

[인터넷/게임] 김동우 책임연구원 20210135@iprovest.com

결실의 4분기로 들어서며



Summary

- 주가 상승을 위해서 인터넷 섹터는 멀티플 리레이팅, 게임 섹터는 이익 추정치에 걸맞는 실질 성과 확인이 필요. 인터넷 섹터의 경우 중장기 이익 성장을 전제로 하는 멀티플의 상승이 제한적인 구간에 있었음. 이에 1) AI 서비스의 도입 및 고도화, 2) 스테이블코인을 통한 중장기 신성장 동력 확보로 멀티플 리레이팅 기대.
- AI 에이전트 시대로 전환 가속화될수록 1) UGC 콘텐츠, 2) 자체 오리지널 콘텐츠, 3) 시장 지배적 커머스 거래액 보유한 기업들의 희소성과 중요성 커질 것. 글로벌 쿼리 중 생성형 AI 비중은 23년 0.5%에서 25년 8~10%까지 상승했지만, Google로 대표되는 검색엔진의 성장과 Gemini, Chat GPT, Perplexity, Grok 등 AI 검색 성장 동행하는 구간. AI 검색 및 지배적인 검색 엔진(구글, 네이버 등) 트래픽과 광고 매출 증가 추이를 보이는 반면, 자체적인 콘텐츠(커뮤니티 기반 UGC 등) 생성치 못하는 단순 중개사이트의 직접 방문 트래픽은 감소. 해당 관점에서 NAVER를 인터넷 섹터 최선호주로 제시.
- 스테이블 코인은 국내 플랫폼 기업들의 신성장 동력이 될 것으로 기대. 네이버 파이낸셜은 두나무와의 협업 및 포괄적 지분교환을 통해 1) 거래소를 시작으로 NFT, DeFi, RWA 등 성장 동력 장착이 가능하며 2) 국내 결제에의 적용, 3) 크리에이터(웹툰, 치지직 등) 대상 마이크로페이먼트, 4) 크로스보더 C2C 거래 활성화, 5) AI 에이전트의 실현에 활용 가능. 카카오페이의 경우 a) 국내 결제 적용, b) 기존의 KYC 인증 지갑 기반 및 대규모 선불충전금 기반의 빠른 유저 확보, c) Alipay+ 등 글로벌 크로스보더 결제 얼라이언스를 통한 크로스보더 결제 가맹점 확보 및 해외 토큰화증권 사업 등 진출 용이. 또한 d) 카카오 역시 OpenAI 협업 하 AI에이전트 도입을 추진하는 만큼 다자간 에이전트 상호운용성 중시되는 결제 환경 하 AI 간의 결제 영역 침투 가능.
- 게임 섹터의 경우 4Q25~1Q26 장기간 기대작이었던 신작들의 출시가 이어져 이익 추정치 변동성이 클 것으로 예상. 해당 게임들은 아이온2(엔씨소프트), 몬걸: STAR DIVE(넷마블), 쿠키런: 오븐스매시(데브시스터즈), 일곱개의 대죄: 오리진(넷마블), 붉은사막(펄어비스)로 1) 대체로 26년 각 게임사 매출 추정치에서 비중이 높으며, 2) 그 성패가 해당 업체의 다른 신작 매출 추정치에도 영향을 미칠 개연성이 큼. 장르/지역 포트폴리오 다변화로 개별 게임의 비중이 높지 않으면서도 충분한 신작 모멘텀을 통한 업사이드를 갖추고 있고, 최근 2년간 섹터 내 최상위권의 hit-ratio를 보이고 있는 넷마블을 대형주 최선호주로 제시. 중소형 게임사 중에서는 Shape of Dreams, P의 거짓, 브라운더스트 2 등 자체 개발작 및 외부 IP 소싱을 모두 성공적으로 진행시켜 균형잡힌 포트폴리오를 갖춘 네오위즈를 최선호주로 제시.

Contents

인터넷

- I AI: **AI 서비스 도입/고도화와 메인 앱의 개편** ... 10pg
- II 스테이블 코인: **새로운 성장 동력** ... 16pg
- III 광고 & 커머스: **이익 추정치 레벨의 변수** ... 22pg

게임

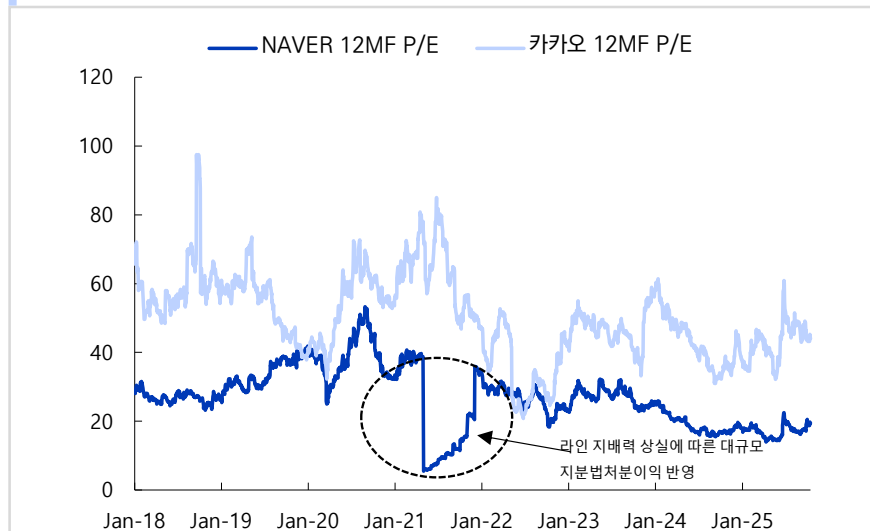
- I 드디어 출시될 '그 신작'들: **4Q25~1Q26 추정치 변동성 요소** ... 26pg
- II M&A와 IP 소싱: **빛을 보이기 시작하는 노력** ... 30pg

기업분석: 3Q25 Preview

- 인터넷 NAVER / 카카오 / NHN ... 35pg
- 게임 크래프톤 / 넷마블 / 엔씨소프트 / 시프트업 / 더블유게임즈 / 데브시스터즈 / 네오위즈 / 카카오게임즈 ... 46pg

Key Chart

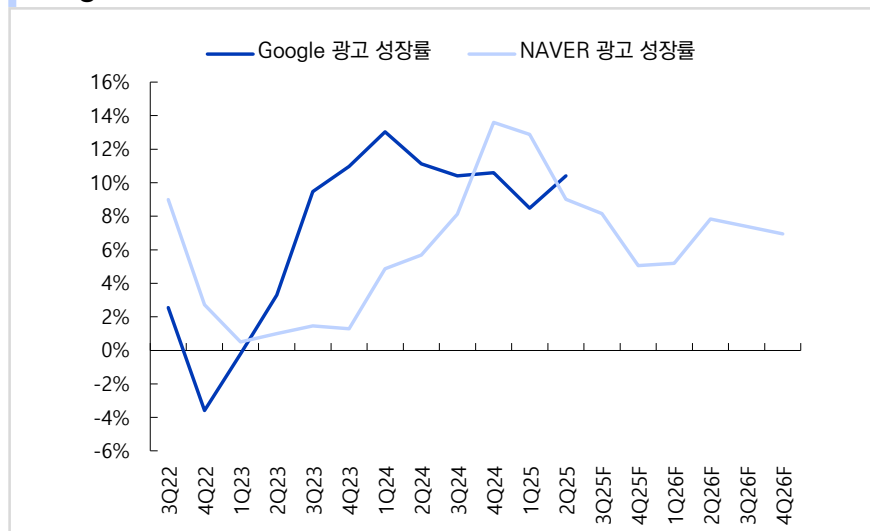
NAVER 및 카카오 12MF PER 추이



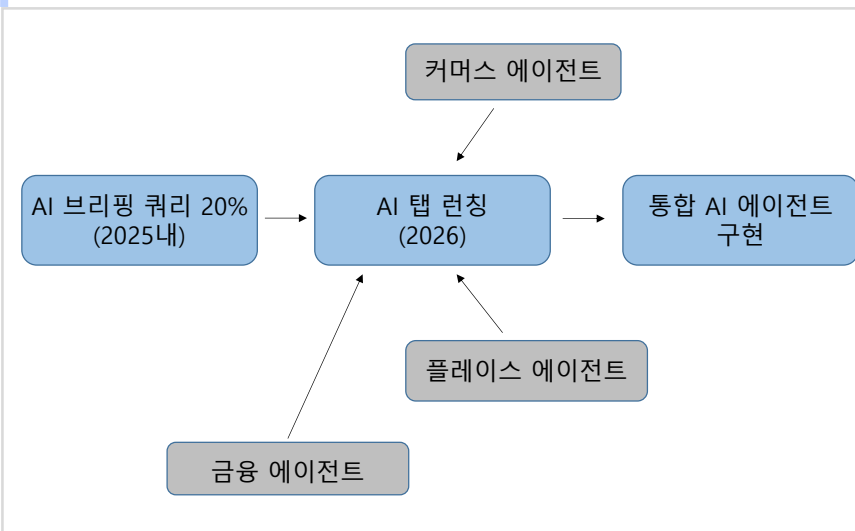
글로벌 전체 쿼리, 구글 쿼리, 생성형 AI 기반 검색 쿼리 비중 (일 기준)

연도	글로벌 전체 쿼리	구글 쿼리	Chat GPT 쿼리	생성형 AI 쿼리 비중 추정
2022	100~110억 건	약 85~87억 건	-	-
2023	110~120억 건	약 90억 건	연말 2,000만~3,000만 건	0.5% 미만
2024	120~130억 건	약 120억 건	약 3,750만 건	1~2%
2025	150~165억 건	약 140억 건	10억 건 이상	8~10%

Google 및 NAVER 광고 매출 성장률 추이 및 전망



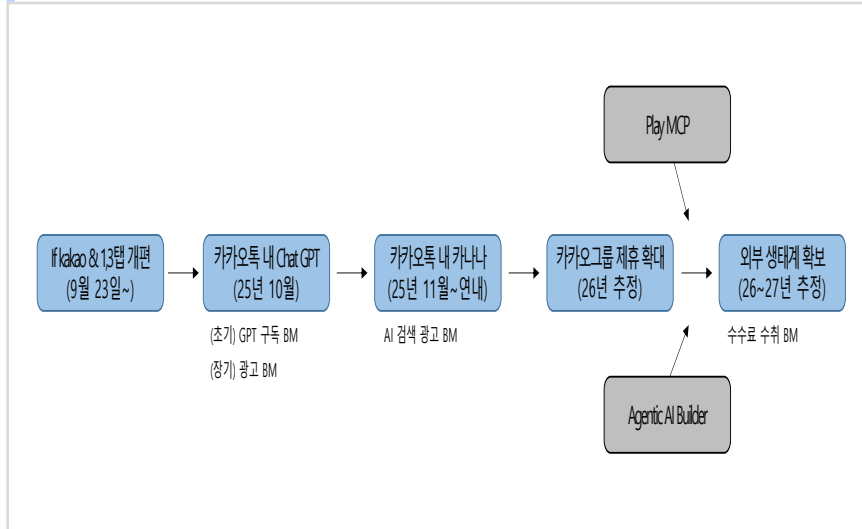
NAVER AI 서비스 도입 및 앱 개편 계획



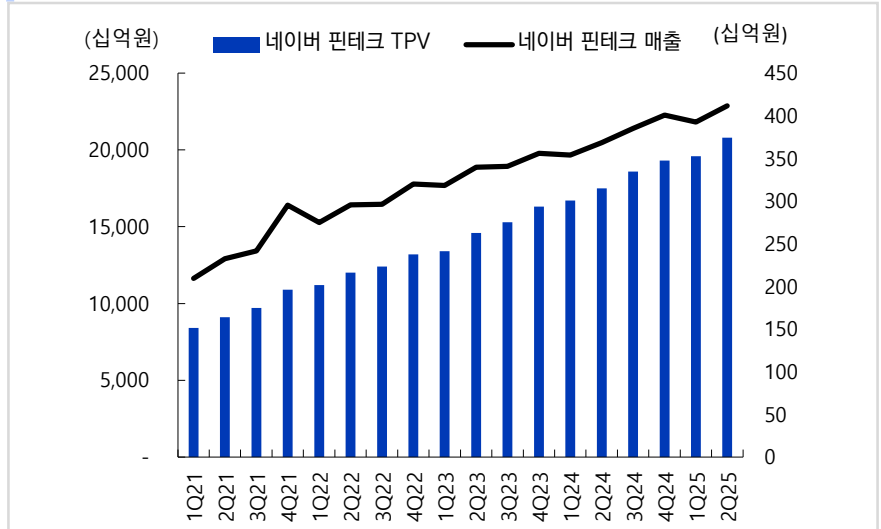
자료: Quantwise, NAVER, ExplodingTopics, Visual Capitalist, 교보증권 리서치센터

Key Chart

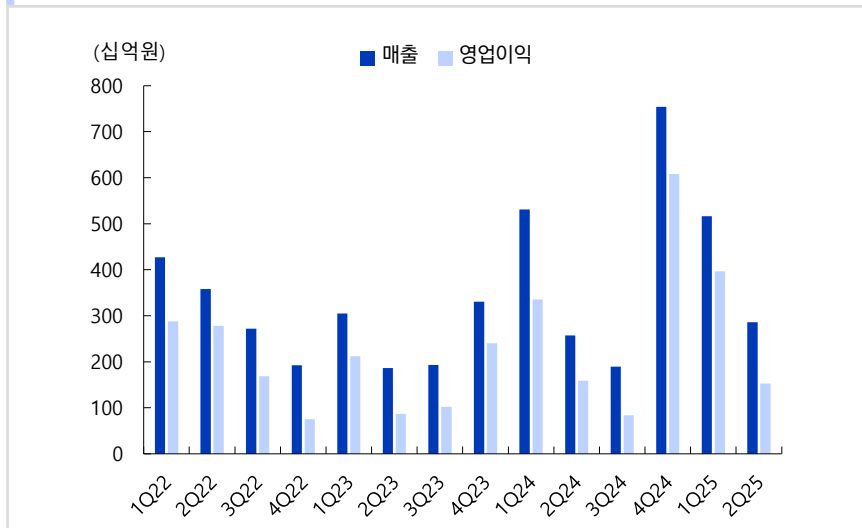
카카오 앱 개편 및 AI 서비스 도입 계획



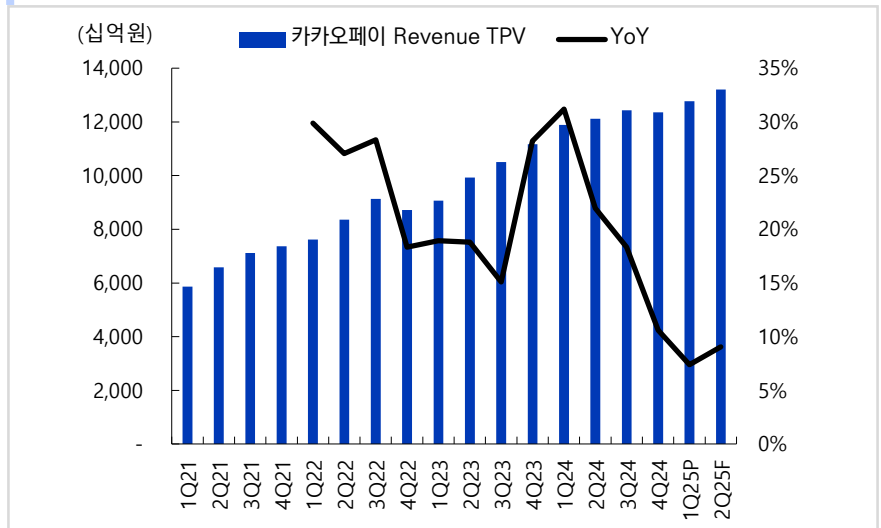
네이버 핀테크 분기별 TPV, 매출 추이



두나무 매출 및 영업이익 추이

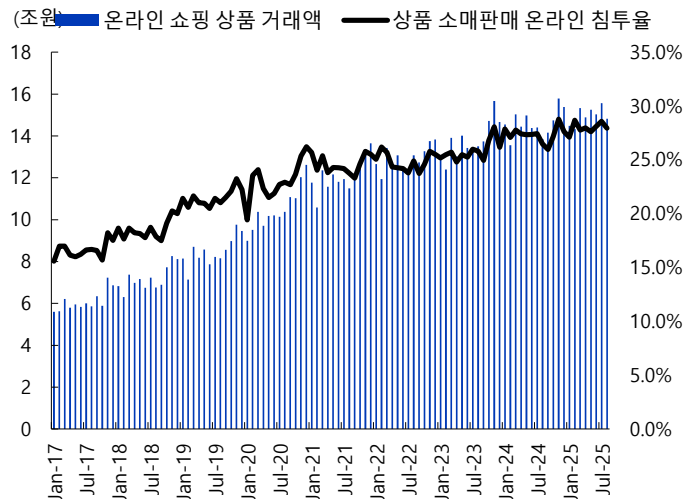


카카오 Revenue TPV 추이

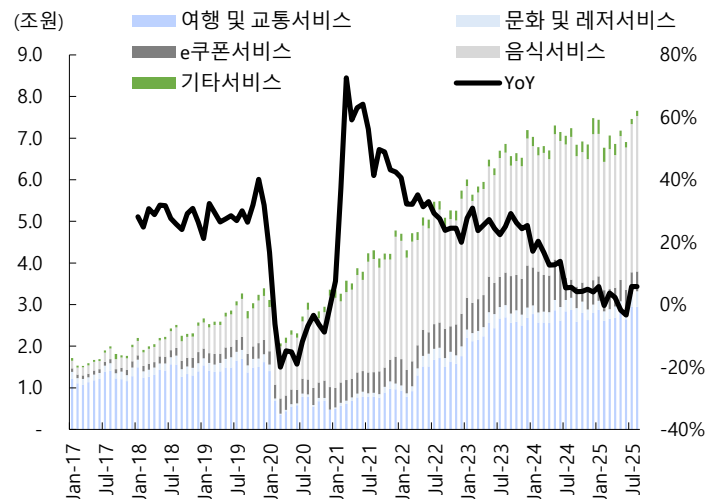


Key Chart

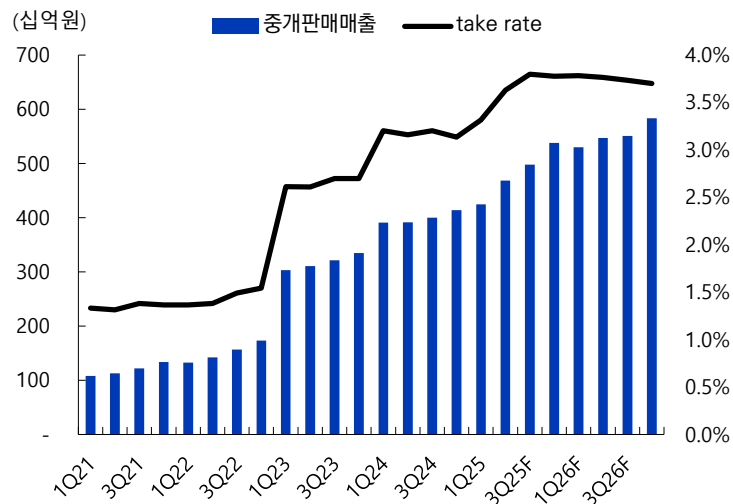
월별 국내 온라인쇼핑 상품 거래액 및 소매판매 침투율 추이



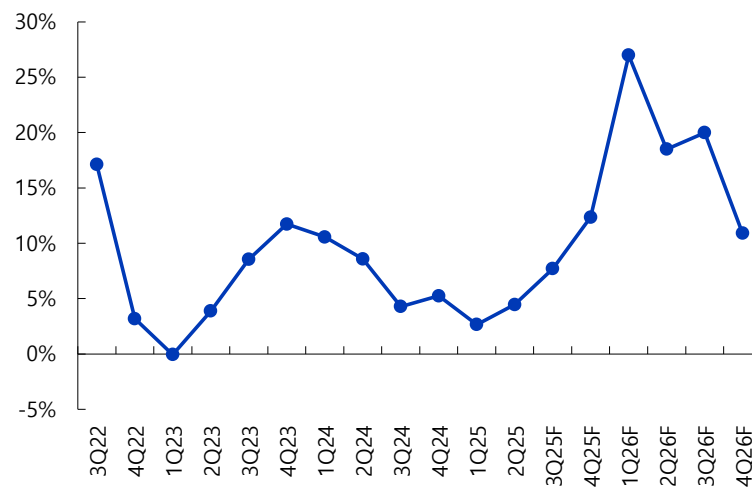
월별 국내 서비스 카테고리별 거래액 및 YoY 추이



NAVER 커머스 중개/판매 매출, blended take rate 추이 및 전망



카카오 톡비즈 광고 매출 성장률 추이 및 전망

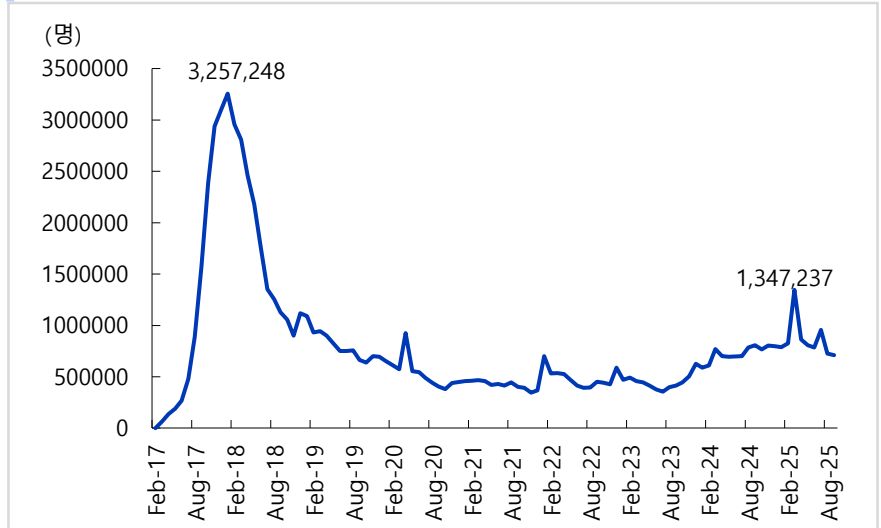


Key Chart

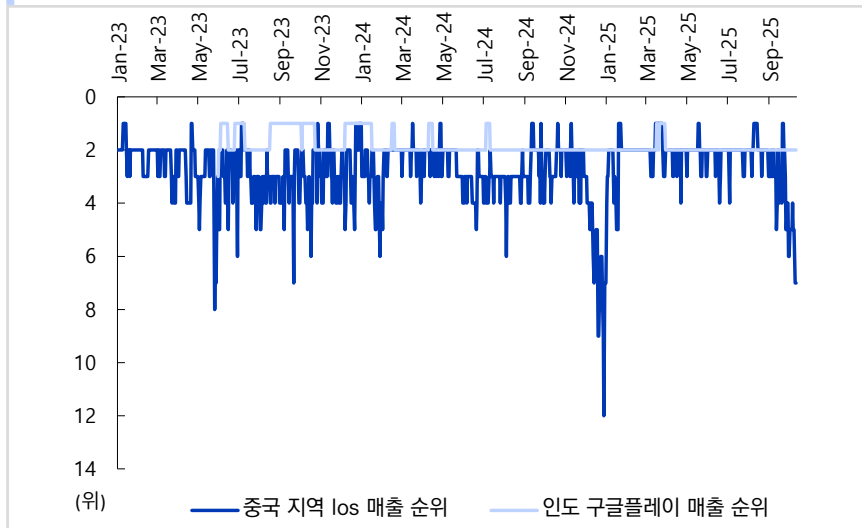
PUBG IP 기반 모바일게임 주요 지역별 매출 순위 추이

게임명	게임사	2026년 해당 게임 매출(추정)	2026년 게임사 예상 매출(추정)
아이온2	엔씨소프트	4,366억원 (26년 중 글로벌 출시 성과 포함)	2조 291억원
문갈: STAR DIVE	넷마블	1,133억원	2조 9,883억원
쿠키런: 오븐스매시	데브시스터즈	1,130억원	4,114억원
일곱개의 대죄: 오리진	넷마블	2,097억원	2조 9,883억원
붉은사막	펄어비스	2,767억원	6,020억원

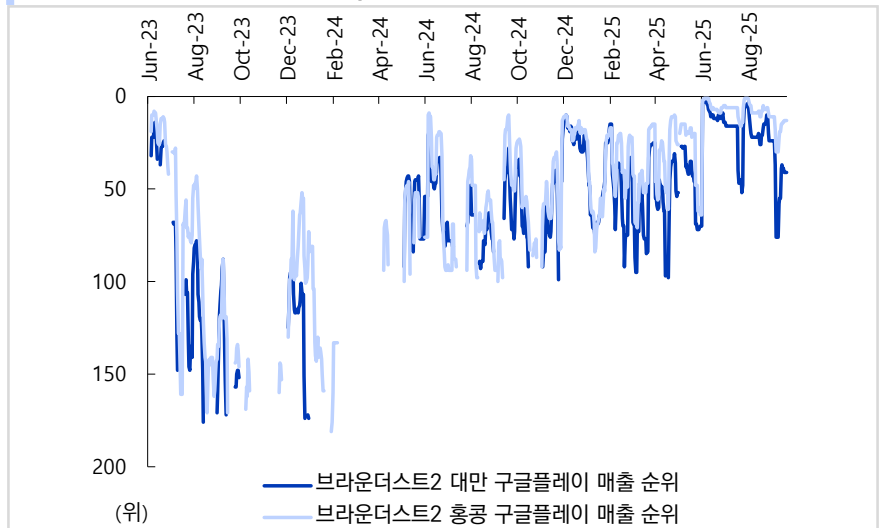
크래프트론 PUBG Steam 월별 최고동시접속자수 추이



PUBG IP 기반 모바일게임 주요 지역별 매출 순위 추이

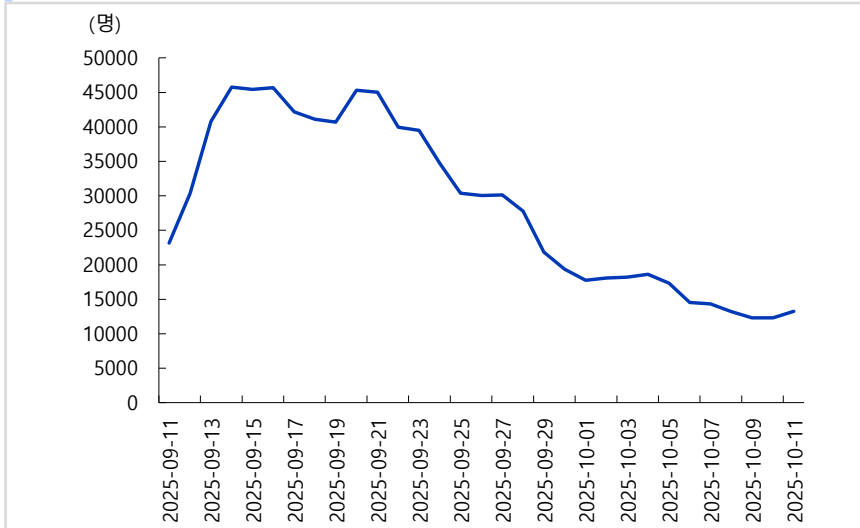


네오위즈 브라운더스트2 대만, 홍콩 구글플레이 매출 순위

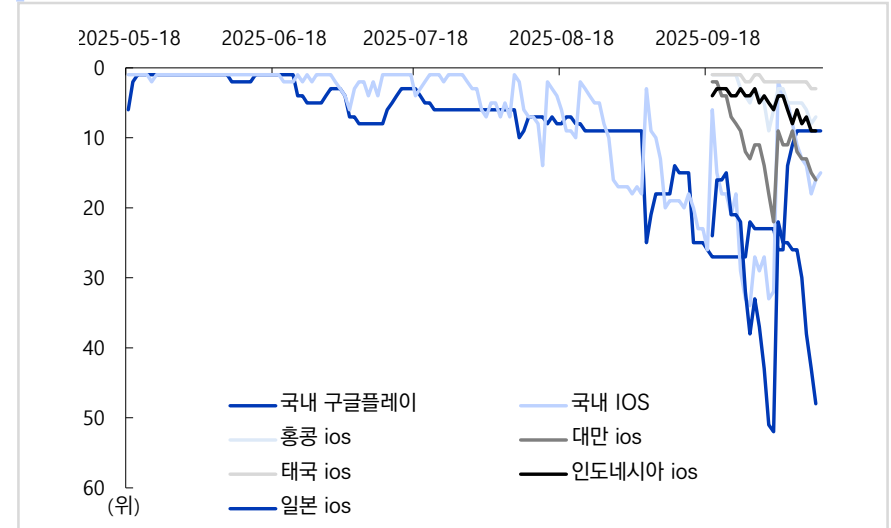


Key Chart

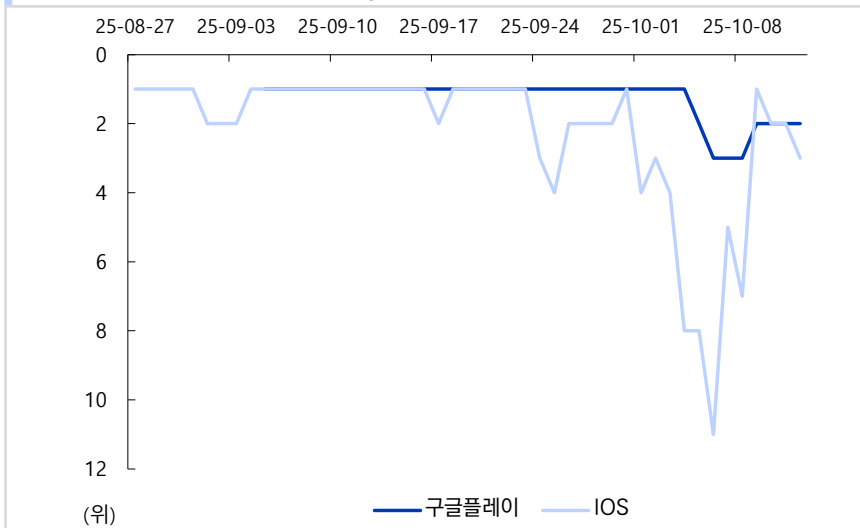
네오위즈 Shape of Dreams 일별 최고 동시접속자수 추이



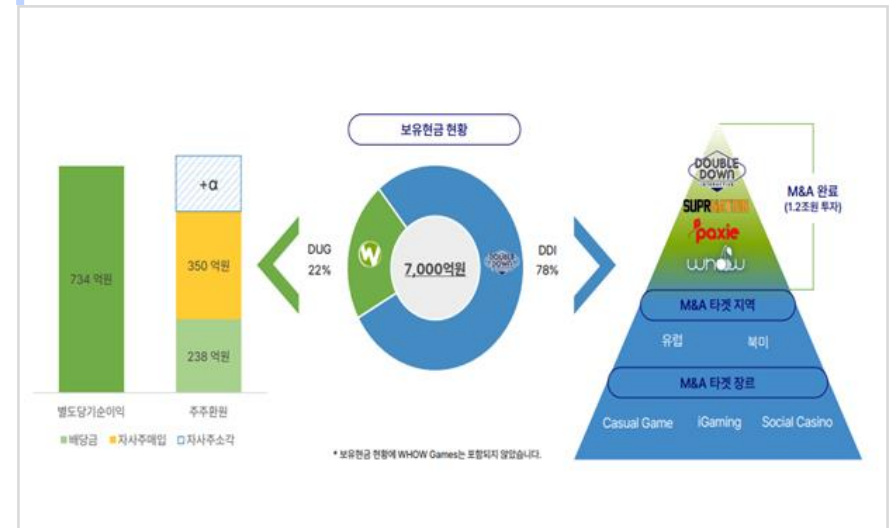
넷마블 세븐나이트 리버스 국내 및 글로벌 매출 순위 추이



넷마블 뱀피르 국내 구글플레이, ios 매출 순위 추이



더블유게임즈 주주가치 제고 방안



Key Chart

게임사별 4Q25~2026 신작 출시 일정

게임사	4Q25	1H26	2H26
크래프톤	- 라이벌스 호버 리그 (호버 기반 아레나 전투 액션) - 마이리틀퍼피 (힐링 어드벤처) - 덩کم (스위치 버전, 라이프 시뮬레이션)	- 블라인드스팟 (탑다운 뷰 전술 슈팅) - 덩کم 투게더 (모바일, 라이프 시뮬레이션) - 팰월드 모바일 (액션 어드벤처, 생존, 몬스터 포획) - 서브노티카2 (오픈월드 해양 어드벤처) - 인조이(라이프 시뮬레이션, 콘솔 버전)	
엔씨소프트	- 아이온2 (MMORPG)	- 브레이커스: 언락 더 월드 (애니메이션 RPG) - Time Takers (타임 서바이벌 히어로 슈터) - 레거시 IP 스펀오프 2종	- 신더시티 (슈팅) - 레거시 IP 스펀오프 2종
넷마블	- 몬칼: STAR DIVE (액션 RPG) - 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE (액션 RPG) - 스톤에이지: 펫월드 (수집형 RPG)	- 일곱 개의 대죄: Origin (오픈월드 RPG) - Project SOL (MMORPG) - 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획	- 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획
펄어비스		- 붉은사막 (오픈월드 액션 어드벤처)	
데브시스터즈	- 쿠키런: 오븐스매시 (대전 슈팅)	- Project CC (당사 예상 시기)	
네오위즈	- Kill the Shadow (내러티브 추리 어드벤처) - 고양이와 스프: 마법의 레시피 (시뮬레이션)	- 킹덤2 (MMORPG) - 안녕 서울: 이태원편 (퍼즐 플랫폼) - Wolfeye Studios 신작 (1인칭 RPG)	
더블유게임즈	- 팩시게임즈 신작 (Merge-2)	- 하이퍼캐주얼, iGaming 등 장르 신작	
카카오게임즈	- SM 스테이션 (SM 아이돌 IP 기반 캐주얼)	- 던전 어라이즈 (전략 어드벤처 RPG) - 프로젝트 Q (MMORPG) - 프로젝트 C (서브컬처 육성 시뮬레이션)	- 프로젝트 OQ (MMORPG) - 갓 세이브 버밍엄 (오픈월드 좀비 생존 시뮬레이션) - 아키에이지 크로니클 (온라인 액션 RPG) - 크로노 오디세이 (온라인 액션 RPG)
컴투스	- 더 스타라이트 (MMORPG, 3분기중 9월 18일 출시)	- 프로젝트 M (MORPG) - 데스티니 차일드 IP 기반 게임 (키우기 RPG) - 더 스타라이트 (MMORPG, 글로벌 출시) - 프로젝트 ES (MMORPG) - 프로젝트 MAIDEN (육성 시뮬레이션) - 도원암귀 크림슨 인페르노 (액션 RPG, 시기는 교보증권 추정)	
NHN		- 프로젝트 STAR (최애의 아이 IP 기반 퍼즐) - 프로젝트 G (IP 기반 RPG) - 프로젝트 MM (IP 기반 퍼즐) - 프로젝트 BA (IP 기반 RPG) - 토파즈 (도검난무 IP 기반 액션 퍼즐)	

