

인터넷/게임

시가 아니었으면 가능했을까?

NAVER가 버틸 수 있는 이유

이제까지 오랜기간 Google검색, YouTube, ChatGPT 사용시간 폭증에도 NAVER 검색 및 검색 매출이 견조한 성장을 한 이유는 (1) Google검색, YouTube, ChatGPT 가 줄 수 없는 NAVER 만의 차별화된 검색 콘텐츠 (생활정보, 쇼핑, 로컬 등) (2) ChatGPT보다 우월한 검색결과에 대한 신뢰도(정확성, 시의성 등) (3) UGC검색 중심으로 NAVER 플랫폼내 체류시간 증가 (4) 30년 이상 NAVER 검색에 길들여진, 정답을 스스로 찾아가는(발견검색) 한국인의 오래된 검색 습관 (5) 향후 개편될 AI검색과 기존 통합검색의 시너지 가능성 등이 주요한 이유라는 판단. 따라서, 향후에도 ChatGPT 등 AI 검색 사용량이 증가하겠지만, 그리고 이러한 AI검색사용량의 증가가 일정부분 NAVER의 트래픽을 대체하겠지만, 이와는 별도로 NAVER 검색도 사용량 및 매출액이 증가할 수 있다는 의견

게임 : 믿을 건 IP 뿐이고

2024년 Steam에서 최고 매출을 기록한 12개의 게임 중 10개 게임이 과거에 개발된 IP를 기반으로 한 게임들이 차지. 모바일 게임도 국가별 매출 1위 게임들인 세븐나이츠 리버스(한국), 몬스터 스트라이크(일본), MONOPOLY GO!(미국), 王者榮耀(Honor of Kings)(중국), Whiteout Survival(대만) 모두 오래된 IP 기반 게임들임.

2025년 하반기 국내외 게임시장은 (1) 레전드 IP의 가치(미래 매출, IP기반 신규 게임의 흥행가능성 등)가 더욱 증가 (2) 게임 개발 과정에서의 AI 기술 도입 확대로 1인당 매출액은 지속적으로 증가하여 게임사 손익구조 개선 (3) Steam 등 글로벌 플랫폼 사용자 증가로 국내 게임사들의 해외매출(중국 포함) 증가가 추가되어 실적 개선 및 미래 성장성 및 수익성 개선까지 포함한 밸류에이션 멀티플까지 개선될 수 있을 것으로 기대

2025년 하반기 플랫폼 톱픽: NAVER, 게임 톱픽: 엔씨소프트, 크래프톤

NAVER: ① AI에 의한 광고, 커머스 성장 지속 ② '플러스스토어' 수수료 증가효과 본격화 ③ AI 검색 개편, AI 에이전트 출시 등으로 AI 디스카운트 해소

엔씨소프트: ① 믿고 살수 있는 '아이온2' IP ② 인원감축에 의한 효율적 비용 구조 ③ 현금+부동산 수준의 극단적인 저평가 상황

크래프톤: ① PUBG IP 글로벌 사용자, 매출 증가 ② '어비스오브던전', '서브노티카2' 등 글로벌 IP 신작 론칭 ③ '인조이' 무료 DLC 통한 반등 기대



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

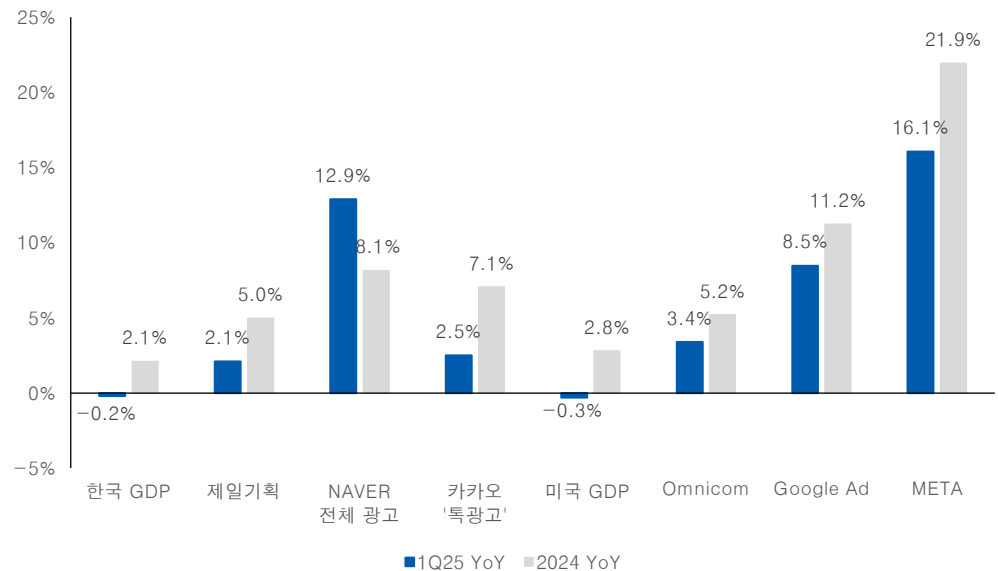
종목	투자조건	목표주가 (원)
NAVER	매수 (M)	290,000 (M)
엔씨소프트	매수 (M)	310,000 (M)
크래프톤	매수 (M)	450,000 (M)

AI가 아니었으면 가능했을까?

2025년 1분기는 연초부터 탄핵정국에 따른 내수부진, 관세전쟁에 따른 수출감소로, 한국, 미국 모두 마이너스 GDP 성장률을 기록하였다. 그러나, AI를 광고매출에 도입한 한국의 NAVER, 미국의 Google, META는 2025년 1분기 각각 12.9%, 8.5%, 16.1%의 높은 광고매출 성장률을 기록하였다. 기간을 좀더 길게 하여 2024년 연간으로 비교하여도 이들 세 기업은 각각 8.1%, 11.2%, 21.9% 성장하였다.

광고산업이 대표적인 경기 민감 산업임을 감안할 때, 놀라운 실적이 아닐 수 없다.

한국, 미국 GDP, 광고매출 1Q25, 2024년 YoY 성장률



자료: 한국은행, 각 사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

이러한 놀라운 실적의 원인으로 각사 CEO들은 모두 광고에 적용된 AI 기술을 주요원인으로 꼽고 있다.

아래는 1Q25 실적발표 컨퍼런스 시 Alphabet(Google) CEO 'Sundar Pich' 와 META의 'Mark Zuckerberg' 의 발표내용이다.

Alphabet 1Q25 Earnings Call 중 CEO 'Sundar Pich' 발표 내용 중 일부

The first opportunity is improved advertising. Our goal is to make it so that any business can basically tell us what objective they're trying to achieve -- like selling something or getting a new customer -- and how much they're willing to pay for each result, and then we just do the rest. Businesses used to have to generate their own ad creative and define what audiences they wanted to reach. But AI has already made us better at targeting and finding the audiences that will be interested in their product than many businesses are themselves, and that keeps improving. And now AI is generating better creative options for many businesses as well. I think that this is really redefining what advertising is into an AI agent that delivers measurable business results at scale. And if we deliver on this vision, then over the coming years I think that the increased productivity from AI will make advertising a meaningfully larger share of global GDP than it is today. In just the last quarter, we're testing a new ads recommendation model for Reels, which has already increased conversion rates by 5%. And we're seeing 30% more advertisers are using AI creative tools in the last quarter as well.

첫 번째 기회는 광고 개선입니다. 저희의 목표는 모든 기업이 달성하려는 목표(예: 제품 판매 또는 신규 고객 확보)와 각 결과에 대해 지불할 의향 금액을 알려주시면 나머지는 저희가 처리해 드리는 것입니다. 과거에는 기업들이 직접 광고 크리에이티브를 제작하고 어떤 잠재 고객에게 다가가고 싶은지 정의해야 했습니다. 하지만 AI 덕분에 많은 기업들보다 제품에 관심을 가진 만한 잠재 고객을 타겟팅하고 찾는 능력이 더욱 향상되었으며, 이러한 능력은 계속해서 발전하고 있습니다. 그리고 이제 AI는 많은 기업을 위해 더 나은 크리에이티브 옵션을 제공하고 있습니다. 저는 이것이 광고의 본질을 측정 가능한 비즈니스 성과를 대규모로 제공하는 AI 에이전트로 재정의하는 것이라고 생각합니다. 그리고 이러한 비전을 실현한다면, 향후 몇 년 동안 AI로 인한 생산성 향상으로 인해 광고가 전 세계 GDP에서 차지하는 비중이 현재보다 훨씬 커질 것이라고 생각합니다. 지난 분기에만 Reels를 위한 새로운 광고 추천 모델을 테스트하고 있으며, 이 모델은 이미 전환율을 5% 증가시켰습니다. 지난 분기에는 AI 크리에이티브 도구를 사용하는 광고주가 30% 증가했습니다.

자료: Alphabet

META 1Q25 Earnings Call (4/30) 중 CEO 'Mark Zuckerberg' 발표 내용 중 일부

Moving to Ads. More businesses, big and small, are adopting AI-powered campaigns, and the deployment of AI across our Ads business is driving results for our customers and for our business. Throughout 2024, we launched several features that leverage LLMs to enhance advertiser value, and we're seeing this work pay off. The combination of these launches now allows us to match ads to more relevant search queries. And this helps advertisers reach customers in searches where we would not previously have shown their ads. Focusing on our customers, we continue to solve advertisers' pain points and find opportunities to help them create, distribute and measure more performant ads: infusing AI at every step of the marketing process.

광고로의 전환. 크고 작은 기업들이 AI 기반 캠페인을 도입하고 있으며, 광고 사업 전반에 AI를 도입함으로써 고객과 사업 모두에 긍정적인 결과를 가져오고 있습니다. 2024년 한 해 동안 LLM을 활용하여 광고주 가치를 높이는 여러 기능을 출시했으며, 이러한 노력이 결실을 맺고 있습니다. 이러한 기능 출시를 통해 이제 더욱 관련성 높은 검색어에 광고를 매칭할 수 있게 되었습니다. 이를 통해 광고주는 이전에는 광고가 게재되지 않았던 검색어에서도 고객에게 도달할 수 있습니다. 우리는 고객에 초점을 맞춰 광고주의 고민을 해결하고, 광고주가 더욱 효과적인 광고를 제작, 배포, 측정할 수 있도록 돕는 기회를 찾고 있으며, 마케팅 프로세스의 모든 단계에 AI를 도입하고 있습니다.

자료: META

NAVER도 1Q25 높은 광고 매출의 성장 이유 중 하나로 “AI를 활용한 지면 최적화 진행으로 상품 경계가 허물어지며 전체 광고 효율 및 매출 성장으로 이어지고 있다”고 발표하였다.

NAVER, Google, META 모두 AI를 활용하여 광고경기 둔화에도 고성장을 시험하였지만, 이 중에서도 가장 대견한 기업은 NAVER이다. NAVER는 Google, META와 달리 국내 시장에서 YouTube, Google 검색, ChatGPT 사용시간 급증에 따라 오래전부터 사업모델의 근본적인 위기가 제기되고 있는 상황에서 만들어 내고 있는 호실적이기 때문이다.

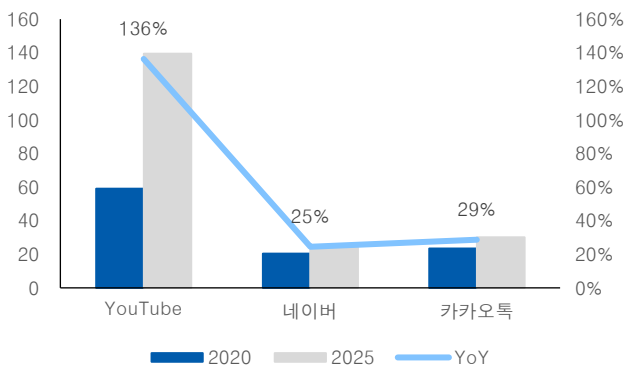
NAVER의 위기론이 제기된 지는 오래되었다. YouTube의 사용시간이 급증하면서, 텍스트 검색까지 대체하고 모바일 체류시간 및 사용자수 1위를 기록하면서도 NAVER 위기론이 제기되었고, 2022년 11월 ChatGPT 3.5의 등장으로 NAVER가 필요 없어질 거란 얘기가 나온지도 벌써 2년 반이나 지났다.

미래를 예측하는 여러 방법 중에 과거의 경험을 통해 미래를 예측하기도 한다. 한국인들의 1인당 YouTube 사용시간은 2020년 59분 대비 2025년 139분으로 136%가 증가한 반면, 네이버와 카카오톡은 같은 기간 각각 25%, 29% 증가하였다. YouTube 사용시간의 엄청난 증가시간이 네이버와 카카오톡 사용시간의 증가분을 상당부분 가져갔으리라 추측된다. 그런데, 같은 기간 (2020 vs 2024) 체류시간에 비례하는 네이버와 카카오톡의 광고 매출액은 사용시간 증가율 보다 훨씬 많은 44%, 97%나 증가하였다.

YouTube 사용시간 증가가 네이버, 카카오 사용시간(체류시간) 증가에 부정적 영향을 준 것은 사실이지만 그럼에도 불구하고 광고매출액은 고성장을 시현하였다. 물론 YouTube가 없었다면 더 많은 사용시간의 증가, 더 높은 광고매출의 증가율을 보였겠지만 고성장(NAVER 기준 CAGR 13%)을 실현하는데에 시장이 우려하는 만큼의 큰 문제는 없었다는 의견이다.

