발간일자 2025 . 01 . 16

# 바람이 불어오는 곳

# AI에이전트와 Big & Little 전략

#인터넷 #게임
**김동우** 책임연구원

3771-9249
20210135@iprovest.com

KYOBO 교보증권

# Summary

- 2025년 AI 서비스 경쟁의 중심이 될 AI 에이전트는 AI 서비스가 API 연동을 통해 다른 어플리케이션을 도구로 활용하며 단순 답변이 아닌, 실질적인 행동을 이끌어내고 문제를 해결하는 것. 빠르게 발달된 추론 능력을 바탕으로 다수 어플리케이션과 AI 서비스의 정보, 기능을 종합해 실질적으로 인간처럼 사고하고 행동하는 방향성을 보임. On-Device AI(Android-Gemini, iOS-Chat GPT 등)가 이러한 이용성을 빠르게 끌어올릴 것이며, 개별 소프트웨어들은 접근성에서의 소외를 막기 위해 AI 서비스에 대해 개방적인 태도를 취하게 될 것으로 전망.

- 글로벌 빅테크들의 CapEX 경쟁으로 '인프라'에 해당하는 모델의 발전이 빠르게 이루어지는 가운데, AI 서비스/에이전트의 실질 사용성 또한 빠르게 개선. AI 모델 개발 뿐 아니라 이를 활용한 플랫폼 서비스 개선과 수익 창출에 대한 고민이 강화되는 시점. 이에 NAVER는 1) ADVoost를 통한 광고 입찰, 타겟팅 자동화와 소재, 키워드 설정 자동화를 통해 ROAS 개선, 2) AI 브리핑으로 유저 집단지성의 응축으로 NAVER 플랫폼 매력도 상승, 3) 이와 연계된 네이버 플러스스토어 별도 앱 출시를 통해 이익 성장을 노리고, 4) 공간지능 분야에서의 중동 진출을 꾀하고 있음. 한편, 카카오는 1) Model Orchestration 기반 AI 에이전트인 카나나 출시, 2) AI 서비스의 카카오톡 이식을 통한 채팅탭 외 지면 가치의 제고, 3) 카카오페이 AI 금융 전문가 및 4) 자율주행 택시 플랫폼 개발로 대응.

- 한편, 게임 산업에서 24년은 IP 파워를 바탕으로 트래픽 기반의 라이브서비스를 성공적으로 수행하며 파이프라인을 늘려간 게임사들의 영익 성장 및 개선세가 두드러졌음. IP는 긴 세월동안 유저와 경영진이 쌓아온 게임 고유의 경험 총체로, 애정이라는 단어로 표현 가능하며 거대한 진입장벽. 이에 따라 게임사들은 Core IP의 프랜차이즈화를 꾀하는 동시에 M&A 및 인재 영입을 통한 크리에이티브 강화와 소수지분 투자 기반의 2nd-Party 퍼블리싱 등을 통한 파이프라인 강화 등 다변화된 시도. 이익 성장의 관점에서 장기간 운영을 통한 유저-게임사 간의 애정(=IP)가 축적되어 건강한 트래픽과 이익을 보여주는 동시에 이를 프랜차이즈화하려는 시도를 보이는 게임사에 대한 투자가 성공 가능성이 높다고 판단. 게임 섹터 전반에 있어서는 글로벌 플랫폼 수수료 인하 움직임에 대한 뉴스플로우가 이후 이익 성장에 대한 센티먼트를 개선해 섹터 전반의 멀티플 상향 요인으로 작용할 가능성이 높다고 판단.

- 양 섹터에 대한 Overweight 의견을 유지하며 인터넷 섹터 Top Pick으로는 AI 역량을 활용해 25년에도 광고, 이커머스 시장 점유율 확장이 예상하는 NAVER(254,000원, Buy), 게임 섹터 Top Pick으로는 IP 프랜차이즈화와 파이프라인 확장의 균형을 꾀해 장기 성장 가능성이 높은 크래프톤(410,000원, Buy)를 제시.

# Contents

## 인터넷

Ⅰ 2025년 전망 ①: **AI 에이전트 시대, 국내 플랫폼사의 성장 전략** ··· 4pg

Ⅱ 2025년 전망 ②: **디지털 광고 및 이커머스 시장 전망** ··· 19pg

## 게임

Ⅰ 2025년 전망 ①: **Big & Little 전략** ··· 25pg

Ⅱ 2025년 전망 ②: **Sweeney가 쏘아올린 작은 공** ··· 35pg

Ⅲ 2025년 전망 ③: **PC/콘솔에서 계속되는 도전** ··· 39pg

## 기업분석: 4Q24 및 2025년 Preview

인터넷 NAVER / 카카오 ··· 45pg

게임 크래프톤 / 시프트업 / 넷마블 / 더블유게임즈 / 엔씨소프트 / 데브시스터즈 / 네오위즈 ··· 51pg

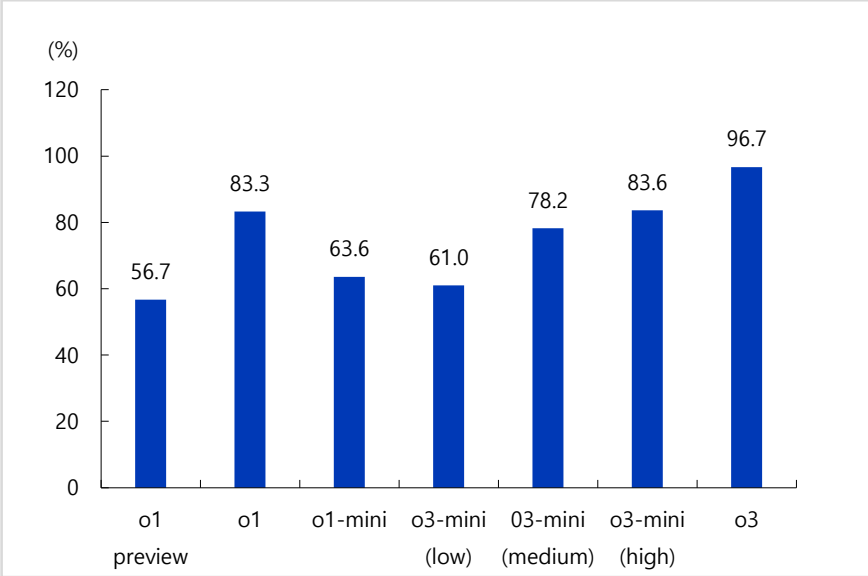
# 인터넷 Part 01

## AI Agent 시대, 국내 플랫폼사의 성장 전략

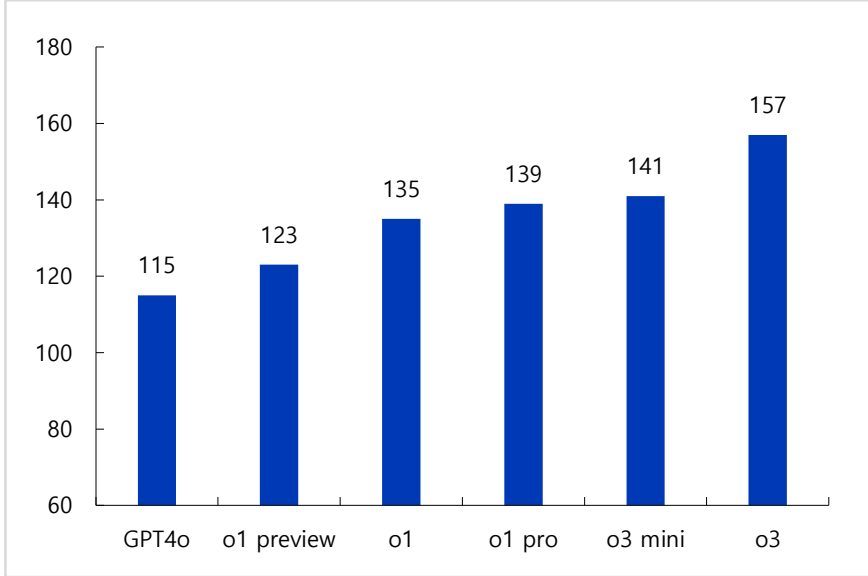
# AI 서비스 등장을 넘어 AI 에이전트로

- 2025년 생성형 AI를 비롯한 AI 기술의 전환은 'AI 에이전트'로의 발전 경쟁. 2024년까지 AI 서비스 경쟁은 질문(글, 이미지, 수식, 코딩 문제 등)에 대한 답변(텍스트, 코딩, 이미지, 영상, 수리 추론)을 하는 버티컬 기능의 등장과 고도화 경쟁이었으며 이와 같은 버티컬 기능 고도화는 투자 대비 성능 개선 정도에 의문이 제기되고 있으나 장기적으로 지속될 것.
- 2025년 경쟁의 중심이 될 AI 에이전트는 AI 서비스가 API 연동을 통해 다른 서비스들을 도구로 활용하면서 단순 답변이 아닌, 실질적인 행동을 이끌어내도록 하는 것. 발달된 추론 능력을 바탕으로 다수 어플리케이션과 AI 서비스의 정보, 기능을 종합해 실질적으로 인간처럼 사고하고 행동할 수 있는 방향성을 보임. 이는 특정 버티컬 기능 AI를 넘어선 종합적인 문제 해결 능력(스스로 해결 과정을 구성하고 각 어플리케이션에 명령을 내림)을 가진 범용인공지능(AGI)와 가까워지는 방향성. 추론모델인 OpenAI의 o3, Google의 Gemini 2.0 Flash Thinking가 개발되는 등 추론 능력의 고도화로 기반 기술은 꾸준히 강화되고 있음.

**o3 추론 능력 – AIME 2024에서 96.7%의 문제를 해결**




**o3 추론 능력 – Codeforces에 따르면 o3의 지능은 IQ 157에 해당**

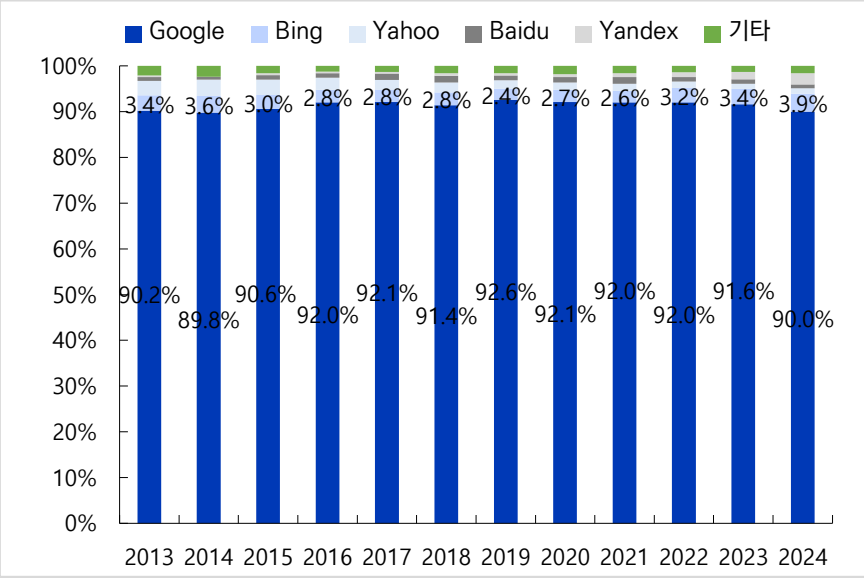



자료: OpenAI, Codeforces, 교보증권 리서치센터

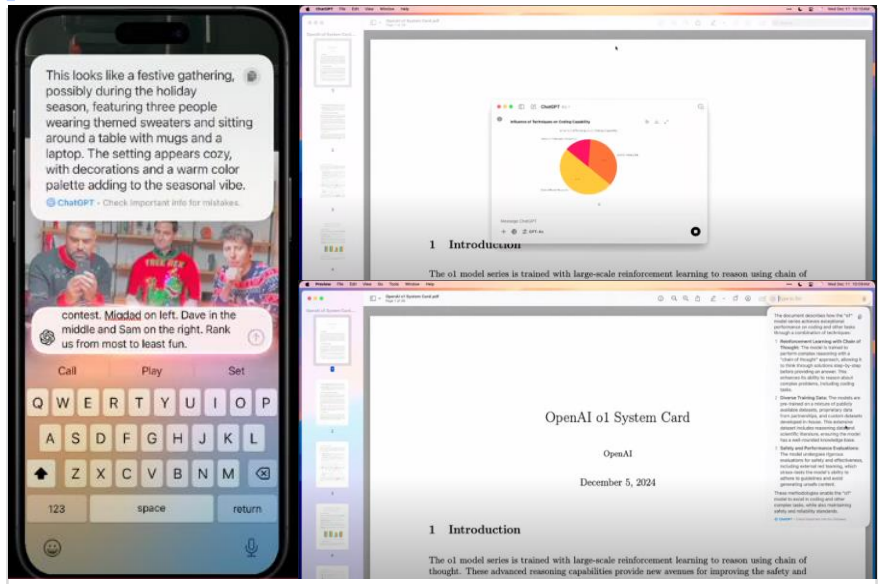
# AI 서비스 등장을 넘어 AI 에이전트로

- 이와 같은 기술 변화로 기존 플랫폼사들에게 가장 큰 경쟁의 장이 되는 것은 검색 및 검색 광고 시장. 기존 검색 시장은 알고리즘에 집중한 검색 엔진의 시장 장악(2000년대 Yahoo vs Google) → 지인 기반 소셜 미디어의 대두(2010년대 소셜미디어 등장) → 관심사 기반 추천(2020년대 틱톡 등 숏폼 미디어 대두)의 경쟁 상황 변화를 겪는 가운데 알파벳(구글+유튜브)의 검색 및 광고 시장에서의 장악력이 확고해지는 방향성을 띄었음.
- 자연어(문자, 음성)와 멀티모달 채널(이미지, 영상)을 통해 컴퓨팅 언어에 대한 이해 없이도 이용자가 컴퓨터와 복잡한 대화를 할 수 있게 하는 AI 서비스의 등장으로 검색 시장의 새로운 경쟁이 시작되었음. 2024년은 이용자의 요구에 맞는 답변을 제시해주는 데까지 발전. 2025년부터 AI 에이전트 발전으로 AI 서비스가 API 연동을 통해 외부 어플리케이션들의 정보를 통합하고 명령을 내리게 됨으로써 이러한 경쟁이 본격화될 것으로 전망. On-Device AI(Android-Gemini, iOS-Chat GPT 등)가 이러한 이용성을 빠르게 끌어올릴 것이며, 개별 소프트웨어들은 접근성에서의 소외를 막기 위해 AI 서비스에 대해 개방적인 태도를 취하게 될 것으로 전망.

### 글로벌 검색 엔진 점유율 추이




### Chat GPT x Apple Intelligence (왼쪽 iOS, 오른쪽 mac OS 환경)

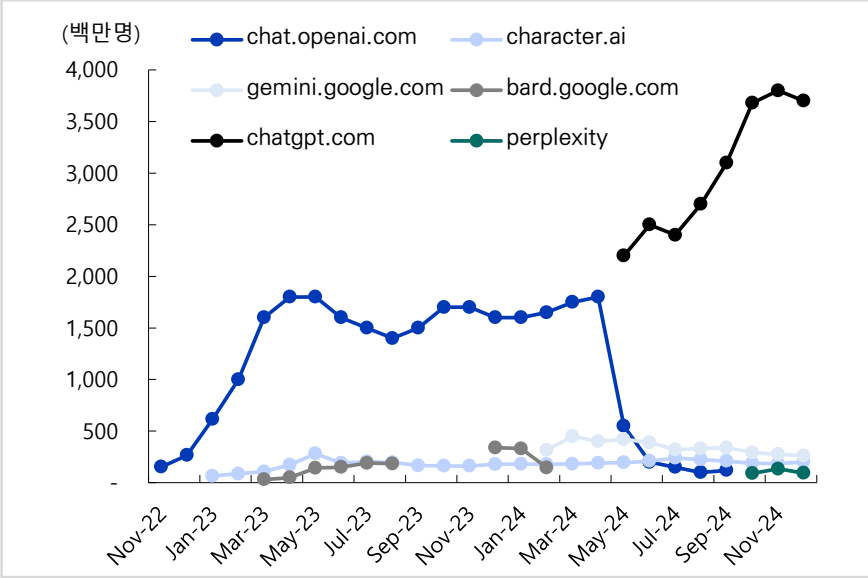



자료: Colorlib, Statcounter, OpenAI, 교보증권 리서치센터. 주: 2024년 점유율은 2024년 11월 기준

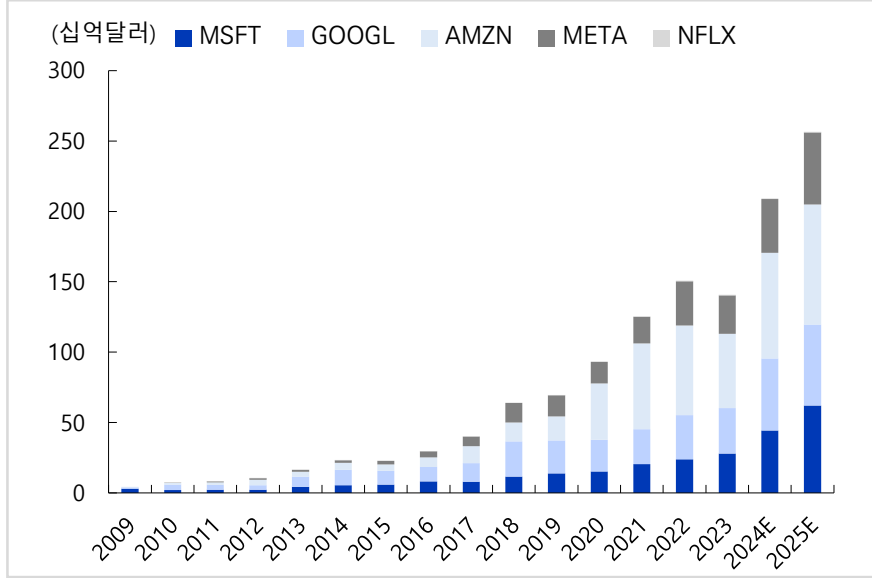
# AI 서비스 등장을 넘어 AI 에이전트로

- AI 서비스 내에서의 웹 검색은 대부분 이용자에게 무료로 개방. 2024년 12월 OpenAI는 Chat GPT 내에서 웹 검색을 통해 뉴스, 스포츠 점수, 주식 시세 등의 실시간 정보까지 제공하는 'Chat GPT Search'를 무료로 개방(기존에는 프리미엄 사용자만 이용). Gemini 역시 구글 검색 엔진과 지도, YouTube와 연동해 웹 활용성을 높혀놓은 상태. 이용자들의 검색 요구에 부합하는 적시성 뿐 아니라 출처 검증을 통한 신뢰성(할루시네이션 감소)이 높아진 것.
- 구글 검색에 통합된 Google Overview, 개인화, 신뢰도 높은 검색에 초점을 맞춘 Perplexity, 여행 등 카테고리별 버티컬 정보에 특화된 GenSpark 등 AI서비스는 보편화를 넘어 퀄리티 개선이 상당 부분 이루어졌음. 답변의 적절성은 빠르게 향상되고 있으며, 결국 외부 API 연동을 통해 완결된 액션까지 이어지는 생태계를 형성하는 플레이어가 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망. 글로벌 빅테크들의 CapEx 경쟁으로 '인프라'에 해당하는 모델의 발전이 빠르게 이루어지는 가운데, AI 서비스/에이전트의 실질 사용성 또한 빠르게 개선. AI 모델 개발 뿐 아니라 이를 활용한 플랫폼 서비스 개선과 수익 창출에 대한 고민이 강화되는 시점.

**AI 서비스별 월간 방문자수 추이**




**주요 글로벌 빅테크 업체 연도별 CapEx 추이 및 전망**

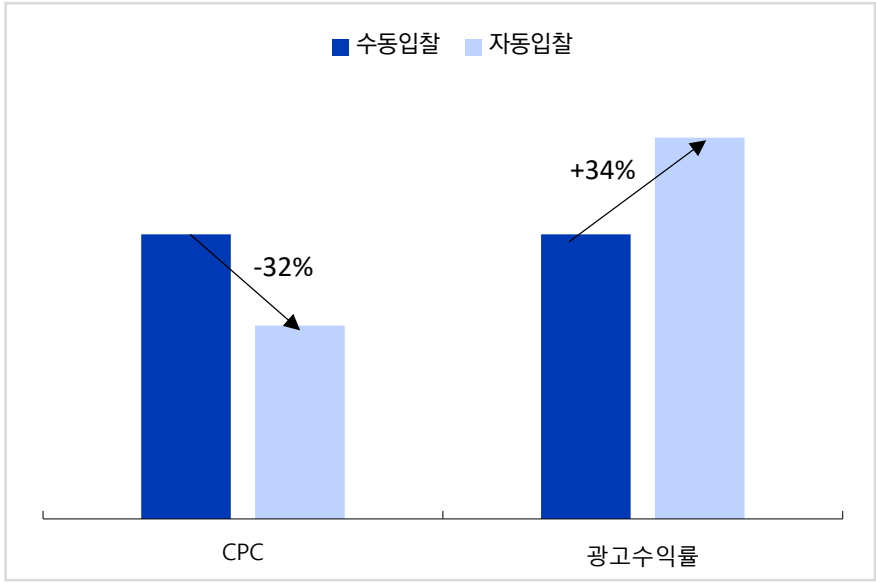



자료: SimilarWeb, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: CapEx 전망치는 블룸버그 컨센서스

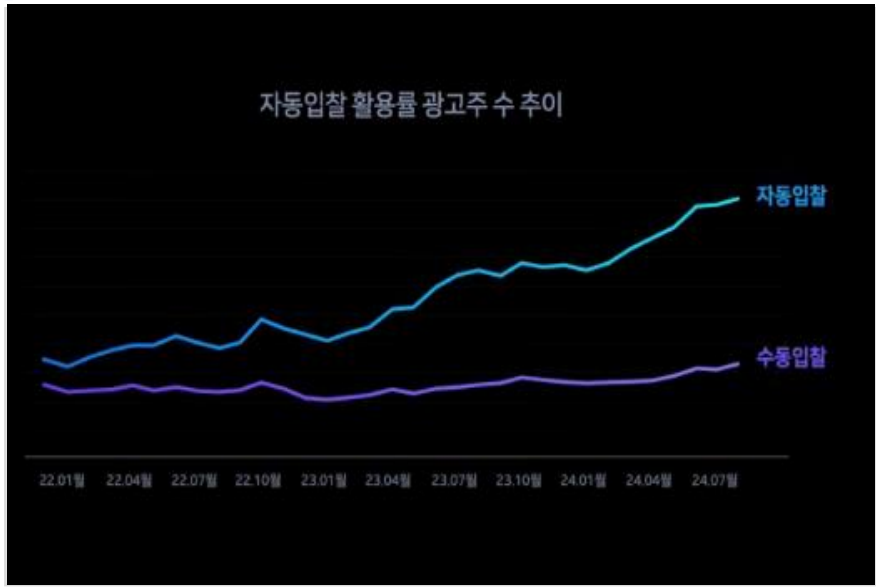
# NAVER의 AI: ADVoost(광고 입찰, 타겟팅 및 소재, 키워드 설정 자동화)

- 2025년 NAVER는 광고 사업에 있어, 현재 검색 광고와 디스플레이 광고로 이원화된 플랫폼을 목적(사용자와 광고주의 연결) 중심으로 하나로 통합하고, AI 기반의 광고 플랫폼인 ADVoost 적용 확대 예정. ADVoost는 자동화 AI를 기반으로 1) 입찰 최적화(ADVoost Bidding), 2) 타겟팅 최적화(Advoost Audience), 3) 광고 소재 제작 자동화(ADVoost Creative), 4) 검색 광고 키워드 자동화(ADVoost Keyword)로 구성되며, 완전 자동화된 ADVoost 쇼핑 광고 캠페인을 1H25 출시 예정.
- 1) ADVoost Bidding은 AI 기반 자동화 입찰 플랫폼을 통해 클릭횟수, 전환횟수, 전환가치 최대화 기능을 제공하고 있으며 25년에는 원하는 광고수익률(ROAS)를 자동으로 맞춰주는 기능을 선보이고 기존 자동 입찰 기능 성능을 향상시킬 예정. ADVoost Bidding의 자동 입찰은 수동입찰보다 클릭당 비용이 32% 저렴하고, 광고수익률에 해당하는 ROAS도 34% 높은 성과를 보이고 있음. NAVER 자동 입찰 광고주수는 22년부터 꾸준히 증가하여 전체 광고주수의 85%를 점유.

**ADVoost 자동입찰 도입 성과 (수동입찰 vs 자동입찰)**




**ADVoost 자동입찰 활용률 광고주 수 추이**

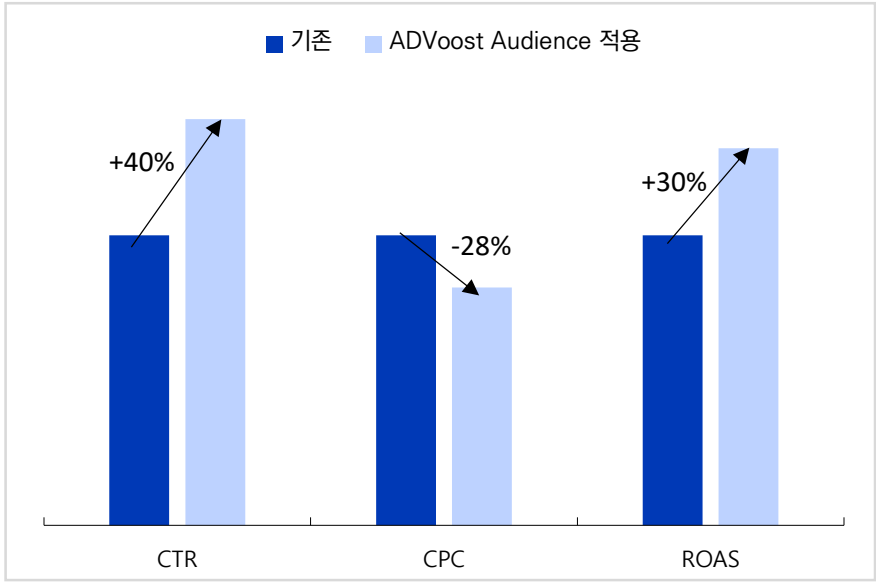



자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

# NAVER의 AI: ADVoost(광고 입찰, 타겟팅 및 소재, 키워드 설정 자동화)

- 2) 한편, 최적 사용자 타겟팅도 강점으로 작용. 종전에는 광고주들이 타겟팅 사용자 그룹을 직접 선택하였으나 이는 실질적인 유저 관심사와 괴리가 있어 광고 성과에 한계. 이러한 어려움을 AI 기반 광고 플랫폼이 자동 광고주 마케팅 니즈와 적합한 사용자를 찾아냄으로써 해결하고자 함(ADVoost Audience).
- 광고주의 직접 선택이 없더라도, 광고 플랫폼이 능동적으로 사용자와 광고주를 매칭하는 것으로, 2024년 홈피드에 시범적으로 ADVoost Audience를 적용해 CTR은 기존 대비 +40% 증가, CPC는 -28% 감소하는 성과를 보였음. 결과적으로 광고 효율(ROAS)는 +30% 증가. 2025년에는 홈피드 외 지면에도 ADVoost Audience의 적용 범위를 넓힐 예정이며 이에 따라 25년 디지털 광고 저성장 국면에서 네이버는 가장 효율적인 광고 플랫폼으로서의 지위를 강화할 것으로 전망.

**ADVoost Audience 홈피드 자동 타겟 확장 성과**



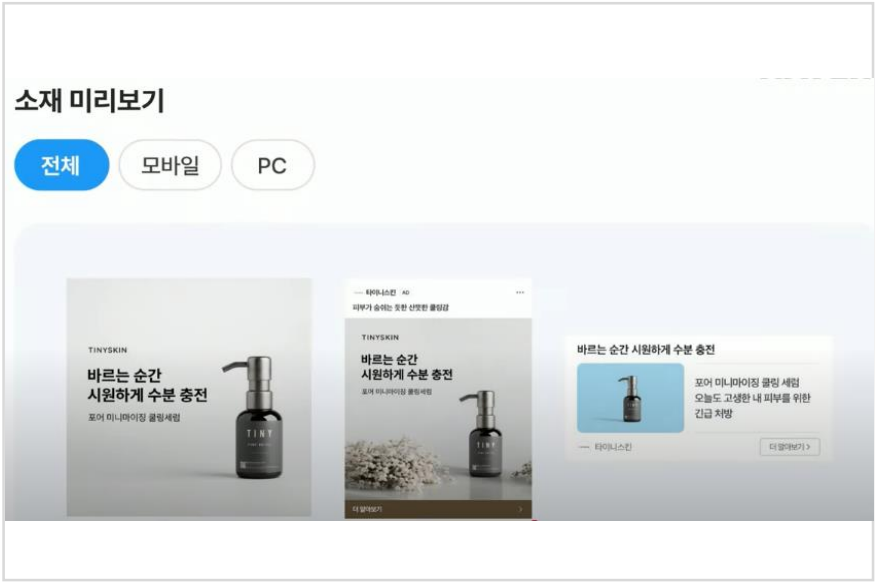

**ADVoost Audience 예시: 유저별 '손흥민' 검색 결과 차별화**

자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

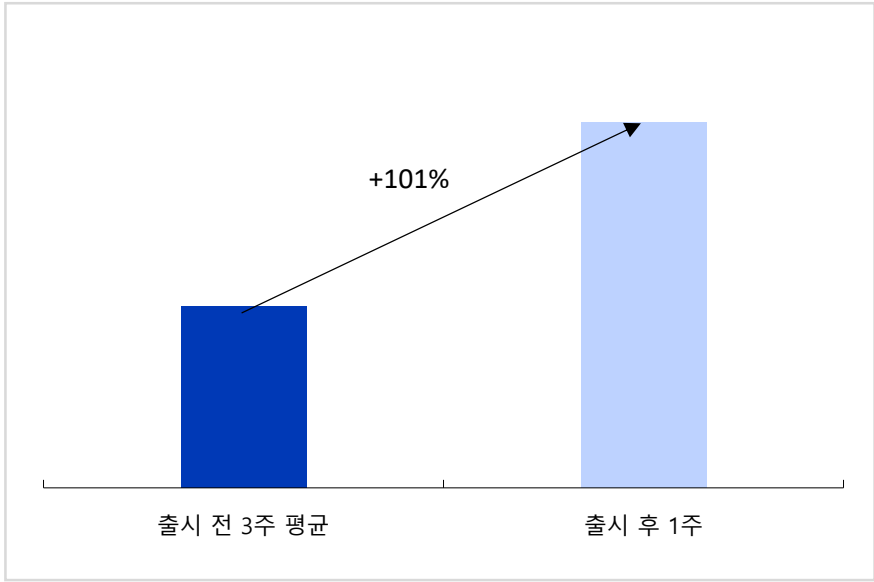
# NAVER의 AI: ADVoost(광고 입찰, 타겟팅 및 소재, 키워드 설정 자동화)

- 3) 1H25 ADVoost Creative 출시를 통해 생성형 AI를 기반으로 광고 소재 제작을 자동화하는 기능이 도입되어 SME 광고주들의 소재 제작 부담 감소와 전환 성과 향상에 기여할 것으로 전망. 브랜드와 광고 대상을 표현하는 최소한의 에셋을 기반으로 AI로 적절한 광고 문구를 제안하고, 다양한 형태의 소재를 제작. ADVoost Creative는 25년 1분기 출시 이후 지속 고도화 예정.
- 4) 국내 검색 엔진 점유율 1위 사업자로서 격차를 벌리기 위해 24년 10월 10일 1차 오픈한 ADVoost Keyword는 광고주가 직접 키워드를 발굴하고 등록할 필요없이 사용자가 검색한 키워드에 연관도가 높은 광고를 AI가 자동으로 매칭. 광고주가 검색 키워드를 하나하나 발굴하고 관리하는 것은 광고주에게 부담이 될 뿐만 아니라, 유저 입장에서도 검색 엔진의 효율성과 매력도를 떨어뜨리는 요소. 실제로 NAVER에 따르면 ADVoost Keyword가 도입된 질의에서 출시 전후를 비교했을 때 2배 이상의 사용자 반응이 상승. 수동으로 키워드 등록시보다 광고주 운영비용은 물론 사용자의 정보가치도 향상되는 효과.

**ADVoost Creative 통한 광고 소재 제작 자동화 예시**




**AI 기반 확장 매칭 키워드군 CTR 변화**



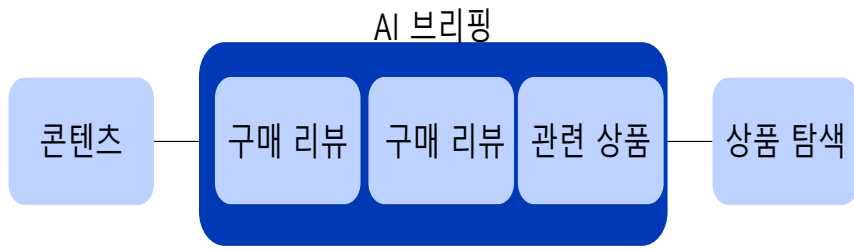

자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

# NAVER의 AI: AI 브리핑(유저 집단지성의 응축)

- NAVER는 검색결과 요약과 네이버 내 컨텐츠(쇼핑, 플레이스, 여행, 블로그, 카페) 연결을 검색 안에 내재화한 AI 브리핑을 1H25 모든 검색 사용자를 대상으로 출시할 예정. 방대한 UGC 컨텐츠 기반의 집단지성을 응축할 수 있다는 점이 강점.
- 정보 검색형(ex 몬스테라 분갈이 방법) / 탐색형(ex 흑백요리사 식당 후기) / 롱테일(ex 19개월 아기 잠만 자요) / 쇼핑 질문 등 질문 유형에 따라 최적의 컨텐츠를 디스플레이하는 것이 특징. 네이버의 강점이 돋보일 수 있는 영역은 유저 집단지성의 응축이 이루어질 수 있는 탐색형 및 롱테일 질문. 후기 및 내용 등을 요약하고 답하는 것을 넘어서 컨텐츠 연결을 통해 사용자 탐색을 돕고 실제 액션(구매)까지 자연스러운 연결이 가능. 컨텐츠를 소비하다가 연관 상품정보나 구매리뷰를 AI 브리핑을 통해 연결하는 것도 가능하며, 여행 정보를 찾을 경우 기본 정보 뿐 아니라 추가 검색 없이도 개인화 반영한 결과(ex 11월에 아이와 함께 가볼만한 명소)를 추천 받을 수 있음.

**AI 브리핑 예시: 온러닝 운동화 / 오사카 여행**

**AI 브리핑의 커머스 연결 과정**

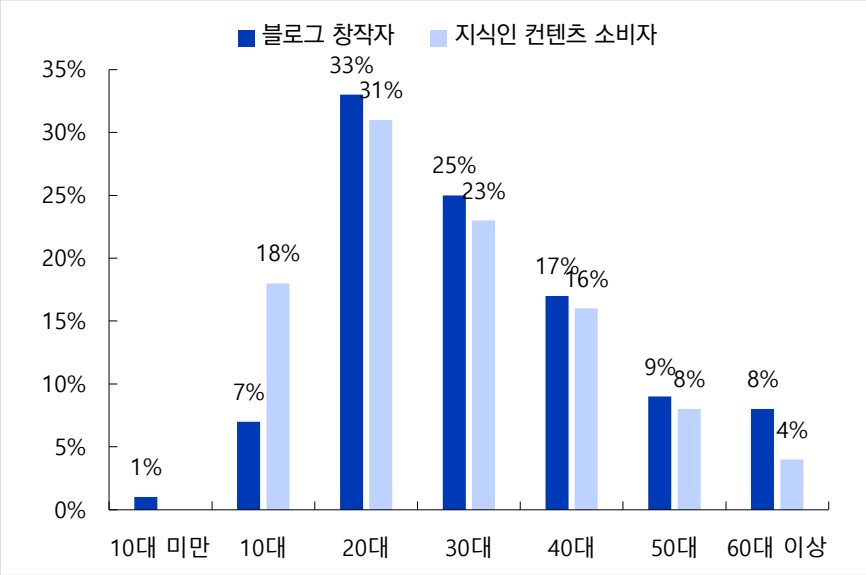



자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

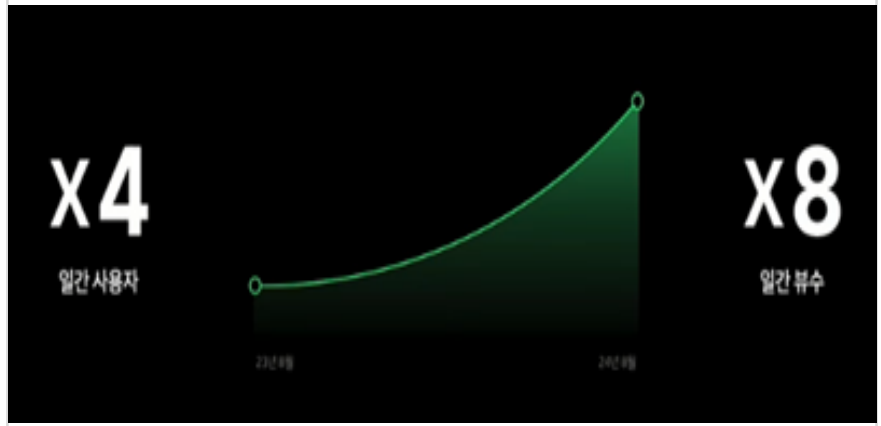
# NAVER의 AI: AI 브리핑(유저 집단지성의 응축)

- 24년 홈피드의 강화로 시작된 컨텐츠 발견 경험 확장은 25년은 서치/주제/블로그/카페 피드 등 사용자 관심 주제 및 커뮤니티 기반으로 지속 확장되어 네이버 트래픽, 체류시간, 전환율 상승 지속 촉진 전망.
- AI 브리핑도 발견 기능의 강화의 일환이라고 볼 수 있음. 이와 같은 유저 집단지성 기반의 AI 브리핑(사용자 맥락에 따른 컨텐츠 추천)은 방대한 UGC 컨텐츠 생태계를 근간으로 함. 지식인(9.5억개), 블로그(31억개), 카페(50억개) 등 컨텐츠는 양이 방대할 뿐 아니라, 이용자 연령대도 대부분 10~30대로 구성되어 컨텐츠 생태계 다양성을 증가시키고 있음. 지식인 컨텐츠 소비 연령은 10~30대가 72%, 블로그 창작자 연령은 10~30대가 65% 점유. 개인화 피드에 최적화된 숏폼 동영상 플랫폼 클립은 사용자와 사용량이 빠르게 증가하고 있으며 1) 네이버 플레이스 및 블로그와의 연계 강화, 2) 광고 보상 및 구독/후원 모델 본격화, 3) 커머스 연동 강화로 디스플레이 광고 매출 및 커머스 거래액 성장에 기여할 것으로 전망.

