 언어 번역 지원 등에도 AI 활용 중
- ❖ 아마존: AI기반 쇼핑 챗봇인 루퍼스 성과를 확인 중. AI기반 추천을 통해 매출의 35%를 창출하고 있음. 자사 웹사이트에서 판매하지 않는 품목이 있으면 다른 사이트에서 제품을 골라 구매할 수 있도록 돕는 'Buy for me' 기능. 사용자는 주문 정보를 입력하지 않아도 다른 사이트에서 결제까지 할 수 있게 됨



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

글로벌 빅테크들도 '초개인화' 쇼핑 경험 혁신에 주력 중

 아마존	 월마트	 알리바바	 핀둬둬
완전한 기술 기반의 "Personalized Amazon"	표준 경험이 아닌, 맞춰가는 경험으로 "Adaptive Retail"	모든 접점에서 고객 이해, 맞춤 경험 제공하는 "新유통"	천명의 고객, 천개의 경험 "천인천면(千人千面)"

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

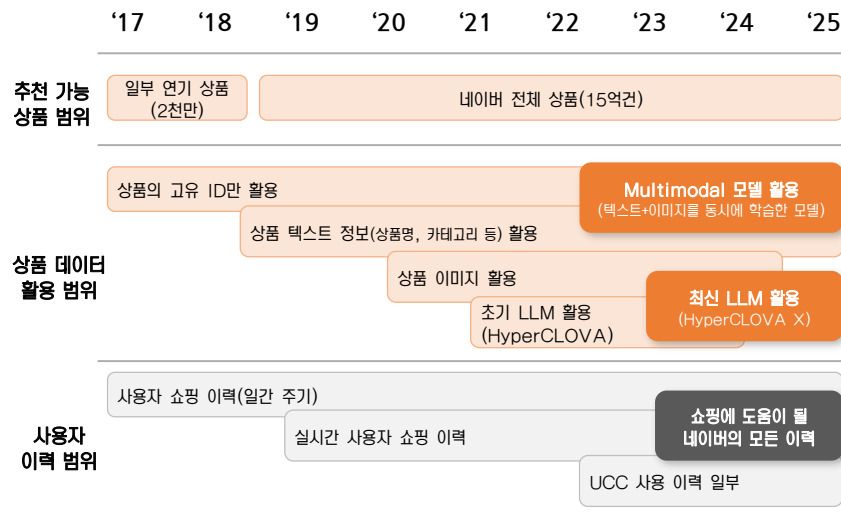


① 실적 초개인화? 확인 지표는 쇼핑 광고 매출

[한화리서치센터]

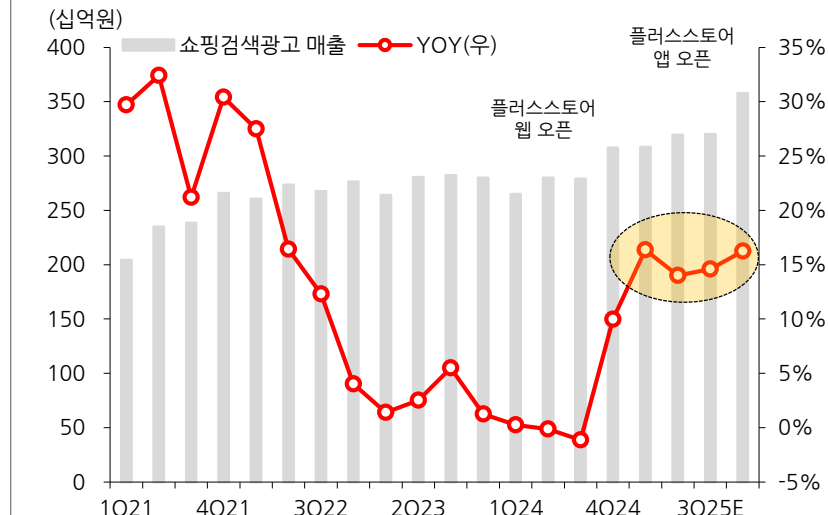
- ❖ 초개인화 커머스 관련 사업은 눈에 띄지도 않고 숫자로 확인될 수 없는 부분. 현재 수준의 AI기반 쇼핑 서비스는 개개인에 맞춰 쇼핑 정보를 제공하는 비서 역할 정도로 볼 수 있음
- ❖ AI가 접목된 커머스 사업의 효과는 어디에서 확인할 수 있을까? 당연히 거래액 성장이지만, 1) 광고 매출과 2)멤버십 가입자수가 중요
- ❖ 커머스 광고 지출이 늘어난다는 것은 마케팅 플랫폼으로서의 지배력이 확인된다는 것. 최근 광고주와 셀러들은 ROI가 확보되어야 돈을 쓰는 경향은 커지고 있음. 전체 마케팅 예산은 제한적이기에 더 나은 솔루션에 지출을 늘릴 수 밖에 없는 상황
- ❖ 현재 광고 시장은 상위 사업자 중심으로 점유율을 확대해 나가고 있으며, 이에 네이버와 카카오의 커머스 광고 수혜를 전망
- ❖ 네이버 커머스 광고 매출 성장률은 AI기반의 소재 최적화 적용 효과로 4Q24 10%, 1Q25 16.4% 성장하며 리바운드 추세 가속

이미 네이버는 개인화 추천 기술 히스토리를 확보 중



자료: Naver, 한화투자증권 리서치센터

네이버 커머스 광고 매출 추이 및 전망



자료: Naver, 한화투자증권 리서치센터

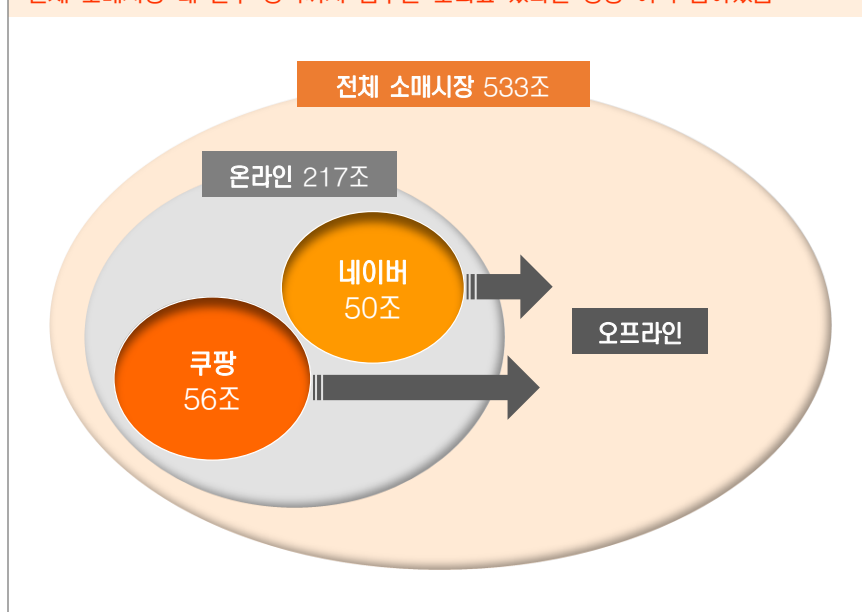


① 실적 국내 소매시장 내 쿠팡과 네이버는 아직 20% 수준

[한화리서치센터]

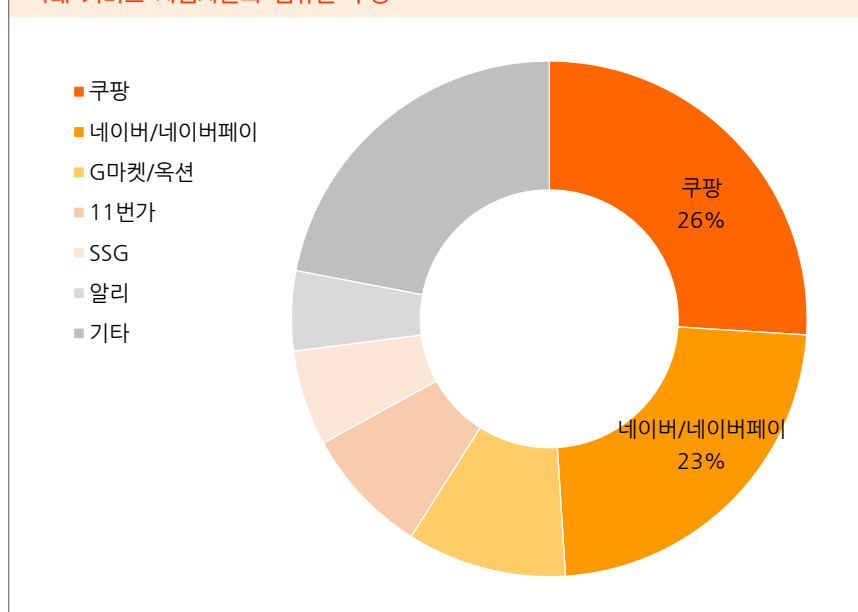
- ❖ 국내 이커머스 시장의 판도 변화. 소수의 상위 사업자 중심으로 고착화 가속
- ❖ 국내 소매시장규모는 약 533조 원이며 이 중 온라인은 216조 원으로 41% 차지하는 것으로 추정. 온라인 이커머스 시장 내 쿠팡은 약 26%, 네이버는 23% 점유율 추정. 쿠팡과 네이버는 온라인을 넘어 전체 소매시장 일부까지 노리고 있는 것으로 파악. 전체 시장으로 보면 쿠팡과 네이버는 아직 약 20% 침투 수준
- ❖ 온라인 시장 성장 자체는 둔화세가 불가피하지만, 오프라인에서 이루어지던 식료품/생필품 부문을 쿠팡이 가져가면서 점유율을 확대했던 것처럼 추가 오프라인 부문의 일부 침투 여력은 큰 상황

전체 소매시장 내 일부 영역까지 침투를 노리고 있다면 성장 여력 남아있음



자료: 통계청, 와이즈리테일, 컬리, 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터 추정

국내 커머스 사업자들의 점유율 추정



자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터 추정

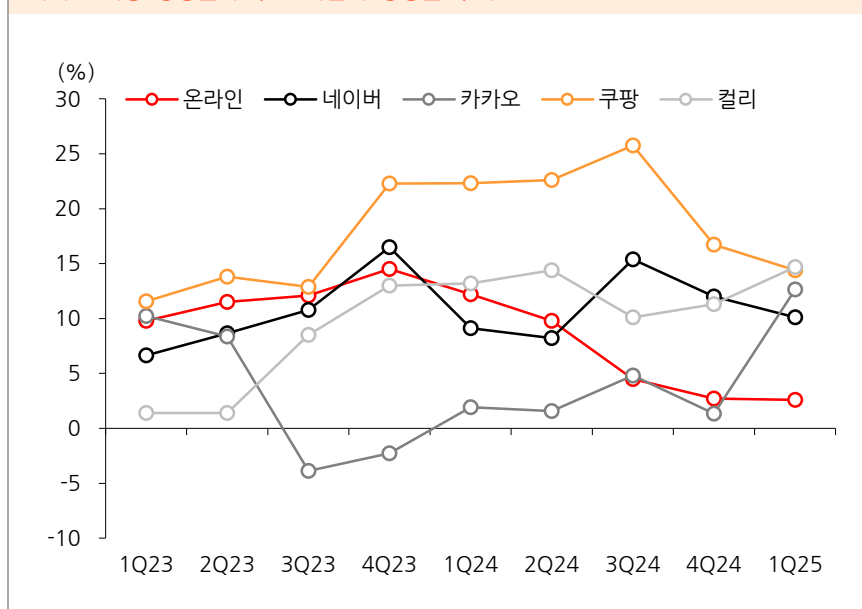


① 실적 NAVER가 쿠팡 대비 약했던 확실한 이유를 알기에

[한화리서치센터]

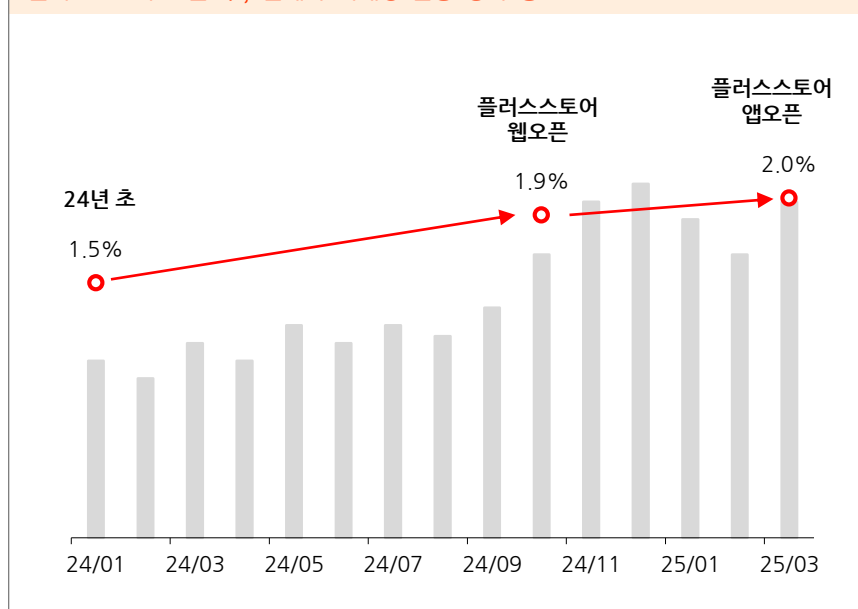
- ❖ 네이버의 커머스 전략은 명확하고 구체적. 쿠팡을 이기겠다는 것이 아닌 약점으로 꼽힌 요인(멤버십, 신선식품, 수수료 정책)들의 개선을 통해 점유율을 확보하겠다는 전략
- ❖ 플러스스토어 앱 출시 성과도 시장 우려와 달리 웹과 앱 카니발 없이 충성 고객 유입이 원활히 진행 중인 것으로 파악. 앱 오픈 이후 DTC를 지향하는 셀러 마케팅 비용은 GMV 대비 2%대까지 상승(24년 1.5%)하면서 판매자와 이용자단 모두에게 개인화를 강화할 수 있는 기반 테스트 완료. 온플랫폼 전용 공간으로서 퀄리티 상품이 확인되면서 체류시간과 페이지뷰가 증가 할 것으로 예상
- ❖ 하반기에는 유저 구매 경험 개선에 따른 거래액 성장과 take rate 상승에 따른 매출 성장 기대. 수수료율이 낮은 제휴몰 의존도를 줄이고 온플랫폼 비중을 높여 전반적인 take rate 인상 효과를 가져올 전망. 최근에도 믹스 개선에 힘입어 온플랫폼 거래액 YoY 성장률은 10~11% 였으나 커머스 매출 성장률은 12%~17% 수준으로 상회 중

커머스 시장 성장률과 주요 사업자 성장률 추이



주: 네이버는 온플랫폼 GMV 기준
자료: 통계청, 와이즈리테일, 컬리, 쿠팡

플러스스토어 오픈 후, 판매자 마케팅 활동 강화 중



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터



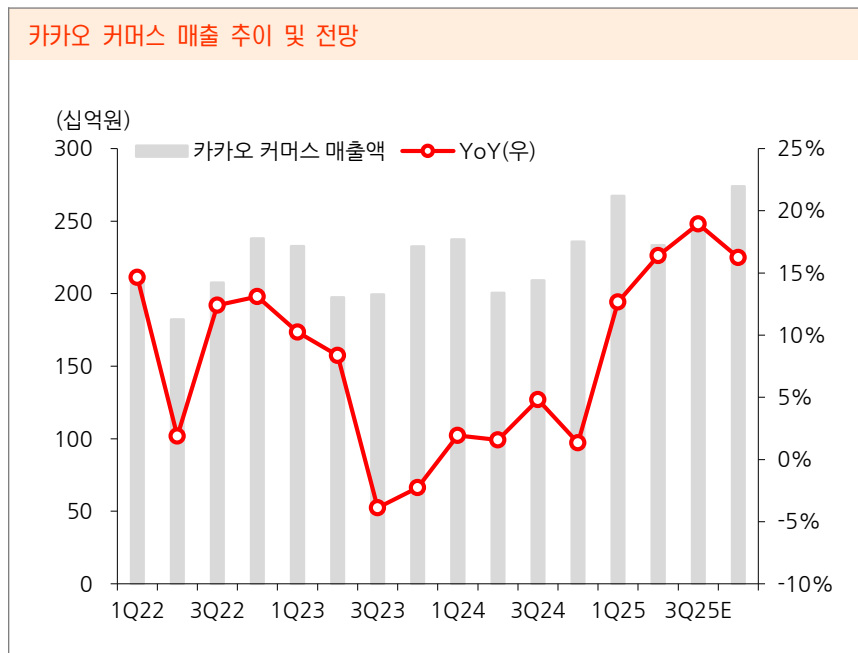
① 실적 선물하기로 차별화 노리는 카카오 AI커머스

[한화리서치센터]

- ❖ 카카오의 1Q25 커머스 매출액은 YoY 12.7% 증가. 25년 커머스 매출액은 YoY 16% 성장한 1.02조 원 전망
- ❖ 지난 12월 생성AI를 활용해 선물을 추천해주는 AI메이트 쇼핑을 베타 형태로 출시. 최근에는 선물하기에 오픈AI의 AIE이전트 오퍼레이터를 적용. 현재 오퍼레이터는 온라인 쇼핑, 여행 숙박 예약, 레스토랑 예약, 배달 등의 업무 자동화를 지원하며 점차 적용 서비스 범위와 유저를 확대할 계획

카카오와 NAVER의 AI커머스 사업 전략 비교		
구분	카카오 AI 커머스	네이버 AI 커머스
서비스명	AI 메이트 쇼핑 (맞춤형 선물 추천)	네이버플러스 스토어 (개인 맞춤 추천 + 네이버 배송)
서비스 형태	카카오톡 채널 챗봇	별도 애플리케이션
서비스 기반	카카오톡(메신저)	네이버(검색 포털)
커머스 특징	선물 중심 소셜 커머스	상품 가격 및 정보 검색
핵심 목표	선물 구매 만족도 극대화	AI를 통한 유통 절차 전반 개선
경쟁 플랫폼	차별화 전략 (최저가, 익일 배송 경쟁X)	쿠팡 (최저가/빠른 배송 경쟁)
AI 집중 분야	받는 사람 중심 정성적 경험 개선 (선물 만족도)	사는 사람 중심 정량적 효율성 (최저가, 배송 속도, 가성비)
공통점	AI를 통한 초개인화 쇼핑 경험 제공, 구매 전환율 및 거래액 증대	

자료: 카카오, NAVER, 한화투자증권 리서치센터



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터



① 실적 컬리x네이버의 제휴, 신선식품과 배송도 중요하지만 멤버십이 핵심 [한화리서치센터]

- ❖ 시장조사기관에 따르면 월평균 식료품 구매 빈도는 쿠팡이 가장 높고, 1회 평균 지출 비용은 이마트/SSG닷컴이 가장 높음
- ❖ 컬리 이용자는 밀키트와 과일/채소/샐러드/간편식 등을 주로 구매. 컬리는 향후 다각화된 PB와 단독상품을 중심으로 식품군을 강화할 것으로 보임. 현재 PB는 소비자의 구매 목적별로 상품 선택권을 다각화해 10개로 확대됨. 단독상품도 전체 거래액의 30%를 차지하는 상황
- ❖ 컬리의 1P식품 성장 배경에는 지난해 본격화된 멤버십 사업, 단독 상품과 PB로 보임. 지난 2월 기준 컬리멤버스 이용자 수는 160만 명 이고 컬리 멤버스 이용자의 객단가는 비이용자 대비 2.2배 높은 것으로 밝힘
- ❖ 멤버십 전쟁 시작: 네이버와 넷플릭스가 손을 잡고, 배달의 민족이 티빙과 제휴 검토 중, 쿠팡플레이의 무료화 발표