YouTube vs 카카오톡 vs 네이버 1인당 일평균 사용 시간

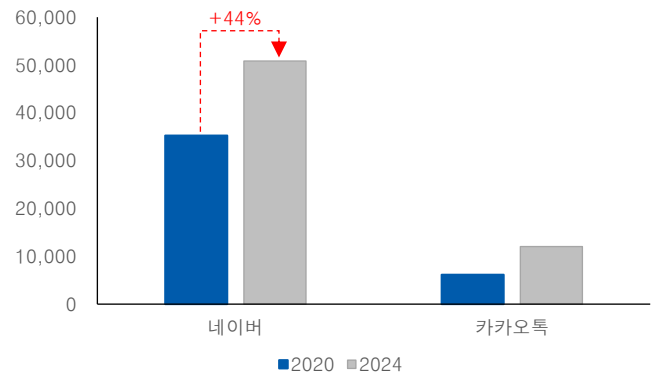
(단위 : 분)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

네이버 & 카카오 광고 매출액 2020 vs 2024

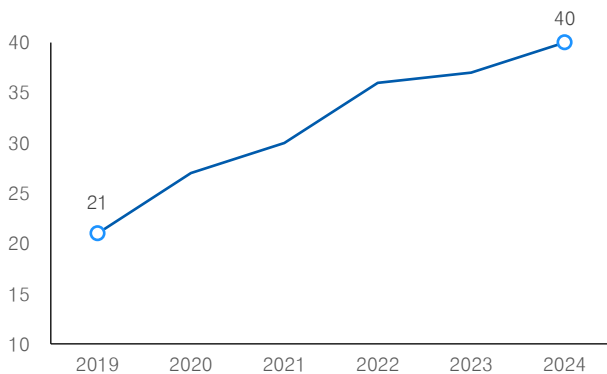
(단위 : 억 원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

YouTube 1인당 평균 사용 시간

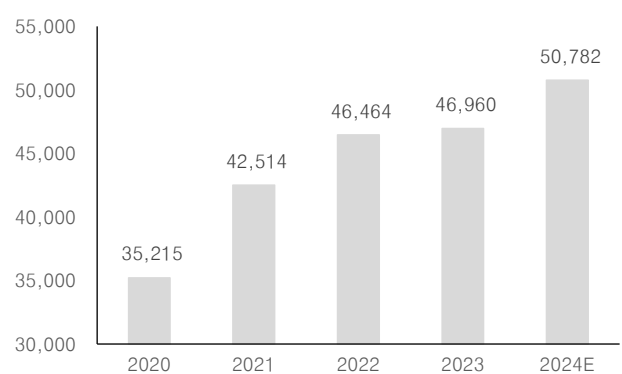
(단위 : 시간)



자료: 와이즈앱, 유안타증권 리서치센터

네이버 광고(검색+DA+쇼핑) 매출액

(단위 : 억 원)



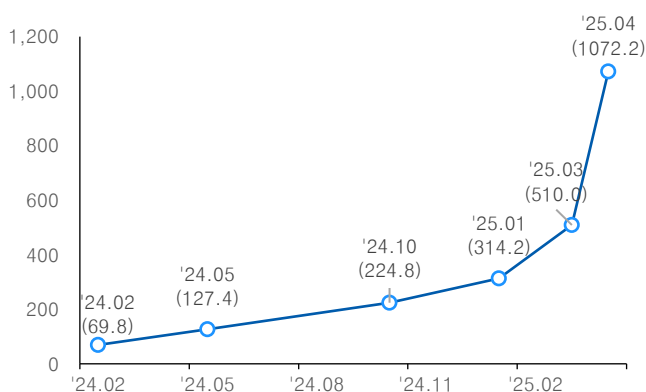
자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

2025년 5월 현재에도 NAVER를 향한 시장의 우려는 과거와 비슷한 상황이다. YouTube의 파급력만큼이나 ChatGPT와 같은 인공지능 검색 사용량 증가에 따른 기존 검색플랫폼 1위 사업자에 대한 우려가 높기 때문이다.

이러한 상황은 국내 NAVER 뿐만 아니라, 해외 Google도 마찬가지이다. 2025년 5월7일 Apple의 부사장인 ‘Eddy Cue’는 4월 구글 검색에 기반한 ‘Safari’ 브라우저를 통한 검색량이 역사상 처음으로 줄어들었음을 밝혔다. 그리고, 지난 22년 동안 이런 일은 단 한번도 없었다고 덧붙였다. (Google searches are falling in Safari for the first time ever - probably because of AI) 구글 검색량이 처음으로 줄어든 원인은 ChatGPT, Perplexity, Gemini, Copilot 등 거대 언어모델 기반 검색 도구의 부상으로 사용자들이 정보를 찾을 때 Google에 우선적으로 찾아갈 동기를 줄이는 역할을 하기 때문인 것으로 파악했다.

ChatGPT 모바일 버전 국내 MAU 추이

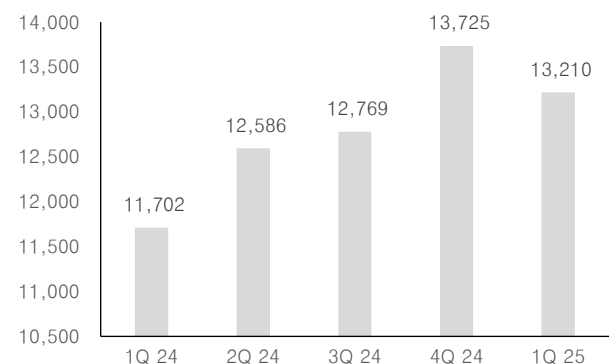
(단위 : 명)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

NAVER 광고매출액 추이 (1Q24~1Q25)

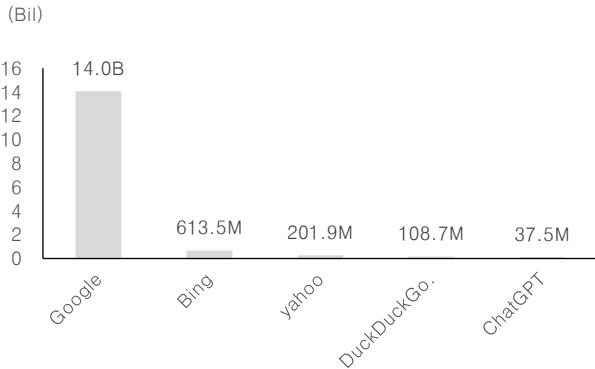
(단위 : 억 원)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

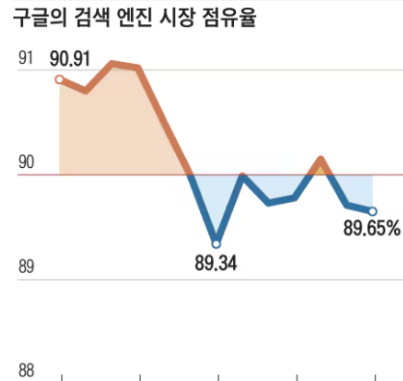
유안타 리서치팀은 이러한 ChatGPT 사용자(사용량)들의 급증에도 지난 2년간 NAVER, Google의 자국내 검색 시장에서 크게 흔들리지 않고, 심각한 광고경기 불황에도 높은 성장을 계속 유지하고 있는 것에 계속 의문을 가졌다.

글로벌 서치엔진 하루 검색량



자료: SparkToro, 유안타증권 리서치센터

구글 검색 엔진 시장 점유율



자료: StatCounter, 언론 기사 재인용

AI 검색의 놀라운 검색 능력, 정리 능력에 기존 검색시장 1위 사업자에 대한 위협이 계속 제기되었지만, 지난 2년간 크게 영향을 받지 않고 오히려 높은 성장을 구가할 수 있는 이유가 무엇일까? 그리고 이러한 현재 상황이 향후에도 지속 가능할 것인가에 대한 리서치와 고민을 지속하였다.

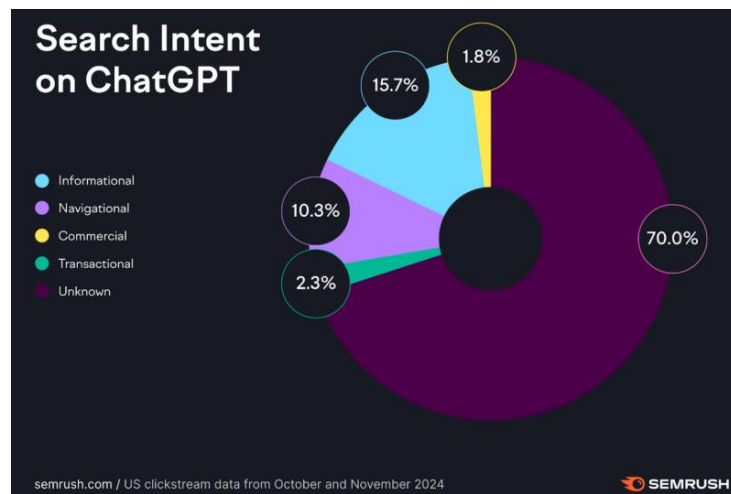
AI 검색의 급부상에도 불구하고 NAVER, Google 검색이 견조한 이유는 무엇일까?

(1) ChatGPT 사용 목적과 플랫폼 특성이 NAVER와 Google과 상이

온라인 마케팅 분석 플랫폼 ‘Semrush’가 8천만개의 ChatGPT 프롬프트(prompt: AI에게 특정한 답변을 얻기 위해 입력하는 지시문)를 분석한 결과, 정보를 얻거나(Informational), 장소를 탐색하거나(Navigational), 쇼핑을 위한 탐색이거나(Commercial), 특정거래를 위한 질문(Transaction) 등 기존 Google이나 NAVER에서 했던 검색유형은 30%에 불과하고 나머지는 기존 검색 유형과는 관련 없는 이미지 생성, 텍스트 요약, 코드 작성, 학교 숙제하기 등을 위한 것이었다.

특히 NAVER 검색 쿼리(Query)의 50%를 차지하는 것으로 추정되는 쇼핑관련 검색은 1.8%에 불과하다는 점이 ChatGPT 사용 증가에도 NAVER 검색 매출 및 트래픽에 큰 영향을 주지 못하는 이유가 아닌가 하는 생각이다.

ChatGPT 사용 목적



자료: SEMRUSH

실제로 NAVER에서도 전체 쿼리의 60%에 달하는 광고, 쇼핑과 관련된 비즈니스 쿼리는 현재에도 계속 증가하고 있다는 발표이다. 또한, 맛집, 부동산, 쇼핑, 지역정보 등 한국인이 주로 찾는 실시간 생활정보가 ChatGPT에서 찾지 않고 주로 NAVER에서 찾는 정보 검색이기 때문인 것으로 분석된다.

ChatGPT 등 AI 검색은 생활정보와 같은 단순정보 탐색보다는 내용이 일정 분량 이상 되는 내용의 검색이나 정리가 필요한 경우 또는 대화형 커뮤니케이션 형태가 많지만, NAVER는 단순 정보 탐색, 특히 구매, 예약, 생활정보 등 실용적 목적을 위한 검색에 강점이 있다. 이러한 검색 의도는 쇼핑 및 광고주의 매출로 직결되어 쇼핑Seller 및 광고주들이 직접 디테일한 정보를 제공, 선순환 구조를 이루게 된다.

결론적으로 YouTube와 ChatGPT는 NAVER와 완전 대체 관계에 있다기 보다는 일부 대체, 일부 보완 관계에 있고, 그전에 없던 YouTube만의, ChatGPT만의 사용자들이 시간을 보낼 수 있는 새로운 시장이 형성되어 NAVER 검색 사용량에 생각보다 큰 영향을 주지 못하고 있다는 판단이다.

(2) 검색결과에 대한 신뢰도의 차이

YouTube는 방송내용에 대해서 믿을 만한 정보인지 여부를 전적으로 사용자가 판단해야 하며, 이 판단을 위해 최소한의 방송시청 시간이 필요하다. ChatGPT 등 AI 검색도 최근에는 답변내용에 대한 정보출처가 제공되기도 하지만(Perplexity) AI가 제공하는 답변이 항상 정확하거나 최

신 정보를 반영하는 것은 아니어서, FactCheck를 필요로 하는 경우가 많다.

하지만 NAVER는 자체 알고리즘에 의해 NAVER내 다수 사용자들로부터 검증된 블로그가 검색 상단에 노출되고, 전문가 답변(지식iN), 직접구매자/방문자의 쇼핑, 맛집 리뷰 등 신뢰도 높은 정보에 기반한 검색 서비스여서 검색결과에 대한 신뢰도가 상대적으로 높은 편이다.

(3) 30년간 축적된 UGC(User Generate Contents) DB 생태계

NAVER는 전세계에서 거의 유일하게 Google검색에 1위를 내어주지 않은 토종검색플랫폼으로 단순한 검색 엔진이 아닌 종합 포털 플랫폼이다. NAVER는 검색과 함께 NAVER 플랫폼안에 쌓여있는 UGC(User Generate Contents)인 블로그, 지식인, 쇼핑, 웹툰, 카페 등 다양한 서비스를 통합적으로 제공(통합검색), 검색 결과를 통해 네이버의 자체 서비스로 유기적으로 연결되기 때문에 검색 사용자가 플랫폼 내에 오래 머물게 된다. 결과만 확인하고 종료하는 ChatGPT와는 다른 정보 제공 서비스이자 플랫폼이다.

(4) 한국인의 오래된 검색 습관

NAVER검색 사용량이 감소하지 않는 또 하나의 이유는, AI 검색과 같이 질문 후 곧바로 정답이 나오는 검색이 아닌, 본인이 직접 정답을 찾고 싶어하는 ‘발견 검색’이 한국인의 검색 습관으로 오랜 시간 고착되어 있다는 점이다. 날씨, 주가, 환율 등 정답이 있는 지식/정보인 경우도 있지만 주변 맛집이나 쇼핑 정보와 같이 주관적 판단에 의해 구하는 지식/정보는 ChatGPT에서 보다는 NAVER 검색이 보다 적합 할 수 있다.

나에게 맞는 맛집이나 쇼핑의 정답은 사실 본인이 ‘여러 대안을 찾는 과정속에서의 지식/정보의 발견 및 즐거움’을 위한 검색 행위인데 AI가 일방적으로(물론 DB화 된 나의 특성을 근거로 추천해 줄 수 있지만) 추천해준 정답은 질문자 개인의 주관적 성향에 따라 정답인지도 불명확할 뿐 아니라 본인 스스로 정답을 찾아가는 즐거움과 확신을 주지는 못하기 때문이다. 실제로 ChatGPT 출시이후 NAVER 검색의 광고, 쇼핑 관련된 쿼리들은 계속 증가하고 있고, 의외로 지식영역 쿼리들도 작년보다 상승했다고 알려져 있다.

(5) AI검색과 통합검색의 시너지

Google은 애플 부사장의 발표와는 상반되게 2024년 한해동안 Google 전체 검색량이 전년 대비 21.64% 증가하였다. 특히 검색결과를 요약정리해주는 인공지능 검색 ‘AI Overview’ 출시 이후 검색사용량이 줄어들거란 우려와는 달리 오히려 검색사용량과 체류시간은 더 증가하였다. 기존 웹검색 방식이 Google 플랫폼내에서 키워드 입력 후 곧바로 목적지 웹사이트로 빠져나갔

던 것과는 달리 ‘AI Overview’는 처음부터 원하는 정보를 쉽고 빠르게 얻을 수 있어 기존 검색보다 결과에 대한 만족도가 높아 외부 사이트로 빠지기 보다 Google 플랫폼안에 계속 머무르며 추가적인 검색을 더 많이 하게 된다고 알려졌다. 질문에 요약/정리된 답변과 관련되어 있는 무수한 웹사이트를 통해 FactCheck나 관련된 추가적인 정보를 더 얻을 수 있기 때문이다. 또한, ‘더 길고 복잡한 질문’을 추가적으로 더 많이 하게 됨으로서, 사용자당 검색 상호작용 횟수와 체류시간 등 ‘검색 플랫폼’의 총 트래픽이 증가하는 원인이 되었다.

ChatGPT처럼 AI가 줄 수 있는 여러가지 정보, 지식의 요약/정리와 Google 검색이 주는 관련성 높은 웹검색의 조합으로 사용자의 만족도를 높여주기 때문이라는 분석이다.