**NAVER 지식인 및 블로그 연령 분포: 1030이 대부분 (24.1~8월)**




**클립 일간 사용자 및 일간 뷰수 추이(23년 8월 vs 24년 8월)**

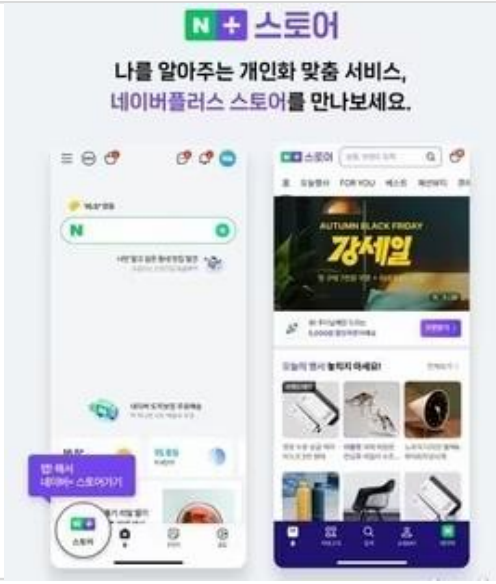



자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

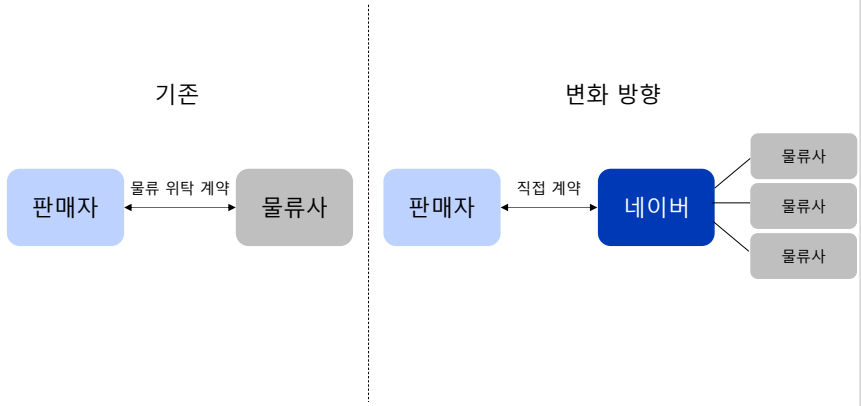
# NAVER의 AI: 네이버 플러스스토어 출범 + 멤버십/배송 강화

- 쇼핑에 있어서는 2025년 네이버 플러스스토어의 별도 앱을 런칭 예정. 초개인화를 표방하는 생성형 AI 기반의 AI 브리핑 지원을 받는 테크커머스로 유저별 최적화 추천이 이루어질 예정. AI 쇼핑 에이전트를 통해 네이버 생태계 내의 컨텐츠, 커뮤니티와의 연계성은 더 커질 것. 별도 앱 내에서 검색 후 구매가이드를 클릭하면 네이버 블로그, 카페, 이미지, 동영상 등과 연계된 정보 확인 가능.
- 한편, 유저의 성향에 따라 단골이 될 수 있는 카테고리가 다르다는 데에 착안한 단골커머스를 확장할 예정이며 멤버십에 있어서는 넷플릭스, 소카 등 외부 협력을 강화, 생필품 구매에 대해서 10% 적립율 적용을 준비중, 멤버십 전용 특가 아이템도 다변화 준비중. 배송에 있어서는 도착보장을 N배송으로 리브랜딩하고, 지금배송, 새벽배송, 오늘배송, 내일배송, 휴일배송, 희망일 배송 등 다변화된 촘촘한 배송 라인업을 갖출 것으로 예상. 계약구조에 있어서 판매사-물류사 직계약 구조에서 '물류사-네이버' + '판매자-네이버' 계약 방식으로 변화하면서 상품에 따른 맞춤형 배송이 가능해질 것.

**네이버 플러스스토어**




**네이버 N 배송 계약 구조 변화**

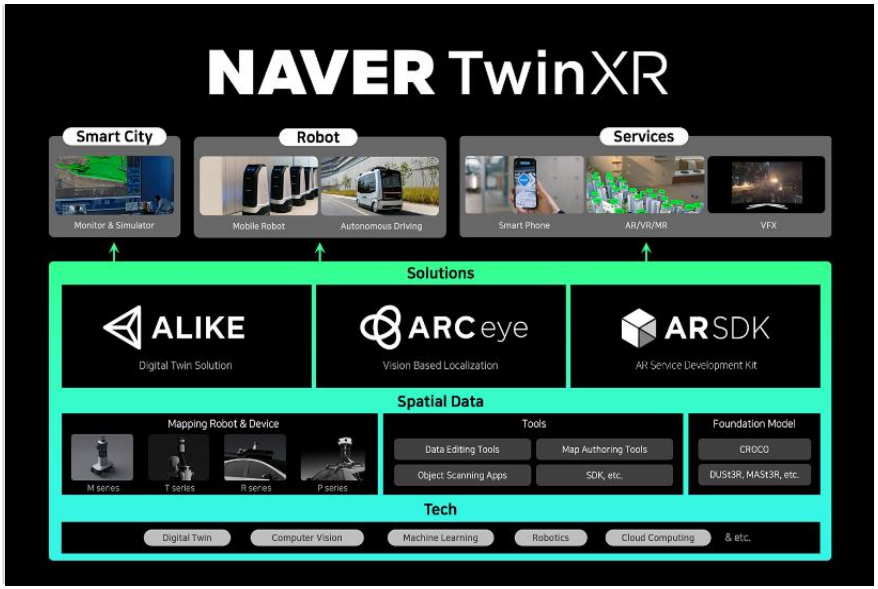



자료: NAVER, DAN 2024, 교보증권 리서치센터

# NAVER의 AI: 공간지능으로 중동 시장 공략

- AI 고도화 중 현실과 가상을 잇는 디지털 트윈 및 공간 정보 동기화는 필수적인 인프라로, 가트너는 공간 컴퓨팅 시장이 2023년 1,100억 달러에서 2033년 1.7조 달러 규모로 성장 전망. 네이버는 실내/외 모든 공간의 디지털 트윈 모델을 제작할 수 있는 디바이스와 AI를 보유하고 있으며 GPS 없이도 위치를 파악할 수 있는 Visual Localization(ARC eye) 기술 보유(공간지능 특허 출원 521건). 이에 따라 도시 단위 대규모 인프라 사업을 전개하는 B2G 시장 고객들에게 어필 가능. 항공사진과 AI 기반으로 도시 전체를 정밀 복제할 수 있으며(ALIKE), 원천 기술과 매핑 로봇, 데이터 처리 인프라 자체 개발.
- 사우디아라비아 리야드 포함 5개 도시 대상으로 클라우드 기반 디지털 트윈 플랫폼 구축중이며 제다 홍수 시뮬레이션, 메디나 3차원 도시 모델 등으로 행정적 문제에 대한 시뮬레이션 제공. 24년 9월 12일 사우디아라비아 데이터인공지능청(SDAIA)과 AI/클라우드/데이터센터/로봇 분야 협력 MOU를 체결했으며, B2G 사업 레퍼런스 축적에 따라 추가 수주 잠재력이 높은 것으로 판단. 구체적으로는 데이터센터 및 클라우드 관련 솔루션/서비스 개발, 아랍어 기반 LLM 구축, 지능형 로봇 및 응용 서비스 등 수주 가능.

**공간지능 기술 통합 플랫폼 '네이버 트윈 XR'**

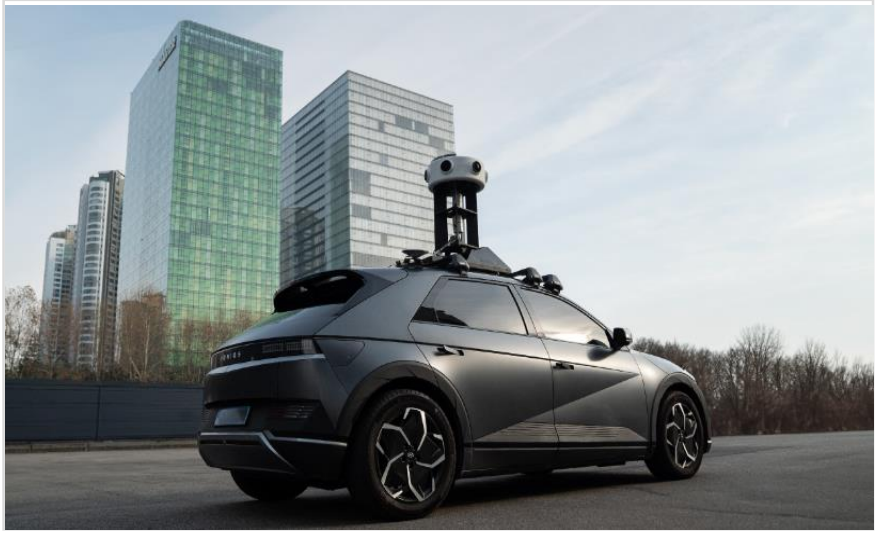



**가트너 25년 10대 전략 기술 (AI 에이전트와 공간 컴퓨팅 포함)**

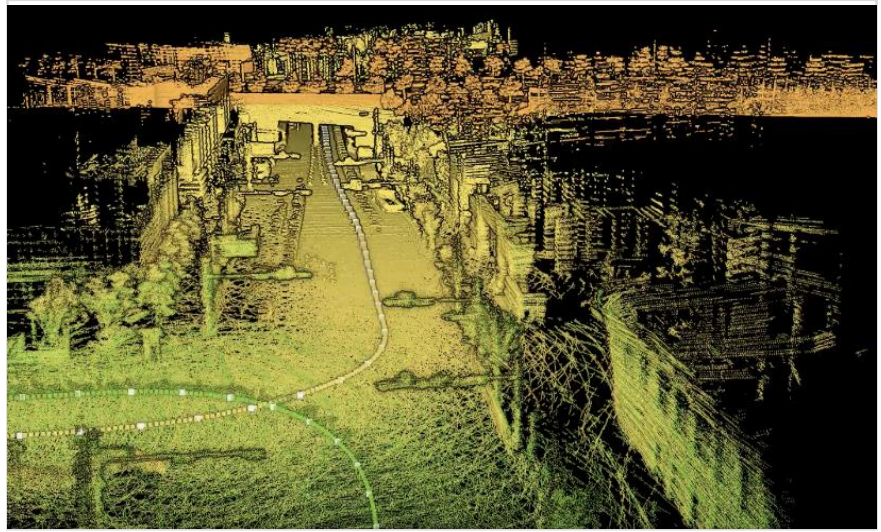
자료: NAVER, Gartner, 교보증권 리서치센터

# NAVER의 AI: 공간지능으로 중동 시장 공략

## 데이터 수집: 파노라믹 매핑 시스템 P1

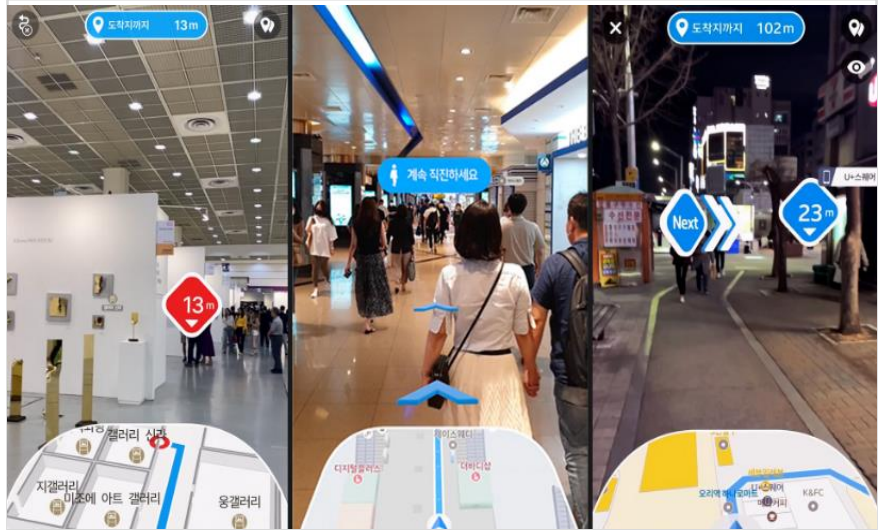


## 수집한 데이터의 3D 복원: 포인트 클라우드



## 정보 증강: 360 파노라마 & 3D 메쉬 데이터 생성

## AR 네비게이션 서비스 데모: 전시장, 지하철역, 실외 야간 환경



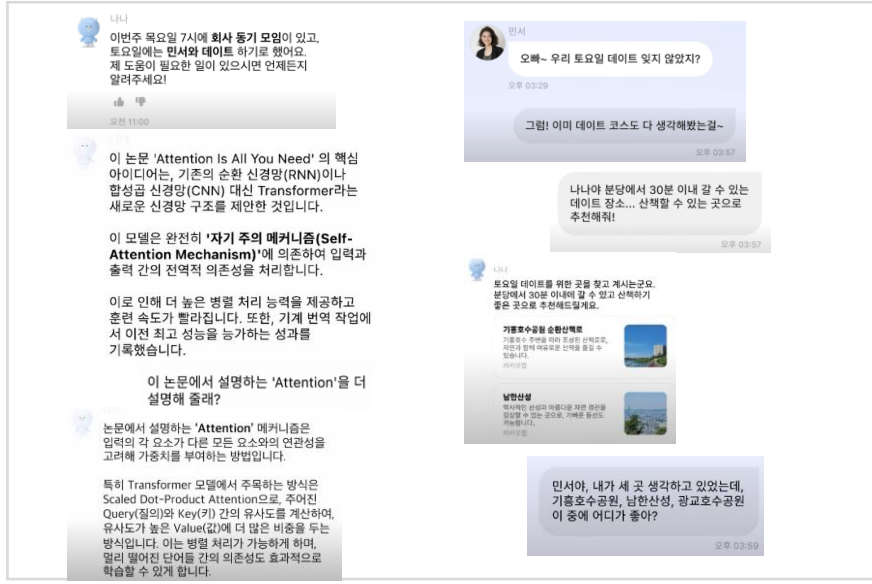

출처: 네이버랩스, 교보증권 리서치센터

# 카카오의 AI: 카나나(Model Orchestration 기반 AI 에이전트)

- 카카오의 AI 전략은 하나의 서비스 안에서 다양한 모델을 활용해 최적의 답변 및 액션을 이끌어내는 Model Orchestration 전략. 자체 모델 외에도 오픈 소스 모델, 비공개 모델의 API를 하나의 서비스 안에서 다양하게 적용. 각 모델이 추론, 이해, 요약, 수학, 코딩 각 영역에서 상대적인 우위요소가 있는 만큼 최적 조합을 만들어내는 전략. 글로벌 빅테크 대비 AI 투자 규모 및 속도가 빠르지 않은 상황에서 좋은 선택이라고 판단.
- AI 서비스의 초점은 관계의 확장(유저-유저 관계에서 유저-AI, AI-AI 관계)과 초개인화에 맞춰져 있음. 카카오톡과 별개의 앱으로 출시될 AI 서비스 Kanana는 개인화된 AI 경험을 할 수 있는 AI Mate를 제공. 일대일 대화에 특화된 Nana와, 그룹 관계 내에서 구성원 간 커뮤니케이션을 바탕으로 그룹 매니저 역할을 하는 Kana로 구성. 사용자가 호출할 때 뿐 아니라 스스로 판단해 사용자에게 말을 걸 수 있음, 입력 내용을 기억하고 상황 파악하여 개인화된 답변을 제공.

**Kanana 자체 생성형 AI 모델 라인업**

**Kanana 예시 장면**

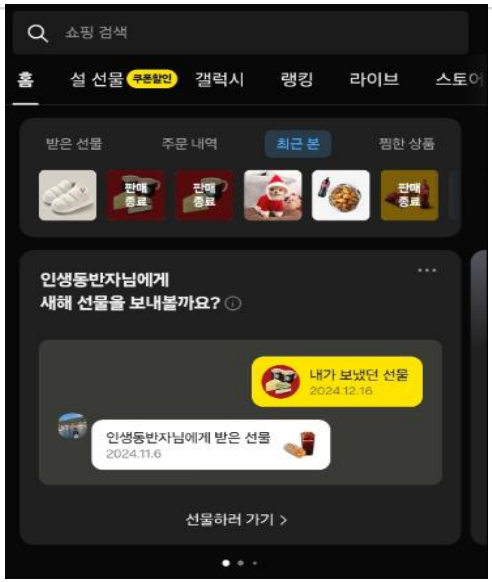



자료: 카카오, IF KAKAO 2024, 교보증권 리서치센터

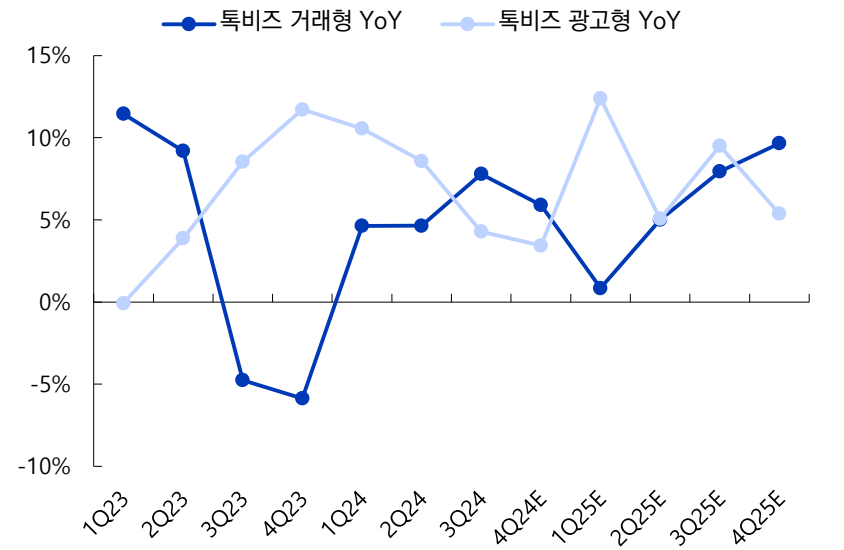
# 카카오의 AI: 커머스 MD 도입과 쇼핑탭 개편

- 한편 4Q24부터 카카오 선물하기 내 커머스 MD 기능이 도입. 유저가 전에 주고 받았던 선물 기반으로, 선물하는 맥락과 선물받는 친구의 성별, 연령대를 고려해 가장 적합한 상품을 추천. 이용자들에게 선택의 고민을 줄여주는 개인화된 쇼퍼 역할을 수행.
- 별도 앱으로 출시될 카나나 외에도, 카카오톡 앱에도 커머스 MD를 시작으로 AI 서비스를 도입해 트래픽 및 체류시간을 확대하는 것이 목적. 채팅 앱의 특성상 대부분의 트래픽이 채팅 탭(2탭)에 집중되는데, 이외의 프로필 탭(1탭), 오픈채팅탭(3탭), 쇼핑탭(4탭) 등을 방문할 맥락을 AI를 통해 형성할 예정. 이에 따른 2탭 외 탭 지면가치 상승 여부에 따라 현재 톡비즈 광고 매출을 이끌고 있는 메시지 비즈니스 광고 외에도 1, 3 탭의 신규 전면형 브랜딩 광고 성공과 톡비즈 거래형 매출 성장 정도가 결정될 것으로 전망. 신규 지면 가치 제고시 여태까지 카카오가 강점을 보이지 못했던 브랜딩 영역에서의 광고주 확대 및 광고 단가 상승을 통해 매출 및 이익 추정치의 상향이 가능할 것으로 기대.

**카카오톡 쇼핑탭 개편**




**카카오 톡비즈 광고형/거래형 매출 YoY 성장률 추이 및 전망**

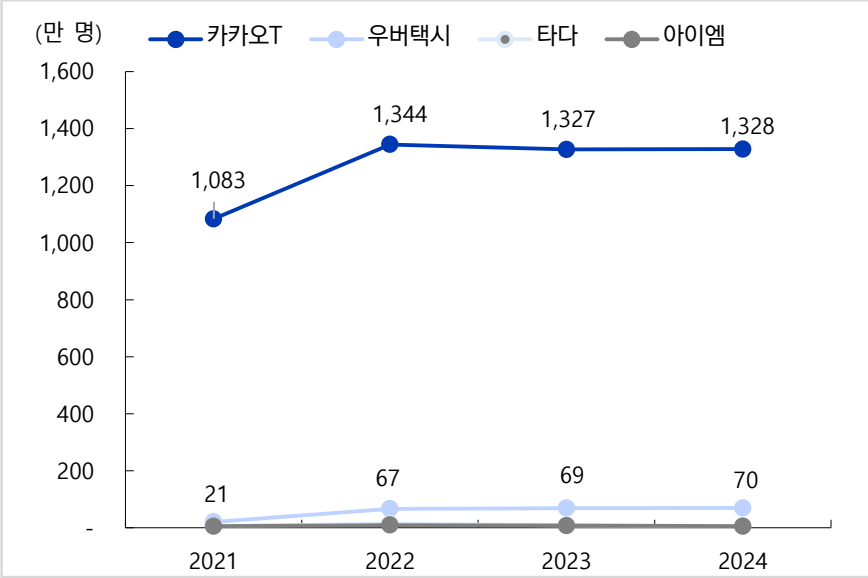



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

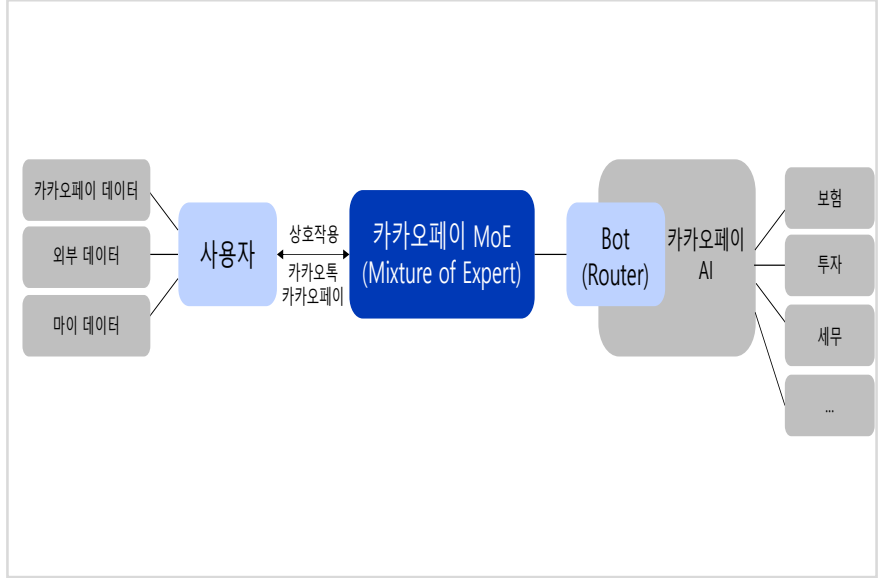
# 카카오의 AI: 카카오페이(금융전문가)와 모빌리티(자율주행)

- Kanana 뿐 아니라, 금융 및 모빌리티 영역에서 AI 도입이 확대될 것으로 전망. 금융에 있어 현재 개인의 건강검진 데이터를 기반으로 어떤 보장성 항목이 필요한지 알려주고 해당 상품을 연결해주는 보험 관리사 서비스를 제공하고 있으며, 소비분석, 주식진단, 세무상담, 은퇴상담 등 금융전문가 AI 서비스로 확대될 예정. 금융 마이데이터와 이용자의 소비내역을 API로 종합 판단하여 상품 탐색 및 가입, 관리까지 끊김없이 이어지게 한다는 점에서 카카오 생태계 내 AI 에이전트로서의 변화가 가장 빠른 영역이라고 판단.
- 한편, 카카오 모빌리티는 강남권, 판교, 대구, 제주 지역에서 AI 자율주행 택시 테스트를 진행중. 해당 테스트와 카카오 모빌리티를 통한 국내 도로 상황 데이터 축적을 고려시 향후 자율주행 택시 플랫폼 영역에서 가장 빠르게 점유율을 확보할 수 있을 것으로 전망.

**국내 주요 택시 호출 서비스 MAU 추이**




**카카오페이 AI 금융 전문가**




자료: 언론보도 종합, 카카오, IF KAKAO, 교보증권 리서치센터

# 인터넷 Part 02

## 디지털 광고 시장 및 이커머스 시장 전망

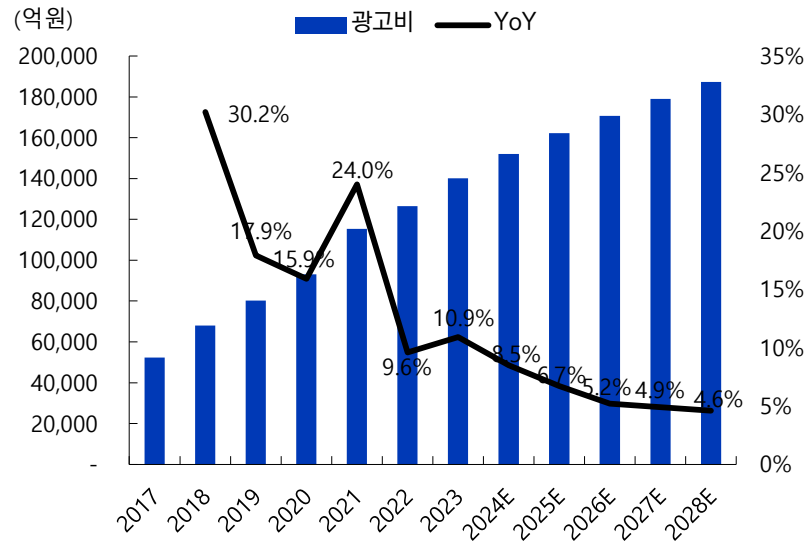
# 디지털 광고 시장 전망

- 2025년 글로벌 및 국내 디지털 광고 시장은 전체 광고/마케팅 지출 내 디지털 채널 집행 확대로 전체 광고 시장 대비 높은 성장률을 기록할 것으로 예상하나, 2024년 대비 성장률의 상향은 제한적일 것으로 추정. 2025년 글로벌 광고 시장에 대해 Magna Global은 YoY +6.1%, Group M은 +6.8%의 성장을 전망하며, 디지털 광고 시장에 대해서는 +9.4%(Magna Global), Statista는 +7.9%를 전망.
- 한편, 아시아태평양 지역 및 국내 디지털 광고 시장은 글로벌보다 낮은 성장률 추정치가 제시되고 있음. Magna Global은 2025년 아시아태평양 광고 시장 성장률을 YoY +5.9%로 제시하고 있으며, Statista는 +6.7%를 추정. 2025년의 GDP 성장률 추정치가 하향됨에 따라서 전체 디지털 광고 시장 성장 추정치의 상향은 어려운 상황이며, 2024년 자체적인 점유율 확장을 이루어낸 지배적 플랫폼들의 영향력이 강화될 것으로 기대.

### 글로벌 광고 시장 성장 전망 (Magna Global, 24년 12월 추정치)

| 지역 | 2024년 규모(십억 달러) | 24년 성장률 | 24년 성장 기존 추정치 | 비중 | 25년 성장률 예상치 |
|---|---|---|---|---|---|
| 글로벌 | 933 | 10.3% | 10.0% | 100.0% | 6.1% |
| 중동유럽 | 214 | 10.4% | 10.9% | 23.0% | 7.9% |
| 북미 | 398 | 12.2% | 10.5% | 42.7% | 5.0% |
| 라틴아메리카 | 32 | 12.0% | 10.0% | 3.4% | 11.1% |
| 아시아태평양 | 289 | 7.5% | 8.5% | 30.9% | 5.9% |
| Digital Pure Players | 659 | 13.1% | 13.1% | 70.6% | 9.4% |
| Search/Commerce | 330 | 12.1% | 12.0% | 35.4% | 9.0% |
| Social Media | 217 | 17.9% | 17.5% | 23.2% | 12.5% |
| Short-Form Video | 76 | 11.8% | 13.9% | 8.2% | 7.4% |
| Traditional Media Owne | 274 | 4.0% | 3.0% | 29.3% | -1.9% |
| Television | 163 | 5.3% | 4.0% | 17.5% | -4.2% |
| Audio Media | 29 | 1.7% | 1.6% | 3.1% | 0.0% |
| Publishing | 44 | -7.7% | -7.3% | 4.7% | -5.0% |
| OOH | 36 | 9.4% | 6.9% | 3.9% | 7.0% |
| Cinema | 2 | 0.7% | 7.0% | 0.2% | 6.3% |

### 국내 디지털 광고 시장 규모 전망 (Staitsta)

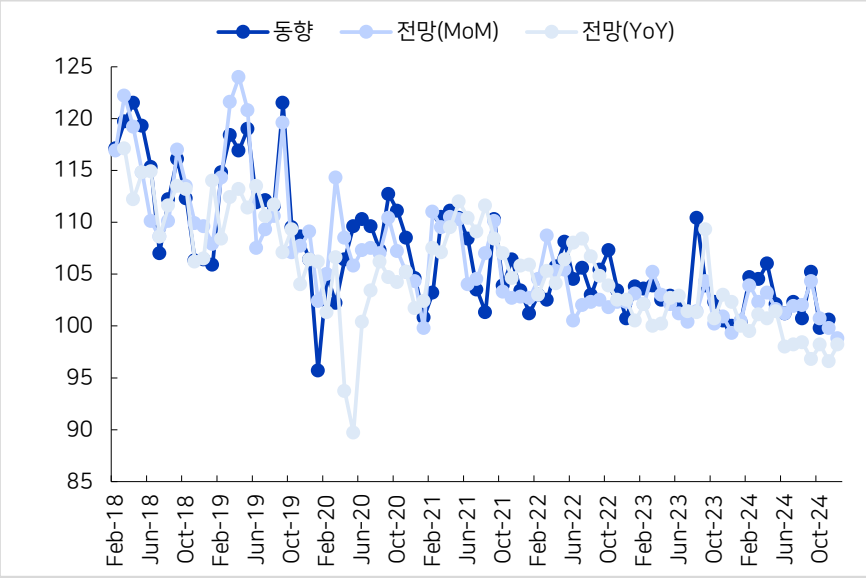



자료: Magna Global, Statista, 교보증권 리서치센터

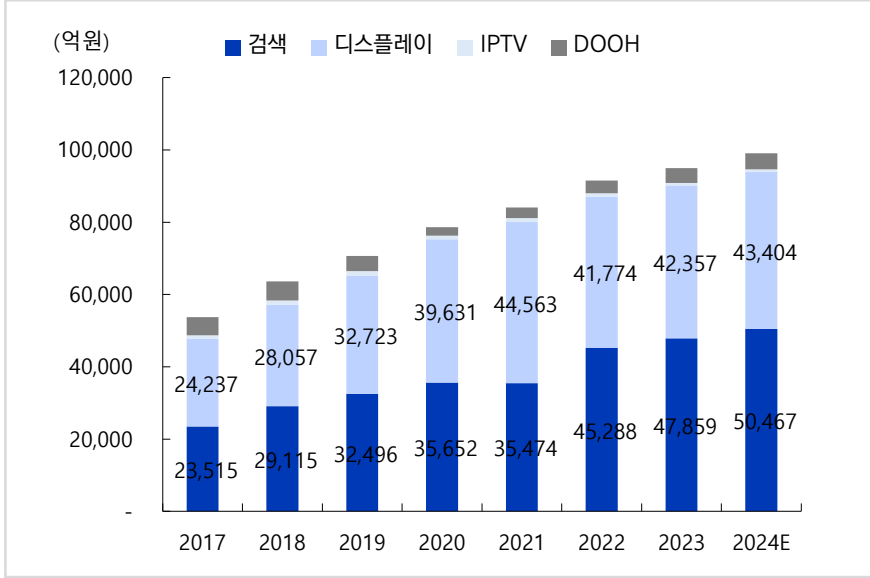
# 디지털 광고 시장 전망

- D2C 마케팅 집행이 강화되는 상황 하에서 과거 대비 설명력은 떨어지지만, 디지털 광고에 대한 KAI 지수 역시 반등을 보여주지 못하고 있는 상황. 국내 노출형 광고(DA)는 배너형 광고의 부진으로 2024년 +2.5%(KOBACO 추정)의 낮은 성장률을 보일 것으로 추정되나, 숏폼 동영상 광고의 경우 24년에도 YoY +14.1% 성장을 추정. 이에 따라, 숏폼 미디어 확산에 빠르게 대응하고 있는 업체들의 수혜가 나타남. 25년 국내 노출형 광고의 전반적인 성장률 반등은 기대되지 않으나, 숏폼 동영상 광고 시장은 YoY +12% 성장을 전망. 2024년 국내 검색 광고 시장은 YoY +5.4%로 노출형 광고 대비 양호한 성장세를 보였을 것으로 전망.
- 숏폼 및 인플루언서 광고의 성장, 검색 광고의 꾸준한 성장성을 모두 잘 반영할 수 있는 국내 플랫폼사는 NAVER로 판단. 25년 NAVER 서치 플랫폼 매출 성장(+8.9%)을 전망하며 이 중 검색(YoY +8.1%), 디스플레이(+10.9%) 전망. 카카오는 DA인 비즈보드 매출 성장을 보이지 못하고 있으나, 메시지 비즈니스 double-digit 성장이 지속되는 가운데 4Q24부터 도입된 프로필탭, 오픈채팅탭 전면형 광고 영향으로 25년 YoY +8.5%의 광고 매출 성장 전망.

**월별 KAI 지수 온라인/모바일 동향, 전망(MoM, YoY) 추이**




**국내 분류별 디지털 광고 매출 추이**



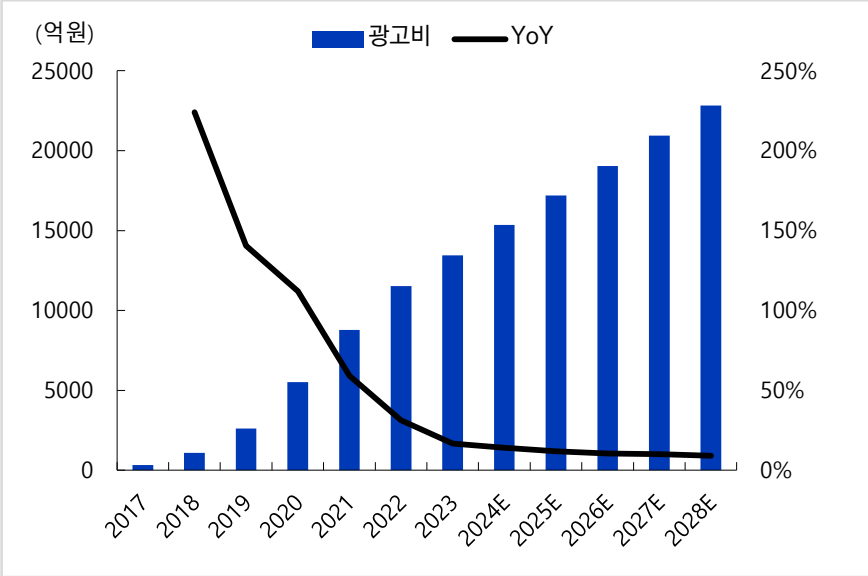

자료: KOBACO, 각 사, 교보증권 리서치센터

# 디지털 광고 시장 전망

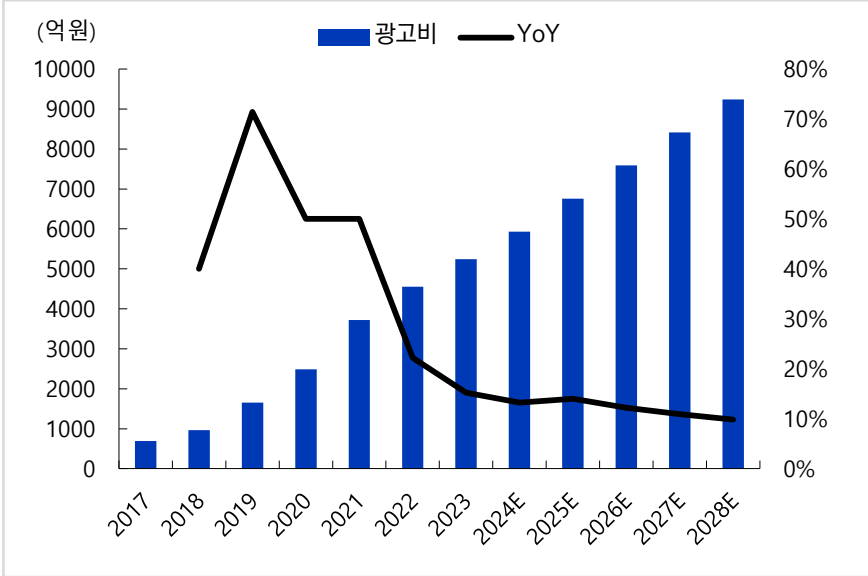


- 국내 디지털 광고 시장 성장이 제한된 가운데, 업체들의 부문별 광고 매출 성장은 차이를 보이고 있음. 3Q24를 기준으로 NAVER는 DA YoY +11.0%, SA +9.5%를 기록. 카카오는 DA YoY -1%, 비즈니스 메시지 +21%를 기록. SOOP은 플랫폼 광고(DA) YoY +13.2%, 컨텐츠형 광고 YoY +13.6%.
- NAVER는 개인화 앱 개편(3Q24 기준 네이버앱 메인 일평균 체류시간 YoY +10% 이상 성장)으로 서치플랫폼 성장 가속을 이끌고 있으며, 숏폼 클립의 경우 재생수가 연초 대비 +81% 증가했음. 인스타그램, 틱톡 대비 후발주자인 것은 사실이나 인플루언서의 멀티 호밍을 유도하면서 트래픽을 늘려가고 있는 상황. 2025년에도 국내 숏폼(YoY +12.0%), 인플루언서(YoY +14.0%) 이 전체 시장 대비 아웃퍼폼할 것으로 예상되는 상황에서 긍정적인 상황. 스트리밍 서비스인 치지직의 MAU가 24년 11월 MAU가 250만 명을 달성해, 광고를 통한 트래픽의 수익화가 원활하게 이루어질 수 있을 것으로 전망. 이는 숏폼 동영상인 클립과도 연계되는 것으로, 2025년에는 스트리머 채널과 스마트스토어의 연동(방송 내 상품 구매 링크 연동 등), 구독 상품 개편을 통해 네이버 생태계와의 연계를 강화할 것으로 전망.

