

TIME TAKERS

AI/인터넷/게임
Overweight

2025.09.17

이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권

2025년 9월 17일 | Indepth

AI/인터넷/게임 Overweight

TIME TAKERS (AI UGC는 돈이 된다)

Summary

- ✓ 생성형 AI의 수익화는 플랫폼에서 확인
- ✓ AI가 가져다 줄 시간, 플랫폼의 시간
- ✓ AI UGC, 플랫폼과 게임 산업의 미래

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(9월16일)
NAVER (035420)	BUY	320,000원	235,000원
카카오 (035720)	BUY	70,000원	62,900원
크래프톤 (259960)	BUY	530,000원	318,500원
로블록스 (RBLX.US)	Not Rated	-	137.25USD

목차

1. AI UGC, 시간과 돈을 벌다	4
1) 생성형 AI의 수익화는 플랫폼에서 확인	4
2) 여가 시간의 증가, UGC의 성장	7
3) AI UGC는 이제부터 시작	9
4) 노동 시간의 감소는 역사적 흐름	12
5) AI, 노동 외 시간도 효율화	13
2. 플랫폼: 숏폼 AI UGC로 시간을 뺏어라	14
1) 체류 시간 확보를 위한 총력전	14
2) 짧아야 길어진다	16
3) 숏폼 UGC가 미래. 생성형 AI가 동력	18
4) 스마트 글래스, AI UGC 가속화	24
3. 게임: UGC 플랫폼으로 진화	25
1) 팬데믹 기저 소화 중, 다만 분명히 성장	25
2) 메인 게임의 지배력 강화	26
3) UGC 게임의 무한한 가능성	28
4) UGC 커뮤니티 중요성 대두	34
5) 인게임 광고 시장의 잠재력	35
기업분석	39
NAVER (035420)	39
카카오 (035720)	48
크래프톤 (259960)	53
로블록스 (RBLX.US)	58

2025년 9월 17일 | 산업분석_Indepth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 9월 16일

NAVER (035420)

BUY | TP 320,000원 | CP 235,000원

카카오 (035720)

BUY | TP 70,000원 | CP 62,900원

크래프톤 (259960)

BUY | TP 539,000원 | CP 318,500원

로블록스 (RBLX.US)

Not Rated | CP 137.25USD

AI/인터넷/게임

TIME TAKERS (AI UGC는 돈이 된다)

생성형 AI의 수익화는 플랫폼에서 확인

생성형 AI의 출현 이후 투자자들은 어떤 생성형 AI 모델, 서비스가 경쟁에서 승리할지를 고민한다. 물론 중요한 포인트이나 생성형 AI의 대중화 자체로 수혜를 볼 수 있는 기업들이 분명히 있다. 올해 오픈AI의 지브리, 구글의 나노 바나나는 폭발적인 AI 콘텐츠 증가, 생성형 AI 대중화에 기여했다. 그로 인해 ChatGPT와 제미니의 사용자 역시 폭등했다. 다만 해당 과정에서 이들은 GPU 사용으로 막대한 비용을 지출했을 것으로 예상된다. 이렇게 생성된 AI 콘텐츠가 어디서, 어떻게 사용되었는지 고민해 볼 필요가 있다. 바로 인스타그램, 틱톡과 같은 SNS 플랫폼이다. AI 콘텐츠는 막대한 트래픽을 보유한 UGC 기반 플랫폼에서 소비되었다. 사용자들은 콘텐츠의 홍수에서 끝없이 피드를 내렸고 이들의 광고 매출은 급등했다. AI의 보급으로 사용자들의 시간을 확보, 수익화하는 기업들에 관심을 가질 때다. 플랫폼은 인스타그램(메타), 틱톡과 같이 숏폼 UGC를 무기로 무한에 가까운 콘텐츠를 생성하여 사용자의 시간을 계속해서 확보할 수 있는 기업, 게임은 로블록스, 포트나이트(에픽게임즈)처럼 UGC 플랫폼으로 진화하여 네트워크 효과를 극대화, 지속 성장을 추구할 수 있는 기업이 해당한다.

AI가 가져다 줄 시간, 플랫폼의 시간

지금은 분명히 AI의 시간이다. 200년전 전 세계 대부분은 생존을 위해 농업에 종사했으나 현재는 그렇지 않다. 노동 시간은 지난 150년간 절반 수준으로 줄었고 사람들의 여가 시간은 증가해왔다. 2025년 현재, 부가 가치는 해당 시간을 확보하는 산업에서 창출되고 있다. AI 에이전트의 보급은 100년전 산업 혁명과 같이 사람들의 노동 시간을 단축시키고 노동 외 시간들을 증가시킬 가능성이 높다. AI 오피니언 리더들은 각자 다른 방식의 이상을 말하지만, 생산성 향상이라는 방향성에는 한마음이다. 기술 발전으로 운전, 가사 노동 등 기타 시간도 여가 시간으로 치환될 것이다. 이러한 흐름에서 콘텐츠에 대한 수요는 확대될 수밖에 없으며, 플랫폼의 영향력은 더욱 커질 것으로 전망한다. 플랫폼은 사용자의 체류 시간을 잡으면 무궁 무진한 수익화 방안을 갖게 된다. 검색, SNS 등 플랫폼은 사용자를 확보하고 광고를 붙여 수익화한다. 게임은 사용자를 확보하고 로열티를 바탕으로 아이템을 판매하여 수익을 얻는다. 플랫폼화에 성공한 게임은 트래픽을 바탕으로 광고 수익도 창출 가능하다.

AI UGC, 플랫폼과 게임 산업의 미래

AI UGC(Artificial Intelligence User Generated Contents)는 플랫폼, 게임 산업의 미래다. UGC에서 창작자와 사용자는 동일하며 각자의 수요, 트렌드를 즉각 반영하기에 모두를 만족시킬 수 있다. 생성형 AI의 도입은 창작자로서의 진입 장벽을 낮춰 UGC 생태계를 더욱 촉진한다. 모두가 창작자가 될 수 있는 환경에서 콘텐츠의 폭발적 증가를 예상하며, AI UGC 생태계를 보유한 플랫폼이 사람들의 시간을 확보, 가파른 이익 성장을 시현할 것이라 전망한다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

Top Pick: 인터넷 NAVER, 게임 크래프톤

인터넷 Top Pick: NAVER 유지

NAVER(목표주가 320,000원)을 인터넷 산업 Top pick으로 유지한다. NAVER는 생성형 AI의 대중화로 UGC 콘텐츠의 창작이 활성화되는 과정에서 가장 수혜를 볼 수 있는 국내 최대 UGC 플랫폼이다. 검색 포털로 시작했으나 현 시점에서는 검색 기능이 탑재된 UGC 플랫폼으로 보는 것이 정확하다. 2000년대 초부터 지식인, 블로그, 카페 등 서비스 확장하여 UGC 콘텐츠, 트래픽 축적해오고 있다. 2023년 말 홈페이지 개편 이후 모든 지면을 피드로 개편하여 강점을 극대화하고 있다. 네이버 내 UGC 트래픽 활성화로 압도적인 광고 경쟁력을 갖췄다. 이를 바탕으로 2025년 시장을 아웃 퍼폼하는 광고 매출 성장이 확인되고 있다. 7월 시작한 쇼핑 커넥트는 크리에이터에 제품 링크를 발급, 수익 활동을 제공한다. 콘텐츠와 스마트스토어, 플레이스로 연결시켜 구매, 예약까지 가능하도록 하며 사용자는 원스톱 경험을 누린다. UGC 생태계 활성화로 광고, 커머스 매출 성장이 지속될 전망이다.

전면 피드화로 이룩한 실적이 2026년 부담으로 작용할 것이라는 우려 있으나 UGC 필두로 한 플랫폼 전체 성장으로 해소할 수 있다고 판단한다. 신규 서비스인 ‘컷츠’, ‘싱스북’, 디즈니 협업 신규 플랫폼의 성과 기대 가능하다. 향후 북미에서 C2C 플랫폼 포시마크까지 동반한 시너지 창출 기대한다. 네이버는 11월 DAN 2025에서 AI 탭 공개, 내년 적용, 2027년 버티컬 서비스를 잇는 통합 에이전트 출시를 계획하고 있다. **지난 20년간 축적된 데이터는 AI 에이전트 시대에 유효한 강점으로 분명히 작용할 것이다.** 두나무와의 신사업(스테이블코인, STO) 협업, 소버린 AI의 가치는 정부의 제도화, 사업화에 따라 가시화 될 전망이며, 글로벌 LLM사와의 협업 역시 잠재적인 업사이드 요인이다.

게임 Top Pick: 크래프톤 유지

크래프톤(목표주가 530,000원)을 게임 산업 Top Pick으로 유지한다. PUBG는 하나의 게임이 아니라 플랫폼이다. PUBG 모바일은 상시 5개의 모드를 운영하고 UGC 모드인 WoW(World of Wonder) 모드도 서비스하고 있다. 중국의 [화평정영]도 마찬가지다. 텐센트는 [화평정영] 내 익스트랙션 모드 ‘Subway Escape’가 5월 1일 1주년을 맞아 DAU 3,700만명을 돌파했음을 밝혔다. 해당 모드는 2020년 [PUBG Mobile]에 출시, E스포츠화도 진행된 ‘Metro Royal’과 유사하다. 또한 [PUBG Mobile]의 UGC 참여도가 증가하고 있음을 언급했다. 상시 모드, UGC의 활성화가 트래픽과 매출에 모두 기여하고 있음이 확인된다. PC의 경우 2026년 상반기 PAYDAY 모드 출시할 예정이다. 이미 모바일에서 검증된 익스트랙션 등으로 추가 확장 가능성도 열려 있다. UGC 정식 출시까지 이뤄진다면 PC, 모바일 모두 플랫폼으로 진화할 수 있다.

2024년을 PC 트래픽 성장이 이끌었다면 2025년은 모바일이다. 텐센트는 2분기 실적 발표에서 [화평정영]의 분기 평균 DAU(Daily Active User)가 전년 대비 +30% 증가했음을 강조했다. 1분기 춘절 업데이트로 트래픽 상승 확인했기에 2개 분기 연속 성장이 확인된다. **8월 여자 2 애니메이션 콜라보의 폭발적 반응을 감안하면 하반기 트래픽도 유의미한 성장 기대 가능하다.** [PUBG Mobile] 역시 신규 모드 [ASYMMETRIC PVP] 출시 예정이다.

현재 주가는 12MF 13배 수준으로 PUBG 플랫폼의 가치를 반영하지 못하고 있다. 개발 중인 신규 파이프라인의 가치도 배제되어 있다. PUBG PC/모바일의 높은 트래픽에 신규 모드 출시의 신작 출시보다 더 큰 효과를 가져오는 이벤트다. [로블록스], [포트나이트]와 같은 그림을 그려갈 수 있는, 그려가고 있는 국내 유일한 게임사다. 강한 비중 확대 전략 추천한다.

1. AI UGC, 시간과 돈을 벌다

1) 생성형 AI의 수익화는 플랫폼에서 확인

생성형 AI 열풍

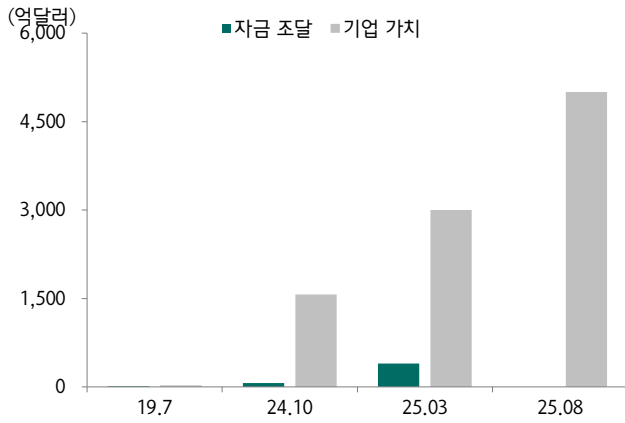
생성형 AI의 출현 이후 투자자들은 어떤 생성형 AI 모델, 서비스가 경쟁에서 승리할지를 고민한다. 실제로 AI 모델을 직접 개발하는 오픈AI(GPT), 앤트로픽(클로드)의 매출과 기업 가치는 전년 대비 3배 이상 가파르게 증가하고 있다. xAI의 Grok, 퍼플렉시티 역시 공격적으로 사용자를 확보하는 중이다.

플랫폼 - AI 대중화로 인한 수혜

물론 중요한 포인트이나 생성형 AI의 대중화 자체로 수혜를 볼 수 있는 기업들이 분명히 있다. 올해 오픈AI의 지브리, 구글의 나노 바나나는 폭발적인 AI 콘텐츠 증가, 생성형 AI 대중화에 기여했다. 3월 오픈AI는 GPT-4o의 지브리 이미지 생성으로 사용자 기반 확장에 성공했다. 1주일만에 7억장의 이미지가 생성되었으며 ChatGPT의 주간활성사용자 수는 단숨에 5억명을 돌파했다. 8월 26일 구글이 출시한 나노 바나나(Gemini 2.5 Flash Image)는 단 몇 초 만에 프롬프트로 고품질 이미지를 수정·생성할 수 있는 도구이며 출시 이후 폭발적 인기를 얻었다. 출시 2주만에 2억개 이상의 이미지가 제작됐다. SimilarWeb에 따르면 Google AI Studio의 웹 방문이 출시 직후 일일 300만건에서 450만건 이상으로 급증했다. 2024년 9월 일일 사용자 30만명에서 15배 증가했으며 제미니는 미국 앱스토어 무료 순위 1위를 달성했다. 이들은 킬러 서비스를 통해 다수의 사용자를 확보하기 위해 경쟁 중이다. AI 모델에서 선두에 서기 위해 GPU 비용을 아낌없이 지불하고 있기에 단기간 수익성을 확보하기 어려워 보인다. 실제로 오픈AI는 2029년까지도 적자를 확대해가며 투자를 늘려갈 계획이다.

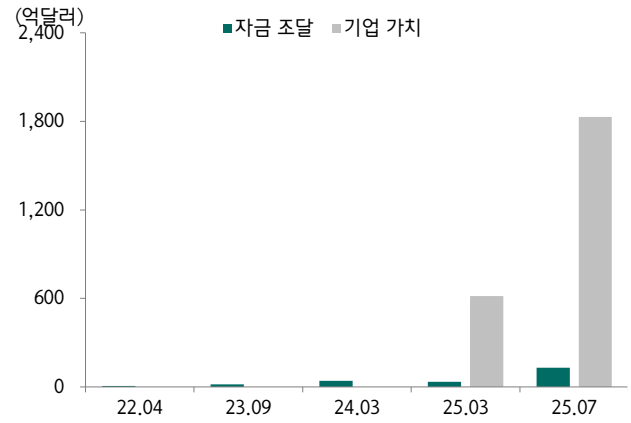
이렇게 생성된 AI 콘텐츠가 어디서, 어떻게 사용되었는지를 고민해 볼 필요가 있다. 바로 인스타그램, 틱톡과 같은 SNS 플랫폼이다. AI 콘텐츠는 막대한 트래픽을 보유한 UGC(User Generated Contents) 기반 플랫폼에서 소비되는 중이다. 사용자들은 콘텐츠의 홍수에서 끝없이 피드를 내렸고 이들의 광고 매출은 급등했다. 물론 이들 역시 자체적으로 AI 모델을 개발하고 있으며 경쟁에 참여하기 위해 투자를 집행하고 있다. **다만 중요한 점은 이들은 승자가 되지 못하더라도 이익을 볼 수 있다는 것이다. AI의 보급으로 사용자들의 시간을 확보, 수익화하는 기업들에 관심을 가질 때다.** 플랫폼은 인스타그램(메타), 틱톡과 같이 숏폼 UGC를 무기로 무한에 가까운 콘텐츠를 생성하여 사용자의 시간을 계속해서 확보할 수 있는 기업, 게임은 로블록스, 포트나이트(에픽게임즈)처럼 UGC 플랫폼으로 진화하여 네트워크 효과를 극대화, 지속 성장을 추구할 수 있는 기업이 해당한다