Google AI Overview

Google AI Overview

테슬라 사업 전망

모두 소식 이미지 비디오 쇼핑 짧은 영상 편들 더

도구

자세히 알아보기

AI 개요

플레이스 전망은 2025년 1분기가 일치할 것으로 예상되며, 라이브 시장에서는 2위로 떨어질 가능성이 있습니다. 이 추측되고 있습니다. 특히, BYD가 프레임의 시장 전망을 넘어 설 것으로 예상되는 것은, 테슬라의 성장 둔화와 함께 기뻐하지 않을 것이라는 점입니다.

자세한 내용:

시장에서 쫓겨나다:

테슬라는 BYD에 의해 시장 전망이 2위로 밀릴 전망이라는 점을 감안하면, 3년 만에 기록할 수 있다는 점에서 우려하고 있습니다.

1분기 부진:

더 보기

삼성증권
https://www.samsung.com / common / PDF :
테슬라(TSLA)
2025년 1월 2일 — 2025년, 판매 대수보다 FSD 수익화: 판매와 정도의 관계가 아닌 상황이라면, 2025년에는 FSD의 이익 화가 변동을 배제하는 것이 있습니다.
12페이지

조선일보
https://www.chosun.com / economy / auto / 2025/03/04:
머스크는 잘나가는데...
2025년 3월 4일 — 테슬라는 올해 완전 자율적으로 시스템을 변경주 오스틴 등 일부 지역에서 시작하고, 내년 로보택시(무인 자율성) 조립화를 가능하게 한다.

Investing.com 한국어
https://kr.investing.com / analysis / article-200451370

자료: Google

NAVER도 연내에 Google의 ‘AI Overview’와 같은 AI 검색을 개편할 계획이다. 검색의 개인화를 보다 강화하고, 추천 콘텐츠의 접근성과 UI(User Interface)를 개선하여 보다 많은 시간을 네이버 검색 및 네이버 생태계 안에서 체류시간을 늘리도록 하는 방안이다. Google이 ‘AI Overview’를 통해 검색 트래픽을 증가시켰듯이, NAVER도 AI 검색의 장점과 기존 NAVER만

의 통합검색의 장점을 잘 살린다면 NAVER 검색 트래픽 증가에 기여할 수 있을 것이란 전망이다.

정리하면 이제까지 오랜기간 Google검색, YouTube 및 ChatGPT 사용시간 폭증에도 NAVER 검색 및 검색 매출이 견조한 성장을 한 이유는 (1) Google검색, YouTube 및 ChatGPT 가 줄 수 없는 NAVER 만의 차별화된 검색 콘텐츠(생활정보, 쇼핑, 로컬 등) (2) ChatGPT보다 우월한 검색결과에 대한 신뢰도(정확성, 시의성 등) (3) UGC검색 중심으로 NAVER 플랫폼내 체류시간 증가 (4) 30년 이상 NAVER 검색에 길들여진, 정답을 스스로 찾아가는(발견검색) 한국인의 오래된 검색 습관 (5) 향후 개편될 AI검색과 기존 통합검색의 시너지 가능성 등이 주요한 이유라는 판단이다.

따라서, 향후에도 ChatGPT 등 AI 검색 사용량이 증가하겠지만, 그리고 이러한 AI검색사용량의 증가가 일정부분 NAVER의 트래픽을 대체하겠지만, 이와는 별도로 NAVER 검색도 사용량 및 매출액이 증가할 수 있다는 의견이다.

게임은 시가 만들 테니 필요한 건 IP뿐이고

2024년 Steam에서 최고 매출을 기록한 12개의 게임 중 10개 게임이 오랜 과거에 개발되어 이제는 레전드가 된 IP를 기반으로 한 게임들이 차지하였다.

모바일 게임도 동일하다. 2025년 5월26일 AppStore 최고매출 기준으로 국가별 1위 게임들인 세븐나이츠 리버스(한국), 몬스터 스트라이크(일본), MONOPOLY GO!(미국), 王者荣耀(Honor of Kings) (중국), Whiteout Survival (대만) 모두 오래된 IP 기반 게임들이다.

2024년 Steam 총 수익 기준 최고작

게임명	출시일 (IP 기준)	개발사	장르	게임 설명
ELDEN RING	'22.02.25	FromSoftware (배급은 Bandai Namco Entertainment)"	액션 롤플레잉 게임 (ARPG) 오픈 월드	광대한 오픈 월드 '일렐의 땅(The Lands Between)' 을 배경으로 한 고난도 액션 RPG 로, 플레이어는 부서진 엘든 링의 비밀을 파헤치며 다양한 보스와 적을 상대하는 방식. 전투, 탐험, 성장 요소가 유기적으로 결합되어 있으며, 높은 자유도와 도전적인 난이도가 특징
카운터 스트라이크 2	'20.11.09	Valve	1인칭 슈팅게임 (FPS)	테러리스트와 대테러부대의 대결을 다루는 밀리터리 FPS 로, 두 팀으로 나뉘어 폭탄 설치/해체, 인질 구출 등의 목표를 두고 대전하는 방식. 토리보다는 무기 하나로 자신의 실력이 판가름나는 전략적인 전투에 중점을 둔 게임
Call of Duty BLACK OPS 6	'03.10.29	"Infinity War (배급은 Activision)"	1인칭 슈팅(FPS), 밀리터리, 전쟁 시뮬레이션"	제2차 세계대전을 배경으로 미군, 영국군, 소련군의 시점을 번갈아가며 전장을 체험하는 1인칭 슈팅 게임. 사실적인 전투 연출과 팀 기반 전술, 몰입도 높은 스토리텔링이 특징이며, 이후 시리즈는 현대전, 미래전까지 다루며 FPS 장르를 대표하는 프랜차이즈로 성장
BLACK MYTH: WUKONG	'24.08.20	Game Science (중국)	액션 롤플레잉 게임 (ARPG), 소울라이크, 판타지	중국 고전 소설 『서유기』를 바탕으로 손오공의 여정을 그리는 액션 RPG 로, 화려한 무공 액션과 정교한 몬스터 디자인, 동양적 분위기의 세계관이 특징. 하드코어 전투와 보스전 중심의 소울라이크 스타일을 따르며, 언리얼 엔진 5로 개발되어 높은 그래픽 완성도를 자랑함
PUBG BATTLEGROUNDS	'17.12.20	PUBG Corporation (현 KRAFTON 산하)	배틀로얄, 3인칭/1인칭 슈팅 (TPS/FPS)	최대 100명의 플레이어가 넓은 전장에 낙하산으로 투입되어 무기와 장비를 확보한 뒤, 생존을 위해 싸우는 배틀로얄 방식의 슈팅 게임. 서서히 좁혀지는 자기장 안에서 최후의 1인을 가리는 긴장감 있는 전투가 특징이며, 전 세계적으로 배틀로얄 장르 붐을 이끈 선두 주자
SPACE MARINE 2	'11.09.06	Relic Entertainment (배급은 THQ)	3인칭 슈팅, 해킹 앤 슬래시, 액션	위해머 40,000 세계관을 배경으로, 초인적인 전사 '스페이스 마린' 중 하나인 티투스 대위가 외계 종족 오크와 카오스 세력에 맞서 싸우는 전투 중심 액션 게임. 원거리 총격과 근접 전투를 유기적으로 결합한 전투 시스템과 밀도 높은 SF 전장이 특징

DESTINY: GUARDIANS	'17.09.06	Bungie	온라인 1인칭 슈팅(FPS), MMO, 루트 슈터	우주를 배경으로 한 SF 세계관 속에서 '가디언'이라 불리는 플레이어가 어둠의 세력과 맞서 싸우는 MMO 스타일의 1인칭 슈팅 게임. 슈팅 액션과 RPG 요소, 협동 플레이, 다양한 레이드 및 PvP 콘텐츠가 어우러져 지속적인 시즌 업데이트를 통해 게임성이 확장됨
HELLDIVERS 2	'15.03.03	Arrowhead Game Studios	타다운 슈팅, 코옵 액션	플레이어가 특수부대 '헬다이버스'의 일원이 되어 지구 연합을 방어하기 위해 외계 행성에서 적과 싸우는 타다운 뷰 기반의 협동 액션 슈팅 게임. 높은 난이도와 팀워크를 요구하며, 아군 공격(프렌드리 파이어)이 항상 활성화되어 있어 전략적인 움직임이 필수
APEX LEGENDS	'19.02.04	Respawn Entertainment	배틀로얄, 1인칭 슈팅(FPS)	팀 기반 3인 스쿼드 배틀로얄 게임으로, 다양한 '레전드'라 불리는 캐릭터들이 각기 다른 능력을 활용해 생존과 전투를 벌인다. 빠른 페이스와 전략적 팀플레이, 독특한 캐릭터 스킬 조합이 특징이며, 무료로 즐길 수 있는 멀티플레이 게임
DOTA 2	'13.07.09	Valve	MOBA (멀티플레이어 온라인 배틀 아레나)	두 팀이 각각 다섯 명의 플레이어로 구성되어 상대 진영의 본진을 파괴하는 목표를 가진 전략적 팀 기반 게임. 다양한 영웅들이 고유 능력을 지니고 있으며, 팀워크와 전략, 개인 기량이 모두 중요한 역할을 하는 e 스포츠의 대표작
PALWORLD	'24.01.19	Pocketpair Inc.	오픈월드 생존액션 RPG, 몬스터 수집	다양한 몬스터 '팔(Pal)'을 포획하고 활용하여 전투, 농사, 건축, 생산 등 생존에 필요한 활동을 수행하는 오픈 월드 액션 RPG 게임. 귀여운 몬스터 디자인과는 달리 무기 사용, 노동, 사육 등 다소 다크한 요소가 혼합된 독특한 세계관과 높은 자유도가 특징
Baldur's Gate	'98.12.21	BioWare	RPG (롤플레이 게임) 던전 크롤러, 전략	던전 앤 드래곤즈(Dungeons & Dragons) 룰셋을 기반으로 한 판타지 세계에서 펼쳐지는 고전 RPG로 플레이어는 다양한 캐릭터를 모집해 이야기를 진행하며 탐험과 전투, 전략적 의사결정을 경험한다. 방대한 스토리와 자유도 높은 플레이, 깊이 있는 캐릭터 성장 시스템이 특징

자료: 유안타증권 리서치센터

AppStore 기준 국가별 매출 1위 모바일 게임 (5/26)

게임명	출시일 (IP 기준)	개발사	장르	게임 설명
세븐나이츠 리버스	'14.03.18	Netmarble	모바일 턴제 RPG, 전략 RPG	전작 '세븐나이츠' 세계관을 계승한 턴제 전략 RPG로, 다양한 영웅들을 수집하고 조합해 전략적인 전투를 즐길 수 있다. 화려한 그래픽과 깊이 있는 스토리, PvP 및 협동 콘텐츠가 조화를 이루며 모바일 환경에 최적화된 게임 플레이를 제공
몬스터 스트라이크	'13.09.26	Mixi Inc.	액션 RPG, 퍼즐, 전략	플레이어가 몬스터를 뿔겨서 적에게 공격하는 독특한 액션 퍼즐 RPG로, 협동 멀티플레이와 전략적인 몬스터 조합이 핵심이다. 간단한 조작법과 다양한 이벤트, 성장 시스템으로 전 세계적으로 큰 인기를 끌고 있다.
모노폴리 고	'22.10.20	Scopely	보드 게임 캐주얼, 모바일 전략	클래식 보드게임 모노폴리를 기반으로 한 모바일 게임으로, 주사위를 굴러 부동산을 사고 팔며 경쟁하는 방식. 캐릭터 수집과 성장 요소가 더해져 전략적 플레이와 수집의 재미를 동시에 제공하며, 전 세계 유저들과 실시간 대전도 가능

왕자영요	'15.11.26	Tencent Games (TiMi Studios)	MOBA (멀티플레이어 온라인 배틀 아레나) 모바일 게임	중국을 중심으로 큰 인기를 얻은 모바일 MOBA 게임으로, 플레이어는 각기 다른 영웅을 선택해 5대5 팀전에서 상대의 기지를 파괴하는 것을 목표로 한다. 빠른 템포와 간편한 조작, 전략적 팀플레이가 특징이며, 전 세계 모바일 MOBA 장르의 대표작 중 하나
화이트아웃 서바이벌	'23.04.13	Century Game	생존 전략 시뮬레이션, 모바일 게임	눈보라가 몰아치는 혹한의 환경 속에서 자원을 관리하고 기지를 확장하며 생존을 목표로 하는 전략 시뮬레이션 게임. 플레이어는 제한된 자원과 인원을 효율적으로 운영하며, 다양한 사건과 위기를 극복해 살아남아야 한다.

자료: 모바일 인덱스

오래된 IP기반의 게임들이 현재에도 그리고 미래에도 흥행가능성이 높은 이유는 다음과 같다.

- (1) 오래된 IP게임들은 이미 확고한 팬층과 검증된 게임성을 가지고 있어, 새로운 시리즈가 출시되어도 신규 IP게임 대비 상대적으로 거부감 없이 자연스럽게 진입(구매)할 수 있다. 반면, 한해에도 수십 수백만의 새로운 게임이 나오는 상황에서 신규 IP가 스스로의 존재를 사용자에게 알리기란 현실적으로 매우 어렵다. 게다가 신작 게임은 전혀 새로운 세계관과 시스템, 게임성을 제시해야 하기에 초반 진입장벽이 상대적으로 매우 높으며, 친숙함이 부족해 유저를 빠르게 유입시키는데 상대적으로 어려울 수밖에 없다.

신작 게임은 개발 비용이 급격히 증가한 반면, 성공을 장담할 수 없는 리스크가 크고 유저들의 기대치 역시 매우 높아졌다. 2024년 'Steam(Steam)'에 출시된 게임 수는 약 19,000개로 하루 평균 50여 개의 신작게임이 출시되었지만 이중 100만장 이상 판매된 게임은 10개에 불과하다. 이처럼 게임시장이 무한 경쟁상황이다 보니 신작 게임의 흥행 가능성은 더욱 낮아질 수밖에 없는 상황이다. 신작이 기존 게임과 차별화된 참신함을 보여주지 못하면 주목받기 어렵고, 과거의 명작들과 비교당하며 혹평을 받을 가능성은 높아졌다.

- (2) 게임시장은 콘솔, PC, 모바일 등 플랫폼 간 경계가 허물어지고 있다. 심지어 콘솔게임시장의 양대 산맥인 '플레이스테이션'과 'Xbox' 간에도 독점게임의 경계가 사라지고 있다. 따라서, 성공한 IP는 다양한 플랫폼의 게임으로 출시할 수 있기 때문에 성공한 IP의 가치는 계속 증가하고 있다.