주요 사업자별 쇼핑 이용 행태				
	coupang	N쇼핑	Kurly	emart SSG.COM
월평균 구매 빈도	3.72회	2.37회	2.66회	2.84회
1회 평균 구매 금액	35,400원	40,200원	48,200원	59,400원
월평균 지출 금액	131,688원	95,274원	128,212원	168,696원
가장 자주 구매하는 식료품 TOP 3	TOP1 생수/커피/음료 주스, 탄산음료 등	생수/커피/음료 주스, 탄산음료 등	밀키트	라면/면류
	TOP2 간편식 - 밥/도시락류 죽, 떡볶이, 떡볶이, 떡볶이 등	쌀/잡곡/견과류	과일/채소/샐러드	과일/채소/샐러드
	TOP3 라면/면류	과자/초콜릿/스낵	간편식 - 요리/반찬류 불고기, 닭강정, 불지킴 등	생수/커피/음료 주스, 탄산음료 등

자료: Opensurvey, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



① 실적 컬리x네이버의 제휴, 신선식품과 배송도 중요하지만 멤버십이 핵심 [한화리서치센터]

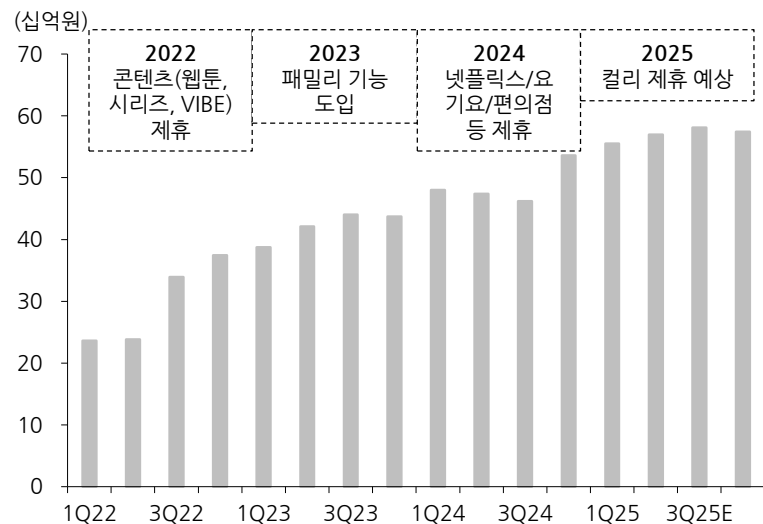
- ❖ 네이버는 컬리와의 연내 사업 제휴에 대한 내용 중 구독 멤버십 서비스의 연계 계획을 제시. 네이버 멤버십은 컬리와 제휴를 통해 1)엄선된 상품, 2)좋은 가격, 3) 새벽배송, 4)멤버십 혜택을 선보일 것으로 예상 → 식품/생필품 경쟁력 강화 및 배송 약점 보완에 최적화
- ❖ 네이버 멤버십 분기 매출액은 약 460억 원에서 정체되어 있다가 지난 넷플릭스 제휴 효과로 550억 원까지 증가. 가입자수 증가는 장기 고객 락인 효과를 기대하는 요인
- ❖ 현재 가입자수 약 1000만 명 내외로 추정되며, 쿠팡 멤버십 약 1400만명 수준을 감안 시 업사이드는 충분한 상황. 컬리와의 제휴 효과가 더해지며 당사는 25년 말 기준 네이버플러스 멤버십 가입자 1200만 명 추정

컬리 제휴 서비스 예상: 배송특화, 쿼커머스로 니즈 개선



자료: NAVER, 컬리, 한화투자증권 리서치센터

멤버십 매출 지속 증가 → 중장기 고객 락인 효과 기대



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

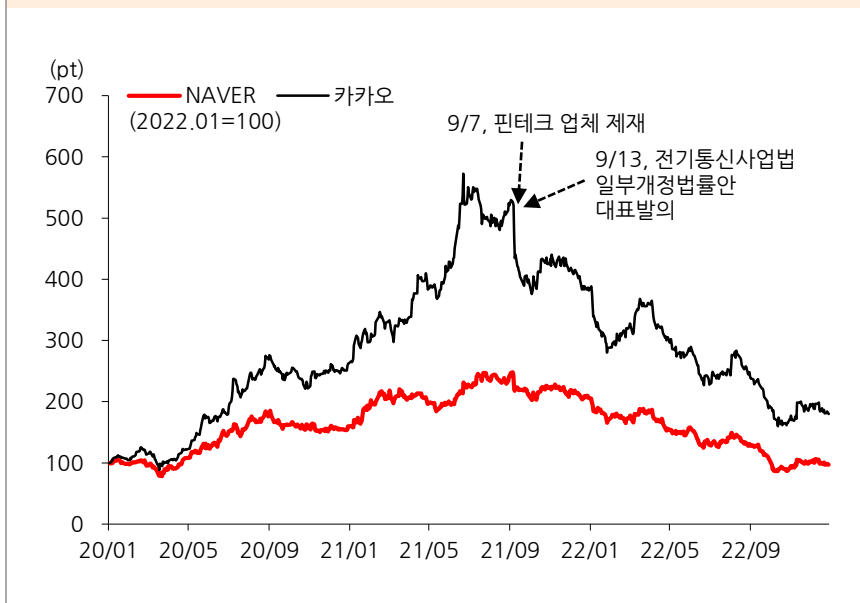


② 멀티플 규제: 인터넷 산업 멀티플의 핵심

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 인터넷 기업 주가는 규제 이슈에 가장 민감하게 반응해 옴. 21년 9월, 금융위원회는 온라인 금융 플랫폼 기업들에 대한 위반 요인을 지적했고, 당일 NAVER와 카카오의 주가는 각각 8%, 10% 급락하며 규제 우려 이슈를 고스란히 반영. 양사 모두 역사적 신고가를 경신하며 시가총액이 각각 3, 4위까지 올라있는 와중에 제동이 걸렸던 상황
- ❖ 금융위원회는 온라인 금융플랫폼 기업들이 별도의 라이선스가 필요한 금융 서비스를 사실상 중개하면서, 광고 서비스라는 이유로 규제를 피해가고 있다고 지적. 또한, 판매 과정이 플랫폼 내에서 이루어지므로 소비자는 해당 계약을 일반적으로 플랫폼과의 거래로 오인하기 쉽다는 점도 금융소비자법 위반 요인으로 지적

21년 9월, 디레이팅의 시작 → 지금까지 회복 못하고 있는 상황



자료: Quantiwise, Naver, 카카오, 한화투자증권 리서치센터

21년 9월부터 부쩍 부각된 규제 이슈들

21년 9월 이전	공정위	'온라인 플랫폼 공정화법' 제정 추진: 플랫폼 불공정행위 과징금 최대 10억원
	공정위	'전자상거래법' 개정 추진: 소비자는 입점 업체 + 플랫폼 상대 배상 청구 가능
	국회	온라인 플랫폼 7개 법안 발의: 플랫폼 이용자의 단체구성권 부여, 검색 알고리즘 공개
21.09.07	금융위	핀테크업체가 소비자에게 금융상품을 소개하는 영업행위 대부분을 '광고'가 아니라 '중개'로 봐야한다는 유권해석
	더민주 송갑석·이동주	공론 카카오의 문어발 확장: 플랫폼 대기업의 불공정거래 근절 대책 토론회
21.09.12	더민주 변재일 의원실	전기통신사업법 일부개정법률안 대표발의
		일정 규모 이상 전기통신사업자는 이용자가 생성한 데이터 쉽게 독점 금지
21.09.13	공정위	케이큐브홀딩스의 대기업집단 지정 자료 거짓 제출 및 고의 누락 정황 조사
21.10.01 ~	21년 국정감사	정무위: 네이버·카카오 독과점. 골목상권 침해
		환노위: 네이버 직장내 괴롭힘. 카카오 근로감독
		과방위: 네이버·카카오 독과점
		국토위: 카카오모빌리티 독과점. 수수료 인상

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터



② 멀티플 규제: 인터넷 산업 멀티플의 핵심

[한화리서치센터]

- ❖ 과거 국내 플랫폼 관련 규제 기초를 살펴보면 사이클을 나타내지만, 최근 몇 년간 정부 당국의 국내 플랫폼 기업에 대한 규제 강도는 높은 편. 다른 국가들이 자국 플랫폼 보호와 육성을 병행하면서 경쟁력을 확보해 나가는 상황에서, 한국은 AI 경쟁력을 강조하면서도 정착 규제 중심의 접근에 머물러 있다고 볼 수 있음
- ❖ 현재 논쟁이 지속되고 있는 법안은 ‘플랫폼 경쟁촉진법’. 이는 티몬·위메프 사태 재발방지를 위한 제도 정비에 필요하다는 명분으로 제시된 보다 강화된 규제. 공정위는 올해 초 업무추진계획에서도 시장 영향력이 압도적인 거대 독과점 플랫폼의 반경쟁행위를 신속히 차단하기 위한 입법을 추진할 계획이라고 밝힘

플랫폼 경쟁촉진법 주요 내용		
	주요 내용	
규제 대상	- 일정 규모 이상의 플랫폼 기업(게이트키퍼) - 거래액, 이용자 수, 시장 지배력 기준을 충족하는 기업 - 글로벌 IT 기업(GAFAM: Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft) 및 네이버, 카카오 같은 국내 대형 플랫폼 포함	
주요 규제 조항	자사 우대 금지	플랫폼 사업자가 자사 서비스를 경쟁사보다 우대하는 행위를 금지 검색 결과, 추천 시스템에서 자체 서비스(예: 네이버 쇼핑, 쿠팡 로켓배송)를 상위 노출하는 행위 제한
	멀티호밍 제한 금지	입점업체나 소비자가 다른 플랫폼을 동시에 사용할 수 없도록 제한하는 행위 금지
	최혜 대우 요구 금지	플랫폼이 입점업체에게 다른 플랫폼보다 더 유리한 조건을 요구하는 행위 금지
	끼워팔기 제한	플랫폼 사업자가 자사 서비스나 상품을 묶어서 강제 판매하는 행위 금지
	데이터 독점 방지	플랫폼이 입점업체의 판매 데이터를 독점적으로 활용하는 행위 제한

자료: 공정거래위원회, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

국내 플랫폼 규제 기초는 패턴 변화를 보여왔고, 전반적으로 규제 강도는 높은 편

2017

뉴노멀법

전기통신사업법 정보통신망법 방송통신발전법
기간통신사업자 규제 방식 벤치마킹

- 기간통신사업자의 규제 원리 차용(분담금 부과, 경쟁상황평가, 회계정리의무)
- 언론사 유사 취급을 통한 행위 규제 강화(모니터링의무, 공익광고의무 등) 하는 것

2020-21

온라인 플랫폼 공정화법

대규모유통사업자 규제 방식 벤치마킹

- 일정규모의 사업자(양적 기준으로)를 게이트키퍼로 지정
- 직전년도 매출액 100억원 또는 중개거래금액 1,000억원 이상인 사업자
- 게이트키퍼에 대한 강력한 사전 규제 도입

2022-23

자율규제

- 22년 8월 ‘플랫폼 민간 자율기구’ 출범. 4개 분과: 1) 갑을, 2) 소비자·이용자, 3) 데이터·인공지능(AI), 4) 혁신공유·거버넌스로 구성
- 의제설정 합의 도출, 자율규제 친화적 의제설정 필요, 정부 역할 불분명

2024

강력한 규제법안들

- 21대 국회 말: 플랫폼 경쟁촉진법(가칭): EU DMA 벤치마킹
- 22대 국회: 온라인 플랫폼 중개 거래 공정화법, 온라인



② 멀티플 최근 규제 완화 가능성을 예상하는 움직임들

[한화리서치센터]

❖ 규제가 일부 완화될 가능성을 기대할 수 있는 움직임들이 시작되고 있음

①네이버의 금융라이선스 허가: 금융당국은 최근 네이버 ‘주식매매 간편연결서비스’ 출시를 2년 만에 최종 허가했고, 조만간 서비스 출시 예정. 2023년 처음 공개 당시 금감원은 네이버가 인허가 없이 증권사가 유사한 서비스를 한다고 보고 제동을 걸었지만, 이번에는 주식매매 간편연결 서비스를 투자 ‘중개’가 아닌 ‘위탁’ 업무로 판단하면서 판이 달라짐

②커머스 사업 공격적 확대: 수수료 체계 개편, 쿨리 제휴 발표 등 정부 당국이나 이해 관계자들의 시선에 민감도가 높은 네이버의 공격적 사업 행보도 수년만에 나타나는 움직임. 수수료는 여전히 쿠팡(10% 내외) 대비 낮다는 점을 감안하면 추가 인상 가능성도 언제든지 존재

③카카오모빌리티 공정위 과징금 취소: 24년 6월 배차 알고리즘 조작 호소 이슈로 인해 공정위로부터 부과된 과징금 271억 취소 명령

이재명 당선자 플랫폼 및 게임 산업 관련 정책

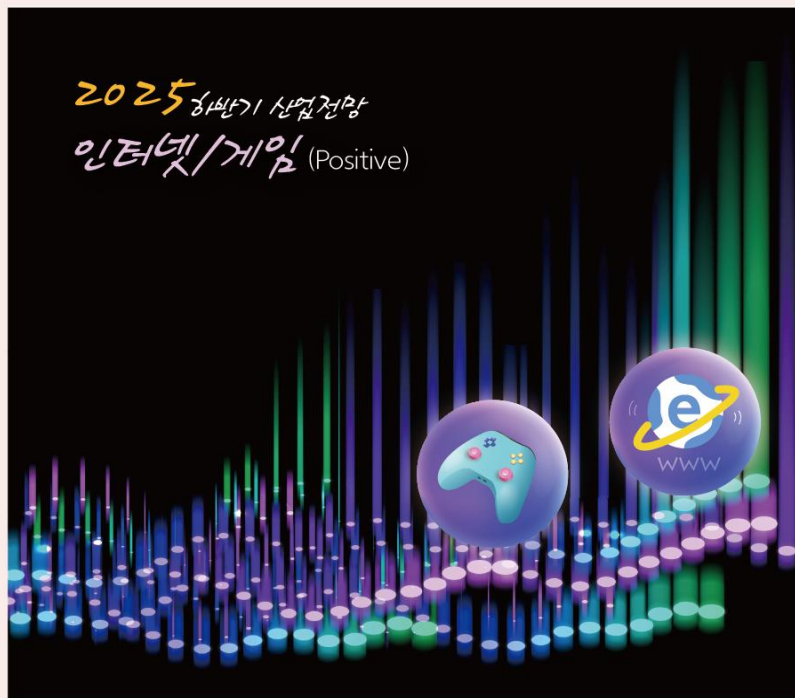
- ▶ 신사업 성장동력 발굴 육성을 위한 산업생태계 기반 조성
 - 신사업 생태계 구축을 위한 기업의 선제적/자발적/사업재편 촉진
 - 규제샌드박스를 통한 차세대 신사업 육성기반 마련
 - 규신기술/신제품의 사업화 및 시장창출을 위한 산학연 협력 강화
- ▶ 벤처/스타트업 R&D 예산 대폭 확대
 - 벤처지분투자 형식의 인큐베이팅
 - 모태펀드 게임 전용 펀드 운영
- ▶ 투명하고 공정한 온라인 플랫폼 시장 구축
 - 국내외 거대 플랫폼 기업의 이용자 보호 수준 제고 및 사회적 책임 강화
 - 인앱결제 강제 금지법 보완입법
- ▶ 게임 산업 방향성: 기본적으로 친화적인 방향의 정책 추진을 예상
 - 절병코드 등재 유보, 게임시간선택제(선택적 섷다운제) 폐지
 - 균형있는 게임문화: 새로운 게임 전담 조직 신설 및 민간 자율 심의제 도입
 - 규제개선: 게임 콘텐츠 제작비 세액공제 범위에 포함
 - 글로벌 진출 지원: 개발단계부터 맞춤형 지원 가능
- ▶ K콘텐츠로서의 게임 산업 육성을 위해 불합리한 규제를 정비

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

커머스 사업의 수수료 체계 변화 히스토리



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터



III

게임 시장은
디레이팅 n년 째

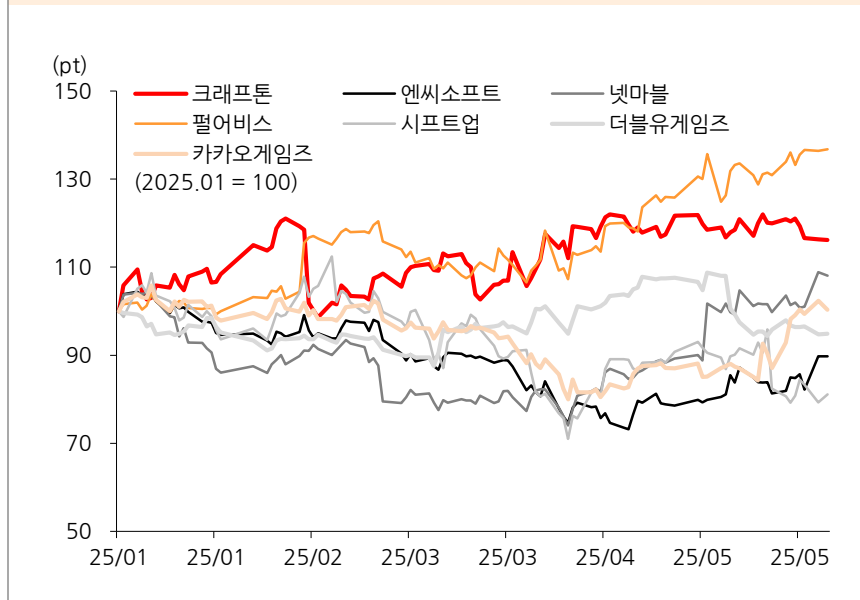


게임 디레이팅 n년째

[한화리서치센터]

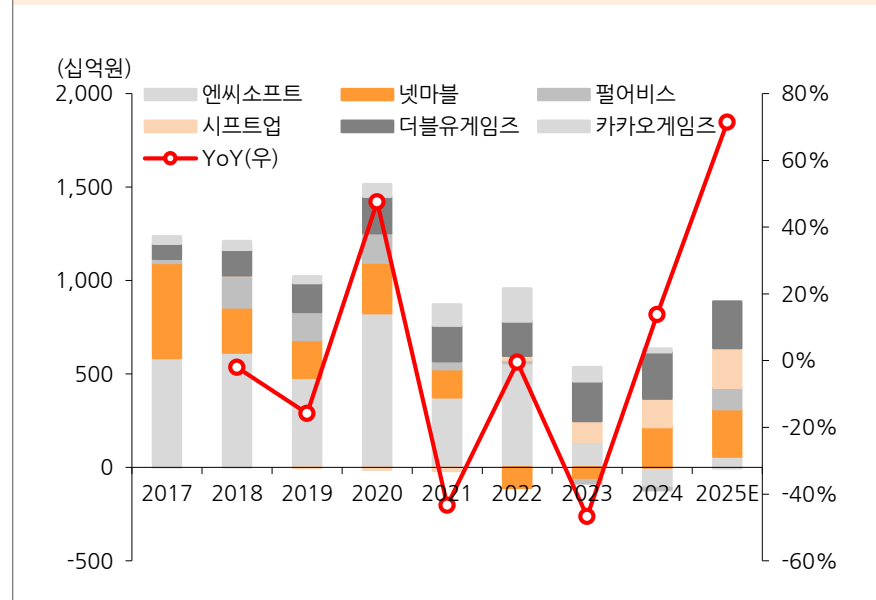
- ❖ 연초 이후 게임 기업들의 주가 수가수익률은 일부 기업 제외하고 미미한 수준. 주가 하락세가 수년째 지속되고 있었음에도 유의미한 반등 움직임도 없었던 상황
- ❖ 당사 커버리지 6개 기업(크래프톤 제외) 합산 영업이익은 2020년 1.5조 원에서 2024년 5,147억 원으로 하락. 1) 여전히 모바일 시장에 한정, 2) MMORPG 장르로의 치중, 3) 스포츠 위주의 다양한 콘텐츠 소비 패턴 문화 발달에 기인