도표 1. 오픈AI 기업 가치



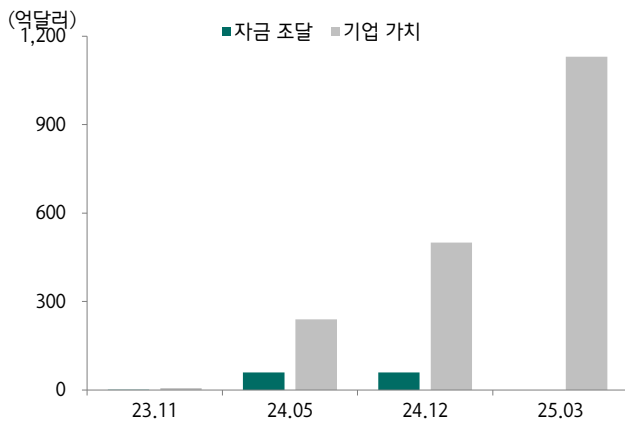
자료: 하나증권

도표 2. 엔트로픽 기업 가치



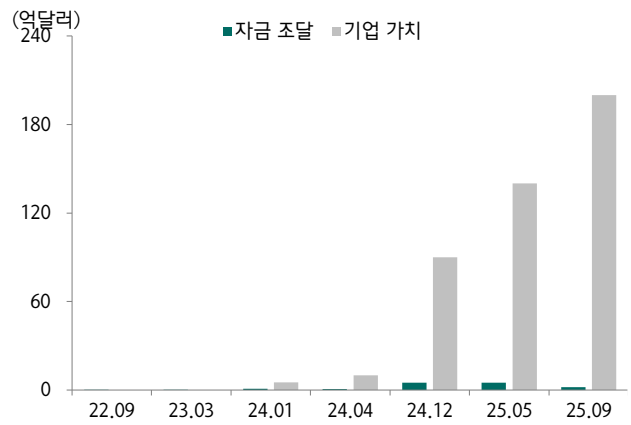
자료: 하나증권

도표 3. xAI 기업 가치



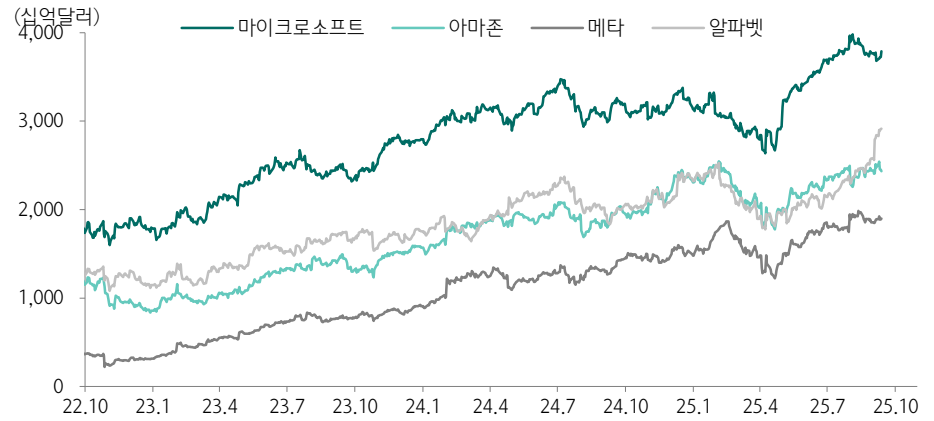
자료: 하나증권

도표 4. 퍼플렉시티 기업 가치



자료: 하나증권

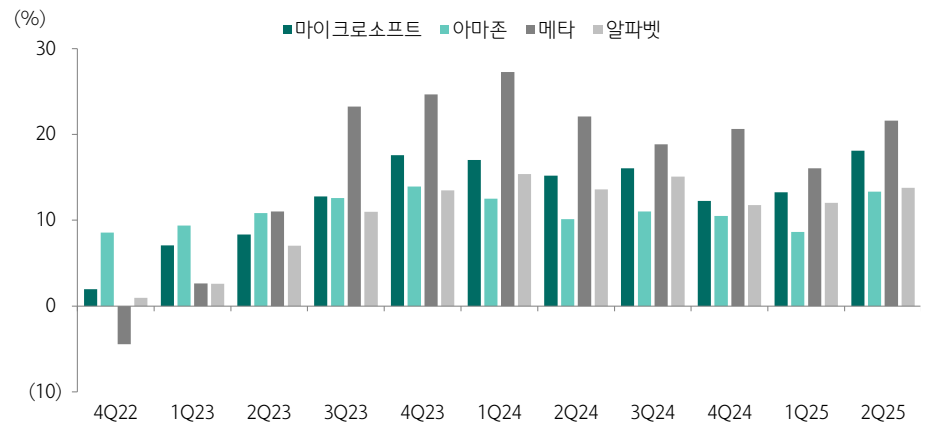
도표 5. GPT 출시 이후 빅테크 시가 총액 추이



자료: 하나증권

2023년부터 메타가
매분기 높은 성장률 기록

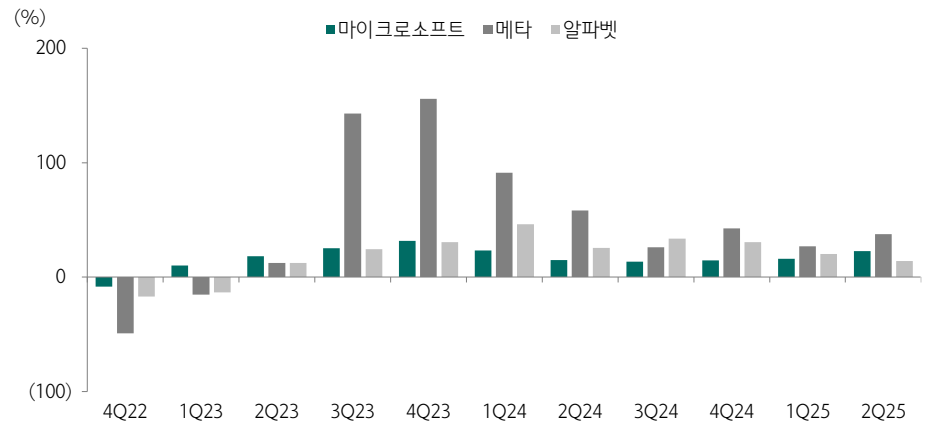
도표 6. GPT 출시 이후 빅테크 매출액 성장률(YoY)



자료: 하나증권

2025년에도 메타가
높은 성장률 기록

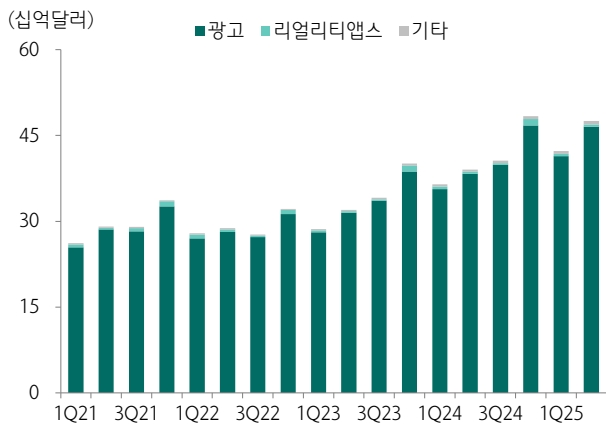
도표 7. GPT 출시 이후 빅테크 영업이익 성장률(YoY)



주: 아마존은 2023년 하반기 +350% 이상 기록. 제외

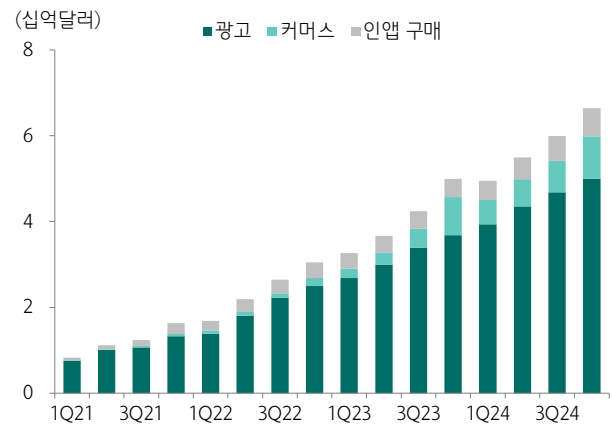
자료: 하나증권

도표 8. 메타 부문별 매출 추이



자료: Meta, 하나증권

도표 9. 틱톡 부문별 매출 추이



자료: Apptopia, 하나증권

2) 여가 시간의 증가, UGC의 성장

UGC의 힘

콘텐츠 플랫폼들이 사람들의 여가 시간을 공격적으로 흡수하고 있다. 틱톡, 인스타그램, 유튜브뿐만 아니라 로블록스 등 유저 수와 유저 참여 시간이 지속 증가 중이며 산업의 규모 역시 고성장세를 띈다. 이러한 콘텐츠 시장의 중심에는 UGC가 있다. UGC(User Generated Contents)란 텍스트, 비디오, 이미지, 리뷰 등 참여자가 직접 제작하고 게시하는 모든 콘텐츠를 의미한다. 생산자들은 점점 다양해지는 참여자들의 수요를 모두 맞추는 과정에서 어려움을 느낀다. 소수의 제작자가 대중의 수요를 충족시키던 기존 구조는 이미 한계에 봉착했다. UGC는 참여자들이 직접 수요에 맞춘 콘텐츠를 생산하기 때문에 다양한 취향을 실시간으로 만족시킬 수 있다는 장점을 갖는다.

플랫폼에서의 UGC

플랫폼에서 UGC는 흔히 숏폼 영상·브이로그·짧은 글·사진 등을 통해 가장 쉽게 접할 수 있다. 단순한 재미를 넘어 정치, 사회적 의사 표현과 소비 리뷰 등 일상생활 전반의 콘텐츠로 확장했다. 가장 창작자와 사용자의 니즈, 즉 트렌드를 반영하기 때문에 훌륭한 타겟팅 광고가 가능하다. 사업자에게도 필수적인 마케팅 도구로 자리 잡았다.

게임에서의 UGC

게임 영역에서도 UGC의 영향력은 더욱 크다. 대표적인 사례가 로블록스와 마인크래프트로, 이용자가 직접 제작한 맵과 게임 모드가 전체 이용 시간의 높은 비중을 차지한다. 2025년 기준 로블록스의 DAU는 1.1억 명을 돌파했고, 분기 플레이타임은 274억 시간을 넘어섰다. 포트나이트 역시 '크리에이터 모드'를 통해 전체 플레이 시간의 50% 이상이 이용자 제작 콘텐츠에서 발생한다. UGC는 콘텐츠 전반에서 참여자의 창의성을 기반으로 끊임없는 신규 수요를 창출하며, 늘어나는 여가 시간을 흡수하고 있다.

도표 10. UGC 관련 주요 통계(2025년)

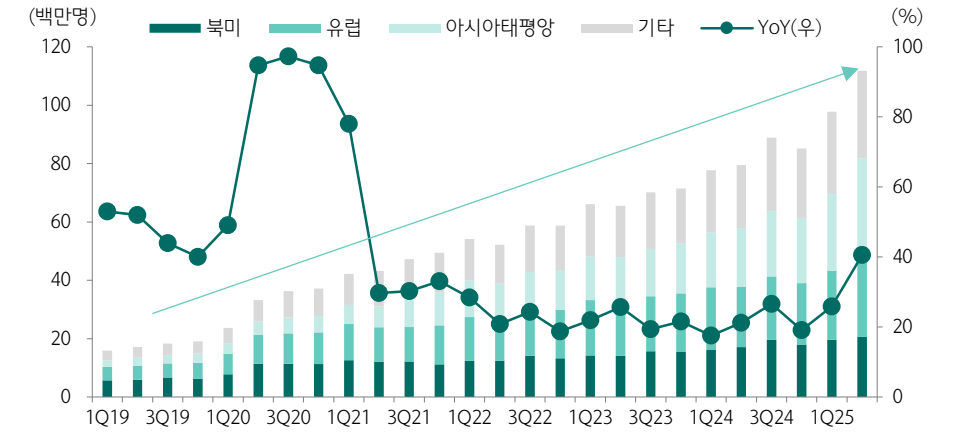
UGC 포함 체류 시간 90% 증가



자료: goviralglobal, 하나증권

도표 11. 로블록스 DAU

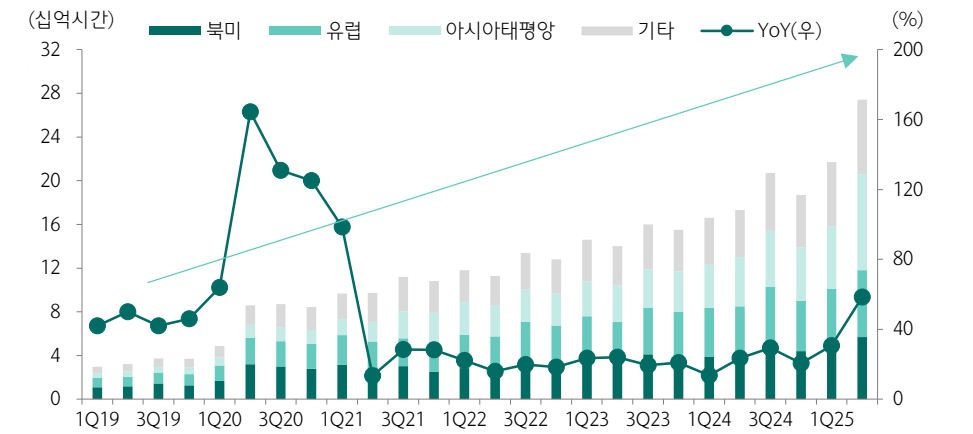
팬데믹 이후에도 지속 우상향



자료: Roblox, 하나증권

도표 12. 로블록스 체류 시간(Hour Engaged)

팬데믹 이후에도 지속 우상향



자료: Roblox, 하나증권

3) AI UGC는 이제부터 시작

AI UGC, 플랫폼/게임의 원동력

AI UGC(Artificial Intelligence User Generated Contents)의 발전은 플랫폼/게임 산업의 새로운 원동력으로 작동할 것이다. 생성형 AI는 소비자를 단순한 수용자가 아닌 창작자로 끌어 올리는 전환점이 되고 있다. 이미 전 세계적으로 제작되는 콘텐츠의 상당수는 AI를 활용해 기획·생성·편집된 결과물이며, 영상·이미지·음악 등 모든 영역에서 매년 콘텐츠의 총량은 기하급수적으로 증가하고 있다. 생성형 AI는 콘텐츠 총량의 폭발적 증가를 촉발함과 동시에 소비자를 창작자로 전환시켜 플랫폼, 게임 기업들에 전례 없는 체류 시간과 수익화 기회를 제공할 것이다.

생성형 AI 사례

앞서 설명한 오픈AI의 지브리, 구글의 나노 바나나의 성공은 AI 콘텐츠 생성 기능이 사용자에 큰 수요가 있으며, 이는 창작에 대한 욕구가 충분함을 입증한다. 구글의 Veo, 콰이쇼우의 Kling, 바이트댄스의 Seedream 등을 활용한 영상 제작도 활성화되고 있다.

더 나아가 생성형 AI는 코딩, 게임 개발, 시나리오 작성까지 과거 전문 지식이 필요한 창작 활동을 빠르게 낮추고 있다. 코딩 분야에서는 오픈AI의 Codex, 앤트로픽의 Claude, 커서의 Cursor와 같은 도구들이 한 줄 설명만으로 웹사이트와 애플리케이션을 제작가능하게 한다. 게임 역시 마찬가지다. [매너로드]와 같이 1인 개발로 성과를 내는 게임들의 수가 증가하고 있으며 UGC 게임들의 콘텐츠 증가도 폭발적으로 나타난다.

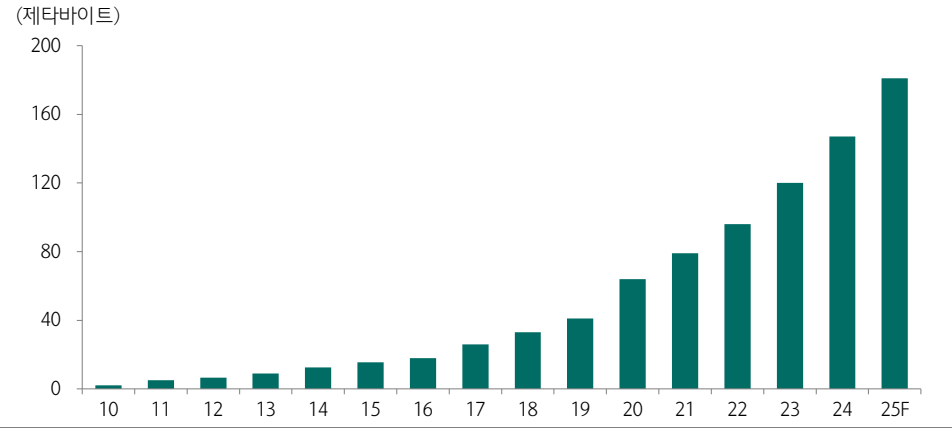
도표 13. 전통적 콘텐츠 VS UGC VS AI UGC

항목	전통적 콘텐츠	User-Generated Content (UGC)	AI-Generated UGC (AI UGC)
제작자	기업/전문 제작자	실제 고객, 팬, 인플루언서	플랫폼 사용자 전체
진정성	제작자의 일방적 메시지 중심, 공식적	실제 경험과 의견, 자발성 강조	실제/가상 경험, 의견
확장성	제작 인력·예산 한계	참여자 수에 따라 제한적	거의 무한 확장, 대량 제작 가능
속도	기획·촬영·편집 등 시간 소요	사용자가 제작 → 업로드 속도 빠름	AI로 수분~수시간 내 즉시 생성
비용	높은 제작비·광고비 필요	인플루언서 보상·인센티브 비용 발생	인플루언서 보상·인센티브 비용 발생, 제작 비용 감소
통제력	브랜드가 완벽히 통제 가능	예측 불가, 위험 존재	예측 불가, 위험 존재
독창성	높은 완성도, 창의성	100% 인간 경험과 감정 반영	현실성 없는 상황도 창작 가능
참여도	공식 채널에서 수동적 소비	높은 참여도, 공감·신뢰 형성	높은 흥미 유발, 신뢰도 우려