3Q25 Preview : 결실의 4분기로 들어서며

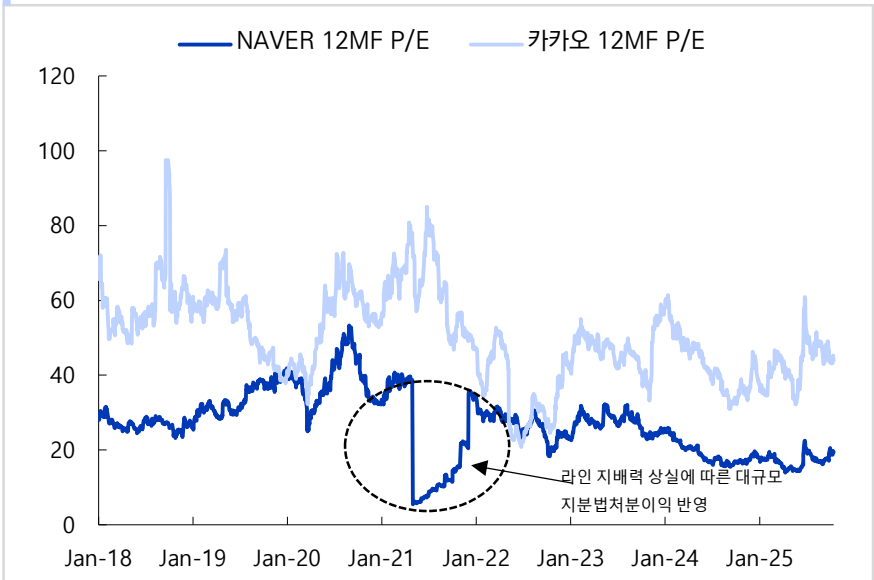
I. 인터넷 Part 1

: AI 서비스 도입/고도화와 메인 앱의 개편

[AI] AI 서비스의 도입 및 고도화, 이에 동행하는 앱 개편

- 국내 인터넷 업체들은 내수 시장(광고, 커머스) 내 기존 비즈니스 모델에서는 추가 성장 요인이 제한적이라는 시장의 판단으로 12MF PER 등 중장기 이익 성장을 전제로 하는 멀티플의 상승이 제한적인 구간에 있었음. 이에 AI 도입에 따른 트래픽 흐름과 검색 쿼리 등 유저의 행동 양식 변화에 대한 투자자들의 예상은 중장기 이익 성장성에 대한 예상으로 멀티플에 있어 가장 중요한 요소로 작용.
- 글로벌 쿼리 중 생성형 AI의 비중은 2023년 약 0.5%에서 2025년 약 8~10%까지 빠르게 상승. 점유율에 있어 생성형 AI 기반 검색의 비중이 빠르게 늘고 있지만 Google로 대표되는 검색엔진의 성장과 Gemini, Chat GPT, Perplexity, Grok 등 AI 검색의 성장이 동행하는 구간으로 판단. 생성형 AI 기반의 쿼리는 2024년 4분기 하루 1억건 이상으로 증가한 것으로 추정(Chat GPT 일일 쿼리 약 3,750만 건)되며, 2025년에 이르러서는 하루 15~20억건으로 추정됨(Chat GPT 일일 10억 건 이상 처리). 구글의 경우 2024년 전체 검색량은 YoY +21.6% 증가했으며, 2025년에도 AI Overview, AI Mode 등을 도입하며 일평균 137~140억 건의 쿼리를 처리하고 있음.

NAVER 및 카카오 12MF PER 추이



자료: Quantiwise, ExplodingTopics, Visual Capitalist, 교보증권 리서치센터.

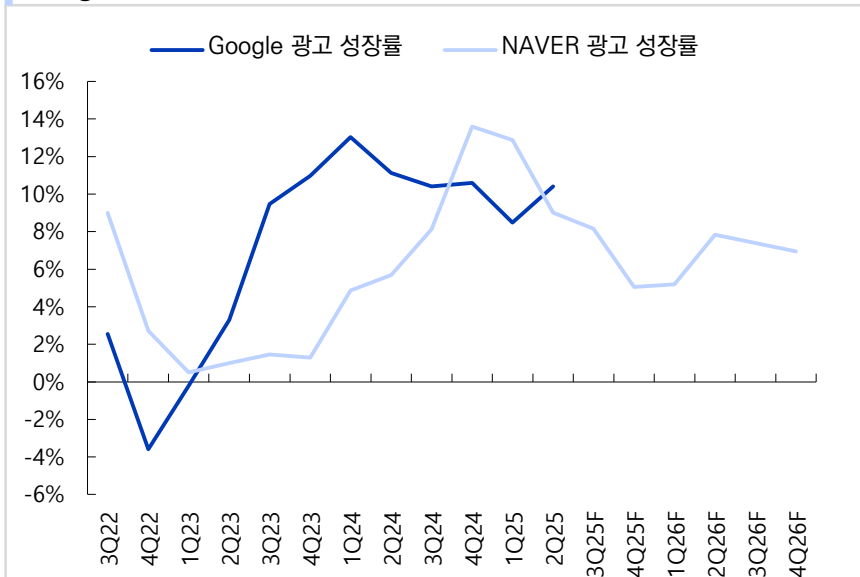
글로벌 전체 쿼리, 구글 쿼리, 생성형 AI 기반 검색 쿼리 비중 (일 기준)

연도	글로벌 전체 쿼리	구글 쿼리	Chat GPT 쿼리	생성형 AI 쿼리 비중 추정
2022	100~110억 건	약 85~87억 건	-	-
2023	110~120억 건	약 90억 건	연말 2,000만~3,000만 건	0.5% 미만
2024	120~130억 건	약 120억 건	약 3,750만 건	1~2%
2025	150~165억 건	약 140억 건	10억 건 이상	8~10%

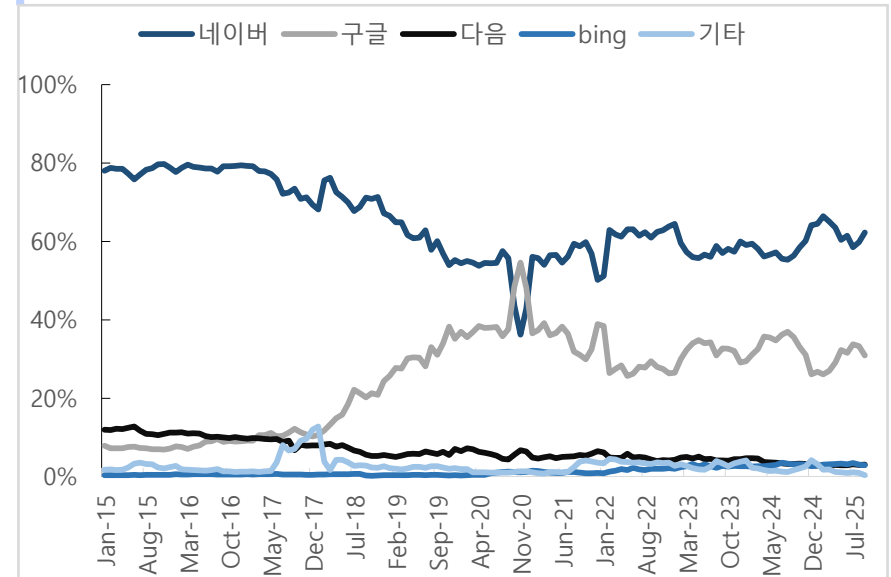
[AI] AI 서비스의 도입 및 고도화, 이에 동행하는 앱 개편

- 글로벌 AI 서비스 도입 본격화 이후 눈에 띄는 흐름은 AI 검색 및 지배적인 검색 엔진(구글, 네이버 등) 트래픽은 증가하고 해당 트래픽 기반의 광고 매출은 증가 추이를 보이는 반면, 자체적인 콘텐츠(커뮤니티 기반 UGC 등)를 생성하지 못하는 중개 사이트의 직접 방문 유인이 줄고 있다는 것. 국내의 경우 언론사, 중개형 포털/사이트는 AI형 검색 빈도 확대시 구글/네이버로부터의 간접 유입 트래픽 감소 전망.
- AI 에이전트의 시대로의 전환이 가속화될수록 1) UGC 콘텐츠, 2) 자체 오리지널 콘텐츠, 3) 시장 지배적인 커머스 거래액을 보유하고 있는 기업들은 그 희소성이 오히려 커질 것으로 전망. 동시에 변별력 없는 중개적 포지션의 플랫폼들로 유입되는 트래픽은 빠르게 줄어드는 양극화 현상이 나타날 것으로 전망. 이러한 흐름 하에서 국내 플랫폼 업체들은 a) 커뮤니티 기반의 공고화 b) AI 서비스 도입/고도화 따라 유저 트래픽, 체류시간 및 쿼리 확대를 꾀할 수 있는 상황.

Google 및 NAVER 광고 매출 성장률 추이 및 전망



국내 검색엔진 점유율 추이

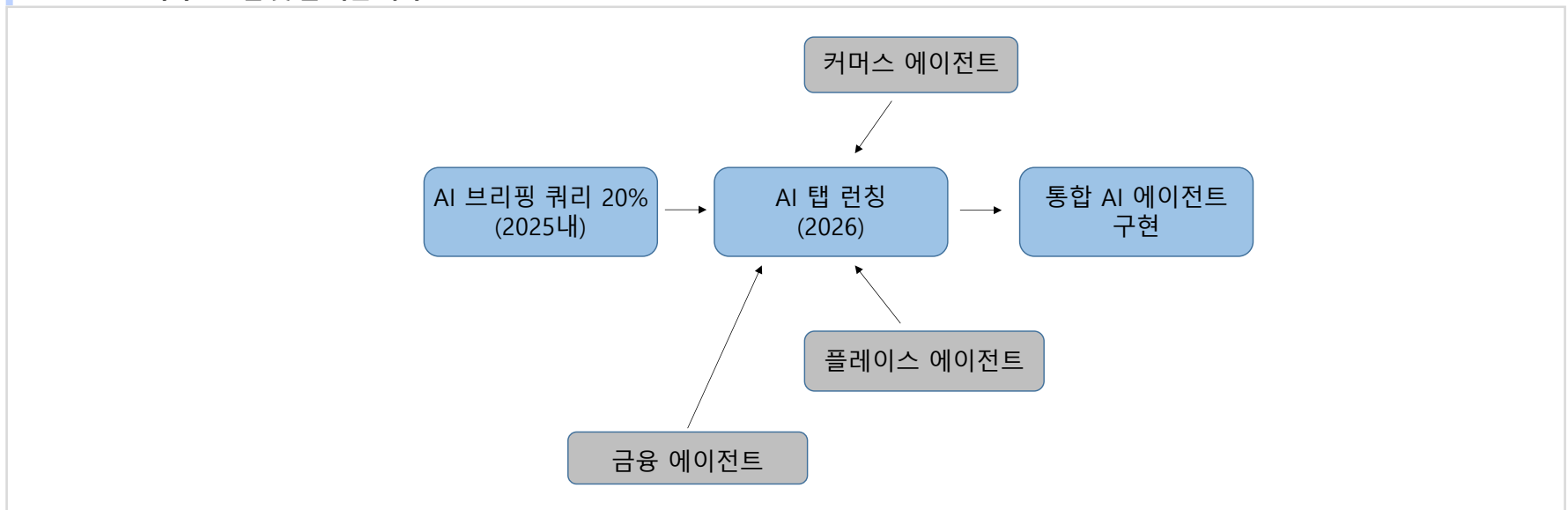


자료: Alphabet, NAVER, 인터넷트렌드, 교보증권 리서치센터. 주: NAVER 광고매출은 서치플랫폼+커머스광고 매출 합 기준

[AI] AI 서비스의 도입 및 고도화, 이에 동행하는 앱 개편

- NAVER의 경우 AI 브리핑 도입으로 비즈니스 영역에 한정된 쿼리에서 커뮤니티 기반의 블로그, 카페, 플레이스, 웹툰, 쇼핑 등 자체 커뮤니티 기반의 UGC를 바탕으로 비즈니스 외의 정보성 쿼리로 확장하고 있음. 1) 연내 AI 브리핑의 적용 쿼리 범위를 20%로 확장하고, 지속 확대해나갈 계획. 2) 26년에는 메인앱 내 AI 탭 신설 후 AI 검색 서비스 제공, 3) 버티컬(쇼핑, 플레이스, 금융 등) AI 에이전트 도입 후 4) 중기적으로 통합 AI 에이전트를 출시할 계획. 처음부터 통합 AI 에이전트를 도입하는 것 대비 초반에는 버티컬 특화 에이전트를 도입함으로써 컨텍스트 파악이 쉬워짐에 따른 응답 시간과 추론 비용, 학습에 들어가는 자원이 절감될 수 있다는 이점. 당사는 NAVER가 버티컬 영역별 개별 에이전트의 유저 이용성 확보 후 AI 탭 내 통합 에이전트로 조합하는 방향성을 예상. 유저 친화적인 AI 에이전트 도입을 중점시켜나가는 전략으로 성공 가능성이 높다고 판단. 25년 11월 6~7일 DAN 2025에서의 형상 및 로드맵 구체화가 멀티플 리레이팅 모멘텀이 될 수 있다고 판단. 또한 해당 행사에서는 네이버 로봇 클라우드 'ARC'와 웹 기반 로봇 OS 'ARC Mind'를 연동해 구동되는 소형 휴머노이드 로봇이 공개될 예정으로 엔터프라이즈 부문의 장기 신성장동력에 대한 기대감도 형성 가능.

NAVER AI 서비스 도입 및 앱 개편 계획

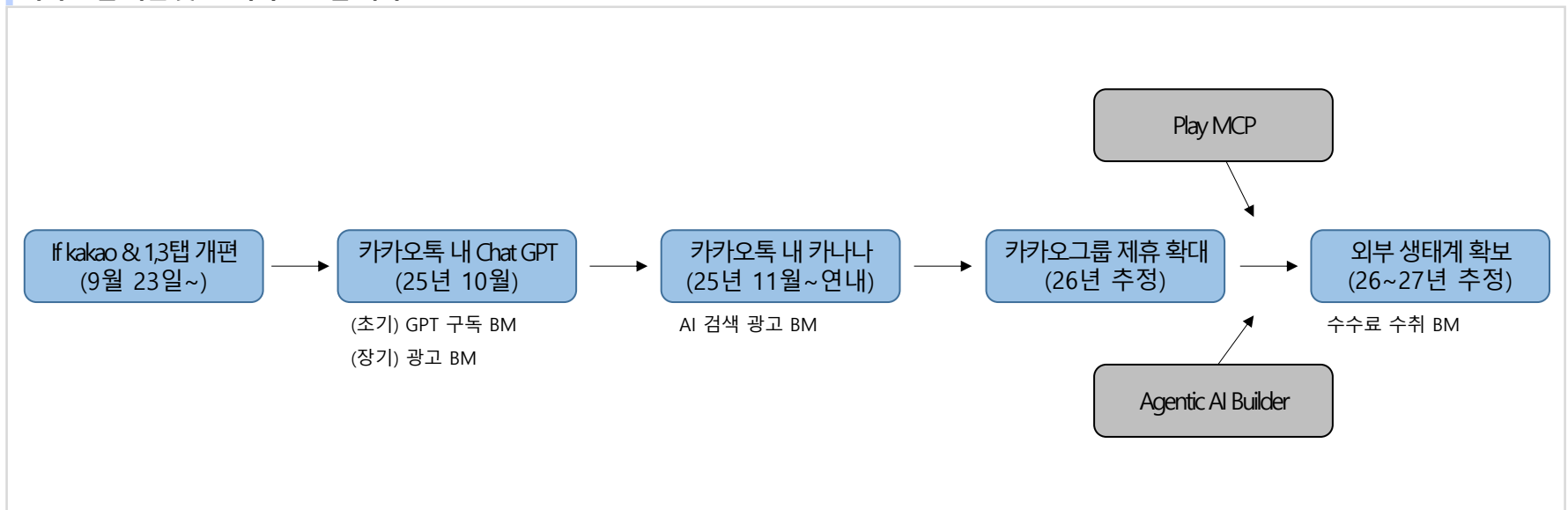


자료: NAVER, 교보증권 리서치센터.

[AI] AI 서비스의 도입 및 고도화, 이에 동행하는 앱 개편

- 카카오는 검색 시장에서의 점유율이 크지 않았던 만큼 AI 도입에 따른 유저의 탐색 과정 확보시 이득이 클 것으로 전망. 크게 1) 카카오톡 내 카나나와 2) 카카오톡 내 Chat GPT 사용을 중심으로 서비스 전략 제시. 카카오톡 내 카나나는 경량화된 온디바이스 AI를 바탕으로 사용자 간 대화 맥락을 파악해 AI가 도움을 줄 수 있는 제안을 스스로 하는 AI 서비스. 초기(4Q25)에는 카카오 맵, 예약하기, 멜론, 선물하기, 톡캘린더 등 생활 밀착형 서비스 먼저 적용되겠지만 이후(2026년 예상) 카카오톡, 페이, 엔터테인먼트, 프로필, 톡딜 등 카카오그룹 제휴 서비스로 확대, 최종적으로는 'Play MCP' 기반으로 외부 연동되어 만들어진 툴을 'Agentic AI Builder'를 통해 AI 에이전트로 구현해 외부 서비스 생태계에까지 적용하는 것을 로드맵으로 제시. 수익화 모델은 '카나나 검색'을 기반으로 한 광고 매출, 중기적으로 (2027년 이후) AI 에이전트 외부 생태계 확보시 발생 거래액에 대한 수수료 수취 모델이 추가 될 것으로 전망.

카카오 앱 개편 및 AI 서비스 도입 계획

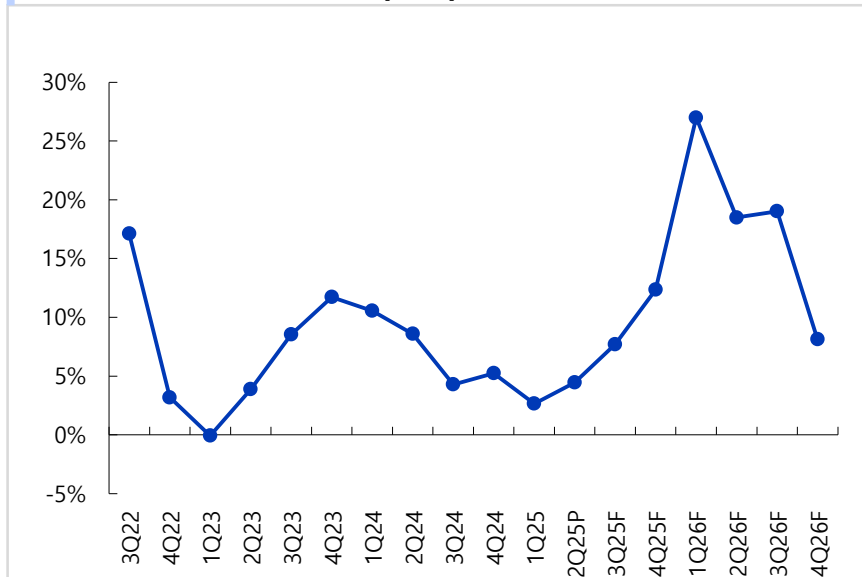


자료: 카카오, 교보증권 리서치센터.

[AI] AI 서비스의 도입 및 고도화, 이에 동행하는 앱 개편

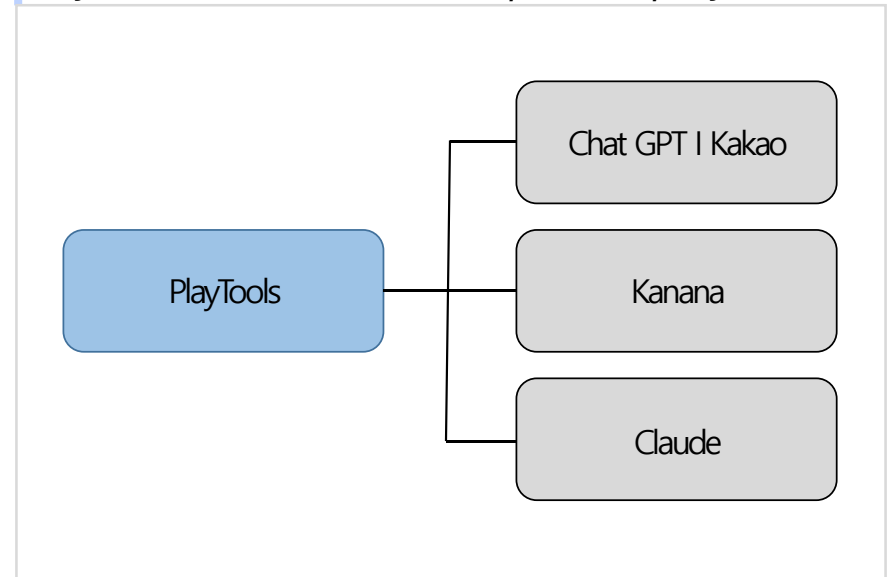
- 카카오톡 내 Chat GPT는 채팅탭 내 Chat GPT 폴더에서 GPT-5를 사용 가능. 대화, 검색, 이미지파일 업로드/생성이 가능하고 그 답변을 카카오톡 대화방으로 바로 공유 가능. 대화 내용을 Chat GPT에게 보내고, 해당 답변을 다시 대화방으로 공유하는 유기적 연결이 구현되며 향후 내/외부 생태계로 확장 가능한 구조. 수익 모델은 단기적으로는 Chat GPT 구독 BM, 트래픽 확보 이후에는 광고 BM으로 확장 전망. 구독 모델의 경우 기존 존재했던 톡클라우드, 이모티콘 플러스, 멜론 등 구독 모델과의 번들링을 통해 초기 구독자 확보가 가능할 것으로 전망.
- 3탭(발견 탭)의 숏폼 미디어 활용 통해 4Q25 체류시간 +20% 증대, 톡비즈 광고 매출 YoY +12.4% 가능할 것으로 전망. 1탭 개편 이후 부정적인 유저 피드백 반영으로 피드와 친구 목록을 분리 배치하고, 기본 셋팅이 친구 목록이 보이는 방향으로 재 업데이트 예정.

카카오 톡비즈 광고 매출 성장률(YoY) 추이 및 전망



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터.

Play Tools 통해 카카오톡 내 Chat GPT, 외부서비스, Play MCP 연결



3Q25 Preview : 결실의 4분기로 들어서며

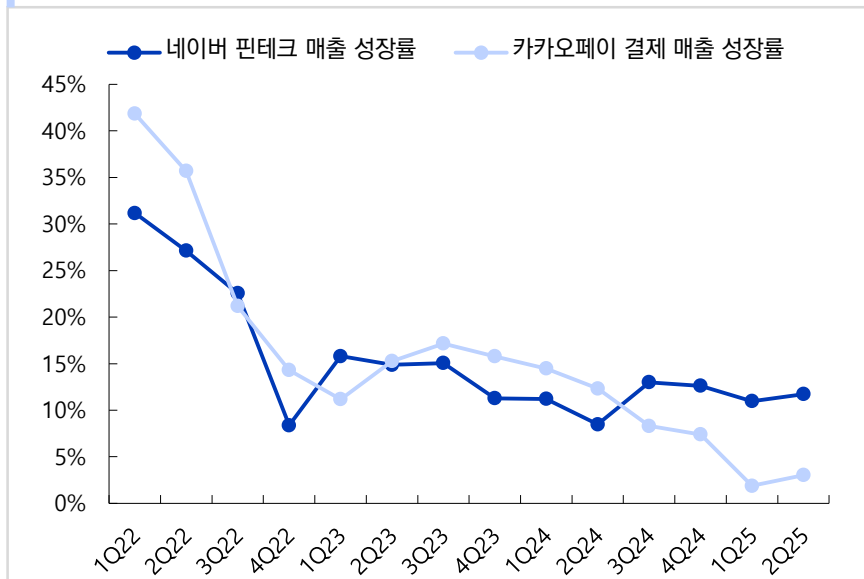
II. 인터넷 Part 2

: 스테이블 코인 - 새로운 성장 동력

[스테이블 코인] 플랫폼 업체의 새로운 멀티플 리레이팅 요소

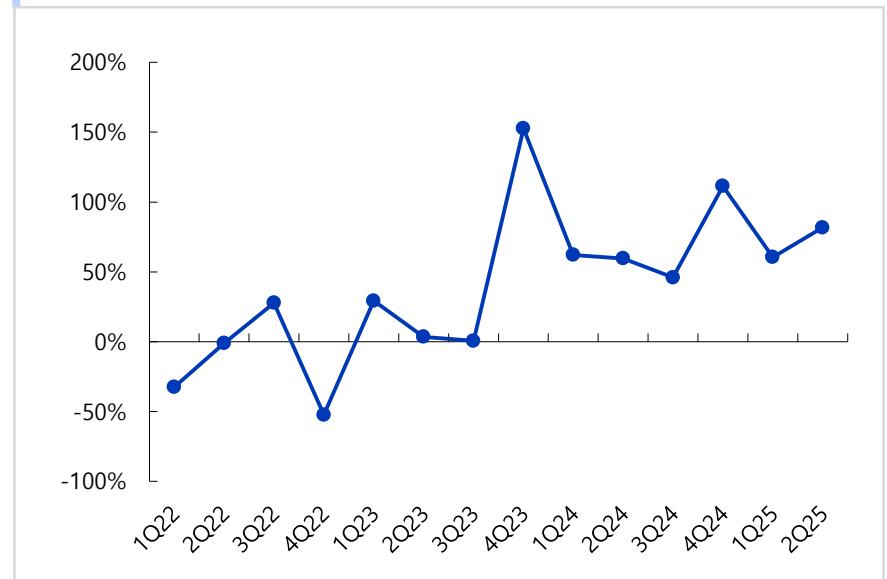
- 국내 플랫폼 업체들의 간편결제 사업은 외부 가맹점 확장, 오프라인 결제처 확보, 크로스보더(인/아웃바운드) 결제액 확보를 통해 지속 확장하고 있으나, 결제 사업의 매출 성장 자체는 둔화되고 있었던 것이 사실. 카카오페이의 경우 금융서비스에 있어 플랫폼 기능을 하는 것과 동시에 증권, 보험 등 자회사를 통한 금융서비스 진출을 통해서 매출 고성장을 실현하고 있음. 반면 네이버파이낸셜의 경우 자체적인 증권 라이선스를 취득하기보다는 플랫폼으로서의 역할에 보다 집중해 증권사 트레이딩 서비스에 대한 중개를 제공하고 광고 매출 등을 창출하고자 했으나 규제(자본시장법, 금융소비자 보호에 관한 법률 등)의 이유로 정체 상태에 있었음.
- 연내 1) 원화 기반 스테이블코인의 발행 및 유통, 2) 달러 등 외화 기반 스테이블코인의 유통 규제에 대한 법안이 마련되어 기업들의 실질적인 행동반경을 정의할 것으로 예상. 이에 따라 신규 비즈니스 모델 마련에 따른 플랫폼사들의 멀티플 리레이팅 가능할 것으로 전망.

네이버 및 카카오페이 결제 매출 성장률 추이



자료: NAVER, 카카오페이, 교보증권 리서치센터.

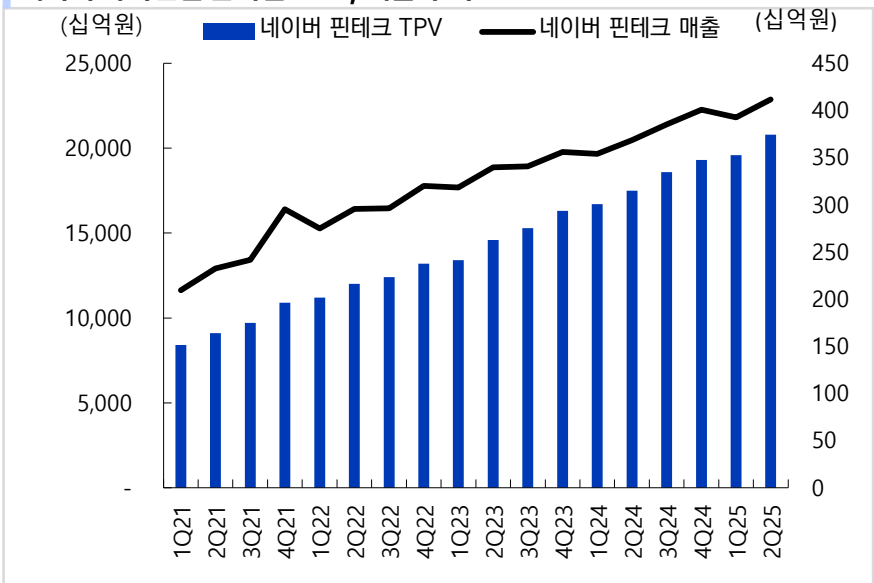
카카오페이 금융서비스 매출 및 YoY 성장률 추이



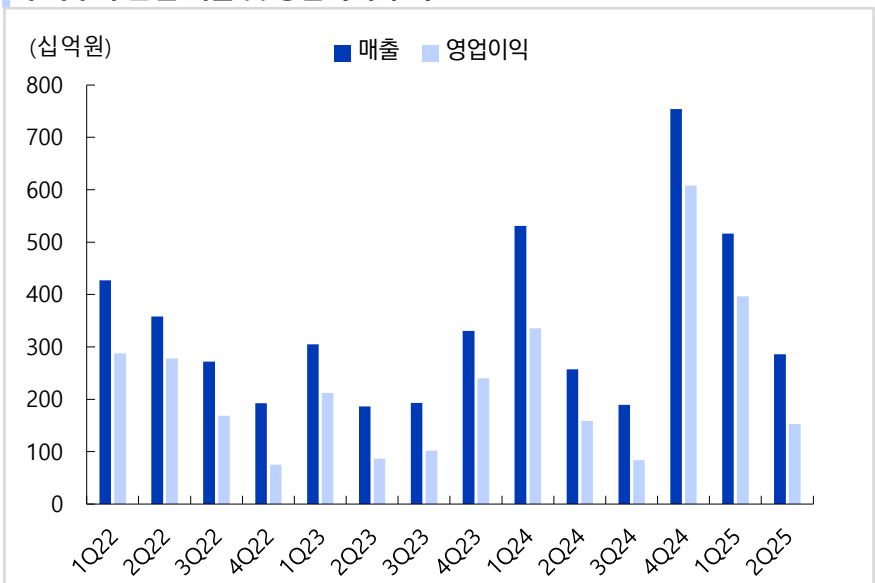
[스테이블 코인] 플랫폼 업체의 새로운 멀티플 리레이팅 요소

- 스테이블 코인 시장 본격 개화는 네이버에게 1) 국내 결제에의 적용, 2) 크리에이터(웹툰, 치지직 등)에 대한 마이크로페이먼트, 3) 크로스보더 C2C 거래 활성화, 4) AI 에이전트의 실현 등 새로운 미래 이익 성장 요인이 될 것으로 판단. 무엇보다 네이버 파이낸셜과 두나무와의 포괄적 주식 교환 등 여러 방안이 논의되고 있어 최소한 양사의 고강도 협력은 확실한 방향성. 만약 두나무-네이버파이낸셜 합병 법인이 네이버 산하 연결편입시 1차적으로는 매출, 영업이익, 지배순이익 편입효과로 네이버의 이익 체력 증대 예상되며 5) 차기 성장 동력이 불분명했던 네이버 파이낸셜은 거래소를 시작으로 NFT, 스테이킹 포함 DeFi, RWA 등 신성장 동력 장착 기대.
- 1) 국내 결제의 경우 네이버쇼핑 및 포괄적인 외부생태계를 기반으로 한 국내 최대 간편결제 TPV(2024년 연간 72.1조원, 2025년 85.2조원 전망)를 기반으로 스테이블 코인 결제 생태계 형성에 있어서 가장 중요한 유저 접점을 제시할 수 있을 것으로 전망. 발행 사업을 담당하게 될 경우 발생하는 이자수익 외에도, 결제 적용을 통해 신용카드사 및 PG사에 지불하던 중간수수료의 절감이 가능하고 커머스 입점 셀러에 대한 실시간 정산도 가능해져 셀러 락인 강화 예상.