주요 게임 기업 YTD 주가 수익률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

디레이팅이 n년째 지속되고 있는 실적



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

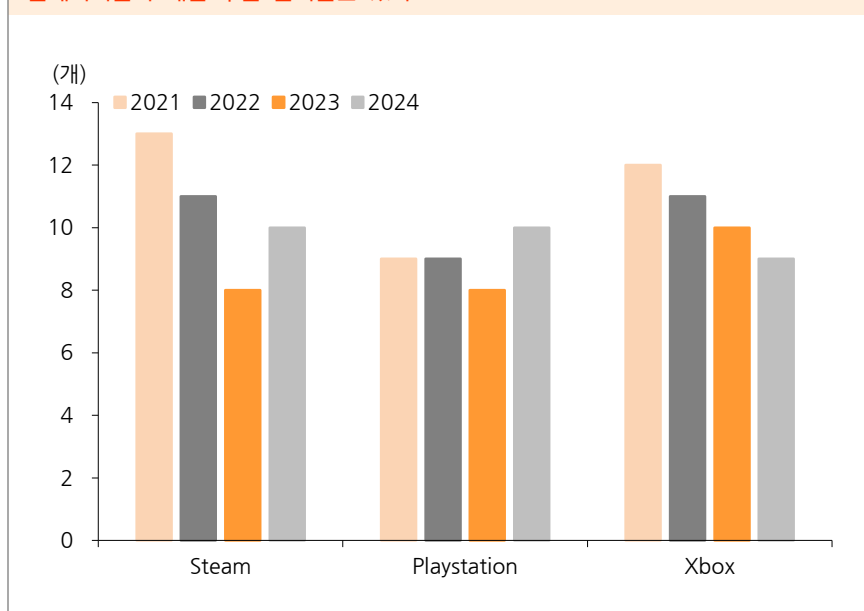


게임 플레이타임을 살펴보면

[한화리서치센터]

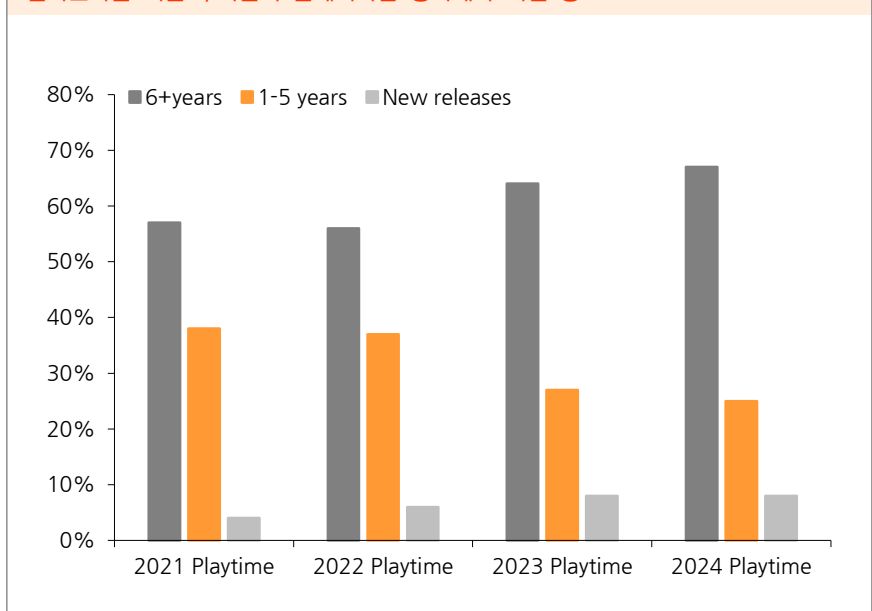
- ❖ 이제는 신작 출시 기대감으로 주가가 오르기도 어렵다고 보는 이유는 1) 유저들의 플레이 게임 수는 감소, 2) 웬만한 신작보다는 수년 지난 구작의 플레이타임이 지속 늘어나고 있기 때문
- ❖ 이는 게임 시장 전체 성장을 못하고있는 원인이기도 함. 기존 라이브 서비스 게임들의 누적 매출이 크니까 신규 게임이 성장을 만들어 내는 여력 폭이 부족함. 게다가 모바일의 경우에는 유저들이 수년 간 paying해 놓 것이 많아 웬만해서는 신작으로 넘어가는 것도 어려움
- ❖ 글로벌 게임 시장은 뾰고 뾰기는 제로섬 시장으로 변모했기에 프랜차이즈IP 라이브서비스 운영 능력과 IP의 시리즈화 가능성에 밸류를 높여 줄 수 있다고 판단. 전자는 크래프톤은 PUBG, 후자는 네오위즈는 P의 거짓(250만 장 이상 추정)이 해당

플레이어들의 게임 수는 줄어들고 있어



자료: Newzoo, 한화투자증권 리서치센터

신작보다는 기존 구작들의 플레이타임 증가세가 확인 중



자료: Newzoo, 한화투자증권 리서치센터





게임 글로벌, 콘솔/PC, 장르 다변화 시도 시작

[한화리서치센터]

주요 기업들의 25년 하반기~26년 신작 라인업

	2H25						2026~									
크래프톤	당컴 투게더 개척 생활 시물 멀티플랫폼		서브노타2 수중 어드벤처 PC,콘솔		다크앤다커 익스트랙션 RPG 모바일		Project 블랫버짓 익스트랙션 슈팅 PC, 콘솔		26년까지 32종							
엔씨 소프트					아이온2 MMORPG 모바일		LLL 3인칭 슈팅 PC, 콘솔				택탄 MMORPG PC, 모바일		브레이커스 서브컬처 PC, 모바일		타임 테이커즈 슈팅게임 PC, 콘솔	
넷마블	킹오브파이터 수집형 RPG 모바일	뱀피르 MMORPG PC, 모바일	몬걸: STAR DIVE ARPG PC, 모바일	일곱개의 대죄: Origin RPG PC,콘솔,모바일	나온렘: ARISE ARPG PC, 콘솔	프로젝트 SOL MMORPG PC, 모바일										
카카오 게임즈	가디언소더 ARPG 모바일	SM 게임 스테이션 (가짜) 캐주얼 모바일	갯 세이브 버밍엄 좀비 생존 시물 PC	크로노 오디세이 ARPG PC, 콘솔	Project C 서브컬처 PC, 모바일	Project Q MMORPG PC, 모바일			아키에이지 크로니클 ARPG PC,콘솔	Project S 루트슈터 PC,콘솔	검술영가 맥내아들 IP 현타 ARPG PC,콘솔					
펄어비스						붉은사막 오픈월드액션 PC, 콘솔										
컴투스				더 스타라이트 MMORPG PC, 모바일	프로젝트 M MMORPG PC, 모바일			프로젝트 ES MORPG PC, 모바일	프로젝트 MAIDEN 육성 시물 PC, 모바일	도원왕귀 IP RPG PC, 모바일	데스티니 차일드 IP 키우기 RPG 모바일	전자적 독자자점 IP RPG 모바일,PC				
더블유 게임즈				Color Slide Jam 캐주얼 게임 모바일	Jewelry Jam 캐주얼 게임 모바일	Hexa Hive Adventure 캐주얼 게임 모바일										

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

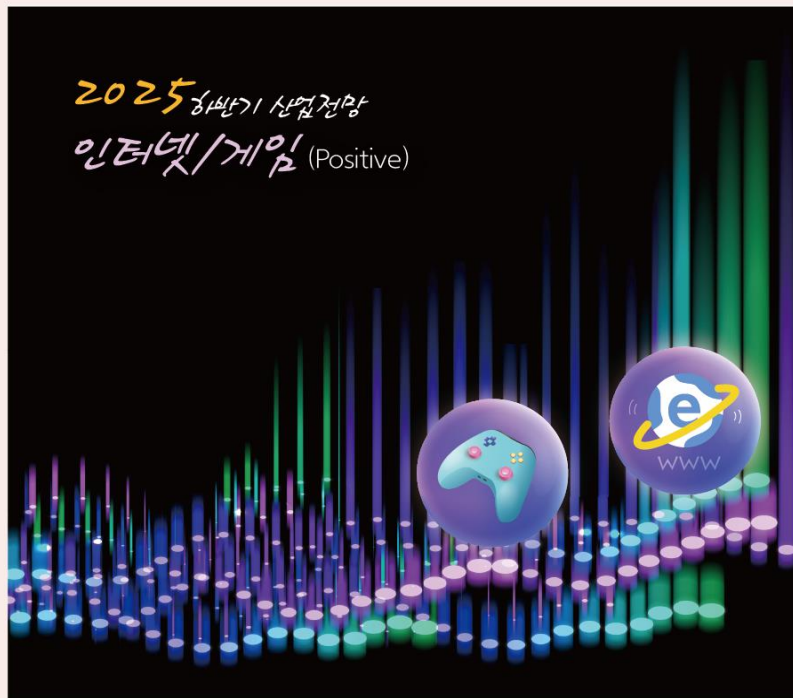


게임 커버리지 기업별 하반기 주요 포인트

[한화리서치센터]

- ❖ 크래프톤(TP 440,000원): 최근 주가 흐름은 대규모 자사주 매입 효과에도 시장 수익률 대비 하회. 인조이 성과 기대치 하회에 대한 소화 기간이었다고 판단. 스포츠키, K팝스타 등 대형 이벤트가 예정되어 있는 하반기에도 견고한 성장 전망. 서브노티카2와 덩컴의 출시 일정 구체화까지는 폼지의 실적이 끌고 가야 하는 구간
- ❖ 엔씨소프트(TP 220,000원): 하반기 기대작 아이온2는 약 4~5년 전 공개했던 묵혀있던 라인업 중 하나. 그 만큼 동사의 메인 IP이고 최근 출시된 신작 중 가장 모멘텀이 크게 작용할 라인업이라고 판단. BM과 게임성이 공개되지 않은 상황에서 기대감을 무작정 높일 수는 없지만 3조 초반 시총 수준에서는 출시 전까지 트레이딩 전략 권고
- ❖ 펠어비스(TP 47,000원): 내년 5월 출시 예정인 글로벌 빅타이틀과의 시차를 고려하면 연내 출시 가능성 높음. 최근 게임 시장은 완성도나 실제 판매량을 예단하기 더욱 어려워졌기에, 출시된다는 기대감만으로도 8~9월까지 트레이딩 가능하다고 판단. 공개된 보스전과 다른 오픈월드를 강조할 수 있는 신규 빌드 공개 시에는 기대감 증폭 예상
- ❖ 더블유게임즈(TP 65,000원): 현재 밸류에이션 25E P/E 5배 수준. 순현금 약 8천억 원을 활용한 추가 M&A를 적극 진행하고 있는 것으로 파악되며, 그간 보여준 투자 역량 고려 시 실적과 시너지 두가지 면에서 득이되는 딜이 성사될 가능성 높다고 판단
- ❖ 카카오게임즈(TP 16,000원): MMORPG 경쟁 심화와 수익성 악화에 대한 우려가 반영됐다고 판단. SGF에서 공개될 크로노오디세이 6월 CBT 날짜와, 이후 유저 피드백이 중요. 이외 하반기 신작 라인업은 풍부한 상황으로 낮아진 주가에서는 트레이딩 전략 유효





IV

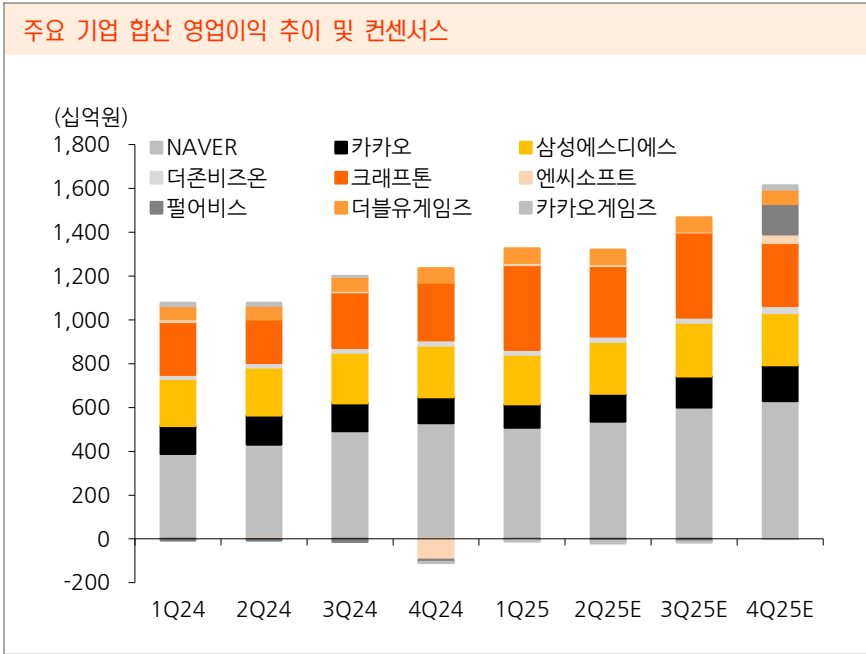
투자전략 및
Valuation



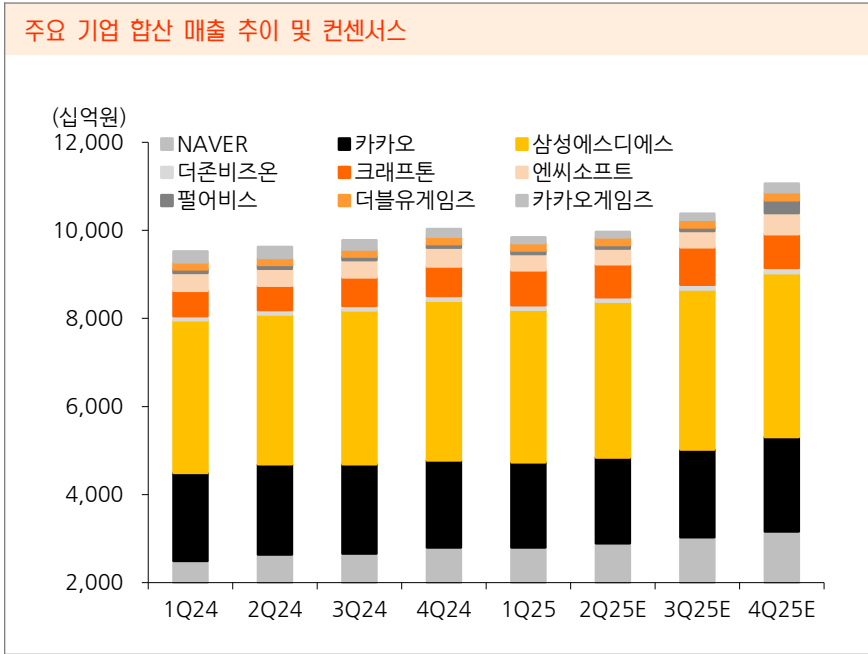
투자전략 및 Valuation

[한화리서치센터]

- ❖ 업종 투자의견 긍정적(Positive) 유지. 대부분 업체의 영업이익은 1분기가 저점일 것으로 예상. 광고 업황 회복 지연 및 신규 사업 가시화에 대한 우려 요인들이 확인 되어야하지만, 이는 이미 컨센서스와 주가에 반영되어 있다고 판단
- ❖ 실적 방향성에서 가장 중요하게 봐야할 부분은 매출액>영업이익. 인력 효율화, 비용 통제 등으로 수익성 개선 그림을 나타내 온 기업은 섹터 내 거의 모든 기업들이 이미 해당. 게다가 이를 초점으로 한 주가 움직임도 이미 여러 번 반영된 상황
- ❖ 매출 성장률을 올릴 수 있는 업체로 선별 필요



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터

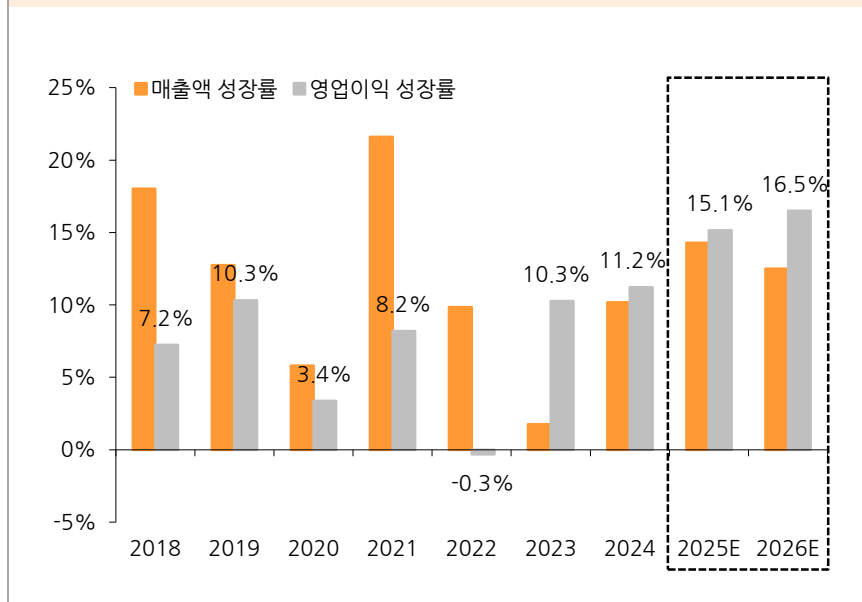


투자전략 및 Valuation

[한화리서치센터]

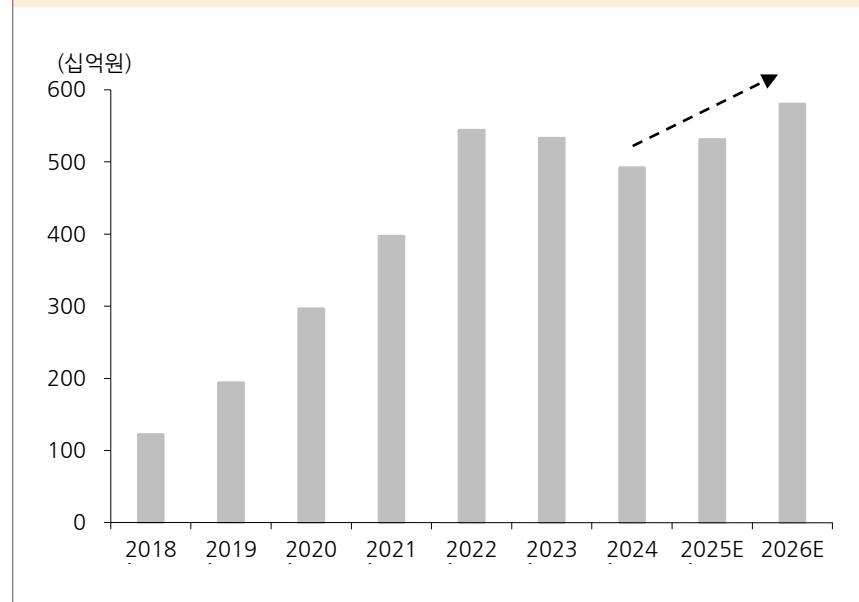
- ❖ NAVER 별도 영업이익은 25E 15.1%, 26E 16.5% 성장 전망. 카카오 별도 영업이익은 2년 감소 이후 반등세 전망
- ❖ NAVER는 글로벌 스토리가 추가되지 못한 상황에서 멀티플 20배 이상을 바라보기엔 부족하지만, 현재 기준 밸류에이션 P/E 15배 수준에서는 비중을 늘릴 만한 자리라고 판단함