자료: 하나증권

도표 14. 글로벌 데이터 생성량 추이

트래픽 절반(53%+) 이상이
비디오



자료: Bernard Marr & Co, 하나증권

도표 15. 주요 AI 창작 툴

순위	툴 이름	기업명	출시일	간단 설명
1	Nano Banana	Google DeepMind	Gemini 2.5 Flash Image, 출시: 2025.08	이미지 기반 프롬프트+편집 UGC 생성, 초당 편집, 표정·배경 제어 등 고품질 생성
2	Higgsfield	Higgsfield	2024.04	Kling, Nano banana, Veo 등 활용 이미지, 영상 생성
3	DALL-E 3	OpenAI	DALL-E 3: 2023.10 (챗 GPT 콘텐츠에 내장)	자연어에서 고품질 이미지 생성
4	Midjourney	Midjourney, Inc.	2022.07, 최신 V7 (2025.04)	디스코드 기반 텍스트-이미지 변환으로 'AI 아트' 주도
5	Microsoft Designer	Microsoft	2022.10.12 출시, 2025.08 최신	디자인 템플릿 기반 AI 이미지 생성 및 편집 지원
6	Predis.ai	Predis.ai	2022.10~	마케팅용 UGC 콘텐츠(이미지/영상/글) 자동 생성·스케줄링
7	Omneky Creative Gen Pro	Omneky Inc.	2024.11	광고·제품 콘텐츠 중심 AI 유니버설 제작, 캠페인 자동화
8	Pixlr (Designs.ai)	Pixlr Pte. Ltd.	2023.11	AI 기반 이미지 생성, 배너·영상 등 UGC 콘텐츠 다지원
9	Canva Magic Studio	Canva	2023.10	UGC 기반 AI 그래픽/디자인 템플릿 자동 생성 도구
10	Synthesia	Synthesia	2020.09	텍스트→AI 영상 생성, 다국어 아바타 활용 콘텐츠 제작
11	OpusClip / Veo	OpusClip, Google	2023.06	텍스트/영상 → 숏폼 클립 자동 변환, SNS 최적화 지원

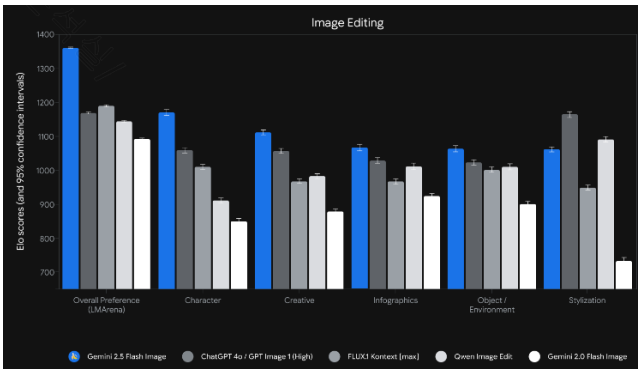
자료: 하나증권

도표 16. Gemini 2.5 Flash Image(나노 바나나) 예시



자료: Google, 하나증권

도표 17. Gemini 2.5 Flash Image(나노 바나나) 벤치마크 점수



자료: Google, 하나증권

4) 노동 시간의 감소는 역사적 흐름

여가 시간의 지속 증가 예상

여가 시간은 지속 증가할 것으로 예상된다. 1930년 거시경제학의 창시자 케인즈는 「우리 손자들의 경제적 가능성」에서 100년 내에 주당 근무 시간이 약 15시간으로 줄어들고, 생존과 물질적 욕구가 충족되면서 인류가 더 많은 여가 시간을 향유할 것이라 전망했다. 결과적으로 그의 예측은 빗나갔다. 2024년 기준 OECD 평균 주당 근무 시간은 여전히 40시간 내외이며, 남은 5년 안에 15시간으로 줄어든 가능성은 현실적으로 낮다. 그러나 노동 시간의 감소라는 장기적 방향성 자체는 분명하게 확인된다. 실제로 19세기 말 선진국 노동자들의 연간 노동시간이 3,000시간에 달했던 것에 비해, 오늘날 독일·프랑스 등은 1,400시간대까지 감소했다. 생산성 향상에 따른 노동시간 단축은 이미 역사적으로 검증된 흐름이다.

AI는 노동 시간 감소 가속화

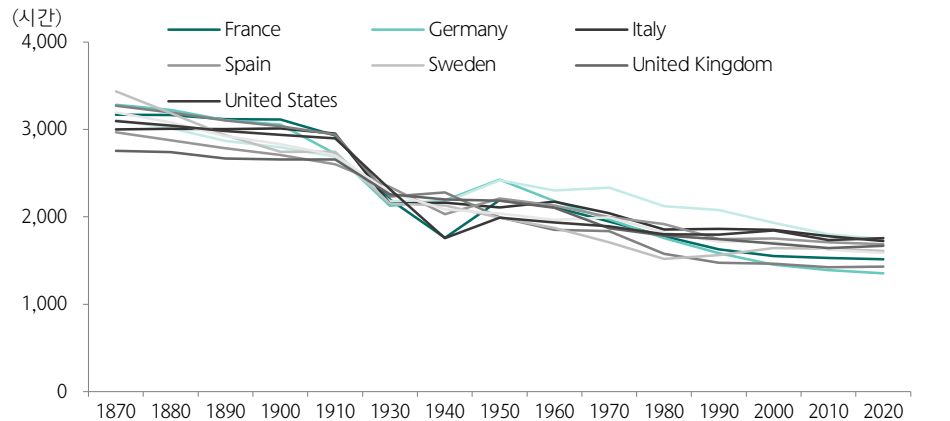
AI의 출현은 이러한 흐름을 가속화할 전망이다. 산업혁명이 증기기관과 전기를 기반으로 생산성을 폭발적으로 높였듯, AI는 지식 노동과 관리 영역까지 자동화하며 AI 네이티브 경제 구조를 만들어갈 가능성이 높다. 기업들의 B2B AI 에이전트 채택은 개발·기획·관리 업무를 24시간 자동으로 처리하게 해 인력 구성을 최소화하고, 인력 중심 생산성에서 AI 중심 생산성으로 헤게모니를 이동시킬 전망이다. 이는 곧 노동 시간의 감소로 이어질 수밖에 없다.

AI가 아니더라도 노동 시간 감소는 역사적 흐름

더불어 AI가 아니더라도 이미 많은 국가들은 노동시간 단축을 정책적으로 실험하고 있다. 영국, 스페인, 일본 등에서 주4일제 시범 도입이 확산되었고, 실험 결과 생산성은 유지되면서 스트레스와 피로는 감소하고 삶의 만족도는 증가하는 효과가 나타났다. 결국 노동시간 단축은 단기적으로 지연될 수 있어도, 장기적으로 거스를 수 없다.

도표 23. 근로자 1인당 연간 근무 시간 추이

1910~1940년 급격히 감소



자료: Ourworldindata, 하나증권

5) AI, 노동 외 시간도 효율화

AI, 노동 외 생활 시간도 효율화

AI는 단순히 노동 시간 단축을 넘어 노동과 수면을 제외한 나머지 생활시간마저 효율화해 새로운 여가 시간으로 전환시킬 전망이다. 역사적으로 사람들의 노동 외 시간은 길어져왔다. 200년전 대부분은 생존을 위해 농업에 종사했다. 산업 혁명 이후 현재 사람들은 각자 다른 영역에서 생산활동을 한다. 과거 많은 시간이 필요했던 전통의 산업들의 생산 시간은 극도로 단축되었고 사람들의 여가 시간은 증가해왔다. 아직까지 7시간 내외인 인터넷 사용 시간은 성장 여력이 남아있다.

운전, 쇼핑 시간 등

노동 외 시간 중 효율화 가능성이 높은 시간은 운전 시간이다. 예를 들어 테슬라, 바이두 등이 이끌고 있는 자율 주행, 로보 택시가 상용화된다면 사람들은 운전이라는 행위에서 해방된다. 로보 택시를 어떤 기업이 선도할 지도 중요하지만 효율화된 시간이 어디에 활용될지도 중요하다. 현재 대중교통, 택시를 탑승한 사람들의 행동과 크게 다르지 않을 가능성이 높다고 판단한다. 조사에 따르면 성인은 평균 일일 1시간을 운전 사용한다. 자율주행의 사용화는 이 시간을 콘텐츠 소비나 휴식 시간으로 바꿀 수 있다. 또한 미국노동통계국 조사에 따르면 미국인은 하루 평균 2시간을 가사노동에, 0.7시간을 쇼핑에 사용한다. AI 기반 가사 로봇, 자동화 배달 서비스, 맞춤형 쇼핑 보편화는 이중 상당 시간을 절감시킬 수 있다. 즉 플랫폼, 게임 등 콘텐츠를 소비할 시간이 증가한다.

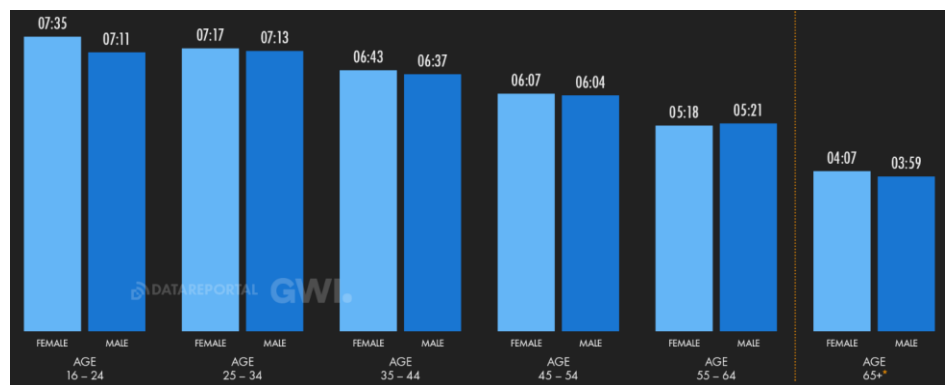
여가 사회로 나아가는 중

넷플릭스 CEO는 작년 실적발표에서 넷플릭스 플랫폼의 최대 적은 인간의 수면 시간이라고 말했다. 24시간이라는 제한된 시간 속에서 유일하게 불가침의 영역이기 때문이다. 그 외 시간은 결국 감소할 것이고 AI를 포함한 콘텐츠 소비, 게임, 여가 산업에 귀속될 가능성이 높다. 케인즈는 '여가 사회'가 도래하여 궁극적으로 경제적 문제가 모두 해결, 먹고사는 문제로 삶을 소비하는 것이 아닌 예술, 철학, 사회 활동과 같은 고차원의 가치에 시간을 할애하게 될 것이라고 전망했다. 케인즈가 말했던 '여가 사회'까지는 시간이 필요하겠지만 AI는 이를 향해 나아가는 가장 강력한 동력이 될 전망이다. 즉 AI는 단순한 생산성 향상을 넘어 인류 생활 구조를 재편하여 여가 시간을 폭발적으로 확대하는 촉매로 작동할 것이다.

도표 24. 연령별 인터넷 사용 시간

인터넷 사용 시간은 6-7시간

내외



자료: datareportal 하나증권

2. 플랫폼: 숏폼 AI UGC로 시간을 뺏아라

1) 체류 시간 확보를 위한 총력전

체류 시간이 중요한 시점

플랫폼 기업, 빅테크들은 사용자의 트래픽을 확보하기 위해 끊임없이 콘텐츠와 서비스를 개편한다. 주요 매출인 광고가 트래픽에 비례하기 때문이다. 트래픽은 사용자 수 X 체류 시간이다. 두 축이 모두 중요하지만 **팬데믹 이후의 시장 환경을 고려하면 체류 시간의 중요성이 더욱 커졌다.**

DAU 성장 둔화

글로벌 주요 플랫폼들은 팬데믹 시기 비대면 생활 확대로 폭발적인 사용자 증가를 경험했다. 유튜브, 넷플릭스, 메타 등은 2020~2022년 급격한 사용자 증가를 이뤘지만 이후 성장세는 둔화되었다. 예를 들어 메타의 전체 플랫폼 DAU는 2020년 매분기 5%에 가까운 성장을, 틱톡은 2020년~2022년 DAU 2배 증가를 시현한 이후 소폭 성장하고 있다. 즉, **글로벌 대형 플랫폼들은 사용자 수 확대도 중요하지만 기존 사용자로부터 더 많은 시간을 확보하는 것이 더욱 중요해졌다.**

체류 시간 = 광고 단가

이러한 상황에서 체류 시간은 광고 단가와 직결된다. 메타는 인스타그램 릴스 도입으로 이용자 평균 체류 시간이 20% 이상 증가했다고 발표했으며, 장기적인 광고 매출 성장의 기반이 될 수 있음을 강조했다. 유튜브도 숏폼 쇼츠를 강화, 하루 조회수 1,500억회 기록하며 체류 시간 늘리고 있다.

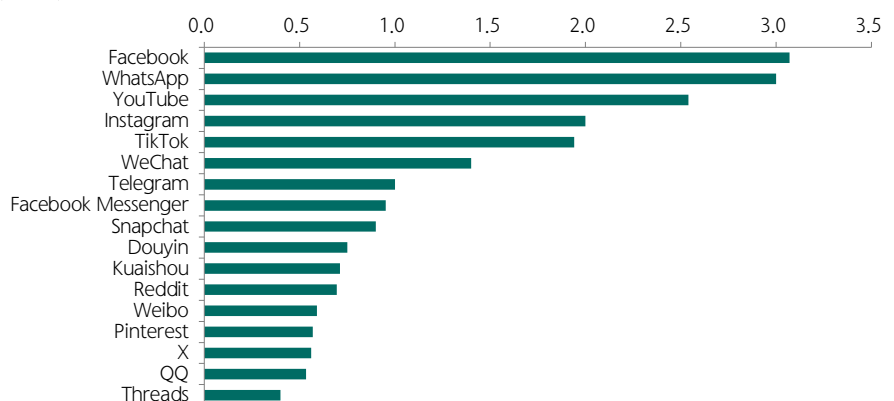
국내 플랫폼은 유저가 한정적.

체류 시간 더욱 중요

국내 플랫폼 기업들에게 체류 시간의 확보는 더욱 절실하다. 네이버와 카카오는 이미 국민 대다수를 사용자로 확보했기 때문에 글로벌 진출이 아닌 이상 확대가 불가능하다. 따라서 서비스 내부에 머무르는 시간을 최대화하는 전략에 집중할 수밖에 없다. **이들의 미래는 국내 사용자의 체류 시간 점유율을 얼마나 유지/확대 할 수 있는지에 달려있다.**

도표 25. 글로벌 플랫폼 MAU 순

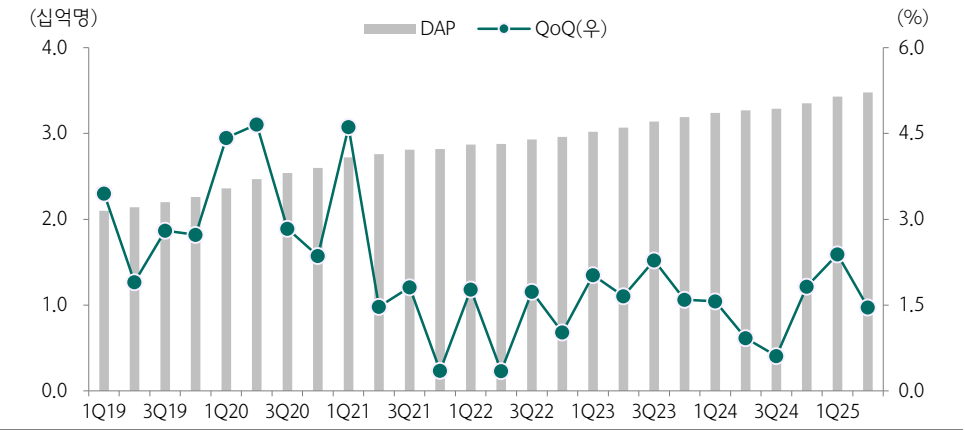
(십억명)



자료: DataReportal, 하나증권

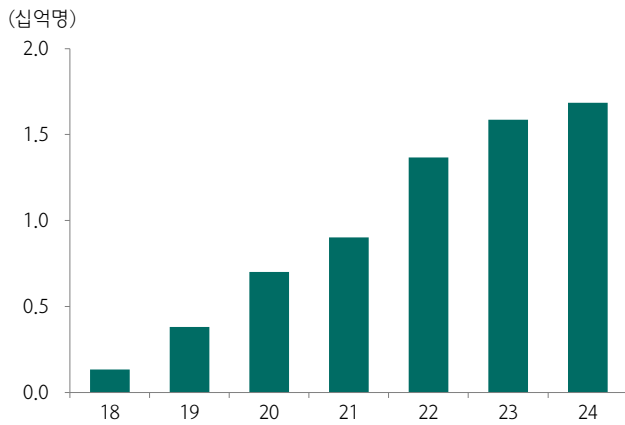
도표 26. 메타 패밀리 DAP(Daily Active People)

2020-2021년 이후
유저 확보 둔화



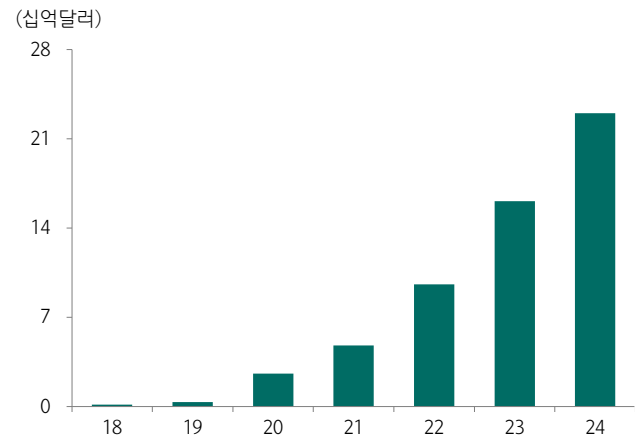
자료: Meta, 하나증권

도표 27. 틱톡 DAU 추이



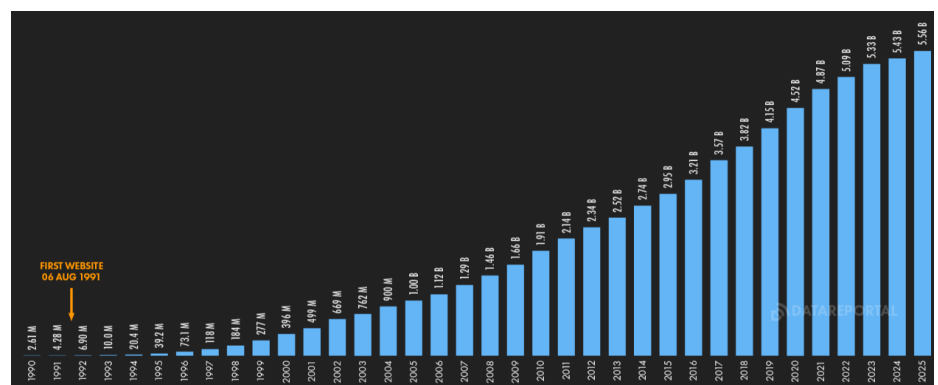
자료: Businessofapps, 하나증권

도표 28. 틱톡 매출 추이



자료: Businessofapps, 하나증권

도표 29. 글로벌 인터넷 사용자 추이



자료: datareportal, 하나증권

2) 짧아야 길어진다

숏폼이 Key

현재까지 체류 시간 확보의 Key는 숏폼이다. 최근 콘텐츠 플랫폼의 특징은 짧아야 길어진다는 점이다. 짧은 콘텐츠의 끊임없는 추천은 사용자들을 플랫폼 내에 지속 체류시킨다. 이러한 특성을 바탕으로 숏폼은 획기적으로 사용자 수와 체류 시간을 늘려왔다. 특징은 특히 잘 파(Zalpha, 1990년대 중반~2010년 이후 출생) 세대에서 큰 호응을 얻고 있다는 점이다. 활동성이 높고 향후 소비력도 증가할 세대에기에 플랫폼 성장 여력은 아직 크다고 판단한다.