**국내 숏폼 동영상 광고 시장 추정치**




**국내 인플루언서 광고 시장 규모 추정치**

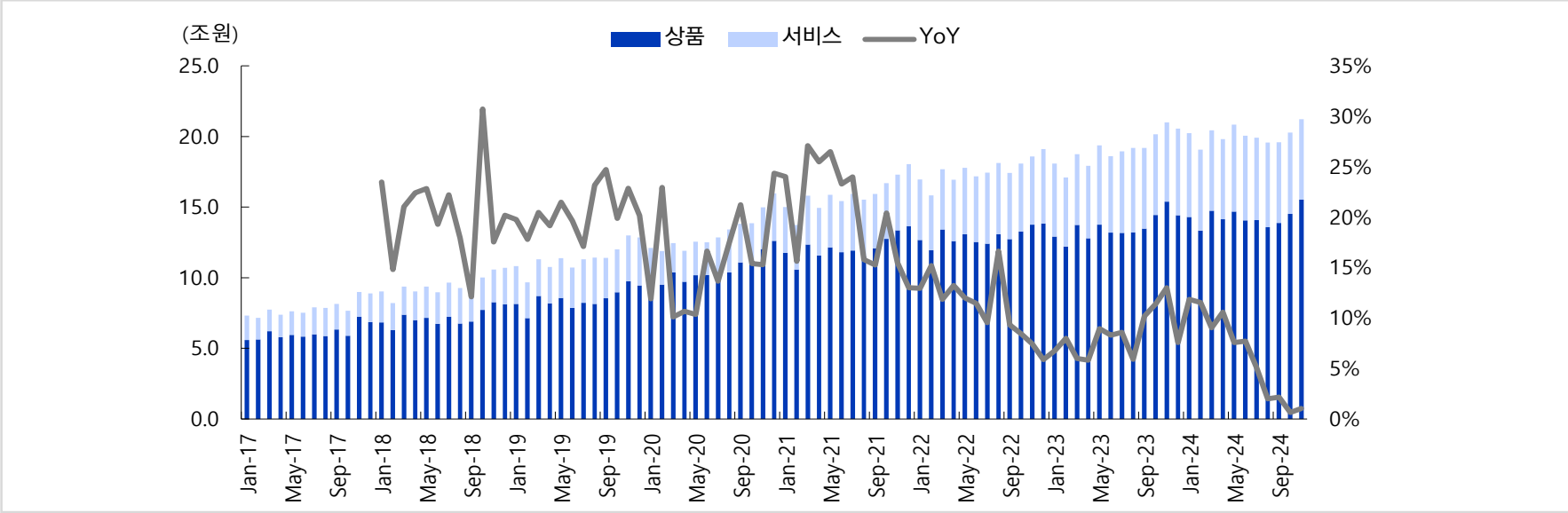



자료: Statista, 교보증권 리서치센터

# 이커머스 시장 전망

- 1) 소비자 심리지수의 개선이 나타나고 있지 않은 가운데, 2) 상품(서비스 제외) 소매시장 온라인 침투율 상승 정체, 3) 국제선 항공여객수의 팬데믹 이전 수준 회복에 따른 여행 및 교통서비스 거래액 성장률 정상화, 4)정산 지연 사태 이후 e쿠폰 서비스 성장 제한으로 2025년 한국 이커머스 시장 성장은 2024년과 유사한 mid-single 수준에 그칠 것으로 전망.
- 물가 부담이 지속되는 가운데 금리 인하 속도 제한과 고환율 영향으로 단기간 내 소비 심리 개선을 위해서는 자산 가격 상승에 따른 소비 여력 증가 등 추가적인 외부 요인이 필요할 것으로 전망.
- 전체 시장 성장은 정체되는 가운데 이커머스 시장은 상위 업체(쿠팡, NAVER 등)로의 쏠림이 가속화될 것으로 전망. 쿠팡이 우위에 있는 물류/배송 역량과 멤버십 락인강화를 기반으로 시장 대비 빠른 성장을 지속하는 가운데, 티몬/위메프에 온보딩했던 셀러 및 거래액은 네이버, 11번가, G마켓 등 정산주기가 짧고 셀러 우호적인 플랫폼으로 이동할 개연성이 크다고 판단. NAVER의 경우 시장 대비 저렴한 수수료와 방대한 구매/검색 데이터를 기반으로 한 AI 브리핑을 통한 유저 집단지성의 응축, 멤버십에 기반한 프로모션, 넷플릭스 연동 등 멤버십 강화, 별도 플러스스토어 어플리케이션 출시로 2025년 YoY +10%의 GMV 성장으로 시장 성장 beat 전망.

**국내 온라인 쇼핑 시장 거래액 및 YoY 성장률 추이**

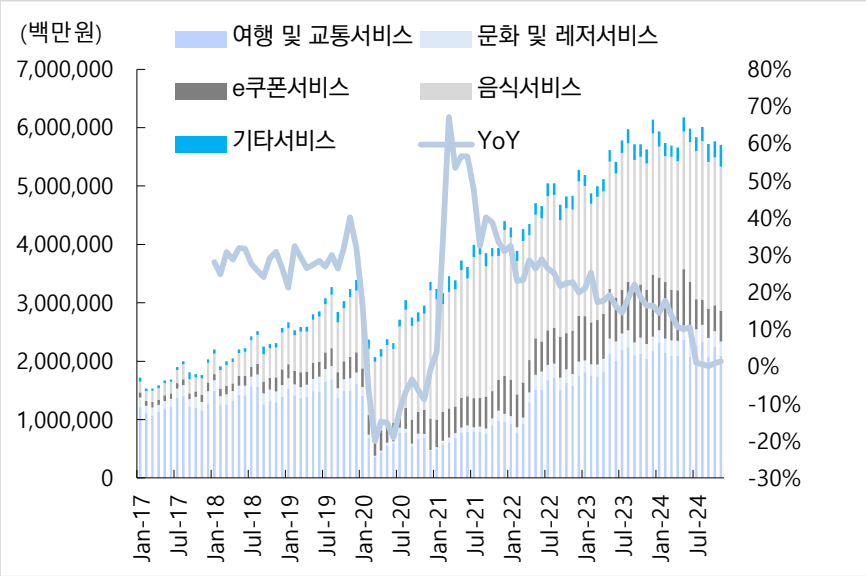



출처: KOSIS, 교보증권 리서치센터

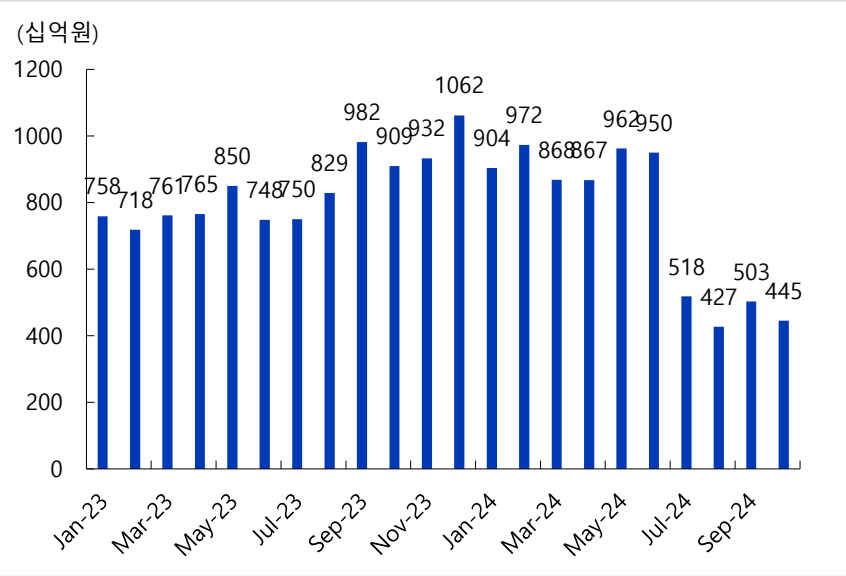
# 커머스 시장 전망

- 2H24부터 나타난 급격한 이커머스 성장률 둔화는 특히 서비스 부문의 영향이 컸음. 티메프 사태로 e-쿠폰 거래액이 급감하였으며, 이와 같은 부정적 기저 영향은 1H25까지 지속될 것으로 전망. 한편, 여행 및 교통서비스 거래액은 국제선 항공여객수가 팬데믹 이전 수준으로 회복되면서 기저 효과에 따른 고성장 구간은 벗어난 것으로 파악. 2019년까지의 성장률 수준을 기대해볼 수 있을 것으로 전망.
- 상품 대비 서비스 부문에서의 온라인 침투율은 빠르게 증가했을 것으로 추정. 이쿠폰 거래액 유치에는 적극적이지 않았으며, 국내 플랫폼 중 네이버 지도, 네이버 예약 등을 기반으로 서비스 부문 거래액 유치에 가장 적극적이었던 네이버가 중장기 성장에 유리한 상황으로 판단.

**국내 이커머스 거래액 중 서비스(상품 제외) 부문별 거래액**




**국내 이커머스 거래액 중 e쿠폰 서비스 거래액**




자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

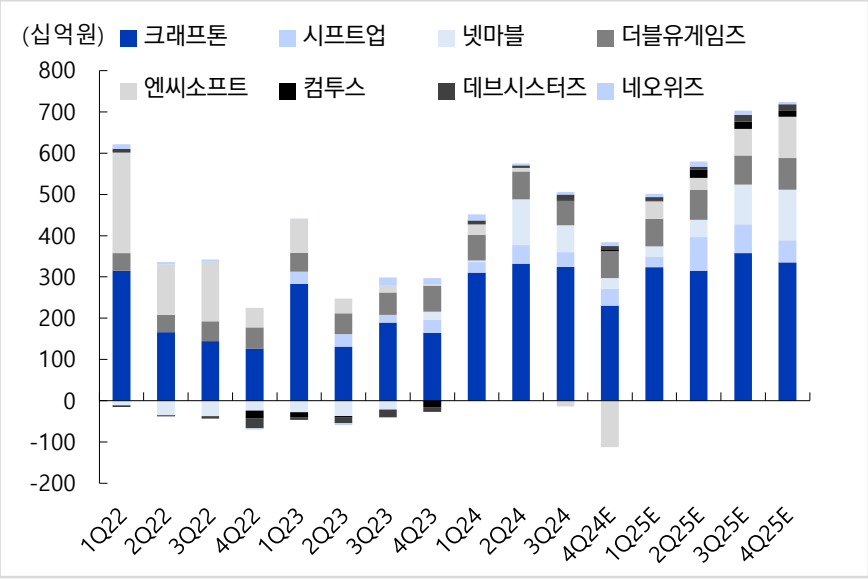
# 게임 Part 01

## Big & Little

# Big & Little: IP 프랜차이즈화(Big) + 파이프라인 강화(Little)

- 2024년 국내 주요 게임사 영업이익은 전년비 대체로 개선되는 방향성을 보였음. 특히, IP 파워를 바탕으로 트래픽 기반의 라이브서비스를 성공적으로 수행한 게임사들(크래프톤, 시프트업, 더블유게임즈, 데브시스터즈, 컴투스)의 영업이익 성장 및 개선세가 두드려졌음. 라이브서비스 역량과 더불어 통제 가능한 비용(인건비, 마케팅비)의 효율적 집행을 통해 이익 정상화가 이루어졌던 시기.
- IP는 단순히 게임 세계관, 캐릭터와 같은 겉모습을 넘어 긴 세월동안 유저와 경영진이 쌓아온 게임 고유의 경험 총체로 장기간의 라이브서비스 역량을 포함하는 개념. 애정이라는 단어로 표현 가능하며 그 자체로 거대한 진입장벽. 이에 따라 게임사들은 Core IP의 프랜차이즈화를 꾀하는 동시에 M&A 및 인재 영입을 통한 크리에이티브 강화와 소수지분 투자 기반의 2nd-Party 퍼블리싱 등을 통한 파이프라인 강화 등 다변화된 시도를 이어나가고 있음.

### 주요 국내 상장 게임사 영업이익 추이 및 전망




### 국내 주요 게임사 Big & Little 전략

| 회사 | Big (IP 프랜차이즈화) | Little (파이프라인 강화) |
|---|---|---|
| 크래프톤 | PUBG IP 프랜차이즈화 | inZOI, 서브노티카2, 딩컴 투게더, D&D 모바일 등 + 2nd Party Publishing |
| 넥슨 | 던파, 메이플, 바람의나라, 마비노기 IP 프랜차이즈화 | 슈퍼바이브, 프로젝트 DX 등 |
| 시프트업 | Big을 늘려가는 중: 니케, 스텔라 블레이드+ Project Witches | |
| 넷마블 | Bittles 전략: 지역, 장르, 플랫폼 다변화. 소수 IP에 대한 의존도 낮음 | |
| 엔씨소프트 | 리니지, B&S, 아이온 IP 프랜차이즈화 | 택탄, LLL 등 자체 개발 + 2nd Party Publishing |
| 컴투스 | 서머너즈 워, 야구 IP 프랜차이즈화 | 갓앤데몬 등 자체 개발 + 2nd Party Publishing |
| 더블유게임즈 | 소셜카지노 | 온라인 카지노, Merge 2 |
| 데브시스터즈 | 쿠키런 IP 프랜차이즈화 | - |

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

# Big & Little: IP 프랜차이즈(Big) + 파이프라인 강화(Little)

- PC/콘솔 게임 시장 등에서 AAA 게임 중심으로 시장이 형성되는 경향이 강화되고 있으며, 관련 개발자들의 인건비와 긴 개발기간 때문에 게임 개발비는 급격히 상승. 이 때문에 AAA 게임 개발에 있어서는 신규 IP보다는 Core IP에 집중하는 경향성이 높아지고 있음. 역설적으로 언리얼5 엔진 등 오픈소스 물리엔진의 리소스, 에셋을 사용하게 되고 코딩 및 초기 컨셉아트 등을 도울 수 있는 생성형 AI의 발전으로 혁신적 아이디어를 가진 개인 창작자, 혹은 작은 팀이 100만 명 이상의 유저를 끌어 모으는 일이 빈번하게 이루어지고 있음.
- 이익 성장의 관점에서 장기간 운영을 통한 유저-게임사 간의 애정(=IP)이 축적되어 건강한 트래픽과 이익을 보여주고 있고, 이를 프랜차이즈화하는 시도를 보이는 게임사에 대한 투자가 성공 가능성이 높고, 차기 성장 동력으로 작용할 IP의 성공 가능성이 미지수인 상황에서 신규 IP 모멘텀에만 집중한 투자는 리스크가 크다고 판단.

**넥슨 던전앤파이터 IP 기반 '카잔' (소울라이크 액션)**

**크래프톤 PUBG IP**

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

# 넥슨의 Big

- 넥슨은 던전앤파이터, 메이플스토리, 바람의나라, 마비노기 등 핵심 IP를 다수 보유. 그 동안의 넥슨 IP 확장이 플랫폼 확장 정도였다면, 이제 본격적으로 IP 파워를 세심하게 발전시켜 IP 단위로 생태계를 구축하는 전략을 본격적으로 추구.
- 던전앤파이터 프랜차이즈는 근간인 ① 던파(PC) IP를 기반으로 ② 던파 모바일, ③ 카잔: 퍼스트 버서커(PC/콘솔 소울라이크 액션 RPG, 25년 3월 28일). ④프로젝트 오버킬(PC/모바일 3D 횡스크롤 액션 RPG), ⑤ ARAD(PC/콘솔/모바일 오픈월드 액션 RPG,넥슨게임즈 개발)로 파생. 메이플스토리도 근간인 ① PC 메이플스토리를 바탕으로 ② 메이플 스토리 M(모바일), ③ 메이플스토리 월드(샌드박스 플랫폼), ④ 헬로메이플 (코딩 교육), ⑤ 메이플스토리 N(블록체인 연동 PC MMORPG) 등으로 확장.
- 바람의나라는 최초의 MMORPG인 ① PC 바람의나라를 근간으로 ② 바람의나라: 연(모바일)로 플랫폼 확장을 시도했으며 24년 10월 미디어데이에서 정식 후속작인 ③ 바람의나라2(PC/모바일 2.5D MMORPG) 개발 사실을 밝힘.
- 마비노기는 ① PC 마비노기(MMORPG) 기반으로 ② 마비노기 모바일 개발과 ③ 마비노기 이터니티(언리얼엔진5 전환)을 동시에 전환중. ④ 마비노기 영웅전 IP 기반으로는 ⑤ 빈딕투스(PC/콘솔 액션 RPG)의 알파테스트를 25년 시행할 계획.

**넥슨의 IP 프랜차이즈화 및 파이프라인 확장 라인업**

| | | | |
|---|---|---|---|
| KHAZAN (D&F) | OVERKILL (D&F) | ARAD (D&F) | 마비노기 모바일 |
| VINDICTUS(마영전) | 마비노기 이터니티 | 바람의나라2 | SUPERVIVE |
| project DX(듀랑고) | 낙원 | ARC Raiders | project RX |

출처: NEXON, 교보증권 리서치센터

# 넥슨의 Little

- 핵심 IP 외에도 파이프라인을 확장, 강화 하려는 노력도 지속. 다수 글로벌 대작을 개발중. 2024 지스타에서는 슈퍼바이브, 환세취호전 온라인의 시연 부스를 운영. 슈퍼바이브 는 MOBA 배틀로얄 게임으로, 한국 및 일본 판권을 취득하였음. 고도화된 로컬라이징을 선보이고 있으며, 국내 클로즈베타에서 빠른 속도감의 전투에 대해 호평받은 바 있음.
- 프로젝트 RX(넥슨게임즈 개발)는 블루 아카이브의 글로벌 서비스 총괄자와 캐릭터 디자인 및 일러스트를 담당했던 유토카 미즈가 참여한 언리얼엔진 5 기반 서브컬처 게임으로, 몰입감 있는 스토리텔링에 기반하여 캐릭터와의 교감이 특장점일 것으로 기대.
- 프로젝트 DX(넥슨게임즈 개발)는 '야생의 땅 듀랑고' IP 기반의 MMORPG로 듀랑고의 포스트 아포칼립스 세계관, 요소를 계승하면서도 새로운 게임성을 선보일 것으로 기대.

**Project RX (서브컬처, 넥슨게임즈 개발)**

**Project DX (듀랑고 IP 기반 MMORPG, 넥슨게임즈 개발)**

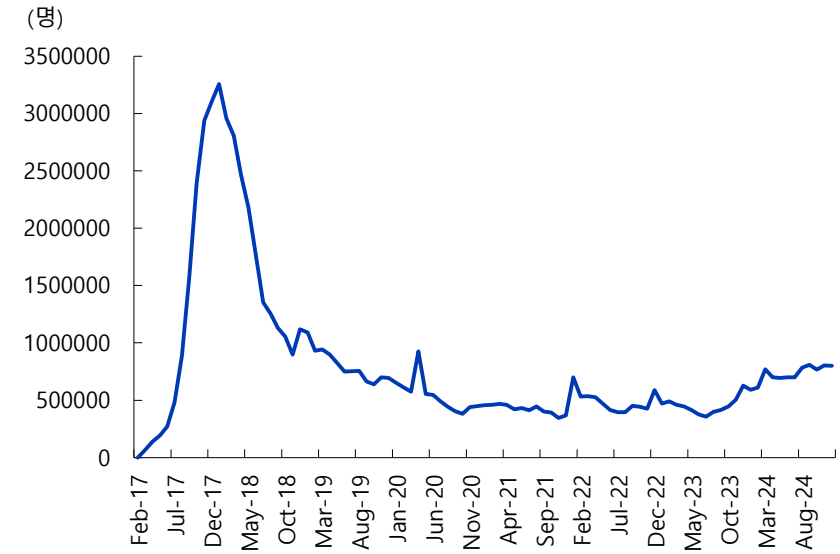
자료: 넥슨, 교보증권 리서치센터

# 크래프톤의 Big

- 크래프톤은 PUBG IP의 팬덤을 강화하여 IP의 근간인 PC버전 트래픽을 지속 향상시키고 고관여 유저를 대상으로 한 Monetization도 성공하고 있음. Steam을 중심으로 한 트래픽이 완만한 상승 추세를 지속하는 동시에, 고관여 Core 팬층을 대상으로는 ARPPU를 높게 가져갈 수 있는 업데이트를 준비중으로 2025년에도 트래픽과 ARPPU의 동시 상승에 따른 PC 매출 성장 기대. 캐주얼한 플레이가 이루어지는 모바일 PUBG(PUBG 모바일, BGMI, 화평정영)에서의 매출 역시 팬층을 지속 확대하는 동시에 인도, 중동 지역 등으로 확장하여 높은 수익 성장을 이어오고 있음.
- 이에 동사는 PUBG IP 프랜차이즈화를 본격적으로 준비하고 있으며, ① PUBG PC 버전 언리얼엔진 5 업그레이드(2026년 예상), ② 싱글모드 플레이 버전 개발, ③ PUBG IP 기반 하이퍼캐주얼 모바일 게임 개발, ④ 콘솔 전용 PUBG IP 게임의 별도 출시 등을 계획중.

**크래프톤 중장기 전략 방향성**

**크래프톤 PUBG Steam 최고동시접속자 수 추이**




자료: 크래프톤, SteamDB, 교보증권 리서치센터

# 크래프톤의 Little

- 크래프톤은 가장 중요한 PUBG 외에도, 파이프라인을 다변화해 지속적인 성장 동력을 확보하려는 노력을 지속중. 1) 구체적으로는 게임 스튜디오 및 글로벌 인재 확보 투자를 통한 자체 신작 개발, 2) 2nd party publishing 등을 통해 다변화.
- 2024년이 Big에 해당하는, PUBG IP의 성장이 대형 맵 출시와 적극적인 콜라보레이션을 통해 큰 폭의 이익 성장으로 이어진 해라면 2025년은 Little에 해당하는, PUBG IP외의 신작 출시가 본격적으로 재개되는 해. 대표적으로 인조이(심즈와 유사한 라이프 시뮬레이션), 서브노티카2(해양 어드벤처), 딩컴 투게더(동물의 숲과 유사한 모바일/PC 라이프 시뮬레이션), 다크앤다커 모바일(모바일 익스트랙션 RPG) 등이 25년 출시 예정.
- 2백만 명 이상의 유저를 끌어모을 수 있는 게임을 찾아내, 7백만 명 이상으로 Scale-Up할 수 있는 프로젝트를 지속적으로 시도하는 것이 동사의 목표.

**인조이 (2025년 3월 28일 얼리억세스 예정)**

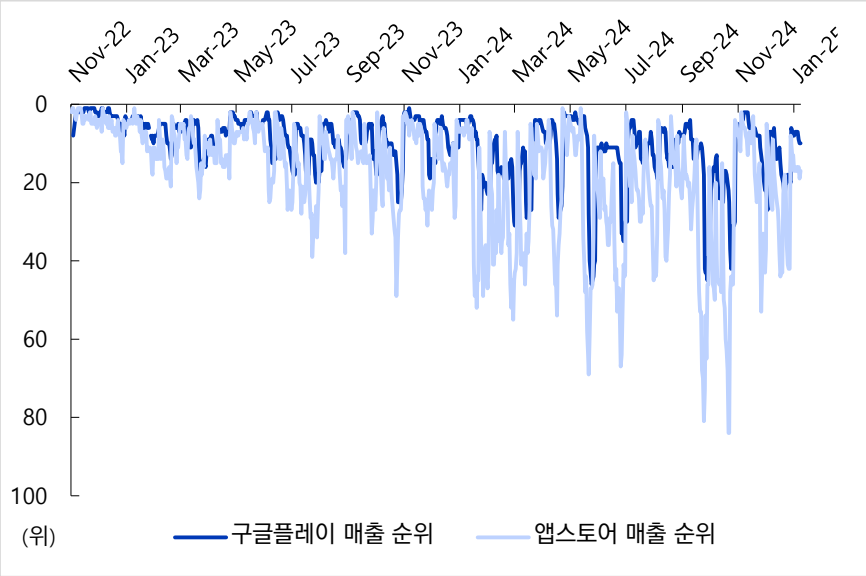
**서브노티카2 (2025년 얼리억세스 예정)**

자료: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

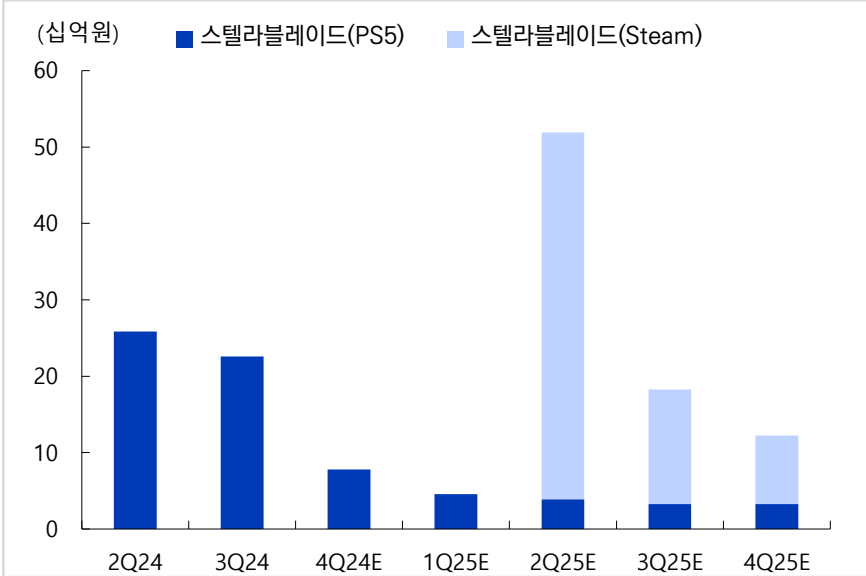
# 시프트업의 IP 프랜차이즈화: Big을 늘려가는 단계

- 시프트업은 꾸준한 성과 지표를 기록하고 있는 '니케'를 시작으로 2024년 2분기 출시(PS5)한 '스텔라 블레이드'도 4Q24 기준 누적 판매량 150만 장을 넘기며 2개 연속 신규 IP 글로벌 히트를 달성하였음. 니케는 서브컬처 종주국인 일본에서 업데이트 시마다 성과를 보이고 있다는 점이 고무적이며, 4Q24 2주년 업데이트와 1월 진행한 신년 이벤트도 성공적으로 2025년은 기존 서비스 하고 있던 글로벌 니케(중국 외) 매출이 YoY flat 수준을 기록할 수 있을 것으로 전망. 2025년 10월 판호를 발급받아 2Q25 출시할 것으로 예상되는 중국에서도 검열 및 VPN 관련 우려가 있지만 니케의 글로벌 IP 파워와 텐센트의 퍼블리싱 경험(기존 글로벌 지역에서도 텐센트가 퍼블리싱 진행)을 고려시 유의미한 성장 동력으로 작용할 것으로 전망. 스텔라 블레이드는 2Q24 출시 이후에도 PS5에서의 지속적인 업데이트 및 DLC 출시를 통해 잠재적 수요층을 확대해왔으며, 이를 바탕으로 Steam 출시(2Q25 예상)시에는 PS5보다 더 큰 매출 성과를 기록할 수 있을 것으로 전망. 다음 IP인 Project Witches의 경우 1H25 내 구체적인 게임성 등이 소통될 것으로 상반기 내 주가 상승 모멘텀이 풍부한 것으로 판단.

**니케 일본 앱스토어 및 구글플레이 매출 순위 추이**




**스텔라 블레이드 분기별 매출 추이 및 전망 추정치**




자료: 모바일인덱스, 시프트업, 교보증권 리서치센터.

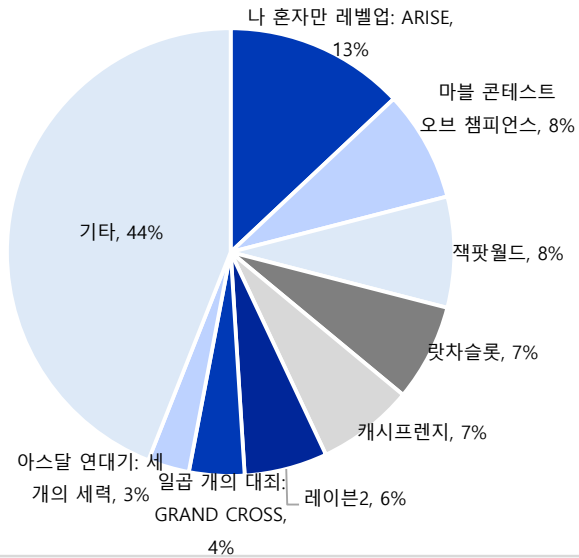
# 넷마블의 Bittles

- 넷마블은 국내 상장 게임사 중 이례적으로 애니메이션(ex 일곱개의 대죄), 웹툰(ex 나 혼자만 레벨업), 코믹스(ex MARVEL), 영화(ex 해리 포터) 등 외부 IP의 게임화에 있어 다수 성공 사례를 보유. 다변화된 지역, 장르, IP 구성으로 소수 게임에 대한 의존도가 낮은 것이 특징이며 2025년도 자체 IP(몬스터 길들이기, 세븐나이츠 등) 및 외부 IP(왕좌의 게임, 일곱개의 대죄 등)를 모두 활용한 신작 라인업을 출시하여 또 한 차례의 영업이익 성장이 가능할 것으로 전망.
- '일곱개의 대죄: Origin' 및 '나 혼자만 레벨업: ARISE'를 통해 모바일 플랫폼 기반의 강점을 보였던 동사는 콘솔 플랫폼에서도 일부 성과를 보여줄 수 있을 것으로 전망하며, 2025년 신작 라인업 중 '킹 오브 파이터 AFK'를 제외한 라인업이 PC/모바일 동시 출시될 예정. PC 매출(자체 런처 활용) 비중 확대에 따라 2024년과 같은 지급수수료율 개선이 가능할 것으로 전망.

**2025년 넷마블 신작 출시 라인업**

| 시기 | 게임명 | 장르 | 지역 | 플랫폼 | 자체 IP/외부 IP |
|---|---|---|---|---|---|
| 1H25 | 킹 오브 파이터 AFK | 수집형 AFK RPG | 글로벌 | 모바일 | 외부 IP |
| | RF 온라인 넥스트 | MMORPG | 한국 | PC/모바일 | 자체 IP |
| | 왕좌의 게임: 킹스로드 | 오픈월드 액션 RPG | 글로벌 | PC/모바일 | 외부 IP |
| | 세븐나이츠 리버스 | 턴제 RPG | 글로벌 | PC/모바일 | 자체 IP |
| 2H25 | The RED: 피의 계승자 | MMORPG | 한국 | PC/모바일 | 자체 IP |
| | 일곱 개의 대죄: Origin | 오픈월드 RPG | 글로벌 | 모바일/PC/콘솔 | 외부 IP |
| | 몬길: STAR DIVE | 액션 RPG | 글로벌 | PC/모바일 | 자체 IP |
| | 데미스 리본 | 수집형 RPG | 글로벌 | PC/모바일 | 자체 IP |
| | 나 혼자만 레벨업: ARISE | 액션 RPG | 글로벌 | PC/콘솔 | 외부 IP |

**넷마블 3Q24 게임별 매출 비중**

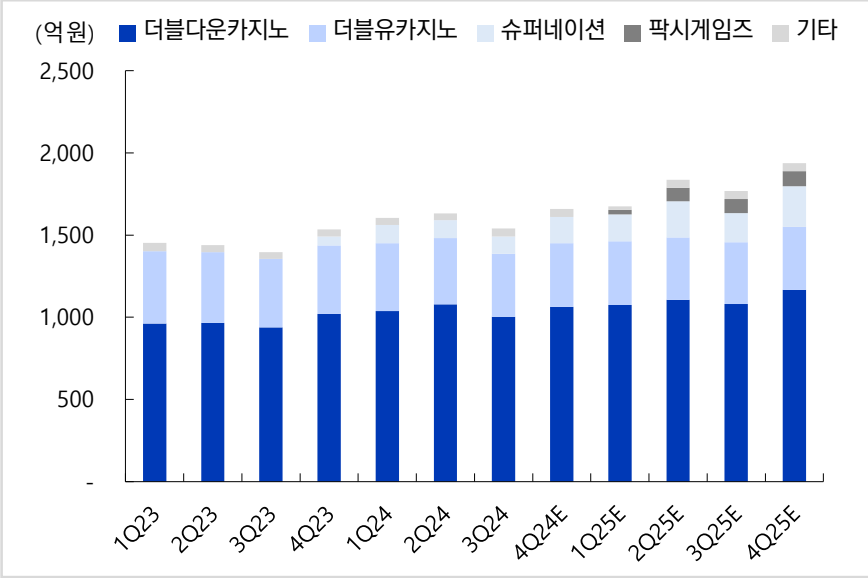



자료: 넷마블, 교보증권 리서치센터

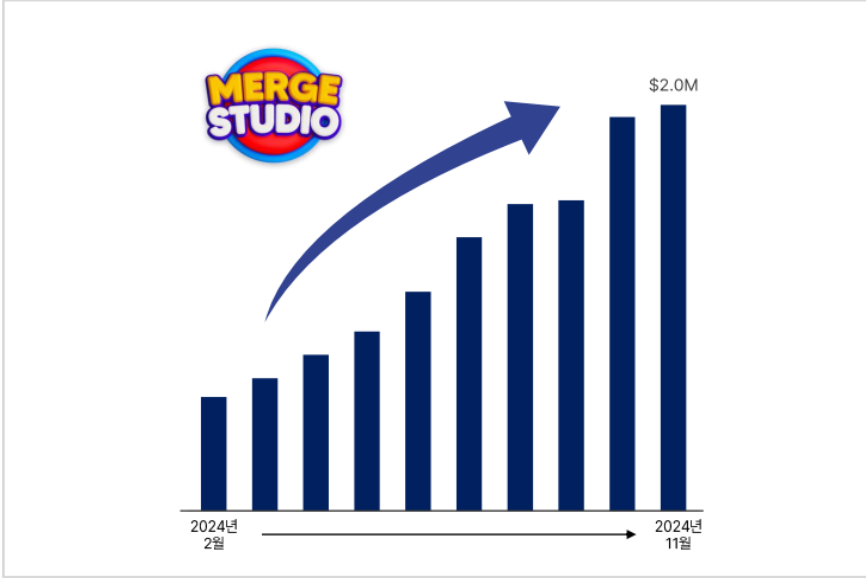
# 더블유게임즈의 확장: Live-ops 역량이 IP다

- 더블유게임즈는 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유게임즈)의 장기간 라이브 서비스를 통해서 Organic 매출 성장(2개 소셜카지노 라인업 3Q24 누적 매출 성장 YoY +4%)을 이끌어내고 있으며,마케팅 효율화를 통해 동기간 매출 대비 마케팅비 비율은 16.6%에서 10.7%로 -5.9%p 감소한 것이 고무적. 소셜카지노 영역에서 더블유게임즈의 라이브서비스 역량은 충분히 검증되었다고 판단. 4Q23부터는 Supernation 인수를 통해 이와 같은 운영 역량을 i-Gaming(온라인 카지노) 영역으로 확장해 2024년 YoY +10.5%의 전체 연결 매출 성장 예상. 2025년 마케팅 본격 집행을 통해 iGaming 매출은 2024년 대비 +67% 성장을 전망.
- 25년의 또 하나의 확장은 캐주얼 하위 장르인 Merge-2 게임에 강점을 가진 팍시게임즈 인수를 통해 이루어질 것으로 전망. 팍시게임즈가 개발한 머지 스튜디오는 최근 고성장중인 Merge-2(24년 IAP 기준 장르 매출 YoY +62%) 장르 내 다운로드 기준 4위를 기록하고 있으며 패션과 메이크오버 테마를 가미한 것이 특징. 22년 3월 출시 이후 24년 11월 기준 누적 매출액 2,800만 달러 및 다운로드 2,800만 건을 돌파하였으며, 더블유게임즈와 마찬가지로 데이터 기반의 라이브 오퍼레이션 역량이 강력하고 주 타겟 유저가 미국 지역 여성으로 인수 이후 크로스 마케팅 등 마케팅 효율성의 추가적인 제고가 가능할 것으로 전망.

### 더블유게임즈 구분별 매출 추이 및 전망




### 팍시게임즈 대표작 '머지 스튜디오' 월별 매출 추이




자료: 더블유게임즈, 팍시게임즈, 교보증권 리서치센터

# 게임 Part2

## Sweeney가 쏘아올린 작은 공

# Sweeney가 쏘아올린 작은 공

- 2024년 게임사들은 마케팅비, 인건비 등 통제 가능한 비용의 절감을 통해 이익 방어 시도가 이루어졌으며, 넷마블, 컴투스, 더블유게임즈, 데브시스터즈 등 일부 게임사들은 비용 구조 개선에 성공. 이와 같은 비용 통제 기조는 2025년에도 유지되거나, 엔씨소프트, 카카오게임즈 등 회사의 경우 인건비 감소 기조가 뚜렷해질 것으로 전망. 특히 인건비는 개발 과정 내 AI 활용 증대에 따라서 절감 기조가 뚜렷해질 것.
- 한편, 구글 플레이스토어와 애플 앱스토어에 지불하는 매출 대비 30%의 플랫폼 입점 수수료의 절감은 게임업계 전반의 이익률 상승으로 이어질 수 있음. 2023년 12월 11일, 에픽게임즈는 구글을 상대로 제기한 소송에서 승소. 글로벌 앱마켓 시장의 과점적 지위를 형성하고 있으며 자체 결제 시스템 이용을 의무화하고 최대 30%의 결제 수수료를 부과하는 정책을 시행했으나, 에픽게임즈는 이에 대해 반독점법 위반이라는 소송을 제기해 승소.