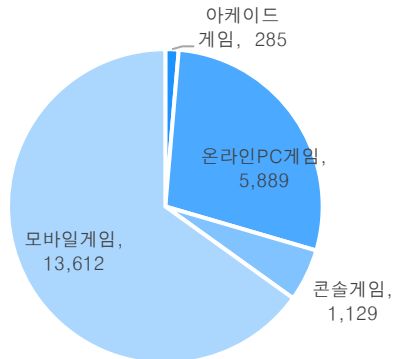
멀티플랫폼 글로벌 흥행 게임

게임명	개발사	지원 플랫폼	장르	비고
원신(Genshin Impact)	miHoYo	PC, 콘솔, 모바일	오픈월드 액션 RPG	크로스 플랫폼, 글로벌 흥행작
퍼스트 디센던트 (The First Descendant)	넥슨	PC, 콘솔	3인칭 슈팅	Steam, PS, XBOX 동시 출시 및 흥행
PUBG (플레이어언노운스 배틀그라운드)	크래프톤	PC, 콘솔, 모바일	배틀로얄	모바일도 글로벌 흥행 유지

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 플랫폼별 게임시장 규모

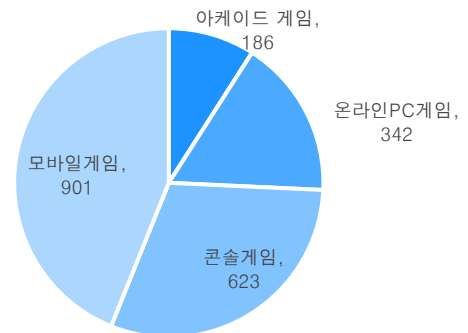
(단위 : 십 억원)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 게임백서 2024

전세계 플랫폼별 게임시장 규모

(단위 : 억 달러)

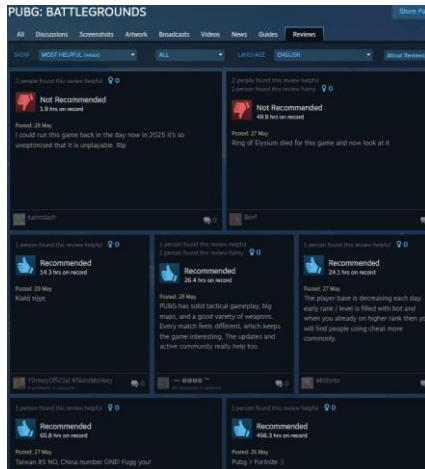


자료: 한국콘텐츠진흥원, 게임백서 2024

- (3) 성공한 IP 게임들은 시대 변화에 맞춰 그래픽, 시스템, 편의성 등을 개선하며 기존 유저뿐만 아니라 신규 유저 유입을 유도할 수 있다. 예를들면 ‘카운터 스트라이크’ 시리즈는 20년 넘게 게임의 정체성은 유지하면서도 최신 게임개발 엔진, e스포츠 연계 등으로 새로운 세대 유저들까지 흡수할 수 있었다. 또한, 오래된 IP기반 게임은 이미 거대한 커뮤니티와 e스포츠 시장을 기반으로 하고 있다. 게임이 커뮤니티와 경쟁 환경이 활성화되어 있으면, 신규 유저들이 게임에 쉽게 적응하고 몰입할 수 있다.

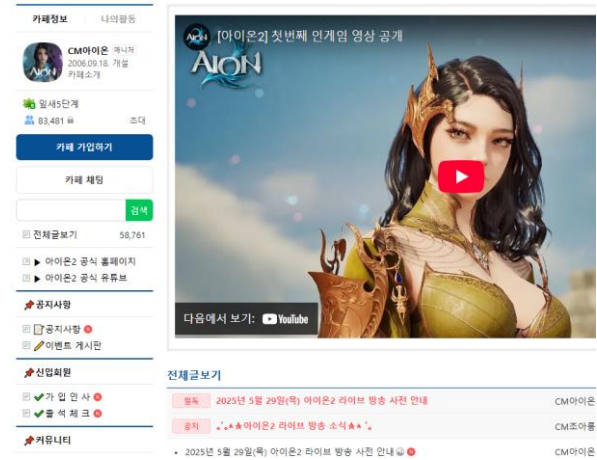
대표적으로 ‘카운터 스트라이크: 글로벌 오펜시브(CS:GO)’는 안정적인 게임플레이와 e스포츠 활성화, 꾸준한 업데이트로 수년간 인기를 유지해 왔다. 오래된 IP들은 과거 게임 사용자 경험을 바탕으로 핵심 재미 요소와 정체성은 유지하는 동시에, 세부적으로 적절한 변화를 추가하며 흥행을 이어가고 있다. ‘카운터 스트라이크’를 또 예로 들면 기존 팬들이 원하는 정통 FPS느낌을 유지하면서, 스킨, 시스템 개선 등과 시대 흐름에 맞는 콘텐츠를 제공해 팬층을 계속 이어 가며 장기 흥행에 성공했다.

PUBG 스팀 커뮤니티



자료: STEAM

아이온2 네이버 카페 (회원수 83,481 명)

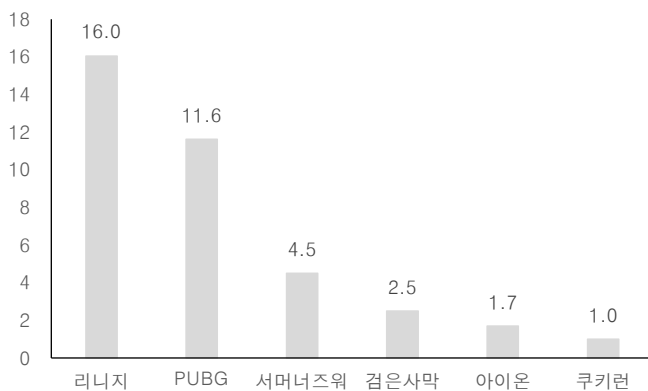


자료: 네이버 카페

이처럼 신작 게임의 흥행이 점점 어려워지는 반면, 오래된 IP 기반 게임들은 친숙함, 안정성, 지속적인 사용자 친화적인 콘텐츠 및 시스템, 그래픽 업데이트, 커뮤니티 활성화 등 다양한 요인으로 인해 흥행 가능성이 높아지고 있다는 판단이다.

국내 대표 게임 IP 국내외 누적 매출액

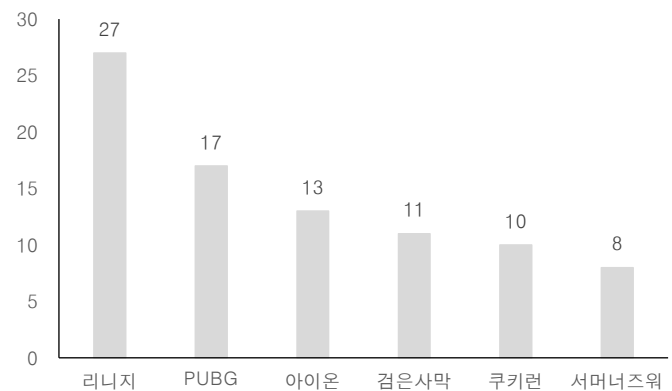
(단위 : 조 원)



자료: 각사 IR 자료, 언론 보도

국내 대표 게임 IP 출시 후 기간

(단위 : 년)



자료: 각사 IR 자료, 언론 보도

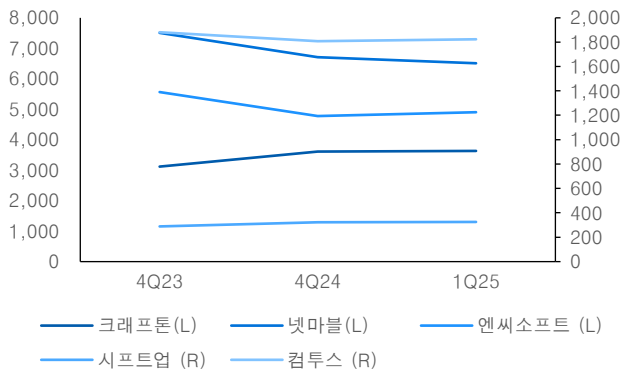
AI 게임 개발 : 인원수 감소에도 매출은 증가

최근 카카오는 ‘AI로 대체 가능한 직무는 가급적 신규 채용을 제한한다’는 방침을 공지했다. 대표적인 분야는 SW 개발 직무로 실제 AI를 활용해 업무효율성이 높아지는 직무들이다. 게임 회사들은 신규채용 제한뿐만 아니라 인력효율화를 명목으로 명예퇴직, 자회사 분산 배치 등 인력감축을 일찍부터 진행해왔다. 사실 AI로 대체될 수 있는 직무는 현존하는 대부분의 기업에게 적용될 수 있지만 특히 게임기업에게는 대체가능성이 더 높을 수 있기 때문이다.

2025년 1분기 크래프톤, 넷마블, 엔씨소프트, 시프트업, 컴투스 5개 기업의 인원수는 2023년 말 대비 약 6% 감소하였다. 그런데, 중요한 점은 같은 기간 상기 5개사 매출액은 12% 증가하여 1인당 매출액이 20% 증가하였다.

국내 게임개발사 (연결)인원수 추이 (4Q23, 4Q24, 1Q25)

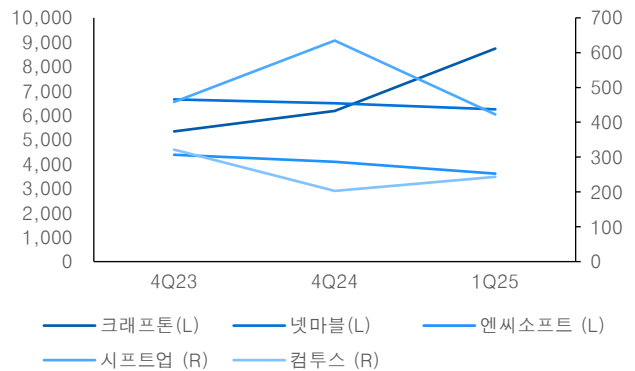
(단위 : 명)



자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

국내 게임개발사 매출액 추이 (4Q23, 4Q24, 1Q25)

(단위 : 억 원)



자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

인원수, 매출액, 1인당 매출액 변화 (4Q23, 4Q24, 1Q25)

(단위: 억원, 명)

연결 인원수	4Q23	4Q24	1Q25	1Q25/ 4Q23	매출액	4Q23	4Q24	1Q25	1Q25/ 4Q23	1인당 매출액	4Q23	4Q24	1Q25	1Q25/ 4Q23
크래프톤	3,113	3,609	3,632	17%	크래프톤	5,346	6,176	8,742	64%	크래프톤	1.7	1.7	2.4	40%
넷마블	7,500	6,700	6,500	-13%	넷마블	6,656	6,490	6,239	-6%	넷마블	0.9	1.0	1.0	8%
엔씨소프트	5,565	4,771	4,902	-12%	엔씨소프트	4,377	4,094	3,603	-18%	엔씨소프트	0.8	0.9	0.7	-7%
시프트업	289	322	326	13%	시프트업	458	635	422	-8%	시프트업	1.6	2.0	1.3	-18%
컴투스	1,880	1,807	1,824	-3%	컴투스	321	203	243	-24%	컴투스	0.2	0.1	0.1	-22%
합계	18,347	17,209	17,184	-6%	합계	17,158	17,598	19,249	12%	평균	0.9	1.0	1.1	20%

자료: 각사 IR 자료

AI는 게임 개발의 기획, 디자인, 프로그래밍, QA(Quality Assurance), 사운드, 운영 등 반복적이고 시간이 많이 소요되는 작업을 자동화하거나 보조함으로써, 개발자가 보다 창의적이고 고부가가치 작업에 집중할 수 있도록 도와줄 수 있다. 특히, 동적인 NPC 구현, 스토리 및 게임 환경(배경) 자동 생성, 자동화된 테스트, 사용자 행동 분석 등 다양한 분야에서 AI가 혁신적인 변화를 이끌고 있다.

게임 개발자 직무별 AI 활용 예시

직무 분야	AI 활용 예시
기획/디자인	시나리오 생성, 맵/캐릭터 디자인 자동화, 사용자 피드백 분석
프로그래밍	코드 자동 완성, 버그 탐지, 게임 내 물리 및 AI 행동 구현
QA(품질관리)	자동화된 테스트, 반복적인 시험 플레이(플레이 버그 탐지)
사운드 디자인	배경음 및 효과음 자동 생성, 음성 대사 생성 및 번역
마케팅/운영	사용자 행동 분석, 개인화된 추천, 콘텐츠 최적화

자료: 유안타증권 리서치센터

AI를 통한 게임 개발은 고정비(인건비) 절감을 위해서 뿐만 아니라 더 나은 퀄리티의 게임 개발을 위해 향후 지속적으로 확대될 것으로 예상할 수 있다. 이러한 추세는 게임 개발을 위한 최소 인원 및 인건비를 지속적으로 감소시켜 게임회사 실적개선의 중요한 기반이 될 것으로 예상된다.

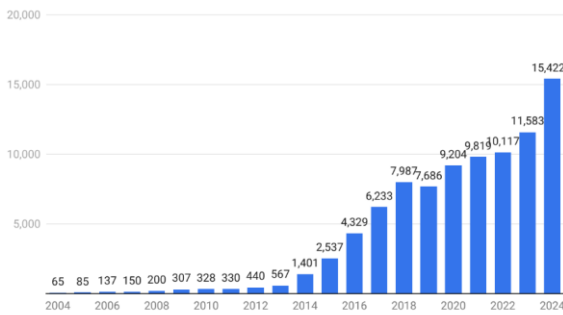
한국 게임의 글로벌 진출 어느 때보다 용이

한국 게임기업들 성장 정체 의 가장 주요한 원인은 국내시장 중심, 글로벌 흥행력 부족에 기인한다. 하지만, 글로벌PC게임 플랫폼 ‘Steam’ 의 폭발적인 글로벌 사용자수 증가는 국내 게임사들이 국내시장을 벗어나 해외진출을 위한 중요한 발판이 되고 있다.