네이버 파이낸셜 분기별 TPV, 매출 추이



두나무 부문별 매출 및 영업이익 추이

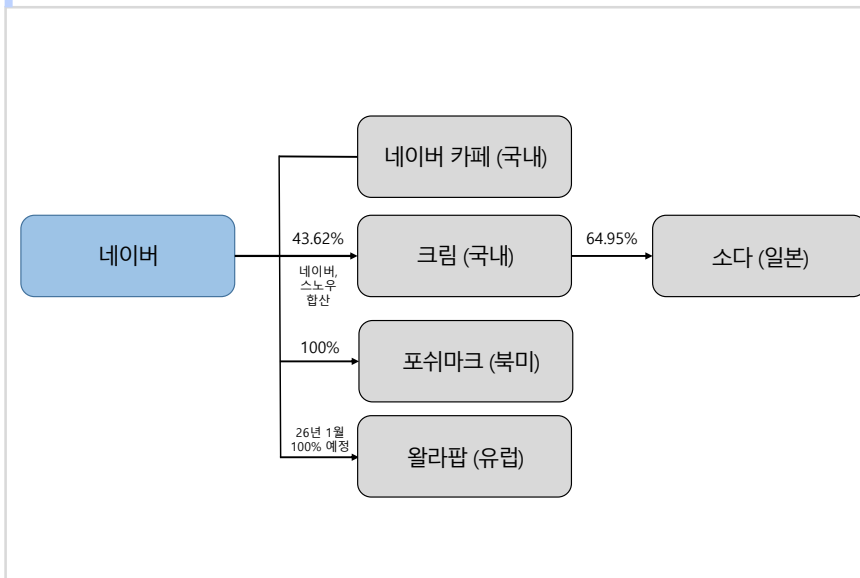


자료: Quantiwise, ExplodingTopics, Visual Capitalist, 교보증권 리서치센터.

[스테이블 코인] 플랫폼 업체의 새로운 멀티플 리레이팅 요소

- 2) 창작자 생태계에 있어서는 웹툰, 치지직 등 국내외 크리에이터에 대한 마이크로 트랜잭션의 실현으로 플랫폼 경쟁력 제고가 가능할 것으로 전망. 독자들이 웹툰/웹소설 작품의 특정 회차 혹은 스트리머에 대한 특정 구독권을 소규모로 구매할 때마다 스마트 컨트랙트 기반의 마이크로 페이먼트를 통한 창작자에 대한 실시간 정산이 이루어져 정산 주기의 단축과 창작 동기의 강화가 가능할 것으로 전망.
- 3) C2C 커머스에 있어 스테이블코인은 개인간 거래의 글로벌화와 신뢰도 제고를 가능케 할 것으로 전망. 네이버는 이미 카페를 통한 거래 시스템에 네이버페이 안전결제를 통합해 인증과 에스프로 결제, 이상거래 모니터링 등을 제공하고 있으며, 크림(한국), 소다(일본), 포쉬마크(북미), 왈라팝(유럽) 등 C2C 플랫폼을 확보. 스테이블코인의 스마트 컨트랙트를 통해 개인간 거래의 신뢰도를 제고하고, 해외 거래시 발생하는 환전 및 송금 수수료 및 복잡한 절차를 개선 가능해 권역간 C2C 거래도 활성화 가능할 것으로 기대.

네이버 산하 C2C 커머스 플랫폼 현황



카페 거래 시스템에 통합된 네이버페이 안전 거래 솔루션

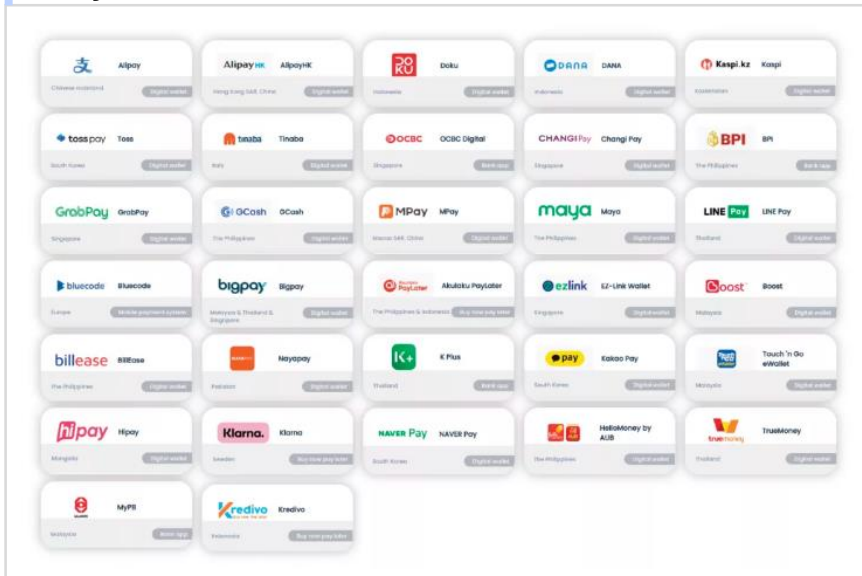
	기존 안전결제	25년 9월 24일 이후 안전거래
네이버인증서	선택	인증서 사용자만 거래 가능
구매인증	X	네이버페이 결제 기반 구매 이력 인증
상품노출	X	N플리마켓에도 노출 제공
거래 편의	X	거래 제안, 상품 통합 관리, 택배 예약
결제 수단	계좌 간편결제, 무통장 입금	계좌 간편결제, 무통장 입금, Npay 머니 충전 결제
수수료	최대 1.65%	3.5%(오픈 혜택 2.2%)
분쟁 조정	X	구매일로부터 구매확정 이후 30일 이내 신청시

자료: NAVER, 언론보도 취합, 교보증권 리서치센터.

[스테이블 코인] 플랫폼 업체의 새로운 멀티플 리레이팅 요소

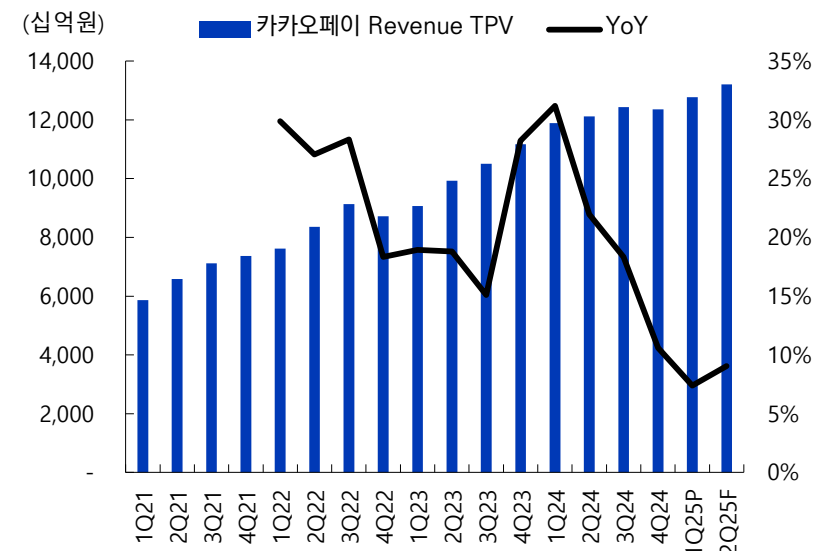
- 카카오페이의 경우 1) 국내 결제에 있어서는 네이버와 마찬가지로 다수의 가맹점 기반으로 스테이블 코인 결제 접점을 제공하며 카드 및 PG 수수료의 절감이 가능할 것으로 기대하며, 2) 약 2조원의 선불충전금(별도+페이증권)과 기존의 KYC 인증 지갑 기반으로 유저 기반의 빠른 확보에도 유리하다고 판단. 또한 3) Alipay+ 등 글로벌 크로스보더 결제 솔루션을 통해 중국의 Alipay, 일본의 PayPay, 필리핀의 Gcash, 태국 TrueMoney, 베트남 ZaloPay 등 다자간 글로벌 간편결제 서비스 협력(가맹점 인프라 공유 등) 이어온 만큼 스테이블 코인 도입의 이점이 큰 크로스보더 결제 가맹점 확보, 해외 토큰화증권 사업 등 글로벌 진출이 상대적으로 용이할 것으로 전망. 무엇보다 4) 카카오 역시 OpenAI와의 협업 하에 외부 생태계를 포괄하는 AI 에이전트 도입을 4Q25부터 추진하고 있는 만큼, 다자간 에이전트들의 상호운용성이 중시되는 결제 환경 하에서 스테이블코인 도입에 따른 신규 거래액 확보가 가능. 즉, 사람 간의 결제 뿐 아니라 AI간의 결제 영역까지 포섭할 수 있는 플랫폼으로 확장 가능.

Alipay + 주요 협력사



자료: Alipay, 카카오페이, 교보증권 리서치센터.

카카오페이 TPV 추이 및 전망



3Q25 Preview : 결실의 4분기로 들어서며

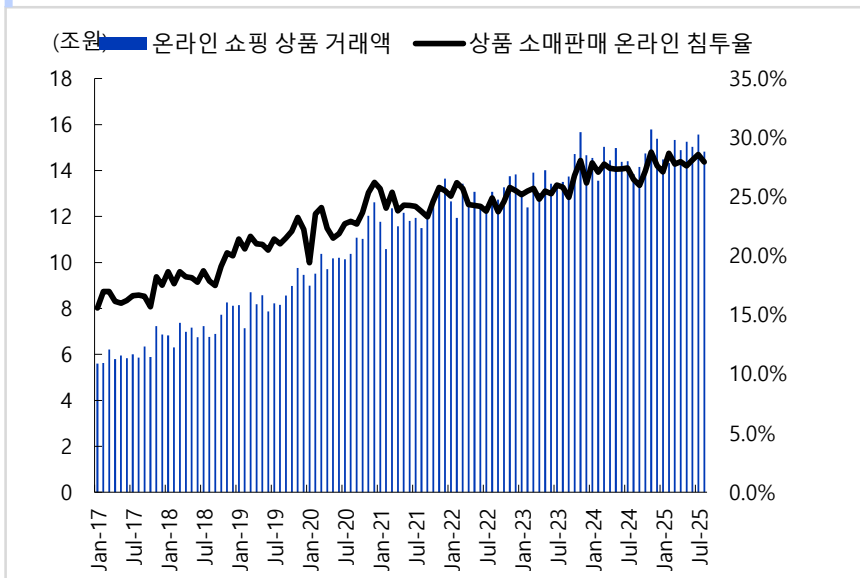
III. 인터넷 Part 3

: 광고 & 커머스: 이익 추정치 레벨의 변수

[광고&커머스] 2H25~2026 이익 추정치의 가장 큰 변수

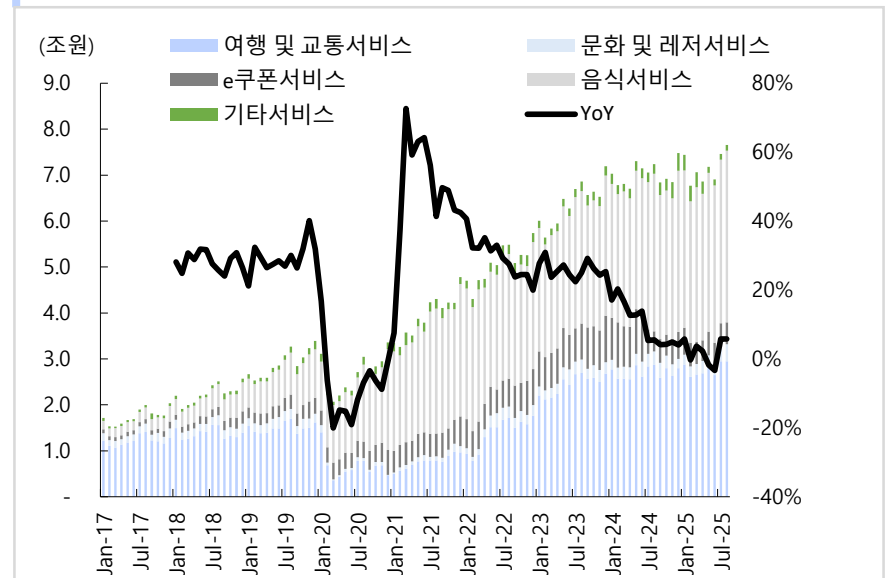
- AI 서비스 도입/확장과 스테이블 코인 도입에 따른 사업 영역 확장이 국내 플랫폼사들의 정체되었던 multiple을 리레이팅 할 수 있는 모멘텀이라면, 국내 내수(광고&커머스) 시장에서의 경쟁력은 2H25~2026년 이익 추정치를 결정짓는 요소.
- 국내 온라인 광고 시장이 여전히 반등을 못하고 있는 가운데, 국내 플랫폼사(네이버, 카카오)들은 1) 앱 개편을 통한 체류시간 증대와 지면 확보, 2) AI 기반 광고 캠페인 자동화와 타겟팅 효율 개선을 통한 ROAS 제고, 3) AI 서비스 도입을 통한 유저 탐색 과정 침투를 시도.
- 국내 온라인쇼핑 거래액은 2H25 정부 소비쿠폰 지급, 전년 하반기의 부정적 기저 해소, 여전히 진행되고 있는 온라인 쇼핑 침투율 상승 영향으로 25년 7~8월 YoY +7%를 기록. 동기간 카테고리별로는 음식료품(+9.1%), 농축수산물(+12.6%), 화장품(YoY +9.6%), 문화 및 레저서비스(YoY +21.3%), 음식서비스(YoY +9.9%)가 성장을 견인.

월별 국내 온라인쇼핑 상품 거래액 및 소매판매 침투율 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터.

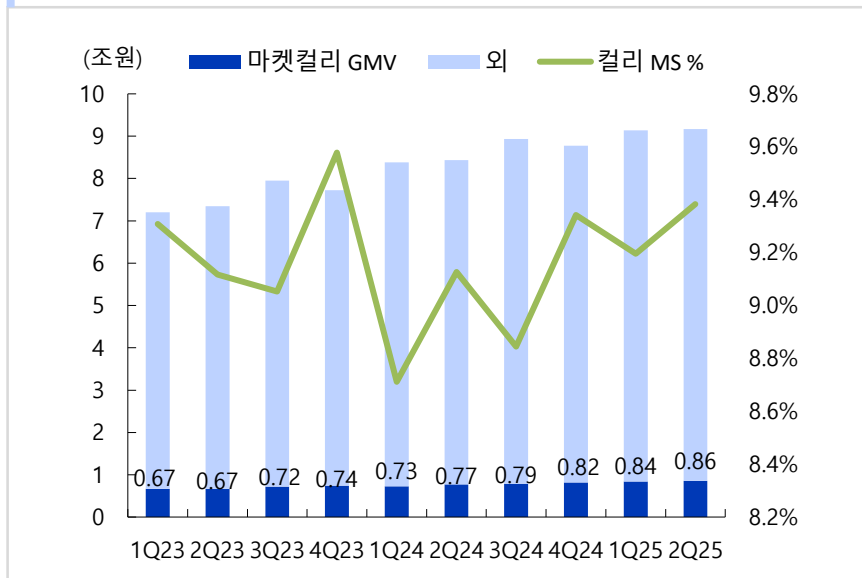
월별 국내 서비스 카테고리별 거래액 및 YoY 추이



[광고&커머스] 네이버 - 커머스 중개 매출 위주 성장 예상

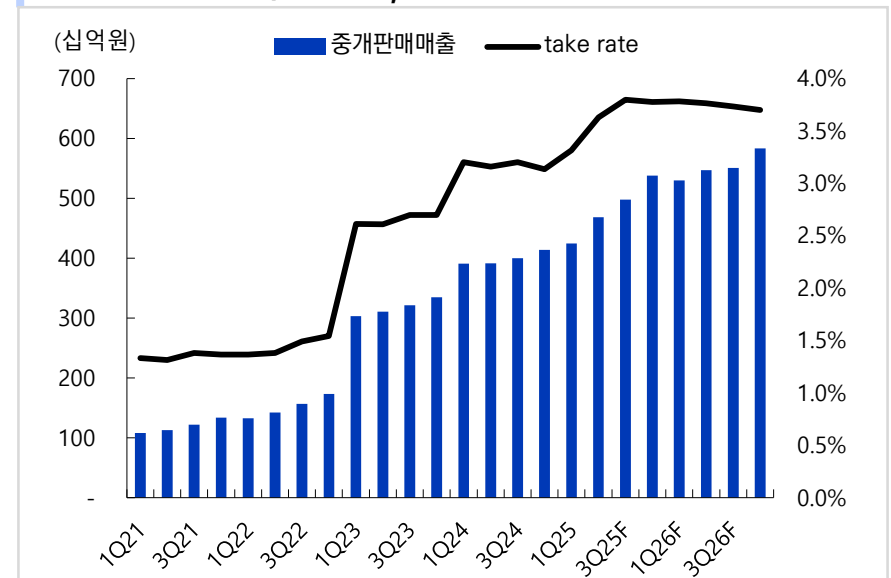
- 25년 7~8월 온라인쇼핑 중 음식료품(YoY +9.1%), 농축수산물(YoY +12.6%)의 거래액 성장이 견조하게 나타났으나 네이버는 해당 카테고리에서는 배송 역량의 차이로 쿠팡 등 주요 경쟁사들에 비해 상대적인 열위에 있었음. 25년 9월부터 시작된 컬리N마트 등 마켓컬리와 협업이 음식료, 농축수산물 카테고리에서의 네이버의 경쟁력을 강화하는 계기가 될 것으로 판단. 거래액 관점에서 분기별 마켓컬리 GMV가 8천억원 수준임을 감안, 협업을 통해 네이버의 분기별 식품 카테고리 GMV 성장률 제고 전망.
- 한편, 2H25 네이버 중개/판매 매출에 직접적으로 가장 큰 영향을 미칠 요소는 25년 6월부터 적용된 스마트스토어 중개수수료 인상. 2Q25의 경우 스마트스토어 거래액 성장과 더불어, take rate 인상 효과 약 1개월분 반영으로 중개/판매 매출은 네이버 전체 GMV 성장률(YoY +4%)을 상회하는 YoY +19.6% 기록. 중개판매매출은 2025년 연간 YoY +20.8%, 2026년 YoY +14.7% 성장 추정.

마켓컬리 GMV 추이 및 국내 음식료품 온라인쇼핑액 비교



자료: KOSIS, 마켓컬리, NAVER, 교보증권 리서치센터.

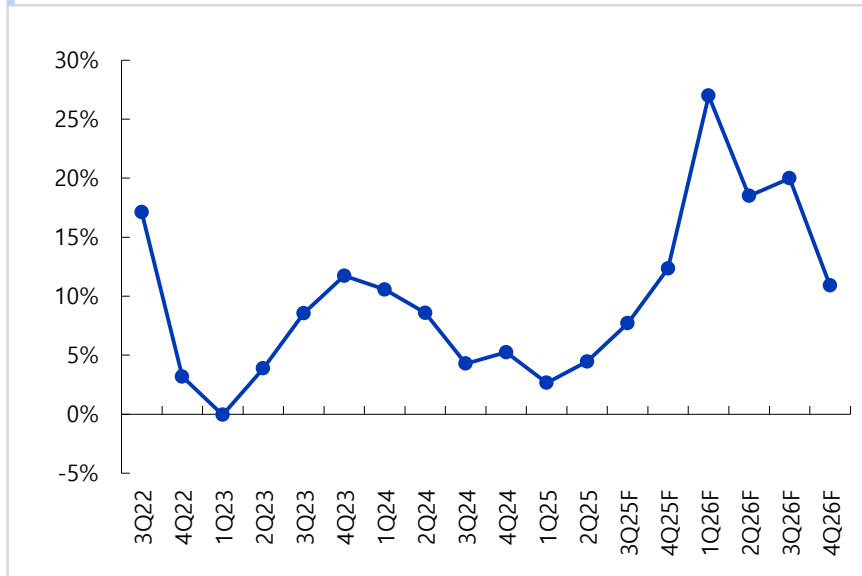
NAVER 커머스 중개/판매 매출, blended take rate 추이 및 전망



[광고&커머스] 카카오 – 앱 개편으로 4Q25부터 특비즈 광고 매출 성장 본격 반등

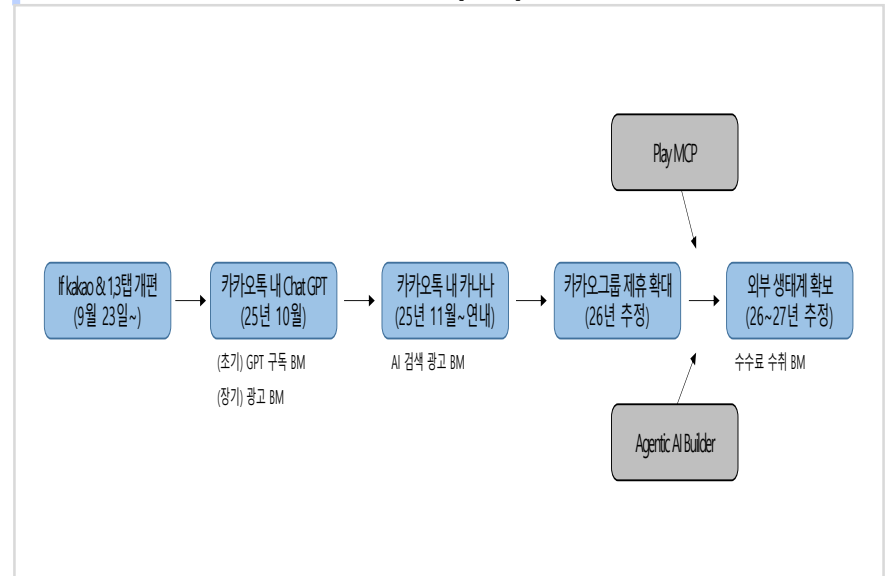
- 카카오의 경우 3탭(발견 탭)의 개편에 따른 체류시간 증대, 숏폼 플랫폼 기반 전면형 상품 런칭에 따른 지면 확보로 4Q25 특비즈 광고 매출은 YoY +12.4% 증가 예상. 이후 카카오톡 내 Chat GPT 런칭에 따른 GPT 구독 매출, 카카오톡 내 카나나 도입 이후 AI 검색 기반 광고 도입에 따른 광고 매출 증대 예상되어 2026년 특비즈 광고 매출은 YoY +18.6% 성장 예상.
- AI 서비스 도입의 진정한 실적 기여는 이후 이루어질 외부 생태계를 포함하는 AI 에이전트 도입에 따라 수수료 수취 BM의 도입(특비즈 거래형 매출로 예상)으로 이루어질 것으로 예상. 다만, 그 전에 카카오톡 내 카나나 도입, 카카오그룹 제휴 확대가 먼저 이루어질 것으로 예상됨에 따라 해당 BM의 실적기여는 2027년부터 이루어질 것으로 기대.

카카오 특비즈 광고 매출 성장률 추이 및 전망



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터.

카카오 AI 서비스 및 앱 개편 타임라인(예상)



3Q25 Preview : 결실의 4분기로 들어서며

I. 게임 Part 1

: 드디어 출시될 '그 신작'들

['그 신작'들] 이익 추정치의 변동이 크게 나타날 4Q25~1Q26

- 4Q25~1Q26은 장기간 기대작으로 있었던 신작들의 출시가 실질적으로 이루어지는 시기. 해당 게임들은 1) 2026년 각 게임사의 매출 추정치에서 차지하는 비중이 높으며, 2) 그 성패가 해당 게임사들의 다른 신작 매출 추정치에도 영향을 미칠 개연성이 큼.
- 해당 게임들은 아이온2(엔씨소프트, 25년 11월 19일 국내/대만), 몬걸: STAR DIVE(넷마블, 4Q25), 쿠키런: 오븐스매시(데브시스터즈, 4Q25), 일곱개의 대죄: 오리진(넷마블, 26년 1월 28일), 붉은사막(펄어비스, 25년 3월 20일). 넷마블의 경우 포트폴리오 다변화에 따라 게임별 비중이 상대적으로 낮기 때문에 개별 신작의 성패에 따른 매출 추정치 변동은 위 기업들 중에서는 비교적 작을 것으로 예상.
- 한편, 이익 기여에 대한 기대가 크지 않았으나 좋은 성과를 보이며 추정치에 대한 긍정적 영향을 끼칠 3Q25 출시작/제품들도 존재. 세븐 나이트: 리버스(글로벌 지역, 넷마블) 및 Shape of Dreams(네오위즈, 3Q25 중 판매량 50만 장 돌파), 쿠키런: 브레이버스(오프라인 TCG, 데브시스터즈)가 이에 해당.

주요 기대 신작별 출시 시기 및 매출 기여 예상치

게임명	게임사	2026년 해당 게임 매출(추정)	2026년 게임사 예상 매출(추정)
아이온2	엔씨소프트	4,366억원 (26년 중 글로벌 출시 성과 포함)	2조 291억원
몬걸: STAR DIVE	넷마블	1,133억원	2조 9,883억원
쿠키런: 오븐스매시	데브시스터즈	1,130억원	4,114억원
일곱개의 대죄: 오리진	넷마블	2,097억원	2조 9,883억원
붉은사막	펄어비스	2,767억원	6,020억원

엔씨소프트, 넷마블, 펄어비스, 데브시스터즈, 네오위즈 공개 신작 라인업

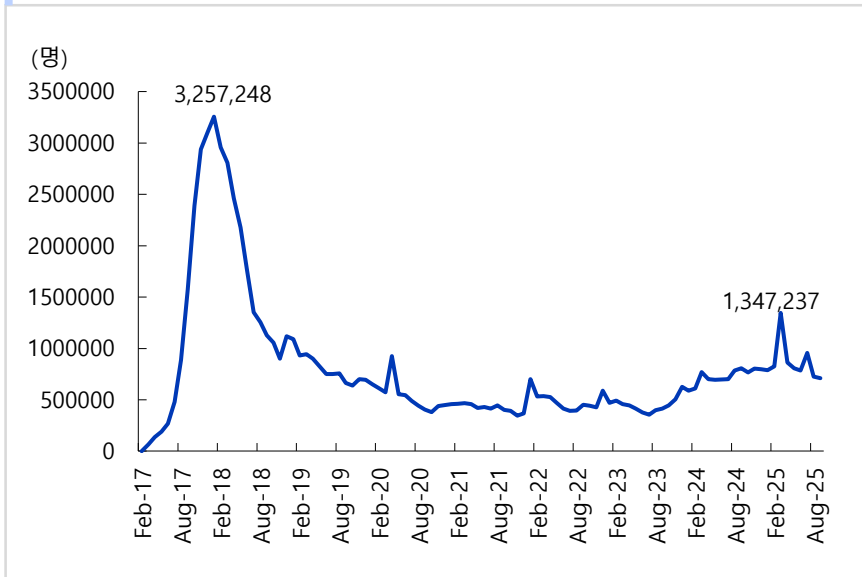
게임사	4Q25	1H26	2H26
엔씨소프트	- 아이온2 (MMORPG)	- 브레이커스: 언락 더 월드 (애니메이션 RPG) - Time Takers (타임 서바이벌 히어로 슈터) - 레거시 IP 스피노프 2종	- 신더시티 (슈팅) - 레거시 IP 스피노프 2종
넷마블	- 몬걸: STAR DIVE (액션 RPG) - 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE (액션 RPG) - 스톤에이지: 텃월드 (수집형 RPG)	- 일곱 개의 대죄: Origin (오픈월드 RPG) - Project SOL (MMORPG) - 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획	- 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획
펄어비스		- 붉은사막 (오픈월드 액션 어드벤처)	
데브시스터즈	- 쿠키런: 오븐스매시 (대전 슈팅)	- Project CC (당사 예상 시기)	
네오위즈	- Kill the Shadow (내러티브 추리 어드벤처) - 교양이와 스포: 마법의 레시피 (시뮬레이션)	- 킹덤2 (MMORPG) - 안녕 서울: 이태원편 (퍼즐 플랫폼) - Wolfeye Studios 신작 (1인칭 RPG)	

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터. 주: 게임별 매출 추정치는 교보증권 추정치. 주: 넷마블의 경우 2026년 라인업을 아직 공개하지 않음.

[기존작 현황] 기존작 기여 유지 역량은 과거대비 중요

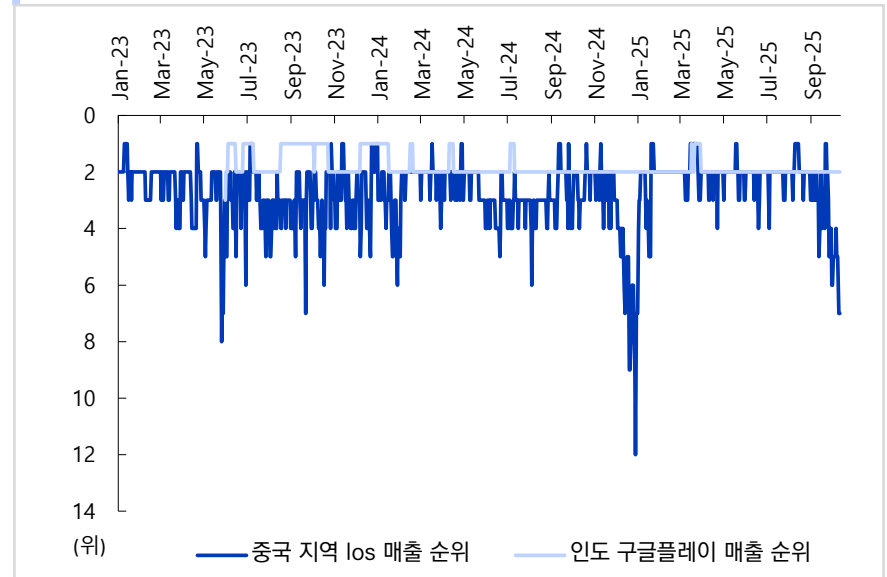
- 게임 산업, 특히 모바일 게임 시장의 포화 심화로 전반적인 신작 hit-ratio가 낮아지면서 기존작 라이브서비스 및 지속 판매 역량은 과거 대비 상대적으로 그 중요성이 커졌음. 결정적인 주가 상승 모멘텀은 신작이 성공하거나 기존 IP 파워가 강화되었기 증명되었을 때 형성되지만, 기존작의 견조한 이익 기여 유지되지 않고는 밸류에이션의 지지가 어렵기 때문.
- 해당 관점에서 넷마블, 크래프톤, 네오위즈에 대한 선호를 유지. 크래프톤은 각 플랫폼에서의 경쟁 슈팅 등장에도 PUBG PC 트래픽 하락이 제한적이고, 모바일에서 익스트랙션 및 UGC 모드 콘텐츠 바탕으로 매출 지속 성장중. 향후 2년여간 UGC 모드(26년 베타), 웰메이드모드(1H26), 언리얼엔진5 적용으로 이어지는 PUBG 2.0으로의 이행을 통해 현 코어 유저층 유지 뿐 아니라 신규 유저 유입 가능하다고 판단. 네오위즈는 P의 거짓, 브라운더스트2, 웹보드 등 기존작의 이익 기여 계속되는 가운데 2H25~2026 외부 IP 퍼블리싱작 (Shape of Dreams, 안녕 서울: 이태원편, Wolfeye Studios 신작)의 기여 예상. 넷마블의 경우 신작의 매출 하향은 빠르게 이루어지지만 다변화된 Big IP와 차별화된 마케팅 역량을 기반으로 지속적인 성장 추이를 보이고 있음.