**Top 10 Public video game companies by revenue(4Q23)**

| | Company | Revenues | YoY |
|---|---|---|---|
| 1. | Tencent | $30,068.2M | |
| 2. | Sony | $18,304.5M | |
| 3. | Microsoft | $15,028.6M | |
| 4. | Apple | $14,577.9M | |
| 5. | NetEase | $10,656.5M | |
| 6. | Google | $8,340.2M | |
| 7. | Electronic Arts | $7,657.0M | |
| 8. | Nintendo | $6,449.9M | |
| 9. | Take-Two Interactive | $4,699.2M | |
| 10. | Nexon | $2,993.1M | |

**에픽게임즈 로고**

자료: Newzoo, 교보증권 리서치센터

# Sweeney가 쏘아올린 작은 공

- 에픽게임즈 대표 팀 스위니(Tim Sweeney)는 2010년대 중반부터 8%의 적정 퍼블리싱 수수료를 주장했으며, 2018년 PC 기반 퍼블리싱 스토어 론칭하여 12% 수수료 부과. 2020년 포트나이트에서 인앱 결제가 아닌 자체 결제 시스템으로 과금, 이에 구글과 애플은 포트나이트를 구글플레이, 앱스토어에서 퇴출.
- 2023년 12월 11일 안드로이드 마켓에서 게임 다운로드를 구글이 독점하는 것은 불법, 인앱결제액의 30% 수취도 반독점법 위반이라는 판결. 2024년 10월에는 미국 구글 플레이스토어에 외부 결제 허용 명령이 내려진 바 있음.
- 영국과 유럽연합에서도 이러한 흐름은 나타나고 있음. 2024년 3월 디지털시장법(Digital Markets Act)을 통해 빅테크 기업들이 시장 지배력 남용 방지 요청을 받아들이지 않을시 매출의 20% 벌금 부과 예고. 이에 따라 애플은 2024년 1월 유럽에서 수수료를 15~30%에서 10~17%로 인하하였으며, 앱스토어 외에서도 결제가 가능하도록 조치.

**포트나이트**

**유럽 Digital Markets Act**

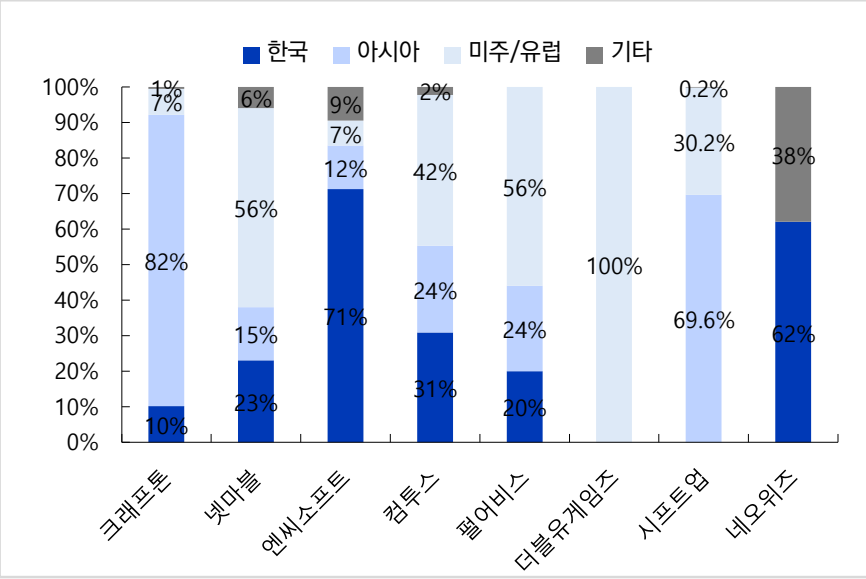
자료: 에픽게임즈, 교보증권 리서치센터

# Sweeney가 쏘아올린 작은 공

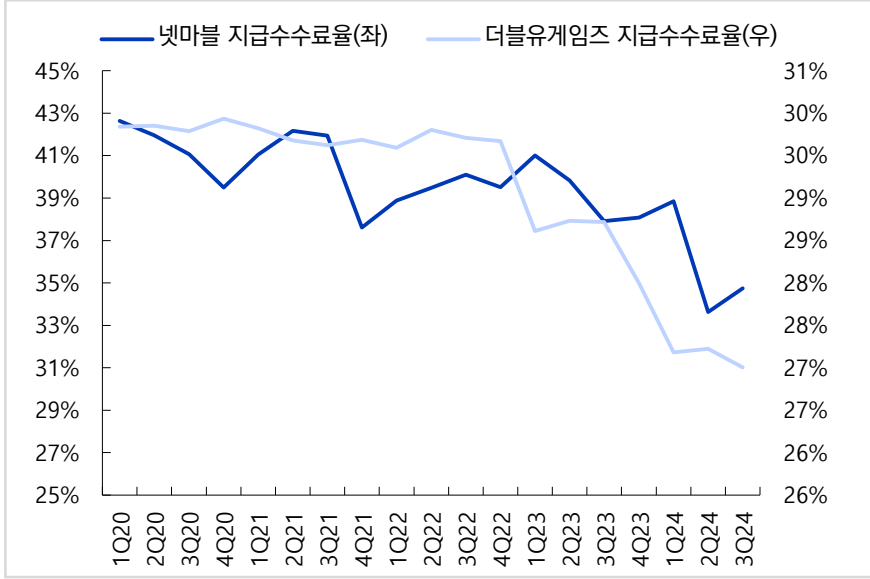
- 영국에서도 유사한 법안이, 일본에서도 스마트폰 소프트웨어 경쟁촉진법이 통과되며 각각 매출의 최대 20%, 30%를 벌금으로 부과 예고. 한국에서도 2021년 인앱결제강제금지법을 국회 통과하였으며 2023년 과징금 680억 부과한 사례가 있음.(아직 미집행). 이와 같은 흐름은 국내 게임사들 입장에서는 유럽, 미국의 모바일 매출 비중이 높은 게임사들(더블유게임즈, 넷마블, 컴투스, 시프트업)부터 수혜를 보게 될 것으로 전망함.

- 이와 별개로, 변동비인 플랫폼 수수료 비용을 줄이기 위해 제 3자결제, 혹은 DTC 결제를 통해서 앱 내부에서 결제하는 대신 자체 PC 런처나 웹사이트를 통해 결제하는 방식을 채택. 이 경우 PG 수수료 정도의 수수료만 지불하게 되며, 20% 이상의 차액 중 일부를 자체 런처에 대한 프로모션에 활용 가능해 게이머 입장에서도 해당 결제 방식에 대한 선회가 메리트가 있음. 국내사 중에서는 넥슨이 2023년부터 이를 시도했으며, 2024년부터 넷마블, 더블유게임즈가 해당 방식 사용중.

**국내 주요 게임사 지역별 매출 비중 (3Q24)**




**넷마블 및 더블유게임즈 매출 대비 지급수수료율 분기별 추이**




자료: Newzoo, 교보증권 리서치센터

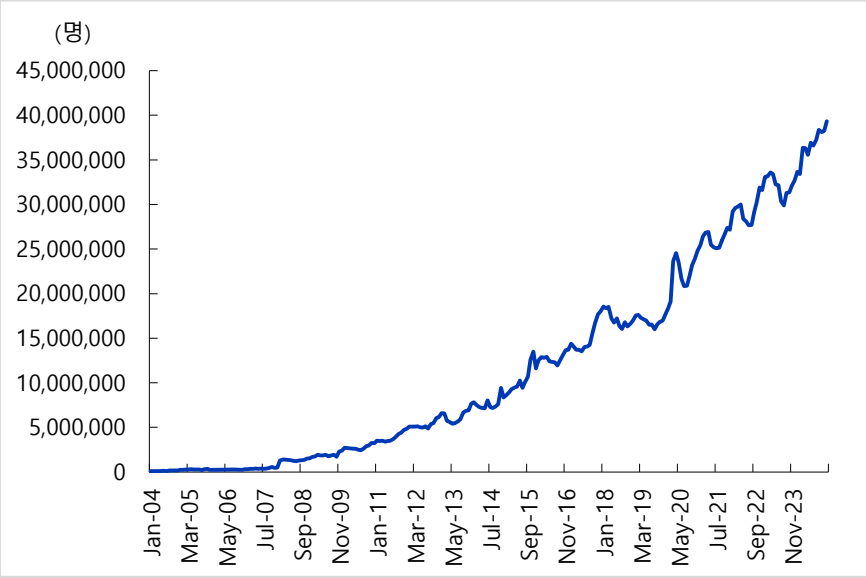
# 게임 Part 03

## PC/콘솔에서 계속되는 도전

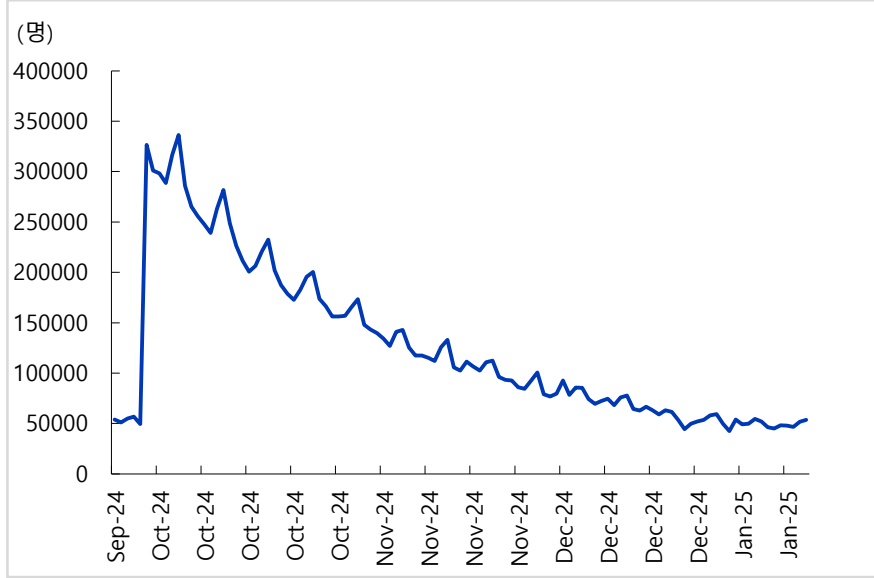
# PC/콘솔에서 계속되는 도전

- PC/콘솔 간 멀티 및 크로스 플랫폼 출시 경향이 짙어지면서, Steam 유저 저변은 지속 확대되고 있음. Steam 동시 접속자수는 24년 12월말 기준 YTD +20.4%, 5년 전 대비 YoY +123.4% 수준으로 연중에도 지속 상승세를 보임.
- 이와 같은 환경 속에서 PUBG, 퍼스트 디센던트, Throne and Liberty 등 국내 게임사 개발작들의 Steam에서의 히트도 2024년 들어 보이고 있음. 두드러지는 사례 중 하나는 국내 출시에서 좋은 성과를 보이지 못했던 엔씨소프트의 Throne and Liberty가 2024년 10월 글로벌 출시(아마존게임즈 퍼블리싱) 이후 32.6만명 수준의 동접자를 보이며 고무적인 초기 흥행 성과를 보여준 것. 이는 서구권에서 정통 PC MMORPG 장르의 가능성을 보여준 한편, 글로벌 진출 시 퍼블리셔의 중요성을 보여주기도 함. 한편, 국내를 포함한 모바일 게임 시장에서 글로벌 퍼블리셔 및 경량화된 방치형 게임이 주류화되는 가운데, Steam을 중심으로 한 PC/콘솔 시장이 한국 게임사들의 새로운 활로가 될 것으로 기대.

**Steam 동시접속자수 추이**




**Throne & Liberty 동시접속자수 추이**

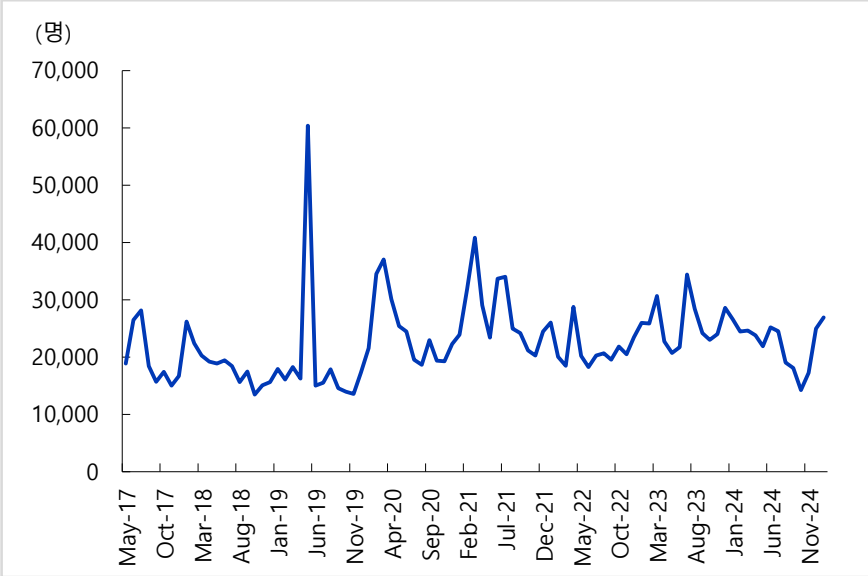



자료: SteamDB, 교보증권 리서치센터

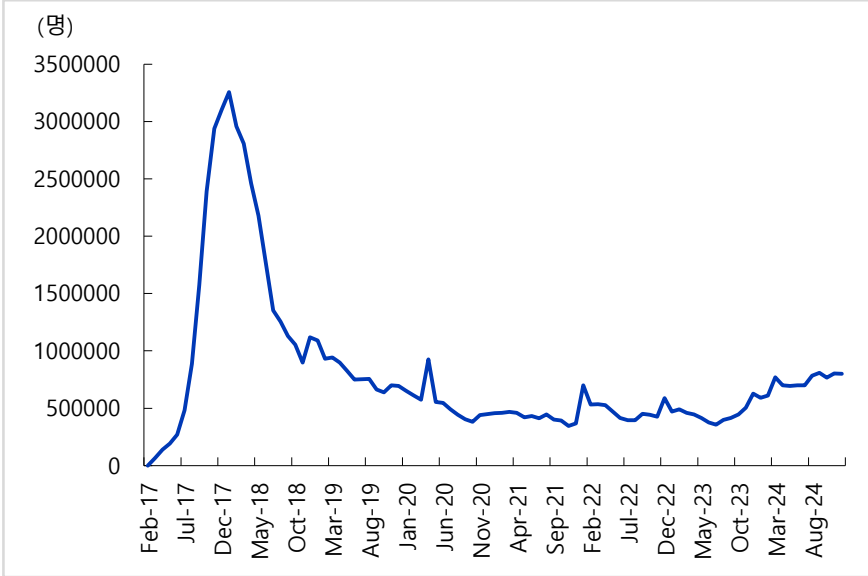
# PC/콘솔에서 계속되는 도전

- 엔씨소프트 Throne and Liberty의 동시접속자 수 추이가 MMORPG의 자연스러운 하향세를 보여주고 있고, 퍼스트디센던트(넥슨게임즈 개발, 넥슨 퍼블리싱) 역시 루터슈터 게임의 빠른 하향을 보여줌.
- 한편, 2024년 검은사막(펄어비스)과 PUBG(크래프톤)는 Steam에서 장기 라이브서비스를 성공적으로 하고 있는 사례. 검은사막의 경우 2024년에도 아침의 나라: 서울 업데이트를 하며 2만여명 내외의 동시접속자수를 유지하고 있음. 장르는 다르지만 검은사막과 붉은사막의 액션성과 그래픽이 일맥상통하는 경향이 있다는 점에서 이러한 꾸준한 수요는 액션 RPG로서 붉은 사막의 흥행 가능성을 일부 보여준다고 판단. PUBG의 경우 24년 12월 말 기준 77만명(YoY +27.4%)의 동시접속자수를 보여주며 놀라운 라이브서비스 역량을 보여주고 있음. 이는 Steam 생태계 전반의 확산과 더불어 리그오브레전드 등 MOBA 시장의 일부 위축 영향을 받았을 것으로 추정.

**검은사막 동시접속자수 추이**




**PUBG 동시접속자수 추이**




자료: SteamDB, 교보증권 리서치센터

# PC/콘솔에서 계속되는 도전

- G-Star 2024에서 돋보였던 게임들도 모바일보다는 PC/콘솔 기반의 AAA 게임들. 넥슨의 카잔(소울라이크 액션, 25년 3월 출시 예정), 펄어비스의 붉은사막(오픈월드 액션 어드벤처, 4Q25 출시 예상), 크래프톤의 인조이(심즈라이크 라이프 시뮬레이션, 2025년 3월 28일 얼리 억세스 예정) 등이 대표적. 모바일/PC 기반이지만 넷마블의 몬길: Star Dive도 스팀덱 기반으로 컨트롤을 강조한 보스 클리어 시연을 제공해 흥미로웠음.
- 카잔의 경우, 소울라이크 선형 액션 게임임에도 카툰렌더링을 채택해 독특한 질감을 표현했으며, 게임성에 있어서는 소울라이크 특유의 재미를 느낄 수 있어, 던전앤파이터 IP 기반임을 차치하고서라도 흥행 가능성이 높다고 판단. G-Star에서 붉은사막은 게임스컴에서 공개했던 보스 외 1종의 보스를 추가해 시연을 진행했으며, 자동 조준 등 컨트롤의 재미를 유지하면서도 게임스컴 대비 유저 친화적인 진보를 보여줌. 보스전 위주의 시연이었기에 오픈월드 직접 체험은 제한적이었지만, 높은 그래픽 수준과 물체와의 높은 상호작용 정도를 확인 가능.

**넥슨 던전앤파이터 IP 기반 '카잔'(소울라이크 액션) -25년 3월 출시**

**붉은사막 기믹 보스 돌멘게 플레이 장면 – 4Q25 출시 예상**

자료: 넥슨, 펄어비스, 교보증권 리서치센터

# PC/콘솔에서 계속되는 도전

- 크래프톤의 경우 심즈라이크 라이프 시뮬레이션 게임인 인조이의 시연을 2023년에 이어 2024년 지스타에서도 시행. 심즈는 누적 2억장이 판매된 장르이면서도 동일 장르 내 다른 성공작이 없는 게임. 인조이는 출시 전부터 UGC 제작을 통한 인플루언서들의 참여가 돋보인다는 점에서 성공 가능성이 있다고 판단. 군중/환경/사회적 실험에 대한 시뮬레이션 기술이 적용되었고, 온디바이스 딥러닝 AI를 통한 UGC 제작 지원 기술이 탑재되어 UGC 창작의 재미가 크게 두드러질 것으로 기대. 로컬 이미지로 3D 에셋을 쉽게 만들고 동영상으로 쉽게 모션캡처를 수행하는 등 게임 내 에셋 제작이 쉬워 크래프톤의 새로운 IP가 될 것으로 기대.
- 지스타 출품작은 아니지만 시프트업은 2024년 PS5 독점 출시했던 스텔라 블레이드를 2025년 Steam에서 출시할 예정. 스텔라 블레이드는 2Q24 출시 후 4Q24까지 누적 150만 장 이상 판매고를 올렸을 것으로 추정되며, 시즌 이벤트 및 니어오토마타 등 외부 IP와의 콜라보레이션 DLC 등을 발매하며 잠재적 팬층을 지속 확대하고 있음. 2025년 Steam 발매에서 PS5 대비 높은 성과가 기대되는 이유.

**인조이 (2024년 3월 28일 얼리 억세스 예정)**

**스텔라 블레이드 (2024년 PS5 출시, 2025년 Steam 출시 예정)**

자료: 크래프톤, 시프트업, 교보증권 리서치센터

# 기업분석

# NAVER (035420) : 이익 성장으로 증명할 AI 역량

**Buy** 유지
**TP 254,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 206,500원 |
| 액면가(원) | 100원 |
| 52주 최고가(보통주) | 230,000원 |
| 52주 최저가(보통주) | 155,000원 |
| KOSPI(01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ(01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 165억원 |
| 시가총액 | 327,172억원 |
| 발행주식수(보통주) | 15,844만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 69.5만주 |
| 평균거래대금(60일) | 1,425억원 |
| 외국인지분(보통주) | 47.36% |
| 주요주주 | 국민연금공단 8.44% |

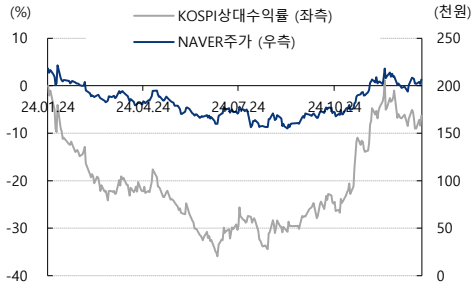
**▶ ADVoost 도입을 통한 광고 매출, 플러스스토어 별도 앱 런칭을 통한 커머스 매출 성장 제고 전망**

- 2025년 1) ADVoost 도입에 따라 광고 입찰/타겟팅 최적화와 광고 소재 제작 및 검색 광고 키워드 자동화를 통한 ROAS 개선(CPC 감소 + CTR 향상), 2) AI 브리핑 런칭으로 유저 집단 지성의 응축을 통한 지면 가치 상승, 3) 개인화 피드 지면 확대로 서치플랫폼(광고) 매출은 비우호적인 시장 상황에서도 2025년 YoY +8.8%(SA +7.8%, DA +10.9%) 성장 전망.
- 한편 커머스에 있어서는 1H25 1) 멤버십 및 2) 배송 강화, 3) 플러스스토어 별도 어플 출시를 통해 GMV YoY +10.3% 성장하며 시장 점유율의 확대가 가능할 것으로 전망. 멤버십 강화는 넷플릭스를 비롯한 외부 협력 강화와 공격적인 적립율 적용 등을 통해 거래액 성장을 이끌 것이며, 배송은 'N배송'으로의 리브랜딩 후 희망일배송, 새벽배송, 오늘배송 등 다변화된 배송 라인업 확대를 통한 물류 역량 확대를 통해 경쟁력 강화에 기여 예상.

**▶ 2025년 매출 11.8조원(YoY +10.1%), 영업이익 2.25조원(YoY +14.5%, OPM 19.1%) 기록 전망**

- 2025년은 인건비, 마케팅비의 절감보다는 동사의 코어 비즈니스인 광고+커머스+핀테크 부문의 매출 성장에 기인한 영업이익 성장(YoY +14.5%)과 OPM 개선(+0.7%p)을 전망. 아직 매출 비중이 약 5% 정도로 작지만 클라우드 부문에서 사우디아라비아 데이터인공지능청(SDAIA)과의 AI/클라우드/데이터센터/로봇 분야 협력 MOU와 공간지능 분야 수주 레퍼런스를 바탕으로 중동 지역 추가 B2G 수주가 이루어질 경우 영업이익 추정치 상향 및 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 전망.

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.7 | 17.1 | -10.0 |
| 상대주가 | -1.8 | 34.2 | -9.0 |

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 8,220 | 9,671 | 10,667 | 11,748 | 12,879 |
| YoY(%) | 20.6 | 17.6 | 10.3 | 10.1 | 9.6 |
| 영업이익(십억원) | 1,305 | 1,489 | 1,961 | 2,245 | 2,593 |
| OP마진(%) | 15.9 | 15.4 | 18.4 | 19.1 | 20.1 |
| 순이익(십억원) | 673 | 985 | 1,818 | 1,825 | 2,093 |
| EPS(원) | 4,634 | 6,180 | 10,872 | 11,236 | 12,886 |
| YoY(%) | -95.4 | 33.4 | 75.9 | 3.4 | 14.7 |
| PER(배) | 38.3 | 36.2 | 18.3 | 18.4 | 16.0 |
| PCR(배) | 14.0 | 15.7 | 9.4 | 9.6 | 8.7 |
| PBR(배) | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| EV/EBITDA(배) | 16.0 | 17.8 | 12.1 | 10.7 | 8.9 |
| ROE(%) | 3.3 | 4.4 | 7.4 | 7.1 | 7.6 |

# NAVER (035420) : 이익 성장으로 증명할 AI 역량

- 2025년 매출 11.8조원(YoY +10.1%), 영업이익 2.25조원(YoY +14.5%, OPM 19.1%) 기록 전망. 2025년은 인건비, 마케팅비의 절감보다는 동사의 코어 비즈니스인 광고+커머스+핀테크 부문의 매출 성장에 기인한 영업이익 성장(YoY +14.5%)과 OPM 개선(+0.7%p)을 전망.
- 2025년 1) ADVoost 도입에 따라 광고 입찰/타겟팅 최적화와 광고 소재 제작 및 검색 광고 키워드 자동화를 통한 ROAS 개선(CPC 감소 + CTR 향상), 2) AI 브리핑 런칭으로 유저 집단 지성의 응축을 통한 지면 가치 상승, 3) 개인화 피드 지면 확대로 서치플랫폼(광고) 매출은 비우호적인 시장 상황에서도 2025년 YoY +8.8%(SA +7.8%, DA +10.9%) 성장 전망.
- 한편 커머스에 있어서는 1H25 1) 멤버십 및 2) 배송 강화, 3) 플러스스토어 별도 어플 출시를 통해 GMV YoY +10.3% 성장하며 시장 점유율의 확대가 가능할 것으로 전망. 멤버십 강화는 넷플릭스를 비롯한 외부 협력 강화와 공격적인 적립율 적용 등을 통해 거래액 성장을 이끌 것이며, 배송은 'N배송'으로의 리브랜딩 후 희망일배송, 새벽배송, 오늘배송 등 다변화된 배송 라인업 확대를 통한 물류 역량 확대를 통해 경쟁력 강화에 기여 예상.

**NAVER 실적 추이 및 전망** (단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,280 | 2,408 | 2,445 | 2,537 | 2,526 | 2,611 | 2,716 | 2,815 | 2,767 | 2,916 | 2,987 | 3,079 | 8,220 | 9,671 | 10,667 | 11,748 |
| *성장률(YoY %)* | *23.6%* | *17.7%* | *18.9%* | *11.7%* | *10.8%* | *8.4%* | *11.1%* | *11.0%* | *9.5%* | *11.7%* | *10.0%* | *9.4%* | *20.6%* | *17.6%* | *10.3%* | *10.1%* |
| 서치플랫폼 | 852 | 910 | 899 | 928 | 905 | 978 | 998 | 1,030 | 999 | 1,077 | 1,070 | 1,111 | 3,568 | 3,589 | 3,912 | 4,257 |
| 검색 | 656 | 689 | 688 | 692 | 696 | 731 | 753 | 757 | 757 | 800 | 800 | 810 | 2,609 | 2,725 | 2,938 | 3,167 |
| 디스플레이 | 192 | 217 | 207 | 230 | 202 | 235 | 230 | 258 | 227 | 261 | 253 | 284 | 941 | 846 | 925 | 1,025 |
| 커머스 | 606 | 633 | 647 | 661 | 704 | 719 | 725 | 764 | 751 | 787 | 792 | 832 | 1,801 | 2,547 | 2,912 | 3,162 |
| 핀테크 | 318 | 340 | 341 | 356 | 354 | 369 | 385 | 402 | 404 | 417 | 428 | 448 | 1,187 | 1,355 | 1,509 | 1,697 |
| 컨텐츠 | 411 | 420 | 435 | 466 | 446 | 420 | 463 | 458 | 468 | 473 | 520 | 496 | 1,262 | 1,733 | 1,787 | 1,958 |
| 클라우드 | 93 | 105 | 124 | 126 | 117 | 125 | 145 | 161 | 144 | 163 | 176 | 192 | 403 | 447 | 547 | 675 |
| 영업비용 | 1,950 | 2,035 | 2,065 | 2,132 | 2,087 | 2,138 | 2,190 | 2,291 | 2,256 | 2,368 | 2,396 | 2,482 | 6,915 | 8,182 | 8,706 | 9,503 |
| 개발&운영 | 636 | 644 | 631 | 662 | 636 | 683 | 657 | 676 | 680 | 711 | 696 | 726 | 2,070 | 2,573 | 2,651 | 2,814 |
| 파트너 | 832 | 866 | 886 | 950 | 914 | 917 | 938 | 1,002 | 978 | 1,025 | 1,050 | 1,087 | 2,964 | 3,534 | 3,770 | 4,141 |
| 인프라 | 133 | 142 | 157 | 164 | 170 | 172 | 178 | 185 | 183 | 195 | 200 | 208 | 581 | 596 | 705 | 786 |
| 마케팅 | 350 | 383 | 390 | 357 | 368 | 367 | 417 | 428 | 415 | 437 | 450 | 461 | 1,301 | 1,480 | 1,579 | 1,763 |
| 영업이익 | 331 | 373 | 380 | 406 | 439 | 473 | 525 | 524 | 510 | 547 | 591 | 597 | 1,305 | 1,489 | 1,961 | 2,245 |
| *성장률(YoY %)* | *9.5%* | *10.9%* | *15.1%* | *20.5%* | *32.9%* | *26.8%* | *38.2%* | *29.2%* | *16.2%* | *15.8%* | *12.5%* | *13.9%* | *-1.6%* | *14.1%* | *31.7%* | *14.5%* |
| OPM(%) | 14.5% | 15.5% | 15.5% | 16.0% | 17.4% | 18.1% | 19.3% | 18.6% | 18.5% | 18.8% | 19.8% | 19.4% | 15.9% | 15.4% | 18.4% | 19.1% |
| 당기순이익 | 44 | 287 | 356 | 298 | 556 | 332 | 530 | 400 | 356 | 417 | 434 | 617 | 673 | 985 | 1,818 | 1,825 |
| NPM(%) | 1.9% | 11.9% | 14.6% | 11.8% | 22.0% | 12.7% | 19.5% | 14.2% | 12.9% | 14.3% | 14.5% | 20.0% | 8.2% | 10.2% | 17.0% | 15.5% |

출처: NAVER, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 8,220 | 9,671 | 10,667 | 11,748 | 12,879 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 8,220 | 9,671 | 10,667 | 11,748 | 12,879 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 6,915 | 8,182 | 8,706 | 9,503 | 10,286 |
| **영업이익** | 1,305 | 1,489 | 1,961 | 2,245 | 2,593 |
| 영업이익률 (%) | 15.9 | 15.4 | 18.4 | 19.1 | 20.1 |
| **EBITDA** | 1,866 | 2,071 | 2,553 | 2,863 | 3,232 |
| EBITDA Margin (%) | 22.7 | 21.4 | 23.9 | 24.4 | 25.1 |
| **영업외손익** | -221 | -7 | 422 | 125 | 125 |
| 관계기업손익 | 97 | 267 | 173 | 250 | 250 |
| 금융수익 | 679 | 603 | 563 | 563 | 563 |
| 금융비용 | -932 | -683 | -697 | -570 | -570 |
| 기타 | -65 | -195 | 383 | -118 | -118 |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,084 | 1,481 | 2,383 | 2,370 | 2,718 |
| 법인세비용 | 411 | 496 | 565 | 545 | 625 |
| 계속사업순손익 | 673 | 985 | 1,818 | 1,825 | 2,093 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 673 | 985 | 1,818 | 1,825 | 2,093 |
| 당기순이익률 (%) | 8.2 | 10.2 | 17.0 | 15.5 | 16.2 |
| **비지배지분순이익** | -87 | -27 | 53 | 0 | 0 |
| **지배지분순이익** | 760 | 1,012 | 1,766 | 1,825 | 2,093 |
| 지배순이익률 (%) | 9.2 | 10.5 | 16.6 | 15.5 | 16.2 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1,388 | -261 | -292 | -292 | -292 |
| **포괄순이익** | -715 | 724 | 1,526 | 1,533 | 1,801 |
| **비지배지분포괄이익** | -34 | -24 | -52 | -52 | -61 |
| **지배지분포괄이익** | -681 | 749 | 1,578 | 1,584 | 1,861 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 6,440 | 7,028 | 8,699 | 10,658 | 12,938 |
| 현금및현금성자산 | 2,724 | 3,576 | 5,191 | 6,930 | 8,845 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,515 | 1,706 | 2,038 | 2,440 | 2,925 |
| 재고자산 | 9 | 15 | 16 | 18 | 20 |
| 기타유동자산 | 2,191 | 1,731 | 1,454 | 1,270 | 1,147 |
| **비유동자산** | 27,459 | 28,710 | 28,456 | 28,278 | 28,080 |
| 유형자산 | 2,458 | 2,742 | 2,800 | 2,930 | 3,036 |
| 관계기업투자금 | 18,541 | 17,589 | 17,322 | 17,054 | 16,787 |
| 기타금융자산 | 3,803 | 3,642 | 3,642 | 3,642 | 3,642 |
| 기타비유동자산 | 2,658 | 4,737 | 4,692 | 4,651 | 4,614 |
| **자산총계** | 33,899 | 35,738 | 37,156 | 38,936 | 41,017 |
| **유동부채** | 5,481 | 6,306 | 5,704 | 5,394 | 5,097 |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,935 | 3,873 | 3,873 | 3,873 | 3,873 |
| 차입금 | 261 | 333 | -38 | -409 | -780 |
| 유동성채무 | 1,120 | 443 | 617 | 617 | 617 |
| 기타유동부채 | 1,164 | 1,657 | 1,252 | 1,313 | 1,387 |
| **비유동부채** | 4,968 | 5,194 | 5,559 | 5,933 | 6,315 |
| 차입금 | 328 | 994 | 1,212 | 1,430 | 1,648 |
| 사채 | 1,705 | 1,656 | 1,832 | 2,009 | 2,185 |
| 기타비유동부채 | 2,936 | 2,545 | 2,515 | 2,494 | 2,482 |
| **부채총계** | 10,449 | 11,500 | 11,263 | 11,327 | 11,413 |
| **지배지분** | 22,744 | 23,206 | 24,790 | 26,433 | 28,344 |
| 자본금 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 자본잉여금 | 1,556 | 1,243 | 1,243 | 1,243 | 1,243 |
| 이익잉여금 | 23,646 | 24,544 | 26,129 | 27,772 | 29,683 |
| 기타자본변동 | -840 | -607 | -607 | -607 | -607 |
| **비지배지분** | 706 | 1,032 | 1,102 | 1,175 | 1,260 |
| **자본총계** | 23,450 | 24,238 | 25,893 | 27,609 | 29,605 |
| 총차입금 | 4,760 | 4,648 | 4,784 | 4,753 | 4,729 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 1,453 | 2,002 | 2,651 | 2,603 | 2,889 |
| 당기순이익 | 673 | 985 | 1,818 | 1,825 | 2,093 |
| 비현금항목의 가감 | 1,318 | 1,327 | 1,437 | 1,328 | 1,386 |
| 감가상각비 | 519 | 528 | 541 | 570 | 594 |
| 외환손익 | 80 | -30 | -62 | -62 | -62 |
| 지분법평가손익 | -97 | -267 | -173 | -250 | -250 |
| 기타 | 816 | 1,096 | 1,131 | 1,069 | 1,103 |
| 자산부채의 증감 | 307 | 360 | -80 | -84 | -87 |
| 기타현금흐름 | -845 | -670 | -525 | -466 | -503 |
| **투자활동 현금흐름** | -1,216 | -950 | -1,173 | -1,366 | -1,428 |
| 투자자산 | 101 | 602 | 534 | 534 | 534 |
| 유형자산 | -701 | -641 | -600 | -700 | -700 |
| 기타 | -616 | -911 | -1,107 | -1,200 | -1,262 |
| **재무활동 현금흐름** | -339 | -110 | -55 | -230 | -230 |
| 단기차입금 | -219 | -371 | -371 | -371 | -371 |
| 사채 | 0 | 177 | 177 | 177 | 177 |
| 장기차입금 | 6 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -213 | -62 | -181 | -182 | -182 |
| 기타 | 87 | -71 | 102 | -71 | -71 |
| **현금의 증감** | -57 | 852 | 1,614 | 1,739 | 1,915 |
| 기초 현금 | 2,781 | 2,724 | 3,576 | 5,191 | 6,930 |
| 기말 현금 | 2,724 | 3,576 | 5,191 | 6,930 | 8,845 |
| NOPLAT | 810 | 990 | 1,496 | 1,729 | 1,997 |
| FCF | 978 | 1,291 | 1,409 | 1,563 | 1,849 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 4,634 | 6,180 | 10,872 | 11,236 | 12,886 |
| PER | 38.3 | 36.2 | 18.3 | 18.4 | 16.0 |
| BPS | 138,642 | 142,887 | 152,642 | 162,758 | 174,525 |
| PBR | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.3 | 1.2 |
| EBITDAPS | 11,372 | 12,644 | 15,722 | 17,631 | 19,902 |
| EV/EBITDA | 16.0 | 17.8 | 12.1 | 10.7 | 8.9 |
| SPS | 50,107 | 59,039 | 65,681 | 72,337 | 79,301 |
| PSR | 3.5 | 3.8 | 3.0 | 2.9 | 2.6 |
| CFPS | 5,962 | 7,884 | 8,674 | 9,622 | 11,385 |
| DPS | 914 | 1,205 | 1,205 | 1,205 | 1,205 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 20.6 | 17.6 | 10.3 | 10.1 | 9.6 |
| 영업이익 증가율 | -1.6 | 14.1 | 31.7 | 14.5 | 15.5 |
| 순이익 증가율 | -95.9 | 46.3 | 84.6 | 0.4 | 14.7 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 54.4 | 38.8 | 43.4 | 44.8 | 45.6 |
| ROA | 2.2 | 2.9 | 4.8 | 4.8 | 5.2 |
| ROE | 3.3 | 4.4 | 7.4 | 7.1 | 7.6 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 44.6 | 47.4 | 43.5 | 41.0 | 38.5 |
| 순차입금비율 | 14.0 | 13.0 | 12.9 | 12.2 | 11.5 |
| 이자보상배율 | 18.2 | 11.7 | 14.7 | 16.7 | 19.2 |

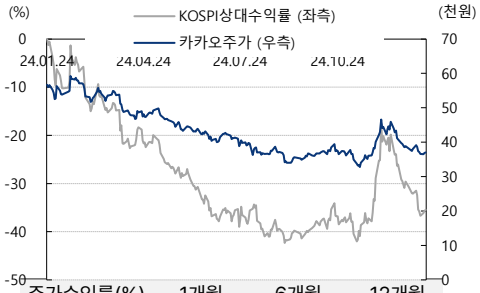

KYOBO research center 47

# 카카오 (035720) : 톡비즈 성장 개선 정도가 중요

**Buy** 유지
**TP 51,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 37,000원 |
| 액면가(원) | 100원 |
| 52주 최고가(보통주) | 61,100원 |
| 52주 최저가(보통주) | 32,800원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 445억원 |
| 시가총액 | 164,155억원 |
| 발행주식수(보통주) | 44,366만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 188.4만주 |
| 평균거래대금(60일) | 748억원 |
| 외국인지분(보통주) | 27.09% |
| 주요주주 | 김범수 외 92인 24.21% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -19.4 | -11.7 | -39.4 |
| 상대주가 | -19.5 | 1.2 | -38.7 |

### ▶ AI를 통한 채팅 이외의 탭 방문 맥락 확보가 이루어질 2025년

- 동사의 AI 서비스 도입은 1) Model Orchestration 기반 AI 에이전트인 '카나나'(별도 앱 출시), 2) 카카오톡 서비스 내 AI 서비스 도입을 통한 트래픽 및 체류시간 확대, 3) 카카오페이의 금융전문가 AI 서비스, 4) 카카오모빌리티의 AI 자율주행 택시 플랫폼 개발, 5) 헬스케어 영역에서 데이터 플랫폼의 형성 등으로 이루어지고 있음.
- 이 중 25년 연결 영업이익에 영향도가 큰 프로젝트는 카카오톡 내 AI 서비스 도입. 카카오톡은 채팅 앱 특성상 대부분 트래픽과 체류시간이 채팅 탭(2탭)에 집중되며, 이는 광고 및 커머스 매출 성장의 한계로 작용하는 부분. 프로필 탭(1탭), 오픈채팅탭(3탭), 쇼핑탭(4탭)에 방문하고 체류할 맥락을 AI 서비스를 통해 확보하는 것이 과제이며, 4Q24 도입된 개인화 AI 커머스 MD가 이러한 시도의 일환.
- 2025년 톡비즈 매출액 YoY +7.0% 성장을 전망(광고형 +7.9%, 거래형 +5.8%)하며, AI 서비스 도입 성과에 따른 2탭 외 탭들의 지면가치(트래픽 및 체류시간) 상승에 따라 톡비즈 매출 추정치 상향 가능성 존재.