NAVER 별도 기준 수준 실적은 문제 없는 수준



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

카카오 별도 영업이익은 특비즈 사업 개편으로 반등세 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정



투자전략 및 Valuation

[한화리서치센터]

- ❖ 인터넷 최선호주 카카오/NAVER 유지. 인터넷 대형주 모두 최선호주를 제시한다는 것은 그만큼 업종 전반적으로 올려있는 주가의 상승 가능성을 높게 본다는 판단임
- ❖ 게임 업종 대부분 업체는 단기 모멘텀을 활용하는 적극적 트레이딩 전략을 제시. 주요 기업들의 주가 수준은 신작 기대감이 전혀 반영되지 않았기에 일정 성과에 대한 주가 상승 여력 클 것으로 예상. 최선호주 펠어비스 유지, 관심주 엔씨소프트와 더블유게임즈 제시

커비리지 종목 투자의견과 목표주가									
기업명	투자의견	시가총액 (십억원)	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	25E 매출액 성장률(%)	25E 영업이익 성장률(%)	25E P/E	26E P/E
NAVER	Buy	29,390	300,000(유지)	185,500	61.7	10.8	16.5	15.0	12.9
카카오	Buy	18,375	52,000(유지)	41,600	25.0	2.6	15.0	32.4	30.9
삼성에스디에스	Buy	10,276	180,000(유지)	132,800	35.5	5.5	7.5	12.0	10.4
더존비즈온	Buy	1,896	90,000(유지)	62,400	44.2	9.7	12.9	26.1	21.5
크래프톤	Buy	17,610	440,000(유지)	367,500	19.7	16.1	15.6	16.2	14.3
엔씨소프트	Buy	3,587	220,000(하향)	166,500	32.1	(1.0)	흑전	27.5	15.2
펠어비스	Buy	2,474	47,000(상향)	38,500	22.1	59.5	98.9	20.8	18.8
더블유게임즈	Buy	1,070	65,000(유지)	49,800	30.5	10.4	1.5	6.0	5.5
카카오게임즈	Hold	1,355	16,000(유지)	16,350	(2.1)	(7.7)	(93.7)	(48.9)	(58.4)

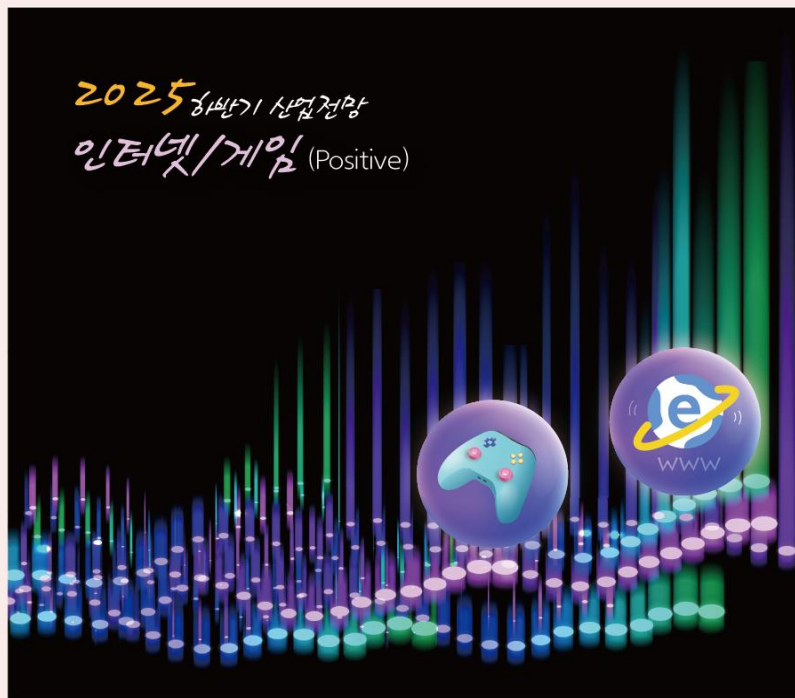
주: 6월 4일 종가 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

Horizontal lines for memo writing.





V

기업분석

NAVER | 카카오 | 삼성에스디에스 | 더존비즈온
크래프톤 | 엔씨소프트 | 펠어비스 | 더블유게임즈 | 카카오게임즈



NAVER (035420) 구조적 디레이팅 감안하고 봐도

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

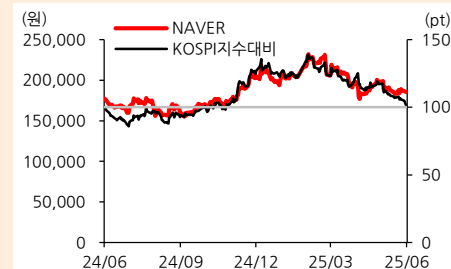
Stock Data

현재 주가(6/4)	185,500원
상승여력	▲ 61.7%
시가총액	293,901억원
발행주식수	158,437천주
52주 최고가/최저가	232,000/155,000원
90일 일평균 거래대금	1,100.18억원
외국인 지분율	48.5%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	6.1%
자사주 (외 1인)	5.8%

Stock Price



이익 안정성은 주가를 지지, 밸류에이션 갭은 일부 축소 가능

- 동사가 해외 기업 대비 받아온 멀티플 프리미엄은 1)내수 시장 내 높은 점유율과 진입장벽, 2)플랫폼 기반 사업구조의 버티컬 서비스 확장 및 침투가 용이하던 점에 기인해왔음. AI서비스들의 경쟁 심화로 중장기적 트래픽 유지에 대한 의문점이 해결되지 않고 있는 점은 고려하면 일부 디레이팅은 불가피
- 다만 디레이팅 강도 판단이 중요한데, 25E 별도 이익 기준으로 현재 시총은 13.3배 수준. 주요 해외 기업 대비 40% 수준의 할인율 적용하면서 까까지의 디레이팅 전개 가능성은 없다고 판단
- 커머스 전략은 명확하고 구체적. 최근 1년간 점유율 격차를 확대시킨 쿠팡을 이기겠다는 것이 아닌 약점으로 꼽힌 요인(멤버십, 신선 식품, 수수료 정책)들의 개선을 통해 점유율을 확보하겠다는 전략

투자 의견 BUY와 목표주가 30만 원 유지

- 글로벌 스토리가 추가되지 못한 상황에서 멀티플 20배 이상을 바라보기엔 부족하지만, 현재 기준 밸류에이션 P/E 15배 수준에서는 비중을 늘릴 만한 자리라고 판단

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	11,895	13,289
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,305	2,725
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,149	3,643
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,781	2,084
EPS	4,634	6,824	13,322	12,339	14,435
순차입금	986	480	-2,744	-2,760	-4,486
PER	38.3	32.8	14.9	15.0	12.9
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	8.5	6.8
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	3.3	4.4	7.9	6.8	7.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



NAVER (035420) 구조적 디레이팅 감안하고 봐도

[한화리서치센터]

NAVER 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,880	3,029	3,198	9,671	10,738	11,895	13,289
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	10.3	11.6	10.8	17.6	11.0	10.8	11.7
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,013	1,056	1,088	1,128	3,589	3,946	4,284	4,671
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	785.5	818.2	831.9	2,725	2,950	3,189	3,485
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	255.1	253.9	280.2	846	919	1,006	1,121
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	823.9	854.0	918.6	2,547	2,923	3,384	3,963
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	407.6	424.9	443.6	1,355	1,508	1,669	1,854
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	459.3	444.4	495.2	500.1	1,733	1,796	1,899	2,012
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.6	148.2	167.7	207.7	447.2	563.8	658.3	789.5
YoY (%) 성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	8.0	9.0	5.9	0.6	9.9	8.6	9.0
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	7.4	8.6	8.3	4.5	8.2	8.1	9.3
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	7.3	8.6	10.6	11.2	(10.0)	8.6	9.5	11.4
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	14.6	17.7	18.5	41.4	14.8	15.8	17.1
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	10.6	10.3	10.6	14.2	11.3	10.6	11.1
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	5.8	7.0	7.0	37.4	3.7	5.7	6.0
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	15.0	19.0	16.0	17.0	11.0	26.1	16.8	19.9
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,357	2,426	2,525	8,182	8,758	9,589	10,564
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	10.2	10.7	7.8	18.3	7.0	9.5	10.2
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	714.6	721.5	735.6	2,573	2,664	2,859	3,112
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,008.3	1,052.7	1,107.4	3,534	3,790	4,143	4,522
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	195.9	201.8	216.9	596	705	804	915
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	437.9	449.5	465.4	1,480	1,599	1,783	2,015
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.7	523.7	603.8	672.3	1,489	1,979	2,305	2,725
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.1	10.8	14.9	24.0	14.1	32.9	16.5	18.2
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.2	19.9	21.0	15.4	18.4	19.4	20.5
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	424.8	415.8	481.8	459.6	985	1,926	1,781	2,084
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	14.4	15.9	14.4	10.2	17.9	15.0	15.7

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터





NAVER 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	11,895	13,289
매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,895	13,289
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,305	2,725
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,149	3,643
순이자손익	35	10	89	75	69
외화관련손익	63	62	38	0	0
지분법손익	10	244	565	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,317	2,440	2,855
당기순이익	673	985	1,926	1,781	2,084
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,781	2,084
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	10.8	11.7
영업이익	72.1	14.1	32.9	16.5	18.2
EBITDA	106.8	11.0	55.1	-2.0	15.7
순이익	49.0	46.3	95.6	-7.5	17.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	19.4	20.5
EBITDA이익률	22.7	21.4	29.9	26.5	27.4
세전이익률	13.2	15.3	21.6	20.5	21.5
순이익률	8.2	10.2	17.9	15.0	15.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,655	11,451
현금성자산	3,967	4,403	7,122	7,138	8,864
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,821	1,864
재고자산	9	15	22	26	27
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,061	29,376
투자자산	23,520	22,523	22,226	22,286	22,349
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,184	3,501
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,591	3,526
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,716	40,827
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,281	5,399
매입채무	2,935	3,873	3,866	3,010	3,081
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	1,105	1,105
비유동부채	4,968	5,194	5,075	5,144	5,217
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	3,273	3,273
부채총계	10,449	11,500	11,167	10,425	10,616
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,583	29,504
자본조정	-2,475	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273
자기주식	-1,017	-853	-876	-876	-876
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,290	30,211





NAVER 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,806	1,290	3,122
당기순이익	673	985	1,932	1,781	2,084
자산상각비	561	582	1,232	843	918
운전자본증감	307	361	0	-1,075	48
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-233	-43
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-5	-1
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	-856	71
투자현금흐름	-1,216	-950	-1,541	-1,230	-1,356
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,014	-1,133
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,678	-119	-124
재무현금흐름	-339	-110	-646	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	-10	-163	-163
배당금의 지급	-213	-137	-136	-163	-163
총현금흐름	1,991	2,311	2,806	2,365	3,074
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-520	1,075	-48
(-)설비투자	701	641	592	1,014	1,133
(+)자산매각	-42	-44	-16	-37	-37
Free Cash Flow	1,196	2,481	2,718	239	1,951
(-)기타투자	-807	1,240	-225	60	62
잉여현금	2,003	1,241	2,943	179	1,889
NOPLAT	810	990	1,646	1,683	1,989
(+) Dep	561	582	1,232	843	918
(-)운전자본투자	52	-854	-520	1,075	-48
(-)Capex	701	641	592	1,014	1,133
OpFCF	619	1,785	2,806	437	1,822

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	13,322	12,339	14,435
BPS	138,642	142,887	160,694	168,831	180,955
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,232	17,710	14,927	19,402
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	4.6	5.2
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	6.8	7.5
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	40.6	40.8
Multiples(x,%)					
PER	38.3	32.8	14.9	15.0	12.9
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
PSR	3.5	3.8	2.9	2.5	2.2
PCR	14.6	15.7	11.2	12.4	9.6
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	8.5	6.8
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	36.9	35.1
Net debt/Equity	4.2	2.0	-10.2	-9.8	-14.8
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-85.5	-87.7	-123.1
유동비율	117.5	111.5	153.9	182.8	212.1
이자보상배율(배)	18.2	11.7	18.9	21.1	22.2
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	10.7	14.0	13.7
현금+투자자산	92.9	88.4	89.3	86.0	86.3
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.0	13.4	12.7
자기자본	82.6	83.2	86.0	86.6	87.3





카카오 (035720) 특비즈 성장세를 대부분 믿지 않고 있기에

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 52,000원

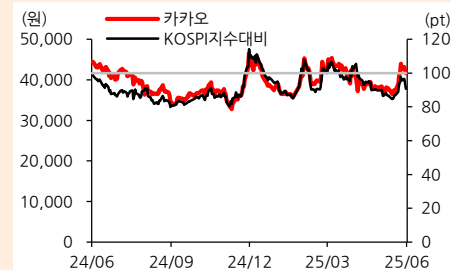
Stock Data

현재 주가(6/4) 41,600원
상승여력 ▲ 25.0%
시가총액 183,752억원
발행주식수 441,711천주
52주 최고가/최저가 46,600/32,800원
90일 일평균 거래대금 917.28억원
외국인 지분율 29.0%

주주 구성

김범수 (외 93인) 24.3%
MAXIMOPT (외 1인) 6.3%
국민연금공단 (외 1인) 5.4%

Stock Price



1분기 실적은 저점, 신사업 기대감을 반영하고 있지 않은 주가

- 올해 실적 핵심은 콘텐츠 사업 부진을 플랫폼 부문이 얼마나 상쇄 시키느냐에 있음
- 광고, 모빌리티 등 핵심 사업의 우호적인 계절성과 신규 광고 상품 출시로 인해 1분기 실적을 저점으로 점진적 개선 기대
- 동사의 플랫폼 서비스는 특, 결제, 은행, 커머스, 모빌리티 등 생태계 확장 인프라가 충분한 상황, 이에 궁극적인 AI B2C 모델의 지향점인 에이전트 서비스 시장에서의 선도 역할을 동사가 할 가능성이 크다고 판단

투자 의견 BUY와 목표주가 5만 2천원 유지

- 동사의 주가는 신사업에 대한 기대가 거의 반영되지 않았으며 생태계 확장 가능성에서 상방이 높다고 판단. 특히 특비즈 사업 성장세에 대한 그림을 대부분 믿지 않는 상황이므로 유지
- 여전히 편안하게 설명되는 밸류에이션은 아니지만, 동사 주가는 밸류에이션 매력으로 움직인 경험은 없음
- 25년과 26년 영업이익은 각각 15%, 24% 증가 전망, 향후 특비즈 개편의 기대 이상 성과에 따라 상향 가능성 높음

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,872	8,079	8,742
영업이익	569	461	460	529	657
EBITDA	1,151	1,222	1,296	1,399	1,532
지배주주순이익	1,358	-1,013	55	562	588
EPS	3,049	-2,276	126	1,286	1,347
순차입금	-1,821	-2,718	-3,416	-2,266	-2,751
PER	17.4	-23.9	302.0	32.4	30.9
PBR	2.4	2.5	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	11.5	10.2
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
ROE	13.6	-10.3	0.6	5.5	5.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



카카오 (035720) 특비즈 성장세를 대부분 믿지 않고 있기에

[한화리서치센터]

카카오 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,989	2,005	1,921	1,957	1,864	2,012	2,021	2,183	7,556	7,872	8,079	8,742
YoY (%)	22.5	4.2	(4.5)	(2.0)	(6.3)	0.4	5.2	11.5	11.1	4.2	2.6	8.2
플랫폼부문	955	955	943	1047	993	1050	1048	1106	3,554	3,901	4,197	4,694
특비즈	516	508	501	557	553	561	571	602	1,982	2,082	2,287	2,584
포털비즈	85	88	76	83	74	85	71	79	344	332	309	321
플랫폼기타	354	360	366	407	366	404	406	425	1,228	1,487	1,601	1,789
콘텐츠부문	1,034	1,050	978	910	871	962	973	1,077	4,002	3,971	3,882	4,048
뮤직	468	511	471	470	438	488	479	536	1,724	1,920	1,941	2,012
스토리	227	216	219	203	213	225	227	230	922	864	895	928
게임	243	233	234	163	145	166	185	222	1,009	873	718	768
미디어	95	90	55	74	75	83	82	89	347	313	329	340
YOY 성장률												
플랫폼부문	13%	10%	7%	9%	4%	10%	11%	6%	3%	10%	8%	12%
특비즈	6%	6%	5%	4%	7%	11%	14%	8%	4%	5%	10%	13%
포털비즈	1%	-2%	-8%	-6%	-12%	-3%	-7%	-5%	-19%	-4%	-7%	4%
플랫폼기타	27%	20%	15%	23%	3%	12%	11%	4%	8%	21%	8%	12%
콘텐츠부문	33%	0%	-14%	-13%	-16%	-8%	-1%	18%	20%	-1%	-2%	4%
뮤직	102%	6%	-8%	-6%	-6%	-4%	2%	14%	93%	11%	1%	4%
스토리	-1%	-7%	-12%	-5%	-6%	4%	4%	13%	0%	-6%	4%	4%
게임	-2%	-13%	-11%	-29%	-40%	-29%	-21%	36%	-9%	-13%	-18%	7%
미디어	41%	22%	-49%	-25%	-21%	-7%	50%	20%	-16%	-10%	5%	3%
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,877	1,889	2,025	7,096	7,411	7,550	8,085
YoY (%)	19.7	3.4	(5.1)	2.4	(5.9)	0.3	5.5	7.6	13.9	4.4	1.9	7.1
인건비	479	481	459	498	479	480	477	490	1,860	1,917	1,926	2,022
매출연동비	820	797	748	654	701	785	788	851	2,986	3,018	3,125	3,421
외주/인프라	202	196	194	288	206	211	202	240	835	880	860	913
마케팅비	89	108	105	103	87	101	106	112	406	406	406	433
상각비	198	207	211	246	206	240	245	255	751	862	946	1,015
기타	62	66	59	65	60	60	71	76	228	252	268	281
영업이익	120.6	134.0	130.5	75.4	105.4	134.9	131.5	157.6	460	461	529	657
YoY (%)	92.7	18.5	5.0	(52.8)	(12.6)	0.7	0.7	108.9	(19.2)	0.2	15.0	24.1
영업이익률(%)	6.1	6.7	6.8	3.9	5.7	6.7	6.5	7.2	6.1	5.9	6.6	7.5
당기순이익	67.7	87.1	78.5	(395.2)	190.9	117.8	115.3	138.0	(1816)	(162)	562	588
YoY (%)	712	59	113	적유	182	35	47	흑전	적전	적유	흑전	4.7
당기순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.2	5.9	5.7	6.3	(24.0)	(2.1)	7.0	6.7