크래프톤 PUBG Steam 월별 최고동시접속자수 추이



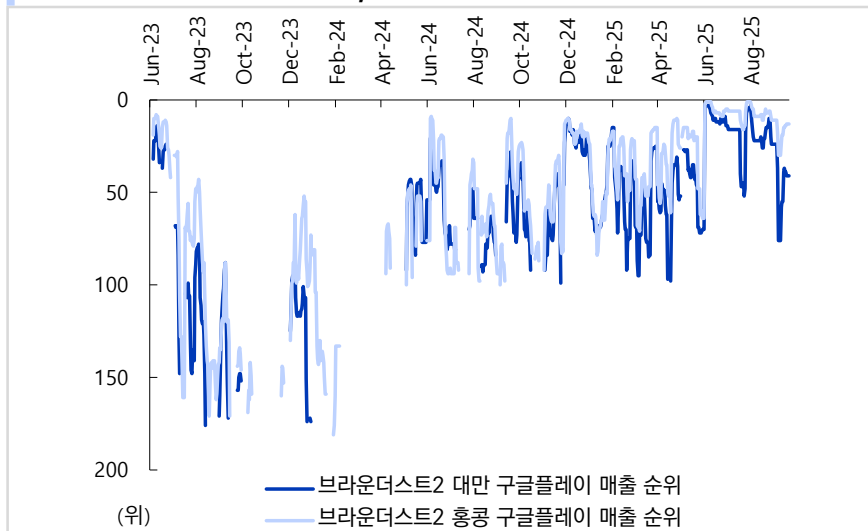
자료: SteamDB, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

PUBG IP 기반 모바일게임 주요 지역별 매출 순위 추이

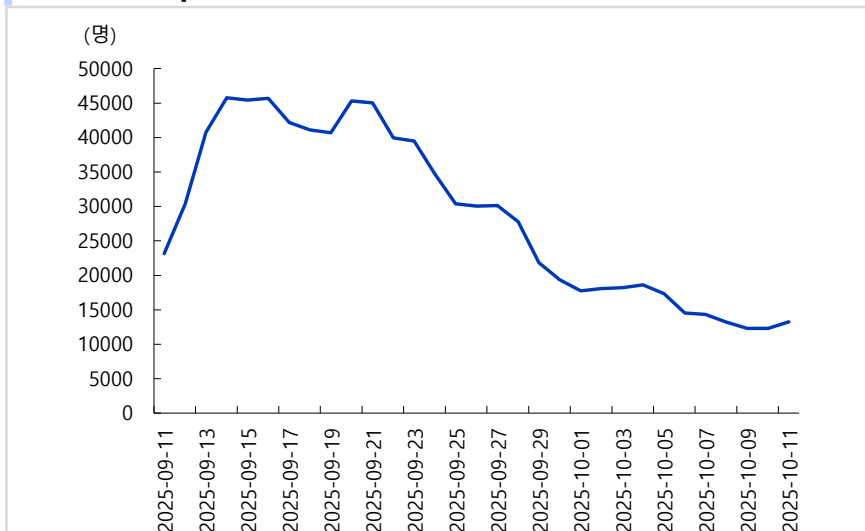


[기존작 현황] 기존작 기여 유지 역량은 과거대비 중요

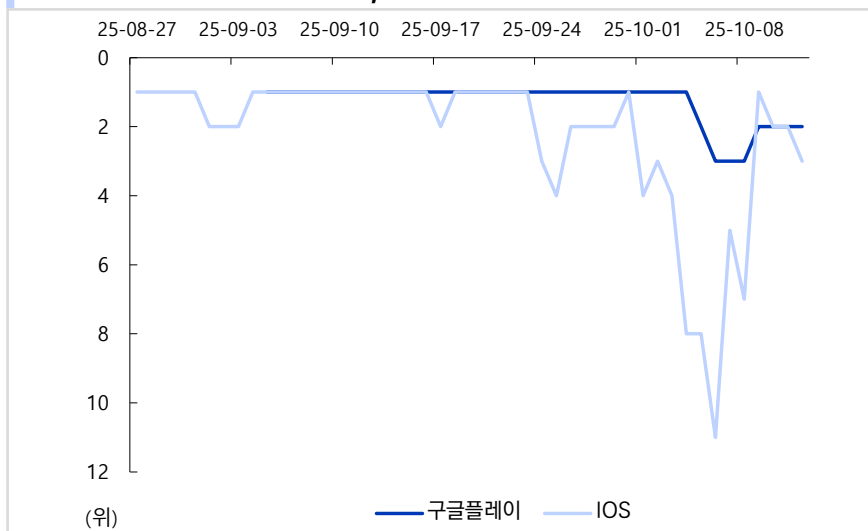
네오위즈 브라운더스트2 대만, 홍콩 구글플레이 매출 순위



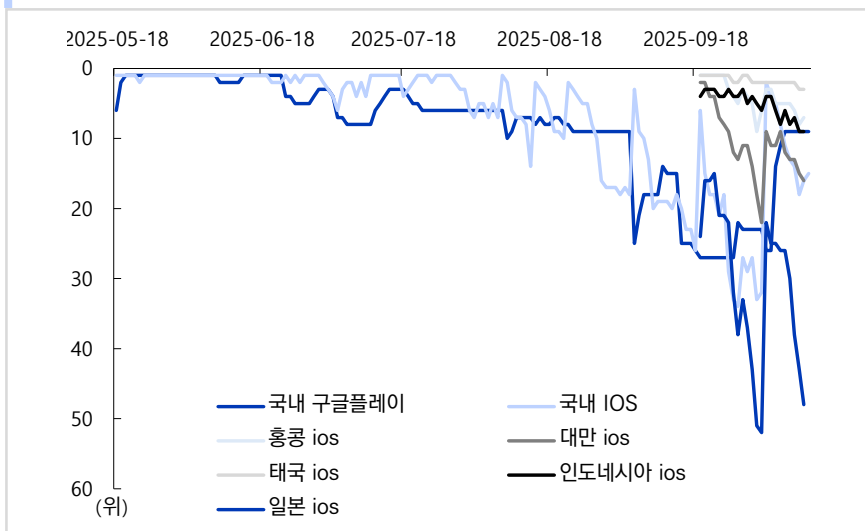
네오위즈 Shape of Dreams 일별 최고 동시접속자수 추이



넷마블 뱀피르 국내 구글플레이, ios 매출 순위



넷마블 세븐나이츠 리버스 국내 및 글로벌 매출 순위 추이



3Q25 Preview : 결실의 4분기로 들어서며

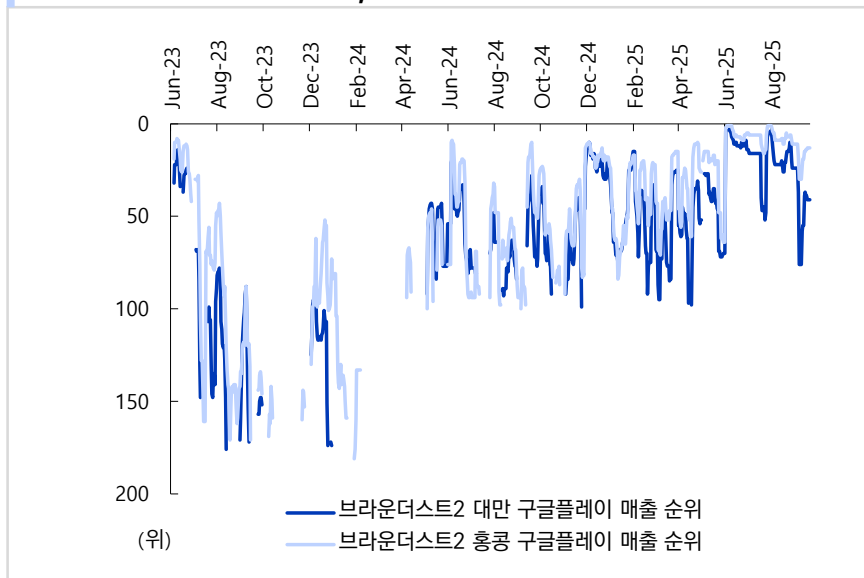
II. 게임 Part 2

: M&A와 IP 소송 - 빛을 보이기 시작하는 노력

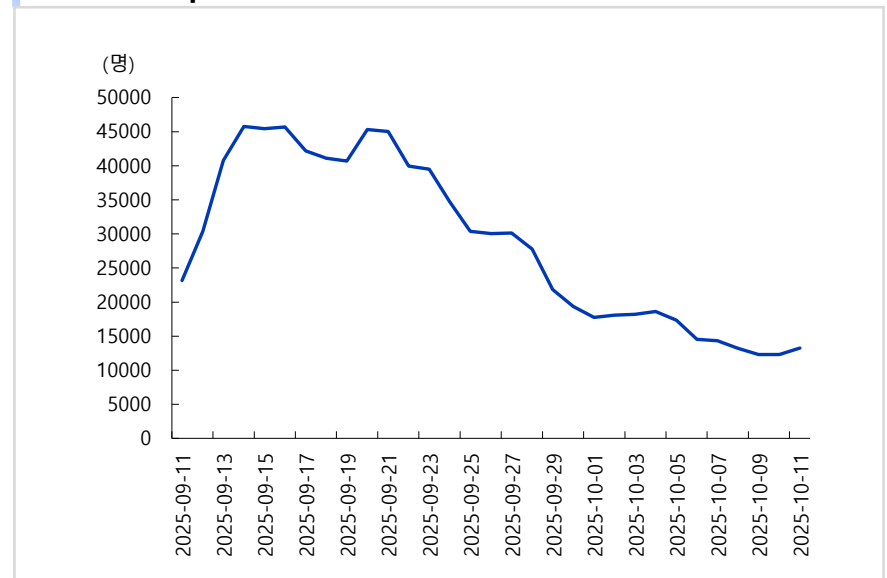
[M&A와 IP 소싱] 신성장 동력 확보 노력이 빛을 보이기 시작

- 국내 게임사들은 기존에 강점을 보이던 핵심 장르 혹은 지역 외에서 성과를 내기 위해 스튜디오 인수 혹은 외부작 퍼블리싱, 외부 IP 라이선싱 기반 개발을 적극적으로 진행중. 강점을 가지지 못한 지역/장르 공략에 있어 100% 자체 개발을 통한 장르 다변화보다 나은 전략이라고 판단. 크래프톤, 엔씨소프트, 네오위즈, 더블유게임즈, 카카오게임즈, 컴투스 등이 해당 전략을 통해 외형 확장을 꾀하고 있으며, 2025년에는 네오위즈와 더블유게임즈가 긍정적인 성과를 보이고 있음.
- 네오위즈의 경우 브라운더스트2(젬프스엔 개발, 네오위즈 퍼블리싱)의 유저 인게이지먼트 증가를 통한 매출 상승, Shape of Dreams(리자드 스무디 개발, 네오위즈 퍼블리싱)의 초반 흥행을 통해 긍정적인 결과를 확인하고 있으며 더블유게임즈는 23년 수퍼네이션(아이게이밍) 인수에 이어 2Q25 팍시게임즈(머지 2 장르), 3Q25 와우게임즈(유럽 소셜카지노) 인수를 통해 성장동력을 지속 확보하고 있음.

네오위즈 브라운더스트2 대만, 홍콩 구글플레이 매출 순위



네오위즈 Shape of Dreams 일별 최고 동시접속자수 추이

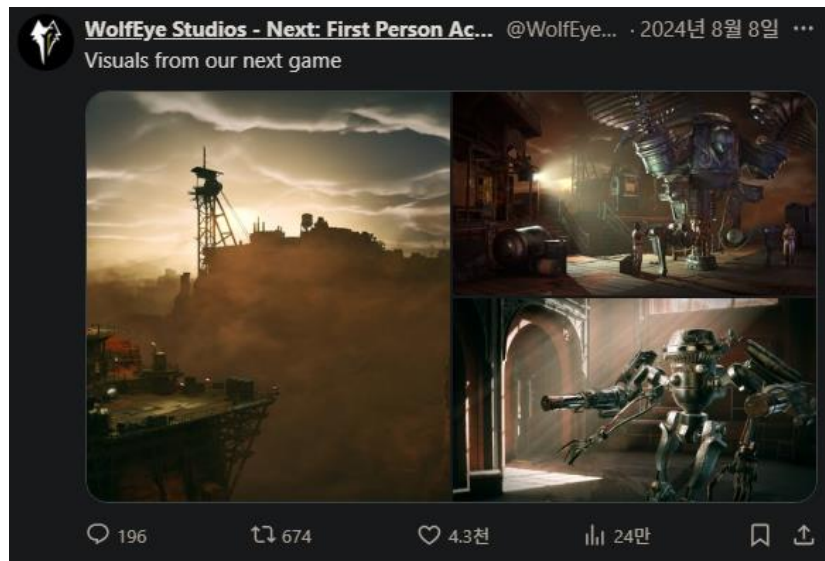


자료: SteamDB, 모바일인덱스, 교보증권 리서치센터.

[M&A와 IP 소싱] 신성장 동력 확보 노력이 빛을 보이기 시작

- 양 사는 26년에도 해당 전략을 통한 포트폴리오 확장을 지속. 네오위즈의 경우에도 스토리 중심 PC/콘솔 게임 개발력을 바탕으로 다수의 자체 개발작을 지속 출시하는 동시에, 26년에도 '안녕 서울: 이태원편'(지노게임즈 개발, 네오위즈 퍼블리싱), Wolfeye Studios의 신작(1인칭 액션 RPG) 등을 출시해 지속적인 성장동력을 확보중. 자체개발작과 외부 개발작 퍼블리싱을 병행해 지속적인 매출 및 이익 성장을 일으킬 수 있는 구간에 진입했다고 판단.
- 더블유게임즈는 25년 확인된 긍정적인 성과를 기반으로 1) 기인수 게임사들의 비용 효율화, 2) 기존 라인업과의 시너지, 3) 인수 게임사의 신작 출시를 통해 26년 매출 +10.3%, 영업이익 +12.3% 성장을 전망. 뿐만 아니라 2Q25 실적발표에서 밝혔듯 DDI 산하 약 5,460억원의 현금을 캐주얼, 아이게이밍, 소셜카지노 부문 M&A에 지속 활용 전망.

Wolfeye Studios 신작 (2026년 출시 예상, 1인칭 액션 RPG)



자료: Wolfeye Studios, 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터.

더블유게임즈 주주가치 제고 방안



[M&A와 IP 소싱] 신성장 동력 확보 노력이 빛을 보이기 시작

- 크래프톤, 엔씨소프트, 카카오게임즈, 컴투스 등도 2026년에는 외부 IP를 활용한 신작을 다수 출시 계획. 크래프톤의 경우 26년 기대 신작인 팰월드 모바일(포켓페어 IP 라이선싱, 크래프톤 개발), 서브노티카2(언노운월즈 인수를 통해 IP 확보)가 이에 해당. 포켓페어의 팰월드 IP는 2024년 1월 Steam 210만 명의 최고 동시접속자수를 기록한 바 있으며, 25년 10월 기준 Steam 누적 판매량 2,230만 장 추정. 크래프톤 산하 언노운월즈의 서브노티카 IP는 1,800만 장의 누적 판매고 기록 추산. 엔씨소프트도 브레이커스: 언락 더 월드(빅게임 스튜디오 개발, 엔씨소프트 퍼블리싱), Time Takers(미스틸게임즈 개발, 엔씨소프트 퍼블리싱) 등이 여기에 해당. 카카오게임즈는 3Q25 출시된 가디스오더를 제외하면 신작 부재기가 길어지고 있으나, 2026년에는 크로노 오디세이(엔픽셀 개발, 카카오게임즈 퍼블리싱)를 포함해 7개의 신작 출시 예정. 컴투스 역시 2026년 데스티니 차일드 IP 기반의 키우기 RPG(시프트업 IP 라이선싱, 컴투스 산하 티키타카 스튜디오 개발) 출시 예정. 애니메이션 IP 기반 도원암귀 크림슨 인페르노(IP 라이선싱, 컴투스 개발)도 출시일이 외부 공개되지 않았지만 도쿄게임쇼 빌드로 볼 때 상당 부분 개발이 진척된 것으로 판단.

크래프톤, 엔씨소프트, 네오위즈, 카카오게임즈, 컴투스 신작 출시 일정

개발사	4Q25	1H26	2H26
크래프톤	- 라이벌스 호버 리그 (호버 기반 아레나 전투 액션) - 마이리틀피피 (힐링 어드벤처) - 덩킹 (스위치 버전, 라이프 시뮬레이션)	- 블라인드스팟 (답다운 뷰 전술 슈팅) - 덩킹 투게더 (모바일, 라이프 시뮬레이션) - 팰월드 모바일 (액션 어드벤처, 생존, 몬스터 포획) - 서브노티카2 (오픈월드 해양 어드벤처) - 인조이(라이프 시뮬레이션, 콘솔 버전)	
엔씨소프트	- 아이온2 (MMORPG)	- 브레이커스: 언락 더 월드 (애니메이션 RPG) - Time Takers (타일 서바이벌 히어로 슈팅) - 레거시 IP 스프린트 2종	- 신디시티 (슈팅) - 레거시 IP 스프린트 2종
네오위즈	- Kill the Shadow (내러티브 추리 어드벤처) - 고양이와 스프: 마법의 레시피 (시뮬레이션)	- 킹덤2 (MMORPG) - 안녕 서울: 이태원편 (퍼즐 플랫폼머) - Wolfeye Studios 신작 (1인칭 RPG)	
카카오게임즈	- SM 스테이지 (SM 아이돌 IP 기반 캐주얼)	- 던전 아라이즈 (전략 어드벤처 RPG) - 프로젝트 Q (MMORPG) - 프로젝트 C (서브컬처 육성 시뮬레이션)	- 프로젝트 OQ (MMORPG) - 갓 세이브 버밍엄 (오픈월드 증비 생존 시뮬레이션) - 아카데미 크로니클 (온라인 액션 RPG) - 크로노 오디세이 (온라인 액션 RPG)
컴투스	- 더 스타라이트 (MMORPG, 3분기중 9월 18일 출시)	- 프로젝트 M (MORPG) - 데스티니 차일드 IP 기반 게임 (키우기 RPG) - 더 스타라이트 (MMORPG, 글로벌 출시) - 프로젝트 ES (MMORPG) - 프로젝트 MAIDEN (육성 시뮬레이션) - 도원암귀 크림슨 인페르노 (액션 RPG, 시기는 교보증권 추정)	

포켓페어 팰월드 (팰월드 모바일은 포켓페어 IP 라이선싱, 크래프톤 개발)



자료: 각 사, 포켓페어, 교보증권 리서치센터.

Appendix: 게임사별 2025~2026 게임 출시 일정

게임사	4Q25	1H26	2H26
크래프톤	- 라이벌스 호버 리그 (호버 기반 아레나 전투 액션) - 마이리틀퍼피 (힐링 어드벤처) - 덩کم (스위치 버전, 라이프 시뮬레이션)	- 블라인드스팟 (탑다운 뷰 전술 슈팅) - 덩کم 투게더 (모바일, 라이프 시뮬레이션) - 펄월드 모바일 (액션 어드벤처, 생존, 몬스터 포획) - 서브노티카2 (오픈월드 해양 어드벤처) - 인조이(라이프 시뮬레이션, 콘솔 버전)	
엔씨소프트	- 아이온2 (MMORPG)	- 브레이커스: 언락 더 월드 (애니메이션 RPG) - Time Takers (타임 서바이벌 히어로 슈팅) - 레거시 IP 스펀오프 2종	- 신더시티 (슈팅) - 레거시 IP 스펀오프 2종
넷마블	- 몬갈: STAR DIVE (액션 RPG) - 나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE (액션 RPG) - 스톤에이지: 펫월드 (수집형 RPG)	- 일곱 개의 대죄: Origin (오픈월드 RPG) - Project SOL (MMORPG) - 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획	- 연간 신작 5종, 지역확장 5종 계획
펄어비스		- 붉은사막 (오픈월드 액션 어드벤처)	
데브시스터즈	- 쿠키런: 오븐스매시 (대전 슈팅)	- Project CC (당사 예상 시기)	
네오위즈	- Kill the Shadow (내러티브 추리 어드벤처) - 고양이와 스프: 마법의 레시피 (시뮬레이션)	- 킹덤2 (MMORPG) - 안녕 서울: 이태원편 (퍼즐 플랫폼) - Wolfeye Studios 신작 (1인칭 RPG)	
더블유게임즈	- 팍시게임즈 신작 (Merge-2)	- 하이퍼캐주얼, iGaming 등 장르 신작	
카카오게임즈	- SM 스테이션 (SM 아이돌 IP 기반 캐주얼)	- 던전 어라이즈 (전략 어드벤처 RPG) - 프로젝트 Q (MMORPG) - 프로젝트 C (서브컬처 육성 시뮬레이션)	- 프로젝트 OQ (MMORPG) - 갓 세이브 버밍엄 (오픈월드 좀비 생존 시뮬레이션) - 아키에이지 크로니클 (온라인 액션 RPG) - 크로노 오디세이 (온라인 액션 RPG)
컴투스	- 더 스타라이트 (MMORPG, 3분기중 9월 18일 출시)	- 프로젝트 M (MORPG) - 데스티니 차일드 IP 기반 게임 (키우기 RPG) - 더 스타라이트 (MMORPG, 글로벌 출시) - 프로젝트 ES (MMORPG) - 프로젝트 MAIDEN (육성 시뮬레이션) - 도원암귀 크림슨 인페르노 (액션 RPG, 시기는 교보증권 추정)	
NHN		- 프로젝트 STAR (최애의 아이 IP 기반 퍼즐) - 프로젝트 G (IP 기반 RPG) - 프로젝트 MM (IP 기반 퍼즐) - 프로젝트 BA (IP 기반 RPG) - 토파즈 (도검난무 IP 기반 액션 퍼즐)	

기업분석

인터넷/게임 3Q25 Preview

NAVER (035420) : 멀티플 리레이팅 기대

Buy 유지
TP 330,000원 유지

Company Data	
현재가(10/20)	258,000원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	290,500원
52주 최저가(보통주)	167,800원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	165억원
시가총액	404,680억원
발행주식수(보통주)	15,685만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	229.4만주
평균거래대금(60일)	5,824억원
외국인지분(보통주)	40.72%
주요주주	국민연금공단 9.33%



▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- 매출 3.01조원(YoY +10.8%), 이익 5,542억원(+5.5%)로 컨센(매출 3.04조원, 이익 5,709억원) 부합 예상. 서치플랫폼(YoY +4.7%)은 ADVoost 기반 ROAS 개선과 피드 지면 확대, 확장 검색 개선 이어지는 가운데 피드 지면에서 커머스 광고(커머스 부문)로 일부 집중되며 +4.7% 예상. 커머스 부문(+23.2%)에서는 멤버십/배송 강화와 컬리N마트 런칭, 스마트스토어 수수료 인상에 따른 중개/판매 매출 고성장(YoY +24.4%)과 ADVoost 기반 최적화/추천광고 고도화 따른 커머스 광고 고성장(+20.6%) 추정. 핀테크 매출은 스마트스토어 및 외부결제 성장으로 +10.6% 예상. 콘텐츠 매출은 3분기 라인망가 작품 추천, 마케팅 강화로 YoY +6.4% 추정.
- 영업비용은 2.46조원(YoY +12.1%), OPM 18.4% 기록 예상. 개발/운영비는 플러스스토어 등 신규 서비스 인력 채용으로 YoY +7.6%, 마케팅비는 커머스/콘텐츠 마케팅 집행으로 YoY +16.1% 예상. 인프라비는 AI 관련 GPU 투자 증가로 YoY +18.3% 추정.

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 330,000원 유지

- 투자의견 매수 및 TP 330,000원 유지. AI 에이전트 시대로 전환 가속화될수록 동사가 지닌 커뮤니티 기반 UGC(블로그, 카페, 치지직, 클립, 웹툰 등)와 시장 지배적 커머스 거래액은 중요성 커질 것으로 전망. AI 관련해서 1) AI 브리핑 적용 쿼리 확장, 26년 2) AI 탭 신설 후 AI 검색 서비스 제공, 3) 버티컬(쇼핑, 플레이스, 금융 등) 에이전트 도입 후 4) 중기적으로 통합 AI 에이전트 출시 계획으로 형상 및 로드맵 구체화가 멀티플 리레이팅 모멘텀 될 것. 한편, 연내 원화/외화 스테이블 코인 관련 규제 법안이 마련되고, 두나무와의 포괄적 주식교환 등 고강도의 결합 및 협력 내용 구체화 따라 핀테크 부문의 신성장 동력 기대감이 멀티플 리레이팅 요소 될 것으로 예상. 두나무의 연결 편입시 1차적으로 매출/이익/지배순이익의 증대 효과 기대되며 시너지로는 a) 국내 결제 적용, b) 크리에이터 대상 마이 크로 페이먼트, c) 크로스보더 거래 활성화, d) AI에이전트 간 상호운용성 확보, e) 거래소, DeFi, RWA 등 신성장 동력 장착 기대.

Forecast earnings & Valuation					
	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	9,671	10,738	11,872	12,977	14,123
YoY(%)	17.6	11.0	10.6	9.3	8.8
영업이익(십억원)	1,489	1,979	2,161	2,355	2,555
OP마진(%)	15.4	18.4	18.2	18.1	18.1
순이익(십억원)	985	1,932	2,027	2,182	2,339
EPS(원)	6,180	11,913	12,746	13,770	14,760
YoY(%)	33.4	92.8	7.0	8.0	7.2
PER(배)	36.2	16.7	20.0	18.6	17.3
PCR(배)	15.7	11.0	11.8	11.2	10.7
PBR(배)	1.6	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.8	11.2	13.4	11.4	9.6
ROE(%)	4.4	7.9	7.7	7.7	7.7

NAVER (035420) : 멀티플 리레이팅 기대

- 투자 의견 매수 및 TP 330,000원 유지. AI 에이전트 시대로 전환 가속화될수록 동사가 지닌 커뮤니티 기반 UGC(블로그, 카페, 지식, 클립, 웹툰 등)와 시장 지배적 커머스 거래액은 중요성 커질 것으로 전망.
- AI 관련해서 1) AI 브리핑 적용 쿼리 확장, 26년 2) AI 탭 신설 후 AI 검색 서비스 제공, 3) 버티컬(쇼핑, 플레이스, 금융 등) 에이전트 도입 후 4) 중기적으로 통합 AI 에이전트 출시 계획으로 형상 및 로드맵 구체화가 멀티플 리레이팅 모멘텀 될 것.
- 한편, 연내 원화/외화 스테이블 코인 관련 규제 법안이 마련되고, 두나무와의 포괄적 주식교환 등 고강도의 결합 및 협력 내용 구체화 따라 핀테크 부문의 신성장 동력 기대감이 멀티플 리레이팅 요소 될 것으로 예상. 두나무의 연결 편입시 1차적으로 매출/이익/지배순이익의 증대 효과 기대되며 시너지로는 a) 국내 결제 적용, b) 크리에이터 대상 마이크로 페이먼트, c) 크로스보더 거래 활성화, d) AI 에이전트 간 상호운용성 확보, e) 거래소, DeFi, RWA 등 신성장 동력 장차 기대.

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,611	2,716	2,886	2,787	2,915	3,010	3,160	8,220	9,671	10,738	11,872	12,977
성장률(YoY %)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	10.8%	9.5%	20.6%	17.6%	11.0%	10.6%	9.3%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,044	1,087	3,568	3,589	3,946	4,181	4,436
커머스	704	719	725	775	788	861	894	955	1,801	2,547	2,923	3,497	3,946
핀테크	354	369	385	401	393	412	426	444	1,187	1,355	1,508	1,674	1,902
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	492	479	1,262	1,733	1,796	1,905	1,995
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	154	196	403	447	564	616	698
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,282	2,394	2,456	2,580	6,915	8,182	8,759	9,711	10,622
개발&운영	636	683	657	689	688	699	707	743	2,070	2,573	2,665	2,837	3,056
파트너	914	917	938	1,022	974	1,014	1,054	1,107	2,964	3,534	3,790	4,149	4,537
인프라	170	172	178	185	189	198	211	221	581	596	705	819	937
마케팅	368	367	417	448	430	482	485	509	1,301	1,480	1,599	1,906	2,092
영업이익	439	473	525	542	505	522	554	580	1,305	1,489	1,979	2,161	2,355
성장률(YoY %)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	5.5%	7.0%	-1.6%	14.1%	32.9%	9.2%	9.0%
OPM(%)	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.4%	18.4%	15.9%	15.4%	18.4%	18.2%	18.1%
당기순이익	556	332	530	514	424	497	491	615	673	985	1,932	2,027	2,182
NPM(%)	22.0%	12.7%	19.5%	17.8%	15.2%	17.1%	16.3%	19.5%	8.2%	10.2%	18.0%	17.1%	16.8%

출처: NAVER, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,872	12,977	14,123
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,872	12,977	14,123
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,182	8,758	9,711	10,622	11,568
영업이익	1,489	1,979	2,161	2,355	2,555
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.1	18.1
EBITDA	2,071	2,653	2,691	2,901	3,114
EBITDA Margin (%)	21.4	24.7	22.7	22.4	22.0
영업외손익	-7	343	432	432	432
관계기업손익	267	145	299	299	299
금융수익	603	633	680	680	680
금융비용	-683	-579	-519	-519	-519
기타	-195	144	-28	-28	-28
법인세비용차감전순손익	1,481	2,322	2,593	2,786	2,987
법인세비용	496	390	566	605	648
계속사업순손익	985	1,932	2,027	2,182	2,339
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,027	2,182	2,339
당기순이익률 (%)	10.2	18.0	17.1	16.8	16.6
비지배자분순이익	-27	9	8	0	0
지배자분순이익	1,012	1,923	2,019	2,182	2,339
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	17.0	16.8	16.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-261	699	793	793	793
포괄순이익	724	2,631	2,820	2,974	3,131
비지배자분포괄이익	-24	70	75	79	83
지배자분포괄이익	749	2,561	2,745	2,896	3,048

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,748	2,919	3,087
당기순이익	985	1,932	2,027	2,182	2,339
비현금항목의 가감	1,326	1,003	786	776	763
감가상각비	528	609	472	491	508
외환손익	-30	135	-38	-38	-38
지분법평가손익	-267	-145	-299	-299	-299
기타	1,095	404	651	622	593
자산부채의 증감	361	152	367	368	367
기타현금흐름	-670	-497	-432	-407	-381
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-112	-141	-173
투자자산	602	1,280	893	893	893
유형자산	-641	-554	-600	-600	-600
기타	-911	-2,066	-405	-434	-466
재무활동 현금흐름	-110	-770	198	-52	-52
단기차입금	-371	-463	19	19	19
사채	177	-51	-51	-51	-51
장기차입금	218	105	-15	-15	-15
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-119	-168	-168	-168
기타	-71	-242	413	163	163
현금의 증감	852	619	2,090	2,625	2,839
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,286	8,910
기말 현금	3,576	4,196	6,286	8,910	11,749
NOPLAT	990	1,647	1,690	1,844	2,001
FCF	1,292	1,918	1,987	2,158	2,326

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	11,715	14,626	17,792
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,286	8,910	11,749
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,543	1,505	1,476
재고자산	15	22	24	26	29
기타유동자산	1,731	3,570	3,862	4,184	4,538
비유동자산	28,710	28,793	28,131	27,459	26,780
유형자산	2,742	2,910	3,038	3,146	3,239
관계기업투자금	17,589	17,406	16,658	15,909	15,161
기타금융자산	3,642	3,504	3,504	3,504	3,504
기타비유동자산	4,737	4,973	4,932	4,900	4,877
자산총계	35,738	38,168	39,846	42,085	44,573
유동부채	6,306	6,092	5,777	5,776	5,777
매입채무 및 기타채무	3,873	3,866	3,866	3,866	3,866
차입금	333	135	155	174	193
유동성채무	443	200	450	450	450
기타유동부채	1,657	1,891	1,306	1,286	1,267
비유동부채	5,194	5,075	5,105	5,210	5,395
차입금	994	863	848	833	818
사채	1,656	2,007	1,957	1,906	1,855
기타비유동부채	2,545	2,204	2,301	2,471	2,722
부채총계	11,500	11,167	10,882	10,986	11,172
지배자분	23,206	25,460	27,311	29,324	31,494
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	25,965	27,816	29,829	32,000
기타자본변동	-607	-639	-639	-639	-639
비지배자분	1,032	1,541	1,653	1,775	1,906
자본총계	24,238	27,001	28,964	31,099	33,401
총차입금	4,648	4,170	4,275	4,156	4,055

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	12,746	13,770	14,760
PER	36.2	16.7	20.0	18.6	17.3
BPS	142,887	160,694	172,377	185,085	198,782
PBR	1.6	1.2	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	12,644	16,432	16,987	18,308	19,655
EV/EBITDA	17.8	11.2	13.4	11.4	9.6
SPS	59,039	66,511	74,935	81,904	89,142
PSR	3.8	3.0	3.4	3.1	2.9
CFPS	7,890	11,883	12,542	13,622	14,682
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.6	11.0	10.6	9.3	8.8
영업이익 증가율	14.1	32.9	9.2	9.0	8.5
순이익 증가율	46.3	96.1	4.9	7.6	7.2
수익성					
ROIC	38.8	49.2	49.2	53.4	57.6
ROA	2.9	5.2	5.2	5.3	5.4
ROE	4.4	7.9	7.7	7.7	7.7
안정성					
부채비율	47.4	41.4	37.6	35.3	33.4
순차입금비용	13.0	10.9	10.7	9.9	9.1
이자보상배율	11.7	18.9	19.5	21.5	23.6

카카오 (035720) : AI 서비스를 맞이하며

Buy

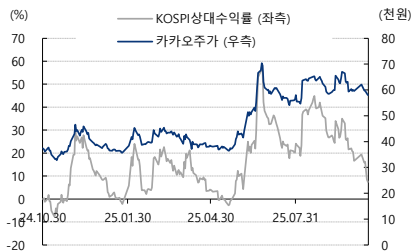
TP 76,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	58,800원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	70,400원
52주 최저가(보통주)	32,800원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	444억원
시가총액	260,083억원
발행주식수(보통주)	44,232만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	267.7만주
평균거래대금(60일)	1,665억원
외국인지분(보통주)	29.47%
주요주주	김범수 외 75인 24.11%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.2	51.8	55.3
상대주가	-15.5	0.1	8.1

▶ 3Q25 preview: 매출 & 영익 컨센서스 부합 전망

- 3Q25 매출은 2.05조원(YoY +6.6%), 영익은 1,640억원(YoY +25.6%)으로 시장 예상치(매출 2.02조원, 영익 1,653억원) 부합 전망. 특비즈 광고 매출은 비즈니스 메시지 견조한 성장 이어지며 3,145억원(YoY +7.7%) 기록 추정. 거래형 매출은 추석 전 거래액 성장 이어가며 2,343억원(YoY +9.0%) 전망. 플랫폼 기타 매출은 금융서비스 중심페이 매출 성장과 모빌리티 매출 성장 지속으로 4,262억원(YoY +16.4%) 기록 추정. 게임 매출은 기존 게임 매출 하향으로 1,475억원(YoY -36.9%), 뮤직 매출은 전년 아티스트 활동 증대로 5,232억원(YoY +11.1%) 기록 전망.
- 영업비용 중 인건비는 보수적 채용 기조 유지로 YoY +3.7%, 매출연동비는 콘텐츠 매출 비중 감소로 YoY -0.5%, 매출 대비 매출연동비 비중은 36.3% 추정. 마케팅비는 전분기비 픽코마 마케팅 증가에도 효율적 집행 기조 유지로 YoY -2.9% 전망(매출 대비 5.0%).