### ▶ 2025년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 영업이익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망

- 25년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 영익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망. 톡비즈 및 AI를 통한 성장에 집중하는 개편을 시행함에 따라 25년 컨텐츠 매출액 성장(YoY +3.5%)은 제한되는 한편 톡비즈(YoY +7%) 및 페이/모빌리티를 포함한 플랫폼 기타(+17.7%) 등 플랫폼 매출은 YoY +10% 전망. 연간 +6.7%의 매출 성장 가운데, 보수적 채용 기조에 따른 제한적인 인건비 증가(YoY +1.1%)와 컨텐츠 매출 비중 감소에 따른 매출변동비율 감소(YoY -0.9%p)로 OPM은 YoY +1.2%p 개선 전망.

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 6,799 | 7,557 | 7,864 | 8,391 | 8,897 |
| YoY(%) | 15.0 | 11.2 | 4.1 | 6.7 | 6.0 |
| 영업이익(십억원) | 569 | 461 | 490 | 622 | 754 |
| OP마진(%) | 8.4 | 6.1 | 6.2 | 7.4 | 8.5 |
| 순이익(십억원) | 1,067 | -1,817 | 324 | 568 | 661 |
| EPS(원) | 3,049 | -2,276 | 834 | 1,217 | 1,417 |
| YoY(%) | -2.3 | 적전 | 흑전 | 45.9 | 16.4 |
| PER(배) | 17.4 | -23.9 | 45.8 | 30.4 | 26.1 |
| PCR(배) | 15.9 | 12.1 | 5.9 | 5.6 | 5.3 |
| PBR(배) | 2.4 | 2.5 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| EV/EBITDA(배) | 21.3 | 20.7 | 14.4 | 12.5 | 11.5 |
| ROE(%) | 13.6 | -10.3 | 3.7 | 5.2 | 5.8 |

# 카카오 (035720) : 톡비즈 성장 개선 정도가 중요

- 이 중 25년 연결 영업이익에 영향도가 큰 프로젝트는 카카오톡 내 AI 서비스 도입. 카카오톡은 채팅 앱 특성상 대부분 트래픽과 체류시간이 채팅 탭(2탭)에 집중되며, 이는 광고 및 커머스 매출 성장의 한계로 작용하는 부분. 프로필 탭(1탭), 오픈채팅탭(3탭), 쇼핑탭(4탭)에 방문하고 체류할 맥락을 AI 서비스를 통해 확보하는 것이 과제이며, 4Q24 도입된 개인화 AI 커머스 MD가 이러한 시도의 일환.
- 2025년 톡비즈 매출액 YoY +7.0% 성장을 전망(광고형 +7.9%, 거래형 +5.8%)하며, AI 서비스 도입 성과에 따른 2탭 외 탭들의 지면가치(트래픽 및 체류시간) 상승에 따라 톡비즈 매출 추정치 상향 가능성 존재.
- 25년 매출 8.4조원(YoY +6.7%), 영익 6,224억원(YoY +26.9%, OPM 7.4%) 기록 전망. 톡비즈 및 AI를 통한 성장에 집중하는 개편을 시행함에 따라 25년 컨텐츠 매출액 성장(YoY +3.5%)은 제한되는 한편 톡비즈(YoY +7%) 및 페이/모빌리티를 포함한 플랫폼 기타(+17.7%) 등 플랫폼 매출은 YoY +10% 전망. 연간 +6.7%의 매출 성장 가운데, 보수적 채용 기조에 따른 제한적인 인건비 증가(YoY +1.1%)와 컨텐츠 매출 비중 감소에 따른 매출변동비율 감소(YoY -0.9%p)로 OPM은 YoY +1.2%p 개선 전망.

**카카오 실적 추이 및 전망** **(단위: 십억원)**

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,623.8 | 1,923.3 | 2,011.5 | 1,998.5 | 1,988.4 | 2,004.9 | 1,921.4 | 1,949.7 | 1,951.4 | 2,056.1 | 2,147.6 | 2,236.0 | 6,799.0 | 7,557.0 | 7,864.4 | 8,391.0 |
| ***성장률(YoY %)*** | *2.7%* | *10.4%* | *12.9%* | *17.9%* | *22.5%* | *4.2%* | *-4.5%* | *-2.4%* | *-1.9%* | *2.6%* | *11.8%* | *14.7%* | *10.8%* | *11.1%* | *4.1%* | *6.7%* |
| **플랫폼부문** | 848.1 | 869.5 | 880.0 | 956.8 | 954.8 | 955.3 | 943.5 | 1,030.7 | 1,030.4 | 1,044.4 | 1,060.5 | 1,135.1 | 3,462.6 | 3,554.4 | 3,884.3 | 4,270.3 |
| **톡비즈** | 484.7 | 480.4 | 479.5 | 537.6 | 522.1 | 513.9 | 507.3 | 561.8 | 558.8 | 539.8 | 551.9 | 602.6 | 1,901.7 | 1,982.2 | 2,105.2 | 2,253.0 |
| **포털비즈** | 83.6 | 89.5 | 83.2 | 88.1 | 84.7 | 87.9 | 76.4 | 81.1 | 77.9 | 82.1 | 73.9 | 78.3 | 424.1 | 344.3 | 330.1 | 312.3 |
| 플랫폼 기타 | 279.8 | 299.6 | 317.3 | 331.2 | 348.0 | 353.5 | 359.8 | 387.8 | 393.8 | 422.4 | 434.7 | 454.1 | 1,136.8 | 1,227.9 | 1,449.0 | 1,705.0 |
| **콘텐츠부문** | 775.6 | 1,053.8 | 1,131.5 | 1,041.7 | 1,033.6 | 1,049.6 | 977.9 | 919.0 | 920.9 | 1,011.7 | 1,087.2 | 1,100.9 | 3,336.5 | 4,002.6 | 3,980.1 | 4,120.7 |
| **뮤직** | 232.0 | 480.7 | 513.3 | 497.9 | 468.2 | 510.9 | 470.9 | 469.5 | 463.5 | 522.8 | 538.7 | 533.4 | 894.1 | 1,723.9 | 1,919.5 | 2,058.4 |
| **스토리** | 228.6 | 231.0 | 249.1 | 213.4 | 227.0 | 215.7 | 218.7 | 208.2 | 218.1 | 211.4 | 221.2 | 211.2 | 920.9 | 922.1 | 869.6 | 861.8 |
| **게임** | 247.3 | 268.6 | 262.0 | 231.6 | 243.1 | 233.5 | 233.6 | 182.2 | 182.4 | 219.8 | 266.6 | 293.8 | 1,109.5 | 1,009.5 | 892.5 | 962.6 |
| **미디어** | 67.7 | 73.5 | 107.0 | 98.8 | 95.2 | 90.0 | 54.7 | 59.0 | 56.9 | 57.8 | 60.7 | 62.5 | 412.0 | 347.0 | 299.0 | 237.9 |
| **영업비용** | 1,561.2 | 1,810.2 | 1,887.2 | 1,837.6 | 1,868.1 | 1,870.9 | 1,790.9 | 1,844.0 | 1,834.6 | 1,919.1 | 1,986.7 | 2,028.3 | 6,229.7 | 7,096.1 | 7,373.9 | 7,768.6 |
| **인건비** | 448.0 | 472.4 | 467.5 | 472.3 | 479.0 | 480.6 | 459.0 | 466.8 | 474.8 | 473.2 | 473.2 | 485.4 | 1,701.0 | 1,860.2 | 1,885.4 | 1,906.5 |
| **매출연동비** | 642.4 | 780.4 | 849.4 | 714.2 | 819.9 | 796.8 | 747.7 | 740.9 | 741.5 | 801.9 | 841.9 | 849.7 | 2,654.4 | 2,986.4 | 3,105.3 | 3,234.9 |
| **외주인프라비** | 174.0 | 205.2 | 198.8 | 256.8 | 202.4 | 195.6 | 194.1 | 201.9 | 207.9 | 214.2 | 222.8 | 231.7 | 684.4 | 834.9 | 794.0 | 876.5 |
| **마케팅비** | 97.0 | 100.4 | 104.5 | 103.9 | 89.3 | 108.2 | 105.5 | 126.7 | 113.1 | 121.9 | 130.5 | 132.6 | 417.2 | 405.8 | 429.7 | 498.1 |
| **상각비** | 150.3 | 192.2 | 198.4 | 210.1 | 197.8 | 207.3 | 210.7 | 212.8 | 219.2 | 225.7 | 232.5 | 239.5 | 580.4 | 750.9 | 828.6 | 916.9 |
| **기타** | 49.6 | 59.6 | 68.6 | 80.2 | 79.7 | 82.5 | 73.9 | 94.9 | 78.1 | 82.2 | 85.9 | 89.4 | 192.4 | 258.0 | 331.0 | 335.6 |
| **영업이익** | 62.6 | 113.1 | 124.3 | 160.9 | 120.3 | 134.0 | 130.5 | 105.7 | 116.7 | 137.0 | 160.9 | 207.7 | 569.4 | 460.9 | 490.5 | 622.4 |
| ***성장률(YoY %)*** | *-58.6%* | *-33.5%* | *-16.4%* | *61.4%* | *92.2%* | *18.5%* | *5.0%* | *-34.3%* | *-2.9%* | *2.3%* | *23.3%* | *96.5%* | *-4.3%* | *-19.1%* | *6.4%* | *26.9%* |
| **OPM(%)** | 3.9% | 5.9% | 6.2% | 8.0% | 6.0% | 6.7% | 6.8% | 5.4% | 6.0% | 6.7% | 7.5% | 9.3% | 8.4% | 6.1% | 6.2% | 7.4% |
| **지배주주순익** | 22.2 | 55.9 | 20.9 | -1,111.5 | 73.7 | 101.3 | 105.8 | 90.6 | 97.3 | 119.2 | 189.0 | 162.2 | 1,358.0 | -1,012.6 | 371.4 | 567.7 |
| **NPM(%)** | 1.4% | 2.9% | 1.0% | -55.6% | 3.7% | 5.1% | 5.5% | 4.6% | 5.0% | 5.8% | 8.8% | 7.3% | 20.0% | -13.4% | 4.7% | 6.8% |

출처: 카카오, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 6,799 | 7,557 | 7,864 | 8,391 | 8,897 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 6,799 | 7,557 | 7,864 | 8,391 | 8,897 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 6,229 | 7,096 | 7,374 | 7,769 | 8,143 |
| **영업이익** | 569 | 461 | 490 | 622 | 754 |
| 영업이익률 (%) | 8.4 | 6.1 | 6.2 | 7.4 | 8.5 |
| **EBITDA** | 1,151 | 1,222 | 1,255 | 1,419 | 1,562 |
| EBITDA Margin (%) | 16.9 | 16.2 | 16.0 | 16.9 | 17.6 |
| **영업외손익** | 700 | -2,109 | 77 | 177 | 177 |
| 관계기업손익 | -58 | 4 | 66 | 66 | 66 |
| 금융수익 | 343 | 317 | 367 | 367 | 367 |
| 금융비용 | -488 | -308 | -332 | -332 | -332 |
| 기타 | 902 | -2,122 | -24 | 76 | 76 |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,269 | -1,648 | 568 | 800 | 931 |
| 법인세비용 | 202 | 168 | 244 | 232 | 270 |
| 계속사업순손익 | 1,067 | -1,817 | 324 | 568 | 661 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 1,067 | -1,817 | 324 | 568 | 661 |
| 당기순이익률 (%) | 15.7 | -24.0 | 4.1 | 6.8 | 7.4 |
| **비지배지분순이익** | -291 | -804 | -46 | 28 | 33 |
| **지배지분순이익** | 1,358 | -1,013 | 370 | 539 | 628 |
| 지배순이익률 (%) | 20.0 | -13.4 | 4.7 | 6.4 | 7.1 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1,730 | 102 | -35 | -35 | -35 |
| **포괄순이익** | -663 | -1,715 | 289 | 532 | 626 |
| **비지배지분포괄이익** | -400 | -831 | 140 | 258 | 303 |
| **지배지분포괄이익** | -262 | -884 | 149 | 274 | 322 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 7,756 | 8,943 | 9,590 | 10,421 | 11,392 |
| 현금및현금성자산 | 4,780 | 5,269 | 4,925 | 4,323 | 3,255 |
| 매출채권 및 기타채권 | 772 | 1,134 | 1,439 | 1,914 | 2,624 |
| 재고자산 | 160 | 139 | 144 | 154 | 163 |
| 기타유동자산 | 2,043 | 2,402 | 3,082 | 4,030 | 5,351 |
| **비유동자산** | 14,451 | 15,090 | 15,181 | 15,340 | 15,489 |
| 유형자산 | 885 | 1,322 | 1,390 | 1,492 | 1,554 |
| 관계기업투자금 | 2,652 | 2,941 | 3,191 | 3,441 | 3,690 |
| 기타금융자산 | 2,205 | 2,421 | 2,421 | 2,421 | 2,421 |
| 기타비유동자산 | 8,709 | 8,406 | 8,179 | 7,987 | 7,824 |
| **자산총계** | 22,964 | 25,180 | 25,918 | 26,908 | 28,028 |
| **유동부채** | 4,768 | 6,245 | 6,209 | 6,180 | 6,151 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,642 | 3,623 | 3,633 | 3,650 | 3,666 |
| 차입금 | 1,055 | 1,053 | 994 | 935 | 877 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 기타유동부채 | 2,071 | 1,570 | 1,580 | 1,593 | 1,606 |
| **비유동부채** | 3,798 | 3,737 | 4,024 | 4,315 | 4,610 |
| 차입금 | 616 | 846 | 1,045 | 1,244 | 1,443 |
| 사채 | 561 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 2,622 | 2,892 | 2,979 | 3,071 | 3,168 |
| **부채총계** | 9,448 | 11,321 | 11,572 | 11,834 | 12,101 |
| **지배지분** | 9,984 | 9,764 | 10,107 | 10,620 | 11,221 |
| 자본금 | 45 | 45 | 44 | 44 | 44 |
| 자본잉여금 | 8,116 | 8,840 | 8,840 | 8,840 | 8,840 |
| 이익잉여금 | 3,031 | 1,922 | 2,266 | 2,778 | 3,380 |
| 기타자본변동 | 41 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| **비지배지분** | 3,532 | 4,095 | 4,239 | 4,454 | 4,706 |
| **자본총계** | 13,516 | 13,859 | 14,346 | 15,074 | 15,927 |
| 총차입금 | 3,908 | 4,199 | 4,430 | 4,662 | 4,899 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 678 | 1,341 | 3,236 | 3,497 | 3,603 |
| 당기순이익 | 0 | 0 | 324 | 568 | 661 |
| 비현금항목의 가감 | 126 | 3,001 | 3,213 | 3,256 | 3,341 |
| 감가상각비 | 378 | 489 | 532 | 598 | 638 |
| 외환손익 | -40 | -2 | 6 | 6 | 6 |
| 지분법평가손익 | 58 | -4 | -66 | -66 | -66 |
| 기타 | -269 | 2,518 | 2,741 | 2,718 | 2,763 |
| 자산부채의 증감 | -460 | 248 | -72 | -87 | -86 |
| 기타현금흐름 | 1,012 | -1,908 | -228 | -239 | -312 |
| **투자활동 현금흐름** | -1,574 | -1,780 | -2,645 | -3,013 | -3,386 |
| 투자자산 | -482 | 406 | -9 | -9 | -9 |
| 유형자산 | -453 | -575 | -600 | -700 | -700 |
| 기타 | -640 | -1,611 | -2,036 | -2,303 | -2,676 |
| **재무활동 현금흐름** | 412 | 1,020 | 1,050 | 1,048 | 1,048 |
| 단기차입금 | -297 | -59 | -59 | -59 | -59 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 710 | 199 | 199 | 199 | 199 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -23 | -55 | -27 | -27 | -27 |
| 기타 | 22 | 934 | 937 | 934 | 934 |
| **현금의 증감** | -490 | 553 | -464 | -602 | -1,068 |
| 기초 현금 | 5,326 | 4,836 | 5,389 | 4,925 | 4,323 |
| 기말 현금 | 4,836 | 5,389 | 4,925 | 4,323 | 3,255 |
| NOPLAT | 479 | 508 | 280 | 442 | 535 |
| FCF | 147 | 941 | 372 | 451 | 557 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 3,049 | -2,276 | 834 | 1,217 | 1,417 |
| PER | 17.4 | -23.9 | 45.8 | 30.4 | 26.1 |
| BPS | 22,414 | 21,948 | 22,801 | 23,957 | 25,314 |
| PBR | 2.4 | 2.5 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| EBITDAPS | 2,583 | 2,746 | 2,826 | 3,201 | 3,523 |
| EV/EBITDA | 21.3 | 20.7 | 14.4 | 12.5 | 11.5 |
| SPS | 15,262 | 16,990 | 17,713 | 18,929 | 20,070 |
| PSR | 3.5 | 3.2 | 2.2 | 2.0 | 1.8 |
| CFPS | 330 | 2,117 | 838 | 1,017 | 1,257 |
| DPS | 60 | 61 | 61 | 61 | 61 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 15.0 | 11.2 | 4.1 | 6.7 | 6.0 |
| 영업이익 증가율 | -3.1 | -19.1 | 6.4 | 26.9 | 21.1 |
| 순이익 증가율 | -35.0 | 적전 | 흑전 | 75.1 | 16.4 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 10.4 | 11.1 | 6.2 | 9.2 | 10.1 |
| ROA | 5.9 | -4.2 | 1.4 | 2.0 | 2.3 |
| ROE | 13.6 | -10.3 | 3.7 | 5.2 | 5.8 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 69.9 | 81.7 | 80.7 | 78.5 | 76.0 |
| 순차입금비율 | 17.0 | 16.7 | 17.1 | 17.3 | 17.5 |
| 이자보상배율 | 5.2 | 2.8 | 2.5 | 3.1 | 3.6 |

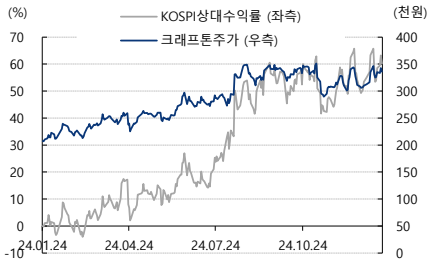

KYOBO research center 50

# 크래프톤 (259960) : PUBG의 지속 성장과 신작 출시 재개

**Buy** 유지
**TP 410,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 336,000원 |
| 액면가(원) | 100원 |
| 52주 최고가(보통주) | 351,000원 |
| 52주 최저가(보통주) | 184,500원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 49억원 |
| 시가총액 | 160,966억원 |
| 발행주식수(보통주) | 4,791만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 12.4만주 |
| 평균거래대금(60일) | 407억원 |
| 외국인지분(보통주) | 42.48% |
| 주요주주 | 장병규 외 32인 22.77% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.3 | 22.2 | 64.7 |
| 상대주가 | -1.4 | 40.0 | 66.6 |

**▶ PUBG IP는 25년에도 성장 지속. 향후 IP 프랜차이즈화 성공 가능성을 높이는 중.**

- PUBG(PC)는 SteamDB 기준 24년 12월 말 77만명(YoY +27.4%)의 동시접속자수를 기록하며 전분기와 유사한 트래픽을 기록했으며, 25년 1월에도 이를 유지하고 있음. 2025년은 트래픽의 완만한 상승 추세를 지속하는 동시에 Core 팬층을 대상으로는 ARPPU를 높힐 수 있는 업데이트를 통해 PUBG PC 매출 YoY +16.6% 전망. 향후 PUBG PC의 언리얼엔진 5 업그레이드, 싱글모드 플레이 개발, PUBG IP 기반 하이퍼캐주얼 모바일 게임 개발, 콘솔 별도 게임 개발 등 IP 프랜차이즈화 진행시 흥행 가능성을 높힐 수 있는 유저 경험을 축적하고 있는 것으로 판단.

**▶ 3월 28일 inZOI, 하반기 Subnautica2 등 출시를 통한 신규 성장 동력 확대**

- 25년 3월 28일 얼리억세스가 진행되는 inZOI(1월 14일 기준 steam 팔로워 15.9만 명, 위시리스트 6위)를 시작으로 동사의 신작 출시가 재개됨. inZOI는 유저들의 대기 수요와 인플루언서 바이럴 상황을 바탕으로 연간 157만 장 판매 추정. CES 2024에서 선보였듯 inZOI에는 생성형 AI를 활용해 사람처럼 생각하고 말하며 게이머와 소통할 수 있는 CPC(Co-Playable Character)의 요소 기능들이 적용. inZOI 외에도 2025년은 다크앤다커 모바일(1H24), Subnautica2(2H24 얼리억세스) 등 IP 다각화 시도가 이루어지는 시기.

**▶ 2025년 매출 3.07조원(YoY +12.5%), 영업이익 1.33조원(YoY +11.2%, OPM 43.3%) 기록 전망**

- 2025년 매출 3.07조원(YoY +12.5%), 영업이익 1.33조원(YoY +11.2%, OPM 43.3%) 기록 전망. PC 매출은 inZOI 출시와 PUBG PC 매출 증가로 YoY +25.2%, 모바일 매출은 PUBG 모바일의 안정적인 운영과 다크앤다커 모바일 출시로 YoY +4.4% 증가할 것으로 전망(24년에는 인센티브 매출이 인식되었음). 비용 측면에서는 신작 마케팅에 따른 마케팅비 집행 증가(YoY +38.6%)와 24년 대비 완만하지만 인력 충원 지속에 따른 인건비 YoY +14.1% 증가로 OPM은 YoY -0.5%p 감소 추정.

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 1,854 | 1,911 | 2,736 | 3,077 | 3,422 |
| YoY(%) | -1.7 | 3.1 | 43.2 | 12.5 | 11.2 |
| 영업이익(십억원) | 752 | 768 | 1,197 | 1,332 | 1,490 |
| OP마진(%) | 40.6 | 40.2 | 43.8 | 43.3 | 43.5 |
| 순이익(십억원) | 500 | 594 | 1,066 | 1,240 | 1,354 |
| EPS(원) | 10,194 | 12,221 | 22,074 | 25,645 | 27,996 |
| YoY(%) | -10.9 | 19.9 | 80.6 | 16.2 | 9.2 |
| PER(배) | 16.5 | 15.8 | 14.2 | 13.1 | 12.0 |
| PCR(배) | 9.6 | 10.3 | 8.4 | 7.4 | 7.0 |
| PBR(배) | 1.6 | 1.7 | 2.3 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA(배) | 6.2 | 7.3 | 8.9 | 8.3 | 6.9 |
| ROE(%) | 10.3 | 11.2 | 17.5 | 17.1 | 15.9 |

# 크래프톤 (259960) : PUBG의 지속 성장과 신작 출시 재개

- 2025년 매출 3.07조원(YoY +12.5%), 영업이익 1.33조원(YoY +11.2%, OPM 43.3%) 기록 전망. PC 매출은 inZOI 출시와 PUBG PC 매출 증가로 YoY +25.2%, 모바일 매출은 PUBG 모바일의 안정적인 운영과 다크앤다커 모바일 출시로 YoY +4.4% 증가할 것으로 전망(24년에는 인센티브 매출이 인식되었음). 비용 측면에서는 신작 마케팅에 따른 마케팅비 집행 증가(YoY +38.6%)와 24년 대비 완만하지만 인력 충원 지속에 따른 인건비 YoY +14.1% 증가로 OPM은 YoY -0.5%p 감소 추정.
- PUBG(PC)는 SteamDB 기준 24년 12월 말 77만명(YoY +27.4%)의 동시접속자수를 기록하며 전분기와 유사한 트래픽을 기록했으며, 25년 1월에도 이를 유지하고 있음. 2025년은 트래픽의 완만한 상승 추세를 지속하는 동시에 Core 팬층을 대상으로는 ARPPU를 높힐 수 있는 업데이트를 통해 PUBG PC 매출 YoY +16.6% 전망.
- 25년 3월 28일 얼리억세스가 진행되는 inZOI(1월 14일 기준 steam 팔로워 15.9만 명, 위시리스트 6위)를 시작으로 동사의 신작 출시가 재개됨. inZOI는 유저들의 대기 수요와 인플루언서 바이럴 상황을 바탕으로 연간 157만 장 판매 추정. inZOI 외에도 2025년은 다크앤다커 모바일(1H24), Subnautica2(2H24 얼리억세스) 등 IP 다각화 시도가 이루어지는 시기.

**크래프톤 실적 추이 및 전망** **(단위: 십억원)**

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 538.7 | 387.1 | 450.3 | 534.6 | 665.9 | 707.0 | 719.3 | 643.5 | 742.0 | 723.7 | 805.3 | 805.6 | 1,854.0 | 1,910.6 | 2,735.7 | 3,076.6 |
| *성장률(YoY %)* | *3.0%* | *-8.6%* | *3.8%* | *12.8%* | *23.6%* | *82.7%* | *59.7%* | *20.4%* | *11.4%* | *2.4%* | *12.0%* | *25.2%* | *-1.7%* | *3.1%* | *43.2%* | *12.5%* |
| PC | 178.5 | 117.0 | 121.3 | 167.1 | 243.7 | 191.3 | 274.3 | 208.4 | 282.1 | 266.7 | 311.5 | 288.6 | 465.0 | 583.9 | 917.7 | 1,148.8 |
| 모바일 | 348.2 | 244.9 | 309.1 | 342.7 | 402.3 | 499.9 | 425.4 | 414.7 | 439.3 | 436.1 | 472.6 | 470.5 | 1,252.8 | 1,244.8 | 1,742.3 | 1,818.5 |
| 콘솔 | 7.2 | 19.0 | 12.0 | 17.4 | 11.5 | 8.8 | 11.8 | 12.2 | 12.5 | 12.9 | 13.3 | 38.7 | 133.9 | 55.7 | 44.2 | 77.5 |
| 기타 | 4.8 | 6.1 | 7.9 | 7.4 | 8.5 | 7.0 | 7.8 | 8.2 | 8.1 | 8.0 | 7.9 | 7.8 | 32.2 | 26.2 | 31.4 | 31.8 |
| 영업비용 | 255.7 | 255.6 | 261.0 | 370.2 | 355.4 | 374.9 | 394.9 | 413.1 | 418.1 | 408.6 | 447.6 | 470.3 | 1,102.4 | 1,142.5 | 1,538.3 | 1,744.6 |
| 인건비 | 100.8 | 103.2 | 102.3 | 120.9 | 121.4 | 129.6 | 133.1 | 139.2 | 143.4 | 149.5 | 151.8 | 152.2 | 364.8 | 427.3 | 523.3 | 596.9 |
| 주식보상비용 | 10.0 | 9.1 | -19.8 | 28.3 | 42.1 | 35.2 | 14.5 | 25.0 | 25.3 | 25.5 | 25.8 | 26.0 | -63.6 | 27.6 | 116.9 | 102.5 |
| 지급수수료 | 61.6 | 70.6 | 64.9 | 61.9 | 61.3 | 76.4 | 80.4 | 98.3 | 86.2 | 88.5 | 101.3 | 104.1 | 325.3 | 258.9 | 316.5 | 380.1 |
| 앱수수료 | 46.7 | 32.2 | 59.9 | 87.9 | 85.9 | 77.5 | 101.1 | 81.3 | 93.8 | 91.0 | 104.5 | 102.4 | 207.1 | 226.8 | 345.8 | 391.6 |
| 마케팅비용 | 5.1 | 8.7 | 18.1 | 34.2 | 12.4 | 21.2 | 29.9 | 32.2 | 37.1 | 19.1 | 28.2 | 48.3 | 129.7 | 66.1 | 95.7 | 132.7 |
| 기타 | 31.4 | 31.9 | 35.6 | 36.9 | 32.3 | 34.9 | 35.9 | 37.1 | 32.4 | 35.0 | 36.1 | 37.3 | 139.1 | 135.9 | 140.1 | 140.8 |
| 영업이익 | 283.0 | 131.5 | 189.3 | 164.3 | 310.5 | 332.1 | 324.4 | 230.3 | 323.9 | 315.1 | 357.7 | 335.3 | 751.6 | 768.0 | 1,197.4 | 1,332.0 |
| *성장률(YoY %)* | *-10.1%* | *-20.7%* | *30.9%* | *30.3%* | *9.7%* | *152.6%* | *71.4%* | *40.2%* | *4.3%* | *-5.1%* | *10.3%* | *45.6%* | *15.5%* | *2.2%* | *55.9%* | *11.2%* |
| OPM(%) | 52.5% | 34.0% | 42.0% | 30.7% | 46.6% | 47.0% | 45.1% | 35.8% | 43.6% | 43.5% | 44.4% | 41.6% | 40.5% | 40.2% | 43.8% | 43.3% |
| 순이익 | 267.2 | 128.5 | 211.6 | -13.2 | 348.6 | 341.4 | 121.4 | 255.1 | 344.6 | 317.6 | 246.3 | 331.7 | 500.2 | 594.1 | 1,066.5 | 1,240.3 |
| NPM(%) | 49.6% | 33.2% | 47.0% | -2.5% | 52.4% | 48.3% | 16.9% | 39.6% | 46.4% | 43.9% | 30.6% | 41.2% | 27.0% | 31.1% | 39.0% | 40.3% |

출처: 크래프톤, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,854 | 1,911 | 2,736 | 3,077 | 3,422 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 1,854 | 1,911 | 2,736 | 3,077 | 3,422 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 1,102 | 1,143 | 1,538 | 1,745 | 1,932 |
| **영업이익** | 752 | 768 | 1,197 | 1,332 | 1,490 |
| 영업이익률 (%) | 40.5 | 40.2 | 43.8 | 43.3 | 43.5 |
| **EBITDA** | 859 | 876 | 1,281 | 1,399 | 1,543 |
| EBITDA Margin (%) | 46.3 | 45.9 | 46.8 | 45.5 | 45.1 |
| **영업외손익** | -68 | 61 | 278 | 391 | 391 |
| 관계기업손익 | -35 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 34 | 38 | 33 | 33 | 33 |
| 금융비용 | -8 | -9 | -9 | -9 | -9 |
| 기타 | -59 | 76 | 255 | 367 | 367 |
| 법인세비용차감전순손익 | 684 | 829 | 1,476 | 1,723 | 1,881 |
| 법인세비용 | 169 | 235 | 409 | 482 | 527 |
| 계속사업순손익 | 515 | 594 | 1,066 | 1,240 | 1,354 |
| 중단사업순손익 | -15 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 500 | 594 | 1,066 | 1,240 | 1,354 |
| 당기순이익률 (%) | 27.0 | 31.1 | 39.0 | 40.3 | 39.6 |
| **비지배지분순이익** | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| **지배지분순이익** | 500 | 595 | 1,068 | 1,240 | 1,354 |
| 지배순이익률 (%) | 27.0 | 31.2 | 39.0 | 40.3 | 39.6 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 36 | -1 | 19 | 19 | 19 |
| **포괄순이익** | 536 | 593 | 1,085 | 1,259 | 1,373 |
| **비지배지분포괄이익** | 0 | -1 | -2 | -2 | -2 |
| **지배지분포괄이익** | 536 | 594 | 1,087 | 1,261 | 1,375 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 3,893 | 3,964 | 4,886 | 5,944 | 6,976 |
| 현금및현금성자산 | 675 | 721 | 1,369 | 2,323 | 3,246 |
| 매출채권 및 기타채권 | 558 | 717 | 1,012 | 1,133 | 1,257 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 2,660 | 2,526 | 2,505 | 2,488 | 2,473 |
| **비유동자산** | 2,145 | 2,476 | 2,629 | 2,821 | 3,155 |
| 유형자산 | 223 | 257 | 199 | 155 | 122 |
| 관계기업투자금 | 425 | 571 | 803 | 1,035 | 1,267 |
| 기타금융자산 | 268 | 347 | 347 | 347 | 347 |
| 기타비유동자산 | 1,229 | 1,301 | 1,280 | 1,283 | 1,418 |
| **자산총계** | 6,038 | 6,440 | 7,514 | 8,764 | 10,131 |
| **유동부채** | 411 | 521 | 531 | 542 | 555 |
| 매입채무 및 기타채무 | 223 | 224 | 224 | 224 | 224 |
| 차입금 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 181 | 290 | 300 | 311 | 324 |
| **비유동부채** | 510 | 361 | 357 | 354 | 352 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 510 | 361 | 357 | 354 | 352 |
| **부채총계** | 921 | 882 | 887 | 895 | 907 |
| **지배지분** | 5,111 | 5,554 | 6,622 | 7,862 | 9,216 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 1,449 | 1,472 | 1,472 | 1,472 | 1,472 |
| 이익잉여금 | 3,468 | 3,895 | 4,963 | 6,203 | 7,557 |
| 기타자본변동 | 104 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| **비지배지분** | 5 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| **자본총계** | 5,116 | 5,559 | 6,627 | 7,869 | 9,224 |
| 총차입금 | 382 | 222 | 214 | 206 | 199 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 513 | 662 | 919 | 1,253 | 1,352 |
| 당기순이익 | 500 | 594 | 1,066 | 1,240 | 1,354 |
| 비현금항목의 가감 | 360 | 324 | 437 | 451 | 441 |
| 감가상각비 | 76 | 77 | 58 | 44 | 33 |
| 외환손익 | -34 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 29 | 43 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 290 | 213 | 379 | 407 | 408 |
| 자산부채의 증감 | -134 | -139 | -232 | -55 | -57 |
| 기타현금흐름 | -214 | -117 | -352 | -382 | -386 |
| **투자활동 현금흐름** | -2,863 | -394 | -190 | -194 | -196 |
| 투자자산 | -2,658 | -46 | -188 | -188 | -188 |
| 유형자산 | -27 | -34 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -178 | -313 | -3 | -6 | -9 |
| **재무활동 현금흐름** | -56 | -225 | -57 | -57 | -57 |
| 단기차입금 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -62 | -225 | -57 | -57 | -57 |
| **현금의 증감** | -2,345 | 46 | 648 | 955 | 923 |
| 기초 현금 | 3,019 | 675 | 721 | 1,369 | 2,323 |
| 기말 현금 | 675 | 721 | 1,369 | 2,323 | 3,246 |
| NOPLAT | 566 | 551 | 865 | 959 | 1,073 |
| FCF | 513 | 485 | 716 | 971 | 1,070 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 10,194 | 12,221 | 22,074 | 25,645 | 27,996 |
| PER | 16.5 | 15.8 | 14.2 | 13.1 | 12.0 |
| BPS | 104,137 | 114,849 | 136,919 | 162,564 | 190,560 |
| PBR | 1.6 | 1.7 | 2.3 | 2.1 | 1.8 |
| EBITDAPS | 17,509 | 17,982 | 26,486 | 28,920 | 31,914 |
| EV/EBITDA | 6.2 | 7.3 | 8.9 | 8.3 | 6.9 |
| SPS | 37,789 | 39,217 | 56,564 | 63,613 | 70,748 |
| PSR | 4.4 | 4.9 | 5.5 | 5.3 | 4.7 |
| CFPS | 10,450 | 9,952 | 14,812 | 20,071 | 22,119 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | -1.7 | 3.1 | 43.2 | 12.5 | 11.2 |
| 영업이익 증가율 | 15.5 | 2.2 | 55.9 | 11.2 | 11.9 |
| 순이익 증가율 | -3.8 | 18.8 | 79.5 | 16.3 | 9.2 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 44.9 | 43.2 | 66.8 | 67.2 | 72.0 |
| ROA | 8.5 | 9.5 | 15.3 | 15.2 | 14.3 |
| ROE | 10.3 | 11.2 | 17.5 | 17.1 | 15.9 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 18.0 | 15.9 | 13.4 | 11.4 | 9.8 |
| 순차입금비율 | 6.3 | 3.4 | 2.8 | 2.3 | 2.0 |
| 이자보상배율 | 99.2 | 86.2 | 134.4 | 149.5 | 167.2 |

KYOBO research center

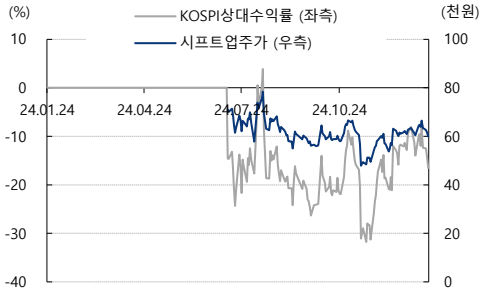
KYOBO research center 53

# 시프트업 (462870) : 또 한번의 이익 점프 기대

**Buy** 유지
**TP 80,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 59,900원 |
| 액면가(원) | 200원 |
| 52주 최고가(보통주) | 78,300원 |
| 52주 최저가(보통주) | 47,900원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 99억원 |
| 시가총액 | 34,942억원 |
| 발행주식수(보통주) | 5,833만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 18.9만주 |
| 평균거래대금(60일) | 118억원 |
| 외국인지분(보통주) | 2.28% |
| 주요주주 | 김형태 외 9인 43.17% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -5.1 | -16.1 | 0.0 |
| 상대주가 | -5.2 | -3.9 | 0.0 |

**▶ 니케: 검증된 IP를 기반으로 2Q25 중국 진출 준비**

- '니케'는 꾸준한 성과 지표를 기록. 일본을 포함한 글로벌 지역에서 업데이트 시마다 성과를 보이고 있으며, 4Q24 2주년 업데이트와 25년 1월 신년 이벤트도 성공적 진행. 니케 글로벌(중국 외) 매출은 25년 YoY flat 수준을 기록할 것으로 전망. 2Q25 출시 예상되는 니케(중국)은 검열 및 VPN 우려가 있지만 니케의 검증된 글로벌 IP 파워와 텐센트의 퍼블리싱 경험(기존 글로벌 지역도 텐센트가 퍼블리싱 진행) 고려시 성공 가능성이 높다고 판단.