전세계 Steam 플랫폼에 출시된 게임 수

(단위 : 개)

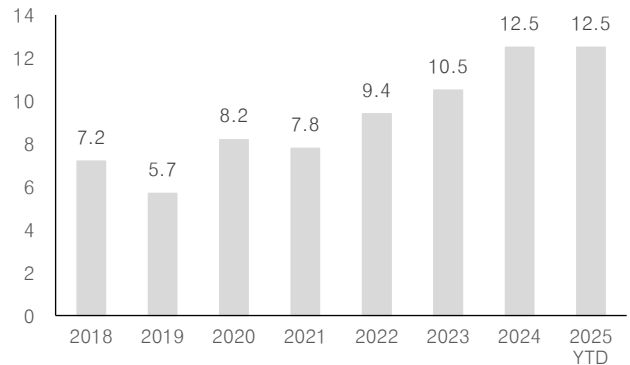
Number of Games Released on Steam Worldwide from 2004 to 2024



자료: SCI-TECH TODAY

Steam 플랫폼 게임 최대 동시 접속자수

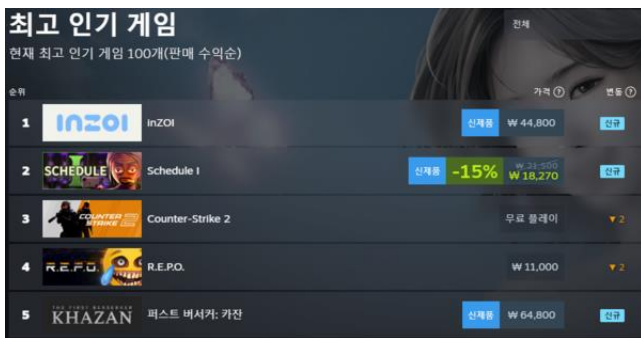
(단위 : 백만명)



자료: Statista, 유안타증권 리서치센터

실제로 크래프톤의 ‘인조이’는 출시 직후 ‘카운터스트라이크2’를 제치고 Steam 전체 인기 게임 1위를 차지 하였고, 같은날 벅슨의 액션 RPG ‘퍼스트 버서커: 카잔’도 전체 순위 4위에 이름을 올렸다. 현재(5/27)에도 ‘PUBG’가 가장 많이 플레이 된 게임 5위, 가장 많이 팔로우된 게임 4위를 차지하고 있고, ‘서브노티카2’는 가장 많이 위시리스트에 오른 Steam 출시 예정 게임 4위에 올라 있다.

Steam 플랫폼 최고 인기 게임(판매 수익 기준, 2025/3/28)



자료: Steam DB

Steam 플랫폼에서 가장 많이 플레이 된 게임 (2025/5/27)

가장 많이 플레이된 게임 →		지금 플레이어	24시간 피크
	카운터 스트라이크 2	718,181	1,571,409
	도타 2	290,230	606,229
	봉고캣	149,985	189,052
	마블 라이벌	141,640	143,131
	PUBG: 배틀그라운드	127,561	717,091
	바나나	113,759	114,539
	헬다이버즈 2	102,746	122,542
	에이펙스 레전드	100,852	235,825

자료: Steam DB

Steam 플랫폼은 국내 개발 PC게임을 마케팅비 부담 없이 글로벌 출시 및 흥행을 가능하게 해 줄 수 있고, Steam내 평점, 이용자 후기 등을 통해 흥행을 지속시킬 수 있다. 이 또한 IP의 중요성을 다시한번 부각시켜주는 점이기도 하다.

또한, 최근 Steam 사용자의 가파른 증가는 중국 게임 유저 급증에 기인한다. 2010년 초반 Steam 사용자 중 중국 유저 비중은 10% 이하로 추정되었으나, 최근에는 35% 이상으로 급증하였다. 실제로도 2024년 Steam Top 10에 진입한 NetEase의 'Marvel Rivals', 'Once Human', 'NARAKA : BLADEPOINT', Tencent의 'Delta Force', Game Science의 'BlackMyth : Wukong' 등 중국게임이 대거 포진해있다.

국내게임사들도 Steam을 통해 북미/유럽은 물론 중국시장에 과거보다 좀 더 용이하게 진출할 수 있다는 의견이다.

결론적으로 2025년 하반기 국내외 게임시장은

- (1) 레전드 IP의 가치(미래 매출, IP기반 신규 게임의 흥행가능성 등)가 더욱 증가할 것으로 예상
- (2) 게임 개발 과정에서의 AI 기술 도입 확대로 1인당 매출액은 지속적으로 증가하여 게임사 손익구조 개선 전망
- (3) 국내 게임사들의 오랜 숙원인 해외매출(중국 포함) 증가가 추가되어 실적 개선 및 미래 성장성 및 수익성 개선까지 포함한 밸류에이션 멀티플까지 개선될 수 있을 것으로 기대

2025년 하반기 주요 게임 출시 일정

게임사	게임명	개발사	장르	플랫폼	출시 지역	출시 시기
크래프톤	어비스 오브 던전(다크앤다커 M)	블루홀스튜디오	Extraction RPG	모바일	태국 등 4개국	6월 11일
	서브노티카2	언노운월즈	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2H 2025
	PUBG : 블라인드 스팟	펍지 스튜디오	Tactical Shooting	PC	글로벌	2025
	딩کم 투게더	James	개척 생활 시뮬	PC/닌텐도	글로벌	4Q 2025
넷마블	뱀피르	넷마블 네오	MMORPG	PC/모바일	한국	2H 2025
	몬길 : STAR DIVE	넷마블 몬스터	액션 RPG	PC/모바일	글로벌	2H 2025
	일곱 개의 대죄 : 오리진	넷마블(외부)	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H 2025
	프로젝트 SOL	알트나인	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H 2025
	나 혼자만 레벨업 : ARISE	넷마블 네오	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H 2025
엔씨소프트	아이온2	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	글로벌	4Q 2025
	LLL	엔씨소프트	SF TPS	PC/콘솔	글로벌	4Q 2025
펄어비스	붉은 사막	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	4Q 2025

자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

국내외 플랫폼 기업 & 게임 기업 밸류에이션 비교

	P/E			EPS Growth			P/B			ROE		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
ALPHABET A	23.9	17.5	16.3	39.2	22.2	7.3	7.1	5.2	4.2	32.9	29.9	26.2
META PLATFORMS-A	24.3	24.4	21.6	62.0	10.5	12.8	8.1	7.0	5.5	37.1	31.2	28.0
NAVER	15.7	15.3	13.4	90.7	3.0	14.6	1.2	1.1	1.0	7.9	7.2	7.6
KAKAO	303.2	41.6	34.5	N/A	704.0	20.6	1.7	1.7	1.6	0.6	4.2	4.8
LY	24.1	25.4	21.9	39.1	31.6	-2.9	1.2	1.2	1.2	5.1	5.1	5.8
TENCENT	18.7	17.2	15.2	71.8	15.3	12.6	3.7	3.7	3.2	21.8	20.2	19.4
평균	21.3	20.0	17.7	60.6	16.5	10.8	3.8	3.3	2.8	17.6	16.3	15.3
NETEASE-ADR	14.3	14.8	14.1	0.7	15.9	5.5	3.0	3.5	3.0	22.6	24.0	22.1
ELECTRONIC ARTS	30.4	22.4	18.0	-9.1	2.0	15.5	5.7	5.1	5.4	16.1	19.7	23.0
NEXON	14.7	22.9	20.1	95.2	-28.4	13.8	1.9	2.0	1.9	14.1	9.2	10.0
KRAFTON	10.9	15.3	14.0	123.2	-7.7	9.3	2.1	2.3	2.0	21.1	15.9	15.0
CAPCOM	31.6	37.3	32.8	11.7	11.7	13.0	6.8	7.9	6.7	23.0	23.2	22.4
NCSOFT	38.7	21.8	14.3	-54.7	52.4	52.6	1.2	1.0	0.9	3.0	5.0	7.3
NETMARBLE	165.2	23.8	21.7	N/A	546.4	9.9	0.8	0.8	0.8	0.5	3.5	3.8
SHIFT UP	23.2	14.4	16.0	-9.0	24.8	-10.0	4.8	4.5	3.7	31.4	27.5	19.1
평균	23.4	21.6	18.9	22.6	10.1	13.7	3.3	3.4	3.1	16.5	16.0	15.3

자료: Bloomberg

NAVER (035420)

군세어라 NAVER

버틸 수 있는 이유

YouTube 1인당 사용시간 2020년 59분에서 2025년 139분으로 136% 증가 vs 2020년 NAVER 광고매출액 3조 5,215억원에서 2024년 5조 782억원 44%(연평균 13%) 증가. 모바일 ChatGPT MAU 2024년 2월 70만명에서 2025년 4월 1,072만명으로 14배 증가 vs 1Q25 NAVER 광고매출액 1조 3,210억원 YoY 13% 증가. YouTube 및 ChatGPT 사용량 급증에도 NAVER 검색사용량 및 (검색)광고 매출액 성장은 견조하게 유지 중.

(1) Google검색, YouTube 및 ChatGPT 가 줄 수 없는 NAVER 만의 차별화된 (생활정보, 쇼핑, 로컬 등) 검색 콘텐츠 (2) ChatGPT보다 우월한 검색결과에 대한 신뢰도(정확성, 시의성 등) (3) UGC검색 중심으로 NAVER 플랫폼내 체류시간 증가 (4) 30년 이상 NAVER 검색에 길들여진, 정답을 스스로 찾아가는(발견검색) 한국인의 오래된 검색 습관 (5) 향후 개편될 AI검색과 기존 통합검색과의 시너지 가능성 등으로 향후에도 ChatGPT 등 AI 검색 사용량이 증가하겠지만, 그리고 이러한 AI검색사용량의 증가가 일정부분 NAVER의 트래픽을 대체하겠지만, 이와는 별도로 NAVER 검색도 사용량 및 매출액이 증가할 수 있다는 의견임

광고, 커머스 중심 2025년 2분기 및 하반기 실적 개선 전망

〈광고〉ADVoost 등 AI 활용 기존 대비 광고 클릭률(CTR) 2배 증가, 체류시간 증가 등 광고 효율성 증가로 광고 성수기인 2분기 및 하반기 견조한 성장 전망.

〈커머스〉수수료율이 약 1% 증가된 '플러스스토어' 거래액 증가에 의한 매출 및 이익 증가, 넷플릭스, 마켓컬리 등 멤버십 제휴 확대에 따른 구매액 확대, '플러스스토어' 출시에 따른 제휴물 비중 감소, 스마트스토어 비중 증가로 인한 AI활용성 증가, 쇼핑 AI 에이전트 출시(예정)에 따른 사용자 편의성 증가로 하반기 커머스에 의한 전체 실적 개선 견인 기대

현재 AI 경쟁력은 거대모델 경쟁력이 아닌 META처럼 사용자 데이터에 기반한 사용자 편의성 증가, 매출 증가 여부가 주요 경쟁력인 상황임. AI에 기반한 동사의 실적 개선 지속과 하반기 AI 에이전트, AI 검색기능 강화로 밸류에이션 회복 전망



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **290,000원 (M)**

직전 목표주가 **290,000원**

현재주가 (5/29) **189,300원**

상승여력 **53%**

시가총액	299,921억원
총발행주식수	158,437,008주
60일 평균 거래대금	1,086억원
60일 평균 거래량	553,071주
52주 고/저	232,000원 / 155,000원
외인지분율	48.60%
배당수익률	0.57%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.7)	(8.6)	8.0
상대	(9.2)	(14.9)	6.3
절대 (달러환산)	0.6	(2.7)	7.1

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28,921	10.8	3.8	29,018	-0.3
영업이익	5,526	16.9	9.4	5,386	2.6
세전계속사업이익	6,048	29.4	4.3	5,869	3.0
지배순이익	4,549	34.4	7.1	4,256	6.9
영업이익률 (%)	19.1	+1.0 %pt	+1.0 %pt	18.6	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	15.7	+2.7 %pt	+0.5 %pt	14.7	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	96,706	107,377	117,384	124,261
영업이익	14,888	19,793	22,514	24,861
지배순이익	10,123	19,232	21,565	22,940
PER	33.1	15.5	13.9	13.1
PBR	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	16.6	10.6	8.5	6.7
ROE	4.4	7.9	7.8	7.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

NAVER 실적 전망

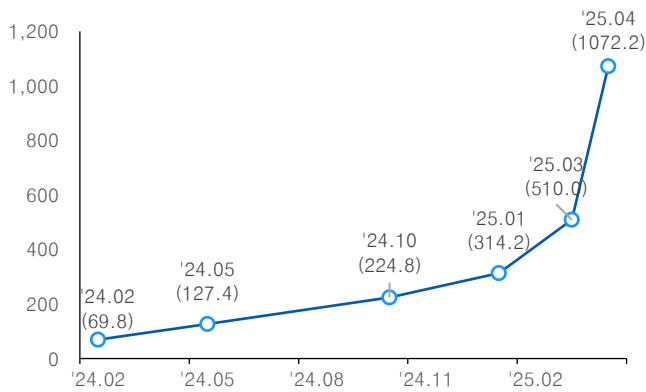
(단위: 억원)

	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25E	3Q 25E	4Q 25E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	25,260	26,105	27,156	28,857	27,868	28,921	29,486	31,110	96,706	107,378	117,385	124,261
YoY	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	10.8%	8.6%	7.8%	17.6%	11.0%	9.3%	5.9%
서치플랫폼	9,053	9,784	9,977	10,647	10,127	10,642	10,663	11,295	35,890	39,462	42,727	43,483
검색	6,964	7,314	7,533	7,684	7,537	7,832	7,930	8,261	27,253	29,495	31,560	32,822
YoY	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	8.2%	7.1%	5.3%	7.5%	4.5%	8.2%	7.0%	4.0%
디스플레이	2,024	2,350	2,296	2,520	2,172	2,508	2,446	2,707	8,461	9,190	9,833	9,931
YoY	5.3%	8.1%	11.1%	9.7%	7.3%	6.7%	6.6%	7.4%	-10.0%	8.6%	7.0%	1.0%
커머스	7,034	7,190	7,254	7,751	7,879	8,136	8,245	8,720	25,468	29,230	32,980	36,362
YoY	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	13.2%	13.7%	12.5%	41.4%	14.8%	12.8%	10.3%
커머스 광고	2,649	2,802	2,792	3,078	3,083	3,250	3,183	3,390	11,070	11,320	12,905	14,351
YoY	0.2%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	16.0%	14.0%	10.1%	2.7%	2.3%	14.0%	11.2%
중개 및 판매	3,905	3,915	4,000	4,138	4,242	4,303	4,450	4,630	12,687	15,958	17,625	19,243
YoY	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.0%	9.9%	11.3%	11.9%	110.1%	25.8%	10.4%	9.2%
핀테크	3,539	3,685	3,851	4,009	3,927	4,083	4,203	4,379	13,547	15,084	16,592	17,977
YoY	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	10.8%	9.1%	9.2%	14.2%	11.3%	10.0%	8.3%
콘텐츠	4,463	4,200	4,627	4,674	4,593	4,581	4,836	4,934	17,329	17,964	18,944	19,836
YoY	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	9.1%	4.5%	5.6%	37.4%	3.7%	5.5%	4.7%
클라우드	1,170	1,246	1,446	1,776	1,342	1,480	1,539	1,782	4,471	5,638	6,142	6,603
YoY	25.5%	19.2%	17.0%	41.2%	14.7%	18.7%	6.4%	0.3%	11.0%	26.1%	8.9%	7.5%
영업비용	20,868	21,378	21,903	23,436	22,815	23,394	23,870	24,792	81,816	87,585	94,871	99,400
인건비	5,292	5,732	5,371	5,858	5,739	5,797	5,801	6,011	21,759	22,253	23,348	24,053
YoY	-1%	5%	1%	5%	8%	1%	8%	3%	25%	2%	5%	3%
파트너	9,135	9,166	9,380	10,219	9,742	10,009	10,279	10,645	35,336	37,900	40,676	42,808
YoY	10%	6%	6%	8%	7%	9%	10%	4%	19%	7%	7%	5%
인프라	1,699	1,717	1,781	1,851	1,893	1,915	1,981	2,034	5,956	7,048	7,823	8,214
YoY	28%	21%	15%	13%	0%	0%	0%	0%	3%	18%	11%	5%
마케팅	3,675	3,668	4,173	4,477	4,302	4,512	4,627	4,929	14,797	15,993	18,370	19,439
영업이익	4,392	4,727	5,253	5,421	5,053	5,526	5,617	6,318	14,889	19,793	22,514	24,861
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	19.1%	19.0%	20.3%	15.4%	18.4%	19.2%	20.0%
YoY	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.1%	16.9%	6.9%	16.5%	14.1%	32.9%	13.7%	10.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