틱톡이 선도

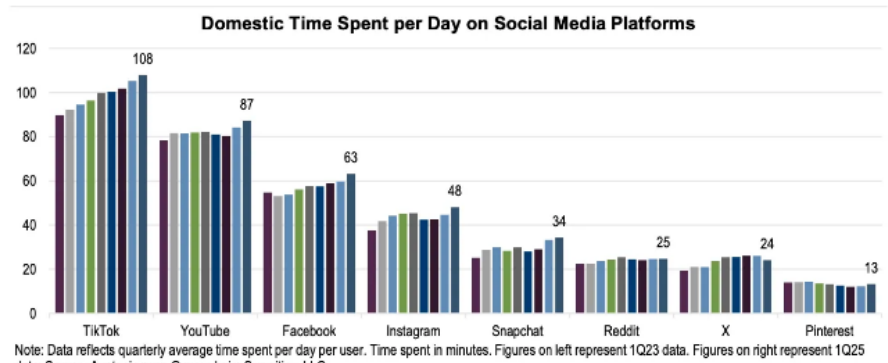
바이트댄스의 틱톡은 전 세계에 숏폼 열풍을 가져왔다. 틱톡의 MAU(Monthly Active User)는 2017년 9월 출시 이후 2,700명에서 2025년 16억명 수준까지 증가했다. 미국 틱톡 사용자는 하루 평균 100분 이상 틱톡에 머무른다. 유튜브보다도 높은 체류 시간이다. 이러한 트렌드에 대응하기 위해 2025년 모든 콘텐츠들은 숏폼 기반으로 가공되고 있다.

창작의 허들이 낮다는 장점

숏폼은 타 콘텐츠 대비 짧은 분량이기에 창작의 허들이 낮다. 누구나 부담 없이 3초~1분 내외의 영상을 창작하여 플랫폼에 공유하고, 이를 소비하는 사용자들이 콘텐츠를 재생산한다. 대표적인 서비스로는 틱톡, 인스타그램(릴스), 유튜브(쇼츠) 등이 있으며 최근 X 역시 바인이라는 서비스를 다시 출시할 계획을 공개했다.

도표 30. 미국 일일 평균 플랫폼 체류 시간

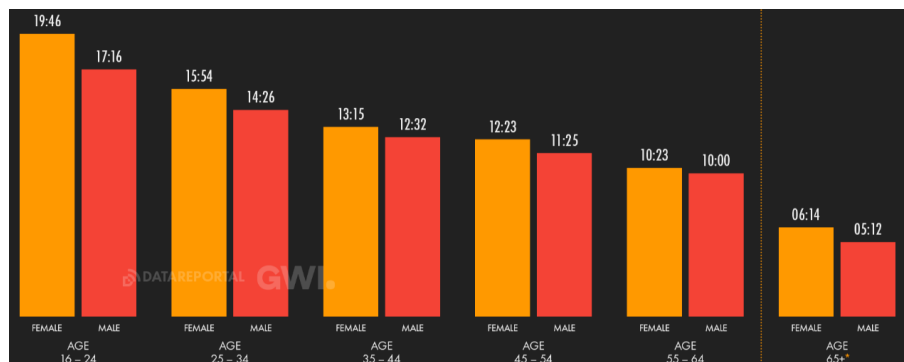
숏폼 플랫폼의 체류 시간 증가세



자료: Apptopia, 하나증권

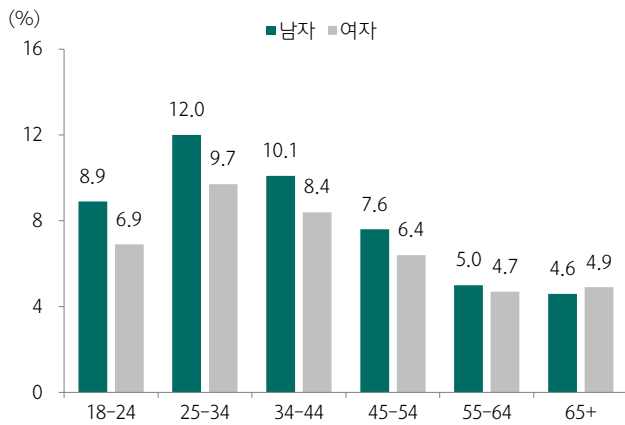
도표 31. 주간 SNS, 숏폼 사용 시간

16-24세 사용자의 체류 시간이 가장 높음



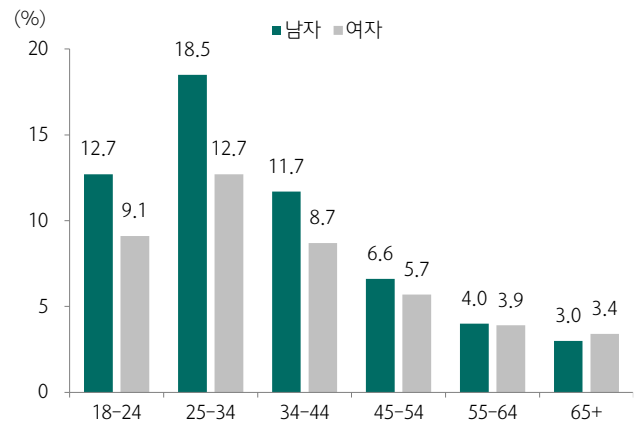
자료: datareportal, 하나증권

도표 32. 유튜브 연령 비중



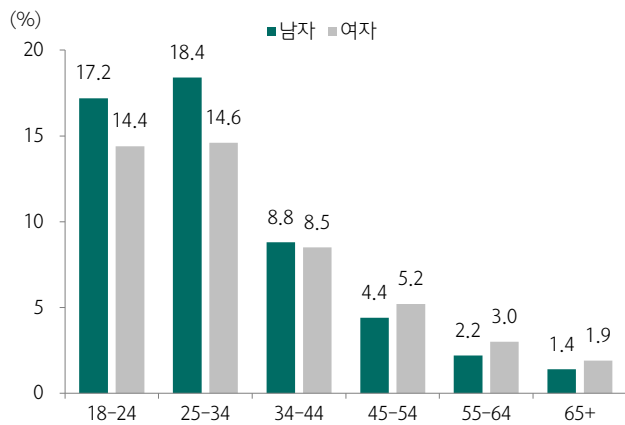
자료: Dataportal, 하나증권

도표 33. 페이스북 연령 비중



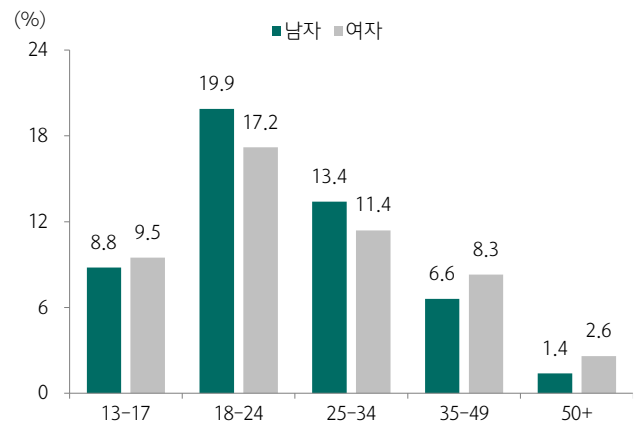
자료: Dataportal, 하나증권

도표 34. 인스타그램 연령 비중



자료: Dataportal, 하나증권

도표 35. 스냅챗 연령 비중



자료: Dataportal, 하나증권

3) 숏폼 UGC가 미래. 생성형 AI가 동력

숏폼, 압도적으로
많은 콘텐츠가 힘

숏폼의 힘은 단순히 영상이 짧다는 것에서 나오지 않는다. 핵심은 압도적으로 많은 콘텐츠의 양에서 비롯된다. 콘텐츠의 절대적인 양이 부족하다면 아무리 정교한 타겟팅 알고리즘이 작동하더라도 효과적으로 사용자에게 맞는 콘텐츠를 선별할 수도, 체류 시간을 계속해서 늘릴 수도 없다. 숏폼 기반의 플랫폼이 성공하기 위해서는 다수의 창작자가 무한에 가까운 콘텐츠를 공급해야 한다. 전통적인 제작사 중심의 공급만으로는 방대한 수요를 감당할 수 없기 때문에, 소비자가 공급자로도 참여하는, UGC 생태계가 반드시 필요하다. 숏폼 생태계에서는 1차 콘텐츠의 재가공을 통한 2, 3차 콘텐츠가 활발하다. 밈(Meme) 영상, 리믹스, 듀엣 기능을 통한 협업 영상은 원본보다 더 큰 파급력을 만든다

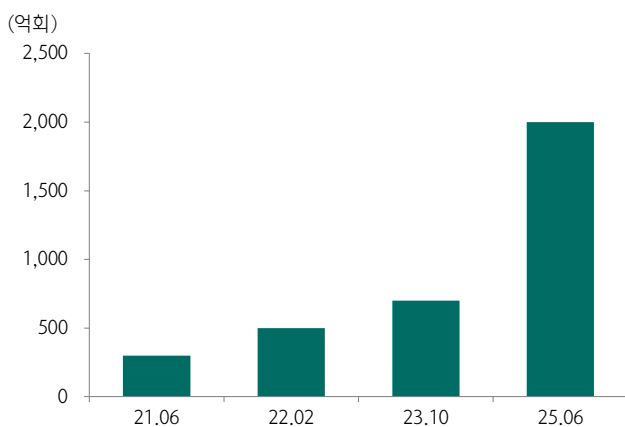
콘텐츠의 양과 다양성 필요

이렇듯 숏폼의 흥행은 비단 현대 사회에 짧은 러닝 타임의 콘텐츠를 선호하기 때문이라는 단편적인 설명으로 부족하다. 실제로 숏폼 형식을 도입한 수많은 플랫폼 중 성공은 UGC 기반 대규모 생태계를 구축한 곳에 집중되어 있다. 콘텐츠의 양과 다양성이 흥행의 본질이다. 이용자가 하루에도 수십번 앱을 켜 때 마다 새로운 영상을 만날 수 있는 환경, 취향에 맞는 무한 스크롤 경험이 제공되어야 체류 시간이 늘어나고 중독성이 강화된다. 타겟팅 역시 방대한 콘텐츠 풀이 있어야 정밀하게 작동한다.

AI UGC로 숏폼 추가 성장 가능

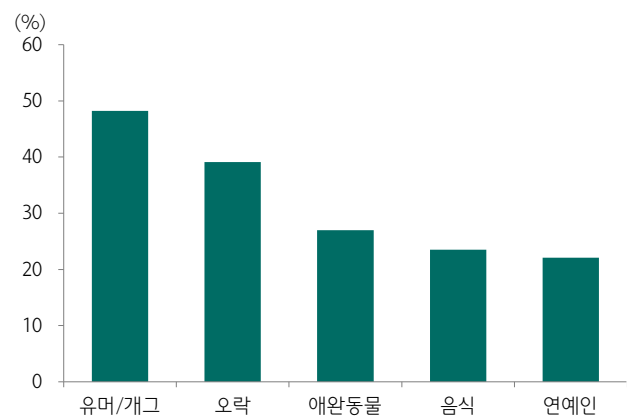
생성형 AI의 보급은 숏폼 UGC 플랫폼에 새로운 동력을 불어넣을 것이다. 예를 들어 오픈AI의 지브리, 구글의 나노 바나나가 폭발적 성공을 거두면 수익화는 인스타그램, 틱톡에서 이뤄진다. 영상 편집·자막 삽입·효과음 추가와 같은 반복적 제작 과정이 AI 자동화로 대폭 단축되면서, 더 많은 이용자가 손쉽게 창작에 뛰어들 수 있다. 2차, 3차 창작의 과정도 훨씬 수월해진다. 또한 콘텐츠를 보완하는 것을 넘어 생성형 AI로만 제작된 영상이 대중화된다면 콘텐츠가 다룰 수 있는 영역과 양은 무한대에 가까워질 수 있다. 각자의 취향을 물리적 한계 없이 구현할 수 있기 때문이다.

도표 36. 유튜브 쇼츠 일일 조회수



자료: Statista, 하나증권

도표 37. 유튜브 쇼츠 선호 카테고리



자료: Statista, 하나증권

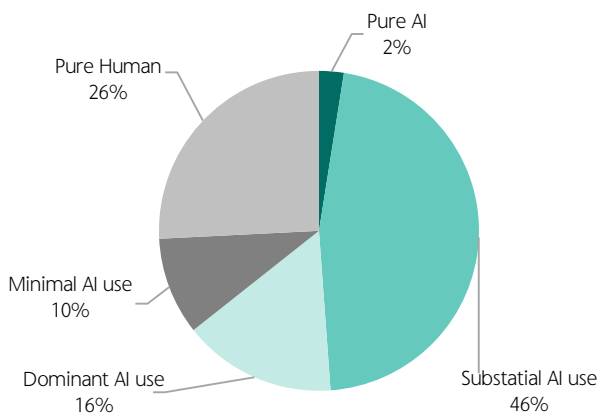
이미 AI 도입 활발

이미 우리가 소구하는 콘텐츠들의 대부분은 생성형 AI의 힘을 빌리고 있다. 정도의 차이는 있겠지만 생성형 AI는 번역, 스크립트 작성부터 음성, 이미지 생성까지 모든 분야에서 작동한다. 올해 생성된 90만개 웹사이트의 94.2%가 생성형 AI 콘텐츠를 포함한다는 조사 결과, 콘텐츠 제작자의 80%가 워크플로우에 AI를 활용한다는 설문 결과가 이를 뒷받침한다. 오픈AI가 2026년 칸 영화제 출품을 목표로 시도하는 애니메이션 장편영화 ‘크리터즈’의 사례처럼 AI로 콘텐츠 전체를 창작하는 시도가 이어지고, 대중화된다면 AI UGC의 시장은 현재보다 더욱 방대해질 것이다.

UGC의 가치는 부각될 것

상기한 AI UGC의 성장성 외에도 UGC가 플랫폼에게 중요한 가치를 지니는 이유는, 사용자의 취향을 실시간으로 반영하는 데이터이기 때문이다. 이는 플랫폼에게 광고 매출을 위한 정보이기도 하지만, 사용자 맞춤형 서비스를 위한 필수 조건이기도 하다. 특히 AI 에이전트 시대에서 사용자의 실시간 취향 변화를 반영하지 못한다면 주도적인 에이전트를 서비스할 수 없다. 글로벌 빅테크들이 SNS 플랫폼을 내재화하는 시도를 지속하는 이유다. 메타는 인스타그램, 페이스북, 왓츠앱, 스레드로 약 35억명의 DAU를 가지고 있다. 구글은 유튜브, 구글을 통해 데이터를 수집하고 있고 xAI는 X를 활용하고 있다. 오픈AI 역시 ‘Yeet’이라는 서비스를 준비하고 있는 것으로 알려져 있다. 향후 퍼플렉시티를 포함한 AI 에이전트 플랫폼들 역시 SNS 서비스를 내재화하거나, 이들에게 데이터를 구매하는 방식을 채택할 가능성이 높다고 판단한다.