**▶ 스텔라 블레이드: PS5보다 Steam에서 더 큰 성과 기대**

- 2Q24 PS5 독점 출시한 스텔라 블레이드는 4Q24말 기준 누적 판매량 150만 장을 넘긴 것으로 추정. PS5 출시 이후에도 지속적인 업데이트 및 DLC 출시를 통해 잠재적 팬층을 확대해왔으며, 이를 바탕으로 Steam 출시(2Q25 예상)시에는 PS5보다 더 큰 매출 성과를 기록할 것으로 전망.

**▶ 2025년 매출 3,121억원(YoY +44.8%), 영업이익 2,288억원(YoY +54.7%, OPM 73.3%) 기록 전망**

- 안정적인 라이브서비스를 기반으로 25년 니케 글로벌(중국 외) 매출은 1,528억원(YoY -1.6%) 기록 전망. 여기에 니케 (중국)은 684억원, 스텔라블레이드(Steam) 매출 720억원이 더해지며 매출은 3,121억원(YoY +44.8%) 전망. 비용 면에서는 'Project Witches' 등 개발을 위한 헤드카운트 증가와 인센티브 지급을 가정한 인건비 증가(+21.7%)보다 매출 증가가 빠르게 이루어지며 OPM은 YoY +4.7%p 증가 전망. 차기작 'Project Witches'에 대한 구체적인 게임성 등이 1H25 내 소통될 예정으로 상반기 모멘텀이 풍부한 것으로 판단.

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 65 | 169 | 216 | 312 | 354 |
| YoY(%) | 280.3 | 158.1 | 27.8 | 44.8 | 13.5 |
| 영업이익(십억원) | 22 | 111 | 148 | 229 | 263 |
| OP마진(%) | 33.8 | 65.7 | 68.5 | 73.4 | 74.3 |
| 순이익(십억원) | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| EPS(원) | 18,162 | 3,003 | 2,513 | 3,872 | 4,424 |
| YoY(%) | 흑전 | -83.5 | -16.3 | 54.1 | 14.2 |
| PER(배) | 0.0 | 0.0 | 25.2 | 15.5 | 13.5 |
| PCR(배) | 0.0 | 0.0 | 20.7 | 13.6 | 12.0 |
| PBR(배) | 0.0 | 0.0 | 10.4 | 6.0 | 4.2 |
| EV/EBITDA(배) | 0.0 | 0.0 | 23.4 | 13.6 | 11.0 |
| ROE(%) | 36.7 | 86.4 | 52.1 | 48.3 | 36.4 |

# 시프트업 (462870) : 또 한번의 이익 점프 기대

- 안정적인 라이브서비스를 기반으로 25년 니케 글로벌(중국 외) 매출은 1,528억원(YoY -1.6%) 기록 전망. 여기에 니케 (중국)은 684억원, 스텔라블레이드(Steam) 매출 720억원이 더해지며 매출은 3,121억원(YoY +44.8%) 전망. 2Q25 출시 예상되는 니케(중국)은 검열 및 VPN 우려가 있지만 니케의 검증된 글로벌 IP 파워와 텐센트의 퍼블리싱 경험(기존 글로벌 지역도 텐센트가 퍼블리싱 진행) 고려시 성공 가능성이 높다고 판단.
- 스텔라 블레이드는 PS5 출시 이후에도 지속적인 업데이트 및 DLC 출시(4Q25 누적 판매량 151만 장 추정)를 통해 잠재적 팬층을 확대해왔으며, 이를 바탕으로 Steam 출시(2Q25 예상)시에는 PS5보다 더 큰 매출 성과를 기록할 것으로 전망.
- 비용 면에서는 'Project Witches' 등 개발을 위한 헤드카운트 증가와 인센티브 지급을 가정한 인건비 증가(+21.7%)보다 매출 증가가 빠르게 이루어지며 OPM은 YoY +4.7%p 증가 전망.

**시프트업 실적 추이 및 전망** **(단위: 억원)**

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024F | 2025F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 374 | 652 | 580 | 549 | 385 | 1,041 | 850 | 845 | 1,686 | 2,155 | 3,121 |
| yoy | -16.8% | 65.4% | 50.9% | 19.9% | 3.1% | 59.7% | 46.5% | 53.9% | 158.1% | 27.8% | 44.8% |
| 니케(중국 외) | 365 | 385 | 342 | 462 | 330 | 352 | 382 | 464 | 1,635 | 1,554 | 1,528 |
| 니케(중국) | - | - | - | - | - | 160 | 276 | 248 | - | - | 684 |
| 스텔라블레이드(Playstation) | - | 259 | 226 | 78 | 46 | 39 | 33 | 33 | - | 562 | 150 |
| 스텔라블레이드(PC) | - | - | - | - | - | 480 | 150 | 90 | - | - | 720 |
| 기타 | 9 | 9 | 12 | 9 | 9 | 10 | 10 | 10 | 51 | 39 | 39 |
| 영업비용 | 114 | 201 | 224 | 136 | 143 | 229 | 148 | 314 | 575 | 676 | 833 |
| 인건비 | 91 | 171 | 191 | 102 | 111 | 186 | 107 | 272 | 467 | 555 | 675 |
| 변동비 | 7 | 9 | 8 | 9 | 6 | 16 | 13 | 13 | 48 | 33 | 48 |
| 고정비 | 16 | 21 | 25 | 25 | 26 | 27 | 28 | 29 | 61 | 88 | 110 |
| 영업이익 | 259 | 451 | 356 | 413 | 242 | 813 | 702 | 531 | 1,111 | 1,479 | 2,288 |
| OPM | 69.4% | 69.2% | 61.3% | 75.2% | 62.9% | 78.0% | 82.6% | 62.9% | 65.9% | 68.6% | 73.3% |
| 당기순이익 | 247 | 404 | 235 | 391 | 235 | 679 | 559 | 493 | 1,067 | 1,276 | 1,966 |
| NPM | 66.1% | 61.9% | 40.5% | 71.2% | 61.1% | 65.2% | 65.7% | 58.4% | 63.3% | 59.2% | 63.0% |

출처: 시프트업, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 65 | 169 | 216 | 312 | 354 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 65 | 169 | 216 | 312 | 354 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 43 | 58 | 68 | 83 | 91 |
| **영업이익** | 22 | 111 | 148 | 229 | 263 |
| 영업이익률 (%) | 34.0 | 65.9 | 68.6 | 73.3 | 74.3 |
| **EBITDA** | 23 | 114 | 149 | 229 | 263 |
| EBITDA Margin (%) | 35.8 | 67.4 | 69.0 | 73.4 | 74.3 |
| **영업외손익** | -2 | 3 | 9 | 12 | 12 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 1 | 2 | 5 | 5 | 5 |
| 금융비용 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 기타 | -2 | 2 | 5 | 8 | 8 |
| 법인세비용차감전순손익 | 20 | 114 | 157 | 240 | 275 |
| 법인세비용 | 0 | 8 | 29 | 44 | 50 |
| 계속사업순손익 | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| 당기순이익률 (%) | 31.2 | 63.3 | 59.2 | 63.0 | 63.4 |
| **비지배지분순이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **지배지분순이익** | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| 지배순이익률 (%) | 31.2 | 63.3 | 59.2 | 63.0 | 63.4 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **포괄순이익** | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| **비지배지분포괄이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **지배지분포괄이익** | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 70 | 177 | 306 | 503 | 727 |
| 현금및현금성자산 | 12 | 116 | 229 | 391 | 601 |
| 매출채권 및 기타채권 | 52 | 60 | 77 | 111 | 126 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동자산** | 5 | 27 | 26 | 26 | 25 |
| 유형자산 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타금융자산 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타비유동자산 | 3 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| **자산총계** | 74 | 204 | 332 | 528 | 753 |
| **유동부채** | 6 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 1 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| **비유동부채** | 2 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 2 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| **부채총계** | 8 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| **지배지분** | 66 | 181 | 309 | 505 | 730 |
| 자본금 | 1 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 자본잉여금 | 72 | 96 | 96 | 96 | 96 |
| 이익잉여금 | -7 | 71 | 199 | 395 | 620 |
| 기타자본변동 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| **비지배지분** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 66 | 181 | 309 | 505 | 730 |
| 총차입금 | 0 | 10 | 10 | 10 | 10 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | -22 | 100 | 111 | 162 | 209 |
| 당기순이익 | 20 | 107 | 128 | 197 | 225 |
| 비현금항목의 가감 | 3 | 14 | 29 | 42 | 46 |
| 감가상각비 | 1 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 1 | 1 | -3 | -3 | -3 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | 11 | 31 | 45 | 49 |
| 자산부채의 증감 | -46 | -10 | -18 | -36 | -17 |
| 기타현금흐름 | 0 | -10 | -27 | -41 | -45 |
| **투자활동 현금흐름** | 28 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 28 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| **재무활동 현금흐름** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **현금의 증감** | 6 | 104 | 113 | 163 | 210 |
| 기초 현금 | 0 | 0 | 116 | 229 | 391 |
| 기말 현금 | 6 | 104 | 229 | 391 | 601 |
| NOPLAT | 22 | 104 | 121 | 187 | 215 |
| FCF | -23 | 96 | 103 | 152 | 199 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 18,162 | 3,003 | 2,513 | 3,872 | 4,424 |
| PER | 0.0 | 0.0 | 25.2 | 15.5 | 13.5 |
| BPS | 40,713 | 3,568 | 6,079 | 9,952 | 14,376 |
| PBR | 0.0 | 0.0 | 10.4 | 6.0 | 4.2 |
| EBITDAPS | 14,474 | 2,272 | 2,930 | 4,513 | 5,184 |
| EV/EBITDA | 0.0 | 0.0 | 23.4 | 13.6 | 11.0 |
| SPS | 1,939 | 4,746 | 4,244 | 6,147 | 6,974 |
| PSR | 0.0 | 0.0 | 14.9 | 9.7 | 8.6 |
| CFPS | -14,136 | 1,911 | 2,032 | 2,984 | 3,915 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

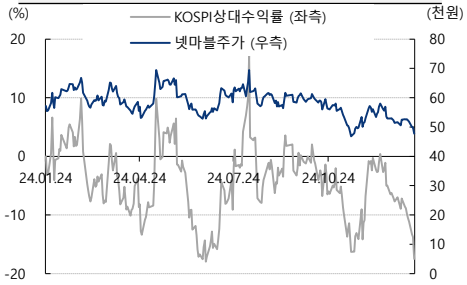
| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 280.3 | 158.1 | 27.8 | 44.8 | 13.5 |
| 영업이익 증가율 | 흑전 | 400.7 | 33.2 | 54.7 | 15.0 |
| 순이익 증가율 | 흑전 | 423.2 | 19.6 | 54.1 | 14.2 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 89.5 | 205.1 | 197.0 | 217.3 | 194.7 |
| ROA | 33.6 | 76.8 | 47.7 | 45.7 | 35.1 |
| ROE | 36.7 | 86.4 | 52.1 | 48.3 | 36.4 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 12.6 | 12.6 | 7.4 | 4.5 | 3.1 |
| 순차입금비율 | 0.0 | 4.8 | 3.0 | 1.9 | 1.3 |
| 이자보상배율 | 0.0 | 126.6 | 168.7 | 261.0 | 300.0 |

# 넷마블 (251270) : 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

**Buy** 유지
**TP 60,000원** 하향

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 47,700원 |
| 액면가(원) | 100원 |
| 52주 최고가(보통주) | 69,400원 |
| 52주 최저가(보통주) | 46,850원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 86억원 |
| 시가총액 | 41,000억원 |
| 발행주식수(보통주) | 8,595만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 8.4만주 |
| 평균거래대금(60일) | 44억원 |
| 외국인지분(보통주) | 26.12% |
| 주요주주 | 방준혁 외 13인 24.33% |

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -17.8 | -23.6 | -17.8 |
| 상대주가 | -17.8 | -12.4 | -16.8 |

### ▶ 다양한 내/외부 IP의 게임화에 성공

- 동사는 국내 상장 게임사 중 이례적으로 애니메이션, 웹툰, 코믹스, 영화 등 외부 IP의 게임화에 다수 성공 사례를 보유. 다변화된 지역, 장르, IP 구성으로 소수 게임에 대한 의존도가 낮으며 25년에도 자체 IP(몬스터 길들이기, 세븐나이츠 등) 및 외부 IP(왕좌의 게임, 일곱개의 대죄 등)을 활용한 신작 라인업을 출시하여 25년 YoY +10.8%의 영업이익 성장을 전망.

### ▶ 지급수수료율 추가 감소 전망

- 자체 PC 런처를 활용해 매출 대비 지급수수료율이 3Q24 누적 기준 35.5%로 전년동기비 -4%p 감소하였음. 2025년 신작 라인업 중 '킹 오브 파이터 AFK'를 제외한 라인업이 PC/모바일 동시 출시 예정으로, PC 매출(자체 런처 활용) 비중에 따라 추가적인 지급수수료율 하락(YoY -1.1%p)을 전망.

### ▶ 2025년 매출 2.68조원(YoY +2.0%), 영업이익 2,297억원(YoY +11.4%, OPM 8.6%) 기록 전망

- 기존작 매출 하향이 진행되고 있으나 기대작인 '왕좌의 게임: 킹스로드'(오픈월드 액션 RPG, 1H25), '일곱개의 대죄: origin'(오픈월드 RPG, 2H25), '몬길: STAR DIVE'(액션 RPG, 2H25)를 포함한 9종의 신작 출시를 통해 2025년 매출 2.68조원(YoY +2.0%)를 전망. 비용 측면에서는 효율적인 인건비(YoY +1%) 및 마케팅비(연간 매출 대비 18.1% 전망) 집행과 PC 매출 비중 증가에 따른 지급수수료율 감소로 OPM은 8.6%로 YoY +0.8%p 상승 전망.
- 목표주가 60,000원으로 -27% 하향조정. 25F 지배순이익 2,248억원에 글로벌 peer 게임사 25F PER 평균인 20배를 적용해 영업가치를 4.5조원, 자산가치를 1.59조원으로 산정해 SOTP Valuation을 적용함에 따름.

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 2,673 | 2,502 | 2,628 | 2,680 | 2,728 |
| YoY(%) | 6.6 | -6.4 | 5.0 | 2.0 | 1.8 |
| 영업이익(십억원) | -109 | -68 | 206 | 230 | 251 |
| OP마진(%) | -4.1 | -2.7 | 7.8 | 8.6 | 9.2 |
| 순이익(십억원) | -886 | -304 | 178 | 207 | 224 |
| EPS(원) | -9,531 | -2,975 | 2,291 | 2,614 | 2,833 |
| YoY(%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 14.1 | 8.4 |
| PER(배) | -6.3 | -19.5 | 22.6 | 18.2 | 16.8 |
| PCR(배) | 19.3 | 27.1 | 8.5 | 9.3 | 9.5 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 58.5 | 56.6 | 16.0 | 13.8 | 12.5 |
| ROE(%) | -14.6 | -4.9 | 3.9 | 4.2 | 4.4 |

# 넷마블(251270): 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

## 넷마블 실적 추이 및 전망

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 602.6 | 603.3 | 630.6 | 665.6 | 585.4 | 782.1 | 647.3 | 613.4 | 578.5 | 625.3 | 719.8 | 756.7 | 2,673.4 | 2,502.1 | 2,628.2 | 2,680.3 |
| *성장률(YoY %)* | *-4.6%* | *-8.7%* | *-9.2%* | *-3.1%* | *-2.9%* | *29.6%* | *2.6%* | *-7.8%* | *-1.2%* | *-20.0%* | *11.2%* | *23.4%* | *6.6%* | *-6.4%* | *5.0%* | *2.0%* |
| MCoC | 54.2 | 72.4 | 63.1 | 79.9 | 46.8 | 70.4 | 51.8 | 61.8 | 39.4 | 50.3 | 49.3 | 58.8 | 288.6 | 269.6 | 230.8 | 197.7 |
| 스핀엑스 3종 | 168.7 | 162.9 | 157.7 | 159.7 | 163.9 | 148.6 | 142.4 | 148.0 | 147.4 | 146.5 | 145.4 | 149.9 | 642.2 | 649.0 | 602.9 | 589.2 |
| 세븐나이츠 키우기 | - | - | 31.5 | 53.2 | 29.3 | 19.0 | 15.4 | 13.1 | 10.9 | 9.3 | 8.9 | 12.2 | - | 84.8 | 76.8 | 41.4 |
| 일곱개의 대죄 | 42.2 | 36.2 | 31.5 | 39.9 | 41.0 | 31.3 | 25.9 | 30.0 | 31.5 | 29.2 | 27.7 | 28.7 | 180.2 | 149.8 | 128.2 | 117.2 |
| 아스달 연대기 | - | - | - | - | - | 39.1 | 19.4 | 11.7 | 9.1 | 7.4 | 6.0 | 4.8 | - | - | 70.2 | 27.2 |
| 나 혼자만 레벨업 | - | - | - | - | - | 156.4 | 84.1 | 47.5 | 41.8 | 36.0 | 32.7 | 53.4 | - | - | 288.1 | 163.9 |
| 레이븐2 | - | - | - | - | - | 31.3 | 38.8 | 34.7 | 37.0 | 30.7 | 28.0 | 25.2 | - | - | 104.8 | 120.9 |
| 킹 아서: 레전드 라이즈 | - | - | - | - | - | - | - | 6.6 | 10.8 | 9.3 | 8.4 | 7.6 | - | - | 6.6 | 36.1 |
| 킹 오브 파이터 AFK | - | - | - | - | - | - | - | - | 12.0 | 12.7 | 10.9 | 9.9 | - | - | - | 45.5 |
| 왕좌의게임: 킹스로드 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 40.0 | 46.0 | 27.6 | - | - | - | 113.6 |
| 세븐나이츠 리버스 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 6.0 | 13.8 | 11.0 | - | - | - | 30.8 |
| RF 온라인 넥스트 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 18.0 | 33.1 | 19.9 | - | - | - | 71.0 |
| The RED: 피의 계승자 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 35.0 | 32.2 | - | - | - | 67.2 |
| 일곱 개의 대죄: Origin | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 44.0 | 60.7 | - | - | - | 104.7 |
| 몬길: STAR DIVE | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 10.0 | 32.2 | - | - | - | 42.2 |
| 데미스 리본 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 9.0 | - | - | - | 9.0 |
| 기타 | 337.5 | 331.8 | 346.8 | 332.8 | 304.4 | 286.0 | 262.2 | 260.0 | 238.6 | 229.8 | 220.6 | 213.6 | 1,562.5 | 1,348.9 | 1,112.7 | 902.6 |
| 영업비용 | 630.8 | 640.5 | 652.5 | 646.8 | 581.7 | 670.9 | 581.8 | 587.5 | 554.3 | 586.5 | 642.6 | 667.3 | 2,782.1 | 2,570.6 | 2,421.9 | 2,450.7 |
| 지급수수료 | 247.1 | 240.3 | 239.1 | 253.5 | 227.4 | 263.0 | 224.9 | 217.7 | 200.3 | 213.4 | 247.9 | 261.6 | 1,056.2 | 980.0 | 933.0 | 923.3 |
| 인건비 | 187.5 | 193.2 | 180.6 | 182.8 | 179.5 | 182.7 | 179.1 | 177.9 | 178.1 | 184.5 | 181.7 | 181.1 | 782.1 | 744.1 | 719.2 | 725.5 |
| 마케팅비 | 100.3 | 113.1 | 145.8 | 127.6 | 101.5 | 143.7 | 104.6 | 116.5 | 102.5 | 112.6 | 131.0 | 140.0 | 524.3 | 486.8 | 466.3 | 486.0 |
| 기타 | 47.6 | 45.9 | 40.6 | 40.2 | 34.3 | 41.6 | 35.9 | 34.9 | 32.4 | 34.6 | 40.3 | 42.4 | 187.1 | 174.3 | 146.7 | 149.8 |
| 감가상각비 | 48.3 | 48.0 | 46.4 | 42.7 | 39.0 | 39.9 | 37.3 | 40.5 | 40.9 | 41.3 | 41.7 | 42.1 | 232.4 | 185.4 | 156.7 | 166.1 |
| 영업이익 | - 28.2 | - 37.2 | - 21.9 | 18.8 | 3.7 | 111.2 | 65.5 | 25.8 | 24.2 | 38.9 | 77.2 | 89.4 | - 108.7 | - 68.5 | 206.2 | 229.7 |
| *성장률(YoY %)* | *적자지속* | *적자지속* | *적자지속* | *흑자전환* | *흑자전환* | *흑자전환* | *흑자전환* | *37.3%* | *555.3%* | *-65.0%* | *17.8%* | *246.1%* | *적자전환* | *적자지속* | *흑자전환* | *11.4%* |
| OPM(%) | -4.7% | -6.2% | -3.5% | 2.8% | 0.6% | 14.2% | 10.1% | 4.2% | 4.2% | 6.2% | 10.7% | 11.8% | -4.1% | -2.7% | 7.8% | 8.6% |
| 당기순이익 | - 45.8 | - 44.1 | - 28.4 | - 185.6 | - 9.9 | 162.3 | 20.6 | 4.9 | 17.1 | 51.7 | 64.0 | 74.0 | - 886.4 | - 303.9 | 177.9 | 206.8 |
| NPM(%) | *-7.6%* | *-7.3%* | *-4.5%* | *-27.9%* | *-1.7%* | *20.8%* | *3.2%* | *0.8%* | *3.0%* | *8.3%* | *8.9%* | *9.8%* | *-33.2%* | *-12.1%* | *6.8%* | *7.7%* |

출처: 넷마블, 교보증권 리서치센터

# 넷마블(251270): 9종의 신작 통한 이익 성장 기조 굳히기

## 넷마블 실적 추이 및 전망

| 부문 | 단위 | 25F | 가치 산정 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| **영업가치** | **십억원** | | **4,496** | |
| | 십억원 | 25F 지배순이익 | 224.8 | |
| | 배 | target PER | 20.0 | 글로벌 게임사 peer 25F PER 평균 |
| **지분가치** | | | **1,585** | |
| **코웨이** | **십억원** | **부문 가치** | **847** | |
| | 십억원 | 시가총액 | 5,624 | |
| | % | 지분율 | 25.1% | |
| | % | 할인율 | 40% | 40% 할인 |
| **하이브** | **십억원** | **부문 가치** | **524** | |
| | 십억원 | 시가총액 | 9,247 | |
| | % | 지분율 | 9.4% | |
| | % | 할인율 | 40% | 40% 할인 |
| **엔씨소프트** | **십억원** | **지분 가치** | **214** | |
| | 십억원 | 시가총액 | 4,022 | |
| | % | 지분율 | 8.9% | |
| | % | 할인율 | 40% | 40% 할인 |
| **순차입금** | | | **-917** | |
| **적정시가총액** | **십억원** | | **5,165** | |
| **발행주식수** | 천 주 | | 85,954 | |
| **적정주가** | 원 | | 60,087 | |
| **목표주가** | **원** | | **60,000** | |
| **현재주가** | 원 | | 47,700 | |
| **상승여력** | **%** | | **25.8%** | |

출처: 넷마블, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 2,673 | 2,502 | 2,628 | 2,680 | 2,728 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 2,673 | 2,502 | 2,628 | 2,680 | 2,728 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 2,782 | 2,571 | 2,422 | 2,451 | 2,477 |
| **영업이익** | -109 | -68 | 206 | 230 | 251 |
| 영업이익률 (%) | -4.1 | -2.7 | 7.8 | 8.6 | 9.2 |
| **EBITDA** | 124 | 117 | 357 | 360 | 365 |
| EBITDA Margin (%) | 4.6 | 4.7 | 13.6 | 13.4 | 13.4 |
| **영업외손익** | -833 | -90 | 60 | 29 | 29 |
| 관계기업손익 | 80 | 113 | 135 | 135 | 135 |
| 금융수익 | 327 | 73 | 65 | 65 | 65 |
| 금융비용 | -476 | -262 | -229 | -229 | -229 |
| 기타 | -765 | -14 | 90 | 59 | 59 |
| 법인세비용차감전순손익 | -941 | -159 | 266 | 258 | 280 |
| 법인세비용 | -55 | 145 | 88 | 52 | 56 |
| 계속사업순손익 | -886 | -304 | 178 | 207 | 224 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -886 | -304 | 178 | 207 | 224 |
| 당기순이익률 (%) | -33.2 | -12.1 | 6.8 | 7.7 | 8.2 |
| **비지배지분순이익** | -67 | -48 | -19 | -18 | -19 |
| **지배지분순이익** | -819 | -256 | 197 | 225 | 243 |
| 지배순이익률 (%) | -30.6 | -10.2 | 7.5 | 8.4 | 8.9 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 6 | -286 | 30 | 30 | 30 |
| **포괄순이익** | -880 | -590 | 208 | 237 | 254 |
| **비지배지분포괄이익** | -59 | -48 | 17 | 19 | 21 |
| **지배지분포괄이익** | -821 | -542 | 191 | 218 | 233 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 997 | 906 | 1,081 | 1,401 | 1,740 |
| 현금및현금성자산 | 503 | 430 | 605 | 928 | 1,270 |
| 매출채권 및 기타채권 | 215 | 272 | 279 | 280 | 282 |
| 재고자산 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 기타유동자산 | 276 | 201 | 195 | 189 | 184 |
| **비유동자산** | 7,938 | 7,010 | 6,872 | 6,704 | 6,553 |
| 유형자산 | 336 | 344 | 300 | 265 | 237 |
| 관계기업투자금 | 2,537 | 2,386 | 2,399 | 2,361 | 2,324 |
| 기타금융자산 | 1,036 | 623 | 623 | 623 | 623 |
| 기타비유동자산 | 4,030 | 3,657 | 3,551 | 3,455 | 3,369 |
| **자산총계** | 8,936 | 7,916 | 7,953 | 8,104 | 8,293 |
| **유동부채** | 2,294 | 1,906 | 1,800 | 1,765 | 1,730 |
| 매입채무 및 기타채무 | 213 | 172 | 173 | 174 | 175 |
| 차입금 | 1,507 | 1,311 | 1,269 | 1,226 | 1,184 |
| 유동성채무 | 222 | 86 | 16 | 16 | 16 |
| 기타유동부채 | 351 | 336 | 342 | 349 | 356 |
| **비유동부채** | 1,020 | 931 | 873 | 831 | 805 |
| 차입금 | 456 | 372 | 356 | 341 | 325 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 564 | 560 | 517 | 490 | 480 |
| **부채총계** | 3,314 | 2,837 | 2,673 | 2,595 | 2,535 |
| **지배지분** | 5,461 | 4,980 | 5,176 | 5,401 | 5,645 |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 3,897 | 3,900 | 3,900 | 3,900 | 3,900 |
| 이익잉여금 | 1,378 | 1,128 | 1,325 | 1,550 | 1,794 |
| 기타자본변동 | -525 | -480 | -480 | -480 | -480 |
| **비지배지분** | 161 | 100 | 103 | 108 | 113 |
| **자본총계** | 5,622 | 5,079 | 5,280 | 5,509 | 5,757 |
| 총차입금 | 2,524 | 2,043 | 1,862 | 1,761 | 1,669 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | -408 | -98 | 289 | 304 | 305 |
| 당기순이익 | -886 | -304 | 178 | 207 | 224 |
| 비현금항목의 가감 | 1,088 | 440 | 337 | 266 | 237 |
| 감가상각비 | 54 | 57 | 45 | 35 | 28 |
| 외환손익 | 152 | 36 | 31 | 31 | 31 |
| 지분법평가손익 | -80 | -113 | -135 | -135 | -135 |
| 기타 | 962 | 461 | 396 | 334 | 313 |
| 자산부채의 증감 | -73 | -121 | -37 | -30 | -30 |
| 기타현금흐름 | -536 | -113 | -189 | -138 | -126 |
| **투자활동 현금흐름** | -40 | 525 | 84 | 134 | 133 |
| 투자자산 | 58 | 545 | 100 | 150 | 150 |
| 유형자산 | -39 | -36 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -60 | 16 | -16 | -16 | -17 |
| **재무활동 현금흐름** | -549 | -540 | -193 | -123 | -123 |
| 단기차입금 | -327 | -251 | -43 | -43 | -43 |
| 사채 | 0 | -160 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | -52 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -52 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -118 | -111 | -135 | -65 | -65 |
| **현금의 증감** | -851 | -73 | 174 | 324 | 342 |
| 기초 현금 | 1,354 | 503 | 430 | 605 | 928 |
| 기말 현금 | 503 | 430 | 605 | 928 | 1,270 |
| NOPLAT | -102 | -131 | 138 | 184 | 201 |
| FCF | 18 | -103 | 252 | 284 | 285 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -9,531 | -2,975 | 2,291 | 2,614 | 2,833 |
| PER | -6.3 | -19.5 | 22.6 | 18.2 | 16.8 |
| BPS | 63,533 | 57,933 | 60,223 | 62,838 | 65,670 |
| PBR | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EBITDAPS | 1,439 | 1,361 | 4,156 | 4,194 | 4,247 |
| EV/EBITDA | 58.5 | 56.6 | 16.0 | 13.8 | 12.5 |
| SPS | 31,103 | 29,109 | 30,577 | 31,183 | 31,739 |
| PSR | 1.9 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.5 |
| CFPS | 209 | -1,198 | 2,930 | 3,305 | 3,313 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 6.6 | -6.4 | 5.0 | 2.0 | 1.8 |
| 영업이익 증가율 | 적전 | 적지 | 흑전 | 11.3 | 9.4 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 적지 | 흑전 | 16.1 | 8.4 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | -2.7 | -3.6 | 4.0 | 5.6 | 6.3 |
| ROA | -8.4 | -3.0 | 2.5 | 2.8 | 3.0 |
| ROE | -14.6 | -4.9 | 3.9 | 4.2 | 4.4 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 58.9 | 55.9 | 50.6 | 47.1 | 44.0 |
| 순차입금비율 | 28.3 | 25.8 | 23.4 | 21.7 | 20.1 |
| 이자보상배율 | -1.0 | -0.5 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |


KYOBO research center 60

# 더블유게임즈 (192080) : Live-ops 역량이 IP다

**Buy** 유지
**TP 63,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 49,800원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 55,200원 |
| 52주 최저가(보통주) | 39,400원 |
| KOSPI(01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ(01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 92억원 |
| 시가총액 | 10,705억원 |
| 발행주식수(보통주) | 2,150만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 4.8만주 |
| 평균거래대금(60일) | 25억원 |
| 외국인지분(보통주) | 17.43% |
| 주요주주 | 김가람 외 6인 44.49% |

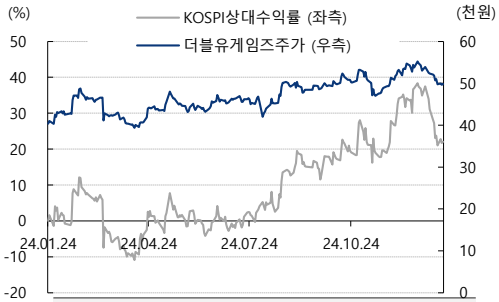
**▶ i-Gaming과 Merge-2 장르로 확장되는 라이브서비스 역량**

- 동사는 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유카지노)의 장기간 라이브서비스를 통해 소셜카지노 시장 성숙기에도 Organic 매출 성장(3Q24 누적 기준 YoY +4%)를 이끌어내고 있으며, 마케팅 효율화로 동 기간 매출 대비 마케팅비 비율은 10.7%로 YoY -5.9%p 감소. 소셜카지노 영역에서의 라이브서비스 역량은 검증되었다고 판단하며, 4Q23부터 이와 같은 운영 역량을 i-Gaming(온라인 카지노) 영역으로 확장. 2025년 마케팅 본격 집행을 통해 i-Gaming 매출은 YoY +67% 성장 전망.
- 25년 또 하나의 확장은 Merge-2 장르에 강점을 가진 팍시게임즈를 인수를 통해 이루어질 전망. 팍시게임즈가 개발한 머지 스튜디오는 최근 고성장중인 Merge-2(24년 IAP 기준 장르 매출 YoY +62%) 장르 내 다운로드 4위 기록하고 있으며, 패션과 메이크오버 테마를 가미. 22년 3월 출시 이후 24년 11월 기준 누적 매출액 2,800만 달러를 돌파하였으며, 24년에도 MoM으로 꾸준한 매출 성장을 보여 24년 11월에는 2백만 달러 매출을 기록. 팍시게임즈는 더블유게임즈와 마찬가지로 데이터 기반 라이브 서비스 역량이 뛰어나고 주 타겟 유저도 미국 지역 여성으로 크로스마케팅 등 마케팅 시너지가 가능할 것으로 전망.

**▶ 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망**

- 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망. 소셜카지노 라인업이 5,954억원(YoY +3.2%)으로 유지되는 가운데 i-Gaming 매출 811억원(YoY +67%), 팍시게임즈 매출 284억원 기록 예상. 비용 단에서는 DTC 도입 확대에 따라 매출 대비 플랫폼 수수료율이 26.4%(YoY -0.6%p) 감소할 것으로 전망하며, 마케팅비는 24년과 마찬가지로 효율적 집행 기조를 이어가면서 매출 대비 11.4%를 집행, OPM은 39.7%로 YoY +0.4%p 상승 전망.

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -9.0 | 6.1 | 16.2 |
| 상대주가 | -9.0 | 21.5 | 17.6 |

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 617 | 582 | 644 | 722 | 791 |
| YoY(%) | -1.1 | -5.7 | 10.5 | 12.1 | 9.7 |
| 영업이익(십억원) | 184 | 213 | 253 | 286 | 316 |
| OP마진(%) | 29.8 | 36.6 | 39.3 | 39.6 | 39.9 |
| 순이익(십억원) | -221 | 193 | 221 | 251 | 274 |
| EPS(원) | -7,196 | 8,171 | 7,807 | 8,800 | 9,614 |
| YoY(%) | 적전 | 흑전 | -4.5 | 12.7 | 9.3 |
| PER(배) | -6.6 | 5.8 | 6.9 | 5.7 | 5.2 |
| PCR(배) | 3.4 | 5.3 | 5.4 | 4.9 | 4.6 |
| PBR(배) | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| EV/EBITDA(배) | 3.5 | 3.2 | 3.4 | 2.2 | 1.8 |
| ROE(%) | -16.8 | 18.6 | 17.7 | 17.1 | 16.1 |

# 더블유게임즈 (192080) : Live-ops 역량이 IP다

- 2025년 매출 7,215원(YoY +12.1%), 영업이익 2,862억원(YoY +13.2%, OPM 39.7%) 기록 전망. 소셜카지노 라인업이 5,954억원(YoY +3.2%)으로 유지되는 가운데 i-Gaming 매출 811억원(YoY +67%), 팍시게임즈 매출 284억원 기록 예상. 비용 단에서는 DTC 도입 확대에 따라 매출 대비 플랫폼 수수료율이 26.4%(YoY -0.6%p) 감소할 것으로 전망하며, 마케팅비는 24년과 마찬가지로 효율적 집행 기조를 이어가면서 매출 대비 11.4%를 집행, OPM은 39.7%로 YoY +0.4%p 상승 전망.
- 25년의 IP 확장은 Merge-2 장르에 강점을 가진 팍시게임즈를 인수를 통해 이루어질 전망. 팍시게임즈가 개발한 머지 스튜디오는 최근 고성장중인 Merge-2(24년 IAP 기준 장르 매출 YoY +62%) 장르 내 다운로드 4위 기록하고 있으며, 패션과 메이크오버 테마를 가미. 22년 3월 출시 이후 24년 11월 기준 누적 매출액 2,800만 달러를 돌파하였으며, 24년에도 MoM으로 꾸준한 매출 성장을 보여 24년 11월에는 2백만 달러 매출을 기록. 팍시게임즈는 더블유게임즈와 마찬가지로 데이터 기반 라이브 서비스 역량이 뛰어나고 주 타겟 유저도 미국 지역 여성으로 크로스마케팅 등 마케팅 시너지가 가능할 것으로 기대.