ChatGPT 모바일 버전 국내 MAU 추이

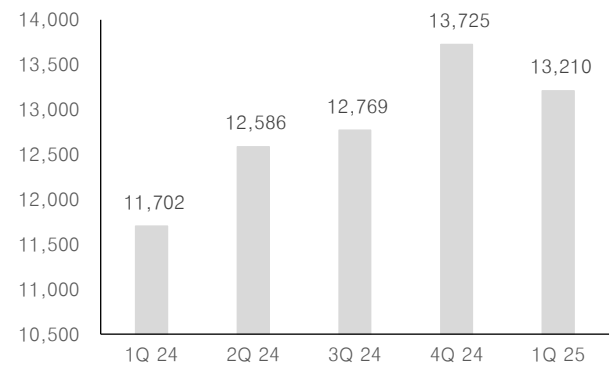
(단위 : 명)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

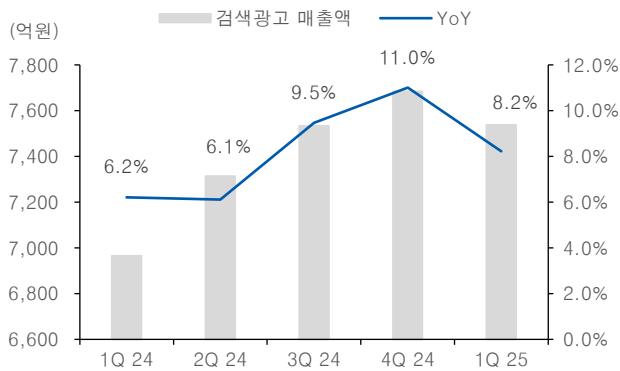
NAVER 광고매출액 추이 (1Q24~1Q25)

(단위 : 억 원)



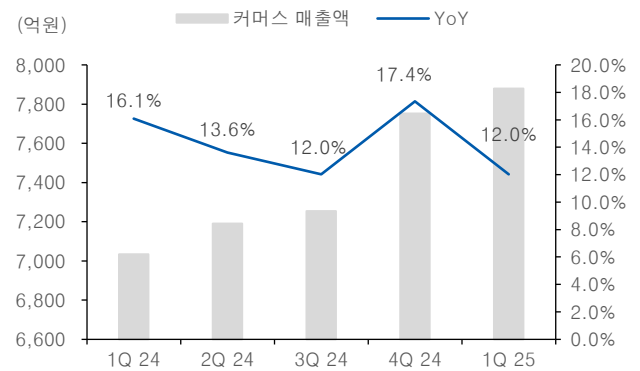
자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

검색광고 매출액 & YoY 성장률



자료: NAVER

커머스 매출액 & YoY 성장률



자료: NAVER

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	96,706	107,377	117,384	124,261	130,155
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	96,706	107,377	117,384	124,261	130,155
판매비	81,818	87,585	94,871	99,400	103,286
영업이익	14,888	19,793	22,514	24,861	26,868
EBITDA	20,712	26,528	30,926	33,506	35,699
영업외손익	-74	3,429	6,312	5,239	5,234
외환관련손익	-427	-1,470	290	237	164
이자손익	-260	687	1,284	986	1,683
관계기업관련손익	2,665	1,445	1,134	1,341	1,516
기타	-2,053	2,768	3,604	2,675	1,871
법인세비용차감전순손익	14,814	23,222	28,826	30,100	32,102
법인세비용	4,964	3,902	7,321	7,224	7,705
계속사업순손익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
지배지분순이익	10,123	19,232	21,565	22,940	24,466
포괄순이익	7,244	26,307	50,204	56,587	64,122
지배지분포괄이익	7,488	25,612	49,770	56,098	63,568

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	20,022	25,899	32,284	36,242	37,804
당기순이익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
감가상각비	5,280	6,086	6,117	6,430	6,692
외환손익	-464	1,167	-290	-237	-164
중속, 관계기업관련손익	-2,665	-1,445	-1,160	-1,341	-1,516
자산부채의 증감	3,608	1,523	1,016	3,533	3,558
기타현금흐름	4,413	-751	5,097	4,981	4,836
투자활동 현금흐름	-9,498	-13,400	-51,656	-30,329	-40,272
투자자산	6,022	12,802	-27,620	-16,107	-26,393
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,406	-5,540	-9,449	-8,000	-8,000
유형자산 감소	73	321	38	0	0
기타현금흐름	-9,187	-20,983	-14,625	-6,222	-5,879
재무활동 현금흐름	-1,100	-7,703	-2,433	-6,043	-5,967
단기차입금	1,130	-2,239	2,119	-167	-160
사채 및 장기차입금	-1,307	-1,531	-2,472	-2,000	-2,000
자본	-3,138	1,801	368	0	0
현금배당	-624	-1,190	0	-1,687	-1,687
기타현금흐름	2,839	-4,543	-2,447	-2,189	-2,120
연결범위변동 등 기타	-901	1,395	30,109	31,694	33,387
현금의 증감	8,523	6,191	8,304	31,564	24,952
기초 현금	27,242	35,765	41,955	50,259	81,823
기말 현금	35,765	41,955	50,259	81,823	106,775
NOPLAT	14,888	19,793	22,514	24,861	26,868
FCF	13,616	20,359	22,835	28,242	29,804

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

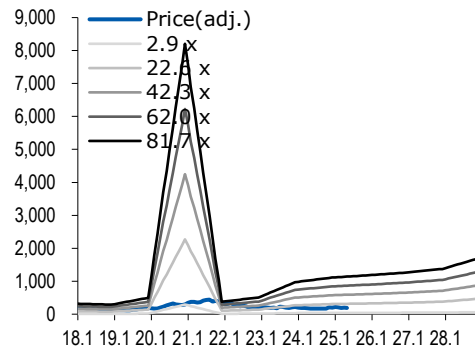
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	70,281	93,749	113,596	148,370	176,491
현금및현금성자산	35,765	41,955	50,259	81,823	106,775
매출채권 및 기타채권	17,059	15,881	14,635	15,034	15,747
재고자산	148	217	234	248	260
비유동자산	287,098	287,930	324,861	341,181	369,589
유형자산	27,416	29,096	30,583	32,152	33,460
관계기업 등 지분관련 자산	175,889	174,061	209,162	221,416	243,558
기타투자자산	36,423	35,040	35,841	39,694	43,946
자산총계	357,378	381,679	438,457	489,551	546,080
유동부채	63,056	60,922	93,489	91,725	87,899
매입채무 및 기타채무	38,727	38,661	31,110	31,732	30,145
단기차입금	3,330	1,354	1,388	1,388	1,388
유동성장기부채	4,429	2,000	18,200	18,200	18,200
비유동부채	51,943	50,748	30,379	28,337	26,257
장기차입금	9,936	8,631	8,048	7,048	6,048
사채	16,557	20,073	3,945	2,945	1,945
부채총계	114,998	111,670	123,868	120,062	114,156
지배지분	232,060	254,599	298,969	353,932	416,436
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,426	14,227	14,595	14,595	14,595
이익잉여금	245,444	259,650	279,389	300,642	323,421
비지배지분	10,320	15,410	15,620	15,556	15,488
자본총계	242,380	270,009	314,589	369,489	431,924
순차입금	-2,178	-31,568	-52,817	-89,776	-119,727
총차입금	48,830	43,783	43,430	40,686	38,008

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	13,611	14,479	15,442
BPS	154,077	170,953	200,262	237,079	278,946
EBITDAPS	12,644	16,432	19,520	21,148	22,532
SPS	59,039	66,511	74,089	78,430	82,149
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
PER	33.1	15.5	13.9	13.1	12.3
PBR	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	16.6	10.6	8.5	6.7	5.5
PSR	3.5	2.8	2.6	2.4	2.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	17.6	11.0	9.3	5.9	4.7
영업이익 증가율 (%)	14.1	32.9	13.7	10.4	8.1
지배순이익 증가율 (%)	33.2	90.0	12.1	6.4	6.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.2	20.0	20.6
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	18.4	18.5	18.8
EBITDA 마진 (%)	21.4	24.7	26.3	27.0	27.4
ROIC	38.8	49.2	63.6	93.9	85.7
ROA	2.9	5.2	5.3	4.9	4.7
ROE	4.4	7.9	7.8	7.0	6.4
부채비율 (%)	47.4	41.4	39.4	32.5	26.4
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-12.4	-17.7	-25.4	-28.8
영업이익/금융비용 (배)	11.7	18.9	16.9	19.4	22.4

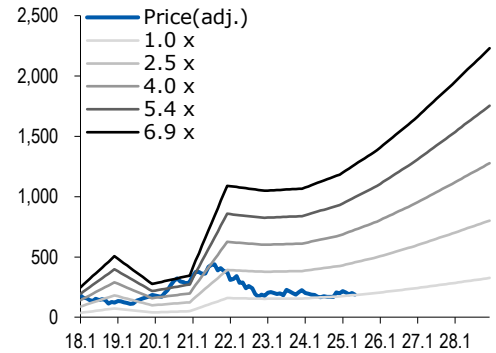
P/E band chart

(천원)



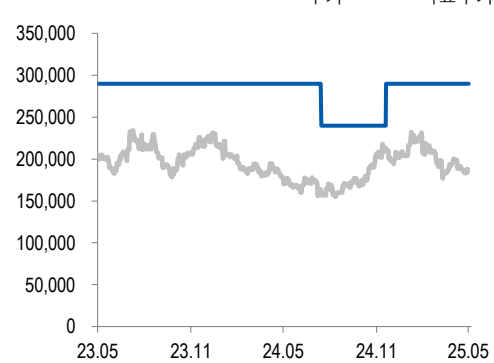
P/B band chart

(천원)



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	290,000	1년		
2024-12-18	BUY	290,000	1년		
2024-08-12	BUY	240,000	1년	-26.11	-9.17
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

엔씨소프트 (036570)

높은 가능성에 투자하기

믿을 건 IP뿐이고

2024년 STEAM 최고 매출 게임 12개중 '카운터스트라이크2(2000년)', '콜 오브 듀티6(2003년)' 등 오래된 IP에 기반한 게임 10개가 차지. 신규 IP게임 흥행을 월등히 앞서고 있음. 이러한 현상은 모바일 게임도 유사. 5/26 AppStore 기준. 한국(세븐나이트 리버스, 2014), 일본(몬스터스트라이크, 2013), 미국(모노폴리 고, 2022), 중국(왕자영요, 2015), 대만(화이트 아웃 서바이벌, 2023) 등 모두 과거 출시된 IP 게임들이 현재에도 통련하고 있는 상황임

'아이온2'에 대한 기대

(1) 2008년 11월 출시되었던 '아이온'은 국내 PC방 점유율 160주 연속 1위를 기록할 정도로 사용자 충성도 높은 IP. 동 게임에 대한 대기 수요자(구매력 높은 3~40대) 많을 것으로 추정. '아이온2' 네이버 카페 5/29 회원수 83,481명 (2) 동사의 Legacy IP '리니지'도 모바일 리니지 출시 전 PC게임 누적 매출액(1998~2016) 약 4조3,600억에서 모바일 리니지(2017~2024, M, 2M, W) 누적 매출액 10조 860억원으로 동일 IP로 5.5배 매출(연 매출액 기준)을 새로이 창출함. PC게임 '아이온'은 2009년 2,521억원, 2024년 504억원을 기록했으며, 당리서치팀은 모바일&PC 게임 '아이온2'의 한국, 대만 연간 매출액을 약 5,000억원으로 가정하였음 (3) '아이온2'는 전작 '아이온'의 세계관 및 주요 게임요소를 계승하였지만, 2026년 글로벌 출시를 고려 과도한 과금은 지양할 것으로 예상되며, 언리얼엔진 5를 사용, 보다 진화된 그래픽 기대. 전작과 달리 크게 확대된 오픈월드 맵에 모든 지역 자유로운 활강이 가능 한 것으로 알려져 있고 전작대비 다양한 전투, 무기, 스킬 등이 공개될 것으로 추정됨. 회사측 가이던스처럼 인원 축소 등 현재 효율화 된 비용구조에서 기존 게임 매출만으로도 현재 비용은 커버(BEP)가 가능(연간 매출= 비용 약 1.5조원)할 것으로 예상. '아이온2'의 추가 매출 5,000억원과 'LLL' 등 신작 4종까지 감안하면 2026년 연간 영업이익 5,435억원은 보수적 실적 추정으로, 현금 1.8조원 + 부동산 1.5조원 가치(=현재 시총)를 배제하고도 목표주가 31만원(Target P/E 15.3배)은 가능하다는 의견임



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **310,000원 (M)**

직전 목표주가 **310,000원**

현재주가 (5/29) **158,900원**

상승여력 **95%**

시가총액	34,233억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	140억원
60일 평균 거래량	92,242주
52주 고/저	244,500원 / 135,800원
외인지분율	36.64%
배당수익률	0.80%
주요주주	김택진 외 16 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.3	(6.6)	(18.2)
상대	2.1	(13.0)	(19.5)
절대 (달러환산)	13.1	(0.6)	(18.9)

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,554	-3.6	-1.3	3,565	-0.3
영업이익	98	11.0	88.1	86	14.4
세전계속사업이익	210	-75.3	-32.8	410	-48.8
지배순이익	159	-77.7	-58.0	428	-63.0
영업이익률 (%)	2.8	+0.4 %pt	+1.4 %pt	2.4	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	4.5	-14.7 %pt	-6.0 %pt	12.0	-7.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	17,798	15,781	15,965	21,340
영업이익	1,373	-1,092	1,014	5,435
지배순이익	2,121	942	1,171	4,290
PER	33.3	45.8	29.4	8.0
PBR	2.0	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	11.5	3.1
ROE	6.6	3.0	3.9	13.4