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가 76,000원 유지

- 투자의견 매수 및 목표주가 76,000원 유지. 동사의 3탭(발견 탭) 개편에 따른 체류시간 증대, 숏폼 플랫폼 기반 전면형 상품 런칭에 따른 지면 확보로 4Q25 특비즈 광고 매출은 YoY +12.4% 증가 예상. 이후 카카오톡 내 Chat GPT 런칭에 따른 GPT 구독 매출, 카카오톡 내 카나나 도입 이후 AI 검색 기반 광고 도입에 따른 광고 매출 증대 예상되어 2026년 특비즈 광고 매출은 YoY +18.6% 성장 예상. AI 서비스 도입의 진정한 실적 기여는 이후 이루어질 외부 생태계를 포함하는 AI 에이전트 도입에 따라 수수료 수취 BM의 도입(특비즈 거래형 매출로 예상)으로 이루어질 것. 다만, 그 전에 카카오톡 내 카나나 도입, 카카오톡 그룹 제휴 확대가 선행될 것으로 예상됨에 따라 해당 BM의 실적 기여는 2027년부터 시작될 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액(십억원)	7,557	7,872	8,065	8,920	9,676
YoY(%)	11.2	4.2	2.5	10.6	8.5
영업이익(십억원)	461	460	638	828	1,035
OP마진(%)	6.1	5.8	7.9	9.3	10.7
순이익(십억원)	-1,817	-162	572	728	902
EPS(원)	-2,276	124	1,197	1,524	1,888
YoY(%)	적전	흑전	861.4	27.4	23.9
PER(배)	-23.9	306.9	48.5	38.1	30.7
PCR(배)	12.1	11.2	8.9	8.9	8.7
PBR(배)	2.5	1.7	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	19.9	12.2	19.5	18.5	16.7
ROE(%)	-10.3	0.6	5.1	6.1	7.1

카카오 (035720) : AI 서비스를 맞이하며

- 3Q25 매출은 2.05조원(YoY +6.6%), 이익은 1,640억원(YoY +25.6%)으로 시장 예상치(매출 2.02조원, 이익 1,653억원) 부합 전망. 특비즈 광고 매출은 비즈니스 메시지 견조한 성장 이어지며 3,145억원(YoY +7.7%) 기록 추정. 거래형 매출은 추석 전 거래액 성장 이어가며 2,343억원(YoY +9.0%) 전망. 플랫폼 기타 매출은 금융서비스 중심페이 매출 성장과 모빌리티 매출 성장 지속으로 4,262억원(YoY +16.4%) 기록 추정. 게임 매출은 기존 게임 매출 하향으로 1,475억원(YoY -36.9%), 뮤직 매출은 전년 아티스트 활동 증대로 5,232억원(YoY +11.1%) 기록 전망.
- 동사의 3탭(발견 탭) 개편에 따른 체류시간 증대, 숏폼 플랫폼 기반 전면형 상품 런칭에 따른 지면 확보로 4Q25 특비즈 광고 매출은 YoY +12.4% 증가 예상. 이후 카카오톡 내 Chat GPT 런칭에 따른 GPT 구독 매출, 카카오톡 내 카나나 도입 이후 AI 검색 기반 광고 도입에 따른 광고 매출 증대 예상되어 2026년 특비즈 광고 매출은 YoY +18.6% 성장 예상. AI 서비스 도입의 진정한 실적 기여는 이후 이루어질 외부 생태계를 포함하는 AI 에이전트 도입에 따라 수수료 수취 BM의 도입(특비즈 거래형 매출로 예상)으로 이루어질 것. 다만, 그 전에 카카오톡 내 카나나 도입, 카카오톡 제휴 확대가 선행될 것으로 예상됨에 따라 해당 BM의 실적 기여는 2027년부터 시작될 것으로 기대.

카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	2,028.3	2,048.4	2,124.7	6,799.0	7,557.0	7,871.7	8,065.2	8,919.7
성장률(YoY %)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.1%	-6.3%	1.2%	6.6%	8.6%	10.8%	11.1%	4.2%	2.5%	10.6%
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,055.2	1,045.5	1,139.7	3,462.6	3,554.4	3,900.7	4,233.4	4,733.7
특비즈	522.1	513.9	507.3	556.7	553.3	542.1	548.8	623.5	1,901.7	1,982.2	2,100.0	2,267.6	2,580.5
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.3	70.5	75.7	424.1	344.3	332.2	298.6	278.6
플랫폼 기타	348.0	353.5	359.8	407.2	365.6	434.8	426.2	440.6	1,136.8	1,227.9	1,468.5	1,667.2	1,874.7
콘텐츠부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	973.1	1,002.9	985.1	3,336.5	4,002.6	3,971.0	3,831.8	4,186.0
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	517.5	523.2	509.8	894.1	1,723.9	1,920.0	1,988.5	2,104.9
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	218.7	233.3	223.0	920.9	922.1	864.3	887.6	921.6
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	142.6	147.5	150.3	1,109.5	1,009.5	873.2	585.7	763.8
미디어	95.2	90.0	54.7	73.9	75.1	94.2	98.9	101.9	412.0	347.0	313.8	370.1	395.7
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,842.4	1,884.4	1,942.3	6,229.7	7,096.1	7,411.5	7,427.5	8,091.9
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	488.6	475.9	496.7	1,701.0	1,860.2	1,916.6	1,940.1	2,020.1
매출연동비	819.9	796.8	747.7	653.9	700.6	717.3	744.0	758.0	2,654.4	2,986.4	3,018.4	2,919.8	3,213.5
외주인프라비	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	233.4	241.7	261.3	684.4	834.9	879.6	942.6	1,055.3
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	88.0	102.4	95.6	417.2	405.8	406.4	373.0	413.3
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	221.8	226.3	233.0	580.4	750.9	861.8	886.6	979.7
기타	79.7	82.5	73.9	92.7	80.2	93.2	94.2	97.7	192.4	258.0	328.7	365.3	410.0
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	164.0	182.4	569.4	460.9	460.2	637.7	827.8
성장률(YoY %)	92.2%	18.5%	5.0%	-53.1%	-12.4%	38.8%	25.6%	141.8%	-4.3%	-19.1%	-0.1%	38.6%	29.8%
OPM(%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	8.0%	8.6%	8.4%	6.1%	5.8%	7.9%	9.3%
지배주주순익	73.7	101.3	105.8	225.5	168.9	161.2	112.5	86.6	1,358.0	1,012.6	55.3	529.2	673.2
NPM(%)	3.7%	5.1%	5.5%	-11.5%	9.1%	7.9%	5.5%	4.1%	20.0%	-13.4%	0.7%	6.6%	7.5%

출처: 카카오, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	8,065	8,920	9,676
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,872	8,065	8,920	9,676
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	7,096	7,411	7,427	8,092	8,641
영업이익	461	460	638	828	1,035
영업이익률 (%)	6.1	5.8	7.9	9.3	10.7
EBITDA	1,222	1,296	1,220	1,250	1,347
EBITDA Margin (%)	16.2	16.5	15.1	14.0	13.9
영업외손익	-2,109	-463	40	40	40
관계기업손익	4	54	67	67	67
금융수익	317	406	401	401	401
금융비용	-308	-381	-446	-446	-446
기타	-2,122	-541	18	18	18
법인세비용차감전순손익	-1,648	-3	677	867	1,075
법인세비용	168	159	105	140	173
계속사업순손익	-1,817	-162	572	728	902
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	-162	572	728	902
당기순이익률 (%)	-24.0	-2.1	7.1	8.2	9.3
비지배자분순이익	-804	-217	43	55	68
지배자분순이익	-1,013	55	530	673	834
지배순이익률 (%)	-13.4	0.7	6.6	7.5	8.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	102	359	9	9	9
포괄손이익	-1,715	197	581	737	911
비지배자분포괄이익	-831	-190	0	0	0
지배자분포괄이익	-884	387	581	737	911

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341	1,250	1,851	1,815	1,883
당기순이익	0	0	572	728	902
비현금항목의 가감	3,001	1,462	1,302	1,154	1,053
감가상각비	489	576	377	247	161
외환손익	-2	-22	-4	-4	-4
지분법평가손익	-4	-54	-67	-67	-67
기타	2,518	962	996	979	963
자산부채의 증감	248	-4	33	2	6
기타현금흐름	-1,908	-207	-57	-69	-78
투자활동 현금흐름	-1,780	10	129	113	98
투자자산	406	129	-1	-1	-1
유형자산	-575	-380	0	0	0
기타	-1,611	261	130	114	99
재무활동 현금흐름	1,020	-521	-227	-227	-227
단기차입금	-59	-364	41	41	41
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	199	225	100	100	100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-55	-43	-30	-30	-30
기타	934	-339	-339	-339	-339
현금의 증감	553	756	1,202	1,165	1,232
기초 현금	4,836	5,389	6,145	7,347	8,512
기말 현금	5,389	6,145	7,347	8,512	9,744
NOPLAT	508	26,465	539	695	868
FCF	941	26,917	1,154	1,119	1,187

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988	10,959	12,159	13,421	14,794
현금및현금성자산	5,389	6,145	7,347	8,512	9,744
매출채권 및 기타채권	1,205	1,243	1,404	1,642	1,910
재고자산	139	65	66	74	80
기타유동자산	3,256	3,506	3,341	3,193	3,060
비유동자산	15,192	14,814	14,472	14,289	14,216
유형자산	1,337	1,286	909	663	501
관계기업투자금	2,941	2,921	3,163	3,406	3,648
기타금융자산	2,424	2,805	2,805	2,805	2,805
기타비유동자산	8,490	7,802	7,594	7,415	7,262
자산총계	25,180	25,773	26,631	27,710	29,011
유동부채	7,564	8,633	8,703	8,793	8,882
매입채무 및 기타채무	4,934	5,296	5,301	5,326	5,348
차입금	1,053	1,458	1,499	1,540	1,582
유동성채무	100	0	0	0	0
기타유동부채	1,477	1,879	1,902	1,927	1,952
비유동부채	3,757	3,197	3,299	3,402	3,509
차입금	846	328	428	528	628
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,912	2,870	2,871	2,875	2,881
부채총계	11,321	11,830	12,002	12,196	12,391
지배자분	9,764	10,141	10,641	11,284	12,089
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,922	1,943	2,443	3,087	3,891
기타자본변동	8	-34	-34	-34	-34
비지배자분	4,095	3,802	3,989	4,230	4,532
자본총계	13,859	13,943	14,630	15,514	16,620
총차입금	4,198	3,921	4,048	4,175	4,303

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,276	124	1,197	1,524	1,888
PER	-23.9	306.9	48.5	38.1	30.7
BPS	21,948	22,858	24,090	25,547	27,368
PBR	2.5	1.7	2.4	2.3	2.1
EBITDAPS	2,746	2,918	2,757	2,831	3,050
EV/EBITDA	19.9	12.2	19.5	18.5	16.7
SPS	16,990	17,728	18,229	20,193	21,905
PSR	3.2	2.2	3.2	2.9	2.6
CFPS	2,117	60,618	2,609	2,533	2,688
DPS	61	68	68	68	68

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.2	4.2	2.5	10.6	8.5
영업이익 증가율	-19.1	-0.1	38.6	29.8	25.0
순이익 증가율	적전	적지	흑전	27.1	23.9
수익성					
ROIC	12.7	950.4	26.6	40.6	55.0
ROA	-4.2	0.2	2.0	2.5	2.9
ROE	-10.3	0.6	5.1	6.1	7.1
안정성					
부채비율	81.7	84.8	82.0	78.6	74.6
순차입금비용	16.7	15.2	15.2	15.1	14.8
이자보상배율	2.8	2.3	2.7	3.4	4.1

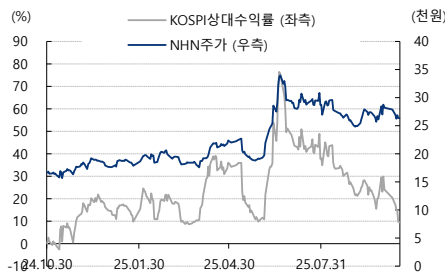
NHN (181710) : 기술, 결제 사업 성장과 비용의 지속 효율화 예상

Buy
TP 33,000원

유지
상향

Company Data	
현재가(10/20)	26,200원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	33,950원
52주 최저가(보통주)	15,640원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	188억원
시가총액	8,847억원
발행주식수(보통주)	3,377만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	18.2만주
평균거래대금(60일)	52억원
외국인지분(보통주)	9.88%
주요주주	이준호 외 16인 55.10%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	19.8	62.7
상대주가	-12.4	-21.0	13.3

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- NHN 3Q25 매출은 6,216억원(YoY +2.2%), 영업이익은 250억원(YoY 흑자전환)을 기록, 컨센서스(매출 6,352억원, 이익 268억원) 대체로 부합 예상. 게임 매출은 전년 동기 추석(24년 9월)의 높은 기저 영향을 모바일 웹보드 및 기존 일본 지역 게임 업데이트 효과가 상쇄하며 YoY +3.7% 전망. 결제 매출은 국내/해외 대형 가맹점 거래액 성장 지속되는 가운데 신규 가맹점 효과 반영되며 YoY +11.5% 추정, 기술 부문은 광주 AI 데이터센터 매출 반영, 두레이 매출 성장으로 QoQ +9.7%, YoY +11.7% 예상.
- 영업비용은 전년 동기 일회성 비용(기타 비용) 제거로 5,966억원(-17.3%) 기록, OPM은 4.0% 추정. 광고선전비는 어비스디아 출시 마케팅 집행으로 YoY +22.7%, 지급수수료는 결제 부문 결제액 증가를 커머스 사업 일부 정리 영향이 상쇄하며 YoY +2.6%, 매출 대비 67.5% 예상. 인건비는 상여 지급에도 여행업 및 커머스 사업 축소 영향으로 QoQ flat, YoY +0.8%에 그쳤을 것으로 추정.

▶ 투자의견 Buy & 목표주가 33,000원으로 상향

- 투자의견 Buy 유지, TP는 33,000원으로 +32% 상향(종전 25,000원). TP 상향은 NHN 클라우드 지분가치를 26년 NHN 클라우드 매출 추정치 2,497억원 및 target PSR 4.5배(글로벌 CSP 26F PSR 30% 할인), 지분가치에 대한 40% 할인을 적용해 5,914억원(종전 4,350억원)으로 인식하고, NHN KCP 주가 상승에 따라 해당 지분 가치를 1,422억원(종전 630억원)으로 인식함에 따름. 동사가 정부 GPU 확보/구축/운영 지원 사업 최대 구축 사업자로 선정됨에 따라 향후 5년간 3천억원 이상의 기술 매출 증대 가능하다고 전망. 26년 해당 사업 기여 600억원에 더해 두레이(SaaS) 성장 지속, 공공기관 및 금융사 클라우드 전환 수요 증대에 따라 기술 매출 YoY +15.3% 성장 예상. 국가정보자원관리원 화재로 정부 데이터 관리 사업을 포함한 공공부문 내 국내 민간 CSP사의 참여 속도가 빨라질 것으로 예상. 게임 사업에 있어서는 웹보드 게임 규제 일몰 시기가 도래함에 따라 규제 완화시 게임 매출 성장 가능성이 있음.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	2,270	2,456	2,483	2,700	2,889
YoY(%)	7.3	8.2	1.1	8.7	7.0
영업이익(십억원)	56	-33	106	131	154
OP마진(%)	2.5	-1.3	4.3	4.9	5.3
순이익(십억원)	-23	-193	69	112	129
EPS(원)	-243	-3,926	1,868	3,058	3,524
YoY(%)	적지	적지	흑전	63.7	15.2
PER(배)	-96.3	-4.5	14.1	8.6	7.5
PCR(배)	3.7	6.5	2.7	2.6	2.5
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.9	10.5	4.2	3.7	3.2
ROE(%)	-0.5	-8.5	4.2	6.6	7.1

NHN (181710) : 기술, 결제 사업 성장과 비용의 지속 효율화 예상

- 투자 의견 Buy 유지, TP는 33,000원으로 +32% 상향(종전 25,000원). TP 상향은 NHN 클라우드 지분가치를 26년 NHN 클라우드 매출 추정치 2,497억원 및 target PER 4.5배(글로벌 CSP 26F PER 30% 할인), 지분가치에 대한 40% 할인을 적용해 5,914억원(종전 4,350억원)으로 인식하고, NHN KCP 주가 상승에 따라 해당 지분 가치를 1,422억원(종전 630억원)으로 인식함에 따름.
- 동사가 정부 GPU 확보/구축/운영 지원 사업 최다 구축 사업자로 선정됨에 따라 향후 5년간 3천억원 이상의 기술 매출 증대 가능하다고 전망. 26년 해당 사업 기여 600억원에 더해 두레이(SaaS) 성장 지속, 공공기관 및 금융사 클라우드 전환 수요 증대에 따라 기술 매출 YoY +15.3% 성장 예상. 국가정보자원관리원 화재로 정부 데이터 관리 사업을 포함한 공공부문 내 국내 민간 CSP사의 참여 속도가 빨라질 것으로 예상.
- 기술 사업(YoY +15.3%)과 더불어 결제 사업 성장(YoY + 9.3%)이 전체 매출 성장을 견인할 것으로 전망하며, 게임 사업에 있어서는 웹보드 게임 규제 일몰 시기가 도래함에 따라 규제 완화시 게임 매출 성장 가속 가능성이 있음. 동시에 커머스/콘텐츠/여행업 등 비핵심 사업에 대한 축소를 통해 26년 OPM 4.9% 기록 전망.(25년 대비 +0.6%p)

NHN 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	604.9	621.6	656.3	2,269.6	2,456.1	2,483.0	2,700.1
성장률(YoY %)	10.2%	8.7%	6.4%	7.6%	-0.7%	0.9%	2.2%	1.9%	7.3%	8.2%	1.1%	8.7%
게임매출	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	114.9	116.7	122.0	446.2	459.8	473.3	539.2
PC	41.6	42.9	44.0	44.4	45.3	43.3	42.6	44.5	162.9	173.0	175.7	187.1
모바일	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	71.7	74.1	77.5	283.3	286.9	297.6	352.0
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	309.4	315.9	329.3	1,065.5	1,183.7	1,244.9	1,360.4
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	104.5	114.7	131.8	236.5	243.3	456.6	526.4
기타	108.8	108.0	109.8	109.0	84.6	76.1	74.4	73.2	368.0	414.3	308.2	274.1
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	583.0	596.6	624.8	2,214.0	2,488.7	2,376.9	2,569.0
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	410.1	419.6	446.3	1,490.6	1,647.1	1,671.5	1,825.6
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	108.1	108.1	106.4	458.9	438.7	436.5	438.9
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.0	21.8	23.0	78.3	67.1	83.9	92.8
감가상각비	24.6	25.4	27.2	27.3	26.4	25.1	25.8	26.6	93.9	104.5	103.8	120.3
통신비	3.8	3.7	3.7	3.6	3.8	4.2	3.9	4.1	15.7	14.7	15.8	16.8
기타	24.0	15.5	156.8	20.3	14.8	14.6	17.4	18.4	76.6	216.7	65.2	74.6
영업이익	27.3	28.5	- 113.4	25.0	27.6	21.9	25.0	31.5	55.6	- 32.6	106.1	131.1
성장률(YoY %)	42.8%	36.3%	적자전환	흑자전환	1.3%	-23.0%	흑자전환	26.1%	42.4%	적자전환	흑자전환	23.6%
OPM(%)	4.5%	4.8%	-18.6%	3.9%	4.6%	3.6%	4.0%	4.8%	2.4%	-1.3%	4.3%	4.9%
순이익	- 4.8	4.6	- 110.3	82.1	- 0.2	11.2	30.9	26.9	- 23.1	- 185.2	68.8	112.2
NPM(%)	-0.8%	0.8%	-18.1%	-12.8%	0.0%	1.9%	5.0%	4.1%	-1.0%	-7.5%	2.8%	4.2%

NHN(181710): 기술, 결제 사업 성장과 비용의 지속 효율화 예상

NHN SOTP Valuation Table

부문	단위	25F	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		328	
	십억원	26F 게임 NOPLAT	37.7	영업이익률 10%, 법인세율 30% 가정
	배	target PER	8.7	글로벌 게임사 peer 26F PER 평균 50% 할인
자산 가치			784	
페이코 가치	십억원	부문 가치	40	
	십억원	기업 가치	209	페이코 26년 매출 추정치 및 간편결제 global peer PSR 적용
	%	지분율	48%	
	%	할인율	60%	자회사 및 NHN KCP 가치 반영 할인 60% 적용
NHN클라우드	십억원	부문 가치	591	
	십억원	매출액	250	NHN클라우드 26년 매출 추정치
	배	target PSR	4.5	글로벌 CSP 26F PSR 평균 30% 할인
	%	지분율	87%	
	%	할인율	40%	자회사 할인 40% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	142	
	십억원	시가총액	668	
	%	지분율	42.6%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
NHN박스	십억원	지분 가치	11	
	십억원	시가총액	48	
	%	지분율	45.3%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	십억원		1,113	
발행주식수	천 주		33,770	
적정주가	원		32,947	
목표주가	원		33,000	
현재주가	원		26,200	
상승여력	%		26.0%	

출처: NHN, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,270	2,456	2,483	2,700	2,889
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,270	2,456	2,483	2,700	2,889
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,214	2,489	2,377	2,569	2,735
영업이익	56	-33	106	131	154
영업이익률 (%)	2.4	-1.3	4.3	4.9	5.3
EBITDA	149	48	176	191	206
EBITDA Margin (%)	6.6	2.0	7.1	7.1	7.1
영업외손익	-43	-97	18	18	18
관계기업손익	5	-11	-6	-6	-6
금융수익	81	92	93	93	93
금융비용	-78	-69	-76	-76	-76
기타	-51	-109	8	8	8
법인세비용차감전순손익	13	-130	125	150	172
법인세비용	36	63	56	37	43
계속사업순손익	-23	-193	69	112	129
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-193	69	112	129
당기순이익률 (%)	-1.0	-7.8	2.8	4.2	4.5
비지배자분순이익	-15	-60	6	9	10
지배자분순이익	-9	-133	63	103	119
지배순이익률 (%)	-0.4	-5.4	2.5	3.8	4.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄손이익	-23	-196	65	109	126
비지배자분포괄이익	-15	-10	3	5	6
지배자분포괄이익	-8	-186	62	103	120

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	165	-69	194	207	219
당기순이익	-23	-193	69	112	129
비현금항목의 가감	232	252	227	198	195
감가상각비	75	65	56	48	41
외환손익	-1	-2	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	11	6	6	6
기타	157	178	168	146	150
자산부채의 증감	15	-61	-43	-64	-61
기타현금흐름	-59	-67	-59	-39	-44
투자활동 현금흐름	-294	-41	-41	-41	-41
투자자산	87	15	15	15	15
유형자산	-318	0	0	0	0
기타	-64	-56	-56	-56	-56
재무활동 현금흐름	269	108	151	151	151
단기차입금	-9	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	167	15	15	15	15
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
현금배당	-6	-17	-16	-16	-16
기타	117	120	162	162	162
현금의 증감	141	-213	70	71	64
기초 현금	631	772	559	629	700
기말 현금	772	559	629	700	764
NOPLAT	-99	-49	59	98	115
FCF	-308	-29	85	94	106

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,537	1,413	1,569	1,765	1,972
현금및현금성자산	772	559	629	700	764
매출채권 및 기타채권	493	575	659	776	912
재고자산	67	72	73	80	85
기타유동자산	206	207	208	209	210
비유동자산	1,912	1,812	1,724	1,646	1,577
유형자산	706	642	586	538	497
관계기업투자금	195	180	164	149	134
기타금융자산	337	337	337	337	337
기타비유동자산	674	654	637	622	610
자산총계	3,450	3,226	3,293	3,411	3,549
유동부채	888	826	815	805	796
매입채무 및 기타채무	664	664	664	664	664
차입금	53	44	35	26	17
유동성채무	42	0	0	0	0
기타유동부채	129	118	116	115	115
비유동부채	571	593	614	636	658
차입금	179	194	209	224	239
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	392	398	405	412	419
부채총계	1,460	1,419	1,429	1,441	1,454
지배자분	1,631	1,481	1,528	1,615	1,717
자본금	19	18	18	18	18
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	374	421	508	610
기타자본변동	-141	-141	-141	-141	-141
비지배자분	358	325	336	355	377
자본총계	1,990	1,807	1,864	1,970	2,095
총차입금	323	290	298	306	315

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-243	-3,926	1,868	3,058	3,524
PER	-96.3	-4.5	14.1	8.6	7.5
BPS	46,697	43,873	45,254	47,824	50,861
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
EBITDAPS	4,247	1,422	5,201	5,659	6,090
EV/EBITDA	3.9	10.5	4.2	3.7	3.2
SPS	64,477	72,739	73,534	79,966	85,562
PSR	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
CFPS	-8,748	-851	2,511	2,786	3,140
DPS	500	500	500	500	500

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	7.3	8.2	1.1	8.7	7.0
영업이익 증가율	42.4	적전	흑전	23.6	17.4
순이익 증가율	적지	적지	흑전	63.2	15.2
수익성					
ROIC	-11.3	-5.0	5.9	9.6	10.5
ROA	-0.3	-4.0	1.9	3.1	3.4
ROE	-0.5	-8.5	4.2	6.6	7.1
안정성					
부채비율	73.4	78.5	76.7	73.2	69.4
순차입금비용	9.4	9.0	9.0	9.0	8.9
이자보상배율	2.4	-1.6	5.2	6.2	7.2

크래프톤 (259960) : 경쟁 상황은 감안 필요. PUBG 2.0 성공 가능성 높다고 판단

Buy

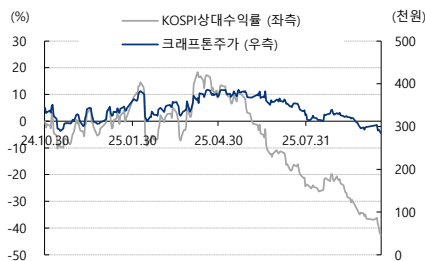
TP 500,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	288,000원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	386,000원
52주 최저가(보통주)	285,000원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	49억원
시가총액	136,493억원
발행주식수(보통주)	4,739만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	10.7만주
평균거래대금(60일)	324억원
외국인지분(보통주)	42.20%
주요주주	장병규 외 31인 21.90%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-25.8	-14.8
상대주가	-18.8	-51.1	-40.7

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- 매출은 8,519억원(YoY +18.4%, QoQ +28.7%), 영업이익은 3,610억원(YoY +11.3%, QoQ +46.7%)로 컨센서스(매출 8,404억원, 이익 3,591억원)에 부합했을 것으로 예상. PC 매출은 PUBG PC 내 에스파/부가티/GD 콜라보레이션 효과로 3,196억원(YoY +16.5%, QoQ +45.5%), 모바일 매출은 모바일 버전에서 배틀로얄 모드 외 World of Wonder(UGC), Metro Royale(익스트랙션), 숨바꼭질 등 테마 모드, Step Well(인도 BGMI 적용) 등 흥행으로 5,140억원(YoY +20.8%, QoQ +20.2%) 기록 예상. 영업비용 중 인건비는 신작 개발 인력 채용 및 넷툰 연결 편입으로 1,523억원(YoY +14.4%), 지급수수료는 PUBG 2.0 위한 외주개발비 및 신작 준비 비용 증가, 넷툰 편입 영향으로 1,160억원(YoY +44.2%) 예상. 마케팅비는 라이브서비스 마케팅 집행으로 매출 대비 5.0%인 516억원(YoY +72.5%) 추정.

▶ 투자 의견 Buy, 목표주가 500,000원 유지.

- 투자 의견 Buy 및 목표주가 500,000원 유지. 2H25 동사의 핵심 IP PUBG 트랙픽은 PC(배틀필드6, 델타포스) 및 모바일(델타포스 모바일, 발로란트 모바일) 플랫폼에서의 슈팅장르 경쟁작들이 많은 플레이어(특히 SteamDB 기준 배틀필드 6 최고 동시접속자수 74.7만 명 기록, 배틀필드6 출시 후 3일간 700만 장 판매 추정, 델타포스 최고동시접속자수 24.7만 명 기록)를 확보하고 있는 상황에서 소폭 하락에 그치고 있음. 1) PUBG IP가 슈팅 장르 내에서도 배틀로얄 슈터를 향유하는 유저에 대해서는 확고한 코어 팬층을 확보하고 있음을 보여주고 있다고 판단하며, 2) 특히 PC 대비 모바일에서 선행되어 적용된 UGC 및 다양한 모드의 흥행을 바탕으로 향후 2년여간 이루어질 a) UGC 모드(25년 알파, 26년 베타), b) 웰메이드 모드(1H26), c) 언리얼엔진 5 적용으로 이어지는 PUBG 2.0으로의 이행을 통해 현 코어 유저층 유지 뿐 아니라 신규 유저 유입이 가능하다고 판단. 트랙픽 지표에 따라 단기적 변동성은 클 수 있다고 판단하나, 26년 출시될 신작(팻월드 모바일, 서브노티카2)과 PUBG 2.0으로의 이행에 따른 잠재 성장성 고려 필요.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	1,911	2,710	3,234	3,676	4,079
YoY(%)	3.1	41.8	19.3	13.7	11.0
영업이익(십억원)	768	1,182	1,394	1,538	1,697
OP마진(%)	40.2	43.6	43.1	41.8	41.6
순이익(십억원)	594	1,303	959	1,318	1,439
EPS(원)	12,221	27,162	20,019	27,508	30,032
YoY(%)	19.9	122.3	-26.3	37.4	9.2
PER(배)	15.8	11.5	14.2	10.4	9.5
PCR(배)	10.3	10.5	18.5	13.1	12.2
PBR(배)	1.7	2.2	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	7.3	8.7	6.2	5.1	4.1
ROE(%)	11.2	21.1	13.1	15.6	14.6

크래프톤 (259960) : 경쟁 상황은 감안 필요. PUBG 2.0 성공 가능성 높다고 판단

- 투자자의견 Buy 및 목표주가 500,000원 유지. 2H25 동사의 핵심 IP PUBG 트래픽은 PC(배틀필드6, 델타포스) 및 모바일(델타포스 모바일, 발로란트 모바일) 플랫폼에서의 슈팅장르 경쟁작들이 많은 플레이어(특히 SteamDB 기준 배틀필드 6 최고 동시접속자수 74.7만 명 기록, 배틀필드6 출시 후 3일간 700만 장 판매 추정, 델타포스 최고동시접속자수 24.7만 명 기록)를 확보하고 있는 상황에서도 소폭 하락에 그치고 있음.
- 1) PUBG IP가 슈팅 장르 내에서도 배틀로열 슈터를 향유하는 유저에 대해서는 확고한 코어 팬층을 확보하고 있음을 보여주고 있다고 판단하며, 2) 특히 PC 대비 모바일에서 선행되어 적용된 UGC 및 다양한 모드의 흥행을 바탕으로 향후 2년여간 이루어질 a) UGC 모드(25년 알파, 26년 베타), b) 웰메이드 모드(1H26), c) 언리얼엔진 5 적용으로 이어지는 PUBG 2.0으로의 이행을 통해 현 코어 유저층 유지 뿐 아니라 신규 유저 유입이 가능하다고 판단.
- 트래픽 지표에 따라 단기적 변동성은 클 수 있다고 판단하나, 26년 출시될 신작(팰월드 모바일, 서브노티카2)과 PUBG 2.0으로의 이행에 따른 잠재 성장성 고려 필요.