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터



카카오 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,872	8,079	8,742
매출총이익	6,799	7,557	7,872	8,079	8,742
영업이익	569	461	460	529	657
EBITDA	1,151	1,222	1,296	1,399	1,532
순이자손익	69	57	49	56	65
외화관련손익	-26	-4	25	0	0
지분법손익	1,603	-135	13	0	0
세전계속사업손익	1,269	-1,648	-3	661	692
당기순이익	1,067	-1,817	-162	562	588
지배주주순이익	1,358	-1,013	55	562	588
증가율(%)					
매출액	1,262.9	11.2	4.2	2.6	8.2
영업이익	222.7	-19.1	-0.1	15.0	24.1
EBITDA	476.9	6.1	6.1	8.0	9.5
순이익	612.2	적전	적지	흑전	4.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	6.1	5.8	6.6	7.5
EBITDA이익률	16.9	16.2	16.5	17.3	17.5
세전이익률	18.7	-21.8	0.0	8.2	7.9
순이익률	15.7	-24.0	-2.1	7.0	6.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	7,756	9,988	10,959	9,950	10,502
현금성자산	6,022	7,228	7,801	6,651	7,137
매출채권	772	1,205	1,243	1,286	1,275
재고자산	160	139	65	88	88
비유동자산	14,451	15,192	14,732	14,740	14,798
투자자산	7,464	7,998	8,309	8,424	8,544
유형자산	885	1,337	1,286	1,273	1,301
무형자산	6,022	5,769	5,137	5,043	4,954
자산총계	22,964	25,180	25,691	24,691	25,301
유동부채	4,768	7,564	8,633	7,304	7,313
매입채무	1,642	4,934	5,296	3,927	3,893
유동성이자부채	1,376	1,931	2,338	2,338	2,338
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,235	3,275
비유동이자부채	2,825	2,579	2,047	2,047	2,047
부채총계	9,448	11,321	11,830	10,539	10,587
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,479	3,041
자본조정	-1,209	-1,043	-758	-1,084	-1,084
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,151	14,714





카카오 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	678	1,341	1,250	-245	1,445
당기순이익	1,067	-1,817	-162	562	588
자산상각비	581	761	835	870	875
운전자본증감	-460	248	-4	-1,470	-58
매출채권 감소(증가)	-69	-108	-20	-43	11
재고자산 감소(증가)	-73	43	0	-23	1
매입채무 증가(감소)	64	418	-27	-1,369	-34
투자현금흐름	-1,574	-1,780	10	-945	-1,003
유형자산처분(취득)	-439	-561	-348	-615	-665
무형자산 감소(증가)	-91	-135	-87	-148	-148
투자자산 감소(증가)	-75	227	415	-67	-70
재무현금흐름	412	1,020	-521	-27	-26
차입금의 증가(감소)	265	-75	-390	0	0
자본의 증가(감소)	50	-20	-4	-27	-26
배당금의 지급	-23	-55	-27	-27	-26
총현금흐름	1,193	1,184	1,300	1,225	1,503
(-)운전자본증가(감소)	390	-1,215	-263	1,470	58
(-)설비투자	453	575	380	615	665
(+)자산매각	-76	-121	-55	-148	-148
Free Cash Flow	275	1,703	1,129	-1,008	632
(-)기타투자	1,041	2,278	237	115	120
잉여현금	-766	-575	892	-1,123	512
NOPLAT	479	334	334	450	558
(+) Dep	581	761	835	870	875
(-)운전자본투자	390	-1,215	-263	1,470	58
(-)Capex	453	575	380	615	665
OpFCF	218	1,735	1,053	-765	710

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,049	-2,276	126	1,286	1,347
BPS	22,414	21,948	22,858	23,328	24,595
DPS	60	61	60	60	60
CFPS	2,679	2,662	2,931	2,760	3,388
ROA(%)	5.9	-4.2	0.2	2.2	2.4
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.5	5.5
ROIC(%)	7.4	5.1	6.1	7.9	8.7
Multiples(x,%)					
PER	17.4	-23.9	302.0	32.4	30.9
PBR	2.4	2.5	1.7	1.8	1.7
PSR	3.5	3.2	2.2	2.3	2.1
PCR	19.8	20.4	13.0	15.1	12.3
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	11.5	10.2
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	69.9	81.7	84.8	74.5	72.0
Net debt/Equity	-13.5	-19.6	-24.5	-16.0	-18.7
Net debt/EBITDA	-158.2	-222.5	-263.7	-162.0	-179.6
유동비율	162.7	132.0	126.9	136.2	143.6
이자보상배율(배)	5.2	2.8	2.3	3.0	3.7
자산구조(%)					
투하자본	34.6	28.1	23.6	29.8	29.3
현금+투자자산	65.4	71.9	76.4	70.2	70.7
자본구조(%)					
차입금	23.7	24.6	23.9	23.7	23.0
자기자본	76.3	75.4	76.1	76.3	77.0





삼성에스디에스 (018260) 가시성 높은 CSP 매출 성장세

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

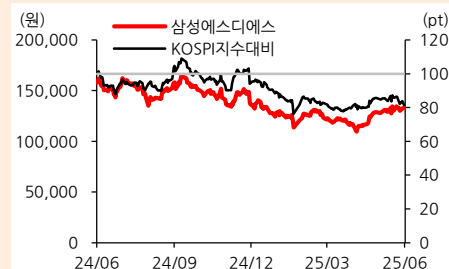
Stock Data

현재 주가(6/4)	132,800원
상승여력	▲ 35.5%
시가총액	102,758억원
발행주식수	77,378천주
52주 최고가/최저가	164,800/109,600원
90일 일평균 거래대금	142.02억원
외국인 지분율	19.2%

주주 구성

삼성전자 (외 11인)	48.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.8%
삼성에스디에스우리카주 (외 1인)	0.2%

Stock Price



여전히 클라우드 데이터센터 서버 수요는 강한 상황

- 1분기 반등을 시작으로 클라우드 매출 성장세는 이어질 것으로 예상. 여전히 클라우드 데이터센터 서버 수요는 높아지고 있고, GPU 가동률과 클라우드네트워크 관련 매출 성장세도 견조할 것으로 예상
- 25E CSP 매출액은 YoY 15.8% 성장하며 클라우드 사업을 견인할 전망. 하반기 동탄 데이터센터 가동률 상승에 기인
- 지난해 11월 매입한 구미 토지는 GPU 중심 IDC 설비가 예상됨. 중장기적 클라우드 서비스 수요 대응을 위한 성장동력 확보로 판단

투자 의견 BUY와 목표주가 18만 원 유지

- 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준으로 경기 침체 및 IT 투자 지출 축소 우려가 대부분 반영된 수준이라고 봄
- 약 6조 원 수준의 현금성 자산과 활용 방안에 대한 보다 구체적인 정책이 제시되면 리레이팅 가능할 전망

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	17,235	13,277	13,828	14,585	15,520
영업이익	916	808	911	979	1,101
EBITDA	1,428	1,421	1,518	1,668	1,759
지배주주순이익	1,100	693	757	859	987
EPS	14,213	8,965	9,787	11,105	12,761
순차입금	-4,161	-4,623	-5,040	-5,452	-6,238
PER	8.7	19.0	13.1	12.0	10.4
PBR	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	3.8	6.0	3.2	2.9	2.3
배당수익률(%)	2.6	1.6	2.3	2.2	2.2
ROE	14.2	8.2	8.4	9.0	9.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성에스디에스 (018260) 가시성 높은 CSP 매출 성장세

[한화리서치센터]

삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,247	3,369	3,570	3,642	3,490	3,505	3,735	3,854	13,277	13,828	14,585	15,520
IT서비스	1,554	1,586	1,630	1,632	1,600	1,685	1,735	1,804	6,106	6,402	6,825	7,415
SI	288	268	257	266	236	258	263	273	1,152	1,079	1,030	1,370
ITO	735	763	736	766	712	756	754	775	3,074	2,999	2,997	2,793
클라우드	531	556	637	600	653	671	718	755	1,881	2,324	2,798	3,252
물류BPO	1,694	1,783	1,940	2,010	1,889	1,820	2,000	2,051	7,171	7,427	7,760	8,106
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT서비스	48	47	46	45	46	48	46	47	46	46	47	48
물류BPO	52	53	54	55	54	52	54	53	54	54	53	52
영업이익	226	221	253	212	269	238	242	231	808	911	979	1,101
영업이익률(%)	7.0	6.6	7.1	5.8	7.7	6.8	6.5	6.0	6.1	6.6	6.7	7.1
IT서비스	170	198	223	182	226	213	214	200	670	773	852	942
영업이익률(%)	10.9	12.5	13.7	11.2	14.1	12.6	12.3	11.1	11.0	12.1	12.5	12.7
물류BPO	56	23	30	30	43	25	28	31	138	139	127	159
영업이익률(%)	3.3	1.3	1.5	1.5	2.3	1.4	1.4	1.5	1.9	1.9	1.6	2.0
당기순이익	217	191	186	196	218	222	209	211	702	790	859	987
당기순이익률(%)	6.7	5.7	5.2	5.4	6.2	6.3	5.6	5.5	5.3	5.7	5.9	6.4
YoY(%)												
매출액	(4.5)	2.4	11.3	7.9	7.5	4.0	4.6	5.8	(23.0)	4.2	5.5	6.4
IT서비스	5.7	5.0	8.0	1.0	3.0	6.2	6.5	10.5	2.3	4.8	6.6	8.6
SI	0.4	(7.3)	(7.1)	(11.2)	(18.2)	(3.5)	2.5	2.7	(22.4)	(6.3)	(4.5)	32.9
ITO	(5.0)	(1.9)	(3.5)	0.7	(3.1)	(0.9)	2.4	1.2	(7.5)	(2.4)	(0.1)	(6.8)
클라우드	29.5	25.1	35.3	7.9	23.0	20.7	12.8	26.0	61.8	23.5	20.4	16.2
물류BPO	(12.3)	0.1	14.2	14.2	11.6	2.1	3.1	2.0	(36.4)	3.6	4.5	4.4
영업이익	16.3	7.0	31.0	(1.4)	18.9	7.9	(4.4)	9.1	(11.8)	12.7	7.5	12.4
IT서비스	15.7	17.3	33.2	(2.8)	33.0	7.6	(4.2)	9.9	6.1	15.3	10.3	10.5
물류BPO	17.9	(39.0)	16.8	8.1	(24.1)	10.8	(6.3)	4.3	(51.4)	0.2	(8.4)	25.4
당기순이익	4.1	11.7	5.2	34.2	0.3	16.3	12.3	7.5	(37.9)	12.5	8.8	14.9

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터



삼성에스디에스 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	17,235	13,277	13,828	14,585	15,520
매출총이익	1,901	1,796	2,012	1,608	1,711
영업이익	916	808	911	979	1,101
EBITDA	1,428	1,421	1,518	1,668	1,759
순이자손익	82	143	133	87	92
외화관련손익	26	4	41	0	0
지분법손익	7	6	5	0	0
세전계속사업손익	1,132	986	1,103	1,081	1,208
당기순이익	1,130	701	790	859	987
지배주주순이익	1,100	693	757	859	987
증가율(%)					
매출액	118.2	-23.0	4.2	5.5	6.4
영업이익	54.4	-11.8	12.7	7.5	12.4
EBITDA	44.3	-0.5	6.8	9.9	5.4
순이익	160.2	-37.9	12.6	8.8	14.9
이익률(%)					
매출총이익률	11.0	13.5	14.6	11.0	11.0
영업이익률	5.3	6.1	6.6	6.7	7.1
EBITDA이익률	8.3	10.7	11.0	11.4	11.3
세전이익률	6.6	7.4	8.0	7.4	7.8
순이익률	6.6	5.3	5.7	5.9	6.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,006	8,160	9,004	9,683	10,462
현금성자산	5,030	5,491	6,024	6,436	7,221
매출채권	2,551	2,229	2,534	2,784	2,759
재고자산	41	24	19	20	19
비유동자산	3,947	4,161	4,235	4,169	4,169
투자자산	1,713	1,687	1,647	1,707	1,770
유형자산	1,520	1,654	1,774	1,645	1,579
무형자산	713	819	814	817	820
자산총계	11,952	12,321	13,238	13,852	14,631
유동부채	2,493	2,392	2,495	2,599	2,606
매입채무	1,845	1,663	1,703	1,785	1,769
유동성이자부채	193	211	267	267	267
비유동부채	992	954	1,037	1,046	1,056
비유동이자부채	676	657	717	717	717
부채총계	3,485	3,345	3,533	3,646	3,661
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	7,995	8,630	9,392
자본조정	-114	-125	2	-132	-132
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,467	8,976	9,705	10,207	10,969





삼성에스디에스 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,290	1,461	1,346	1,259	1,667
당기순이익	1,130	701	790	859	987
자산상각비	512	613	607	689	658
운전자본증감	-100	-106	0	-164	13
매출채권 감소(증가)	107	194	-233	-250	25
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
매입채무 증가(감소)	-49	-12	-60	83	-16
투자현금흐름	-645	-622	-1,027	-800	-842
유형자산처분(취득)	-587	-445	-485	-501	-533
무형자산 감소(증가)	-60	-29	-52	-62	-62
투자자산 감소(증가)	-93	-51	-552	-177	-184
재무현금흐름	-355	-463	-439	-224	-224
차입금의 증가(감소)	-167	-208	-212	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-248	-227	-224	-224
배당금의 지급	-188	-248	-209	-224	-224
총현금흐름	1,594	1,510	1,346	1,423	1,654
(-)운전자본증가(감소)	-88	-187	262	164	-13
(-)설비투자	592	451	486	501	533
(+)자산매각	-55	-24	-52	-62	-62
Free Cash Flow	1,035	1,222	547	697	1,073
(-)기타투자	93	390	-325	61	63
잉여현금	942	832	871	636	1,010
NOPLAT	914	575	652	778	900
(+) Dep	512	613	607	689	658
(-)운전자본투자	-88	-187	262	164	-13
(-)Capex	592	451	486	501	533
OpFCF	923	924	511	802	1,038

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	14,213	8,965	9,787	11,105	12,761
BPS	106,273	111,893	120,618	127,093	136,951
DPS	3,200	2,700	2,900	2,900	2,900
CFPS	20,600	19,509	17,399	18,394	21,378
ROA(%)	9.8	5.7	5.9	6.3	6.9
ROE(%)	14.2	8.2	8.4	9.0	9.7
ROIC(%)	25.1	13.8	15.0	17.1	19.6
Multiples(x,%)					
PER	8.7	19.0	13.1	12.0	10.4
PBR	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
PSR	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	6.0	8.7	7.3	7.2	6.2
EV/EBITDA	3.8	6.0	3.2	2.9	2.3
배당수익률	2.6	1.6	2.3	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	41.2	37.3	36.4	35.7	33.4
Net debt/Equity	-49.1	-51.5	-51.9	-53.4	-56.9
Net debt/EBITDA	-291.3	-325.4	-332.0	-326.9	-354.7
유동비율	321.1	341.2	360.8	372.5	401.5
이자보상배율(배)	31.8	21.2	18.2	19.0	21.3
자산구조(%)					
투자자본	38.1	37.0	37.0	36.1	33.7
현금+투자자산	61.9	63.0	63.0	63.9	66.3
자본구조(%)					
차입금	9.3	8.8	9.2	8.8	8.2
자기자본	90.7	91.2	90.8	91.2	91.8





더존비즈온 (012510) 매출 성장세 확인이 필요

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 90,000원

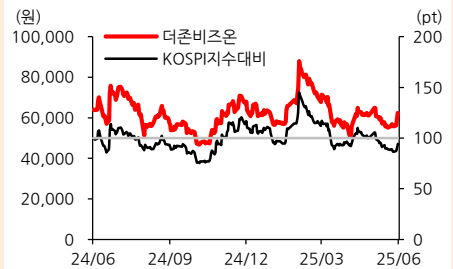
Stock Data

현재 주가(6/4)	62,400원
상승여력	▲ 44.2%
시가총액	18,959억원
발행주식수	30,383천주
52주 최고가/최저가	88,000/46,700원
90일 일평균 거래대금	140.39억원
외국인 지분율	12.1%

주주 구성

김용우 (외 11인)	22.8%
신한밸류업제일차 (외 1인)	10.2%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

Stock Price



AI 도입 가속화 수혜 기대

- ONE AI 계약은 현재 4000개 이상으로 증가 추세를 이어가고 있고, 관련 매출 인식은 지난해 약 4억 원, 1Q25 약 8억 원 된 것으로 파악
- 올해 ONE AI 매출 기여가 본격화되기에 1분기 이익 레벨이 확실한 저점 예상. 2분기 업황 둔화가 이어지고 있음에도 세무법인 사무소들의 니즈가 크게 증가하며 매출 성장세 이어질 것
- 2분기 영업이익으로 YoY 16.1% 증가한 237억 원을 추정

투자의견 BUY와 목표주가 9만 원 유지

- 목표주가는 올해 예상 EPS에 목표배수 38배 적용
- 신정부의 정책 방향성이 AI도입 및 시장 확대에 우호적이고 소상공인 경기가 조금이라도 좋아진다면 동시에 우호적인 환경
- 제주은행과의 디지털 금융 비즈니스는 순차 진행중으로 구체적 사업 관련 업데이트가 이어질 것으로 예상

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	304	354	402	442	502
영업이익	46	69	88	99	114
EBITDA	77	106	125	138	153
지배주주순이익	24	35	59	67	80
EPS	661	982	2,113	2,394	2,899
순차입금	183	216	162	117	56
PER	55.7	29.5	30.1	26.1	21.5
PBR	2.7	2.1	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	16.9	10.4	16.7	14.6	12.8
배당수익률(%)	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	5.1	8.2	12.2	11.8	12.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



더존비즈온 (012510) 매출 성장세 확인이 필요

[한화리서치센터]

더존비즈온 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	944	994	970	1,115	986	1,083	1,093	1,253	3,536	4,023	4,415	5,020
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	8.0	4.5	8.9	12.6	12.4	16.2	13.8	9.7	13.7
Lite ERP	225	233	226	246	249	259	249	268	915	930	1,025	1,138
Standard ERP	275	300	282	321	296	329	336	366	1,062	1,178	1,327	1,510
Extended ERP	210	201	225	228	220	228	239	272	828	865	959	1,102
기타	234	260	237	319	221	267	269	347	730	1,050	1,104	1,270
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	(6.2)	3.0	10.5	11.1	10.2	9.0	8.2	1.7	10.2	11.0
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	11.0	7.5	9.8	19.1	14.1	2.8	10.9	12.7	13.8
Extended ERP	6.1	(2.8)	4.2	10.4	5.0	13.3	6.1	19.0	26.8	4.5	10.9	14.9
기타	77.3	74.7	56.0	7.4	(5.4)	2.6	13.4	8.7	42.6	43.9	5.1	15.0
영업이익	181	204	201	294	216	237	241	300	691	881	994	1,145
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	24.8	19.3	16.1	20.0	1.9	51.9	27.4	12.9	15.2
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	26.4	21.9	21.9	22.0	24.0	19.5	21.9	22.5	22.8
당기순이익	366	107	107	201	120	168	183	197	343	780	665	804
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	92.9	(67.2)	57.4	71.1	(1.9)	48.6	127.5	(14.8)	20.9
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	18.0	12.2	15.5	16.7	15.7	9.7	19.4	15.1	16.0

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터



더존비즈온 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	304	354	402	442	502
매출총이익	120	153	184	191	217
영업이익	46	69	88	99	114
EBITDA	77	106	125	138	153
순이자손익	-7	-14	-14	-13	-13
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	26	0	0
세전계속사업손익	31	45	95	84	102
당기순이익	23	34	78	67	80
지배주주순이익	24	35	59	67	80
증가율(%)					
매출액	123.1	16.2	13.8	9.7	13.7
영업이익	121.8	51.7	27.5	12.9	15.2
EBITDA	116.6	37.6	18.5	10.0	10.6
순이익	110.9	48.8	127.3	-14.8	20.9
이익률(%)					
매출총이익률	39.4	43.2	45.7	43.2	43.2
영업이익률	15.0	19.5	21.9	22.5	22.8
EBITDA이익률	25.3	29.9	31.2	31.2	30.4
세전이익률	10.3	12.8	23.7	18.9	20.3
순이익률	7.6	9.7	19.4	15.1	16.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	144	126	216	269	332
현금성자산	88	63	139	184	245
매출채권	40	49	54	61	62
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	689	758	822	827	837
투자자산	262	280	335	345	356
유형자산	369	373	361	367	377
무형자산	57	104	126	114	104
자산총계	833	883	1,038	1,096	1,169
유동부채	138	415	204	210	216
매입채무	30	37	41	42	43
유동성이자부채	20	272	43	43	43
비유동부채	257	23	278	279	280
비유동이자부채	252	7	258	258	258
부채총계	394	438	483	489	495
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	226	226	474	474	474
이익잉여금	268	286	132	185	252
자본조정	-79	-101	-83	-84	-84
자기주식	-78	-101	-84	-84	-84
자본총계	438	445	555	607	674