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,979	3,689	4,019	4,094	3,603	3,554	3,629	5,179	23,088	25,718	17,798	15,774	15,965	21,340
YoY	-17%	-16%	-5%	-6%	-9%	0%	0%	0%	-4%	11%	-31%	-11%	1%	34%
Lineage 1	243	246	265	229	223	247	228	250	1,341	1,067	1,014	982	949	916
Lineage 2	235	212	202	206	191	184	196	216	997	941	847	855	786	747
Aion	143	131	118	112	85	115	98	105	749	683	717	504	403	383
Blade & Soul	41	38	32	140	142	127	121	127	436	263	246	251	516	489
Guild War 2	254	235	190	247	193	191	197	246	737	950	827	926	826	850
Royalty Sales	327	377	381	735	450	417	446	606	1,724	1,570	1,445	1,820	1,919	1,738
기타	243	268	297	269	257	268	283	247	999	901	699	1,077	1,055	1,140
리니지 M	1,051	1,070	1,589	1,218	1,127	1,160	1,251	1,242	5,459	5,165	5,073	4,928	4,780	4,541
리니지2M	559	423	431	413	379	350	334	300	6,526	3,915	2,517	1,818	1,362	1,158
리니지 W	829	655	469	491	531	472	448	460	3,576	9,708	4,127	2,443	1,911	1,680
블소2	56	35	45	35	26	25	26	26	544	556	287	171	102	82
아이온2								1,254					1,254	4,551
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	100	-		-	-	100	2,100
비용총계	3,722	3,600	4,162	5,389	3,551	3,456	3,581	4,363	19,336	20,128	16,425	16,873	14,410	15,905
인건비	2,028	1,880	2,011	3,145	1,872	1,813	1,799	1,752	8,495	8,474	8,229	9,064	7,550	7,316
광고선전비	69	174	487	552	133	132	259	523	2,826	1,886	850	1,282	1,053	980
감가상각비	278	279	265	259	251	266	259	273	936	1,060	1,119	1,081	1,101	1,121
매출변동비 및 기타	1,347	1,268	1,399	1,432	1,294	1,245	1,262	1,814	7,079	8,707	6,228	5,447	4,706	6,487
영업이익	257	88	-143	-1,295	52	98	48	816	3,752	5,590	1,373	-1,100	1,555	5,435
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	2.8%	1.3%	15.8%	16.3%	21.7%	7.7%	-7.0%	9.7%	25.5%
YoY	-68%	-75%	-186%	-	-80%	11%	-134%	-163%	-55%	49%	-75%	-180%	-241%	250%

자료: 유안타증권 리서치센터

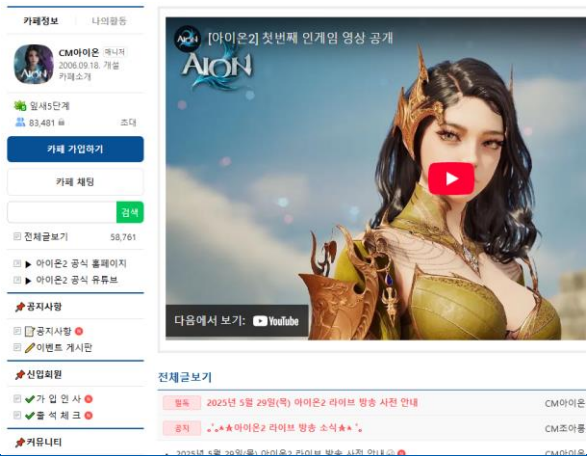
엔씨소프트 목표주가 산정 내역

(단위: 억원)

26년 추정 지배순이익	4,373
Target PER	15.3
영업가치 (A)	66,776
자산가치(순현금) (B)	18,000
기업가치 (A)	66,776
발행주식수	21,544,022
목표주가	309,950

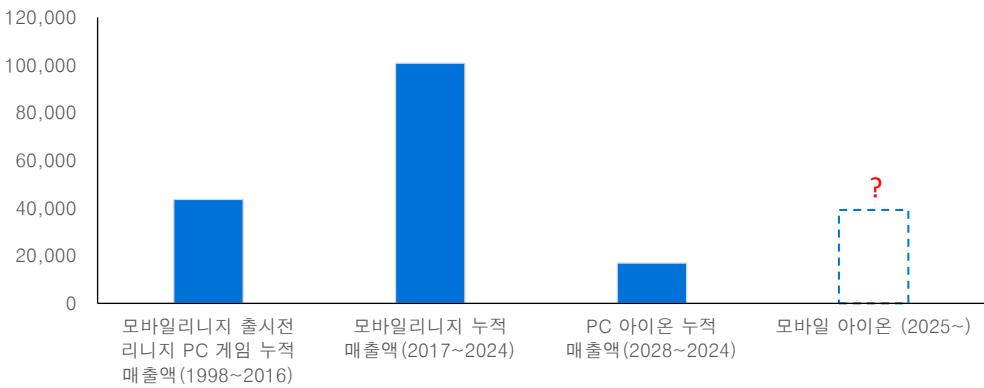
자료: 유안타증권 리서치센터

아이온 2 네이버 카페 (회원수 83,481 명)



자료: 네이버 카페

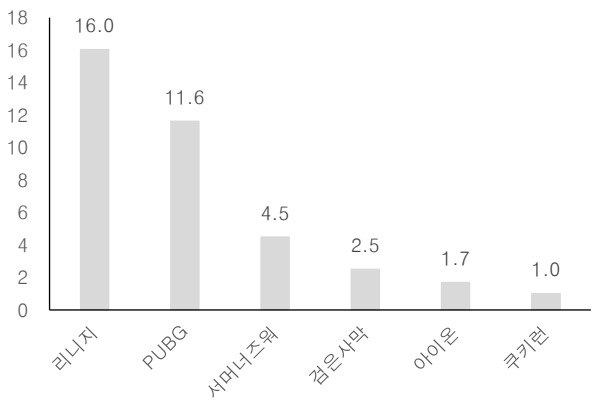
PC 리니지 vs 모바일 리니지, PC 아이온 vs 모바일 아이온(?)



자료: 엔씨소프트, 유안타증권 리서치센터

국내 대표 게임 IP 국내의 누적 매출액

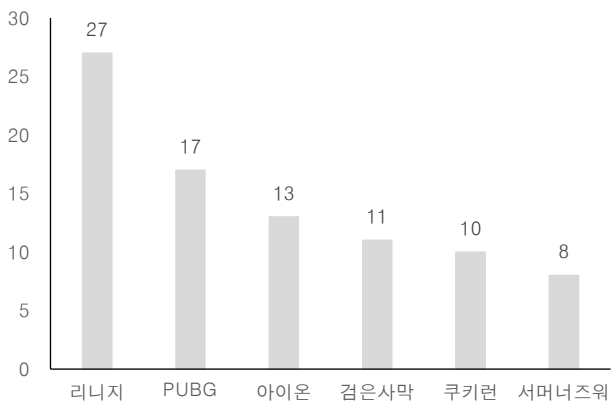
(단위 : 조 원)



자료: 각사 IR 자료, 언론 보도

국내 대표 게임 IP 출시 후 기간

(단위 : 년)



자료: 각사 IR 자료, 언론 보도

엔씨소프트 (036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	17,798	15,781	15,965	21,340	20,160
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	17,798	15,781	15,965	21,340	20,160
판매비	16,425	16,873	14,950	15,905	15,477
영업이익	1,373	-1,092	1,014	5,435	4,684
EBITDA	2,492	0	2,014	6,440	5,693
영업외손익	689	2,301	349	246	331
외환관련손익	-91	499	-66	-239	-263
이자손익	691	618	364	419	511
관계기업관련손익	41	44	1	12	24
기타	49	1,141	50	55	60
법인세비용차감전순이익	2,062	1,209	1,363	5,681	5,015
법인세비용	-77	268	200	1,420	1,254
계속사업순이익	2,139	941	1,163	4,261	3,761
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,139	941	1,163	4,261	3,761
지배지분순이익	2,121	942	1,171	4,290	3,786
포괄순이익	1,910	482	936	4,012	3,487
지배지분포괄이익	1,891	481	921	3,945	3,429

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,399	1,070	1,094	4,472	4,661
당기순이익	2,139	941	1,163	4,261	3,761
감가상각비	1,101	1,059	965	972	977
외환손익	74	-38	125	239	263
중속, 관계기업관련손익	-8	19	-1	-12	-24
자산부채의 증감	-956	-433	-1,140	-1,249	-567
기타현금흐름	-951	-477	-19	261	251
투자활동 현금흐름	1,130	12,941	-7,907	-7,622	-6,890
투자자산	3,448	3,269	-872	-786	-534
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,174	-842	-1,112	-1,000	-1,000
유형자산 감소	6	7	3	0	0
기타현금흐름	-1,150	10,507	-5,926	-5,836	-5,356
재무활동 현금흐름	-1,773	-5,229	7	-123	-301
단기차입금	47	59	-23	147	-32
사채 및 장기차입금	155	-2,726	112	103	105
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,357	-636	0	-283	-283
기타현금흐름	-619	-1,927	-82	-90	-90
연결범위변동 등 기타	41	171	1,272	6,275	4,962
현금의 증감	796	8,953	-5,533	3,001	2,433
기초 현금	2,856	3,652	12,605	7,072	10,073
기말 현금	3,652	12,605	7,072	10,073	12,506
NOPLAT	1,424	-1,092	1,014	5,435	4,684
FCF	225	229	-18	3,472	3,661

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

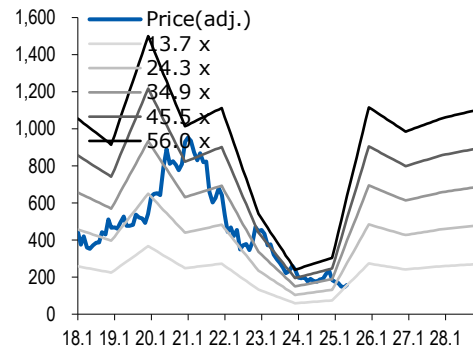
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	23,368	17,885	17,480	21,755	23,990
현금및현금성자산	3,652	12,605	7,072	10,073	12,506
매출채권 및 기타채권	1,723	1,672	2,036	2,709	2,559
재고자산	7	11	13	18	17
비유동자산	20,570	21,654	21,451	22,392	23,092
유형자산	10,005	9,976	10,304	10,332	10,355
관계기업 등 지분관련 자산	249	502	635	849	802
기타투자자산	6,477	8,215	7,785	8,357	8,938
자산총계	43,938	39,539	38,931	44,147	47,082
유동부채	6,143	3,222	3,636	4,485	4,289
매입채무 및 기타채무	2,153	1,963	1,767	2,362	2,231
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	2,400	0	0	50	100
비유동부채	5,265	5,682	5,212	5,851	5,777
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	1,697	1,698	1,698	1,698	1,698
부채총계	11,408	8,904	8,848	10,335	10,067
지배지분	32,497	30,585	30,040	33,797	37,026
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	4,334	4,334	4,334	4,334	4,334
이익잉여금	34,726	34,739	34,369	38,375	41,878
비지배지분	33	51	43	15	-11
자본총계	32,530	30,636	30,083	33,811	37,015
순차입금	-14,706	-10,990	-11,103	-14,309	-16,653
총차입금	6,488	3,821	3,911	4,161	4,233

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	5,411	19,911	17,576
BPS	160,025	157,673	154,864	174,233	190,880
EBITDAPS	11,349	-2	9,307	29,893	26,426
SPS	81,071	71,883	73,782	99,052	93,578
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
PER	33.3	45.8	29.4	8.0	9.0
PBR	2.0	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	22.5	-83,858.8	11.5	3.1	3.1
PSR	4.0	2.7	2.2	1.6	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.8	-11.3	1.2	33.7	-5.5
영업이익 증가율 (%)	-75.4	적전	흑전	435.8	-13.8
지배순이익 증가율 (%)	-51.3	-55.6	24.3	266.4	-11.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	6.4	25.5	23.2
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	7.3	20.1	18.8
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.0	12.6	30.2	28.2
ROIC	16.4	-8.0	9.9	37.5	31.9
ROA	4.8	2.3	3.0	10.3	8.3
ROE	6.6	3.0	3.9	13.4	10.7
부채비율 (%)	35.1	29.1	29.4	30.6	27.2
순차입금/자기자본 (%)	-45.3	-35.9	-37.0	-42.3	-45.0
영업이익/금융비용 (배)	9.4	-10.6	7.8	40.1	33.3

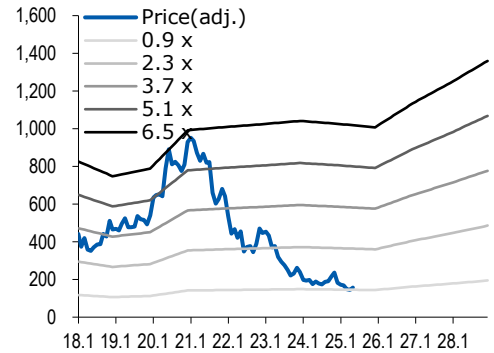
P/E band chart

(천원)



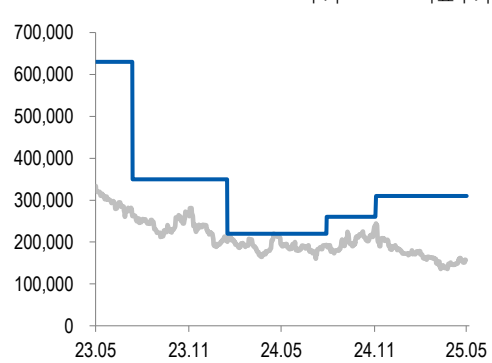
P/B band chart

(천원)



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	310,000	1년		
2024-12-02	BUY	310,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

크래프톤 (259960)

또 하나의 글로벌 IP를 향하여

PUBG : 시간이 갈수록 더 강해지는 게임

PUBG PC(2017년 3월 출시) 1Q25 매출액 약 2,900억원(추정) YoY +20%, 2024 연간 9,419 YoY +60%. PUBG 모바일 (2018년 1월 출시) 1Q25 매출액 5,324억원 YoY +39%, 2024 연간 1조 6,898억원 YoY +36%로 시간이 갈수록 사용자 증가 및 매출 증가하며 글로벌 IP 가치가 증가 중에 있음.