크래프톤 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	851.9	845.4	1,854.0	1,910.6	2,709.8	3,233.6	3,676.4
성장률(YoY %)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	-6.4%	18.4%	36.9%	-1.7%	3.1%	41.8%	19.3%	13.7%
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	319.6	299.4	465.0	583.9	941.9	1,162.3	1,327.8
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	514.0	515.9	1,252.8	1,244.8	1,689.8	1,989.9	2,204.8
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	10.1	15.2	133.9	55.7	44.3	48.2	82.9
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	8.2	14.8	32.2	26.2	33.7	33.2	60.9
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	490.9	515.4	1,102.4	1,142.5	1,527.3	1,839.2	2,138.6
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	152.3	159.6	364.8	427.3	516.8	607.0	685.2
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	20.2	20.4	63.6	27.6	102.4	78.5	83.6
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	116.0	125.4	325.3	258.9	316.1	421.8	513.6
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	111.8	108.9	207.1	226.8	349.3	409.7	470.7
마케팅비용	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	51.6	59.7	129.7	66.1	101.4	160.3	210.8
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	43.0	39.1	41.5	139.1	135.9	141.3	162.0	174.8
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	361.0	330.0	751.6	768.0	1,182.5	1,394.3	1,537.8
성장률(YoY %)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-25.9%	11.3%	53.1%	15.5%	2.2%	54.0%	17.9%	10.3%
OPM(%)	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	37.2%	42.4%	39.0%	40.5%	40.2%	43.6%	43.1%	41.8%
순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	15.5	262.6	309.4	500.2	594.1	1,302.6	959.0	1,317.9
NPM(%)	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	2.3%	30.8%	36.6%	27.0%	31.1%	48.1%	29.7%	35.8%

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,234	3,676	4,079
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,234	3,676	4,079
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,143	1,527	1,839	2,139	2,382
영업이익	768	1,182	1,394	1,538	1,697
영업이익률 (%)	40.2	43.6	43.1	41.8	41.6
EBITDA	876	1,289	1,475	1,600	1,745
EBITDA Margin (%)	45.9	47.6	45.6	43.5	42.8
영업외손익	61	540	-119	196	196
관계기업손익	-44	-48	0	0	0
금융수익	38	33	26	26	26
금융비용	-9	-9	-10	-10	-10
기타	76	565	-135	180	180
법인세비용차감전순손익	829	1,723	1,275	1,734	1,893
법인세비용	235	420	316	416	454
계속사업순손익	594	1,303	959	1,318	1,439
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	959	1,318	1,439
당기순이익률 (%)	31.1	48.1	29.7	35.8	35.3
비지배자분순이익	-1	-3	0	0	0
지배자분순이익	595	1,306	959	1,318	1,439
지배순이익률 (%)	31.2	48.2	29.7	35.8	35.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	73	108	108	108
포괄손이익	593	1,376	1,067	1,426	1,547
비지배자분포괄이익	-1	-4	0	0	0
지배자분포괄이익	594	1,380	1,067	1,426	1,547

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662	908	463	834	956
당기순이익	594	1,303	959	1,318	1,439
비현금항목의 가감	324	126	18	58	37
감가상각비	77	85	61	44	32
외환손익	-8	-96	0	0	0
지분법평가손익	43	48	0	0	0
기타	213	89	-44	14	5
자산부채의 증감	-139	-276	-245	-215	-200
기타현금흐름	-117	-244	-269	-328	-320
투자활동 현금흐름	-394	-832	-281	-281	-281
투자자산	-46	-665	-207	-207	-207
유형자산	-34	-20	0	0	0
기타	-313	-146	-74	-74	-74
재무활동 현금흐름	-225	-259	-59	-59	-59
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	-225	-259	-59	-59	-59
현금의 증감	46	-139	572	968	1,073
기초 현금	675	721	582	1,154	2,122
기말 현금	721	582	1,154	2,122	3,195
NOPLAT	551	894	1,049	1,169	1,290
FCF	485	704	884	1,016	1,138

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964	5,004	5,766	6,896	8,116
현금및현금성자산	721	582	1,154	2,122	3,195
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,208	1,370	1,519
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,405	3,404	3,404	3,403
비유동자산	2,476	2,915	3,095	3,304	3,557
유형자산	257	240	178	134	102
관계기업투자금	571	722	977	1,232	1,488
기타금융자산	347	426	426	426	426
기타비유동자산	1,301	1,527	1,513	1,511	1,541
자산총계	6,440	7,919	8,862	10,200	11,674
유동부채	521	785	763	770	777
매입채무 및 기타채무	224	238	238	238	238
차입금	7	7	7	7	7
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	290	539	518	524	531
비유동부채	361	306	310	324	351
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	361	306	310	324	351
부채총계	882	1,090	1,073	1,093	1,128
지배자분	5,554	6,828	7,787	9,105	10,544
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	3,895	5,081	6,041	7,359	8,797
기타자본변동	97	105	105	105	105
비지배자분	4	1	1	2	2
자본총계	5,559	6,829	7,788	9,107	10,546
총차입금	222	188	178	168	160

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,221	27,162	20,019	27,508	30,032
PER	15.8	11.5	14.2	10.4	9.5
BPS	114,849	142,524	162,529	190,037	220,070
PBR	1.7	2.2	1.8	1.5	1.3
EBITDAPS	17,982	26,805	30,782	33,392	36,430
EV/EBITDA	7.3	8.7	6.2	5.1	4.1
SPS	39,217	56,353	67,491	76,734	85,141
PSR	4.9	5.5	4.2	3.7	3.3
CFPS	9,952	14,637	18,455	21,207	23,758
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	3.1	41.8	19.3	13.7	11.0
영업이익 증가율	2.2	54.0	17.9	10.3	10.3
순이익 증가율	18.8	119.3	-26.4	37.4	9.2
수익성					
ROIC	43.2	71.2	76.2	78.9	81.6
ROA	9.5	18.2	11.4	13.8	13.2
ROE	11.2	21.1	13.1	15.6	14.6
안정성					
부채비율	15.9	16.0	13.8	12.0	10.7
순차입금비용	3.4	2.4	2.0	1.7	1.4
이자보상배율	86.2	125.0	147.4	162.6	179.4

넷마블 (251270) : 다수의 IP를 프랜차이즈화중

Buy

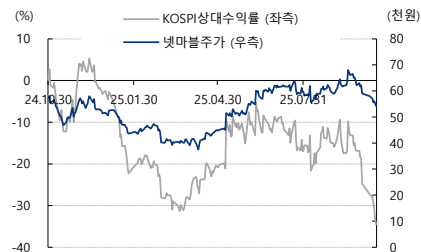
TP 78,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	54,600원
액면가(원)	100원
52주 최고가(보통주)	68,000원
52주 최저가(보통주)	37,500원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	86억원
시가총액	46,931억원
발행주식수(보통주)	8,595만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	21.3만주
평균거래대금(60일)	133억원
외국인지분(보통주)	27.78%
주요주주	방준혁 외 12인 24.33%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-20.3	24.3	-7.4
상대주가	-27.4	-18.1	-35.5

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- 넷마블 3Q25 매출은 6,896억원(YoY +6.5%, QoQ -3.9%), 영업이익은 801억원(YoY +22.4%, OPM 11.6%)으로 시장 예상치(매출 6,914억원, 이익 816억원) 부합 예상. 매출은 MCoC, RF온라인 넥스트와 2Q25 933억원의 매출 기여를 한 것으로 추정되는 세븐나이트 리버스(국내)의 QoQ 매출 하향에도 3Q25 출시된 뱀피르(MMORPG)가 612억원, 세븐나이트 리버스(글로벌지역, 9월 18일 출시) 163억원 기록 추정)가 163억원의 매출 기여를 하며 YoY +6.5%, QoQ -3.9% 예상.
- 영업비용 중 인건비는 보수적인 채용 기조 유지로 1,735억원(YoY -3.1%, QoQ -0.8%), 마케팅비는 세븐나이트 리버스(글로벌), 뱀 피르, RF온라인(아시아) 출시 마케팅 진행과 글로벌 게임쇼 참가로 1,282억원(YoY +22.5%, 매출 대비 18.6%) 집행 추정. 지급수수료는 2,381억원(YoY +5.9%, QoQ -1.8%)으로 매출 대비 34.5% 기록 예상.

▶ 투자의견 Buy 유지, TP 78,000원 유지. 대형주 최선호주로 제시

- 투자의견 Buy, TP는 78,000원 유지. 동사는 4Q25~1Q26 주요 기대작(몬길: STAR DIVE, 일곱 개의 대죄: Origin)의 출시가 예정되어 있는 동시에, 다변화된 IP/장르/지역 포트폴리오를 바탕으로 게임별 비중이 상대적으로 낮기 때문에 개별 신작의 성패에 따른 매출 추정치 변동은 비교적 작을 것으로 예상. 최근 2년간 국내 게임사 중 최상위권에 해당하는 hit-ratio를 보이고 있으며 2026년에도 5종의 신작 출시와 5종 게임의 지역 확장 예정으로 2026년 매출 YoY +6.3%, 영업이익 YoY +20.3% 성장 전망. 11월 지스타 2025를 통해 기존 글로벌 시연이 이루어졌던 2종의 기존 기대작(몬길: STAR DIVE, 일곱 개의 대죄: Origin) 뿐 아니라 이블베인(3인칭 협동 액션), 나 혼자만 레벨업: KARMA(로그라이트 액션 RPG)의 첫 시연이 이루어져 향후 라인업에 대한 기대감 형성 예상. 내년도 라인업 구체화시 내년도 출시작에 대한 시야 형성이 주가 상승 모멘텀이 될 수 있을 것으로 전망. 대형주 최선호주로 제시.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,812	2,988	3,167
YoY(%)	-6.4	6.5	5.5	6.3	6.0
영업이익(십억원)	-68	216	341	410	487
OP마진(%)	-2.7	8.1	12.1	13.7	15.4
순이익(십억원)	-304	3	393	438	500
EPS(원)	-2,975	298	4,377	4,687	5,350
YoY(%)	적지	흑전	1,367.1	7.1	14.1
PER(배)	-19.5	173.3	12.4	11.6	10.1
PCR(배)	27.1	10.9	4.6	4.5	4.2
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	10.9	8.7	6.7
ROE(%)	-4.9	0.5	6.7	6.8	7.3

넷마블(251270): 다수의 IP를 프랜차이즈화중

넷마블 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	717.6	689.6	780.5	2,673.4	2,502.1	2,663.8	2,811.6	2,988.3
성장률(YoY %)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.6%	-2.5%	6.6%	-8.2%	6.5%	20.3%	6.6%	-6.4%	6.5%	5.5%	6.3%
MCoC	54.2	72.4	63.1	79.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	51.9	67.6	288.6	269.6	253.4	240.2	209.2
스핀엑스 3종	168.7	162.9	157.7	159.7	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	142.6	147.9	642.2	649.0	604.2	583.8	565.4
일곱개의 대죄	42.2	36.2	31.5	39.9	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	28.7	24.9	28.4	180.2	149.8	130.6	113.1	103.2
나 혼자만 레벨업: ARISE	-	-	-	-	-	156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	39.2	35.3	-	-	279.5	167.4	108.1
레이븐2	-	-	-	-	-	31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	23.7	23.5	-	-	102.6	107.1	74.9
RF 온라인 넥스트	-	-	-	-	-	-	-	-	18.7	64.6	32.6	49.9	-	-	-	165.8	82.4
세븐나이즈 리버스	-	-	-	-	-	-	-	-	-	93.3	69.7	74.2	-	-	-	237.1	162.6
뱀피르	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	61.2	64.4	-	-	-	125.6	103.5
킹 오브 파이터 AFK	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.8	13.8	-	-	-	21.6	37.6
스톤에이지: 펫월드	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.0	-	-	-	18.0	48.4
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	209.7
몬걸: STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.0	-	-	-	18.0	113.3
나혼렙 ARISE OVERDRIVE (Steam)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.8	-	-	-	13.8	23.0
프로젝트 SOL	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	143.5
기타 (신작 포함)	337.5	331.8	378.4	386.0	333.7	344.1	304.2	311.5	287.0	251.2	236.0	225.9	1,562.5	1,348.9	1,293.6	1,000.1	1,003.4
영업비용	630.8	640.5	652.5	646.8	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	616.5	609.5	670.6	2,782.1	2,570.6	2,448.2	2,470.8	2,578.3
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	238.1	270.7	1,056.2	980.0	946.9	970.3	1,026.4
인건비	187.5	193.2	180.6	182.8	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	173.5	176.5	782.1	744.1	720.0	697.0	706.0
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	128.2	148.3	524.3	486.8	470.3	526.1	562.0
기타	47.6	45.9	40.6	40.2	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	33.8	39.8	45.5	187.1	174.3	156.6	155.9	166.5
감가상각비	48.3	48.0	46.4	42.7	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.0	29.9	29.7	232.4	185.4	154.4	121.5	117.3
영업이익	- 28.2 -	- 37.2 -	- 21.9 -	- 18.8 -	- 3.7 -	- 111.2 -	- 65.5 -	- 35.2 -	- 49.7 -	- 101.1 -	- 80.1 -	- 109.9 -	- 108.7 -	- 68.5 -	- 215.6 -	- 340.8 -	- 410.0 -
성장률(YoY %)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	87.2%	1243.2%	-9.1%	22.4%	212.2%	적자전환	적자지속	흑자전환	58.1%	20.3%
OPM(%)	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	11.6%	14.1%	-4.1%	-2.7%	8.1%	12.1%	13.7%
당기순이익	- 45.8 -	- 44.1 -	- 28.4 -	- 185.6 -	- 9.9 -	- 162.3 -	- 20.6 -	- 169.8 -	- 80.2 -	- 160.2 -	- 54.3 -	- 98.3 -	- 886.4 -	- 303.9 -	- 3.2 -	- 393.1 -	- 438.0 -
NPM(%)	-7.6%	-7.3%	-4.5%	-27.9%	-1.7%	20.8%	3.2%	-26.2%	12.9%	22.3%	7.9%	12.6%	-33.2%	-12.1%	0.1%	14.0%	14.7%

출처: 넷마블, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,812	2,988	3,167
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,812	2,988	3,167
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,571	2,448	2,471	2,578	2,679
영업이익	-68	216	341	410	487
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	12.1	13.7	15.4
EBITDA	117	370	471	523	586
EBITDA Margin (%)	4.7	13.9	16.7	17.5	18.5
영업외손익	-90	-139	137	137	137
관계기업손익	113	109	118	118	118
금융수익	73	77	113	113	113
금융비용	-262	-192	-159	-159	-159
기타	-14	-133	65	65	65
법인세비용차감전순손익	-159	76	478	547	625
법인세비용	145	73	85	109	125
계속사업순손익	-304	3	393	438	500
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	393	438	500
당기순이익률 (%)	-12.1	0.1	14.0	14.7	15.8
비지배자분순이익	-48	-22	17	35	40
지배자분순이익	-256	26	376	403	460
지배순이익률 (%)	-10.2	1.0	13.4	13.5	14.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-286	349	441	441	441
포괄손이익	-590	352	834	879	941
비지배자분포괄이익	-48	-20	-47	-49	-52
지배자분포괄이익	-542	371	880	928	993

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	583	608	656
당기순이익	-304	3	393	438	500
비현금항목의 가감	440	382	390	388	379
감가상각비	57	53	42	33	26
외환손익	36	5	2	2	2
지분법평가손익	-113	-109	-118	-118	-118
기타	461	432	464	470	468
자산부채의 증감	-121	-35	-32	-35	-35
기타현금흐름	-113	-63	-168	-182	-188
투자활동 현금흐름	466	37	67	35	-15
투자자산	549	191	229	229	229
유형자산	-36	-17	0	0	0
기타	-47	-137	-162	-194	-244
재무활동 현금흐름	-481	-221	308	19	19
단기차입금	-298	-895	47	47	47
사채	-160	399	30	30	30
장기차입금	-16	314	14	14	14
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-5	-38	251	-38	-38
현금의 증감	-73	148	898	588	586
기초 현금	503	430	578	1,476	2,065
기말 현금	430	578	1,476	2,065	2,651
NOPLAT	-131	9	280	328	390
FCF	-103	111	377	406	453

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	2,088	2,786	3,531
현금및현금성자산	430	578	1,476	2,065	2,651
매출채권 및 기타채권	272	295	311	331	351
재고자산	3	2	2	2	3
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,812	6,579	6,360
유형자산	344	340	298	264	238
관계기업투자금	2,386	2,439	2,319	2,199	2,078
기타금융자산	623	489	489	489	489
기타비유동자산	3,657	3,794	3,707	3,627	3,555
자산총계	7,916	8,177	8,900	9,365	9,891
유동부채	1,940	1,348	1,685	1,734	1,782
매입채무 및 기타채무	265	344	346	348	349
차입금	1,311	505	552	598	645
유동성채무	86	131	420	420	420
기타유동부채	278	368	368	368	368
비유동부채	897	1,355	1,395	1,439	1,486
차입금	372	598	612	626	640
사채	0	399	429	459	489
기타비유동부채	525	358	354	354	357
부채총계	2,837	2,703	3,081	3,173	3,269
지배자분	4,980	5,416	5,758	6,127	6,552
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,488	1,856	2,282
기타자본변동	370	430	430	430	430
비지배자분	100	58	61	65	70
자본총계	5,079	5,474	5,820	6,192	6,622
총차입금	1,841	1,693	2,062	2,144	2,228

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	4,377	4,687	5,350
PER	-19.5	173.3	12.4	11.6	10.1
BPS	57,933	63,011	66,990	71,280	76,233
PBR	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDAPS	1,361	4,305	5,475	6,084	6,819
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.9	8.7	6.7
SPS	29,109	30,991	32,711	34,766	36,842
PSR	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5
CFPS	-1,198	1,296	4,391	4,720	5,274
DPS	0	417	417	417	417

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	5.5	6.3	6.0
영업이익 증가율	적지	흑전	58.1	20.3	18.9
순이익 증가율	적지	흑전	12,121.9	11.4	14.1
수익성					
ROIC	-3.6	0.3	8.7	10.5	12.8
ROA	-3.0	0.3	4.4	4.4	4.8
ROE	-4.9	0.5	6.7	6.8	7.3
안정성					
부채비율	55.9	49.4	52.9	51.2	49.4
순차입금비율	23.3	20.7	23.2	22.9	22.5
이자보상배율	-0.5	2.0	2.6	3.0	3.4

엔씨소프트 (036570) : 결전의 11월

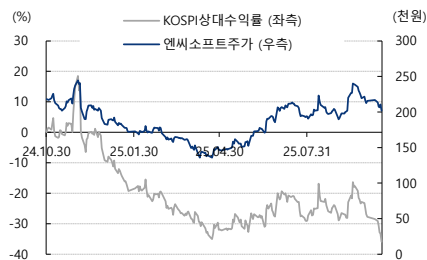
Trading Buy
TP 270,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	202,000원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	244,500원
52주 최저가(보통주)	135,800원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	110억원
시가총액	43,519억원
발행주식수(보통주)	2,154만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	9.6만주
평균거래대금(60일)	212억원
외국인지분(보통주)	32.37%
주요주주	김택진 외 15인 12.37%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.8	44.5	6.4
상대주가	-23.4	-4.8	-26.0

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익(손실) 컨센서스 하회 예상

- 3Q25 매출은 3,663억원(YoY -8.9%, QoQ -4.2%), 영업손실은 -277억원(YoY 적자지속, QoQ 적자전환)로 시장 예상치(매출 3,722억원, 영업손실 -69억원)을 하회했을 것으로 추정. 모바일 게임 매출은 리니지M 8주년 행사 효과가 제거되고(QoQ -7.3%) 리니지2M(QoQ -2.7%) 및 리니지W(QoQ -5.6%) 매출 하향 이루어지며 2,062억원(QoQ -5.8%, YoY -18.6%) 기록 예상. PC 온라인 게임 매출은 922억원(QoQ flat) 추정. 영업비용 중 마케팅비는 아이온2 마케팅 활동에도 효율적 집행기조 유지하며 330억원(QoQ +41.0%, YoY -32.2%), 인건비는 인력 감축 관련 일회성 비용 반영으로 2,126억원(QoQ +11.4%, YoY +5.7%) 기록 예상. 매출변동비 및 기타는 1,231억원(QoQ -4.2%, YoY -12.1%) 기록 전망.

▶투자의견 Trading Buy & 목표주가 270,000원 유지

- 투자의견 Trading Buy & TP 270,000원 유지. 25년 11월 19일 국내/대만 출시 예정된 아이온2는 4차례의 라이브방송을 통해 실제 인게임 빌드와 BM을 공개. 전투의 경우 세미 컨트롤 모드를 포함한 자동사냥이 없음에 따라 주된 플레이 기기는 PC가 될 것으로 판단. BM은 1) 멤버십 및 패스, 2) 외형 BM(의상, 무기외형, 펫, 날개 등 확정 구매), 3) 일부 상점 아이템. 멤버십과 패스는 PU당 약 5만원 수준으로, 중심적인 BM은 외형 BM이 될 거라고 예상. 아이온2는 커스터마이징 및 캐릭터 디자인에 소구점이 있어 스탯에 영향을 주지 않는 외형 BM이 유의미한 매출 기여 가능할 것으로 예상. 거래소는 인게임 재화인 키나 중심으로 설계. 인게임에서 수급 가능한 아이템은 키나로 구매 가능하고, 과금 요소인 외형 및 패키지는 유료 재화 큐나로 구매 가능. 큐나의 경우 유료 재화이지만 교환소에서 키나-큐나의 거래소가 가능해 기본적으로는 인게임 키나 수급을 통해 큐나로 구매할 수 있는 유료 외형 구매 가능. BM/자동사냥/PvP 제약 등 동 게임에 대한 우려가 많이 불식된 상태. PC MMORPG에 충실한 PvE 콘텐츠 및 액션성을 갖춘 동시에 특유의 게임성(활강, 펫 포획 등)을 갖춰 대규모 트래픽 유치 가능하다고 판단, 2026년 4,366억원(26년 중 글로벌 버전 출시 가정)의 매출 기여 예상.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,546	2,029	2,473
YoY(%)	-30.8	-11.3	-2.0	31.3	21.9
영업이익(십억원)	137	-109	14	322	468
OP마진(%)	7.7	-6.9	0.9	15.9	18.9
순이익(십억원)	214	94	29	269	385
EPS(원)	9,663	4,291	1,357	12,483	17,877
YoY(%)	-51.3	-55.6	-68.4	820.1	43.2
PER(배)	24.9	42.7	148.9	16.2	11.3
PCR(배)	18.6	46.0	-51.3	16.2	10.5
PBR(배)	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	15.1	-75,002.9	30.9	7.4	4.8
ROE(%)	6.6	3.0	1.0	8.5	11.1

엔씨소프트(036570): 결전의 11월

엔씨소프트 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	366.3	436.8	1,779.8	1,578.1	1,545.8	2,029.1
성장률(YoY %)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-8.9%	6.7%	-30.8%	-11.3%	-2.0%	31.3%
계입매출	365.2	331.2	363.8	335.9	315.3	340.1	323.8	395.7	1,635.4	1,396.1	1,375.0	1,876.1
리니지M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	112.3	97.1	489.9	492.8	443.2	420.5
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	46.7	44.8	242.9	182.6	177.4	159.3
리니지W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	45.0	44.9	403.9	244.3	190.7	193.7
B&S 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	2.2	2.4	27.5	17.1	9.4	8.5
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	21.9	20.7	102.0	98.2	85.6	77.2
리니지2	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	21.8	22.3	85.6	85.5	85.9	88.5
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	12.2	12.6	71.5	50.4	46.3	49.4
B&S	4.1	3.8	3.2	14.0	14.2	19.5	18.9	18.3	25.3	25.1	70.9	68.0
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	15.8	17.4	18.6	79.4	92.6	71.0	70.7
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	90.0	-	-	90.0	436.6
Breakers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41.8
Time Takers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48.7
신더시티	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	51.6
기존 IP 스피노프 4종	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64.7
기타	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	29.5	25.4	23.9	107.4	107.7	104.5	97.0
로열티매출	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	42.5	41.2	144.5	182.0	170.9	153.0
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	394.1	415.2	1,642.5	1,687.3	1,531.6	1,706.6
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	212.6	179.7	822.9	906.4	770.3	695.6
매출변동비	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	123.1	157.7	622.8	544.7	538.6	731.6
광고선전비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	33.0	52.4	85.0	128.2	122.1	177.1
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	25.5	25.3	111.9	108.1	100.7	102.3
영업이익	25.7	8.8	14.3	129.5	5.2	15.1	27.7	21.7	137.3	109.2	14.2	322.5
성장률(YoY %)	-68.5%	-74.9%	적자전환	적자전환	-79.7%	70.5%	적자지속	흑자전환	-75.4%	적자전환	흑자전환	2167.7%
OPM(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-7.6%	5.0%	7.7%	-6.9%	0.9%	15.9%
순이익	57.1	71.1	26.5	7.6	37.5	36.0	25.5	52.5	213.9	94.1	28.6	268.9
NPM(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	-6.9%	12.0%	12.0%	6.0%	1.9%	13.3%

출처: 엔씨소프트, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,546	2,029	2,473
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,546	2,029	2,473
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,643	1,687	1,532	1,707	2,005
영업이익	137	-109	14	322	468
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	0.9	15.9	18.9
EBITDA	249	0	102	393	524
EBITDA Margin (%)	14.0	0.0	6.6	19.3	21.2
영업외손익	69	230	14	14	14
관계기업손익	4	4	-7	-7	-7
금융수익	120	157	90	90	90
금융비용	-29	-40	-64	-64	-64
기타	-26	109	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	206	121	28	336	481
법인세비용	-8	27	-1	67	96
계속사업순손익	214	94	29	269	385
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	29	269	385
당기순이익률 (%)	12.0	6.0	1.9	13.3	15.6
비지배자분순이익	2	0	-1	0	0
지배자분순이익	212	94	29	269	385
지배순이익률 (%)	11.9	6.0	1.9	13.3	15.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	-46	-17	-17	-17
포괄손이익	191	48	11	252	368
비지배자분포괄이익	2	0	0	1	1
지배자분포괄이익	189	48	11	251	367

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	-42	138	243
당기순이익	214	94	29	269	385
비현금항목의 가감	72	-7	-96	-58	-60
감가상각비	110	106	84	67	53
외환손익	7	-4	-81	-81	-81
지분법평가손익	-1	2	7	7	7
기타	-45	-111	-106	-51	-39
자산부채의 증감	-96	-43	-60	-103	-100
기타현금흐름	-50	63	85	30	18
투자활동 현금흐름	113	1,294	150	21	1
투자자산	345	327	-20	-20	-20
유형자산	-117	-84	0	0	0
기타	-114	1,051	170	41	21
재무활동 현금흐름	-177	-523	-62	-62	-62
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	10	10	10
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	-44	-44	-44
현금의 증감	80	895	204	260	351
기초 현금	286	365	1,260	1,464	1,724
기말 현금	365	1,260	1,464	1,724	2,075
NOPLAT	142	-85	15	258	374
FCF	41	-103	42	225	330

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	1,834	2,109	2,491
현금및현금성자산	365	1,260	1,464	1,724	2,075
매출채권 및 기타채권	172	167	162	200	234
재고자산	1	1	1	1	2
기타유동자산	1,799	360	207	183	180
비유동자산	2,057	2,165	2,108	2,067	2,040
유형자산	1,001	998	913	846	793
관계기업투자금	25	50	79	108	136
기타금융자산	648	822	822	822	822
기타비유동자산	384	296	294	292	290
자산총계	4,394	3,954	3,942	4,176	4,531
유동부채	614	322	329	337	346
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	240	0	0	0	0
기타유동부채	159	126	133	140	149
비유동부채	526	568	549	534	523
차입금	0	0	0	0	0
사채	170	170	180	190	200
기타비유동부채	357	398	369	344	323
부채총계	1,141	890	878	870	868
지배자분	3,250	3,058	3,059	3,300	3,657
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,475	3,715	4,072
기타자본변동	-623	-799	-799	-799	-799
비지배자분	3	5	5	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,064	3,305	3,663
총차입금	609	336	319	306	297

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	1,357	12,483	17,877
PER	24.9	42.7	148.9	16.2	11.3
BPS	148,023	139,312	141,996	153,165	169,727
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	11,349	-2	4,717	18,223	24,325
EV/EBITDA	15.1	-75,002.9	30.9	7.4	4.8
SPS	81,071	71,883	71,753	94,183	114,793
PSR	3.0	2.5	2.8	2.1	1.8
CFPS	1,880	-4,708	1,929	10,433	15,339
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-2.0	31.3	21.9
영업이익 증가율	-75.4	적전	흑전	2,167.6	45.0
순이익 증가율	-50.9	-56.0	-69.6	840.0	43.2
수익성					
ROIC	16.4	-8.0	1.3	25.2	37.5
ROA	4.8	2.3	0.7	6.6	8.8
ROE	6.6	3.0	1.0	8.5	11.1
안정성					
부채비율	35.1	29.1	28.6	26.3	23.7
순차입금비율	13.9	8.5	8.1	7.3	6.6
이자보상배율	9.4	-10.6	1.3	29.6	41.8

시프트업 (462870) : 26년 이후 중기적 이익 성장 타임라인 가시화를 대기

Buy
TP 52,000원

유지
하향

Company Data	
현재가(10/20)	38,050원
액면가(원)	200원
52주 최고가(보통주)	68,800원
52주 최저가(보통주)	38,050원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	99억원
시가총액	22,366억원
발행주식수(보통주)	5,878만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	7.8만주
평균거래대금(60일)	31억원
외국인지분(보통주)	36.81%
주요주주	김형태 외 7인 42.60%

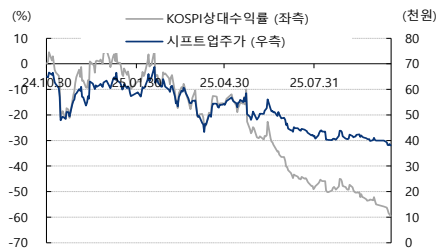
▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- 3Q25 매출은 719억원(YoY +24.0%, QoQ -36.0%), 영업이익은 473억원(YoY +33.1%, QoQ -30.6%)으로 시장 예상치(매출 728억원, 이익 460억원) 부합 예상. '니케' 글로벌 매출은 여름 이벤트 및 바니걸 업데이트로 356억원(YoY +3.9%, QoQ +1.6%) 기록 전망. 5월 22일 중국 출시된 '승리의 여신: 새로운 희망'(니케)는 일매출 하향으로 92억원의 매출 기여 있었을 것으로 예상. '스텔라 블레이드'(Steam)는 프로모션을 통한 지속 판매를 일으키고 있어 216억원의 매출 기여를 예상해 3분기 플랫폼 합산 스텔라 블레이드 매출은 244억원 기록 전망. 영업비용(246억원) 중 인건비는 신작 관련 인력 채용으로 인한 인원수 증가와 상여 인식(약 87억원 추정)으로 197억원(YoY +3.1%, QoQ +19.7%) 기록 추정. 변동비는 전분기비 스텔라 블레이드 관련 엔진 로열티 수수료 감소로 25억원 발생 예상.