더존비즈온 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	77	101	104	102	123
당기순이익	23	34	78	67	80
자산상각비	31	37	37	39	38
운전자본증감	26	4	-11	-3	4
매출채권 감소(증가)	15	2	-5	-7	-1
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	1	1	1
투자현금흐름	30	-68	-35	-44	-49
유형자산처분(취득)	-17	-25	-15	-32	-36
무형자산 감소(증가)	-17	-11	3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-12	-11	-17	-1	-1
재무현금흐름	-95	-33	-6	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-3	-4	5	0	0
자본의 증가(감소)	-95	-29	-12	-14	-14
배당금의 지급	-16	-7	-11	-14	-14
총현금흐름	85	113	138	105	119
(-)운전자본증가(감소)	-22	-19	-3	3	-4
(-)설비투자	17	25	15	32	36
(+)자산매각	-17	-11	4	-1	-1
Free Cash Flow	73	96	130	69	86
(-)기타투자	-80	36	21	10	11
잉여현금	153	59	109	59	75
NOPLAT	34	52	72	79	90
(+) Dep	31	37	37	39	38
(-)운전자본투자	-22	-19	-3	3	-4
(-)Capex	17	25	15	32	36
OpFCF	70	83	98	83	96

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	661	982	2,113	2,394	2,899
BPS	13,697	13,570	17,118	18,774	20,896
DPS	123	217	480	480	480
CFPS	2,696	3,578	4,375	3,334	3,785
ROA(%)	2.7	4.1	6.1	6.2	7.1
ROE(%)	5.1	8.2	12.2	11.8	12.9
ROIC(%)	5.5	8.5	11.4	12.3	14.0
Multiples(x,%)					
PER	55.7	29.5	30.1	26.1	21.5
PBR	2.7	2.1	3.7	3.3	3.0
PSR	3.8	2.6	5.0	4.4	3.9
PCR	13.7	8.1	14.6	18.7	16.5
EV/EBITDA	16.9	10.4	16.7	14.6	12.8
배당수익률	0.3	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	89.9	98.3	87.0	80.6	73.5
Net debt/Equity	41.8	48.5	29.3	19.3	8.3
Net debt/EBITDA	238.4	204.1	129.5	85.0	36.8
유동비율	104.5	30.2	105.7	128.3	154.1
이자보상배율(배)	4.8	4.8	6.0	7.0	8.1
자산구조(%)					
투하자본	63.1	64.6	57.4	54.9	52.0
현금+투자자산	36.9	35.4	42.6	45.1	48.0
자본구조(%)					
차입금	38.3	38.5	35.2	33.2	30.9
자기자본	61.7	61.5	64.8	66.8	69.1



크래프톤 (259960) 펄지 이외의 또 다른 IP 확보를 위한 구간

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 440,000원

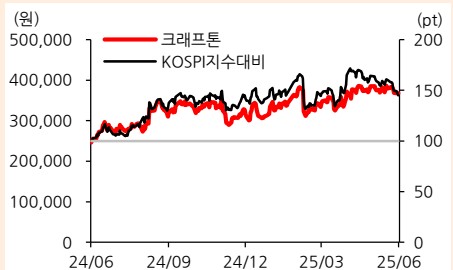
Stock Data

현재 주가(6/4)	367,500원
상승여력	▲ 19.7%
시가총액	176,104억원
발행주식수	47,919천주
52주 최고가/최저가	386,000/246,000원
90일 일평균 거래대금	532.21억원
외국인 지분율	42.2%

주주 구성

장병규 (외 34인)	36.6%
국민연금공단 (외 1인)	7.1%
자사주 (외 1인)	7.0%

Stock Price



매분기 기대를 상회하는 펄지, 신작 타율은 재차 확인해야 할 것

- 올해에도 펄지의 견고한 실적 성장에 대한 그림에 대해서는 시장의 이견이 없음. 2분기 트랙픽 비수기임에도 높아진 MAU 레벨은 지켜지고 있어 스포츠키, K팝스타 등의 대형 이벤트 업데이트가 예정되어 있는 하반기 실적도 문제 없음
- 올해 연내 약 500명의 인력 총원 계획 순차 채용 중이며, 1분기 30명 채용 이후 속도는 가속화 될 전망
- 8월 게임스컴, 11월 지스타 이벤트에서 차기작에 대한 추가 정보 공개 예정

투자의견 BUY와 목표주가 44만 원 유지

- 목표주가는 25E 예상 EPS에 목표배수 20배 적용. 추가 밸류를 벌어들여 주려면 하반기 기대 신작의 성과가 필요
- 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 P/E 16.2배 수준. 최근 3000억 원 이상의 대규모 자사주매입으로 주가 지지해왔음
- 서브노티카2와 덩컨의 출시 일정 구체화까지는 펄지의 실적이 끌고가야하는 구간

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,854	1,911	2,710	3,147	3,525
영업이익	752	768	1,182	1,367	1,550
EBITDA	859	876	1,289	1,502	1,678
지배주주순이익	500	595	1,306	1,035	1,176
EPS	10,190	12,310	28,545	22,626	25,698
순차입금	-390	-563	-451	-1,039	-1,956
PER	16.5	15.7	10.9	16.2	14.3
PBR	1.6	1.7	2.2	2.3	2.0
EV/EBITDA	9.1	10.0	11.3	11.0	9.3
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	10.3	11.2	21.1	14.2	14.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



크래프톤 (259960) 펍지 이외의 또 다른 IP 확보를 위한 구간

[한화리서치센터]

크래프톤 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	743.6	835.3	693.7	1,911	2,710	3,147	3,525
YoY (%)	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	5.2	16.1	12.3	3.0	41.8	16.1	12.0
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	277.8	361.5	270.1	583.9	941.9	1,233	1,401
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	447.9	455.6	405.0	1,245	1,690	1,841	2,045
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	12.5	12.7	13.1	55.7	44.3	51.4	51.5
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.3	5.5	5.6	26.2	33.7	21.5	27.5
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	419.2	467.4	476.2	1,143	1,527	1,780	1,975
YoY (%)	39.0	46.7	51.3	8.6	17.3	11.8	18.4	18.4	3.6	33.7	16.5	11.0
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	154.3	164.5	174.9	427	517	642	725
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	94.4	116.9	90.9	227	349	407	458
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	92.6	100.0	115.0	259	316	392	426
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	19.2	24.6	30.8	66	101	98	103
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	324.4	367.9	217.5	768	1,182	1,367	1,550
YoY (%)	9.7	152.6	71.4	31.1	47.3	(2.3)	13.4	0.9	2.2	54.0	15.6	13.4
영업이익률 (%)	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	43.6	44.0	31.3	40.2	43.6	43.4	44.0
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	275.4	270.7	117.2	594.1	1,303	1,035	1,176
YoY (%)	30.5	165.7	(42.6)	흑전	6.6	(19.3)	123.1	(76.1)	18.8	119.3	(20.6)	13.6
순이익률 (%)	52.4	48.3	16.9	79.5	42.5	37.0	32.4	16.9	31.1	48.1	32.9	33.4

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터



크래프톤 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,854	1,911	2,710	3,147	3,525
매출총이익	1,854	1,911	2,710	3,147	3,525
영업이익	752	768	1,182	1,367	1,550
EBITDA	859	876	1,289	1,502	1,678
순이자손익	26	29	23	39	54
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-35	-40	-67	-5	0
세전계속사업손익	684	829	1,723	1,408	1,611
당기순이익	500	594	1,303	1,035	1,176
지배주주순이익	500	595	1,306	1,035	1,176
증가율(%)					
매출액	5,107.9	3.1	41.8	16.1	12.0
영업이익	24,717.3	2.2	54.0	15.6	13.4
EBITDA	11,367.5	2.0	47.1	16.5	11.7
순이익	흑전	18.8	119.3	-20.6	13.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	40.5	40.2	43.6	43.4	44.0
EBITDA이익률	46.3	45.9	47.6	47.7	47.6
세전이익률	36.9	43.4	63.6	44.7	45.7
순이익률	27.0	31.1	48.1	32.9	33.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	3,893	3,964	5,004	6,153	7,405
현금성자산	829	851	711	1,548	2,465
매출채권	558	717	1,018	747	926
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,145	2,476	2,915	2,891	2,864
투자자산	1,054	1,611	2,019	1,944	1,978
유형자산	223	257	240	292	260
무형자산	868	608	656	655	626
자산총계	6,038	6,440	7,919	9,044	10,269
유동부채	411	521	785	935	980
매입채무	223	224	238	95	117
유동성이자부채	64	73	106	307	307
비유동부채	510	361	306	332	337
비유동이자부채	375	215	154	202	202
부채총계	921	882	1,090	1,267	1,317
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,449	1,472	1,478	1,479	1,479
이익잉여금	3,468	3,895	5,081	6,117	7,293
자본조정	190	183	264	173	173
자기주식	0	0	-80	-105	-105
자본총계	5,116	5,559	6,829	7,777	8,952





크래프톤 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	513	662	908	1,287	1,017
당기순이익	500	594	1,303	1,035	1,176
자산상각비	107	108	106	135	128
운전자본증감	-134	-139	-276	114	-291
매출채권 감소(증가)	-42	-148	-227	260	-179
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	8	-62	1	88	23
투자현금흐름	-2,863	-394	-832	-409	-107
유형자산처분(취득)	-26	-34	-20	-53	-63
무형자산 감소(증가)	5	25	-6	0	-3
투자자산 감소(증가)	-2,581	166	-516	-465	-6
재무현금흐름	-56	-225	-259	-58	0
차입금의 증가(감소)	-46	-57	-63	-17	0
자본의 증가(감소)	0	-168	-195	-41	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	861	919	1,428	1,173	1,309
(-)운전자본증가(감소)	2,706	-51	949	361	291
(-)설비투자	27	34	20	54	63
(+)자산매각	5	25	-6	1	-3
Free Cash Flow	-1,867	960	453	759	951
(-)기타투자	-2,311	741	-383	-585	34
잉여현금	444	219	836	1,344	917
NOPLAT	566	551	894	1,005	1,132
(+) Dep	107	108	106	135	128
(-)운전자본투자	2,706	-51	949	361	291
(-)Capex	27	34	20	54	63
OpFCF	-2,059	675	31	725	904

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	10,190	12,310	28,545	22,626	25,698
BPS	104,137	114,849	142,524	162,256	186,801
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	17,535	18,992	29,810	24,482	27,317
ROA(%)	8.5	9.5	18.2	12.2	12.2
ROE(%)	10.3	11.2	21.1	14.2	14.1
ROIC(%)	20.9	13.4	18.9	18.3	19.6
Multiples(x,%)					
PER	16.5	15.7	10.9	16.2	14.3
PBR	1.6	1.7	2.2	2.3	2.0
PSR	4.4	4.9	5.5	5.6	5.0
PCR	9.6	10.2	10.5	15.0	13.5
EV/EBITDA	9.1	10.0	11.3	11.0	9.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	18.0	15.9	16.0	16.3	14.7
Net debt/Equity	-7.6	-10.1	-6.6	-13.4	-21.8
Net debt/EBITDA	-45.4	-64.3	-35.0	-69.2	-116.6
유동비율	946.0	761.4	637.6	657.7	755.8
이자보상배율(배)	99.2	86.2	125.0	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	68.4	62.6	66.2	61.7	57.0
현금+투자자산	31.6	37.4	33.8	38.3	43.0
자본구조(%)					
차입금	7.9	4.9	3.7	6.1	5.4
자기자본	92.1	95.1	96.3	93.9	94.6





엔씨소프트 (036570) 주가 레벨은 최하단, 뚜껑을 열어보기 전까진

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(하향): 220,000원

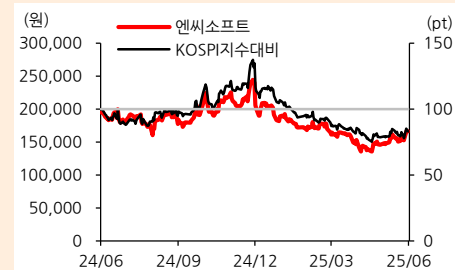
Stock Data

현재 주가(6/4)	166,500원
상승여력	▲ 32.1%
시가총액	35,871억원
발행주식수	21,544천주
52주 최고가/최저가	244,500/135,800원
90일 일평균 거래대금	189.36억원
외국인 지분율	34.9%

주주 구성

김택진 (외 17인)	12.4%
자사주 (외 1인)	10.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2인)	9.4%

Stock Price



게임성과 BM을 모르는 상황에서는 믿을 만한 가이드언스

- 동사는 26년 매출액 2~2.5조 원의 공격적 가이드언스 제시. 기존 컨센서스 1.8조 원 수준을 크게 상회하는 수치에는 신작 0.6~1조 원에 대한 회사의 자신감이 반영되어 있다고 봄
- 하반기 기대작 아이온2는 지난달 라이브방송 시작으로 마케팅을 본격화함. 사실 최근 동사의 낮아진 hit ratio와 해당 신작의 BM과 게임성을 아직 모르는 상황에서는 흥행 기대감을 크게 높일 수는 없지만 최악을 반영하고 있는 주가 수준은 매우 긍정적

목표주가 22만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

- 아이온2는 동사가 약 4~5년 전 공개했던 묵혀 있던 라인업 중 하나였음. 그 만큼 동사의 메인 IP이고 최근 출시된 신작들 중 가장 모멘텀이 될 수 있는 라인업이라고 판단
- 기대감을 무작정 높일 순 없지만 3조 초반까지 낮아진 현 시총 수준에서는 출시 전까지 트레이딩 전략 권고
- 단기적으로는 6월 말 아이온2 FGT 이후 피드백이 중요, 추후 여러 이벤트, 게임쇼를 통해 본격적인 마케팅이 진행될 것

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,578	1,563	1,783
영업이익	559	137	-109	32	181
EBITDA	665	249	0	146	300
지배주주순이익	436	212	94	120	217
EPS	19,847	9,663	4,639	6,047	10,922
순차입금	-748	-885	-1,059	-622	-739
PER	22.6	24.9	39.5	27.5	15.2
PBR	3.1	1.6	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,099.9	20.3	9.5
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.7	1.9	1.9
ROE	13.7	6.6	3.0	3.9	6.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



엔씨소프트 [036570] 주가 레벨은 최하단, 뚜껑을 열어보기 전까진

[한화리서치센터]

엔씨소프트 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	344.0	356.4	502.3	1,780	1,578	1,563	1,783
YoY (%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	(6.7)	(11.3)	22.7	(30.8)	(11.3)	(1.0)	14.1
리니지1	24	25	26	23	22	23	24	24	97	98	93	94
리니지2	23	21	20	21	19	19	18	18	87	85	74	72
아이온	14	13	12	11	8	9	9	9	68	50	35	46
길드워2	25	23	19	25	19	16	20	22	85	93	77	60
모바일												
Lineage M	105	107	159	122	113	115	124	108	496	493	460	452
Lineage2M	56	42	43	41	38	35	32	39	263	183	144	140
리니지W	83	65	47	49	53	41	46	44	414	244	184	152
기타								110			110	315
로열티	33	38	38	74	45	51	48	47	144	182	190	0
영업비용	372	360	416	539	355	339	368	469	1,643	1,687	1,531	1,602
YoY (%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	(5.8)	(11.5)	(13.0)	(18.4)	2.7	(9.3)	4.6
인건비	203	188	201	314	187	178	185	195	823	906	745	783
매출변동비	135	127	140	143	129	119	122	171	623	545	541	605
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	16.7	35.3	74.5	85	128	140	104
영업이익	25.7	8.8	(14.3)	(129.5)	5.2	4.7	(11.7)	33.6	137	(109)	32	181
YoY (%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	(46.6)	흑전	흑전	(75.4)	적전	흑전	470.2
영업이익률 (%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	1.4	(3.3)	6.7	7.7	(6.9)	2.0	10.2
당기순이익	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	13.3	4.1	65.1	214	94.1	120	217
순이익률 (%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	3.9	1.2	13.0	12.0	6.0	7.7	12.2

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터



엔씨소프트 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,578	1,563	1,783
매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,563	1,783
영업이익	559	137	-109	32	181
EBITDA	665	249	0	146	300
순이자손익	42	73	75	41	49
외화관련손익	124	30	81	59	45
지분법손익	-8	3	5	-2	0
세전계속사업손익	609	206	121	134	272
당기순이익	436	214	94	120	217
지배주주순이익	436	212	94	120	217
증가율(%)					
매출액	206.6	-30.8	-11.3	-1.0	14.1
영업이익	100.9	-75.4	적전	흑전	470.2
EBITDA	111.1	-62.5	적전	흑전	105.5
순이익	91.6	-50.9	-56.0	27.6	81.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	21.7	7.7	-6.9	2.0	10.2
EBITDA이익률	25.9	14.0	0.0	9.3	16.8
세전이익률	23.7	11.6	7.7	8.6	15.2
순이익률	17.0	12.0	6.0	7.7	12.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	1,789	2,065	2,187
현금성자산	1,376	1,534	1,441	1,000	1,116
매출채권	219	172	167	236	207
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,060	2,073
투자자산	773	960	1,064	959	967
유형자산	930	1,001	998	994	995
무형자산	43	96	104	107	110
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,126	4,259
유동부채	515	614	322	455	430
매입채무	292	215	196	261	230
유동성이자부채	35	280	46	45	45
비유동부채	724	526	568	498	502
비유동이자부채	593	369	336	332	332
부채총계	1,239	1,141	890	953	932
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,440	3,595
자본조정	-658	-667	-860	-717	-717
자기주식	-616	-616	-791	-665	-665
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,172	3,327





엔씨소프트 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	736	140	107	58	310
당기순이익	436	214	94	120	217
자산상각비	106	112	109	114	119
운전자본증감	50	-96	-43	-2	-30
매출채권 감소(증가)	101	42	20	-93	29
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	83	-32
투자현금흐름	-392	113	1,294	-890	-147
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-90	-118
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	12	-5
투자자산 감소(증가)	-156	261	1,339	-792	-16
재무현금흐름	-304	-177	-523	178	-62
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-11	0
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	189	-62
배당금의 지급	-119	-136	-64	-64	-62
총현금흐름	795	286	87	60	340
(-)운전자본증가(감소)	-459	-366	-398	584	30
(-)설비투자	250	117	84	90	118
(+)자산매각	-3	-41	42	13	-5
Free Cash Flow	1,001	494	443	-602	187
(-)기타투자	393	452	443	-562	9
잉여현금	609	42	-1	-40	179
NOPLAT	400	100	-85	28	145
(+) Dep	106	112	109	114	119
(-)운전자본투자	-459	-366	-398	584	30
(-)Capex	250	117	84	90	118
OpFCF	715	460	338	-532	116