도표 38. 웹페이지 콘텐츠 AI 활용 비중



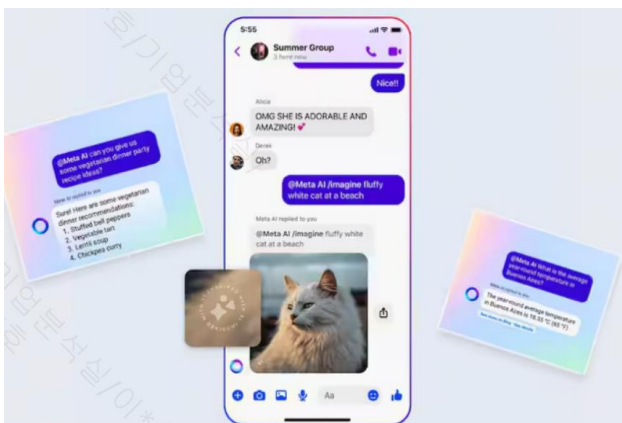
자료: ahrefs, 하나증권

도표 39. 크리터즈 with 오픈AI 소라



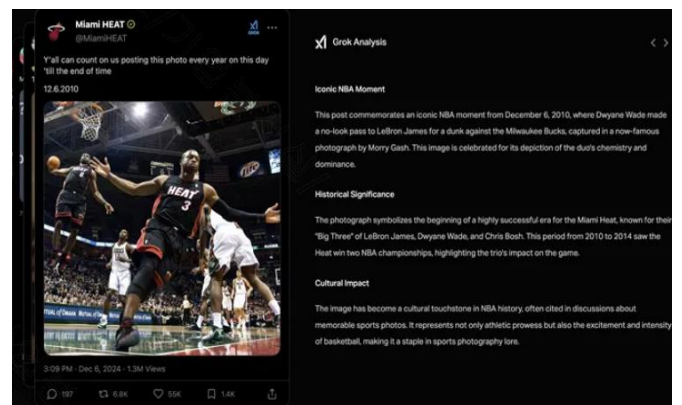
자료: OpenAI, 하나증권

도표 40. 인스타그램-MetaAI 예시



자료: Meta, 하나증권

도표 41. X-Grok 예시



자료: X, Grok, 하나증권

네이버, 국내 대표 UGC 플랫폼

국내에서는 네이버가 2000년대초 지식인, 블로그, 카페 등 서비스로 확장하여 UGC 콘텐츠를 축적해오고 있다. 검색 포털로 시작했으나 현시점에서는 검색 기능이 탑재된 UGC 플랫폼으로 보는 것이 정확하다. 2023년 말부터는 홈페이지 메인에 숏폼 서비스 ‘클립’을 전면으로 내세워 콘텐츠를 공급하고 있으며 라이브 스트리밍 서비스 ‘치지직’도 출시했다. 또한 2025년 3월 플러스스토어 별도 앱 출시와 동시에 ‘발견’탭 추가하여 커머스 숏폼을 갖췄다.

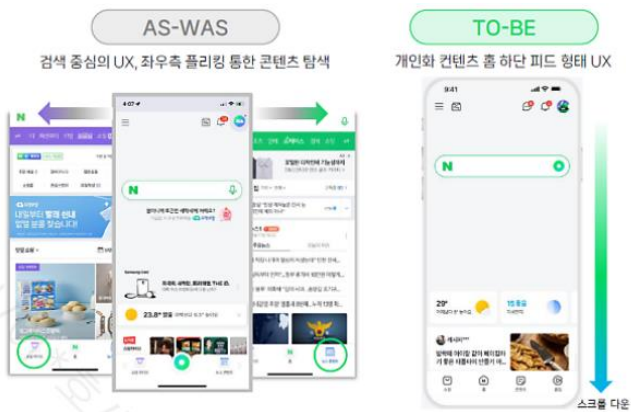
클립, 블로그 개편

그중 네이버의 ‘클립’은 홈페이지 외에도 연예·스포츠·레시퍼·MY플레이스로 확장하여 성과를 확인하고 있다. 2024년 3월 대비 2025년 6월 재생수 4.2배, 콘텐츠 생산 5배, 채널 수 3.8배 증가했다. 또한 클립 크리에이터 앱을 별도로 출시, 창작자에게 트렌드를 제공하고 콘텐츠 반응과 수익 현황 확인도 가능하도록 구성했다. 창작자들은 클립 프로필을 통해 숏폼 영상 외에도 짧은 글, 이미지 등 취향을 공유하여 팔로워들을 확보한다. 또한 블로그는 누적 게시글 33억건, 누적 블로그 3,700만개를 달성했다. 9월 10일부터는 AI 기반 개인화 추천을 강화하고 ‘블로그 홈’을 출시하여 새로운 관심사를 찾을수 있도록 한다.

콘텐츠와 구매, 예약 연결
원스톱 경험 제공

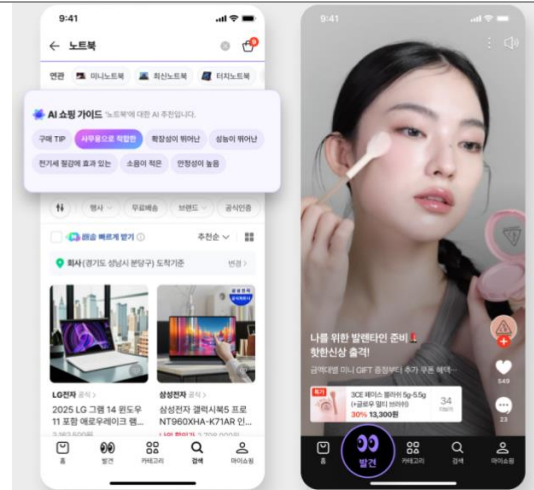
7월 출시한 쇼핑 커넥트는 클립, 치지직 등 서비스에 제품 링크를 발급, 수익 활동으로 이어질 수 있도록 한다. 쿠팡의 ‘쿠팡 파트너스’와 유사하게 링크를 통해 유입된 거래액에 대해 수익을 분배받는 프로그램이다. 네이버 내의 콘텐츠와 스마트스토어, 플레이스로 연결시켜 구매, 예약까지 할 수 있도록 하여 사용자는 원스톱 경험을 누리고, 창작자는 수익을 창출하는 생태계 시너지를 도모한다.

도표 42. 네이버 홈페이지 개편



자료: NAVER, 하나증권

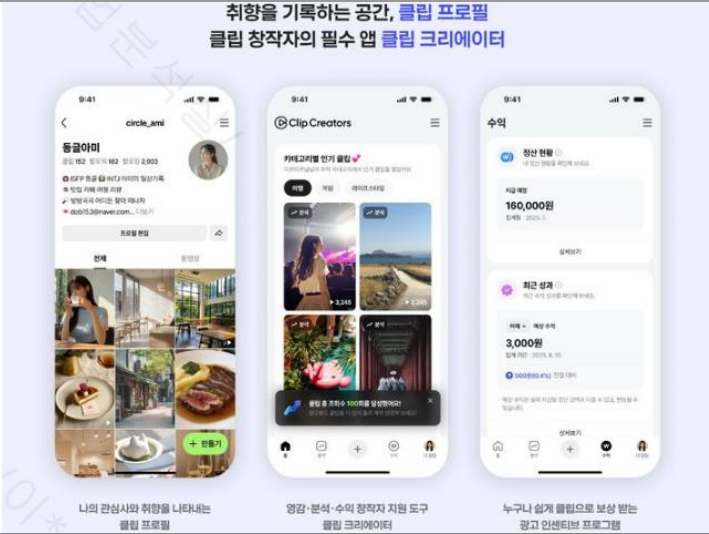
도표 43. 네이버 플러스스토어 발견



자료: NAVER, 하나증권

도표 44. 네이버 클립 크리에이터 앱

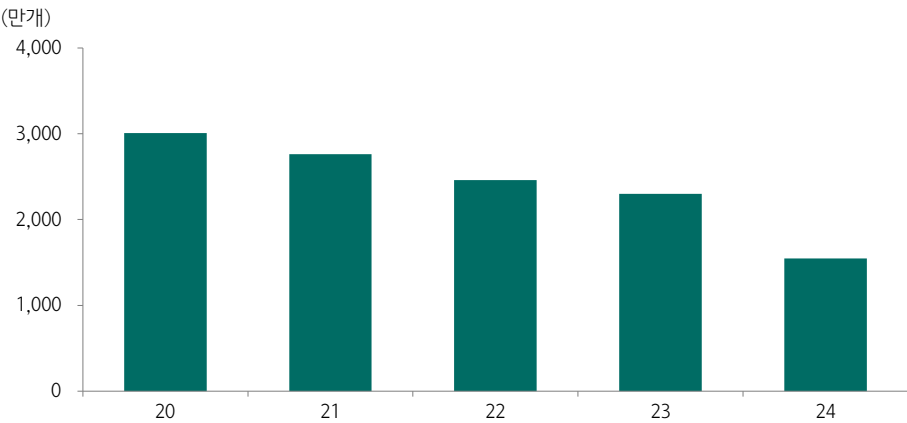
크리에이터 앱 출시



자료: Naver, 하나증권

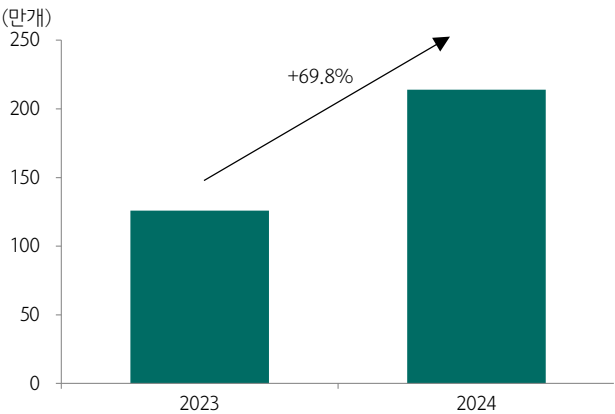
도표 45. 네이버 지식인 게시물 추이

게시글 개수는 감소 추세.
다만 답변 수는 2024년 급증



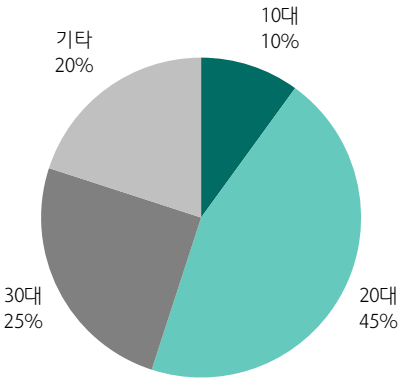
자료: 하나증권

도표 46. 블로그 신설 수



자료: 네이버, 하나증권

도표 47. 블로그 포토덱프 챌린지 참여자 연령대



자료: 네이버, 하나증권

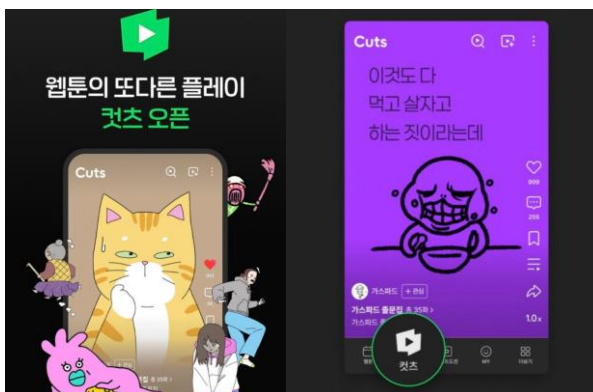
9월 컷츠 도입

네이버는 기존에 없던 UGC 서비스도 출시하는 중이다. 네이버웹툰은 9월부터 숏폼 애니메이션 서비스 ‘컷츠’ 도입했다. ‘컷츠’는 짧은 길이의 애니메이션을 창작 및 공유하는 플랫폼이다. 웹툰 줄거리 요약, 웹툰 기반 콘텐츠 등 2분 이내 애니메이션을 사용자 모두가 업로드하고 감상할 수 있다. 기존 웹툰 작가들도 오리지널 콘텐츠 공급하여 생태계 활성 촉진할 예정이다. 현재 일상 숏폼은 북미 플랫폼이, 숏폼 드라마는 중국이 강세를 띄고 있는 상황에서 숏폼 애니메이션의 메인 플레이어가 부재하기에 시장을 개척하는 것이 목표다. 과거 2006년부터 ‘도전만화’를 통해 국내 웹툰 시장을 개화한 경험을 바탕으로 애니메이션 영역까지 ‘컷츠’로 확장하겠다는 계획이다. 국내에서는 웹툰, 글로벌에서는 버티컬 코믹스라고 불리는 해당 영역에서 가장 긴 시간 서비스해오며 IP를 보유하고 있기에 가능한 도전이다. 최근 웹툰 엔터테인먼트가 디즈니, 마블 등과 협업을 진행했듯 글로벌 만화 IP와 공격적으로 협업 진행한다면 글로벌 서비스로도 나아갈 수 있다고 판단한다. 향후 AI UGC로 확장 가능성도 높다.

11월 싱스북 출시 예정

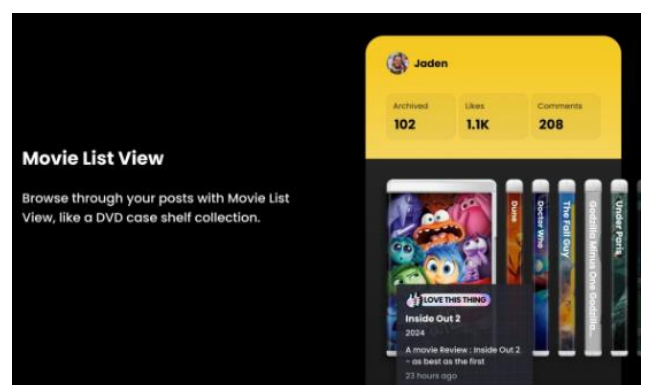
11월에는 글로벌 UGC 플랫폼 ‘싱스북’을 오픈 베타로 출시 예정이다. 미국과 캐나다 등 북미 시장을 목표로 하는 SNS이며 책, 영화, 음식, 패션 등 주제에 대해 콘텐츠를 공유하는 방식이다. 현재 공개되어 있는 크리에이터 모집 공고를 통해 북미 Z세대를 타겟하는 것으로 파악된다. 과거 네이버 밴드의 사례처럼 국내에서 검증된 서비스를 해외로 확장하는 방식이 아닌, 서비스 초기부터 글로벌 서비스를 기획 및 개발한다는 점에서 이전과 차이가 있다. 이미 대부분의 국내 사용자들은 네이버 UGC 생태계로 확보하고 있기에 글로벌 사용자를 공략하는 것으로 해석하며, 트래픽 확보에 성공할 경우 국내 플랫폼의 한계에 대한 비판론을 단숨에 해소할 수 있을 것이라 전망한다.

도표 48. 네이버 컷츠 인터페이스



자료: NAVER, 하나증권

도표 49. 네이버 싱스북(11월 출시 예정)



자료: NAVER, 하나증권

카카오톡 전면 개편 예정

카카오는 연내 지면 개편을 통해 UGC 플랫폼으로 도약하고자 한다. 카카오의 약점이었던 비목적성 트래픽의 확보를 통해 체류 시간과 광고 매출을 모두 확보하기 위함이다. 현재 공개된 방안에서는 카카오톡의 첫 번째 탭을 소셜 SNS 피드형으로, 세 번째 탭을 숏폼 콘텐츠 피드로 개편할 예정이다. 글로벌 SNS 트렌드에는 부합하는 변화이며 오픈시 협업 AI 에이전트 출시와 맞물려 두 서비스 모두 성과를 낸다면 높아진 체류 시간을 바탕으로 더 많은 광고 지면에서 매출을 발생시킬 수 있다.

다만 앱 서비스의 성격 자체가 바뀔 것으로 인한 기존 목적성 트래픽의 감소 우려가 있다. 카카오톡의 대상은 대한민국 전 국민이며 중위연령은 46.7세다. 글로벌 SNS들의 34세 이하 유저 비중은 인스타그램 64.6%, 페이스북 53.0%, 스냅챗 80.2%다. 국내에서도 피드형 SNS의 주요 사용자는 10~20대다. 2023년 출시한 스토리 기능 ‘핑’이 첫 번째 페이지에서 유의미한 트래픽을 확보하지 못한 경험이 있기에 기존 유저에 맞춘 차별화 포인트가 필요하다. 9월 23일 이프카카오에서 상세한 내용 발표 계획되어 있으며 11월 초까지 순차적으로 업데이트를 목표로 한다.