▶ 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 52,000원으로 하향

- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 52,000원으로 -18.8% 하향(종전 64,000원). 목표주가 하향조정은 기준연도를 2026년도로 변경하고, 26년 지배순이익 추정치 1,310억원 및 target PER 23.5배를 적용함에 따름. 동사는 주요 2개 IP에 대한 글로벌 팬덤을 확보하였고, 26년에도 그 매출 및 이익 기여가 이어질 것으로 예상되나 출시 효과의 제거로 영업이익 YoY -22.5% 역성장 예상. 다만, 주가는 이를 이미 반영한 것으로 판단되어 밸류에이션 부담은 크지 않다고 판단. 따라서 4Q25 글로벌 니케 3주년 및 중국 니케의 0.5주년 행사를 통한 지표의 본격 반등 혹은 스텔라 블레이드 시퀄, 3번째 IP인 프로젝트 스피릿에 대한 게임성 공개가 연내 이루어질 경우 유의미한 주가 상승이 가능하다고 판단. 동사의 개발력이 인정받은 상황에서 26년 이후 이익 성장 타임라인 및 주주환원 방안에 대한 갈증이 있는 구간으로, 해당 사항에 대한 소통이 이루어질 경우 주가 상승 트리거가 될 수 있다고 판단.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.3	-28.2	-34.8
상대주가	-17.4	-52.7	-54.7

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	169	224	298	235	298
YoY(%)	158.1	32.9	33.0	-21.1	26.4
영업이익(십억원)	111	153	190	147	191
OP마진(%)	65.7	68.3	63.8	62.6	64.1
순이익(십억원)	107	148	165	131	168
EPS(원)	3,003	2,914	3,246	2,580	3,302
YoY(%)	-83.5	-3.0	11.4	-20.5	28.0
PER(배)	0.0	21.8	11.7	14.7	11.5
PCR(배)	0.0	18.1	16.5	21.3	16.7
PBR(배)	0.0	9.8	3.9	3.1	2.4
EV/EBITDA(배)	0.0	22.6	9.8	11.6	8.2
ROE(%)	86.4	58.0	40.1	23.4	23.7

시프트업 (462870) : 26년 이후 중기적 이익 성장 타임라인 가시화를 대기

차기작 프로젝트 스피릿



시프트업 Valuation Table

항목	가치산정	비교
2026F 당기순이익	131.0	2025년 순이익 추정치
target PER	23.5	글로벌 게임사 peer 2026년 PER 평균
적정시가총액	3,079	
발행주식수	58,782	
적정주가	52,372	
목표주가	52,000	
현재주가	38,050	
상승여력	36.7%	

시프트업 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	374	652	580	635	422	1,124	719	716	1,686	2,241	2,981	2,354
yoy	-16.8%	65.4%	50.9%	38.6%	13.0%	72.4%	24.0%	12.8%	158.1%	32.9%	33.0%	-21.1%
니케	365	385	342	424	323	451	448	541	1,635	1,515	1,763	1,744
니케(중국 외)*	365	385	342	424	323	350	356	431	1,635	1,515	1,459	1,431
니케(중국)*	-	-	-	-	-	101	92	110	-	-	303	313
스텔라블레이드	-	259	226	196	70	657	244	144	-	681	1,115	452
스텔라블레이드(Playstation)*	-	259	226	196	70	35	28	25	-	681	158	112
스텔라블레이드(PC)*	-	-	-	-	-	622	216	120	-	-	957	340
기타	9	9	12	15	29	16	28	31	51	45	104	157
영업비용	114	202	224	173	160	442	246	232	575	714	1,079	881
인건비	91	172	191	98	98	164	197	185	467	552	644	690
변동비	7	9	8	50	23	254	25	22	48	74	325	89
고정비	16	21	25	25	38	23	24	25	61	88	110	102
영업이익	259	450	356	462	263	682	473	484	1,111	1,527	1,903	1,473
OPM	69.4%	69.0%	61.3%	72.7%	62.2%	60.7%	65.8%	67.7%	65.9%	68.1%	63.8%	62.6%
당기순이익	247	403	235	595	268	513	414	452	1,067	1,480	1,648	1,310
NPM	66.1%	61.7%	40.5%	93.8%	63.6%	45.7%	57.6%	63.2%	63.3%	66.0%	55.3%	55.7%

자료: 시프트업, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	169	224	298	235	298
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	169	224	298	235	298
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	58	71	108	88	107
영업이익	111	153	190	147	191
영업이익률 (%)	65.9	68.1	63.8	62.6	64.1
EBITDA	114	154	191	147	191
EBITDA Margin (%)	67.4	68.5	63.9	62.6	64.2
영업외손익	3	26	8	9	9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	21	28	28	28
금융비용	-1	-2	-9	-9	-9
기타	2	7	-11	-10	-10
법인세비용차감전순이익	114	179	198	156	200
법인세비용	8	31	33	25	32
계속사업순이익	107	148	165	131	168
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	107	148	165	131	168
당기순이익률 (%)	63.3	66.0	55.3	55.7	56.3
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	107	148	165	131	168
지배순이익률 (%)	63.3	66.0	55.3	55.7	56.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	107	148	165	131	168
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	107	148	165	131	168

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100	129	138	153	145
당기순이익	107	148	165	131	168
비현금항목의 가감	14	31	31	21	27
감가상각비	2	1	0	0	0
외환손익	1	-3	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	11	33	34	24	30
자산부채의 증감	-10	-21	-28	21	-24
기타현금흐름	-10	-29	-30	-20	-26
투자활동 현금흐름	4	0	0	0	-1
투자자산	5	0	0	0	0
유형자산	0	0	0	0	0
기타	-1	0	0	0	-1
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	104	130	139	153	146
기초 현금	0	116	246	385	538
기말 현금	104	246	385	538	684
NOPLAT	104	126	158	124	160
FCF	96	106	131	145	137

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	177	326	491	622	790
현금및현금성자산	116	246	385	538	684
매출채권 및 기타채권	60	80	106	84	106
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1	0	0	0	0
비유동자산	27	26	26	25	25
유형자산	1	0	0	0	0
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	24	24	24	24	24
자산총계	204	352	517	648	815
유동부채	11	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	6	6	6	6	6
비유동부채	12	12	12	12	12
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	12	12	12	12
부채총계	23	23	23	23	23
지배자분	181	329	494	625	793
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	96	96	96	96	96
이익잉여금	71	219	384	515	683
기타자본변동	4	4	4	4	4
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	181	329	494	625	793
총차입금	10	10	10	10	10

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3,003	2,914	3,246	2,580	3,302
PER	0.0	21.8	11.7	14.7	11.5
BPS	3,568	6,480	9,726	12,307	15,608
PBR	0.0	9.8	3.9	3.1	2.4
EBITDAPS	2,272	3,024	3,753	2,904	3,761
EV/EBITDA	0.0	22.6	9.8	11.6	8.2
SPS	4,746	4,413	5,872	4,635	5,861
PSR	0.0	14.4	6.5	8.2	6.5
CFPS	1,911	2,085	2,575	2,847	2,692
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	158.1	32.9	33.0	-21.1	26.4
영업이익 증가율	400.7	37.5	24.6	-22.6	29.6
순이익 증가율	423.2	38.7	11.4	-20.5	28.0
수익성					
ROIC	205.1	201.4	186.0	142.3	184.9
ROA	76.8	53.2	38.0	22.5	22.9
ROE	86.4	58.0	40.1	23.4	23.7
안정성					
부채비율	12.6	6.9	4.6	3.7	2.9
순차입금비율	4.8	2.8	1.9	1.5	1.2
이자보상배율	126.6	174.1	216.9	168.0	217.7

더블유게임즈 (192080) : 이제 성장에 진심

Buy
TP 70,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	50,100원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	62,100원
52주 최저가(보통주)	45,950원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	108억원
시가총액	10,769억원
발행주식수(보통주)	2,150만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	4.5만주
평균거래대금(60일)	24억원
외국인지분(보통주)	18.37%
주요주주	김기람 외 6인 44.30%

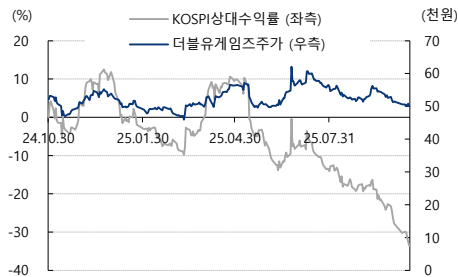
▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

- 더블유게임즈 3Q25 매출은 1,834억원(YoY +19.0%, QoQ +6.6%), 영업이익은 571억원(YoY -4.0%, QoQ +5.1%)로 시장 예상치(매출 1,851억원, 이익 588억원)에 부합했을 것으로 전망. 매출은 기존 미국 중심 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유키카지노) 매출이 다소 하향세를 보이며 YoY -2.4%, QoQ flat을 기록하고, 슈퍼네이션(iGaming)은 2분기와 유사한 마케팅 기조 이어지며 224억원의 매출(YoY +111.1%, QoQ +3.0%)을 기록, 2Q25부터 연결 편입된 팍시게임즈는 으로 126억원의 매출 기여 전망. 3Q25 신규 연결 편입되는 와우게임즈(유럽 지역 소셜카지노)는 8월부터 연결 편입 가정하여 100억원 매출 기여 전망.
- 영업비용 중 마케팅비는 iGaming 및 팍시게임즈 마케팅비 증가와 와우게임즈 마케팅비 반영으로 333억원(YoY +137.1%, QoQ +4.3%, 매출 대비 18.2%), 인건비는 팍시게임즈, 와우게임즈 연결 편입으로 인한 인원 증가로 253억원(YoY +12.4%, QoQ +12.8%) 기록 추정. 플랫폼비는 소셜카지노 매출 동향과 DTC 비중 증가와 팍시게임즈/와우게임즈 연결 편입 영향 상쇄되며 435억원(YoY +6.5%, QoQ +5.8%)기록 예상.

▶ 투자의견 Buy & 목표주가 70,000원 유지

- 투자의견 Buy 및 목표주가 70,000원 유지. 동사는 4Q23 슈퍼네이션(iGaming) 인수에 이어 2Q25 팍시게임즈(머지 2 장르), 3Q25 와우게임즈(유럽 소셜 카지노)인수를 통해 26년까지의 성장동력을 확보하였음. 1) 기인수 게임사들의 비용 효율화, 2) 기존 라인업과의 시너지, 3) 인수 게임사의 신작 출시를 통해 26년 매출 +10.3%, 영업이익 +12.3% 성장 전망. 뿐만 아니라 2Q25 실적 발표에서 밝혔듯 DDI 산하 약 5,460억원의 현금을 캐주얼, 아이게이밍, 소셜카지노 부문 M&A에 지속 활용 전망.

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-6.5	-3.8
상대주가	-16.6	-38.4	-33.1

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	582	633	716	789	867
YoY(%)	-5.7	8.8	12.9	10.3	9.8
영업이익(십억원)	213	249	229	257	292
OP마진(%)	36.6	39.3	32.0	32.6	33.7
순이익(십억원)	193	243	199	240	267
EPS(원)	8,171	8,708	6,791	8,132	9,075
YoY(%)	흑전	6.6	-22.0	19.7	11.6
PER(배)	5.8	6.2	7.4	6.1	5.5
PCR(배)	5.3	5.4	7.0	6.0	5.4
PBR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	3.2	3.0	2.5	1.8	1.1
ROE(%)	18.6	18.7	12.2	13.2	13.1

더블유게임즈 (192080) : 이제 성장에 진심

- 더블유게임즈 3Q25 매출은 1,834억원(YoY +19.0%, QoQ +6.6%), 영업이익은 571억원(YoY -4.0%, QoQ +5.1%)로 시장 예상치(매출 1,851억원, 이익 588억원)에 부합했을 것으로 전망. 매출은 기존 미국 중심 소셜카지노 라인업(더블다운카지노, 더블유카지노) 매출이 다소 하향세를 보이며 YoY -2.4%, QoQ flat을 기록하고, 슈퍼네이션(iGaming)은 2분기와 유사한 마케팅 기조 이어지며 224억원의 매출(YoY +111.1%, QoQ+3.0%)을 기록, 2Q25부터 연결 편입된 팍시게임즈는 으로 126억원의 매출 기여 전망. 3Q25 신규 연결 편입되는 와우게임즈(유럽 지역 소셜카지노)는 8월부터 연결 편입 가정하여 100억원 매출 기여 전망.
- 투자 의견 Buy 및 목표주가 70,000원 유지. 동사는 4Q23 슈퍼네이션(iGaming) 인수에 이어 2Q25 팍시게임즈(머지 2 장르), 3Q25 와우게임즈(유럽 소셜 카지노)인수를 통해 26년까지의 성장동력을 확보하였음. 1) 기인수 게임사들의 비용 효율화, 2) 기존 라인업과의 시너지, 3) 인수 게임사의 신작 출시를 통해 26년 매출 +10.3%, 영업이익 +12.3% 성장 전망. 뿐만 아니라 2Q25 실적 발표에서 밝혔듯 DDI 산하 약 5,460억원의 현금을 캐주얼, 아이게이밍, 소셜카지노 부문 M&A에 지속 활용 전망.

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	160.5	163.1	154.1	155.8	162.0	171.9	183.4	198.2	582.3	633.5	715.5	789.4
성장률(YoY %)	10.4%	13.3%	10.3%	1.5%	0.9%	5.4%	19.0%	27.2%	-5.7%	8.8%	12.9%	10.3%
더블다운카지노	103.8	107.9	100.3	100.3	100.3	95.6	95.7	100.3	388.4	412.3	391.9	391.6
더블유카지노	41.4	40.3	38.3	39.4	38.9	39.4	39.5	40.1	170.7	159.4	157.8	153.8
슈퍼네이션	11.1	10.8	10.6	12.6	19.2	21.8	22.4	26.5	5.6	45.1	89.8	111.2
팍시게임즈	-	-	-	-	-	12.0	12.6	13.2	-	-	37.7	59.7
와우게임즈	-	-	-	-	-	-	10.0	15.0	-	-	25.0	61.5
기타	4.3	4.1	4.9	3.5	3.6	3.3	3.2	3.1	17.6	16.7	13.1	11.5
영업비용	98.8	96.1	94.6	95.3	107.2	117.6	126.3	135.6	369.0	384.7	486.8	532.6
플랫폼	43.6	44.4	40.8	41.1	41.0	41.1	43.5	45.8	166.0	169.9	171.3	170.5
인건비	19.2	21.8	22.5	22.9	23.7	22.4	25.3	26.5	76.0	86.5	97.9	108.6
마케팅	21.0	15.9	14.0	16.2	23.8	31.9	33.3	36.6	86.6	67.1	125.6	148.1
유무형자산상각비	3.3	3.1	3.0	3.0	3.1	4.3	5.3	5.6	8.7	12.4	18.2	23.0
로열티	3.2	2.7	2.7	3.0	3.6	3.7	4.5	5.1	7.7	11.6	16.8	18.8
기타운영비용	8.4	8.1	11.6	9.1	12.1	14.3	14.5	16.0	24.1	37.2	56.9	63.7
영업이익	61.7	67.1	59.5	60.5	54.8	54.3	57.1	62.5	213.3	248.7	228.7	256.8
성장률(YoY %)	33.9%	33.4%	9.9%	-3.7%	-11.2%	-19.0%	-4.0%	3.3%	16.0%	16.6%	-8.1%	12.3%
OPM(%)	38.4%	41.1%	38.6%	38.8%	33.8%	31.6%	31.1%	31.5%	36.6%	39.3%	32.0%	32.5%
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	61.1	34.2	22.7	33.5	55.4	149.1	187.2	145.9	174.8
지배주주순이익률	29.4%	30.0%	19.4%	39.2%	21.1%	13.2%	18.3%	28.0%	25.6%	29.5%	20.4%	22.1%

출처: 더블유게임즈, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	582	633	716	789	867
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	582	633	716	789	867
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	369	385	487	533	574
영업이익	213	249	229	257	292
영업이익률 (%)	36.6	39.3	32.0	32.5	33.7
EBITDA	222	261	234	261	296
EBITDA Margin (%)	38.1	41.2	32.8	33.1	34.2
영업외손익	31	66	33	50	50
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	73	59	59	59
금융비용	-15	-7	-25	-8	-8
기타	0	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순손익	244	315	262	307	343
법인세비용	51	71	63	68	75
계속사업순손익	193	243	199	240	267
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	193	243	199	240	267
당기순이익률 (%)	33.1	38.4	27.8	30.4	30.8
비지배자분순이익	44	56	53	65	72
지배자분순이익	149	187	146	175	195
지배순이익률 (%)	25.6	29.5	20.4	22.1	22.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	134	134	134	134
포괄손이익	205	377	333	373	401
비지배자분포괄이익	48	100	89	99	107
지배자분포괄이익	157	277	244	274	294

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	96	275	182	221	248
당기순이익	193	243	199	240	267
비현금항목의 가감	43	29	16	15	18
감가상각비	8	8	2	0	0
외환손익	4	-14	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	31	35	23	23	26
자산부채의 증감	-149	10	0	1	0
기타현금흐름	8	-7	-34	-34	-37
투자활동 현금흐름	-46	-33	-68	-89	-115
투자자산	108	0	0	0	0
유형자산	-1	-2	0	0	0
기타	-153	-31	-68	-89	-115
재무활동 현금흐름	-53	-43	-30	-50	-50
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-30	-20	-20	-20	-20
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-10	-17	-24	-24	-24
기타	-13	-6	14	-6	-6
현금의 증감	-4	247	80	69	48
기초 현금	303	298	546	626	695
기말 현금	298	546	626	695	743
NOPLAT	168	192	174	200	228
FCF	28	213	180	205	232

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	583	893	1,064	1,253	1,470
현금및현금성자산	298	546	626	695	743
매출채권 및 기타채권	59	66	81	105	151
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	226	282	357	453	576
비유동자산	705	753	747	743	739
유형자산	2	3	1	1	1
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	7	5	5	5	5
기타비유동자산	697	745	741	737	733
자산총계	1,289	1,646	1,811	1,996	2,209
유동부채	63	57	76	75	74
매입채무 및 기타채무	25	29	29	29	29
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	20	0	20	20	20
기타유동부채	18	29	28	27	26
비유동부채	29	33	11	-11	-33
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	-20	-40	-60
기타비유동부채	29	33	31	29	27
부채총계	92	90	87	64	42
지배자분	872	1,131	1,254	1,404	1,576
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	297	297	297
이익잉여금	531	702	824	975	1,146
기타자본변동	-62	-62	-62	-62	-62
비지배자분	325	425	471	528	592
자본총계	1,197	1,556	1,724	1,932	2,167
총차입금	42	18	16	-5	-27

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,171	8,708	6,791	8,132	9,075
PER	5.8	6.2	7.4	6.1	5.5
BPS	47,914	52,632	58,317	65,335	73,297
PBR	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	12,169	12,148	10,903	12,141	13,779
EV/EBITDA	3.2	3.0	2.5	1.8	1.1
SPS	27,013	29,470	33,285	36,723	40,327
PSR	1.8	1.8	1.5	1.4	1.2
CFPS	1,521	9,900	8,354	9,543	10,800
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-5.7	8.8	12.9	10.3	9.8
영업이익 증가율	16.0	16.6	-8.1	12.3	13.9
순이익 증가율	흑전	26.1	-18.2	20.3	11.6
수익성					
ROIC	29.2	27.1	23.2	26.2	28.7
ROA	11.8	12.8	8.4	9.2	9.3
ROE	18.6	18.7	12.2	13.2	13.1
안정성					
부채비율	7.7	5.8	5.0	3.3	1.9
순차입금비용	3.2	1.1	0.9	-0.3	-1.2
이자보상배율	92.8	106.7	98.1	-1,347.1	-107.8

데브시스터즈 (194480) : 강해진 IP 파워가 신작 출시 성과로 이어진다면

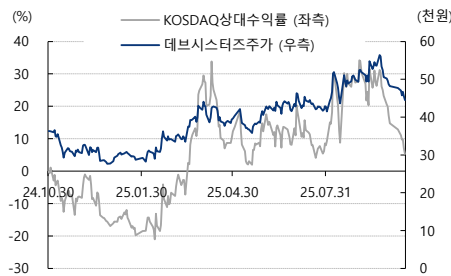
Buy
TP 59,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(10/20)	47,250원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	56,400원
52주 최저가(보통주)	27,650원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	60억원
시가총액	5,766억원
발행주식수(보통주)	1,220만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	5.8만주
평균거래대금(60일)	30억원
외국인지분(보통주)	13.41%
주요주주	이지훈 외 8인 23.95%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.8	22.7	30.5
상대주가	-19.7	-7.9	11.4

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 하회 예상

- 동사 3Q25 매출은 634억원(YoY -12.0%), 영업이익은 28억원(YoY -79.5%, OPM 4.3%)로, 시장 예상치(매출 764억원, 이익 69억원) 하회 예상. '쿠키런: 킹덤'은 상반기 적극적인 UA 마케팅에 따라 증가한 트래픽 기반으로 YoY +92.9% 증가한 매출을 기록했을 것으로 보이나, 전분기비 대규모 업데이트 부재로 QoQ -45.0% 감소 예상. '쿠키런: 오븐브레이크' 매출은 2분기 반영된 티니핑 및 시즌 10 업데이트 효과 제거로 QoQ -3.8%, YoY flat 추정. 3분기에도 쿠키런 IP 기반 주요 게임 매출은 견조한 YoY 추이를 보이고 있으나, 전체 매출의 YoY 역성장 요인은 3Q24 매출 기여가 컸던 쿠키런: 모험의 탑 출시 초반 효과 제거 영향. 상품 매출은 3Q25 북미 지역 출시 이후 판매 호조세를 보인 '쿠키런: 브레이버스'(오프라인 TCG) 효과로 54억원(YoY +225.8%, QoQ +50.0%) 기록 추정.
- 영업비용 중 인건비는 신작 개발/운영 인력 채용으로 184억원(YoY +10.2%), 광고판촉비는 전년 대비 적극적인 마케팅 집행으로 133억원(매출 대비 21%) 기록 예상. 게임수수료는 게임 매출 추이 따라 181억원(YoY -11.7%) 전망.

▶ 투자의견 Buy 유지, TP 59,000원 유지

- 투자의견 매수 및 목표주가 59,000원 유지. 동사는 쿠키런 IP 프랜차이즈화(캐주얼 러닝 액션, 수집형 RPG, 협동 액션, TCG)를 통해 글로벌 팬덤을 확대/강화시키고 있으며, 마케팅 UA 콘텐츠 확대와 지표 기반의 최적화를 지속해 기존작의 역주행을 일으키고 있음. 특히 '쿠키런: 브레이버스'는 3Q25 북미 진출 이후 누적 유통 계약 규모 2,500만 장을 돌파해 IP 파워 강화가 이루어지고 있는 것으로 파악. 4Q25 출시될 '쿠키런: 오븐스매시'는 출시 첫 분기 평균 일매출 7억원(11월말 출시 가정), 2026년 평균 일매출 3.1억원 수준 기록할 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	161	236	339	411	491
YoY(%)	-24.8	46.6	43.3	21.5	19.4
영업이익(십억원)	-48	27	33	48	65
OP마진(%)	-29.8	11.4	9.7	11.7	13.2
순이익(십억원)	-50	28	30	40	54
EPS(원)	-4,162	2,327	2,437	3,280	4,424
YoY(%)	적지	흑전	4.7	34.6	34.9
PER(배)	-11.7	11.9	18.3	13.6	10.1
PCR(배)	-21.2	7.5	11.7	9.6	7.9
PBR(배)	4.4	2.2	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	-16.0	8.0	12.7	8.7	5.9
ROE(%)	-31.7	19.7	17.9	19.9	21.8

데브시스터즈 (194480) : 강해진 IP 파워가 신작 출시 성과로 이어진다면

- 동사 3Q25 매출은 634억원(YoY -12.0%), 영업이익은 28억원(YoY -79.5%, OPM 4.3%)로, 시장 예상치(매출 764억원, 영익 69억원) 하회 예상. '쿠키런: 킹덤'은 상반기 적극적인 UA 마케팅에 따라 증가한 트래픽 기반으로 YoY +92.9% 증가한 매출을 기록했을 것으로 보이나, 전분기비 대규모 업데이트 부재로 QoQ -45.0% 감소 예상. '쿠키런: 오븐브레이크' 매출은 2분기 반영된 티니핑 및 시즌 10 업데이트 효과 제거로 QoQ -3.8%, YoY flat 추정. 3분기에도 쿠키런 IP 기반 주요 게임 매출은 견조한 YoY 추이를 보이고 있으나, 전체 매출의 YoY 역성장 요인은 3Q24 매출 기여가 컸던 쿠키런: 모험의 탑 출시 초반 효과 제거 영향. 상품 매출은 3Q25 북미 지역 출시 이후 판매 호조세를 보인 '쿠키런: 브레이버스'(오프라인 TCG) 효과로 54억원(YoY +225.8%, QoQ +50.0%) 기록 추정.
- 투자의견 매수 및 목표주가 59,000원 유지. 동사는 쿠키런 IP 프랜차이즈화(캐주얼 러닝 액션, 수집형 RPG, 협동 액션, TCG)를 통해 글로벌 팬덤을 확대/강화시키고 있으며, 마케팅 UA 콘텐츠 확대와 지표 기반의 최적화를 지속해 기존작의 역주행을 일으키고 있음. 특히 '쿠키런: 브레이버스'는 3Q25 북미 진출 이후 누적 유통 계약 규모 2,500만 장을 돌파해 IP 파워 강화가 이루어지고 있는 것으로 파악. 4Q25 출시될 '쿠키런: 오븐스매시'는 출시 첫 분기 평균 일매출 7억원(11월말 출시 가정), 2026년 평균 일매출 3.1억원 수준 기록할 것으로 전망.

데브시스터즈 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	59.5	54.5	72.0	50.2	89.1	92.0	63.4	94.1	161.1	236.2	338.6	411.4
성장률(YoY %)	18.3%	42.4%	107.3%	32.6%	49.7%	68.8%	-12.0%	87.6%	-24.8%	46.6%	43.3%	21.5%
게임 매출	58.1	52.7	70.2	48.2	86.5	88.8	57.8	87.8	158.0	229.2	320.8	382.7
상품 매출	1.3	1.5	1.7	1.7	2.4	3.0	5.4	6.2	2.7	6.2	17.0	27.9
기타	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8	0.9
영업비용	51.4	49.5	58.6	49.4	79.7	81.9	60.6	83.3	209.1	209.0	305.5	362.9
게임수수료	14.2	15.4	20.5	13.9	25.7	26.9	18.1	26.9	45.7	64.0	97.7	118.5
인건비	15.9	15.9	16.7	16.1	17.2	17.2	18.4	19.7	79.8	64.7	72.5	81.0
광고판촉비	2.7	5.3	7.8	6.7	21.6	22.9	13.3	20.7	13.1	22.5	78.5	93.6
기타비용	18.6	13.0	13.6	12.6	15.1	14.9	10.8	16.0	70.6	57.8	56.8	69.9
영업이익	8.1	4.9	13.4	0.7	9.4	10.1	2.8	10.8	-48.0	27.2	33.1	48.5
성장률(YoY %)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	15.6%	104.4%	-79.5%	1393.3%	적자지속	흑자전환	21.6%	46.6%
OPM(%)	13.7%	9.1%	18.6%	1.4%	10.6%	11.0%	4.3%	11.5%	-29.8%	11.5%	9.8%	11.8%
순이익	9.5	6.3	14.3	-1.9	10.2	10.3	3.2	6.4	-49.7	28.3	30.0	40.0
NPM(%)	16.0%	11.6%	19.9%	-3.8%	11.4%	11.2%	5.0%	6.7%	-30.9%	12.0%	8.9%	9.7%

출처: 데브시스터즈, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	161	236	339	411	491
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	161	236	339	411	491
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	209	209	306	363	426
영업이익	-48	27	33	48	65
영업이익률 (%)	-29.8	11.5	9.8	11.8	13.2
EBITDA	-38	37	38	51	66
EBITDA Margin (%)	-23.4	15.7	11.2	12.4	13.5
영업외손익	-2	1	-1	-1	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	35	32	36	36	36
금융비용	-36	-31	-37	-37	-37
기타	-1	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-50	28	32	47	63
법인세비용	0	0	2	7	10
계속사업순손익	-50	28	30	40	54
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	28	30	40	54
당기순이익률 (%)	-30.9	12.0	8.9	9.7	11.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-50	28	30	40	54
지배순이익률 (%)	-30.8	11.8	8.8	9.7	11.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-12	0	0	0
포괄순이익	-53	16	30	40	54
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	-53	16	29	39	53

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-26	45	39	49	61
당기순이익	-50	28	30	40	54
비현금항목의 가감	22	16	10	8	4
감가상각비	10	10	5	2	1
외환손익	0	-1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	13	7	5	6	4
자산부채의 증감	-6	0	-4	-2	-2
기타현금흐름	8	0	3	2	5
투자활동 현금흐름	7	-35	-40	-44	-51
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	-2	-1	0	0	0
기타	9	-34	-40	-44	-51
재무활동 현금흐름	6	-8	-14	-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	0	0	0
기타	6	-8	-14	-8	-8
현금의 증감	-13	3	17	29	35
기초 현금	22	8	11	27	56
기말 현금	8	11	27	56	91
NOPLAT	-48	28	31	41	55
FCF	-47	37	32	42	54

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	80	129	157	200	257
현금및현금성자산	8	11	27	56	91
매출채권 및 기타채권	17	20	26	31	37
재고자산	1	0	1	1	1
기타유동자산	54	98	103	112	128
비유동자산	160	131	127	124	123
유형자산	12	8	4	2	1
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타금융자산	116	92	92	92	92
기타비유동자산	30	28	28	28	28
자산총계	240	260	284	325	380
유동부채	26	37	32	33	34
매입채무 및 기타채무	10	14	14	14	14
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	6	6	0	0	0
기타유동부채	10	18	19	19	20
비유동부채	80	69	67	66	66
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	80	69	67	66	66
부채총계	105	106	99	99	100
지배자분	133	151	181	221	275
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	153	154	154	154	154
이익잉여금	-9	18	48	88	142
기타자본변동	-30	-28	-28	-28	-28
비지배자분	2	3	4	4	6
자본총계	135	154	185	225	280
총차입금	75	64	56	56	56

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-4,162	2,327	2,437	3,280	4,424
PER	-11.7	11.9	18.3	13.6	10.1
BPS	11,058	12,548	14,828	18,108	22,532
PBR	4.4	2.2	3.0	2.5	2.0
EBITDAPS	-3,163	3,088	3,107	4,171	5,424
EV/EBITDA	-16.0	8.0	12.7	8.7	5.9
SPS	13,524	19,652	27,769	33,727	40,258
PSR	3.6	1.4	1.6	1.3	1.1
CFPS	-3,916	3,068	2,634	3,428	4,436
DPS	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

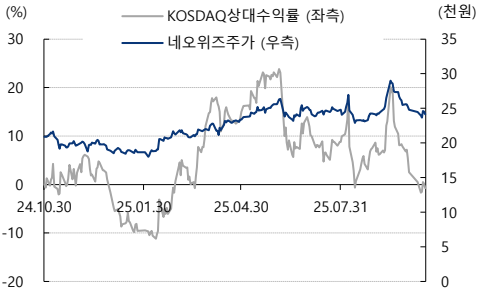
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-24.8	46.6	43.3	21.5	19.4
영업이익 증가율	적지	흑전	21.6	46.6	33.9
순이익 증가율	적지	흑전	6.2	33.3	34.9
수익성					
ROIC	-150.5	108.4	138.8	164.7	192.9
ROA	-18.4	11.2	10.9	13.2	15.3
ROE	-31.7	19.7	17.9	19.9	21.8
안정성					
부채비율	78.2	68.9	53.8	44.1	35.6
순차입금비율	31.2	24.5	19.8	17.2	14.6
이자보상배율	-32.8	19.5	77.4	113.5	152.0

네오위즈 (095660) : 희소가치가 높은 투트랙 전략의 성공

Buy 유지
TP 35,000원 유지

Company Data	
현재가(10/20)	24,300원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	29,000원
52주 최저가(보통주)	18,000원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	110억원
시가총액	5,311억원
발행주식수(보통주)	2,186만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	9.9만주
평균거래대금(60일)	26억원
외국인지분(보통주)	19.00%
주요주주	나성균 외 12인 37.64%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.6	4.1	17.8
상대주가	-16.9	-13.8	4.9

▶ 3Q25 Preview: 매출 & 영업이익의 컨센서스 상회 예상

• 3Q25 매출 1,137억원(YoY +22.1%), 영업이익 194억원(YoY +200.3%, OPM 17.1%)로 시장예상치(매출 1,037억원, 영업이익 164억원)을 상회했을 것으로 추정. PC/콘솔 게임 매출은 'P의 거짓'의 7월 Steam 프로모션 등 가격 할인 정책에 따른 견조한 판매량 유지와 8월 PlayStation Plus 입점에 따른 로열티 매출 반영, 9월 출시한 Shape of Dreams의 판매 호조(50만 장 판매 돌파)로 594억원(YoY +61.0%), 모바일게임 매출은 기존작 매출 감소에도 6월말 시작된 브라운더스트2 2주년 업데이트 성과 이연 및 여름 업데이트 효과 반영으로 471억원(YoY +3.1%)을 기록했을 것으로 추정. 영업비용 중 지급수수료는 외부 IP인 브라운더스트2, Shape of Dreams 매출 고성장에 따라 352억원(YoY +37.0%), 마케팅비는 비용 효율적 마케팅 집행으로 74억원(매출 대비 6.5%), 인건비는 보수적인 채용 기조로 404억원(YoY +5.9%) 기록 예상.

▶ 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 35,000원 유지. 중소형주 최선호주 유지.

• 투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 35,000원 유지. 3Q25 동사는 3개의 IP(Shape of Dreams, P의 거짓, 브라운더스트2)에서 서프라이즈를 시현 전망. 자체 개발력과 외부 IP 소싱 모두에서 뛰어난 성과를 보이고 있고, 개별 게임의 매출 비중이 크지 않아 2026년 출시 예상되는 3종의 주요 외부 퍼블리싱작(안녕 서울: 이태원편, Kill the Shadow, Wolfeye Studios 신작) 역시 의미 있는 이익 성장 기여가 가능할 것으로 판단. 또한, 자회사 파우게임즈가 개발한 킹덤2(MMORPG)도 26년 213억원 수준의 매출 기여 예상. 스토리 중심 PC/콘솔 게임 자체 개발을 통해 IP를 지속 확보하고 해당 IP들을 프랜차이즈화하는 중장기 계획을 실행하는 가운데, 외부 IP 퍼블리싱에 있어서도 괄목할만한 성과를 보이고 있는 균형잡힌 포트폴리오는 업종 내 희소 가치가 높다고 판단해 중소형주 Top Pick 유지.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	366	367	407	434	460
YoY(%)	24.1	0.3	10.9	6.7	6.0
영업이익(십억원)	32	33	58	72	81
OP마진(%)	8.7	9.0	14.3	16.6	17.6
순이익(십억원)	46	-7	41	55	61
EPS(원)	2,209	109	2,043	2,641	2,953
YoY(%)	272.5	-95.1	1,777.6	29.3	11.8
PER(배)	12.1	173.6	11.8	9.1	8.2
PCR(배)	7.9	5.2	4.1	3.7	3.5
PBR(배)	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.1	3.8	3.4	2.1	1.1
ROE(%)	10.4	0.5	8.8	10.3	10.4

네오위즈 (095660) : 희소가치가 높은 투트랙 전략의 성공

- PC/콘솔 게임 매출은 'P의 거짓'의 7월 Steam 프로모션 등 가격 할인 정책에 따른 견조한 판매량 유지와 8월 PlayStation Plus 입점에 따른 로열티 매출 반영, 9월 출시한 Shape of Dreams의 판매 호조(50만 장 판매 돌파)로 594억원(YoY +61.0%), 모바일게임 매출은 기존 작 매출 감소에도 6월말 시작된 브라운더스트2 2주년 업데이트 성과 이연 및 여름 업데이트 효과 반영으로 471억원(YoY +3.1%)을 기록했을 것으로 추정. 영업비용 중 지급수수료는 외부 IP인 브라운더스트2, Shape of Dreams 매출 고성장 따라 352억원(YoY +37.0%), 마케팅비는 비용 효율적 마케팅 집행으로 74억원(매출 대비 6.5%), 인건비는 보수적인 채용 기조로 404억원(YoY +5.9%) 기록 예상
- 3Q25 동사는 3개의 IP(Shape of Dreams, P의 거짓, 브라운더스트2)에서 서프라이즈 시현 전망. 자체 개발과 외부 IP 소싱 모두에서 뛰어난 성과를 보이고 있고, 개별 게임의 매출 비중이 크지 않아 2026년 출시 예상되는 3종의 주요 외부 퍼블리싱작(안녕 서울: 이태원편, Kill the Shadow, Wolfeye Studios 신작)의 의미 있는 이익 성장 기여가 가능할 것으로 판단. 또한, 자회사 파우게임즈가 개발한 킹덤 2(MMORPG)도 26년 213억원의 매출 기여 추정. 스토리 중심 PC/콘솔 게임 자체 개발 통해 IP를 확보하고 해당 IP들을 프랜차이즈화하는 중장기 계획을 실행하는 가운데, 외부 IP 소싱에 있어서도 괄목할만한 성과를 보이고 있는 균형잡힌 포트폴리오는 희소 가치가 높다고 판단.