‘배틀그라운드’라는 강력한 IP를 기반으로 콘텐츠 다양화(론도 맵 출시, UGC 도입(예정) 등), 라이브서비스, 지역별 현지화 전략(BGMI 등), 게임IP/스포츠카/아티스트 콜라보, 컨텐더 시스템(캐릭터 꾸미기), 언리얼 5엔진 도입(계획) 등으로 지속적인 Playing 유저 확대 및 ARPU 상승 중에 있음

제2, 제3의 글로벌 IP 기대

‘어비스 오브 던전(구 다크앤다커M)’ : 6/11 인도네시아 등 4개국 출시 예정. ‘다크앤다커’ PC게임으로 Steam에서 동시접속자수 10만명 이상 기록한 글로벌 IP. Extraction RPG ‘서브노티카2’ : 2018년 출시이후 누적 800만명 이상 사용 게임. 5/29 현재 Steam 위시리스트 4위. 수중 생존 어드벤처 게임. 2025년 하반기 Early Access 버전 출시 예정
‘인조아’ : 3/28 Early Access 버전 출시 이후 Steam 차트 1위, 최고 동점 87,377명을 기록 ‘심즈4’ 동점 96,328과 비교해도 성공적 론칭이었으나, 콘텐츠 부족 등으로 현재 많은 유저가 이탈된 상태. 향후 사용자 피드백 반영된 무료 DLC(Downloadable Content)통해 반등 기대

이외에 ‘Black Budget(슈팅)’, ‘Valor(배틀로얄)’ 등 자체개발, 국내외 30여개 게임 스튜디오 투자 등 수십 여 게임 개발 진행 중, 2026년에는 수십 여 신규 게임 글로벌 IP 도전 예상

신작 흥행 여부에 따른 주가 변동성이 큰 상황에서 동사와 같이 기존게임의 글로벌 IP 확장에 따른 실적 안정성 기반위에 업계 최다의 추가적인 글로벌 IP 성공 가능성으로 실적 및 밸류에이션 리레이팅을 기대해 볼 수 있다는 의견임

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	7,495	6.0	-14.3	7,486	0.1
영업이익	3,393	2.2	-25.8	3,251	4.3
세전계속사업이익	4,524	-1.2	-9.3	3,400	33.1
지배순이익	3,398	-0.6	-8.7	2,611	30.2
영업이익률 (%)	45.3	-1.7 %pt	-7.0 %pt	43.4	+1.9 %pt
지배순이익률 (%)	45.3	-3.1 %pt	+2.7 %pt	34.9	+10.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	19,106	27,098	32,317	38,154
영업이익	7,680	11,825	15,096	18,725
지배순이익	5,954	13,061	13,387	16,807
PER	14.7	10.2	13.4	10.6
PBR	1.5	1.8	2.0	1.7
EV/EBITDA	6.7	7.5	8.3	6.0
ROE	11.2	21.1	17.9	18.7

자료: 유안타증권

이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **450,000원 (M)**

직전 목표주가 **450,000원**

현재주가 (5/29) **377,500원**

상승여력 **19%**

시가총액	180,891억원
총발행주식수	47,387,476주
60일 평균 거래대금	517억원
60일 평균 거래량	143,250주
52주 고/저	386,000원 / 244,000원
외인지분율	42.28%
배당수익률	0.00%
주요주주	장병규 외 32 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.0	9.9	54.7
상대	(3.8)	2.3	52.2
절대 (달러환산)	6.6	16.9	53.5

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

크래프톤 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,659	7,070	7,193	6,176	8,742	7,495	8,023	8,058	19,106	27,098	32,317	38,154
YoY	24%	83%	60%	16%	31%	6%	12%	30%	3%	42%	19%	18%
온라인	2,437	1,913	2,743	2,326	3,235	2,752	3,187	3,078	5,839	9,419	12,252	13,110
모바일	4,023	4,999	4,254	3,622	5,324	4,558	4,657	4,779	12,449	16,898	19,318	18,683
콘솔	115	88	118	123	131	101	103	121	557	443	456	746
기타	85	70	78	105	51	84	76	80	262	337	291	394
비용합계	3,554	3,749	3,949	4,021	4,169	4,100	4,341	4,605	11,427	15,273	17,216	19,429
플랫폼수수료	859	775	1,011	848	1,050	1,081	1,143	1,183	2,267	3,493	4,457	4,608
인건비	1,214	1,296	1,331	1,327	1,484	1,406	1,440	1,483	4,273	5,168	5,813	6,828
주식보상비용	421	352	145	105	179	143	143	155	276	1,024	620	310
지급수수료	613	764	804	979	841	884	831	999	2,590	3,161	3,555	4,436
마케팅비	124	212	299	379	229	225	418	415	661	1,014	1,287	1,496
기타	323	349	359	383	385	360	367	371	1,359	1,413	1,483	1,750
영업이익	3,105	3,321	3,244	2,155	4,573	3,395	3,682	3,452	7,679	11,825	15,102	18,725
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	45.3%	45.9%	42.8%	40.2%	43.6%	46.7%	49.1%
YoY	10%	153%	71%	31%	47%	2%	13%	60%	4%	54%	28%	24%

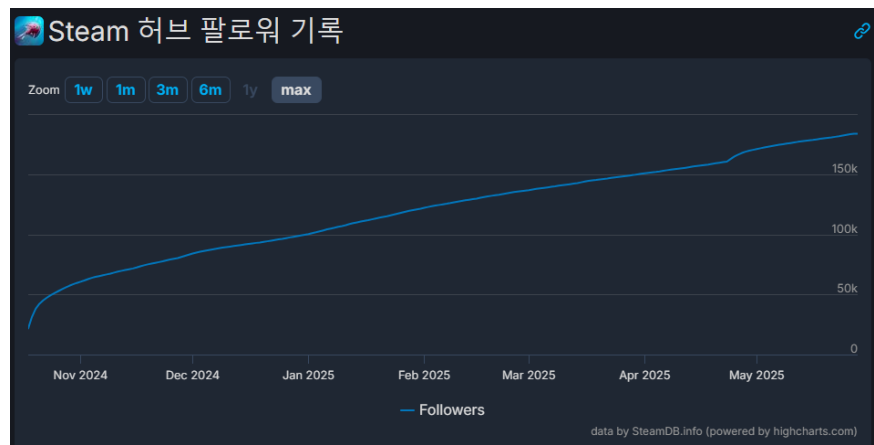
자료: 유안타증권 리서치센터

'PUBG' Steam 플레이어 수 추이 (2022/06~2025/05)



자료: 스팀 DB

서브노티카 2 Steam 팔로워 추이 (5/28)



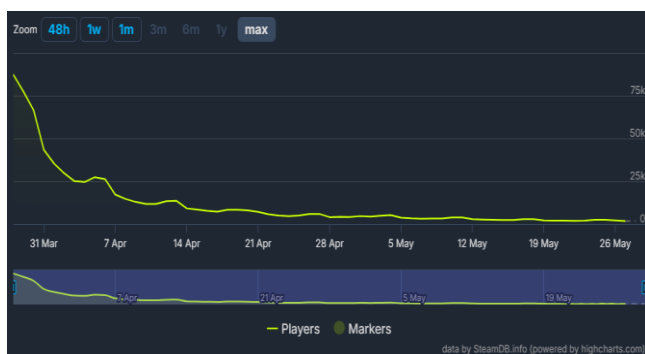
자료: 유안타증권 리서치센터

가장 많이 위시리스트에 오른 Steam 출시 예정 게임 (5/28)

계급	이름	%	가격	☆평가	발행일	팔로워
1.	 할로우 나이트: 실크송	—	—	—	추후 공지	340,401
2.	 엘든 링 나이트레인 베스트셀러 2위	₩ 49800	—	2025년 5월	136,748	
3.	 이중 자물쇠	—	—	—	추후 공지	289,197
4.	 서브노티카 2	—	—	—	2025	183,715
5.	 둔: 어웨이크닝 베스트셀러 28위	₩ 49900	—	2025년 6월	196,133	

자료: 유안타증권 리서치센터

'인조이' Steam 플레이어 수 추이 (5/28)



자료: 유안타증권 리서치센터

'인조이' Steam 팔로워 수 추이 (5/28)



자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 (259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,106	27,098	32,317	38,154	42,082
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	19,106	27,098	32,317	38,154	42,082
판매비	11,425	15,273	17,221	19,429	21,081
영업이익	7,680	11,825	15,096	18,725	21,001
EBITDA	8,761	12,889	16,376	19,998	22,270
영업외손익	606	5,402	2,761	3,649	4,503
외환관련손익	179	1,234	1,955	2,151	2,366
이자손익	286	231	377	493	650
관계기업관련손익	-442	-479	110	233	247
기타	583	4,416	319	772	1,241
법인세비용차감전순이익	8,286	17,227	17,857	22,374	25,505
법인세비용	2,346	4,201	4,491	5,594	6,376
계속사업순이익	5,941	13,026	13,366	16,781	19,128
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5,941	13,026	13,366	16,781	19,128
지배지분순이익	5,954	13,061	13,387	16,807	19,159
포괄순이익	5,929	13,761	13,661	17,076	19,424
지배지분포괄이익	5,940	13,796	13,682	17,103	19,454

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	6,623	9,079	5,409	8,530	11,278
당기순이익	5,941	13,026	13,366	16,781	19,128
감가상각비	772	849	1,055	1,043	1,033
외환손익	0	0	-1,955	-2,151	-2,366
중속, 관계기업관련손익	426	479	-110	-233	-247
자산부채의 증감	-1,395	-2,765	-4,191	-3,437	-2,662
기타현금흐름	880	-2,509	-2,756	-3,472	-3,608
투자활동 현금흐름	-3,942	-8,316	-7,497	-8,267	-7,514
투자자산	-464	-6,653	-1,210	-2,003	-1,480
유형자산 증가 (CAPEX)	-344	-203	-1,429	-1,000	-1,000
유형자산 감소	8	5	8	0	0
기타현금흐름	-3,143	-1,465	-4,866	-5,264	-5,034
재무활동 현금흐름	-2,253	-2,587	-2,797	-2,729	-2,705
단기차입금	85	56	-713	20	30
사채 및 장기차입금	-89	-114	744	194	213
자본	234	58	11	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-2,484	-2,586	-2,838	-2,943	-2,948
연결범위변동 등 기타	35	430	9,494	13,214	12,463
현금의 증감	464	-1,394	4,610	10,748	13,522
기초 현금	6,747	7,210	5,817	10,426	21,174
기말 현금	7,210	5,817	10,426	21,174	34,696
NOPLAT	7,680	11,825	15,096	18,725	21,001
FCF	6,280	8,877	3,980	7,530	10,278

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

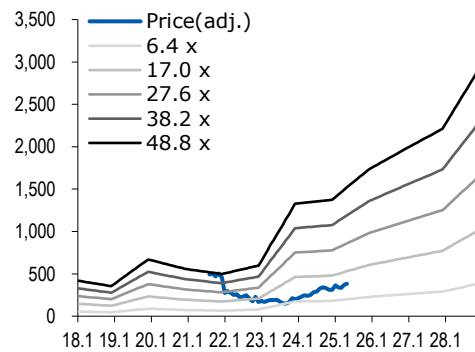
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	39,644	50,044	62,731	79,959	99,414
현금및현금성자산	7,210	5,817	10,426	21,174	34,696
매출채권 및 기타채권	7,175	10,178	13,280	15,658	17,270
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	24,760	29,150	32,103	34,134	35,688
유형자산	2,570	2,397	3,794	3,751	3,718
관계기업 등 지분관련 자산	5,713	7,220	7,875	9,297	10,255
기타투자자산	3,469	4,264	5,468	6,049	6,571
자산총계	64,405	79,195	94,834	114,093	135,103
유동부채	5,207	7,848	9,578	11,264	12,415
매입채무 및 기타채무	2,236	2,383	3,226	3,808	4,201
단기차입금	70	70	70	90	120
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,609	3,055	3,796	4,294	4,728
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	8,816	10,903	13,374	15,557	17,143
지배지분	55,544	68,278	81,449	98,551	118,005
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	14,720	14,778	14,789	14,789	14,789
이익잉여금	38,950	50,815	64,202	81,009	100,168
비지배지분	44	13	11	-16	-46
자본총계	55,588	68,291	81,460	98,536	117,959
순차입금	-29,037	-36,416	-45,702	-60,107	-77,535
총차입금	2,877	2,596	2,690	2,944	3,231

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,221	27,162	28,128	35,468	40,430
BPS	120,194	150,187	184,863	223,681	267,836
EBITDAPS	17,982	26,805	34,407	42,201	46,996
SPS	39,217	56,353	67,903	80,514	88,805
DPS	0	0	0	0	0
PER	14.7	10.2	13.4	10.6	9.3
PBR	1.5	1.8	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	6.7	7.5	8.3	6.0	4.6
PSR	4.6	4.9	5.6	4.7	4.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	3.1	41.8	19.3	18.1	10.3
영업이익 증가율 (%)	2.2	54.0	27.7	24.0	12.2
지배순이익 증가율 (%)	19.0	119.4	2.5	25.5	14.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	40.2	43.6	46.7	49.1	49.9
지배순이익률 (%)	31.2	48.2	41.4	44.1	45.5
EBITDA 마진 (%)	45.9	47.6	50.7	52.4	52.9
ROIC	43.2	71.2	79.2	87.8	93.6
ROA	9.5	18.2	15.4	16.1	15.4
ROE	11.2	21.1	17.9	18.7	17.7
부채비율 (%)	15.9	16.0	16.4	15.8	14.5
순차입금/자기자본 (%)	-52.3	-53.3	-56.1	-61.0	-65.7
영업이익/금융비용 (배)	86.2	125.0	238.8	277.9	284.4

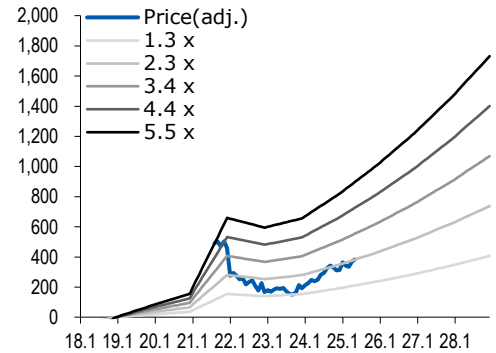
P/E band chart

(천원)



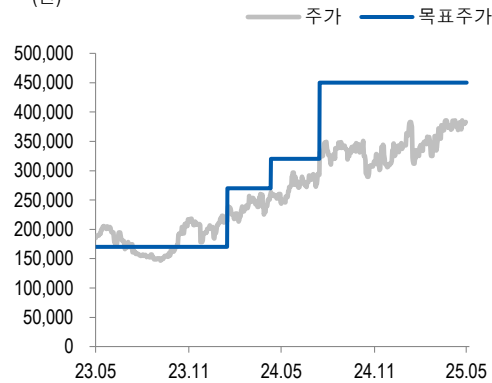
P/B band chart

(천원)



크래프톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	450,000	1년		
2024-08-13	BUY	450,000	1년		
2024-05-09	BUY	320,000	1년	-14.78	-7.19
2024-02-13	BUY	270,000	1년	-11.51	-3.70
2024-01-13	1년 경과 이후		1년	21.61	8.53
2023-01-13	HOLD	170,000	1년	6.51	-13.82

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.