헬릭스 숏츠 출시

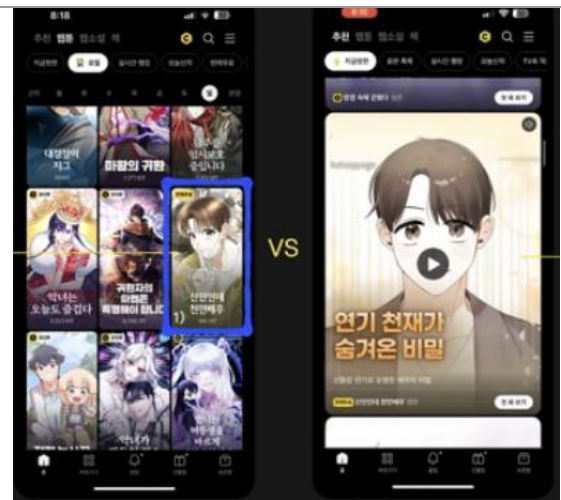
지난 4월 카카오엔터테인먼트는 시를 활용하여 웹툰, 웹소설을 60초 안팎의 숏폼 영상으로 요약하는 ‘헬릭스 숏츠’를 출시했다. 이를 통해 작품의 열람 및 구매 비율이 약 40% 증가하며 효과는 확인했다. 카카오는 상대적으로 UGC 콘텐츠가 부족하기 때문에 서비스 전반에 도입하기 위한 개편 계획하고 있다. 해당 서비스들이 활성화된다면 체류 시간 증가 도모 가능하다.

도표 50. 카카오톡 지면 개편 가상이미지



자료: 조선일보, 하나증권

도표 51. 헬릭스 숏츠



자료: 카카오, 하나증권

4) 스마트 글래스, AI UGC 가속화

스마트 글래스,
AI UGC와 상호 보완

스마트 글래스는 AI UGC 생태계를 가속화할 수 있는 장치다. 과거 스마트 글래스에 대한 개발은 이뤄졌으나 대중화에는 실패했다. 그때와 지금은 다르다. 메타의 CEO 마크 저커버그는 스마트 글래스를 착용하지 않으면 인지적 불이익을 얻을 수 있음을 설명하며 스마트 글래스의 미래에 대한 자신감을 표출했다. 생성형 AI가 스마트 글래스의 마지막 트리거로 기대 받고 있다.

패권을 잡는다면 새로운 콘텐츠,
광고 기회

스마트 글래스는 현실 위에 멀티 레이어를 덧씌워 새로운 현실로 이어질 수 있는, 메타버스를 실체화하는 매개체로 작동할 수 있다. 글래스를 착용한 사용자들만 볼 수 있는 콘텐츠를 배치하고 공유하는 경험은 스마트폰이 제공한 2D 디스플레이와는 차별화된 경험이 될 것이다. 또한 스마트 글래스 보급화 시 필요에 따라 스마트폰을 통해 플랫폼에 접속하는 현재 방식과 달리 상시 플랫폼과 사용자를 연결시킬 수 있기 때문에 체류 시간의 확보 측면에서도 유리하다. 패권을 잡는 기업들은 디바이스 판매 매출 외에 콘텐츠, 광고에서 더 큰 기회를 가질 수 있을 것이며 메타가 현재 가장 선두에 있다.

메타가 선두. 애플, 구글, 아마존
출시 예정

메타는 연내 내장형 디스플레이를 탑재한 고급형 모델 하이퍼노바를 출시할 예정이다. 2027년을 목표로 AR/XR 스마트 글래스 Orion AR 글래스도 개발 중이다. 알파벳과 애플도 개발을 재개했다. 애플은 2026년 말 출시를 계획하고 있다. 아마존도 코드명 제이호크라는 이름으로 AR 글래스를 개발 중이다. 풀컬러 디스플레이 탑재 예정이며 출시 시점은 2026년 말, 2027년 초 예상된다.

도표 52. 메타 X 레이밴



자료: Meta, 하나증권

도표 53. 구글 Android XR 예시



자료: Google, 하나증권

3. 게임: UGC 플랫폼으로 진화

1) 팬데믹 기저 소화 중, 다만 분명히 성장

게임 산업은 분명히 성장

2021년 이후 글로벌 게임 산업의 성장은 둔화되었다. 팬데믹 시기의 압축 성장은 투자 확대 로 이어졌고, 이후 산업 전반의 매출 하향 평준화가 이뤄진 현재 되려 부담으로 작용하고 있다. 글로벌 게임 시장 규모는 2021년 전년 대비 14% 성장했으나 이후 정체되었다. 단기 적으로 본다면 산업 전반의 매출이 하향 평준화된 것처럼 보이지만, 이는 팬데믹 특수를 소 화하는 과정일 뿐 게임의 장기 성장 추세는 유효하다고 판단한다.

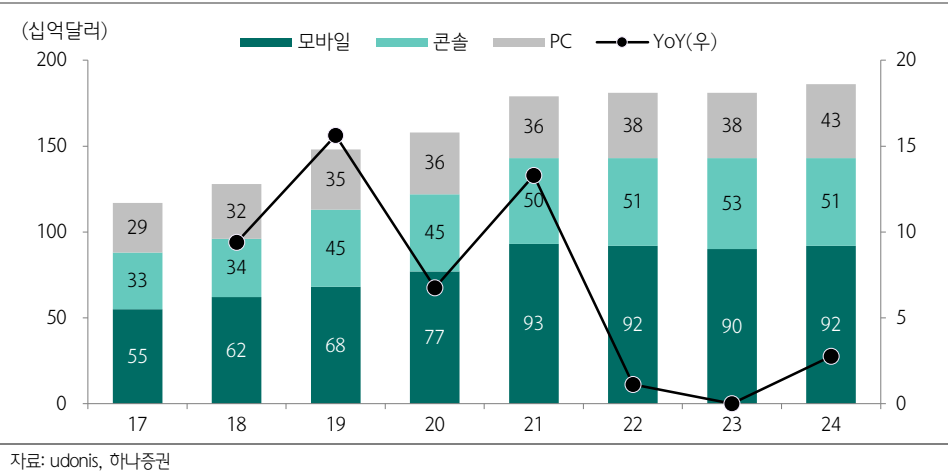
시계열을 장기로 확대해 본다면 게임은 여전히 성장하는 산업임을 알 수 있다. 글로벌 게이 머 수는 2015년 20억명에서 2024년 33억명으로 증가했고, 매출 규모도 2017년 1,170억달 러다려에서 2024년 1,860억달러로 커졌다. 게이머 수, 신작 수, 플레이타임 등 대부분의 핵 심 지표가 꾸준한 우상향 곡선을 그리고 있다. 팬데믹 시기 이용자들이 게임으로 급격히 쓸 린 것은 사실이지만, 그 선택은 장기적인 습관으로 자리 잡았다. 게임은 단순히 오락을 넘 어 커뮤니티, 창작 활동까지 포괄하는 콘텐츠로 확장하고 있다.

여전히 여가 시간을 확보할
가능성이 높은 후보

사람들은 팬데믹 당시 이동 시간이 줄고, 대면 활동이 제한되었을 때 콘텐츠를 택했다. 넷 플릭스, 유튜브와 같은 스트리밍 콘텐츠뿐만 아니라 게임도 많은 시간을 확보했다. 게임은 상호작용성 덕분에 시청형 콘텐츠보다 더 높은 몰입과 체류 시간을 이끌어내며 이용자 참 여를 바탕으로 네트워크 효과를 창출할 수 있다. 최근 숏폼 영상이 플랫폼 성장을 이끌었듯 장기적으로 UGC, 메타버스 등 게임의 확장성이 여가 시간을 확보할 가능성이 크다. 현재 둔화는 팬데믹 기저를 소화하는 일시적 조정이며, 게임은 여전히 여가 시간에서 채택 가능 성이 높은 주력 콘텐츠 산업이라고 판단한다.

도표 54. 글로벌 게임 시장 규모

2021년 고성장 이후 정체



2) 메인 게임의 지배력 강화

스테디셀러의 지배력 강화.

크로스 플랫폼은 필수

현재 게임 시장은 '스테디셀러'로 잡은 게임들이 장수하며 대부분의 성장을 이끌고 있다. PC/콘솔/모바일 플랫폼에 관계없다. 크로스 플랫폼은 더 이상 특별한 전략이 아닌 필수다. 모바일 게임 사용자가 PC/콘솔 사용자의 합을 상회하는 현 시점에서 게임사가 택할 수 있는 가장 경제적인 방법이다. 경쟁적인 게임 시장에서 같은 에셋으로 최대 TAM(Total Addressable Market)을 타겟할 수 있는 방법을 마다할 게임사는 없다.

로블록스 사례

크로스 플랫폼으로 대표적인 게임은 [로블록스]다. [로블록스]는 PC/콘솔/모바일 크로스 플랫폼을 제공한다. 글로벌 모든 게이머가 환경에 관계없이 콘텐츠를 소비할 수 있다. [원신], [명조]와 같은 오픈월드 서브컬처 게임도 마찬가지다. PC/모바일에 그치지 않고 콘솔까지 확대하여 다수의 게이머들에게 도달하기 위해 노력한다.

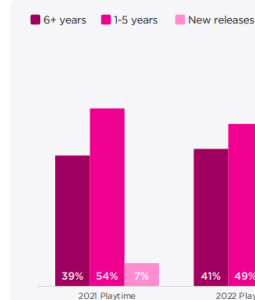
구작의 선전 지속

플레이 타임 기준 출시 6년이 지난 구작이 차지하는 비중은 2024년 57%로 전년 대비 2%p 증가했다. 2024년 총 게임 플레이 타임 중 신규 게임에 소비된 시간은 12%에 불과하다. [포트나이트], [로블록스], [카운터스트라이크2], [리그오브레전드], [마인크래프트]와 같은 타이틀의 존재감이 지속 확대되고 있는 영향이다.

도표 55. 글로벌 게임 플레이 타임 비중

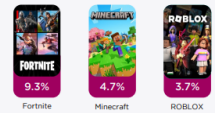
6년 이상 구작이 차지하는
비중 57%(+2%pYoY)

% of yearly total hours by age of title
January 2021 - December 2024

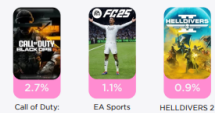


6+ years

Fortnite remains the most played game with 9.3% of total playtime in 2024 (vs. 9.1% in 2023)



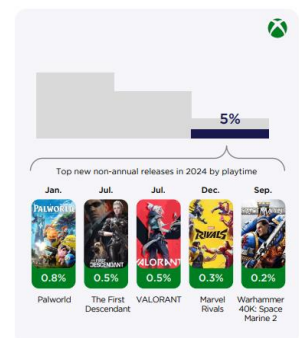
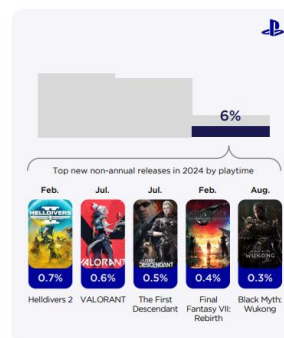
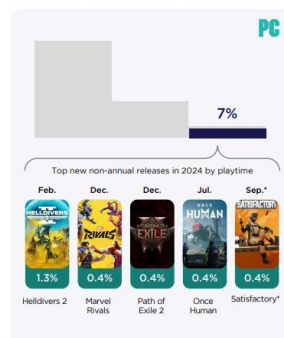
New Releases



자료: Newzoo, 하나증권

도표 56. 신규 타이틀 내 프랜차이즈 IP 제외 타이틀 비중

% of yearly total hours by age of title
January 2024 - December 2024



자료: Newzoo, 하나증권

매출 역시 구작이 압도적

매출 역시 유사한 흐름을 보인다. 2024년 프랜차이즈 IP 제외 신규 게임의 매출 비중은 PC가 22%, PS 15%, XBOX 8%로 PC가 가장 높다. PC 시장이 신규 게임 출시 침투에 우호적임을 알 수 있는 반면, 70% 이상의 매출은 구작에서 나오기에 녹록지 않음을 재확인할 수 있다.

도표 57. 신규 타이틀 내 프랜차이즈 타이틀 비중

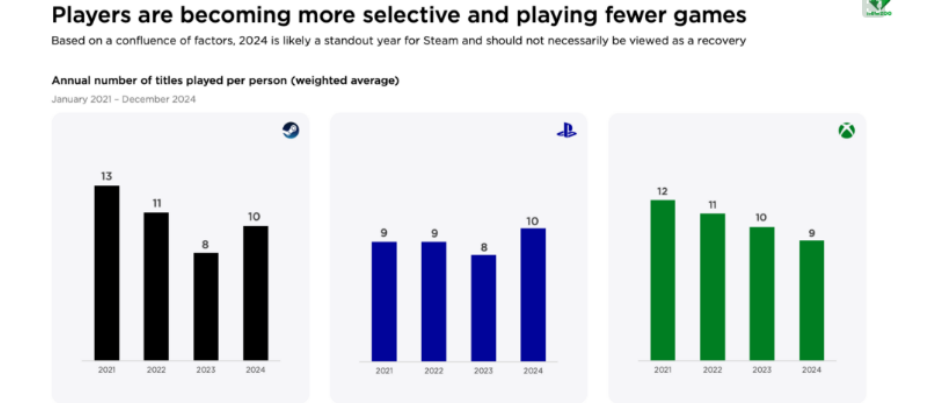


자료: Newzoo, 하나증권

신규 게임 플레이 수도 감소

PC, XBOX는 매년 유저들이 플레이하는 게임 수도 2021년 대비 감소하는 추세다. 2026년 5월 출시 예정인 GTA 6와 같은 메가 IP에 유저들의 플레이 타임이 집중될 가능성이 높다. GTA 6의 출시가 PC/콘솔 게임 출시를 앞둔 개발사에 위험 요소로 작용할 수 있다.

도표 58. 게임 플레이어의 게임 수 감소



자료: Newzoo, 하나증권

3) UGC 게임의 무한한 가능성

UGC의 선순환으로 수명 연장

UGC(User Generated Contents)는 라이브 서비스 게임의 꽃이다. UGC 생태계가 자리 잡는 순간부터 게임은 플랫폼으로 진화한다. 게이머들은 다른 게임을 할 필요가 없다. 기존에 플레이하던 게임에 원하는 콘텐츠가 항상 등장하기 때문이다. 플랫폼적인 성격을 갖춘다면 게이머들은 떠나지 않는다. 오히려 대규모 업데이트로 신규 유저들이 들어온다. 게이머들이 모이면 콘텐츠 볼륨은 더 빠르게 증가한다. UGC 콘텐츠 창작이 많은 트래픽을 몰고 오고, 또 더 많은 콘텐츠가 창작되는, 이러한 선순환이 게임의 수명을 연장시킨다.

로블록스 사례

[로블록스], [포트나이트]의 성공은 UGC의 무궁무진한 잠재력을 보여준다. [로블록스]는 8월 23일 최고 동시 접속자 4,257만명을 기록하며 최고치를 갱신했다. 올해 4월까지 최고 동시 접속자가 1,100만명 이하 수준이었음을 감안하면 반년 만에 3.5배 이상 성장을 이뤘다. 최대 PC 게임 플랫폼으로 알려진 스팀의 최고 동시 접속자가 1,100만명을 고려하면 엄청난 수치다. 이는 올해 4월 출시한 [그로우 어 가든]과 5월 출시한 [스틸 어 브레인랏]의 ADMIN WAR 이벤트의 영향이다. 해당 게임들이 각각 2,000만명 이상의 동시 접속자를 기록하며 역사적인 수치를 달성했다. [그로우 어 가든]의 최초 버전은 10대 중반의 청소년이 1인 개발로 3일 만에 제작한 프로젝트다. 이후 로블록스 스튜디오 전문 개발자 Jandel Madsen과 Splitting Point Studios가 협력하여 탄생했다. [그로우 어 가든]의 성공으로 [로블록스]의 체급은 완전히 달라졌고, 트래픽이 파생되며 제 2, 3의 [그로우 어 가든]이 나타나고 있다.

도표 59. 그로우 어 가든 X 스틸 어 브레인랏 (1)



자료: ROBLOX, 하나증권

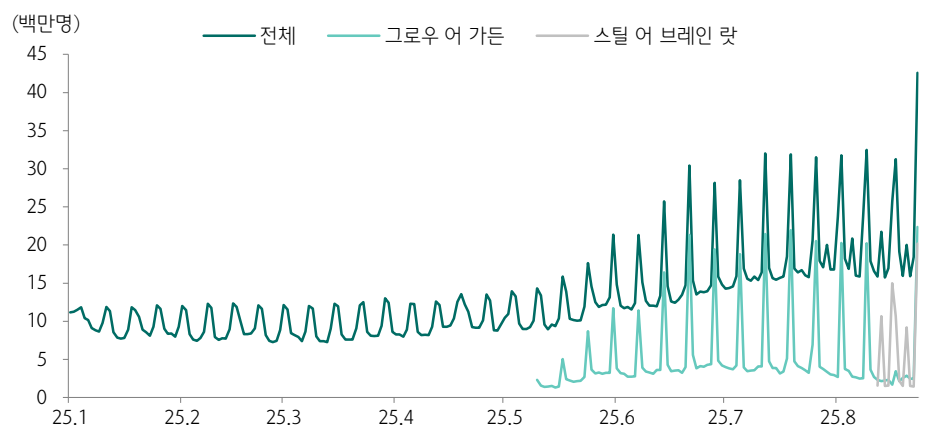
도표 60. 그로우 어 가든 X 스틸 어 브레인랏 (2)



자료: ROBLOX, 하나증권

도표 61. 로블록스, 주요 게임 최고 동시 접속자 추이

8/23 4,257만명 달성



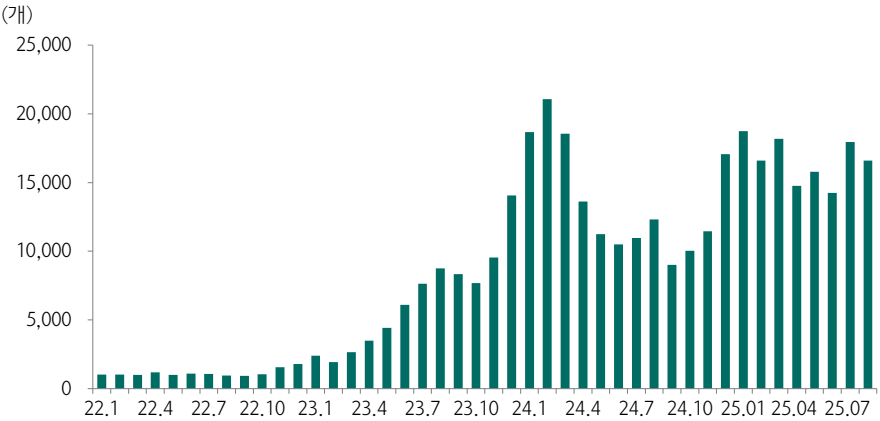
자료: romonitorstats, 하나증권

포트나이트 사례

[포트나이트]는 배틀 로얄 모드로 흔히 알려져 있으나 현재 10개의 핵심 모드로 구성되어 있다. 이외에도 유저들은 크리에이티브 모드 등을 통해 기존 모드를 변경시키거나 새로운 모드를 제작할 수 있다. 2023년 UGC 전문 에디터 UEFN(Unreal Editor for Fortnite)를 출시, 언리얼 엔진 5 기능 활용한 개발 도구를 제공했다. 그 결과 2024년부터 UGC 콘텐츠의 양은 가파르게 증가, 매달 10,000개 이상이 출시되는 중이다. 현재 누적 40만개에 가까운 맵이 출시되었다. 현재 에픽게임즈와 UGC 모드의 참여율은 1:1이다. 유저들이 본인들의 니즈에 맞게 게임을 구성해가기에 사실상 수명이 없이 트래픽을 유지해가는 모습이다.