**더블유게임즈 실적 추이 및 전망**

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 145.3 | 143.9 | 139.6 | 153.5 | 160.5 | 163.1 | 154.1 | 165.8 | 167.4 | 183.7 | 176.8 | 193.7 | 617.3 | 582.3 | 643.5 | 721.5 |
| *성장률(YoY %)* | *-3.1%* | *-3.8%* | *-12.7%* | *-2.7%* | *10.4%* | *13.3%* | *10.3%* | *8.1%* | *4.3%* | *12.6%* | *14.7%* | *16.8%* | *-1.1%* | *-5.7%* | *10.5%* | *12.1%* |
| 더블다운카지노 | 96.1 | 96.6 | 93.8 | 102.0 | 103.8 | 107.9 | 100.3 | 106.3 | 107.4 | 110.6 | 108.1 | 116.6 | 401.0 | 388.4 | 418.3 | 442.6 |
| 더블유카지노 | 44.2 | 43.0 | 41.8 | 41.7 | 41.4 | 40.3 | 38.3 | 38.9 | 38.8 | 37.9 | 37.6 | 38.4 | 192.6 | 170.7 | 158.8 | 152.8 |
| 슈퍼네이션 | - | - | - | 5.6 | 11.1 | 10.8 | 10.6 | 15.9 | 16.4 | 22.2 | 17.7 | 24.8 | - | 5.6 | 48.4 | 81.1 |
| 팍시게임즈 | - | - | - | - | - | - | - | - | 2.7 | 8.1 | 8.6 | 9.0 | - | - | - | 28.4 |
| 기타 | 5.0 | 4.4 | 4.0 | 4.2 | 4.3 | 4.1 | 4.9 | 4.8 | 2.1 | 4.9 | 4.8 | 4.9 | 23.6 | 17.6 | 18.0 | 16.7 |
| 영업비용 | 99.2 | 93.7 | 85.5 | 90.6 | 98.8 | 96.1 | 94.6 | 101.2 | 100.7 | 111.2 | 105.8 | 117.5 | 433.4 | 369.0 | 390.6 | 435.3 |
| 플랫폼 | 41.6 | 41.4 | 40.1 | 43.0 | 43.6 | 44.4 | 40.8 | 44.6 | 44.6 | 48.6 | 46.4 | 50.5 | 183.3 | 166.0 | 173.5 | 190.2 |
| 인건비 | 18.2 | 17.8 | 18.0 | 21.9 | 19.2 | 21.8 | 22.5 | 22.3 | 21.9 | 23.2 | 23.9 | 23.7 | 70.7 | 76.0 | 85.8 | 92.7 |
| 마케팅 | 28.2 | 24.7 | 18.4 | 15.3 | 21.0 | 15.9 | 14.0 | 18.4 | 17.8 | 21.2 | 18.3 | 24.6 | 135.1 | 86.6 | 69.3 | 82.0 |
| 유무형자산상각비 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.9 | 3.3 | 3.1 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 12.3 | 8.7 | 12.6 | 13.1 |
| 로열티 | 2.6 | 2.5 | 2.0 | 0.6 | 3.2 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 9.1 | 7.7 | 11.5 | 11.8 |
| 기타운영비용 | 6.7 | 5.4 | 5.1 | 6.9 | 8.4 | 8.1 | 11.6 | 9.8 | 10.3 | 12.0 | 10.9 | 12.2 | 23.0 | 24.1 | 38.0 | 45.4 |
| 영업이익 | 46.1 | 50.3 | 54.1 | 62.8 | 61.7 | 67.1 | 59.5 | 64.7 | 66.7 | 72.4 | 70.9 | 76.2 | 183.9 | 213.3 | 252.9 | 286.2 |
| *성장률(YoY %)* | *8.0%* | *20.3%* | *13.0%* | *21.9%* | *33.9%* | *33.4%* | *9.9%* | *2.9%* | *8.1%* | *8.0%* | *19.3%* | *17.9%* | *-3.4%* | *16.0%* | *18.6%* | *13.2%* |
| OPM(%) | 31.7% | 34.9% | 38.8% | 40.9% | 38.4% | 41.1% | 38.6% | 39.0% | 39.8% | 39.4% | 40.1% | 39.4% | 29.8% | 36.6% | 39.3% | 39.7% |
| 지배주주순이익 | 39.3 | 33.9 | 39.6 | 35.7 | 47.1 | 49.0 | 29.9 | 41.8 | 47.4 | 50.7 | 42.0 | 49.0 | - 132.2 | 149.1 | 167.9 | 189.2 |
| 지배주주순이익률 | 27.1% | 23.6% | 28.4% | 23.3% | 29.4% | 30.0% | 19.4% | 25.2% | 28.3% | 27.6% | 23.8% | 25.3% | -21.4% | 25.6% | 26.1% | 26.2% |

출처: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 617 | 582 | 644 | 722 | 791 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 617 | 582 | 644 | 722 | 791 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 433 | 369 | 391 | 435 | 475 |
| **영업이익** | 184 | 213 | 253 | 286 | 316 |
| 영업이익률 (%) | 29.8 | 36.6 | 39.3 | 39.7 | 40.0 |
| **EBITDA** | 196 | 222 | 255 | 287 | 317 |
| EBITDA Margin (%) | 31.8 | 38.1 | 39.6 | 39.8 | 40.1 |
| **영업외손익** | -476 | 31 | 34 | 39 | 39 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 30 | 50 | 49 | 49 | 49 |
| 금융비용 | -16 | -18 | -16 | -10 | -10 |
| 기타 | -490 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세비용차감전순손익 | -292 | 244 | 286 | 326 | 356 |
| 법인세비용 | -71 | 51 | 66 | 75 | 82 |
| 계속사업순손익 | -221 | 193 | 221 | 251 | 274 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -221 | 193 | 221 | 251 | 274 |
| 당기순이익률 (%) | -35.8 | 33.1 | 34.3 | 34.7 | 34.6 |
| **비지배지분순이익** | -89 | 44 | 53 | 61 | 67 |
| **지배지분순이익** | -132 | 149 | 168 | 189 | 207 |
| 지배순이익률 (%) | -21.4 | 25.6 | 26.1 | 26.2 | 26.1 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 71 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| **포괄순이익** | -150 | 205 | 233 | 263 | 286 |
| **비지배지분포괄이익** | -65 | 48 | 55 | 62 | 67 |
| **지배지분포괄이익** | -85 | 157 | 178 | 201 | 219 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 573 | 583 | 779 | 1,017 | 1,279 |
| 현금및현금성자산 | 303 | 298 | 497 | 714 | 871 |
| 매출채권 및 기타채권 | 52 | 58 | 69 | 101 | 217 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동자산 | 218 | 226 | 213 | 201 | 192 |
| **비유동자산** | 663 | 705 | 703 | 702 | 701 |
| 유형자산 | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타금융자산 | 4 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 기타비유동자산 | 657 | 697 | 696 | 695 | 695 |
| **자산총계** | 1,236 | 1,288 | 1,482 | 1,719 | 1,980 |
| **유동부채** | 206 | 62 | 44 | 46 | 48 |
| 매입채무 및 기타채무 | 158 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 30 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 17 | 17 | 19 | 20 | 22 |
| **비유동부채** | 24 | 29 | 31 | 34 | 37 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 4 | 29 | 31 | 34 | 37 |
| **부채총계** | 229 | 91 | 75 | 79 | 85 |
| **지배지분** | 729 | 872 | 1,025 | 1,194 | 1,381 |
| 자본금 | 9 | 9 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 298 | 298 | 298 | 298 | 298 |
| 이익잉여금 | 399 | 531 | 682 | 852 | 1,039 |
| 기타자본변동 | -64 | -62 | -62 | -62 | -62 |
| **비지배지분** | 277 | 325 | 382 | 445 | 515 |
| **자본총계** | 1,006 | 1,197 | 1,407 | 1,639 | 1,896 |
| 총차입금 | 52 | 41 | 23 | 25 | 28 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 119 | 96 | 179 | 206 | 230 |
| 당기순이익 | -221 | 193 | 221 | 251 | 274 |
| 비현금항목의 가감 | 434 | 43 | 18 | 13 | 10 |
| 감가상각비 | 8 | 8 | 1 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 4 | 9 | -11 | -11 | -11 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 423 | 27 | 28 | 23 | 21 |
| 자산부채의 증감 | -64 | -149 | -29 | -31 | -30 |
| 기타현금흐름 | -30 | 8 | -31 | -27 | -24 |
| **투자활동 현금흐름** | 86 | -46 | -23 | -25 | -27 |
| 투자자산 | 189 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -102 | -27 | -23 | -25 | -27 |
| **재무활동 현금흐름** | -85 | -53 | -43 | -28 | -28 |
| 단기차입금 | -50 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -12 | -10 | -17 | -20 | -20 |
| 기타 | -24 | -13 | -28 | -8 | -8 |
| **현금의 증감** | 119 | -4 | 198 | 218 | 156 |
| 기초 현금 | 184 | 303 | 298 | 497 | 714 |
| 기말 현금 | 303 | 298 | 497 | 714 | 871 |
| NOPLAT | 139 | 168 | 195 | 220 | 244 |
| FCF | 86 | 28 | 168 | 191 | 214 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -7,196 | 8,171 | 7,807 | 8,800 | 9,614 |
| PER | -6.6 | 5.8 | 6.9 | 5.7 | 5.2 |
| BPS | 39,699 | 47,914 | 47,662 | 55,539 | 64,230 |
| PBR | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.8 |
| EBITDAPS | 10,678 | 12,169 | 11,867 | 13,361 | 14,751 |
| EV/EBITDA | 3.5 | 3.2 | 3.4 | 2.2 | 1.8 |
| SPS | 28,428 | 27,013 | 29,936 | 33,565 | 36,819 |
| PSR | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| CFPS | 4,683 | 1,521 | 7,807 | 8,869 | 9,974 |
| DPS | 600 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | -1.1 | -5.7 | 10.5 | 12.1 | 9.7 |
| 영업이익 증가율 | -3.4 | 16.0 | 18.6 | 13.2 | 10.5 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 흑전 | 14.3 | 13.7 | 9.3 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 21.2 | 29.2 | 28.7 | 31.6 | 31.6 |
| ROA | -10.1 | 11.8 | 12.1 | 11.8 | 11.2 |
| ROE | -16.8 | 18.6 | 17.7 | 17.1 | 16.1 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 22.8 | 7.6 | 5.3 | 4.8 | 4.5 |
| 순차입금비율 | 4.2 | 3.2 | 1.5 | 1.5 | 1.4 |
| 이자보상배율 | 50.6 | 92.8 | 215.7 | 244.1 | 269.8 |

KYOBO research center

KYOBO research center 63

# 엔씨소프트 (036570) : 25년 이익 정상화를 기대

**Trading Buy** 유지
**TP 230,000원** 하향

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 183,200원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 244,500원 |
| 52주 최저가(보통주) | 160,400원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 110억원 |
| 시가총액 | 40,220억원 |
| 발행주식수(보통주) | 2,195만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 6.7만주 |
| 평균거래대금(60일) | 129억원 |
| 외국인지분(보통주) | 36.96% |
| 주요주주 | 김택진 외 13인 12.01% |

**▶ 저니 오브 모나크 성과는 아쉽지만 이익 정상화 방향성은 지속**

- 저니 오브 모나크는 24년 12월 4일 출시 이후 구글플레이 매출 5~10위권 내의 긍정적인 초기 성과를 기록하였으나 이후 순위 하락하여 25년 1월 14일 기준 14위 기록. 2025년 저니 오브 모나크 매출을 461억원(평균 일매출 1.3억원) 수준 전망하며, 2Q24 출시 전망하는 택탄(MMORTS) 및 기존 IP 기반 신규 장르 게임 출시까지 신작 성과 기여 제한적으로 1H25 매출은 YoY +2% 성장을 전망. 2024~1Q25 인력 구조조정을 통해 2025년 인건비는 7,240억원(YoY -20%) 수준으로 감축될 것으로 전망하며 1H25 말 택탄 및 레거시 IP 기존 신규 장르 게임, 2H25 아이온2, LLL 및 퍼블리싱 라인업 2종 출시로 하반기 영업 레버리지 효과 기대.

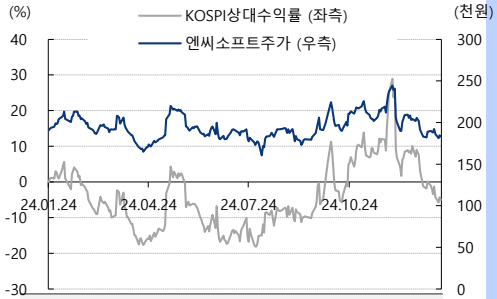
**▶25년부터 실적 반영될 퍼블리싱 라인업 확장**

- 동사는 자체 개발 신작 외에도 외부 개발사 소수 지분 투자 후 판권 확보를 통한 2nd-party 퍼블리싱 라인업을 확대하고 있음. 2H25 'Breakers'(빅게임스튜디오 개발, 서브컬처 RPG), 'Time Takers'(미스틸게임즈 개발, PC/콘솔 배틀로얄 TPS) 출시로 매출 및 이익 성장에 기여할 것으로 전망. 25년 이후에도 문로버게임즈(FPS 개발에 강점) 및 버추얼알케미(전략 RPG에 강점) 개발작 출시 등 퍼블리싱은 동사의 신성장 동력으로 작용할 것으로 전망.

**▶ 2025년 매출 1.8조원(YoY +14.2%), 영업이익 2,208억원(YoY 흑자전환, OPM 12.2%) 기록 전망**

- 자체 신작 4종 및 퍼블리싱 신작 2종 출시로 매출 +14.2% 예상되며, 신작 마케팅에 따른 마케팅비 증가(+16.1%)에도 영업비용 중 가장 비중이 큰 인건비 감소(-20%)로 영업이익은 2,208억원(흑자전환, OPM 12.2%) 기록 전망. 목표주가는 23만원으로 -15% 하향. 저니 오브 모나크의 매출 하락을 반영해 25년 지배순이익 추정치를 2,532억원으로 -16% 하향, target PER 18.2배 적용에 따름.

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -12.3 | -2.4 | -15.2 |
| 상대주가 | -12.4 | 11.8 | -14.2 |

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 2,572 | 1,780 | 1,582 | 1,806 | 2,036 |
| YoY(%) | 11.4 | -30.8 | -11.1 | 14.2 | 12.7 |
| 영업이익(십억원) | 559 | 137 | -93 | 221 | 292 |
| OP마진(%) | 21.7 | 7.7 | -5.9 | 12.2 | 14.3 |
| 순이익(십억원) | 436 | 214 | 28 | 253 | 308 |
| EPS(원) | 19,847 | 9,663 | 1,274 | 11,535 | 14,015 |
| YoY(%) | 9.8 | -51.3 | -86.8 | 805.1 | 21.5 |
| PER(배) | 22.6 | 24.9 | 143.7 | 15.9 | 13.1 |
| PCR(배) | 12.4 | 18.6 | 77.1 | 13.5 | 11.8 |
| PBR(배) | 3.1 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA(배) | 12.0 | 15.1 | -2,086.2 | 7.5 | 5.4 |
| ROE(%) | 13.7 | 6.6 | 0.9 | 7.7 | 8.7 |

# 엔씨소프트(036570): 25년 이익 정상화를 기대

## 엔씨소프트 실적 추이 및 전망

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 478.8 | 440.2 | 423.1 | 437.7 | 397.9 | 368.9 | 401.9 | 413.4 | 393.7 | 390.9 | 469.1 | 552.5 | 2,571.8 | 1,779.8 | 1,582.1 | 1,806.2 |
| *성장률(YoY %)* | *-39.4%* | *-30.0%* | *-30.0%* | *-20.1%* | *-16.9%* | *-16.2%* | *-5.0%* | *-5.5%* | *-1.1%* | *6.0%* | *16.7%* | *33.6%* | *11.4%* | *-30.8%* | *-11.1%* | *14.2%* |
| 게임매출 | 436.5 | 404.0 | 387.8 | 407.1 | 365.2 | 331.2 | 363.8 | 356.1 | 345.0 | 343.7 | 423.2 | 507.8 | 2,414.8 | 1,635.4 | 1,416.3 | 1,619.6 |
| 리니지M | 130.1 | 127.8 | 119.6 | 118.6 | 105.1 | 107.0 | 158.9 | 131.9 | 122.0 | 117.2 | 144.8 | 115.7 | 516.5 | 489.9 | 502.8 | 499.6 |
| 리니지2M | 73.1 | 62.0 | 54.9 | 72.9 | 55.9 | 42.3 | 43.1 | 45.2 | 47.1 | 49.2 | 55.2 | 50.8 | 391.5 | 242.9 | 186.5 | 202.3 |
| 리니지W | 122.6 | 102.8 | 90.1 | 98.6 | 82.9 | 65.5 | 46.9 | 48.5 | 44.4 | 42.4 | 42.0 | 41.9 | 970.8 | 403.9 | 243.7 | 170.7 |
| B&S 2 | 5.0 | 4.3 | 9.2 | 8.9 | 5.6 | 3.5 | 4.5 | 5.5 | 9.2 | 7.7 | 6.9 | 6.3 | 55.6 | 27.5 | 19.0 | 30.1 |
| 리니지 | 24.5 | 24.3 | 26.4 | 21.3 | 24.3 | 24.6 | 26.5 | 25.3 | 23.6 | 23.5 | 24.9 | 23.8 | 106.7 | 102.0 | 100.5 | 95.8 |
| 리니지2 | 21.5 | 23.0 | 20.5 | 22.3 | 23.5 | 21.2 | 20.2 | 20.4 | 20.3 | 19.8 | 19.0 | 19.5 | 94.1 | 85.6 | 85.3 | 78.6 |
| 아이온 | 17.6 | 15.8 | 19.3 | 15.2 | 14.3 | 13.1 | 11.8 | 10.7 | 9.8 | 8.8 | 9.8 | 10.0 | 68.3 | 71.5 | 49.8 | 38.5 |
| B&S | 7.3 | 5.8 | 6.0 | 5.0 | 4.1 | 3.8 | 3.2 | 3.1 | 3.0 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 26.3 | 25.3 | 14.3 | 11.6 |
| 길드워2 | 20.4 | 19.2 | 21.0 | 23.9 | 25.4 | 23.5 | 19.0 | 18.8 | 18.6 | 18.4 | 17.9 | 17.2 | 95.0 | 79.4 | 86.7 | 72.1 |
| 택탄 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 12.0 | 44.2 | 39.7 | - | - | - | 95.9 |
| 아이온2 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 78.0 | - | - | - | 78.0 |
| LLL | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 30.0 | - | - | - | 30.0 |
| Journey of Monarch | - | | - | - | - | - | - | 13.0 | 18.0 | 12.7 | 9.0 | 6.3 | - | - | 13.0 | 46.1 |
| 기존 IP 기반 신규 장르 게임 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 9.0 | 22.1 | 17.7 | - | - | - | 48.7 |
| Breakers | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 9.0 | 18.9 | - | - | - | 27.9 |
| Time Takers | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 10.0 | - | - | - | 10.0 |
| 기타 | 14.3 | 19.0 | 20.8 | 20.5 | 24.3 | 26.8 | 29.7 | 33.8 | 29.0 | 19.9 | 15.6 | 19.3 | 90.1 | 107.4 | 114.6 | 83.8 |
| 로열티매출 | 42.3 | 36.3 | 35.3 | 30.6 | 32.7 | 37.7 | 38.1 | 57.4 | 48.8 | 47.3 | 45.9 | 44.7 | 157.0 | 144.5 | 165.8 | 186.6 |
| 영업비용 | 397.1 | 405.0 | 406.6 | 433.9 | 372.2 | 360.0 | 416.2 | 526.2 | 359.2 | 363.7 | 404.8 | 457.6 | 2,012.8 | 1,642.5 | 1,674.7 | 1,585.3 |
| 인건비 | 211.9 | 208.5 | 198.3 | 204.2 | 202.8 | 188.0 | 201.1 | 312.6 | 180.7 | 180.6 | 181.1 | 181.6 | 847.4 | 822.9 | 904.5 | 724.0 |
| 매출변동비 | 152.5 | 156.4 | 151.4 | 162.5 | 134.7 | 126.8 | 139.9 | 135.3 | 127.3 | 128.2 | 158.7 | 193.0 | 870.7 | 622.8 | 536.8 | 607.1 |
| 광고선전비 | 4.9 | 12.2 | 27.7 | 40.3 | 6.9 | 17.4 | 48.7 | 50.9 | 23.6 | 27.4 | 37.5 | 55.2 | 188.6 | 85.0 | 123.8 | 143.8 |
| 감가상각비 | 27.9 | 27.9 | 29.3 | 26.8 | 27.8 | 27.9 | 26.5 | 27.5 | 27.6 | 27.6 | 27.5 | 27.8 | 106.0 | 111.9 | 109.6 | 110.5 |
| 영업이익 | 81.6 | 35.3 | 16.5 | 3.9 | 25.7 | 8.8 | -14.3 | -112.8 | 34.5 | 27.2 | 64.2 | 94.8 | 559.0 | 137.3 | -92.5 | 220.8 |
| *성장률(YoY %)* | *-66.6%* | *-71.3%* | *-88.6%* | *-91.9%* | *-68.5%* | *-74.9%* | *적자전환* | *적자전환* | *34.2%* | *207.7%* | *흑자전환* | *흑자전환* | *49.0%* | *-75.4%* | *적자전환* | *흑자전환* |
| OPM(%) | 17.0% | 8.0% | 3.9% | 0.9% | 6.5% | 2.4% | -3.6% | -27.3% | 8.8% | 7.0% | 13.7% | 17.2% | 21.7% | 7.7% | -5.8% | 12.2% |
| 순이익 | 114.2 | 30.5 | 44.0 | 25.2 | 57.1 | 71.1 | -26.5 | -73.7 | 66.3 | 75.9 | 35.8 | 75.4 | 436.0 | 213.9 | 28.0 | 253.2 |
| NPM(%) | 23.8% | 6.9% | 10.4% | 5.8% | 14.4% | 19.3% | -6.6% | -17.8% | 16.8% | 19.4% | 7.6% | 13.6% | 17.0% | 12.0% | 1.8% | 14.0% |

출처: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 2,572 | 1,780 | 1,582 | 1,806 | 2,036 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 2,572 | 1,780 | 1,582 | 1,806 | 2,036 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 2,013 | 1,643 | 1,675 | 1,585 | 1,744 |
| **영업이익** | 559 | 137 | -93 | 221 | 292 |
| 영업이익률 (%) | 21.7 | 7.7 | -5.8 | 12.2 | 14.4 |
| **EBITDA** | 665 | 249 | -1 | 295 | 354 |
| EBITDA Margin (%) | 25.9 | 14.0 | -0.1 | 16.4 | 17.4 |
| **영업외손익** | 50 | 69 | 129 | 112 | 112 |
| 관계기업손익 | -8 | 4 | 8 | 8 | 8 |
| 금융수익 | 74 | 120 | 117 | 103 | 103 |
| 금융비용 | -106 | -29 | -37 | -37 | -37 |
| 기타 | 90 | -26 | 42 | 39 | 39 |
| 법인세비용차감전순손익 | 609 | 206 | 37 | 333 | 405 |
| 법인세비용 | 173 | -8 | 9 | 80 | 97 |
| 계속사업순손익 | 436 | 214 | 28 | 253 | 308 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 436 | 214 | 28 | 253 | 308 |
| 당기순이익률 (%) | 17.0 | 12.0 | 1.8 | 14.0 | 15.1 |
| **비지배지분순이익** | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| **지배지분순이익** | 436 | 212 | 28 | 253 | 308 |
| 지배순이익률 (%) | 16.9 | 11.9 | 1.8 | 14.0 | 15.1 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -269 | -23 | -13 | -13 | -13 |
| **포괄순이익** | 167 | 191 | 15 | 241 | 295 |
| **비지배지분포괄이익** | 0 | 2 | 0 | 2 | 3 |
| **지배지분포괄이익** | 166 | 189 | 15 | 238 | 292 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 2,691 | 2,337 | 2,180 | 2,394 | 2,722 |
| 현금및현금성자산 | 286 | 365 | 144 | 255 | 471 |
| 매출채권 및 기타채권 | 219 | 172 | 154 | 167 | 181 |
| 재고자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동자산 | 2,185 | 1,799 | 1,882 | 1,972 | 2,068 |
| **비유동자산** | 1,747 | 2,057 | 1,958 | 1,956 | 1,897 |
| 유형자산 | 930 | 1,001 | 911 | 918 | 869 |
| 관계기업투자금 | 26 | 25 | 19 | 13 | 7 |
| 기타금융자산 | 512 | 648 | 648 | 648 | 648 |
| 기타비유동자산 | 278 | 384 | 380 | 377 | 374 |
| **자산총계** | 4,438 | 4,394 | 4,138 | 4,350 | 4,619 |
| **유동부채** | 515 | 614 | 380 | 386 | 392 |
| 매입채무 및 기타채무 | 292 | 215 | 215 | 215 | 215 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 0 | 240 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 224 | 159 | 164 | 170 | 177 |
| **비유동부채** | 724 | 526 | 541 | 557 | 575 |
| 차입금 | 60 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 349 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 기타비유동부채 | 314 | 357 | 372 | 388 | 405 |
| **부채총계** | 1,239 | 1,141 | 921 | 943 | 967 |
| **지배지분** | 3,196 | 3,250 | 3,214 | 3,404 | 3,648 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 433 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 이익잉여금 | 3,409 | 3,473 | 3,437 | 3,627 | 3,871 |
| 기타자본변동 | -623 | -623 | -623 | -623 | -623 |
| **비지배지분** | 2 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| **자본총계** | 3,199 | 3,253 | 3,217 | 3,407 | 3,652 |
| 총차입금 | 593 | 603 | 373 | 383 | 394 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 736 | 140 | -8 | 169 | 209 |
| 당기순이익 | 436 | 214 | 28 | 253 | 308 |
| 비현금항목의 가감 | 359 | 72 | 30 | 79 | 70 |
| 감가상각비 | 104 | 110 | 90 | 73 | 59 |
| 외환손익 | 2 | 7 | -30 | -30 | -30 |
| 지분법평가손익 | 6 | -1 | -8 | -8 | -8 |
| 기타 | 247 | -45 | -22 | 43 | 49 |
| 자산부채의 증감 | 50 | -96 | -124 | -156 | -156 |
| 기타현금흐름 | -109 | -50 | 58 | -8 | -13 |
| **투자활동 현금흐름** | -392 | 113 | -74 | -80 | -86 |
| 투자자산 | 536 | 345 | 6 | 6 | 6 |
| 유형자산 | -250 | -117 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -678 | -115 | -80 | -86 | -92 |
| **재무활동 현금흐름** | -304 | -177 | -345 | -105 | -105 |
| 단기차입금 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | -140 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -119 | -136 | -64 | -64 | -64 |
| 기타 | -40 | -42 | -282 | -42 | -42 |
| **현금의 증감** | 30 | 80 | -222 | 111 | 217 |
| 기초 현금 | 256 | 286 | 365 | 144 | 255 |
| 기말 현금 | 286 | 365 | 144 | 255 | 472 |
| NOPLAT | 400 | 142 | -70 | 168 | 222 |
| FCF | 306 | 41 | -103 | 87 | 127 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 19,847 | 9,663 | 1,274 | 11,535 | 14,015 |
| PER | 22.6 | 24.9 | 143.7 | 15.9 | 13.1 |
| BPS | 145,587 | 148,023 | 146,402 | 155,042 | 166,162 |
| PBR | 3.1 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EBITDAPS | 30,288 | 11,349 | -53 | 13,459 | 16,103 |
| EV/EBITDA | 12.0 | 15.1 | -2,086.2 | 7.5 | 5.4 |
| SPS | 117,144 | 81,071 | 72,066 | 82,271 | 92,755 |
| PSR | 3.8 | 3.0 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| CFPS | 13,933 | 1,880 | -4,698 | 3,957 | 5,796 |
| DPS | 6,680 | 3,130 | 3,130 | 3,130 | 3,130 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 11.4 | -30.8 | -11.1 | 14.2 | 12.7 |
| 영업이익 증가율 | 49.0 | -75.4 | 적전 | 흑전 | 32.4 |
| 순이익 증가율 | 10.2 | -50.9 | -86.9 | 804.0 | 21.5 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 55.1 | 16.4 | -7.6 | 19.1 | 25.6 |
| ROA | 9.7 | 4.8 | 0.7 | 6.0 | 6.9 |
| ROE | 13.7 | 6.6 | 0.9 | 7.7 | 8.7 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 38.7 | 35.1 | 28.6 | 27.7 | 26.5 |
| 순차입금비율 | 13.4 | 13.7 | 9.0 | 8.8 | 8.5 |
| 이자보상배율 | 59.0 | 9.4 | -10.5 | 25.1 | 33.2 |

KYOBO research center

KYOBO research center 66

# 데브시스터즈 (194480) : 쿠키런 IP의 확장은 25년에도 계속

**Buy** 유지
**TP 46,000원** 하향

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 30,800원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 75,700원 |
| 52주 최저가(보통주) | 27,650원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 60억원 |
| 시가총액 | 3,709억원 |
| 발행주식수(보통주) | 1,204만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 8.8만주 |
| 평균거래대금(60일) | 27억원 |
| 외국인지분(보통주) | 7.39% |
| 주요주주 | 이지훈 외 9인 23.85% |

**▶ 쿠키런 기존작(쿠키런: 오븐브레이크, 쿠키런: 킹덤) 매출 하향은 안정화 판단**

- 24년 '쿠키런: 오븐브레이크' 및 '쿠키런: 킹덤' 매출은 각각 YoY -4.2%, YoY +2.2%를 기록한 것으로 추정하며, 매출 하향은 상당 부분 안정화된 것으로 판단. 두 라인업 매출이 25년 각각 YoY -14%, -11% 감소한다는 보수적 가정을 적용하더라도 '쿠키런: 모험의 탑'의 일본 지역 확장과 '쿠키런: 오븐스매시'의 런칭 효과가 충분히 상쇄하고 전사 매출 성장을 이끌 수 있는 상황.

**▶ '쿠키런: 오븐스매시' 런칭으로 또 한 번의 IP 확장 전망**

- '쿠키런: 오븐스매시'는 쿠키런 IP 특유의 캐주얼한 게임성에 뛰어난 액션성과 조작감을 더한 실시간 배틀 액션 게임. 1Q25 CBT 이후 2H25 출시를 가정하며, '쿠키런: 모험의 탑'(캐주얼 협동 액션) 운영 경험을 바탕으로 매칭 시스템 및 UI/UX 개선, 쿠키 밸런스 개선을 통한 운영으로 2025년 557억원 매출 기여 전망.

**▶ 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망**

- 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망. 인건비(YoY +2.5%) 및 마케팅비(매출 대비 8.6%)의 효율적 집행 기조 유지 하에 1) 기존작의 안정적인 라이브서비스 지속, 2) 2H25 '쿠키런: 오븐스매시' 출시, 3) 1H25 '쿠키런: 모험의 탑' 일본 출시 등을 통해 영업이익 YoY +48.7% 성장 전망.
- 목표주가를 46,000으로 -34% 하향조정. 이는 '쿠키런: 모험의 탑' 매출의 빠른 하향 추세를 반영, 25F 순이익 추정치를 400억원으로 -33% 하향하고, target PER 14배를 적용함에 따름.

Price & Relative Performance

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.6 | -42.0 | -17.4 |
| 상대주가 | -4.1 | -30.5 | -0.2 |

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 214 | 161 | 248 | 291 | 327 |
| YoY(%) | -41.9 | -24.8 | 53.6 | 17.6 | 12.4 |
| 영업이익(십억원) | -20 | -48 | 33 | 48 | 62 |
| OP마진(%) | -9.3 | -29.8 | 13.3 | 16.5 | 19.0 |
| 순이익(십억원) | -7 | -50 | 35 | 40 | 51 |
| EPS(원) | -566 | -4,162 | 2,867 | 3,361 | 4,233 |
| YoY(%) | 적전 | 적지 | 흑전 | 17.2 | 25.9 |
| PER(배) | -98.8 | -11.7 | 9.7 | 9.2 | 7.3 |
| PCR(배) | 1,528.0 | -21.2 | 13.1 | 11.9 | 11.5 |
| PBR(배) | 3.7 | 4.4 | 2.0 | 1.8 | 1.4 |
| EV/EBITDA(배) | -76.8 | -16.0 | 8.4 | 6.3 | 4.3 |
| ROE(%) | -3.9 | -31.7 | 23.0 | 21.6 | 21.8 |

# 데브시스터즈 (194480) : 쿠키런 IP의 확장은 25년에도 계속

- 2025년 매출 2,842억원(YoY +14.8%), 영업이익 484억원(YoY +48.7%, OPM 16.6%) 기록 전망. 인건비(YoY +2.5%) 및 마케팅비(매출 대비 8.6%)의 효율적 집행 기조 유지 하에 1) 기존작의 안정적인 라이브서비스 지속, 2) 2H25 '쿠키런: 오븐스매시' 출시, 3) 1H25 '쿠키런: 모험의 탑' 일본 출시 등을 통해 영업이익 YoY +48.7% 성장 전망.
- 24년 '쿠키런: 오븐브레이크' 및 '쿠키런: 킹덤' 매출은 각각 YoY -4.2%, YoY +2.2%를 기록한 것으로 추정하며, 매출 하향은 상당 부분 안정화된 것으로 판단. 두 라인업 매출이 25년 각각 YoY -14%, -11% 감소한다는 보수적 가정을 적용하더라도 '쿠키런: 모험의 탑'의 일본 지역 확장과 '쿠키런: 오븐스매시'의 런칭 효과가 충분히 상쇄하고 전사 매출 성장을 이끌 수 있는 상황.
- '쿠키런: 오븐스매시'는 쿠키런 IP 특유의 캐주얼한 게임성에 뛰어난 액션성과 조작감을 더한 실시간 배틀 액션 게임. 1Q25 CBT 이후 2H25 출시를 가정하며, '쿠키런: 모험의 탑'(캐주얼 협동 액션) 운영 경험을 바탕으로 매칭 시스템 및 UI/UX 개선, 쿠키 밸런스 개선을 통한 운영으로 2025년 557억원 매출 기여 전망.