네오위즈 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	97.1	87.0	93.1	89.7	89.0	110.0	113.7	94.2	365.6	367.0	406.9	434.0
성장률(YoY %)	41.6%	24.0%	-20.7%	-18.0%	-8.3%	26.4%	22.1%	4.9%	22.7%	0.4%	10.9%	6.6%
PC/콘솔 게임	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	57.5	59.4	40.8	172.1	156.3	194.1	223.3
모바일게임	42.0	38.1	45.7	43.2	45.3	44.0	47.1	47.3	153.3	169.0	183.8	191.7
기타	10.5	11.6	10.6	9.0	7.3	8.5	7.2	6.1	40.2	41.7	29.1	18.9
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.5	78.8	91.4	94.3	84.1	334.0	333.7	348.6	361.8
인건비	40.0	39.7	38.2	39.2	37.0	41.8	40.4	41.1	152.9	157.0	160.4	161.8
변동비	22.5	22.5	25.7	23.7	24.5	30.7	35.2	26.2	86.8	94.4	116.7	126.2
마케팅비	8.3	8.3	10.4	8.0	5.6	8.3	7.4	5.6	48.8	35.1	26.9	28.3
상각비	4.2	4.2	5.0	4.0	5.1	3.5	4.3	4.3	18.8	17.3	17.1	17.3
기타비용	7.2	7.6	7.4	7.7	6.6	7.0	7.0	6.9	26.7	29.8	27.5	28.2
영업이익	14.8	4.7	6.5	7.2	10.2	18.6	19.4	10.1	31.6	33.3	58.3	72.2
성장률(YoY %)	1085.2%	흑자전환	-68.1%	-51.9%	-31.1%	291.8%	200.3%	39.9%	67.4%	5.3%	75.3%	23.8%
OPM(%)	4.0%	1.9%	-5.2%	8.0%	11.5%	16.9%	17.1%	10.7%	8.6%	9.1%	14.3%	16.6%
순이익	14.3	7.7	1.4	27.3	6.1	12.8	13.4	8.9	46.4	6.7	41.2	54.9
NPM(%)	14.8%	8.8%	-1.5%	-30.4%	6.9%	11.6%	11.8%	9.5%	12.7%	-1.8%	10.1%	12.7%

포괄손익계산서					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	366	367	407	434	460
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	366	367	407	434	460
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	334	334	349	362	379
영업이익	32	33	58	72	81
영업이익률 (%)	8.6	9.0	14.3	16.6	17.6
EBITDA	50	50	72	84	91
EBITDA Margin (%)	13.8	13.7	17.8	19.4	19.8
영업외손익	12	-28	-2	1	1
관계기업손익	0	-1	-1	-1	-1
금융수익	14	21	20	23	23
금융비용	-15	-14	-16	-16	-16
기타	13	-35	-5	-5	-5
법인세비용차감전순손익	44	5	56	73	82
법인세비용	-3	12	15	18	20
계속사업순손익	46	-7	41	55	61
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	-7	41	55	61
당기순이익률 (%)	12.7	-1.9	10.1	12.7	13.4
비지배자분순이익	-2	-9	-3	-3	-3
지배자분순이익	49	2	45	58	65
지배순이익률 (%)	13.3	0.7	11.0	13.3	14.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	9	9	9	9
포괄손이익	44	2	50	64	70
비지배자분포괄이익	-2	-9	-2	-3	-4
지배자분포괄이익	47	11	52	67	74

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

현금흐름표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	34	86	97	102
당기순이익	46	-7	41	55	61
비현금항목의 가감	26	77	80	80	79
감가상각비	6	5	4	4	3
외환손익	1	-3	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	1	1	1
기타	19	76	78	78	77
자산부채의 증감	-1	-26	-28	-28	-28
기타현금흐름	-7	-11	-9	-10	-11
투자활동 현금흐름	-10	-16	-16	-18	-19
투자자산	-30	-15	0	0	0
유형자산	-1	-1	0	0	0
기타	21	1	-17	-18	-19
재무활동 현금흐름	-14	-35	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	-5	0	0	0
기타	-14	-30	0	0	0
현금의 증감	38	-13	49	61	65
기초 현금	92	130	117	166	227
기말 현금	130	117	166	227	292
NOPLAT	34	-47	43	54	61
FCF	50	-57	29	38	43

재무상태표					
단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	298	314	376	450	529
현금및현금성자산	130	117	166	227	292
매출채권 및 기타채권	48	49	50	51	53
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	119	148	159	171	184
비유동자산	374	306	291	278	268
유형자산	87	87	83	79	76
관계기업투자금	36	22	22	22	22
기타금융자산	35	36	36	36	36
기타비유동자산	217	160	149	141	134
자산총계	671	620	666	728	797
유동부채	113	81	82	83	83
매입채무 및 기타채무	50	50	51	52	52
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	19	0	0	0	0
기타유동부채	44	31	31	31	31
비유동부채	31	20	18	17	17
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	31	20	18	17	17
부채총계	144	101	100	100	100
지배자분	489	487	532	590	654
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	428	421	465	523	588
기타자본변동	-61	-65	-65	-65	-65
비지배자분	38	32	35	38	42
자본총계	528	519	566	628	697
총차입금	23	3	2	2	2

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,209	109	2,043	2,641	2,953
PER	12.1	173.6	11.8	9.1	8.2
BPS	22,213	22,296	24,340	26,981	29,934
PBR	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	2,286	2,284	3,317	3,858	4,173
EV/EBITDA	8.1	3.8	3.4	2.1	1.1
SPS	16,592	16,675	18,617	19,857	21,047
PSR	1.6	1.1	1.3	1.2	1.1
CFPS	2,271	-2,590	1,347	1,752	1,967
DPS	245	0	0	0	0

주요 투자지표					
단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	24.1	0.3	10.9	6.7	6.0
영업이익 증가율	61.5	4.2	77.1	23.8	12.0
순이익 증가율	251.6	적전	흑전	33.6	11.8
수익성					
ROIC	19.7	-26.1	27.5	38.0	46.0
ROA	7.9	0.4	6.9	8.3	8.5
ROE	10.4	0.5	8.8	10.3	10.4
안정성					
부채비율	27.3	19.5	17.6	15.9	14.4
순차입금비용	3.4	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율	17.2	63.0	111.6	138.3	154.8

카카오게임즈 (293490) : 비게임사업 정리 일단락

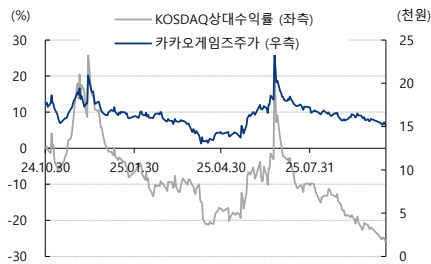
Trading Buy
TP 17,500원

유지

상향

Company Data	
현재가(10/20)	15,260 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	23,500 원
52주 최저가(보통주)	13,030 원
KOSPI (10/20)	3,814.69p
KOSDAQ (10/20)	875.77p
자본금	83 억원
시가총액	12,645 억원
발행주식수(보통주)	8,979 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	12.7 만주
평균거래대금(60일)	20 억원
외국인지분(보통주)	10.20%
주요주주	카카오외 16인 49.32%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.3	13.6	-9.2
상대주가	-7.8	-6.0	-19.2

▶ 3Q25 Preview: 매출 및 영업손실 컨센서스 하회 전망

- 3Q25 매출은 1,206억원(YoY -25.9%, QoQ +4.2%), 영업손실은 -84억원(YoY 적자 전환, QoQ 적자 지속)으로 컨센서스(매출 1,309억원, 영업손실 -50억원) 하회 전망. 모바일 게임 매출은 오딘: 발할라 라이징 N주년 업데이트 효과를 다른 모바일 게임들의 매출 하향 영향이 상쇄하며 969억원(YoY -23.5%, QoQ -4.1%) 추정. 한편 PC 게임 매출은 PC PUBG의 에스파 및 부가티 콜라보레이션 효과 반영으로 237억원(QoQ +60.4%)로 증가 예상.
- 영업비용 중 지급수수료는 게임 매출 감소로 605억원(YoY -26.5%, QoQ +5.3%)을 기록, 인건비는 제한적인 채용 기조 유지되며 405억원(YoY +0.5%, QoQ -4.1%) 기록 예상. 마케팅비는 가디스오더 출시 마케팅 집행 영향으로 97억원(YoY -32.0%, QoQ +13.5%, 매출 대비 8.0%) 추정

▶ 투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가 17,500원으로 상향

- 투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가는 17,500원(기존 16,000원)으로 +9.4% 상향 조정. 목표주가 변경은 예상을 하회하는 가디스오더 초기 성과와 일부 신작 출시 일정 지연을 반영해 2026년 지배순이익 추정치를 676억원으로 하향(중전 765억원)하나, 글로벌 peer 게임사 26년 평균 PER 21.4배(중전 17.4배)를 적용함에 따름. 10월 1일 공시된 바와 같이 중단사업으로 분류되었던 카카오 VX(골프 관련 소프트웨어 개발 및 공급)의 지분을 매각함으로써 비게임사업의 정리는 일단락되고 게임 사업을 위해 투자(판권 투자 및 개발사 투자)할 현금 여력 확보. 2026년 단기적으로 보더라도 주요 파이프라인(프로젝트 Q, 아키에이지 크로니클, 크로노 오딧세이 등)의 출시가 이루어지는 만큼 사업 포트폴리오의 구조적 개선 이후 게임 사업의 재성장기로 들어서는 시기라고 판단.

Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	726	627	483	764	897
YoY(%)	-36.8	-13.6	-23.0	58.2	17.5
영업이익(십억원)	75	19	-36	79	105
OP마진(%)	10.3	3.0	-7.5	10.3	11.7
순이익(십억원)	-322	-128	-76	68	87
EPS(원)	-2,774	-1,318	-700	815	1,053
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	29.3
PER(배)	-9.3	-12.4	-21.6	18.6	14.4
PCR(배)	6.6	12.2	9.5	4.7	4.4
PBR(배)	1.5	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	16.4	19.7	573.2	15.1	11.9
ROE(%)	-14.9	-8.0	-4.4	5.1	6.3

카카오게임즈 (293490) : 비게임사업 정리 일단락

타법인 주식 및 출자증권 처분결정 공시 (2025년 10월 1일)

타법인 주식 및 출자증권 처분결정

1. 발행회사	회사명(국적)	(주)카카오브이엑스	대표이사	문태식
	자본금(원)	22,515,895,000	회사와 관계	계열회사
	발행주식총수(주)	4,503,179	주요사업	골프관련 소프트웨어 개발 및 공급
2. 처분내역	처분주식수(주)	4,503,179		
	처분금액(원)	259,479,450,249		
	자기자본(원)	1,478,357,269,717		
	자기자본대비(%)	17.55		
	대기업여부	해당		
3. 처분후 소유주식수 및 지분비율	소유주식수(주)	-		
	지분비율(%)	-		
4. 처분목적	성장 투자 및 재무건전성 강화			
5. 처분예정일자	2025-10-15			
6. 이사회결의일(결정일)	2025-10-01			

카카오게임즈 Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	67.6	
target PER	21.4	글로벌 게임사 peer 26F PER 평균
적정시가총액	1,447	
발행주식수	82,866	
적정주가	17,457	
목표주가	17,500	
현재주가	15,260	
상승여력	14.7%	

카카오게임즈 실적 추이 및 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	178.3	152.8	162.9	133.2	122.9	115.8	120.6	123.5	725.8	627.2	482.8	763.8
성장률(YoY %)	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-24.2%	-25.9%	-7.3%		-13.6%	-23.0%	58.2%
모바일	161.3	134.5	126.6	109.2	96.1	101.0	96.9	100.8	666.4	531.6	394.8	568.1
PC	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	14.8	23.7	22.7	50.6	86.7	88.0	195.7
기타	1.5	2.0	2.1	3.4	2.2	2.0	2.5	4.3	8.8	8.9	10.9	13.2
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	124.4	129.1	130.4	650.4	608.1	519.1	684.8
인건비	39.8	37.7	38.8	38.2	40.0	37.0	37.2	37.4	146.3	154.5	151.6	151.4
지급수수료	94.8	84.3	82.3	67.9	62.3	57.5	60.5	62.6	344.5	329.3	242.9	384.4
마케팅비	8.3	8.0	14.2	10.4	12.7	8.5	9.7	8.6	53.4	40.9	39.5	59.9
상각비	11.9	11.8	11.9	11.7	11.3	12.2	12.3	12.4	71.4	47.4	48.3	51.0
기타	9.3	9.8	7.9	8.9	9.0	9.3	9.4	9.3	34.9	35.9	37.0	38.1
영업이익	14.3	1.1	7.7	3.9	12.4	8.6	8.4	6.9	75.4	19.1	36.3	79.0
성장률(YoY %)	70.5%	-94.7%	-74.0%	적자전환	적자전환	적자전환	-209.3%	적자지속		-74.6%	-289.7%	-317.6%
OPM(%)	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-7.4%	-7.0%	-5.6%	10.4%	3.1%	-7.5%	10.3%
순이익	0.4	11.7	7.3	109.5	33.4	33.6	7.6	1.2	322.4	128.1	75.8	67.6
NPM(%)	0.2%	-7.6%	-4.5%	-82.2%	-27.2%	-29.0%	-6.3%	-0.9%	-44.4%	-20.4%	-15.7%	8.9%

자료: 카카오게임즈, dart, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서						재무상태표					
단위: 십억원						단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F	12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	726	627	483	764	897	유동자산	1,021	1,069	603	703	829
매출원가	0	0	0	0	0	현금및현금성자산	654	605	178	265	384
매출총이익	726	627	483	764	897	매출채권 및 기타채권	104	51	37	54	63
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	재고자산	80	0	0	0	0
판매비와관리비	650	608	519	685	792	기타유동자산	183	413	389	383	382
영업이익	75	19	-36	79	105	비유동자산	2,450	2,104	2,081	2,068	2,059
영업이익률 (%)	10.4	3.1	-7.5	10.3	11.7	유형자산	116	12	5	3	3
EBITDA	171	91	3	108	129	관계기업투자금	203	178	194	210	226
EBITDA Margin (%)	23.6	14.6	0.6	14.2	14.4	기타금융자산	284	320	320	320	320
영업외손익	-433	-127	-44	-10	-10	기타비유동자산	1,848	1,593	1,562	1,534	1,510
관계기업손익	-21	-16	-9	-9	-9	자산총계	3,471	3,173	2,684	2,770	2,888
금융수익	32	43	40	27	27	유동부채	710	1,199	797	808	819
금융비용	-37	-109	-56	-20	-20	매입채무 및 기타채무	97	98	98	98	98
기타	-407	-45	-20	-8	-8	차입금	0	190	195	200	205
법인세비용차감전순손익	-357	-108	-80	69	95	유동성채무	0	413	0	0	0
법인세비용	-44	5	-3	5	11	기타유동부채	613	499	504	510	516
계속사업순손익	-313	-113	-77	64	83	비유동부채	1,135	495	473	473	483
중단사업순손익	-10	-15	1	4	4	차입금	650	147	157	167	177
당기순이익	-322	-128	-76	68	87	사채	0	0	0	0	0
당기순이익률 (%)	-44.4	-20.4	-15.7	8.8	9.7	기타비유동부채	486	348	316	306	306
비지배자분순이익	-94	-19	-18	0	0	부채총계	1,845	1,695	1,270	1,282	1,302
지배자분순이익	-229	-109	-58	68	87	지배자분	1,398	1,338	1,280	1,348	1,435
지배순이익률 (%)	-31.5	-17.4	-12.0	8.8	9.7	자본금	8	8	8	8	8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100
기타포괄이익	-21	48	-28	-28	-28	이익잉여금	277	188	130	198	285
포괄순이익	-344	-80	-104	39	59	기타자본변동	-29	-30	-30	-30	-30
비지배자분포괄이익	-95	-20	0	0	0	비지배자분	227	140	134	141	150
지배자분포괄이익	-249	-60	-104	39	59	자본총계	1,626	1,478	1,414	1,489	1,585
주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨						총차입금	1,269	969	535	538	548

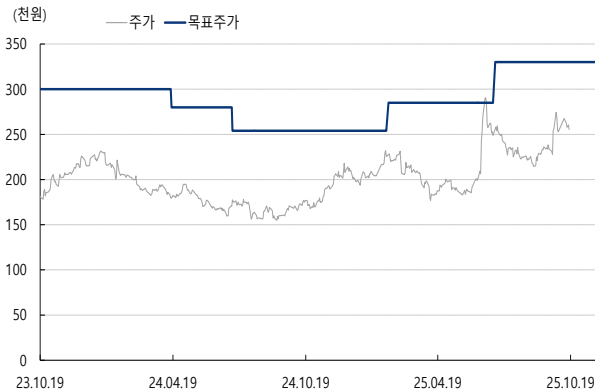
현금흐름표						단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F						
영업활동 현금흐름	125	27	67	171	196						
당기순이익	0	0	-76	68	87						
비현금항목의 가감	551	220	180	177	175						
감가상각비	35	36	8	2	0						
외환손익	-1	-2	1	1	1						
지분법평가손익	21	17	9	9	9						
기타	496	170	163	166	165						
자산부채의 증감	5	-17	-9	-38	-28						
기타현금흐름	-431	-176	-28	-35	-38						
투자활동 현금흐름	-54	85	43	24	20						
투자자산	-7	-6	0	0	0						
유형자산	-28	-13	0	0	0						
기타	-19	104	43	24	20						
재무활동 현금흐름	-44	-137	-415	-2	-2						
단기차입금	-22	-76	5	5	5						
사채	-1	-184	0	0	0						
장기차입금	7	140	10	10	10						
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0						
현금배당	0	0	0	0	0						
기타	-27	-17	-430	-17	-17						
현금의 증감	27	-24	-452	88	119						
기초 현금	627	654	630	178	265						
기말 현금	654	630	178	265	384						
NOPLAT	66	20	-35	73	92						
FCF	140	63	-5	64	89						

재무상태표						단위: 십억원					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F						
유동자산	1,021	1,069	603	703	829						
현금및현금성자산	654	605	178	265	384						
매출채권 및 기타채권	104	51	37	54	63						
재고자산	80	0	0	0	0						
기타유동자산	183	413	389	383	382						
비유동자산	2,450	2,104	2,081	2,068	2,059						
유형자산	116	12	5	3	3						
관계기업투자금	203	178	194	210	226						
기타금융자산	284	320	320	320	320						
기타비유동자산	1,848	1,593	1,562	1,534	1,510						
자산총계	3,471	3,173	2,684	2,770	2,888						
유동부채	710	1,199	797	808	819						
매입채무 및 기타채무	97	98	98	98	98						
차입금	0	190	195	200	205						
유동성채무	0	413	0	0	0						
기타유동부채	613	499	504	510	516						
비유동부채	1,135	495	473	473	483						
차입금	650	147	157	167	177						
사채	0	0	0	0	0						
기타비유동부채	486	348	316	306	306						
부채총계	1,845	1,695	1,270	1,282	1,302						
지배자분	1,398	1,338	1,280	1,348	1,435						
자본금	8	8	8	8	8						
자본잉여금	1,099	1,100	1,100	1,100	1,100						
이익잉여금	277	188	130	198	285						
기타자본변동	-29	-30	-30	-30	-30						
비지배자분	227	140	134	141	150						
자본총계	1,626	1,478	1,414	1,489	1,585						
총차입금	1,269	969	535	538	548						

주요 투자지표						단위: 원, 배, %					
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F						
EPS	-2,774	-1,318	-700	815	1,053						
PER	-9.3	-12.4	-21.6	18.6	14.4						
BPS	16,947	16,148	15,448	16,263	17,316						
PBR	1.5	1.0	1.0	0.9	0.9						
EBITDAPS	2,079	1,106	36	1,306	1,560						
EV/EBITDA	16.4	19.7	573.2	15.1	11.9						
SPS	8,803	7,589	5,826	9,217	10,827						
PSR	2.9	2.2	2.6	1.6	1.4						
CFPS	1,692	759	-55	770	1,068						
DPS	0	0	0	0	0						

주요 투자지표					단위: 원, 배, %
12결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-36.8	-13.6	-23.0	58.2	17.5
영업이익 증가율	-57.1	-74.6	적전	흑전	32.6
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	29.3
수익성					
ROIC	3.4	1.2	-2.3	4.8	6.1
ROA	-6.2	-3.3	-2.0	2.5	3.1
ROE	-14.9	-8.0	-4.4	5.1	6.3
안정성					
부채비율	113.5	114.6	89.8	86.1	82.2
순차입금비율	36.6	30.5	20.0	19.4	19.0
이자보상배율	2.1	0.4	-0.9	2.0	2.6

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이

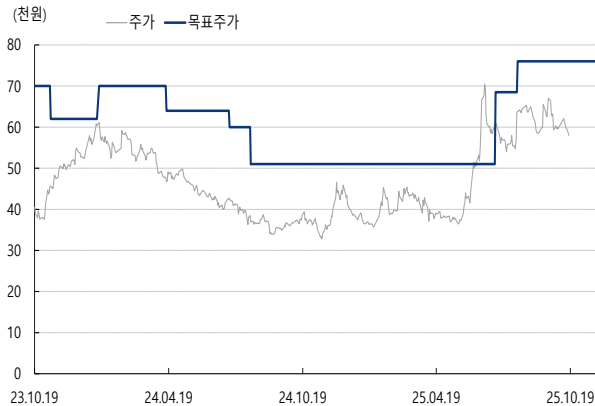


자료: 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저		일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	
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	(18.9)	(9.5)
2023.10.10	매수	300,000	(59.7)	(49.6)	2025.02.10	매수	285,000	(31.1)	(23.1)
2023.11.06	매수	300,000	(41.5)	(30.7)	2025.03.25	매수	285,000	(48.5)	(37.3)
2024.01.10	매수	300,000	(37.3)	(29.6)	2025.05.12	매수	285,000	(52.8)	(13.6)
2024.02.05	매수	300,000	(54.7)	(44.2)	2025.07.07	매수	330,000	(37.4)	(27.2)
2024.04.16	매수	280,000	(52.7)	(43.9)	2025.08.11	매수	330,000	(39.9)	(20.2)
2024.05.07	매수	280,000	(60.7)	(43.7)	2025.10.21	매수	330,000		

카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저		일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균 최고/최저	
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	(28.3)	(12.6)
2023.10.13	매수	70,000	(53.4)	(32.6)	2025.02.14	매수	51,000	(27.9)	(18.9)
2023.11.06	매수	70,000	(57.5)	(53.5)	2025.03.25	매수	51,000	(29.0)	(18.9)
2023.11.10	매수	62,000	(18.5)	(2.0)	2025.05.09	매수	51,000	(2.5)	27.6
2024.01.15	매수	70,000	(24.9)	(14.6)	2025.07.09	매수	68,500	(19.8)	(7.7)
2024.02.16	매수	70,000	(28.4)	(14.6)	2025.08.08	매수	76,000	(20.8)	(13.4)
2024.04.16	매수	64,000	(32.4)	(28.5)	2025.09.24	매수	76,000	(26.3)	(20.3)
2024.05.10	매수	64,000	(48.0)	(36.8)	2025.10.21	매수	76,000		

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이

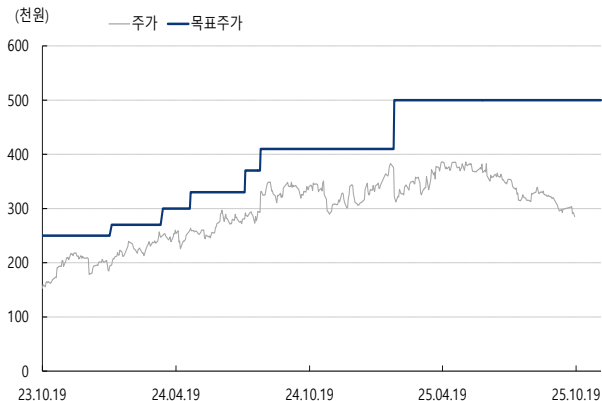


자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)	2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)	2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)	2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)	2025.02.17	매수	25,000	(35.7)	2.8
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)	2025.10.21	매수	33,000		
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)					
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)					
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)					
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)					
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)					
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)					

크래프톤 최근 2년간 목표주가 변동추이

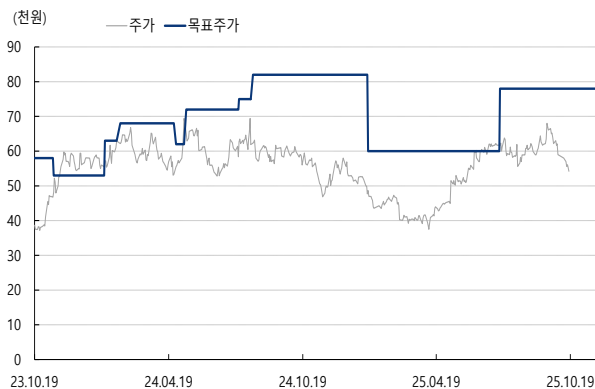


자료: 교보증권 리서치센터

크래프톤 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
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)	(16.81)
2023.08.10	매수	250,000	(62.01)	(53.28)	2025.01.16	매수	410,000	(14.71)	(7.05)
2023.10.18	매수	250,000	(52.73)	(44.18)	2025.02.12	매수	500,000	(45.83)	(32.45)
2023.11.06	매수	250,000	(24.03)	(14.68)	2025.04.14	매수	500,000	(32.60)	(29.53)
2024.01.22	매수	270,000	(27.49)	(21.08)	2025.04.29	매수	500,000	(32.33)	(29.53)
2024.02.13	매수	270,000	(16.20)	(5.06)	2025.07.15	매수	500,000	(44.49)	(41.24)
2024.04.01	매수	300,000	(21.34)	(15.38)	2025.07.30	매수	500,000	(58.06)	(47.49)
2024.05.09	매수	330,000	(23.16)	(11.11)	2025.10.21	매수	500,000		

넷마블 최근 2년간 목표주가 변동추이

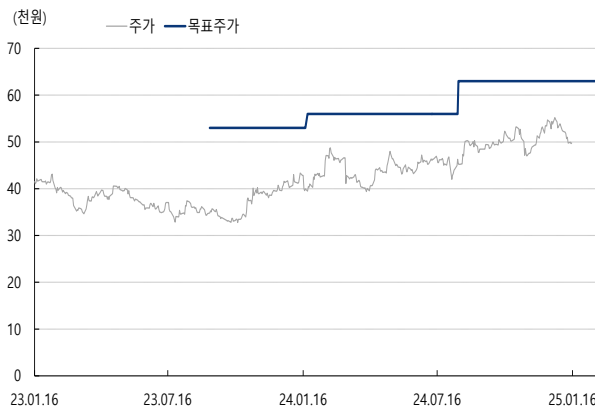


자료: 교보증권 리서치센터

넷마블 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.10.07	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	(31.8)	(23.3)
2023.08.09	매수	77,000	(74.56)	(45.56)	2025.02.14	매수	60,000	(43.7)	(26.8)
2023.10.18	매수	58,000	(42.46)	(22.88)	2025.04.15	매수	60,000	(36.9)	(31.7)
2023.11.13	매수	53,000	5.18	11.37	2025.05.09	매수	60,000	(5.7)	3.5
2024.01.22	매수	63,000	(8.19)	(2.11)	2025.07.15	매수	78,000	(29.3)	(22.3)
2024.02.08	매수	68,000	(13.16)	(1.80)	2025.08.08	매수	78,000	(28.2)	(14.7)
2024.04.26	매수	62,000	(7.34)	4.32	2025.10.21	매수	78,000		

엔씨소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

엔씨소프트 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							

시프트업 최근 2년간 목표주가 변동추이

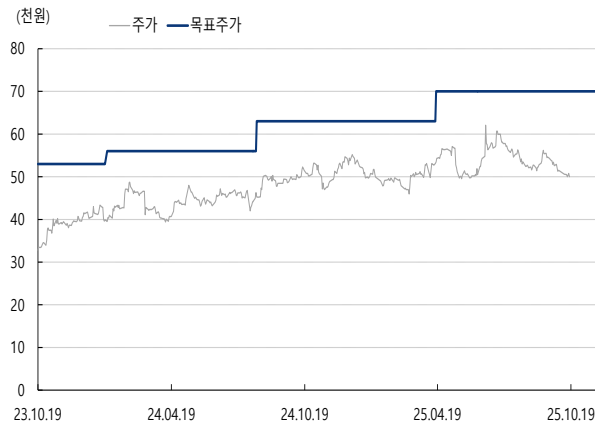


자료: 교보증권 리서치센터

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	(18.43)	(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	(33.14)	(25.39)					
2025.02.11	매수	80,000	(40.92)	(16.28)					
2025.04.17	매수	80,000	(47.02)	(40.85)					
2025.05.13	매수	80,000	(59.20)	(35.75)					
2025.07.15	매수	64,000	(48.38)	(43.66)					
2025.08.12	매수	64,000	(56.81)	(46.12)					
2025.10.21	매수	52,000							

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)	2025.08.14	매수	70,000	(32.77)	(24.56)
2023.10.18	매수	53,000	(54.25)	(37.28)	2025.10.21	매수	70,000		
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	(40.19)	(31.83)					
2025.04.17	매수	70,000	(28.79)	(12.72)					
2025.07.15	매수	70,000	(24.63)	(18.64)					

데브시스터즈 최근 2년간 목표주가 변동추이

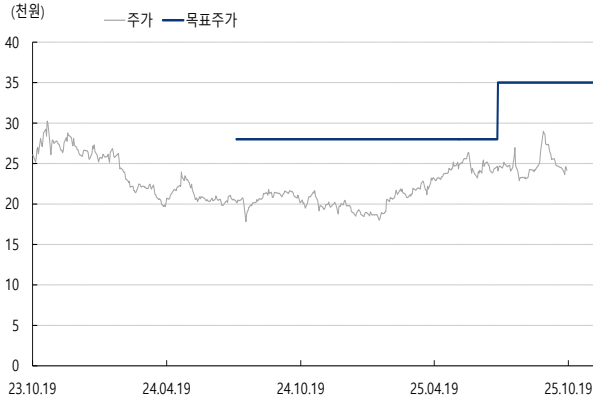


자료: 교보증권 리서치센터

데브시스터즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	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	(27.00)	(4.43)					
2025.05.13	매수	46,000	(10.50)	0.65					
2025.07.15	매수	59,000	(22.01)	(4.61)					
2025.10.21	매수	59,000							

네오위즈 최근 2년간 목표주가 변동추이

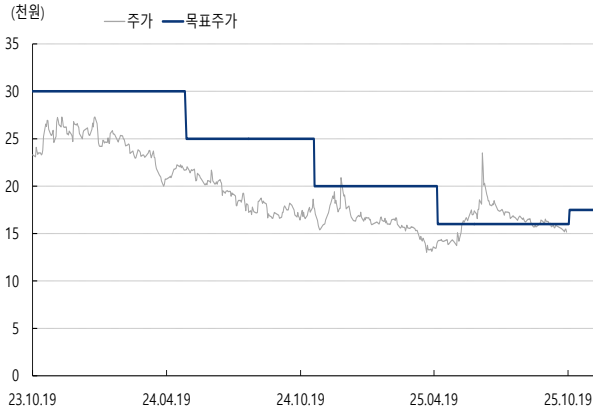


자료: 교보증권 리서치센터

네오위즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.07.23	매수	28,000	(38.26)	(28.44)					
2025.01.16	매수	28,000	(45.03)	(34.62)					
2025.02.24	매수	28,000	(28.48)	(20.43)					
2025.04.22	매수	28,000	(14.77)	(6.26)					
2025.07.15	매수	35,000	(40.86)	(29.87)					
2025.08.11	매수	35,000	(40.13)	(20.69)					
2025.10.21	매수	35,000							

카카오게임즈 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

카카오게임즈 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.08.02	매수	60,000	(10.40)	(3.63)	2023.11.09	매수	30,000	(15.61)	(9.89)
2022.08.04	매수	67,000	(37.87)	(12.04)	2024.01.22	매수	30,000	(20.12)	(16.05)
2022.10.19	매수	53,000	(37.69)	(33.84)	2024.02.13	매수	30,000	(31.63)	(18.34)
2022.11.03	매수	53,000	(21.71)	(9.84)	2024.05.16	매수	25,000	(33.58)	(13.38)
2023.01.30	매수	53,000	(12.90)	(10.65)	2024.11.07	매수	20,000	(23.55)	(4.31)
2023.02.09	매수	53,000	(17.49)	(7.26)	2025.04.25	Trading Buy	16,000	2.95	31.92
2023.04.25	매수	53,000	(32.22)	(29.43)	2025.10.21	Trading Buy	17,500		
2023.05.04	매수	48,000	(30.35)	(20.30)					
2023.07.13	매수	40,000	(25.30)	(19.58)					
2023.08.03	매수	40,000	(44.17)	(26.58)					
2023.10.18	매수	30,000	(23.82)	(11.32)					

■ 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 책임 소재의 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 비공개시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	3.8%	1.5%	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