도표 62. 포트나이트 맵 출시 개수

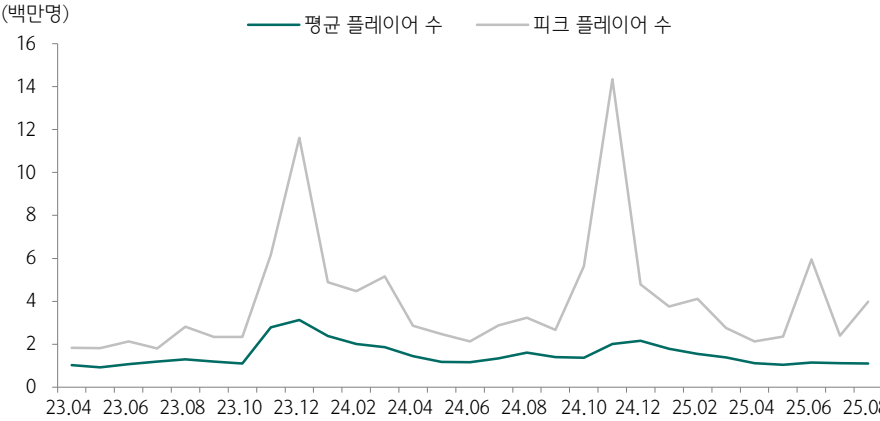
매월 10,000개 이상 출시



자료: fortnitegg, 하나증권

도표 63. 포트나이트 트래픽 추이

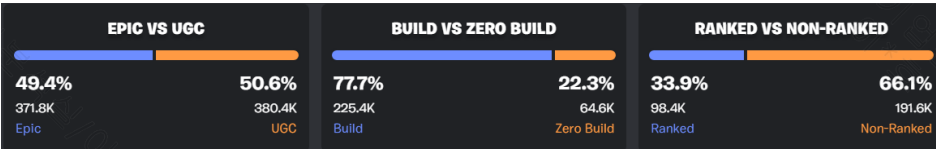
평균 플레이어
110만명 이상 유지



자료: fortnitegg, 하나증권

도표 64. 포트나이트 콘텐츠 비중 추이

EPIC: UGC, 1:1



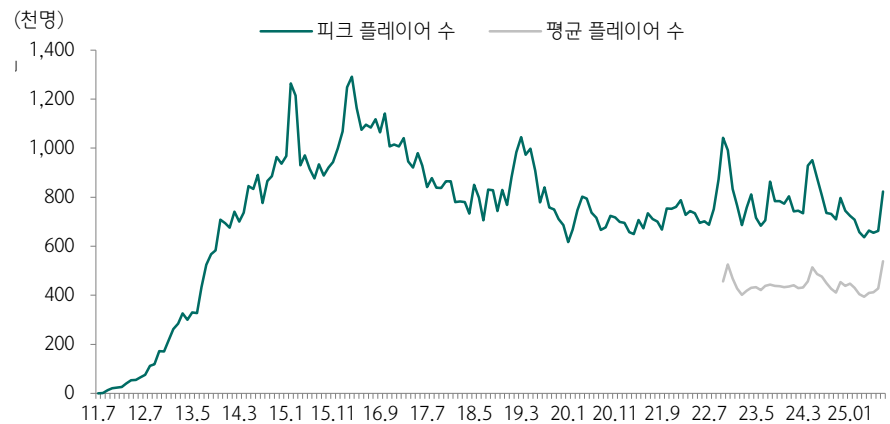
자료: fortnitegg, 하나증권

UGC의 장점은 명확.
성공 시 장르화까지 가능

UGC의 장점은 너무나 명확하다. 1) 이미 확보한 트래픽에 신작을 출시하는 효과를 얻을 수 있고 2) 점점 높아지는 게이머들의 니즈를 자체적으로 충족시킬 수 있도록 한다. 상기한 게임 외에도 UGC를 통해 콘텐츠 볼륨을 키우고 수명을 연장시킨 사례는 넘친다. 성공적인 UGC가 실제 장르화된 사례도 존재한다. [도타2]의 커스텀 유즈맵으로 처음 등장한 오토체스다. 2019년, 체스판과 같은 스틱판에 한정된 자원으로 캐릭터를 구매하여 다른 플레이어와 경쟁하는 해당 게임은 [도타2] 내에서 엄청난 인기를 끌었다. 이는 이후 흔히 롤토체스라고 불리는 라이엇게임즈의 [TFT(Teamfight Tactics)]의 출시로 이어졌다. [TFT]는 오토체스에 [리그 오브 레전드] 캐릭터를 접목하여 출시되어 현재 [리그 오브 레전드]를 뛰어넘는 트래픽, 매출을 기록하고 있다. 호요버스로 해당 장르에 서브컬처를 접목한 신작 [붕괴: 넥서스 아카데미]를 개발 중이다.

도표 65. 도타2 트래픽 추이

19년 1월 오토체스 출시



자료: steamdb, 하나증권

도표 66. 도타2 오토체스 커스텀 맵



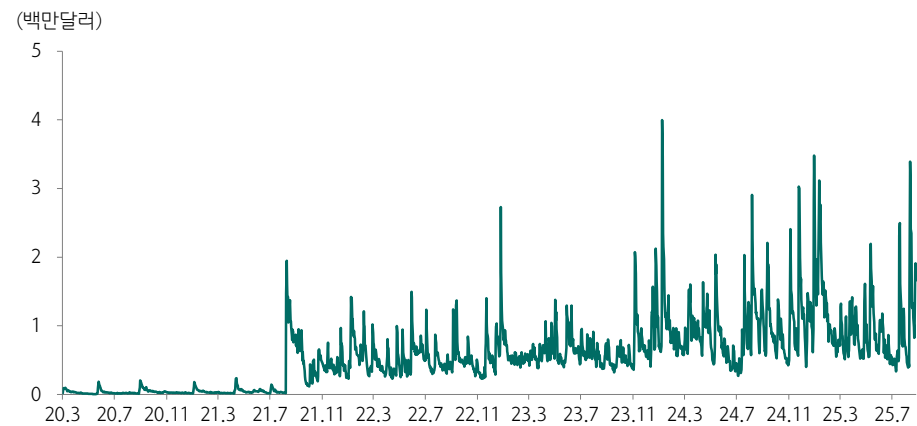
자료: DOTA2, 하나증권

도표 67. 롤토체스(TFT)



자료: TFT, 하나증권

도표 68. 롤토체스(TFT) 매출 추이



자료: Sensortower, 하나증권

도표 69. 붕괴: 넥서스 아카데미 (1)



자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 70. 붕괴: 넥서스 아카데미 (2)



자료: Hoyoverse, 하나증권

크래프톤 사례

앞서 설명한 [포트나이트] 외에도 게임사들은 UGC를 활성화시키기 위해 크리에이티브 모드를 탑재 중이다. 크래프톤은 2023년 [PUBG Mobile]에 크래프트 그라운드, WoW(World of Wonder) 모드를 도입했다. 최근 텐센트의 실적 발표에서 WoW 모드 참여율이 높아지고 있음을 확인, 실제 성과로도 이어지고 있다. 또한 올해 7월 [배틀그라운드] PC에도 UGC 알파 모드를 출시했다. 모바일에서의 성공을 PC로 이식한다는 계획이다. 2026년 PAYDAY 모드 출시로 배틀 로얄 외 게임을 서비스하고, UGC 모드를 본격적으로 업데이트하여 유저들에게 다양한 경험을 제공할 예정이다.

원신에도 UGC 탑재.
성공 시 오픈월드 서브컬처 게임의
트렌드가 될 것

호요버스는 2020년 출시한 [원신]에 UGC 모드를 탑재할 계획을 밝혔다. 기존에도 주전자, 신공귀부와 같은 콘텐츠가 있었으나 UGC 에디터로 훨씬 더 높은 자유도를 제공할 예정이다. 에디터로 서바이벌 챌린지, 경영 시뮬레이션, 어드벤처 스테이지, 파티 게임 등 콘텐츠 제작이 가능하다. 오픈월드 서브컬처 장르를 선도하는 [원신]의 UGC 탑재 선언은 향후 서브컬처 게임들도 따라갈 수밖에 없는 흐름으로 작용할 가능성이 높다.

도표 71. 배틀그라운드 UGC 설명



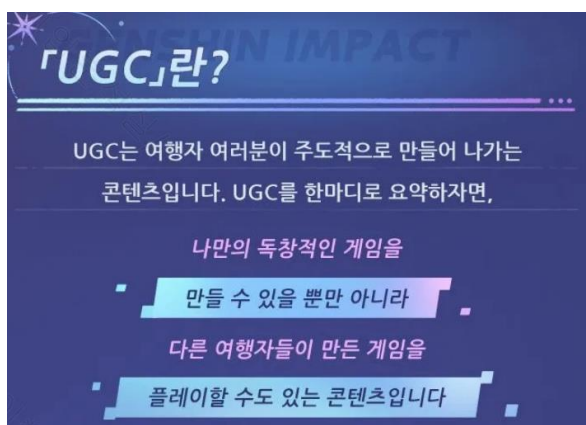
자료: PUBG, 하나증권

도표 72. 배틀그라운드 UGC 예시(부가티레이싱)



자료: 유튜브 채널 '유키', 하나증권

도표 73. 원신 개발자노트 UGC 설명



자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 74. 원신 에디터 예시



자료: Hoyoverse, 하나증권

생성형 AI는 UGC 게임의 기폭제

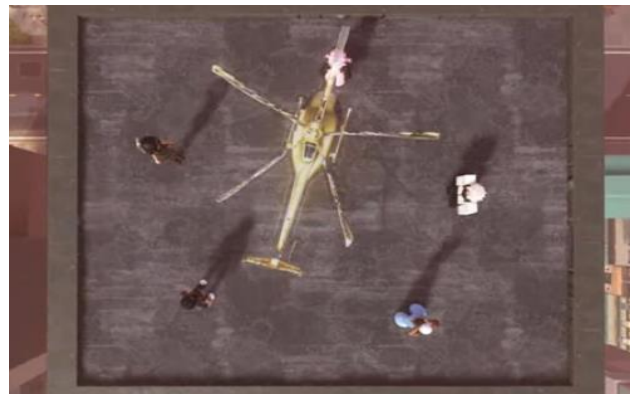
이렇듯 성장이 둔화된 게임산업에서 UGC 게임은 두각을 나타내고 있으며, 생성형 AI의 본격화로 앞으로 더욱 비중이 커질 전망이다. 제작의 허들이 낮아지면서 게이머들은 기존보다 고도화된 방식으로 게임 내에 원하는 콘텐츠를 구현할 수 있다. 로블록스는 2023년 로블록스 어시스턴트라는 생성형 AI 도구 무료로 출시했다. 자연어를 챗봇 형태로 입력하여 캐릭터, 맵을 구성할 수 있는 기능이다. 3월 얼리엑세스로 출시한 크래프톤의 인조이 역시 AI를 활용한 커스텀 기능이 탑재되어 있다. 자연어로 입력한 패턴을 모든 의상에 적용할 수 있다. 의상뿐 아니라 건축에도 적용 가능하여 개발 도구가 낮은 게이머라도 모두 창작 활동에 참여가 가능하다. 기존 UGC 생태계가 일부 소수의 '금손' 창작자와 다수의 소비자로 구성되었다면, AI UGC 생태계는 다수의 창작자, 다수의 소비자로 확장하여 보다 다채로워질 것으로 예상된다

도표 75. 로블록스 큐브 예시 (1) - 프롬프트 입력



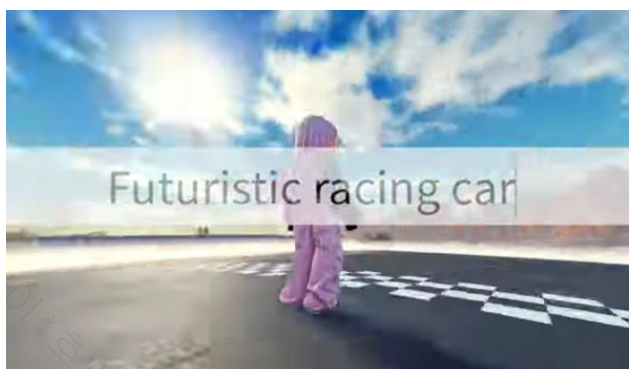
자료: ROBLOX, 하나증권

도표 76. 로블록스 큐브 예시 (1) - 생성



자료: ROBLOX, 하나증권

도표 77. 로블록스 큐브 예시 (2) - 프롬프트 입력



자료: ROBLOX, 하나증권

도표 78. 로블록스 큐브 예시 (2) - 생성



자료: ROBLOX, 하나증권

4) UGC 커뮤니티 중요성 대두

UGC 게임, 커뮤니티의 중요성

UGC 게임 시대에는 플레이어 커뮤니티가 성공의 핵심 요소로 작용한다. UGC 게임은 플랫폼으로 진화하는 것을 의미하며, 다수의 유저가 콘텐츠를 바탕으로 네트워크 효과를 발생시켜야 성공에 가까워진다. 플랫폼으로 자리 잡게 된다면 커뮤니티가 제대로 작동하는 한 충성도 높은 유저를 바탕으로 지속적인 수명 연장이 가능하다.

커뮤니티의 역할은 네 가지로 요약할 수 있다. 1) 콘텐츠 확장, 2) 소속감 확보, 3) 개발자와 커뮤니케이션, 4) 경제적 가치 창출 활동이다. 유저들은 본인이 제작한 콘텐츠를 커뮤니티에 공유하고 서로 피드백하며 콘텐츠의 완성도를 높인다. 이러한 1차 창작물은 또 다른 유저에 의해 2차, 3차 창작으로 이어져 오리지널보다 더 풍성한 파생 콘텐츠 생태계를 형성한다. 유저는 자신이 속한 게임, 커뮤니티 내에서 창작물과 정체성을 공유하며 로열티를 가지게 된다. 또한 커뮤니티 내에서 개발자와 소통하여 크리에이티브 톨 개선, 게임 최적화, 신규 모드 제안 등을 통해 게임 완성도를 끌어올린다. 최종적으로는 UGC 제작으로 수익을 쉼어 받는 구조를 조성, 창작 활동을 단순 취미가 아닌 경제 활동으로 전환시켜 창작 동기를 강화한다.

기업별 사례를 보면, 넥슨은 [메이플스토리] 유저 커뮤니티와 크리에이터 리그 같은 프로그램을 통해 유저가 직접 참여하는 퀘스트, 밸런스 토론 등을 운영하여 생태계 설계에 유저가 참여하도록 만들었다.

에픽게임즈는 [포트나이트] 크리에이터 포털을 운영하여 크리에이터들이 자신들의 섬, 게임 모드, 콘텐츠를 제작 및 관리하고 공개할 수 있도록 지원하는 서비스를 운영한다. 또한 에픽 게임즈 포럼으로 버그 리포트, 게임 건의를 받고 그 외에도 디스코드, 레딧을 활용하여 유저들과 긴밀하게 소통하고 있다.

크래프톤은 [PUBG], [인조이] 등 게임 운영에 디스코드를 적극 활용하고 활성화시키고 있다. 또한 3월 크래프톤 크리에이터 네트워크(KCN)을 출범, 크리에이터의 홍보가 실제 유저의 구매로 이어졌을 때 크래프톤 순수익의 일정 부분을 쉼어하고 시작했다. 건강한 크리에이터 생태계를 조성하여, 이들에게서 파생되는 커뮤니티 형성에 투자한 것이다.