### 데브시스터즈 실적 추이 및 전망

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 50.3 | 38.3 | 34.8 | 37.8 | 59.5 | 54.5 | 72.0 | 61.6 | 62.3 | 66.0 | 83.7 | 79.2 | 214.4 | 161.1 | 247.6 | 291.3 |
| *성장률(YoY %)* | *-17.1%* | *-28.2%* | *-32.7%* | *-22.5%* | *18.3%* | *42.4%* | *107.3%* | *62.8%* | *4.8%* | *21.2%* | *16.2%* | *28.6%* | *-41.9%* | *-24.8%* | *53.6%* | *17.6%* |
| 게임 매출 | 49.6 | 37.8 | 34.0 | 36.6 | 58.1 | 52.7 | 70.2 | 59.7 | 60.6 | 64.2 | 81.7 | 77.0 | 210.9 | 158.0 | 240.7 | 283.6 |
| 쿠키런: 오븐브레이크 | 8.9 | 8.9 | 10.0 | 12.5 | 10.9 | 10.8 | 8.1 | 8.8 | 7.9 | 7.9 | 8.5 | 9.1 | 48.8 | 40.3 | 38.6 | 33.3 |
| 쿠키런: 킹덤 | 40.3 | 28.5 | 23.0 | 23.4 | 45.0 | 27.3 | 20.8 | 24.7 | 32.6 | 26.3 | 22.1 | 23.3 | 159.3 | 115.2 | 117.8 | 104.3 |
| 쿠키런: 모험의 탑 | - | - | - | - | - | 5.6 | 33.3 | 19.0 | 12.2 | 21.8 | 12.7 | 10.4 | - | - | 57.9 | 57.1 |
| 쿠키런: 오븐스매시 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 30.0 | 25.7 | - | - | - | 55.7 |
| 기타 게임 | 0.4 | 0.4 | 1.0 | 0.7 | 2.2 | 9.1 | 8.0 | 7.2 | 8.0 | 8.3 | 8.4 | 8.5 | 2.8 | 2.5 | 26.4 | 33.2 |
| 상품 매출 | 0.6 | 0.4 | 0.7 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 3.3 | 2.7 | 6.2 | 7.0 |
| 기타 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.6 |
| 영업비용 | 55.4 | 51.4 | 52.8 | 49.6 | 51.4 | 49.5 | 58.6 | 55.5 | 54.6 | 57.3 | 66.1 | 64.9 | 234.3 | 209.1 | 215.0 | 242.9 |
| 게임수수료 | 14.5 | 11.1 | 9.9 | 10.3 | 14.2 | 15.4 | 20.5 | 17.5 | 17.6 | 18.7 | 23.6 | 22.3 | 62.0 | 45.7 | 67.6 | 82.3 |
| 인건비 | 19.0 | 20.5 | 19.5 | 20.7 | 15.9 | 15.9 | 16.7 | 16.8 | 15.3 | 16.3 | 17.6 | 17.8 | 68.4 | 79.8 | 65.3 | 67.0 |
| 광고판촉비 | 2.5 | 1.6 | 4.6 | 4.3 | 2.7 | 5.3 | 7.8 | 4.9 | 5.0 | 5.3 | 7.5 | 7.1 | 32.6 | 13.1 | 20.6 | 24.9 |
| 기타비용 | 19.3 | 18.1 | 18.8 | 14.3 | 18.6 | 13.0 | 13.6 | 16.3 | 16.7 | 17.0 | 17.3 | 17.7 | 71.4 | 70.6 | 61.5 | 68.7 |
| 영업이익 | - 5.0 | - 13.1 | - 18.0 | - 11.8 | 8.1 | 4.9 | 13.4 | 6.1 | 7.7 | 8.8 | 17.6 | 14.3 | - 19.9 | - 48.0 | 32.5 | 48.4 |
| *성장률(YoY %)* | *적자전환* | *적자지속* | *적자지속* | *적자지속* | *흑자전환* | *흑자전환* | *흑자전환* | *흑자전환* | *-4.9%* | *77.5%* | *31.5%* | *134.9%* | *적자전환* | *적자지속* | *흑자전환* | *48.7%* |
| OPM(%) | -10.0% | -34.3% | -51.9% | -31.2% | 13.7% | 9.1% | 18.6% | 9.9% | 12.4% | 13.3% | 21.0% | 18.0% | -9.3% | -29.8% | 13.1% | 16.6% |
| 순이익 | - 3.4 | - 12.3 | - 17.4 | - 16.6 | 9.5 | 6.3 | 14.3 | 4.4 | 7.4 | 7.9 | 16.4 | 12.2 | - 6.7 | - 49.7 | 34.6 | 43.9 |
| NPM(%) | 적자전환 | 적자지속 | 적자지속 | 적자지속 | 16.0% | 11.6% | 19.9% | 7.1% | 11.8% | 12.0% | 19.6% | 15.5% | -3.1% | -30.9% | 14.0% | 15.1% |

출처: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 214 | 161 | 248 | 291 | 327 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 214 | 161 | 248 | 291 | 327 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 234 | 209 | 215 | 243 | 265 |
| **영업이익** | -20 | -48 | 33 | 48 | 62 |
| 영업이익률 (%) | -9.3 | -29.8 | 13.1 | 16.6 | 19.1 |
| **EBITDA** | -9 | -38 | 38 | 52 | 64 |
| EBITDA Margin (%) | -4.1 | -23.4 | 15.5 | 17.7 | 19.6 |
| **영업외손익** | 10 | -2 | 5 | 5 | 5 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 34 | 35 | 10 | 8 | 8 |
| 금융비용 | -23 | -36 | -5 | -3 | -3 |
| 기타 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세비용차감전순손익 | -10 | -50 | 37 | 54 | 68 |
| 법인세비용 | -3 | 0 | 3 | 13 | 17 |
| 계속사업순손익 | -7 | -50 | 35 | 40 | 51 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | -7 | -50 | 35 | 40 | 51 |
| 당기순이익률 (%) | -3.1 | -30.9 | 14.0 | 13.9 | 15.5 |
| **비지배지분순이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **지배지분순이익** | -7 | -50 | 34 | 40 | 51 |
| 지배순이익률 (%) | -3.1 | -30.8 | 13.9 | 13.9 | 15.5 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 18 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| **포괄순이익** | 11 | -53 | 35 | 41 | 51 |
| **비지배지분포괄이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **지배지분포괄이익** | 11 | -53 | 35 | 41 | 51 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 117 | 80 | 111 | 154 | 208 |
| 현금및현금성자산 | 22 | 8 | 32 | 68 | 112 |
| 매출채권 및 기타채권 | 14 | 17 | 26 | 34 | 43 |
| 재고자산 | 2 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 기타유동자산 | 79 | 54 | 52 | 52 | 51 |
| **비유동자산** | 184 | 160 | 152 | 148 | 145 |
| 유형자산 | 14 | 12 | 6 | 3 | 2 |
| 관계기업투자금 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 기타금융자산 | 133 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 기타비유동자산 | 34 | 30 | 28 | 27 | 26 |
| **자산총계** | 300 | 240 | 264 | 302 | 353 |
| **유동부채** | 20 | 26 | 20 | 20 | 20 |
| 매입채무 및 기타채무 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 6 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 5 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| **비유동부채** | 99 | 80 | 74 | 72 | 71 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 99 | 80 | 74 | 72 | 71 |
| **부채총계** | 119 | 105 | 94 | 92 | 91 |
| **지배지분** | 180 | 133 | 167 | 207 | 258 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 152 | 153 | 153 | 153 | 153 |
| 이익잉여금 | 40 | -9 | 25 | 66 | 117 |
| 기타자본변동 | -34 | -30 | -30 | -30 | -30 |
| **비지배지분** | 1 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| **자본총계** | 181 | 135 | 170 | 211 | 262 |
| 총차입금 | 97 | 75 | 64 | 62 | 60 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | -14 | -26 | 40 | 47 | 57 |
| 당기순이익 | -7 | -50 | 35 | 40 | 51 |
| 비현금항목의 가감 | 7 | 22 | 14 | 13 | 4 |
| 감가상각비 | 8 | 10 | 5 | 3 | 2 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -2 | 13 | 8 | 10 | 3 |
| 자산부채의 증감 | -9 | -6 | -13 | -10 | -9 |
| 기타현금흐름 | -5 | 8 | 5 | 4 | 11 |
| **투자활동 현금흐름** | -6 | 7 | 2 | 1 | 1 |
| 투자자산 | 6 | 9 | 1 | 1 | 1 |
| 유형자산 | -7 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -5 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| **재무활동 현금흐름** | 10 | 6 | 0 | 6 | 6 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 15 | 6 | 0 | 6 | 6 |
| **현금의 증감** | -10 | -13 | 23 | 36 | 44 |
| 기초 현금 | 31 | 22 | 8 | 32 | 68 |
| 기말 현금 | 22 | 8 | 32 | 68 | 112 |
| NOPLAT | -14 | -48 | 30 | 36 | 47 |
| FCF | -19 | -47 | 23 | 30 | 40 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -566 | -4,162 | 2,867 | 3,361 | 4,233 |
| PER | -98.8 | -11.7 | 9.7 | 9.2 | 7.3 |
| BPS | 15,180 | 11,058 | 13,901 | 17,262 | 21,495 |
| PBR | 3.7 | 4.4 | 2.0 | 1.8 | 1.4 |
| EBITDAPS | -738 | -3,163 | 3,187 | 4,299 | 5,349 |
| EV/EBITDA | -76.8 | -16.0 | 8.4 | 6.3 | 4.3 |
| SPS | 18,126 | 13,524 | 20,610 | 24,246 | 27,240 |
| PSR | 3.1 | 3.6 | 1.3 | 1.3 | 1.1 |
| CFPS | -1,606 | -3,916 | 1,881 | 2,491 | 3,307 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | -41.9 | -24.8 | 53.6 | 17.6 | 12.4 |
| 영업이익 증가율 | 적전 | 적지 | 흑전 | 48.7 | 28.8 |
| 순이익 증가율 | 적전 | 적지 | 흑전 | 16.4 | 25.9 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | -58.1 | -150.5 | 95.5 | 100.7 | 110.4 |
| ROA | -2.3 | -18.4 | 13.7 | 14.3 | 15.5 |
| ROE | -3.9 | -31.7 | 23.0 | 21.6 | 21.8 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 65.8 | 78.2 | 55.6 | 43.7 | 34.6 |
| 순차입금비율 | 32.2 | 31.2 | 24.3 | 20.4 | 17.1 |
| 이자보상배율 | -16.6 | -32.8 | 39.0 | 58.0 | 74.8 |


KYOBO research center 69

# 네오위즈 (095660) : 다음 모멘텀을 기다리며

**Buy** 유지
**TP 28,000원** 유지

| Company Data | |
|---|---|
| 현재가(01/15) | 18,950원 |
| 액면가(원) | 500원 |
| 52주 최고가(보통주) | 26,850원 |
| 52주 최저가(보통주) | 17,830원 |
| KOSPI (01/15) | 2,496.81p |
| KOSDAQ (01/15) | 711.61p |
| 자본금 | 110억원 |
| 시가총액 | 4,142억원 |
| 발행주식수(보통주) | 2,186만주 |
| 발행주식수(우선주) | 0만주 |
| 평균거래량(60일) | 6.7만주 |
| 평균거래대금(60일) | 13억원 |
| 외국인지분(보통주) | 10.22% |
| 주요주주 | 나성균 외 10인 37.54% |

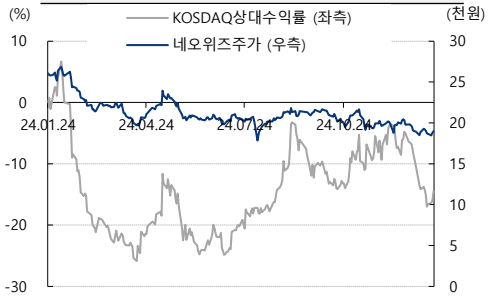
### ▶ 25년 당장의 성장 모멘텀은 크지 않지만 검증된 개발력 보유

- 25년 동사의 신작 출시 모멘텀은 이익 성장에 제한적으로 작용할 것으로 전망하지만, 누적 판매량 200만 장을 돌파한 'P의 거짓' DLC 출시와 웹보드 게임, '브라운더스트2'(서브컬처 RPG)의 안정적인 라이브서비스, '영웅전설'의 일본/대만 권역 확장을 통해 안정적인 매출과 이익 체력을 보여줄 것으로 기대. 'P의 거짓' DLC의 경우 본작의 흥행으로 효율적 마케팅 집행 기조 하에서도 2025년 85만 장 판매를 예상(2Q25 출시 가정).
- 23~24년 'P의 거짓'의 성공적인 판매로 동사 PC/콘솔 게임 개발력에 대한 신뢰도가 높기 때문에, 차기작 혹은 PC/콘솔 개발작에 대한 게임성 등이 공유될 경우 멀티플 상향의 근거로 작용할 개연성이 높다고 판단.

### ▶ 2025년 매출 3,778억원(YoY +1.6%), 영업이익 365억원(YoY +10.4%, OPM 9.7%) 기록 전망

- 2025년 매출 3,778억원(YoY +1.6%), 영업이익 365억원(YoY +10.4%, OPM 9.7%) 기록 전망. PC/모바일 웹보드 및 브라운더스트2의 안정적인 라이브서비스, 그리고 영웅전설의 일본/대만 권역 확장을 통해 일부 라인업의 매출 하향을 상쇄하며 매출은 YoY +1.6%를 전망. 비용 단에서는 인건비(YoY flat) 및 마케팅비(매출 대비 9%)의 효율적 집행으로 OPM 9.7% 기록 전망.

Price & Relative Performance




| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -5.5 | -10.0 | -27.3 |
| 상대주가 | -7.9 | 7.9 | -12.1 |

Forecast earnings & Valuation

| 12결산(십억원) | 2022.12 | 2023.12 | 2024.12E | 2025.12E | 2026.12E |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 (십억원) | 295 | 366 | 372 | 378 | 383 |
| YoY(%) | 12.8 | 24.1 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| 영업이익(십억원) | 20 | 32 | 33 | 36 | 39 |
| OP마진(%) | 6.8 | 8.7 | 8.9 | 9.5 | 10.2 |
| 순이익(십억원) | 13 | 46 | 16 | 35 | 38 |
| EPS(원) | 593 | 2,209 | 969 | 2,235 | 1,999 |
| YoY(%) | -77.0 | 272.5 | -56.2 | 130.8 | -10.5 |
| PER(배) | 62.3 | 12.1 | 19.5 | 8.5 | 9.5 |
| PCR(배) | 12.4 | 7.9 | 8.6 | 5.5 | 5.9 |
| PBR(배) | 1.8 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 16.4 | 8.1 | 5.1 | 5.2 | 5.9 |
| ROE(%) | 2.9 | 10.4 | 4.3 | 9.3 | 7.7 |

# 네오위즈 (095660) : 다음 모멘텀을 기다리며

- 2025년 매출 3,778억원(YoY +1.6%), 영업이익 365억원(YoY +10.4%, OPM 9.7%) 기록 전망. PC/모바일 웹보드 및 브라운더스트2의 안정적인 라이브서비스, 그리고 영웅전설의 일본/대만 권역 확장을 통해 일부 라인업의 매출 하향을 상쇄하며 매출은 YoY +1.6%를 전망. 비용 단에서는 인건비(YoY +flat%) 및 마케팅비(매출 대비 9%)의 효율적 집행으로 OPM 9.7% 기록 전망.
- 25년 동사의 신작 출시 모멘텀은 이익 성장에 제한적으로 작용할 것으로 전망하지만, 누적 판매량 200만 장을 돌파한 'P의 거짓' DLC 출시와 웹보드 게임, '브라운더스트2'(서브컬처 RPG)의 안정적인 라이브서비스, '영웅전설'의 일본/대만 권역 확장을 통해 안정적인 매출과 이익 체력을 보여줄 것으로 기대. 'P의 거짓' DLC의 경우 본작의 흥행으로 효율적 마케팅 집행 기조 하에서도 2025년 85만 장 판매를 예상.
- 23~24년 'P의 거짓'의 성공적인 판매로 동사 PC/콘솔 게임 개발력에 대한 신뢰도가 높기 때문에, 차기작 혹은 PC/콘솔 개발작에 대한 게임성 등이 공유될 경우 멀티플 상향의 근거로 작용할 개연성이 높다고 판단.

**네오위즈 실적 추이 및 전망**

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24E | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 68.5 | 70.1 | 117.5 | 109.4 | 97.1 | 87.0 | 93.1 | 94.7 | 91.3 | 99.6 | 97.1 | 89.8 | 298.0 | 365.6 | 371.9 | 377.8 |
| *성장률(YoY %)* | *-10.5%* | *-0.2%* | *56.8%* | *50.4%* | *41.6%* | *24.0%* | *-20.7%* | *-13.5%* | *-5.9%* | *14.4%* | *4.3%* | *-5.1%* | *14.1%* | *22.7%* | *1.7%* | *1.6%* |
| PC/콘솔 게임 | 28.1 | 27.3 | 55.2 | 61.6 | 44.6 | 37.2 | 36.9 | 36.5 | 35.4 | 44.2 | 41.7 | 37.1 | 126.4 | 172.1 | 155.2 | 158.4 |
| 모바일게임 | 31.7 | 33.0 | 52.9 | 35.8 | 42.0 | 38.1 | 45.7 | 47.0 | 45.0 | 44.3 | 44.5 | 41.7 | 126.9 | 153.3 | 172.8 | 175.4 |
| 기타 | 8.7 | 9.9 | 9.5 | 12.1 | 10.5 | 11.6 | 10.6 | 11.2 | 11.0 | 11.1 | 11.0 | 11.1 | 41.2 | 40.2 | 43.9 | 44.1 |
| 영업비용 | 67.3 | 75.0 | 97.2 | 94.4 | 82.2 | 82.3 | 86.7 | 87.7 | 83.0 | 86.7 | 86.8 | 84.9 | 275.7 | 334.0 | 338.8 | 341.4 |
| 인건비 | 32.0 | 34.1 | 39.7 | 47.1 | 40.0 | 39.7 | 38.2 | 38.7 | 38.3 | 38.4 | 39.2 | 39.6 | 126.7 | 152.9 | 156.5 | 155.5 |
| 지급수수료 | 14.1 | 17.8 | 29.3 | 25.6 | 22.5 | 22.5 | 25.7 | 26.3 | 23.7 | 26.4 | 25.9 | 24.0 | 67.6 | 86.8 | 97.1 | 100.1 |
| 마케팅비 | 10.8 | 12.3 | 14.2 | 11.5 | 8.3 | 8.3 | 10.4 | 10.0 | 8.2 | 9.0 | 8.7 | 8.1 | 39.6 | 48.8 | 37.1 | 34.0 |
| 상각비 | 4.2 | 4.4 | 5.0 | 5.2 | 4.2 | 4.2 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 5.1 | 18.8 | 18.8 | 18.3 | 20.1 |
| 기타비용 | 6.2 | 6.5 | 9.0 | 5.0 | 7.2 | 7.6 | 7.4 | 7.7 | 7.8 | 7.9 | 8.0 | 8.0 | 25.4 | 26.7 | 29.9 | 31.7 |
| 영업이익 | 1.3 | -4.9 | 20.2 | 15.0 | 14.8 | 4.7 | 6.5 | 7.0 | 8.3 | 12.9 | 10.3 | 5.0 | 18.9 | 31.6 | 33.0 | 36.5 |
| *성장률(YoY %)* | *-88.4%* | *적자전환* | *286.1%* | *흑자전환* | *1085.2%* | *흑자전환* | *-68.1%* | *-53.4%* | *-44.1%* | *172.1%* | *59.1%* | *-28.7%* | *-14.5%* | *67.4%* | *4.5%* | *10.4%* |
| OPM(%) | 3.6% | 18.2% | 2.0% | -11.6% | 4.0% | 1.9% | -5.2% | 7.4% | 9.1% | 13.0% | 10.6% | 5.5% | 6.3% | 8.6% | 8.9% | 9.7% |
| 순이익 | 3.1 | 22.4 | 18.2 | 2.8 | 14.3 | 7.7 | -1.4 | -4.7 | 9.7 | 14.3 | 6.9 | 4.7 | 13.4 | 46.4 | 15.9 | 35.6 |
| NPM(%) | 4.5% | 32.0% | 15.5% | 2.5% | 14.8% | 8.8% | -1.5% | -5.0% | 10.6% | 14.3% | 7.1% | 5.3% | 4.5% | 12.7% | 4.3% | 9.4% |

출처: 네오위즈, 교보증권 리서치센터

KYOBO Securities

포괄손익계산서 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 295 | 366 | 372 | 378 | 383 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **매출총이익** | 295 | 366 | 372 | 378 | 383 |
| 매출총이익률 (%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| **판매비와관리비** | 275 | 334 | 339 | 341 | 344 |
| **영업이익** | 20 | 32 | 33 | 36 | 39 |
| 영업이익률 (%) | 6.6 | 8.6 | 8.9 | 9.6 | 10.3 |
| **EBITDA** | 38 | 50 | 49 | 50 | 51 |
| EBITDA Margin (%) | 13.0 | 13.8 | 13.1 | 13.2 | 13.3 |
| **영업외손익** | 0 | 12 | -13 | 9 | 9 |
| 관계기업손익 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 42 | 14 | 12 | 12 | 12 |
| 금융비용 | -20 | -15 | -4 | -9 | -9 |
| 기타 | -24 | 13 | -21 | 6 | 6 |
| 법인세비용차감전순손익 | 19 | 44 | 21 | 45 | 48 |
| 법인세비용 | 6 | -3 | 5 | 9 | 10 |
| 계속사업순손익 | 13 | 46 | 16 | 35 | 38 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 13 | 46 | 16 | 35 | 38 |
| 당기순이익률 (%) | 4.5 | 12.7 | 4.3 | 9.4 | 9.9 |
| **비지배지분순이익** | 0 | -2 | -6 | -14 | -6 |
| **지배지분순이익** | 13 | 49 | 21 | 49 | 44 |
| 지배순이익률 (%) | 4.4 | 13.3 | 5.7 | 13.0 | 11.5 |
| 매도가능금융자산평가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -3 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| **포괄순이익** | 11 | 44 | 14 | 33 | 36 |
| **비지배지분포괄이익** | 0 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| **지배지분포괄이익** | 10 | 47 | 15 | 35 | 38 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

재무상태표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 2,691 | 2,337 | 2,190 | 2,452 | 2,898 |
| 현금및현금성자산 | 286 | 365 | 153 | 306 | 635 |
| 매출채권 및 기타채권 | 219 | 172 | 154 | 173 | 195 |
| 재고자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타유동자산 | 2,185 | 1,799 | 1,882 | 1,972 | 2,068 |
| **비유동자산** | 1,747 | 2,057 | 1,958 | 1,956 | 1,897 |
| 유형자산 | 930 | 1,001 | 911 | 918 | 869 |
| 관계기업투자금 | 26 | 25 | 19 | 13 | 7 |
| 기타금융자산 | 512 | 648 | 648 | 648 | 648 |
| 기타비유동자산 | 278 | 384 | 380 | 377 | 374 |
| **자산총계** | 4,438 | 4,394 | 4,148 | 4,408 | 4,796 |
| **유동부채** | 515 | 614 | 380 | 386 | 392 |
| 매입채무 및 기타채무 | 292 | 215 | 215 | 215 | 215 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성채무 | 0 | 240 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 224 | 159 | 164 | 170 | 177 |
| **비유동부채** | 724 | 526 | 541 | 557 | 575 |
| 차입금 | 60 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 349 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 기타비유동부채 | 314 | 357 | 372 | 388 | 405 |
| **부채총계** | 1,239 | 1,141 | 921 | 943 | 967 |
| **지배지분** | 3,196 | 3,250 | 3,223 | 3,461 | 3,825 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 433 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 이익잉여금 | 3,409 | 3,473 | 3,446 | 3,684 | 4,048 |
| 기타자본변동 | -623 | -623 | -623 | -623 | -623 |
| **비지배지분** | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| **자본총계** | 3,199 | 3,253 | 3,227 | 3,465 | 3,829 |
| 총차입금 | 19 | 23 | 4 | 4 | 5 |

현금흐름표 단위: 십억원

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 43 | 65 | 48 | 66 | 66 |
| 당기순이익 | 13 | 46 | 16 | 35 | 38 |
| 비현금항목의 가감 | 52 | 26 | 32 | 34 | 33 |
| 감가상각비 | 6 | 6 | 5 | 5 | 4 |
| 외환손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 46 | 19 | 26 | 30 | 30 |
| 자산부채의 증감 | -16 | -1 | 4 | 4 | 4 |
| 기타현금흐름 | -6 | -7 | -3 | -7 | -9 |
| **투자활동 현금흐름** | -29 | -10 | -45 | -46 | -47 |
| 투자자산 | 1 | -30 | -22 | -22 | -22 |
| 유형자산 | -2 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -29 | 21 | -23 | -24 | -25 |
| **재무활동 현금흐름** | -32 | -14 | -27 | -8 | -8 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | -5 | -5 | -5 |
| 기타 | -32 | -14 | -22 | -3 | -3 |
| **현금의 증감** | -22 | 38 | -42 | -12 | -47 |
| 기초 현금 | 113 | 92 | 130 | 88 | 76 |
| 기말 현금 | 92 | 130 | 88 | 76 | 29 |
| NOPLAT | 13 | 34 | 26 | 29 | 31 |
| FCF | 14 | 50 | 45 | 46 | 46 |

주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| EPS | 593 | 2,209 | 969 | 2,235 | 1,999 |
| PER | 62.3 | 12.1 | 19.5 | 8.5 | 9.5 |
| BPS | 20,381 | 22,213 | 22,955 | 24,963 | 26,736 |
| PBR | 1.8 | 1.2 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EBITDAPS | 1,742 | 2,286 | 2,210 | 2,263 | 2,317 |
| EV/EBITDA | 16.4 | 8.1 | 5.1 | 5.2 | 5.9 |
| SPS | 13,369 | 16,592 | 16,879 | 17,146 | 17,391 |
| PSR | 2.8 | 1.6 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| CFPS | 638 | 2,271 | 2,031 | 2,079 | 2,104 |
| DPS | 0 | 245 | 245 | 245 | 245 |

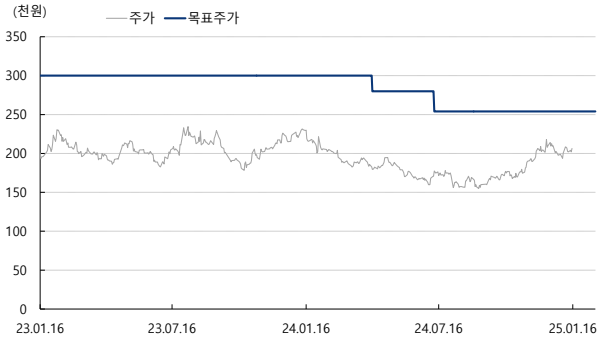
주요 투자지표 단위: 원, 배, %

| 12결산(십억원) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성** | | | | | |
| 매출액 증가율 | 12.8 | 24.1 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| 영업이익 증가율 | -8.0 | 61.5 | 4.8 | 10.0 | 8.3 |
| 순이익 증가율 | -76.7 | 251.6 | -65.9 | 124.1 | 6.8 |
| **수익성** | | | | | |
| ROIC | 9.5 | 19.7 | 12.2 | 11.9 | 10.0 |
| ROA | 2.3 | 7.9 | 3.2 | 6.9 | 5.6 |
| ROE | 2.9 | 10.4 | 4.3 | 9.3 | 7.7 |
| **안정성** | | | | | |
| 부채비율 | 22.1 | 27.3 | 24.6 | 25.8 | 29.8 |
| 순차입금비율 | 3.3 | 3.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 이자보상배율 | 11.5 | 17.2 | 116.3 | 127.8 | 138.5 |

KYOBO research center
KYOBO research center

72

## NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이




자료: 교보증권 리서치센터

## NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.06.30 | 매수 | 350,000 | (57.5) | (30.8) | 2023.10.10 | 매수 | 300,000 | (59.7) | (49.6) |
| 2022.08.08 | 매수 | 350,000 | (79.9) | (72.4) | 2023.11.06 | 매수 | 300,000 | (41.5) | (30.7) |
| 2022.10.13 | 매수 | 300,000 | (62.4) | (52.7) | 2024.01.10 | 매수 | 300,000 | (37.3) | (29.6) |
| 2022.11.08 | 매수 | 300,000 | (48.9) | (34.2) | 2024.02.05 | 매수 | 300,000 | (54.7) | (44.2) |
| 2023.01.10 | 매수 | 300,000 | (48.9) | (34.2) | 2024.04.16 | 매수 | 280,000 | (52.7) | (43.9) |
| 2023.02.06 | 매수 | 300,000 | (43.0) | (30.2) | 2024.05.07 | 매수 | 280,000 | (60.7) | (43.7) |
| 2023.03.29 | 매수 | 300,000 | (53.8) | (44.9) | 2024.07.10 | 매수 | 254,000 | (48.4) | (42.7) |
| 2023.05.08 | 매수 | 300,000 | (31.4) | (27.6) | 2024.08.12 | 매수 | 254,000 | (56.0) | (48.6) |
| 2023.06.22 | 매수 | 300,000 | (58.9) | (53.5) | 2024.10.07 | 매수 | 254,000 | (46.9) | (41.3) |
| 2023.07.11 | 매수 | 300,000 | (42.8) | (25.8) | 2024.11.11 | 매수 | 254,000 | (26.5) | (16.5) |
| 2023.08.07 | 매수 | 300,000 | (39.4) | (27.9) | 2025.01.16 | 매수 | 254,000 | | |

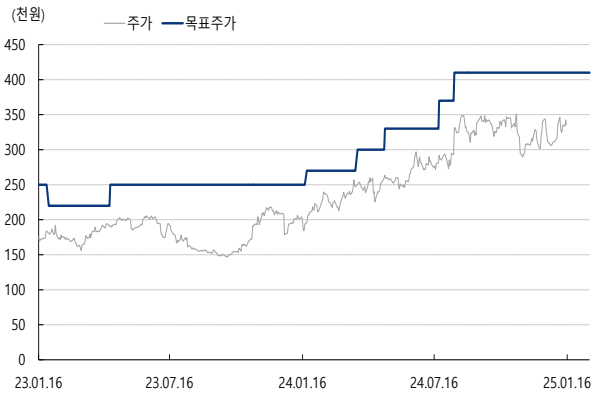
## 카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이

자료: 교보증권 리서치센터

## 카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.06.12 | 매수 | 115,000 | (61.2) | (34.2) | 2023.10.13 | 매수 | 70,000 | (53.4) | (32.6) |
| 2022.07.12 | 매수 | 110,000 | (50.3) | (34.6) | 2023.11.06 | 매수 | 70,000 | (57.5) | (53.5) |
| 2022.08.05 | 매수 | 110,000 | (64.9) | (31.4) | 2023.11.10 | 매수 | 62,000 | (18.5) | (2.0) |
| 2022.10.21 | 매수 | 87,000 | (75.7) | (66.3) | 2024.01.15 | 매수 | 70,000 | (24.9) | (14.6) |
| 2022.11.04 | 매수 | 87,000 | (56.3) | (42.4) | 2024.02.16 | 매수 | 70,000 | (28.4) | (14.6) |
| 2023.01.10 | 매수 | 87,000 | (36.1) | (22.7) | 2024.04.16 | 매수 | 64,000 | (32.4) | (28.5) |
| 2023.02.13 | 매수 | 87,000 | (42.7) | (33.8) | 2024.05.10 | 매수 | 64,000 | (48.0) | (36.8) |
| 2023.04.20 | 매수 | 87,000 | (51.7) | (48.7) | 2024.07.11 | 매수 | 60,000 | (50.1) | (41.7) |
| 2023.05.08 | 매수 | 74,000 | (31.4) | (27.6) | 2024.08.09 | 매수 | 51,000 | (41.0) | (31.8) |
| 2023.06.22 | 매수 | 74,000 | (46.1) | (34.8) | 2024.10.07 | 매수 | 51,000 | (32.8) | (9.4) |
| 2023.08.04 | 매수 | 74,000 | (54.9) | (40.2) | 2025.01.16 | 매수 | 51,000 | | |

## 크래프톤 최근 2년간 목표주가 변동추이

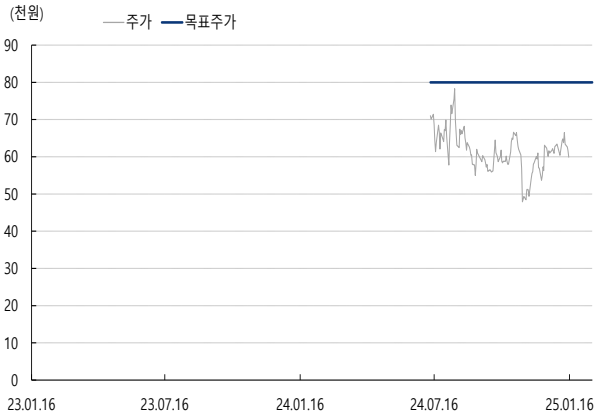



자료: 교보증권 리서치센터

## 크래프톤 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.08.02 | 매수 | 300,000 | (16.85) | (13.85) | 2023.11.06 | 매수 | 250,000 | (24.03) | (14.68) |
| 2022.08.12 | 매수 | 300,000 | (25.92) | (11.52) | 2024.01.22 | 매수 | 270,000 | (27.49) | (21.08) |
| 2022.09.28 | 매수 | 300,000 | (60.00) | (40.19) | 2024.02.13 | 매수 | 270,000 | (16.20) | (5.06) |
| 2022.11.11 | 매수 | 250,000 | (31.96) | (5.70) | 2024.04.01 | 매수 | 300,000 | (21.34) | (15.38) |
| 2023.01.30 | 매수 | 220,000 | (20.26) | (14.58) | 2024.05.09 | 매수 | 330,000 | (23.16) | (11.11) |
| 2023.02.09 | 매수 | 220,000 | (19.87) | (11.59) | 2024.07.23 | 매수 | 370,000 | (28.73) | (25.64) |
| 2023.04.25 | 매수 | 250,000 | (28.41) | (23.15) | 2024.08.13 | 매수 | 410,000 | (23.18) | (17.48) |
| 2023.05.10 | 매수 | 250,000 | (28.30) | (21.65) | 2024.10.17 | 매수 | 410,000 | (20.36) | (16.81) |
| 2023.07.14 | 매수 | 250,000 | (41.64) | (28.47) | 2024.11.08 | 매수 | 410,000 | (29.11) | (18.33) |
| 2023.08.10 | 매수 | 250,000 | (62.01) | (53.28) | 2025.01.16 | 매수 | 410,000 | | |
| 2023.10.18 | 매수 | 250,000 | (52.73) | (44.18) | | | | | |

## 시프트업 최근 2년간 목표주가 변동추이

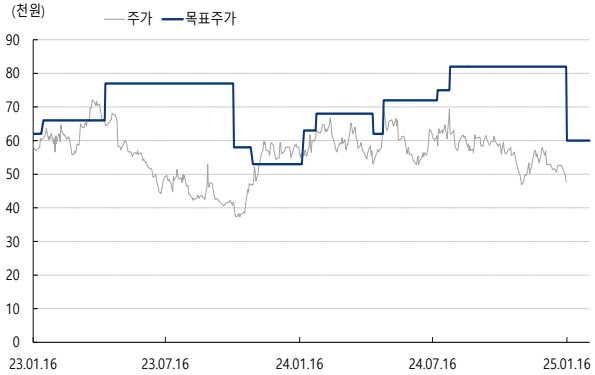



자료: 교보증권 리서치센터

## 시프트업 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2024.07.23 | 매수 | 80,000 | (18.33) | (2.17) | | | | | |
| 2024.08.19 | 매수 | 80,000 | (31.92) | (17.30) | | | | | |
| 2024.10.24 | 매수 | 80,000 | (34.87) | (20.12) | | | | | |
| 2025.01.16 | 매수 | 80,000 | | | | | | | |

## 넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이

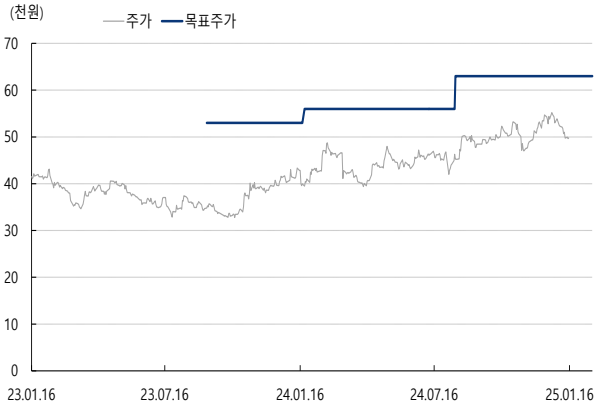



자료: 교보증권 리서치센터

## 넷마블 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2022.08.02 | 매수 | 83,000 | (25.14) | (11.45) | 2024.04.26 | 매수 | 62,000 | (7.34) | 4.32 |
| 2022.10.07 | 매수 | 62,000 | (30.54) | (8.91) | 2024.05.10 | 매수 | 72,000 | (20.8) | (3.7) |
| 2023.01.30 | 매수 | 66,000 | (4.25) | (9.24) | 2024.07.23 | 매수 | 75,000 | (18.6) | (8.1) |
| 2023.04.25 | 매수 | 77,000 | (16.84) | (13.24) | 2024.08.09 | 매수 | 82,000 | (37.6) | (29.7) |
| 2023.05.12 | 매수 | 77,000 | (33.83) | (28.33) | 2024.10.21 | 매수 | 82,000 | (53.4) | (37.8) |
| 2023.06.08 | 매수 | 77,000 | (54.04) | (35.09) | 2025.01.16 | 매수 | 60,000 | | |
| 2023.08.09 | 매수 | 77,000 | (74.56) | (45.56) | | | | | |
| 2023.10.18 | 매수 | 58,000 | (42.46) | (22.88) | | | | | |
| 2023.11.13 | 매수 | 53,000 | 5.18 | 11.37 | | | | | |
| 2024.01.22 | 매수 | 63,000 | (8.19) | (2.11) | | | | | |
| 2024.02.08 | 매수 | 68,000 | (13.16) | (1.80) | | | | | |

## 더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이

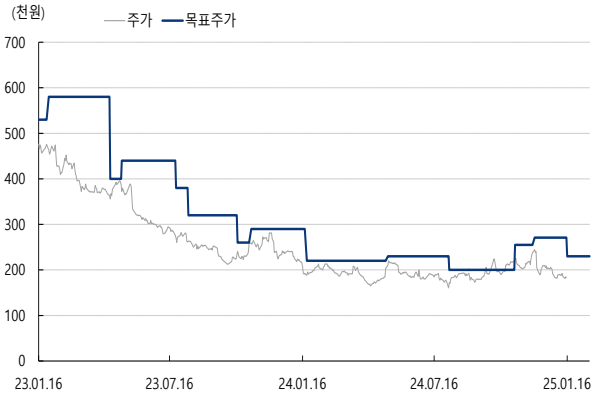



자료: 교보증권 리서치센터

## 더블유게임즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 | | | | 평균 | 최고/최저 |
| 2023.09.11 | 매수 | 53,000 | (61.08) | (54.21) | | | | | |
| 2023.10.18 | 매수 | 53,000 | (54.25) | (37.28) | | | | | |
| 2023.11.10 | 매수 | 53,000 | (34.79) | (24.93) | | | | | |
| 2024.01.22 | 매수 | 56,000 | (33.68) | (29.33) | | | | | |
| 2024.02.14 | 매수 | 56,000 | (27.39) | (14.87) | | | | | |
| 2024.05.28 | 매수 | 56,000 | (24.11) | (18.64) | | | | | |
| 2024.08.14 | 매수 | 63,000 | (26.62) | (18.42) | | | | | |
| 2024.11.13 | 매수 | 63,000 | (22.60) | (14.13) | | | | | |
| 2025.01.16 | 매수 | 63,000 | | | | | | | |

## 엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이

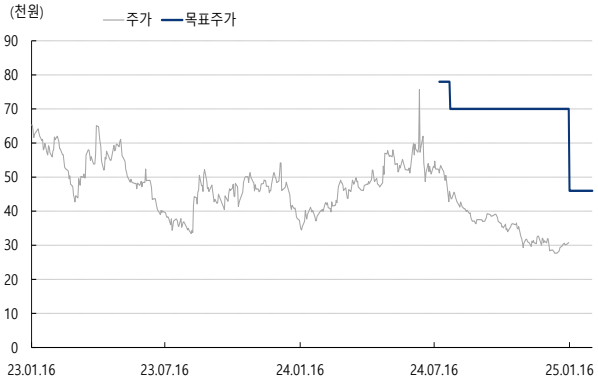



자료: 교보증권 리서치센터

## 엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2022.08.02 | 매수 | 450,000 | (15.58) | (9.22) | 2024.01.22 | Trading Buy | 220,000 | (14.59) | (3.29) |
| 2022.08.16 | 매수 | 450,000 | (22.49) | 3.23 | 2024.05.13 | Trading Buy | 230,000 | (20.56) | (4.55) |
| 2022.11.14 | 매수 | 530,000 | (14.58) | (9.53) | 2024.08.06 | Trading Buy | 200,000 | (3.32) | 10.91 |
| 2023.01.30 | 매수 | 580,000 | (25.38) | (22.23) | 2024.11.05 | Trading Buy | 255,000 | (18.59) | (7.37) |
| 2023.02.10 | 매수 | 580,000 | (31.69) | (21.98) | 2024.12.03 | Trading Buy | 271,000 | (35.39) | (10.84) |
| 2023.04.25 | 매수 | 400,000 | (5.04) | (11.38) | 2025.01.16 | Trading Buy | 230,000 | | |
| 2023.05.11 | Trading Buy | 440,000 | (39.06) | (13.26) | | | | | |
| 2023.07.25 | Trading Buy | 380,000 | (39.37) | (34.75) | | | | | |
| 2023.08.11 | Trading Buy | 320,000 | (31.86) | (21.44) | | | | | |
| 2023.10.18 | Trading Buy | 260,000 | (11.31) | (0.06) | | | | | |
| 2023.11.06 | Trading Buy | 290,000 | (19.36) | (3.20) | | | | | |

## 데브시스터즈 최근 2년간 목표주가 변동추이




자료: 교보증권 리서치센터

## 데브시스터즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2024.07.23 | 매수 | 78,000 | (56.34) | (46.07) | | | | | |
| 2024.08.07 | 매수 | 70,000 | (99.48) | (53.68) | | | | | |
| 2025.01.16 | 매수 | 46,000 | | | | | | | |

네오위즈 최근 2년간 목표주가 변동추이

자료: 교보증권 리서치센터

네오위즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 평균 | 괴리율 최고/최저 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2024.07.23 | 매수 | 28,000 | (38.26) | (28.44) | | | | | |

KYOBO Securities

# 감사합니다.

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2024.12.31

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|---|---|---|---|---|
| 비율 | 96.9% | 2.5% | 0.6% | 0.0% |

**[업종 투자의견]**

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

**[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)**

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하