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	19,847	9,663	4,639	6,047	10,922
BPS	145,587	148,023	139,312	147,023	154,220
DPS	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	36,227	13,017	3,975	2,786	15,803
ROA(%)	9.7	4.8	2.3	3.0	5.2
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	3.9	6.7
ROIC(%)	20.1	5.5	-6.0	1.9	8.0
Multiples(x,%)					
PER	22.6	24.9	39.5	27.5	15.2
PBR	3.1	1.6	1.3	1.1	1.1
PSR	3.8	3.0	2.5	2.3	2.0
PCR	12.4	18.5	46.1	59.8	10.5
EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,099.9	20.3	9.5
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	38.7	35.1	29.1	30.0	28.0
Net debt/Equity	-23.4	-27.2	-34.6	-19.6	-22.2
Net debt/EBITDA	-112.4	-355.2	2,758,163.8	-426.3	-246.2
유동비율	522.2	380.4	555.1	453.6	508.8
이자보상배율(배)	59.0	9.4	n/a	2.5	14.2
자산구조(%)					
투하자본	47.2	40.6	31.3	47.9	46.9
현금+투자자산	52.8	59.4	68.7	52.1	53.1
자본구조(%)					
차입금	16.4	16.6	11.1	10.6	10.2
자기자본	83.6	83.4	88.9	89.4	89.8





펠어비스 (263750) 온트랙

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 47,000원

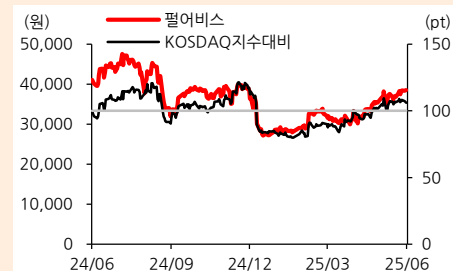
Stock Data

현재 주가(6/4)	38,500원
상승여력	▲ 22.1%
시가총액	24,735억원
발행주식수	64,248천주
52주 최고가/최저가	47,600/27,150원
90일 일평균 거래대금	50.6억원
외국인 지분율	7.4%

주주 구성

김대일 (외 11인)	37.3%
서용수 (외 1인)	5.2%
자사주 (외 1인)	4.4%

Stock Price



붉은사막은 4분기 출시 계획으로 온트랙

- 수년간 동사의 주가는 기대작 붉은사막 출시 일정에 대한 노이즈로 기대감과 실망감을 여러 번 반영해왔음
- 붉은사막은 그간 몇 번의 게임쇼에서 보여준 퀄리티와 유저 피드백을 고려할 때 올해 신작 중 가장 손꼽히는 대작이라는 점에서 이견 없음. 내년 5월 출시 예정인 글로벌 빅타이틀과의 시차를 생각하면 연내 출시 가능성 높음
- 검은사막 IP매출의 저점을 확인했고, 악재 발생 가능성도 제한적

목표주가 4만 7천 원으로 상향하고 투자의견 BUY유지

- 목표주가는 26E 예상 EPS에 목표배수 23배를 적용. 최근의 게임 시장은 완성도나 실제 판매량을 예단하기 더욱 어려워졌기에, 출시된다는 기대감만으로도 모멘텀 지속 발생 전망
- 그간 공개되어 온 기존 보스전과 다른 오픈월드를 강조할 수 있는 신규 빌드 공개 시에는 기대감이 증폭될 것으로 예상
- 단기적으로는 8,9월 게임쇼와 마케팅 이벤트 구간까지 트레이딩 가능하다고 판단

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	386	333	342	546	555
영업이익	16	-16	-12	99	105
EBITDA	42	10	13	123	129
지배주주순이익	-43	15	60	114	126
EPS	-669	237	939	1,851	2,052
순차입금	-22	-256	-270	-392	-560
PER	-62.7	163.7	29.5	20.8	18.8
PBR	3.9	3.4	2.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	63.5	230.3	117.1	16.9	14.9
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-6.1	2.1	7.9	13.2	12.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



필어비스 (263750) 온트랙

[한화리서치센터]

필어비스 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	85.4	81.8	79.5	95.7	83.7	83.3	84.3	294.6	333.5	342.4	546.0	555.2
YoY (%)	(0.4)	4.3	(6.4)	13.4	(2.1)	1.9	6.1	207.8	(13.5)	2.7	59.5	1.7
검은사막	66.8	60.0	54.0	68.6	61.5	60.8	69.4	70.3	252.5	249.4	262.0	268.5
EVE	18.0	21.6	20.5	22.5	22.0	23.1	22.4	21.4	73.0	82.6	88.9	91.5
붉은사막								97.5			97.5	123.2
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.4	88.9	85.4	86.5	186.3	349.8	354.5	447.0	450.1
YoY (%)	0.2	(5.3)	7.1	3.8	4.8	(2.6)	(2.5)	99.5	(5.3)	1.3	26.1	0.7
인건비	46.6	46.5	44.2	46.9	49.0	46.2	44.7	47.8	176.0	184.2	187.7	201.2
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	16.0	17.6	95.9	69.1	71.0	146.9	133.7
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	7.9	8.4	26.5	31.8	33.6	50.2	48.5
D&A	6.4	6.4	6.2	6.2	6.3	6.4	6.4	6.5	26.0	25.2	25.6	27.8
기타비용	9.1	9.1	12.4	10.0	9.0	8.9	9.2	9.6	47.0	40.6	36.7	38.9
영업이익	0.6	(5.8)	(9.2)	2.4	(5.2)	(2.0)	(2.2)	108.4	(16.4)	(12.1)	98.9	105.1
YoY (%)	(46.3)	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	4,503	적전	적지	흑전	6.2
영업이익률 (%)	0.7	(7.1)	(11.6)	2.5	(6.3)	(2.4)	(2.6)	36.8	(4.9)	(3.5)	18.1	18.9
당기순이익	12.8	9.1	(7.8)	46.2	0.6	8.4	8.3	96.3	25.3	60.3	113.7	126.0
YoY (%)	36.3	흑전	적지	흑전	(95.1)	(7.6)	흑전	108.4	흑전	138.9	88.4	10.9
순이익률 (%)	15.0	11.2	(9.8)	48.3	0.8	10.1	9.8	32.7	7.6	17.6	20.8	22.7

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터



필어비스 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	386	333	342	546	555
매출총이익	386	333	342	546	555
영업이익	16	-16	-12	99	105
EBITDA	42	10	13	123	129
순이자손익	-3	2	10	10	11
외화관련손익	12	3	30	20	22
지분법손익	6	-6	12	0	0
세전계속사업손익	-56	22	78	142	158
당기순이익	-43	15	60	114	126
지배주주순이익	-43	15	60	114	126
증가율(%)					
매출액	n/a	-13.5	2.7	59.5	1.7
영업이익	n/a	적전	적지	흑전	6.2
EBITDA	n/a	-76.9	33.0	857.3	4.1
순이익	n/a	흑전	296.8	88.4	10.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	4.2	-4.9	-3.6	18.1	18.9
EBITDA이익률	10.9	2.9	3.8	22.6	23.2
세전이익률	-14.5	6.6	22.7	26.0	28.4
순이익률	-11.1	4.6	17.6	20.8	22.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	557	583	453	681	764
현금성자산	351	508	372	495	662
매출채권	52	51	63	168	83
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	690	672	656
투자자산	225	209	253	254	256
유형자산	210	194	189	178	169
무형자산	231	227	248	239	231
자산총계	1,223	1,213	1,143	1,353	1,420
유동부채	236	316	133	226	162
매입채무	47	45	43	132	65
유동성이자부채	94	168	5	5	5
비유동부채	287	172	204	208	212
비유동이자부채	235	85	97	97	97
부채총계	523	488	337	434	374
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
이익잉여금	483	498	559	672	798
자본조정	-6	0	21	21	21
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
자본총계	699	725	806	920	1,046



필어비스 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	48	32	-5	130	175
당기순이익	-43	15	60	114	126
자산상각비	26	26	25	25	23
운전자본증감	-15	8	-34	-13	21
매출채권 감소(증가)	5	1	-3	-104	85
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	89	-67
투자현금흐름	-108	134	56	-16	-17
유형자산처분(취득)	-93	-9	-3	-5	-5
무형자산 감소(증가)	12	36	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-30	70	48	-9	-10
재무현금흐름	-23	-90	-152	0	0
차입금의 증가(감소)	-23	-90	-152	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	75	33	34	142	154
(-)운전자본증가(감소)	-204	-137	27	13	-21
(-)설비투자	94	9	3	5	5
(+)자산매각	12	36	0	0	0
Free Cash Flow	198	197	3	124	169
(-)기타투자	215	91	-6	2	2
잉여현금	-18	106	9	123	168
NOPLAT	12	-11	-10	79	84
(+) Dep	26	26	25	25	23
(-)운전자본투자	-204	-137	27	13	-21
(-)Capex	94	9	3	5	5
OpFCF	148	142	-15	86	124

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-669	237	939	1,851	2,052
BPS	10,887	11,284	12,545	14,314	16,276
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,173	519	530	2,215	2,392
ROA(%)	-3.3	1.2	5.1	9.1	9.1
ROE(%)	-6.1	2.1	7.9	13.2	12.8
ROIC(%)	2.0	-2.8	-3.1	24.8	28.6
Multiples(x,%)					
PER	-62.7	163.7	29.5	20.8	18.8
PBR	3.9	3.4	2.2	2.7	2.4
PSR	7.0	7.5	5.2	4.5	4.5
PCR	35.8	74.7	52.3	17.4	16.1
EV/EBITDA	63.5	230.3	117.1	16.9	14.9
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	74.8	67.3	41.8	47.1	35.8
Net debt/Equity	-3.2	-35.3	-33.4	-42.6	-53.5
Net debt/EBITDA	-52.5	-2,639.4	-2,090.2	-317.7	-435.5
유동비율	235.6	184.5	340.4	301.7	470.9
이자보상배율(배)	1.8	n/a	n/a	19.3	20.5
자산구조(%)					
투하자본	46.5	29.6	34.2	29.6	22.9
현금+투자자산	53.5	70.4	65.8	70.4	77.1
자본구조(%)					
차입금	32.0	25.8	11.3	10.0	8.9
자기자본	68.0	74.2	88.7	90.0	91.1





더블유게임즈 (192080) 안정적 본업에 성장동력 2개 장착

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 65,000원

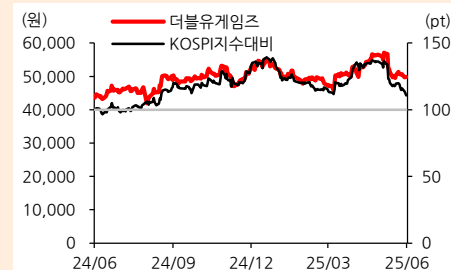
Stock Data

현재 주가(6/4)	49,800원
상승여력	▲ 30.5%
시가총액	10,705억원
발행주식수	21,496천주
52주 최고가/최저가	57,100/42,000원
90일 일평균 거래대금	26.05억원
외국인 지분율	17.4%

주주 구성

김기람 (외 7인)	44.3%
자사주 (외 1인)	7.2%
국민연금공단 (외 1인)	7.0%

Stock Price



성공 M&A들이 성장 동력으로 장착 중

- 지난 1분기 실적이 기대치를 하회하며 주가는 고점 대비 약 12% 하락함. 실적 미스의 원인은 M&A를 통한 인건비 증가와 공격적 마케팅비 증가에 있음
- 동사의 마케팅 집행은 ROI가 높은 특성을 가지며 이용자 확보를 위한 선제적 필수적인 작업임
- 아이게이밍과 픽시게임즈 매출이 본격 기여될 2분기 매출액은 YoY 9.2% 성장 전망
- 올해 아이게이밍 매출액은 YoY 83.7% 증가한 829억 원을 예상, 전사 매출 비중 11%까지 확대될 것으로 전망

투자의견 BUY와 목표주가 6만 5천 원 유지

- 현재 밸류에이션은 25E 기준 P/E 6배 수준으로 업종 내 자평가는 물론 역사적 P/E 8배 보다도 낮음
- 순현금 약 8천 억 원 수준을 활용한 M&A를 적극적으로 진행하고 있는 것으로 파악되며, 그간 동사가 보여준 투자 역량을 고려할 때 실적과 시너지 두가지 면에서 득이 되는 일이 성사될 가능성이 높다고 판단

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	582	633	699	751
영업이익	184	213	249	253	272
EBITDA	196	222	261	260	274
지배주주순이익	-132	149	187	165	179
EPS	-6,090	6,935	9,439	8,298	9,051
순차입금	-347	-463	-793	-818	-974
PER	-6.6	5.8	5.7	6.0	5.5
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.4	1.0	0.4
배당수익률(%)	1.3	2.1	2.2	2.4	2.4
ROE	-16.8	18.6	18.7	14.2	14.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



더블유게임즈 (192080) 안정적 본업에 성장동력 2개 장착

[한화리서치센터]

더블유게임즈 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	178.2	178.9	180.2	582.3	633.5	699.3	751.0
YoY (%)	10.4	13.3	10.3	1.5	0.9	9.2	16.1	15.7	(5.7)	8.8	10.4	7.4
더블유카지노	41.4	40.3	38.3	39.4	38.9	40.4	39.9	40.1	170.7	159.4	159.3	162.1
더블다운카지노	103.8	107.9	100.3	100.3	100.3	104.3	104.6	104.8	388.4	412.3	413.9	422.0
아이게이밍	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	20.0	20.8	21.8		45.1	81.7	101.2
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	110.8	112.6	116.2	369	385	447	479
YoY (%)	(0.4)	2.5	10.6	5.1	8.5	15.3	19.0	21.9	(14.9)	4.3	16.1	7.2
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	67.4	66.3	64.0	213	249	253	272
YoY (%)	33.9	33.4	9.9	(3.7)	(11.2)	0.5	11.5	5.8	16.0	16.6	1.5	7.7
영업이익률 (%)	38.4	41.1	38.6	38.8	33.8	37.8	37.1	35.5	36.6	39.3	36.1	36.2
당기순이익	60.4	64.2	40.9	77.9	45.8	57.9	56.9	54.5	193	243	215	233
YoY (%)	21.3	44.6	(20.3)	64.3	(24.2)	(9.8)	39.0	(30.1)	흑전	26.1	(11.6)	8.4
순이익률 (%)	37.7	39.4	26.5	50.0	28.3	32.5	31.8	30.2	33.1	38.4	30.8	31.0

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터



더블유게임즈 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	617	582	633	699	751
매출총이익	617	582	633	699	751
영업이익	184	213	249	253	272
EBITDA	196	222	261	260	274
순이자손익	9	22	26	27	28
외화관련손익	10	6	23	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-292	244	315	278	299
당기순이익	-221	193	243	215	233
지배주주순이익	-132	149	187	165	179
증가율(%)					
매출액	n/a	-5.7	8.8	10.4	7.4
영업이익	n/a	16.0	16.6	1.5	7.7
EBITDA	n/a	13.1	17.6	-0.5	5.4
순이익	n/a	흑전	26.1	-11.6	8.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	29.8	36.6	39.3	36.1	36.2
EBITDA이익률	31.8	38.1	41.2	37.2	36.5
세전이익률	-47.4	42.0	49.7	39.8	39.8
순이익률	-35.8	33.1	38.4	30.8	31.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	573	583	893	964	1,122
현금성자산	406	513	819	869	1,026
매출채권	52	59	66	75	77
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	753	814	815
투자자산	79	67	33	33	34
유형자산	2	2	3	0	0
무형자산	582	636	717	782	781
자산총계	1,236	1,289	1,646	1,778	1,937
유동부채	206	63	57	88	91
매입채무	158	25	29	50	51
유동성이자부채	37	29	7	8	8
비유동부채	24	29	33	64	65
비유동이자부채	22	21	18	44	44
부채총계	229	92	90	153	156
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	97	97
이익잉여금	399	531	702	1,043	1,198
자본조정	23	33	122	39	39
자기주식	-66	-64	-64	-57	-57
자본총계	1,006	1,197	1,556	1,626	1,781





더블유게임즈 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	119	96	275	276	182
당기순이익	-221	193	243	215	233
자산상각비	12	9	12	7	2
운전자본증감	-64	-149	10	-17	0
매출채권 감소(증가)	-5	-2	1	-7	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-65	-123	1	-11	1
투자현금흐름	86	-46	-33	22	-12
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	87	-149	-38	22	-10
재무현금흐름	-85	-53	-43	-211	-24
차입금의 증가(감소)	-57	-38	-26	-1	0
자본의 증가(감소)	-28	-15	-17	-210	-24
배당금의 지급	-12	-10	-17	-24	-24
총현금흐름	213	236	272	293	182
(-)운전자본증가(감소)	-299	38	-12	-11	0
(-)설비투자	1	1	2	1	1
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	511	197	282	303	181
(-)기타투자	363	7	-5	28	1
잉여현금	148	190	287	275	180
NOPLAT	133	168	192	195	212
(+) Dep	12	9	12	7	2
(-)운전자본투자	-299	38	-12	-11	0
(-)Capex	1	1	2	1	1
OpFCF	444	138	215	213	213

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-6,090	6,935	9,439	8,298	9,051
BPS	39,699	47,914	52,632	55,346	62,589
DPS	508	846	1,200	1,200	1,200
CFPS	9,808	10,994	12,661	13,610	8,467
ROA(%)	-10.1	11.8	12.8	9.6	9.7
ROE(%)	-16.8	18.6	18.7	14.2	14.2
ROIC(%)	15.1	24.3	25.8	24.9	26.3
Multiples(x,%)					
PER	-6.6	5.8	5.7	6.0	5.5
PBR	1.0	0.8	1.0	0.9	0.8
PSR	1.4	1.5	1.8	1.5	1.4
PCR	4.1	3.7	4.3	3.7	5.9
EV/EBITDA	2.7	1.8	1.4	1.0	0.4
배당수익률	1.3	2.1	2.2	2.4	2.4
안정성(%)					
부채비율	22.8	7.7	5.8	9.4	8.7
Net debt/Equity	-34.4	-38.7	-51.0	-50.3	-54.7
Net debt/EBITDA	-176.6	-208.4	-303.8	-314.9	-355.9
유동비율	278.3	922.5	1,561.0	1,089.6	1,236.6
이자보상배율(배)	50.6	92.8	106.7	132.2	133.5
자산구조(%)					
투하자본	57.5	55.7	47.2	47.2	43.2
현금+투자자산	42.5	44.3	52.8	52.8	56.8
자본구조(%)					
차입금	5.6	4.0	1.6	3.1	2.8
자기자본	94.4	96.0	98.4	96.9	97.2



카카오게임즈 (293490) 예열 중, 하반기 신작 다수

[한화리서치센터]

Hold (유지)

목표주가(유지): 16,000원

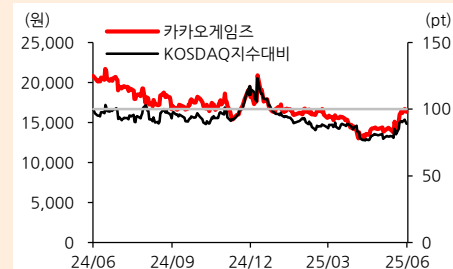
Stock Data

현재 주가(6/4)	16,350원
상승여력	▼ -2.1%
시가총액	13,549억원
발행주식수	82,866천주
52주 최고가/최저가	21,700/13,030원
90일 일평균 거래대금	28.73억원
외국인 지분율	10.9%

주주 구성

카카오 (외 18인)	53.2%
지사주신탁 (외 1인)	0.9%
카카오게임즈우리카주 (외 1인)	0.3%

Stock Price



크로노오디세이가 끝이 아니다, 이어지는 신작들

- 최근 동사의 주가는 하반기 기대작 크로노오디세이의 영상 공개 후 긍정적 반응이 크게 반영되며 저점 대비 약 20% 상승. 해당 신작은 24년 3월 스팀페이지 개설 이후 꾸준히 기대감을 높이고 있으며, 최근 팔로어수는 52000 명 이상(위시리스트 51위)으로 늘어나며 기대감 증폭
- 다만 최근 게임 시장의 낮아진 hit ratio를 고려하면 신작 기대감만으로 추가 리레이팅이 나오기에는 시간이 아직 많이 남은 상황
- 4분기 크로노오디세이 외에도 3분기 가디스오더, 4분기 프로젝트Q, 1H26 아키에이지크로니클 출시 예정 중. 대체로 전반적인 신작에 대한 시장의 기대감이 크지 않기에 일정 부분 성과 시 주가 탄력도는 클 것으로 예상
- 강도높은 비용 통제 전략으로 25년 영업비용 5% 감소 추정. 신작 성과가 내년에 붙는다면 영업 레버리지 폭은 극대화 될 것

투자 의견 HOLD와 목표주가 1만 6천 원 유지

- 하반기 신작 라인업이 경쟁사들보다 풍부하기에 단기 이벤트 체크하면서 트레이딩 대응 권고
- SGF에서 공개될 크로노오디세이 6월 CBT 날짜 이후 유저 피드백이 중요. 추후 4분기 출시에 대한 그림을 구체화할 것으로 전망. 8월 게임스컴에는 갓 세이브 버밍엄 등 기타 신작 출품 가능성 높음

재무정보	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,148	726	627	579	661
영업이익	176	75	19	1	32
EBITDA	269	171	91	46	78
지배주주순이익	-234	-229	-109	-27	-23
EPS	-2,839	-2,772	-1,314	-335	-280
순차입금	492	521	444	456	466
PER	-15.7	-9.3	-12.5	-48.9	-58.4
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	15.5	15.5	19.7	39.2	23.3
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-12.4	-14.9	-8.0	-2.1	-1.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



카카오게임즈 [293490] 예열 중, 하반기 신작 다수

[한화리서치센터]

엔씨소프트 분기 및 연간 실적 추정												
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	115.6	131.6	208.8	725.8	627.2	578.8	660.6
YoY (%)	4.8	(17.4)	(17.4)	(23.2)	(31.1)	(24.4)	(19.2)	56.8	(36.8)	(13.6)	(7.7)	14.1
모바일	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	93.7	109.5	167.4	666.6	540.5	466.7	475.2
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	21.8	22.1	41.4	50.7	86.7	112.1	185.4
YoY(%)												
모바일	5.8	(20.6)	(30.0)	(28.3)	(41.0)	(31.3)	(14.9)	48.7	(9.8)	(18.9)	(13.6)	1.8
PC	10.5	37.3	196.4	56.7	72.0	33.8	(35.4)	100.5	(5.6)	71.1	29.2	65.4
영업비용	164	152	155	137	135	128	138	176	650	608	578	629
YoY (%)	1.4	(7.8)	(7.4)	(12.4)	(17.5)	(15.5)	(11.2)	28.6	(33.1)	(6.5)	(5.0)	8.8
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	40.4	40.8	41.2	146	155	162	171
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	57.8	64.5	100.2	344	329	285	304
광고선전비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	9.8	11.8	13.6	53	41	48	46
영업이익	14.3	1.1	7.7	(3.9)	(12.4)	(12.7)	(6.2)	32.5	75.4	19.1	1.2	32.1
영업이익률 (%)	8.0	0.7	4.7	(3.0)	(10.1)	(11.0)	(4.7)	15.6	10.4	3.1	0.2	4.9
당기순이익	0.4	(11.7)	(7.3)	(109.5)	(33.4)	(5.6)	(19.7)	20.9	(322)	(128)	(38)	(23)
순이익률 (%)	0.2	(7.6)	(4.5)	(82.2)	(27.2)	(4.8)	(15.0)	10.0	(44.4)	(20.4)	(6.5)	(3.5)

자료: 카카오게임즈, 한화투자증권 리서치센터



카카오게임즈 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,148	726	627	579	661
매출총이익	1,148	726	627	579	661
영업이익	176	75	19	1	32
EBITDA	269	171	91	46	78
순이자손익	2	-14	-33	-33	-70
외화관련손익	4	0	1	0	0
지분법손익	-142	2	-33	-1	0
세전계속사업손익	-195	-357	-108	-37	-22
당기순이익	-196	-322	-128	-38	-23
지배주주순이익	-234	-229	-109	-27	-23
증가율(%)					
매출액	n/a	-36.8	-13.6	-7.7	14.1
영업이익	n/a	-57.1	-74.6	-93.7	2,545.0
EBITDA	n/a	-36.3	-46.7	-49.5	69.6
순이익	n/a	적지	적지	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.3	10.4	3.1	0.2	4.9
EBITDA이익률	23.4	23.6	14.6	8.0	11.9
세전이익률	-17.0	-49.2	-17.2	-6.3	-3.3
순이익률	-17.1	-44.4	-20.4	-6.5	-3.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,057	1,021	1,069	1,181	1,178
현금성자산	802	792	636	631	620
매출채권	85	104	51	73	61
재고자산	123	80	0	0	0
비유동자산	2,817	2,450	2,104	2,068	2,044
투자자산	690	696	607	600	604
유형자산	93	116	12	15	17
무형자산	2,033	1,639	1,484	1,453	1,423
자산총계	3,874	3,471	3,173	3,248	3,222
유동부채	267	710	1,199	1,300	1,286
매입채무	86	97	98	149	125
유동성이자부채	69	506	878	887	887
비유동부채	1,592	1,135	495	498	508
비유동이자부채	1,225	807	202	200	200
부채총계	1,859	1,845	1,695	1,798	1,795
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,133	1,099	1,100	1,099	1,099
이익잉여금	507	277	188	170	147
자본조정	33	13	42	42	42
자기주식	-51	-51	-51	0	0
자본총계	2,015	1,626	1,478	1,450	1,427





카카오게임즈 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	134	125	27	60	12
당기순이익	-196	-322	-128	-38	-23
자산상각비	93	96	72	45	46
운전자본증감	-82	5	-17	23	-21
매출채권 감소(증가)	7	-42	6	-33	12
재고자산 감소(증가)	-65	41	14	2	0
매입채무 증가(감소)	15	28	-18	69	-24
투자현금흐름	-964	-54	85	-54	-23
유형자산처분(취득)	-23	-27	-10	-10	-13
무형자산 감소(증가)	7	-8	0	-5	-5
투자자산 감소(증가)	-119	43	74	-26	0
재무현금흐름	644	-44	-137	-16	0
차입금의 증가(감소)	612	-38	-143	-16	0
자본의 증가(감소)	158	4	6	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	294	228	92	46	33
(-)운전자본증가(감소)	628	-33	87	25	21
(-)설비투자	24	28	13	10	13
(+)자산매각	8	-7	3	-5	-5
Free Cash Flow	-350	227	-5	6	-6
(-)기타투자	283	90	-91	-35	4
잉여현금	-633	136	86	41	-11
NOPLAT	127	55	14	1	23
(+) Dep	93	96	72	45	46
(-)운전자본투자	628	-33	87	25	21
(-)Capex	24	28	13	10	13
OpFCF	-431	156	-14	10	35

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-2,839	-2,772	-1,314	-335	-280
BPS	20,435	16,947	16,148	15,929	15,652
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	3,577	2,765	1,113	560	402
ROA(%)	-5.7	-6.2	-3.3	-0.9	-0.7
ROE(%)	-12.4	-14.9	-8.0	-2.1	-1.8
ROIC(%)	7.4	2.9	0.9	0.1	1.7
Multiples(x,%)					
PER	-15.7	-9.3	-12.5	-48.9	-58.4
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0	1.0
PSR	3.2	2.9	2.2	2.3	2.1
PCR	12.5	9.3	14.7	29.2	40.7
EV/EBITDA	15.5	15.5	19.7	39.2	23.3
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	92.3	113.5	114.6	124.0	125.7
Net debt/Equity	24.4	32.0	30.1	31.4	32.7
Net debt/EBITDA	183.0	303.7	486.2	987.1	595.4
유동비율	396.0	143.7	89.1	90.9	91.6
이자보상배율(배)	11.6	2.1	0.4	0.0	0.4
자산구조(%)					
투하자본	57.9	53.1	53.6	53.5	53.4
현금+투자자산	42.1	46.9	46.4	46.5	46.6
자본구조(%)					
차입금	39.1	44.7	42.2	42.8	43.2
자기자본	60.9	55.3	57.8	57.2	56.8

Compliance Notices

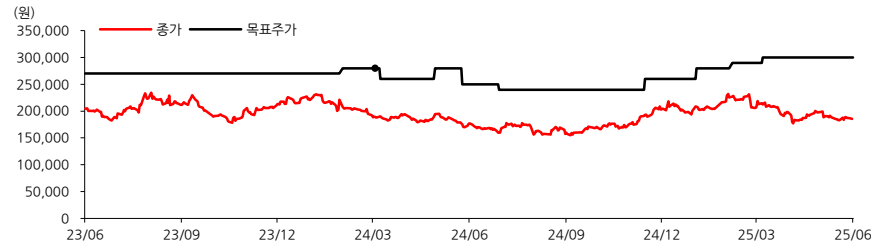
Compliance Notice

(공표일: 2025년 6월 5일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

NAVER (035420)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	270,000	280,000	260,000	260,000
일 시	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	280,000	280,000	280,000	290,000
일 시	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.05.09	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.05		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000		

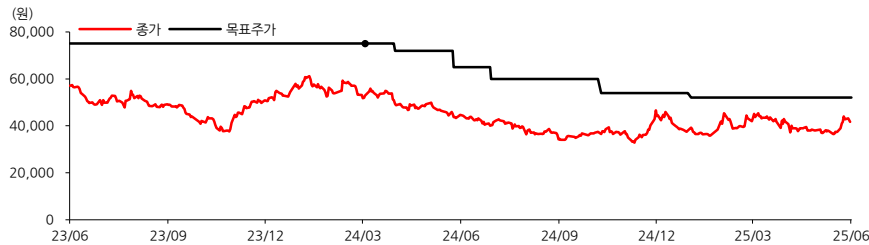
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (NAVER)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.06	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.86	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-23.97	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000		

카카오(035720)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2023.07.13	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.04.04	2024.05.10	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	72,000	65,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2024.10.14	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2025.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	54,000	52,000
일 시	2025.02.04	2025.02.14	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.01	2025.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.05.30	2025.06.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	52,000	52,000				

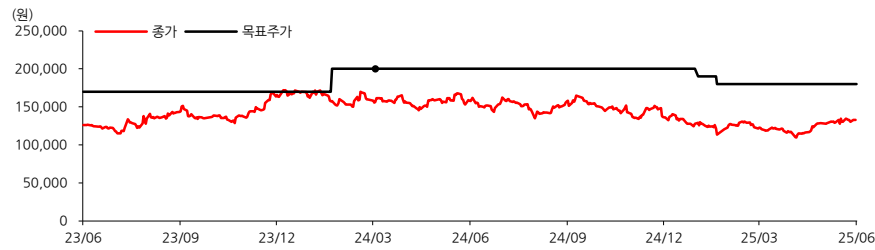
목표주가 변동 내역별 괴리율 (카카오)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.04	Buy	72,000	-33.86	-30.83
2024.05.29	Buy	65,000	-34.30	-31.38
2024.07.03	Buy	60,000	-36.79	-28.75
2024.10.14	Buy	54,000	-28.44	-13.70
2025.01.06	Buy	52,000		

Compliance Notices

삼성에스디에스 (018260)



투자의견 변동내역

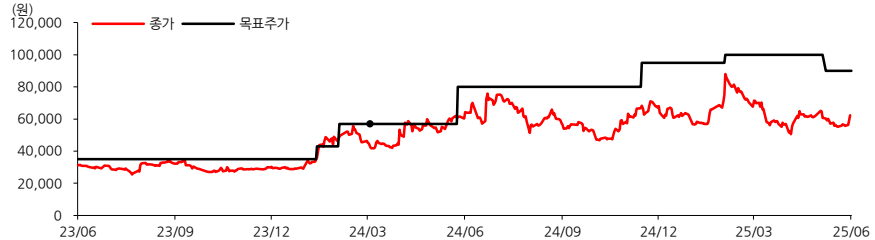
일 시	2023.06.20	2024.01.26	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	190,000
일 시	2025.01.24	2025.04.25	2025.06.05			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	180,000	180,000	180,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성에스디에스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.26	Buy	200,000	-24.40	-14.95
2025.01.06	Buy	190,000	-33.92	-31.63
2025.01.24	Buy	180,000		

더존비즈온 (012510)



투자의견 변동내역

일 시	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	43,000	43,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	80,000	80,000
일 시	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2025.02.04	2025.02.06	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	95,000	100,000	100,000	100,000	90,000	90,000

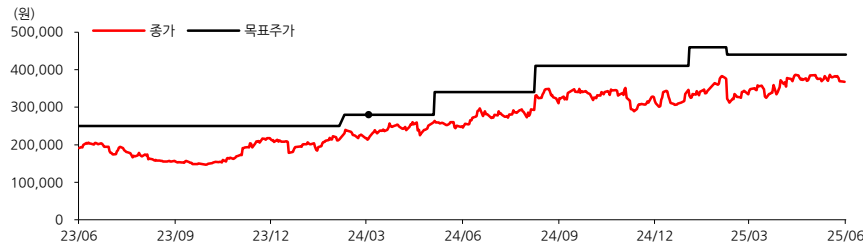
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (더존비즈온)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.17	Buy	43,000	5.23	13.84
2024.02.07	Buy	57,000	-10.64	8.77
2024.05.29	Buy	80,000	-24.39	-5.13
2024.11.19	Buy	95,000	-33.19	-21.26
2025.02.06	Buy	100,000	-34.39	-12.00
2025.05.12	Buy	90,000		

크래프톤 (259960)



투자의견 변동내역

일 시	2023.07.13	2024.01.02	2024.02.13	2024.03.18	2024.04.09	2024.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	280,000	280,000	280,000	340,000
일 시	2024.06.04	2024.06.13	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.13	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	410,000	410,000
일 시	2024.09.03	2024.09.10	2024.09.27	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	460,000
일 시	2025.01.24	2025.02.12	2025.04.01	2025.04.30	2025.06.05	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	460,000	440,000	440,000	440,000	440,000	

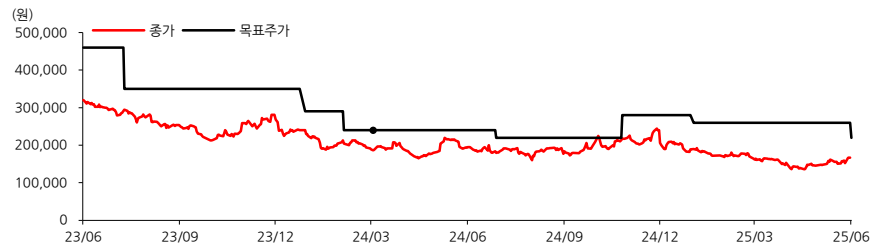
목표주가 변동 내역별 괴리율 (크래프톤)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.13	Buy	280,000	-14.72	-7.14
2024.05.09	Buy	340,000	-19.83	-12.65
2024.08.13	Buy	410,000	-20.34	-14.39
2025.01.07	Buy	460,000	-24.04	-16.74
2025.02.12	Buy	440,000		

Compliance Notices

엔씨소프트 (036570)



투자의견 변동내역

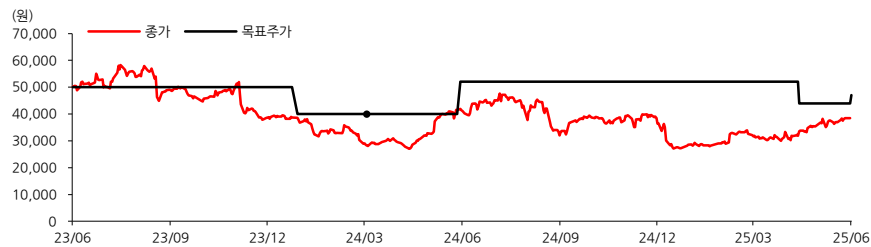
일 시	2016.08.12	2023.07.14	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		350,000	290,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.07.02	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.01
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	280,000	280,000
일 시	2024.11.05	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.06	2025.06.05
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	260,000	220,000

목표주가 변동 내역별 괴리율 (엔씨소프트)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.07.14	Buy	350,000	-28.27	-15.86
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000	-19.68	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000	-24.86	-12.68
2025.01.06	Buy	260,000	-37.74	-26.04
2025.06.05	Buy	220,000		

펄어비스 (263750)



투자의견 변동내역

일 시	2023.07.13	2024.01.02	2024.06.03	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26
투자이견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	50,000	40,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2024.09.03	2024.11.19	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	44,000	44,000	44,000	44,000
일 시	2025.06.05					
투자이견	Buy					
목표가격	47,000					

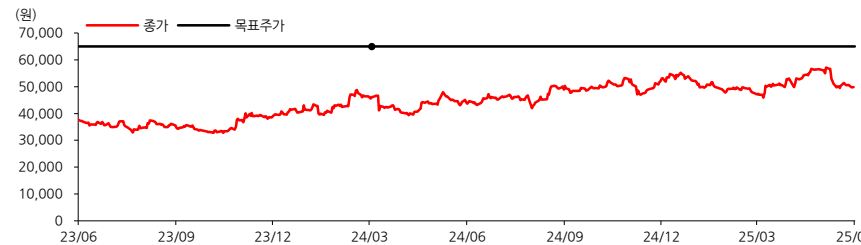
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (펠어비스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Hold	40,000	-17.33	3.75
2024.06.03	Buy	52,000	-30.12	-8.46
2025.04.17	Buy	44,000	-17.97	-12.50
2025.06.05	Buy	47,000		

더블유게임즈 (192080)



투자의견 변동내역

일 시	2023.07.07	2024.01.02	2024.07.11	2024.11.19	2024.11.28	2025.01.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
일 시	2025.04.11	2025.06.05				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	65,000	65,000				

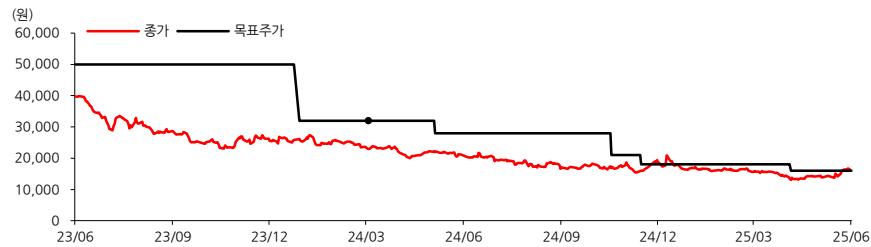
목표주가 변동 내역별 괴리율 (더블유게임즈)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	65,000	-28.69	-15.08
2025.01.10	Buy	65,000		

Compliance Notices

카카오게임즈(007070)



투자의견 변동내역

일 시	투자 의견	2023.07.07	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.09	2024.10.22	2024.11.01
투자 의견	목표 가격	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
투자 의견	목표 가격	50,000	32,000	32,000	28,000	21,000	21,000
일 시	투자 의견	2024.11.19	2025.04.09	2025.06.05			
투자 의견	목표 가격	Hold	Hold	Hold			
	목표 가격	18,000	16,000	16,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (카카오게임즈)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	32,000	-26.00	-14.69
2024.05.09	Buy	28,000	-32.21	-20.89
2024.10.22	Buy	21,000	-19.64	-11.29
2024.11.19	Hold	18,000	-8.24	16.11
2025.04.09	Hold	16,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자 의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 3월 31일)

투자 등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
권병재	책임연구위원	EMP 전략	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	은행/보험 RA	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌 리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
정정영	연구위원	중국/신흥국 주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
강재구	연구위원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	책임연구위원	자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com



이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강 남 W M 센 터	02) 6975-2000	목 동 W M 센 터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

대구/경북

대 구 W M 센 터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 향 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

부산/울산/경남

거 항 지 점	055) 943-3000	연 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거 제 브 랜 치	055) 730-0400
울 산 W M 센 터	052) 265-0505		

인천/경기

분 당 지 점	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234