로블록스 사례. 숏폼 플랫폼까지 출시

로블록스는 애초에 샌드박스 플랫폼으로 커뮤니티가 활성화되어 있다. 크리에이터와의 수익 분배 역시 확실하다. 로블록스에 따르면 상위 1,000위 크리에이터의 평균 수입은 100만달러(약 14억원), 10,000위 크리에이터의 평균 수입은 11만달러(약 1.5억원)이다. 이번 제 11회 개발자 회의(Roblox Developers Conference, RDC)에서는 숏폼 영상 기반 기능인 '로블록스 모먼트'를 공개했다. 유저들이 플랫폼 내에서 게임 플레이 영상을 제작 및 공유할 수 있도록 하여 더욱 더 견고한 생태계를 구성하려는 시도다. 게임에서 파생되는 시청 트래픽까지 유튜브나 릴스로 빠져나가지 않도록 한다면 현재의 높은 트래픽 성장세를 뛰어 넘을 수 있다.

3) 인게임 광고 시장의 잠재력

UGC를 보유한 게임은 차별화된
인게임 광고 가능

인게임 광고는 2029년까지 매년 +10.2% 성장하며 인앱 결제의 성장률을 상회할 전망이다. 대표적인 인게임 광고로는 1) 보상형 비디오 광고, 2) 디스플레이 배너, 3) 오퍼월 등이 있다. 광고 BM은 게이머에게 큰 비용을 전가시키지 않아 게이머들의 가격 저항을 우회하는 방법이다. 또한 OTT 플랫폼인 넷플릭스, 유튜브와 마찬가지로 광고를 노출하지 않도록 하는 유료 상품 판매를 통해 안정적인 수익 창출이 가능하다는 장점이 있다. 게임사는 사용자의 경험을 해치지 않는 선에서 적절한 광고 배치한다면 이익을 극대화할 수 있다. **UGC 보유 게임들은 기존 인게임 광고 방식과 달리 브랜드에 맞는 콘텐츠를 접목하여 차별화된 광고로 새로운 시장을 형성하고 있다.**

로블록스 보상형 광고 도입

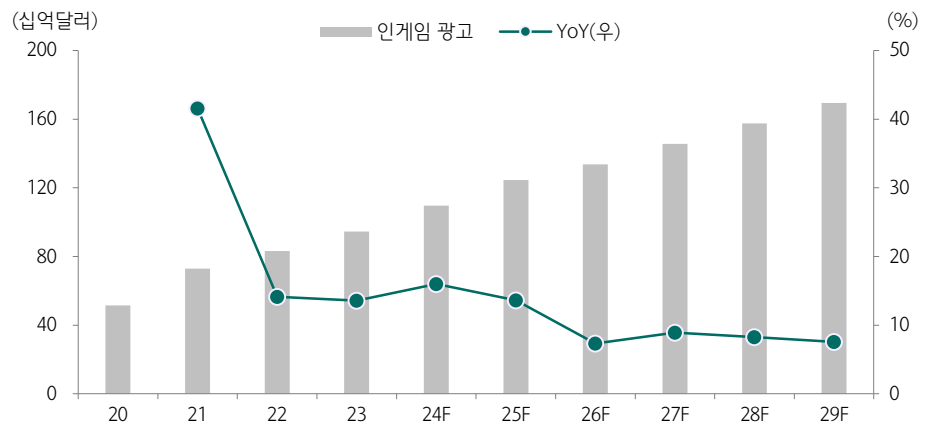
[로블록스]는 4월 구글과의 보상형 광고 파트너십을 발표했다. 크리에이터는 최대 30초 길이의 전체 화면 비디오를 게임에 배치할 수 있다. 이를 통해 유저는 게임 내에서 혜택을 받고, 크리에이터는 광고 수익을 공유 받는다. 이외에도 이미 게임 내 광고를 배치할 수 있도록 하여 인게임 광고를 활성화시키고 있다.

포트나이트, 100개 이상
브랜드와 파트너십

[포트나이트]는 출시 이후 다양한 기업들과 파트너십을 진행하고 있다. 발렌시아가, 맥도날드, 나이키, 삼성 갤럭시, 코카콜라, 랄프로렌 등 100개가 넘는 브랜드가 아이템, 디스플레이를 활용한 광고를 진행했다. 포트나이트는 단순히 광고 배치뿐 아니라 브랜드에 맞는 콘텐츠를 제공하여 사용자의 관심을 끌고 경험을 제공하여 트래픽, 이익을 높여가고 있다.

도표 79. 글로벌 인게임 광고 시장 추이

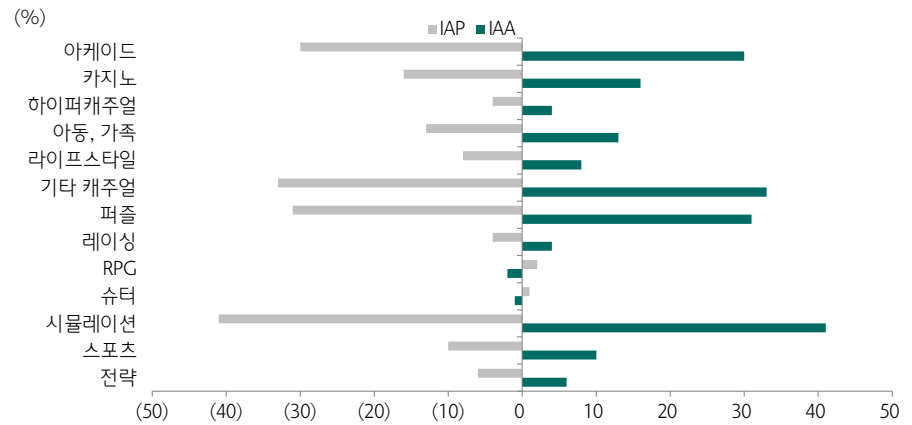
인게임 광고 시장 성장률이
인앱 결제 시장 성장률 상회



자료: KOCCA, 하나증권

도표 80. 인앱 결제(IAP), 인게임 광고(IAA) 장르별 매출 변화

RPG, 슈터 장르는 여전히
인앱결제가 많은 매출 차지



자료: Unity, 하나증권

도표 81. 포트나이트 X 삼성 광고



자료: Fortnite, 하나증권

도표 82. 포트나이트 X 폴로 랄프로렌 광고



자료: Fortnite, 하나증권

도표 83. 로블록스 광고 예시



자료: Roblox, 하나증권

도표 84. 로블록스 전면 보상형 광고 예시



자료: Roblox, 하나증권

텐센트, 화평정영 인게임 광고 검토

다만 인게임 광고로 매출 성장이 크게 나타는 장르는 시뮬레이션, 캐주얼, 퍼즐과 같은 장르다. 국내 게임사들이 강점을 지니는 RPG는 아직까지 인앱 결제의 성장이 높기에 당장 인게임 광고를 주력 BM으로 가져가기에는 무리가 있다. 국내에서 인게임 광고 BM으로 유의미한 매출을 기대할 수 있는 게임은 크래프톤의 PUBG 정도다. 텐센트는 2분기 실적발표에서 주요 게임 내 광고 기회를 발굴할 계획을 밝혔다. 구체적으로는 [왕자영요], [화평정영]과 같은 다수의 트래픽을 보유한 게임에 인게임 광고를 도입할 예정이다. [화평정영]의 경우 DAU 5,000만명 이상이며 올해 1분기를 기점으로 다시 트래픽 성장기에 들어섰다. AI 활용한 타겟팅 광고 적용된다면 수익원 다각화 가능하며 [PUBG Mobile]에도 접목될 가능성 높다. 이는 크래프톤의 실적으로 이어질 전망이다.

국내 게임사는 아직

그 외 게임사는 방치형 RPG에서 약 30초의 보상형 광고를 넣고, 광고 제거 BM을 도입하는 수준이다. 일정 수준 이상의 트래픽을 갖춰 광고 채널로 경쟁력을 높이고, UGC 등 콘텐츠를 통해 광고도 게임의 일부로 활용할 수 있다면 국내 게임 시장의 새로운 BM으로 자리 잡을 수 있을 것이라 예상된다.

도표 85. 세븐나이츠 키우기 인게임 광고 제거 상품



자료: 세븐나이츠 키우기, 넛마블, 하나증권

도표 86. 쿠키런: 모험의 탑 인게임 광고 제거 상품



자료: 쿠키런: 모험의 탑, 데뷔시스터즈, 하나증권

기업분석

NAVER (035420)	39
카카오 (035720)	48
크래프톤 (259960)	53
로블록스 (RBLX.US)	58

2025년 9월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

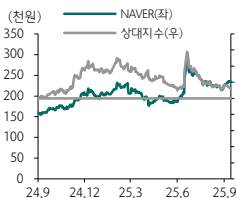
목표주가(12M) 320,000원
현재주가(9.16) 235,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,449.62
52주 최고/최저(원)	290,500/159,900
시가총액(십억원)	36,860.4
시가총액비중(%)	1.30
발행주식수(천주)	156,852.6
60일 평균 거래량(천주)	1,130.4
60일 평균 거래대금(십억원)	277.0
외국인지분율(%)	41.97
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.12

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	11,936.6	13,082.6
영업이익(십억원)	2,220.7	2,544.4
순이익(십억원)	1,930.1	2,174.8
EPS(원)	12,208	13,759
BPS(원)	184,178	198,062

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,221.9	2,579.5
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,542.7	2,554.9
순이익	1,012.3	1,923.2	1,917.1	1,984.5
EPS	6,180	11,913	12,147	12,652
증감률	33.36	92.77	1.96	4.16
PER	36.25	16.70	19.35	18.57
PBR	1.51	1.20	1.30	1.22
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.04	13.50
ROE	4.41	7.90	7.25	7.01
BPS	148,137	166,221	180,301	191,878
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

NAVER (035420)**국내 최대 UGC 플랫폼****국내 최대 UGC 플랫폼의 가치**

네이버는 생성형 AI의 대중화로 UGC 콘텐츠의 창작이 활성화되는 과정에서 가장 수혜를 볼 수 있는 국내 최대 UGC 플랫폼이다. 검색 포털로 시작했으나 현 시점에서는 검색 기능이 탑재된 UGC 플랫폼으로 보는 것이 정확하다. 2000년대 초부터 지식인, 블로그, 카페 등 서비스 확장하여 UGC 콘텐츠, 트래픽 축적해오고 있다. 2023년 말 홈페이지 개편 이후 모든 지면을 피드로 개편하여 강점을 극대화하고 있다. 네이버 내 UGC 트래픽 활성화로 압도적인 광고 경쟁력을 갖췄다. 이를 바탕으로 2025년 시장을 아웃 퍼폼하는 광고 매출 성장이 확인되고 있다. 7월 시작한 쇼핑 커넥트는 크리에이터에 제품 링크를 발급, 수익 활동을 제공한다. 콘텐츠와 스마트스토어, 플레이스로 연결시켜 구매, 예약까지 가능하도록 하며 사용자는 원스톱 경험을 누린다. UGC 생태계 활성화로 광고, 커머스 매출 성장이 지속될 전망이다.

UGC로 광고/커머스 모두 성장 전망

2025년/2026년 연결 기준 영업수익 11조 9,083억원(+10.9%YoY)/12조 8,515억원(+7.9%YoY), 영업이익 2조 2,219억원(+12.3%YoY)/2조 5,795억원(+16.1%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 2025년/2026년 광고 매출(SA+DA+커머스광고)은 5조 4,243억원(+8.5%YoY)/5조 7,793억원(+6.7%YoY)으로 추정한다. 피드 개편으로 인한 광고 성장은 일회성이 아니다. AI UGC의 본격화는 전 지면의 콘텐츠 양을 증가 시킬 것이며 체류 시간 확보와 동시에 광고 매출 성장으로 이어질 것이다. 2025/2026년 중개 및 판매 매출은 2조 39억원(+25.6%YoY)/2조 3,154억원(+15.5%YoY)으로 추정한다. 컬리와의 협업, 풀필먼트 배송 제공, 멤버십 파트너사 확대는 커머스 거래액 증가에 긍정적이다. 콘텐츠를 커머스로 연계하는 쇼핑 커넥트는 추가 성장 동력으로 작용할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 320,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 320,000원, 인터넷 산업 내 Top Pick 유지한다. 현재 주가는 2026년 예상 EPS 기준 P/E 18배 이하로 기대감을 전혀 받고 있지 않다. 서비스 전면 피드화로 이룩한 실적이 2026년 부담으로 작용할 것이라는 우려 있으나 UGC 필두로 한 플랫폼 전체 성장으로 해소할 수 있다고 판단한다. 신규 서비스인 '컷츠', '싱스북', 디즈니 협업 신규 플랫폼의 성과 기대 가능하다. 향후 북미에서 C2C 플랫폼 포시마크까지 동반한 시너지 창출 기대한다. 네이버는 11월 DAN 2025에서 AI 탭 공개, 내년 적용, 2027년 버티컬 서비스를 잇는 통합 에이전트 출시를 계획하고 있다. 지난 20년간 축적된 데이터는 AI 에이전트 시대에 유효한 강점으로 분명히 작용할 것이다. 두나무와의 신사업(스테이블코인, STO) 협업, 소버린 AI의 가치는 정부의 제도화, 사업화에 따라 가시화 될 전망이며, 글로벌 LLM사와의 협업 역시 잠재적인 업사이드 요인이다.

압도적인 UGC 콘텐츠

네이버, 국내 대표 UGC 플랫폼

네이버는 2000년대초 지식인, 블로그, 카페 등 서비스로 확장하여 UGC 콘텐츠를 축적해 오고 있다. 검색 포털로 시작했으나 현시점에서는 검색 기능이 탑재된 UGC 플랫폼으로 보는 것이 정확하다. 2023년 말부터는 홈페이지 메인에 샵폼 서비스 ‘클립’을 전면으로 내세워 콘텐츠를 공급하고 있으며 라이브 스트리밍 서비스 ‘치지직’도 출시했다. 또한 2025년 3월 플러스스토어 별도 앱 출시와 동시에 ‘발견’탭 추가하여 커머스 샵폼도 갖췄다.

클립, 블로그 개편

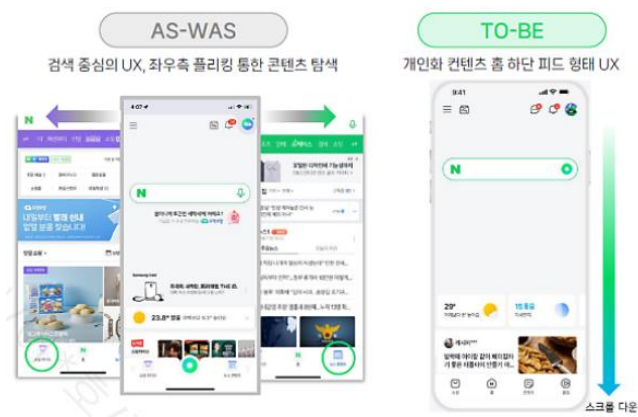
그중 네이버의 ‘클립’은 홈페이지 외에도 연예·스포츠·레시피·MY플레이스로 확장하여 성과를 확인하고 있다. 2024년 3월 대비 2025년 6월 재생수 4.2배, 콘텐츠 생산 5배, 채널 수 3.8배 증가했다. 또한 클립 크리에이터 앱을 별도로 출시, 창작자에게 트렌드를 제공하고 콘텐츠 반응과 수익 현황 확인도 가능하도록 구성했다. 창작자들은 클립 프로필을 통해 샵폼 영상 외에도 짧은 글, 이미지 등 취향을 공유하여 팔로워들을 확보한다. 또한 블로그는 누적 게시글 33억건, 누적 블로그 3,700만개를 달성했다. 9월 10일부터는 AI 기반 개인화 추천을 강화하고 ‘블로그 홈’을 출시하여 새로운 관심사를 찾을수 있도록 한다.

콘텐츠와 구매, 예약 연결

원스톱 경험 제공

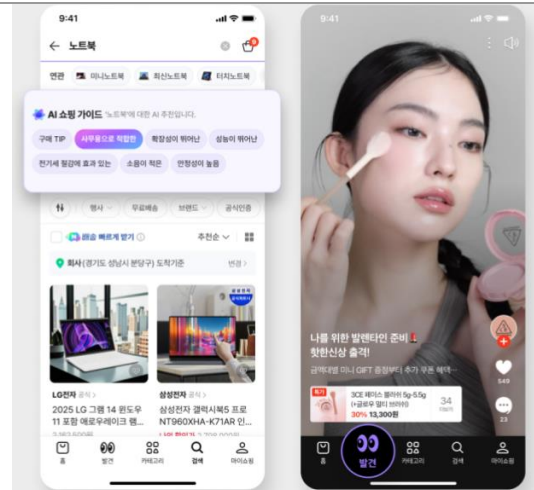
7월 출시한 쇼핑 커넥트는 클립, 치지직 등 서비스에 제품 링크를 발급, 수익 활동으로 이어질 수 있도록 한다. 쿠팡의 ‘쿠팡 파트너스’와 유사하게 링크를 통해 유입된 거래액에 대해 수익을 분배받는 프로그램이다. 네이버 내의 콘텐츠와 스마트스토어, 플레이스로 연결시켜 구매, 예약까지 할 수 있도록 하여 사용자는 원스톱 경험을 누리고, 창작자는 수익을 창출하는 생태계 시너지를 도모한다.

도표 1. 네이버 홈페이지 개편



자료: NAVER, 하나증권

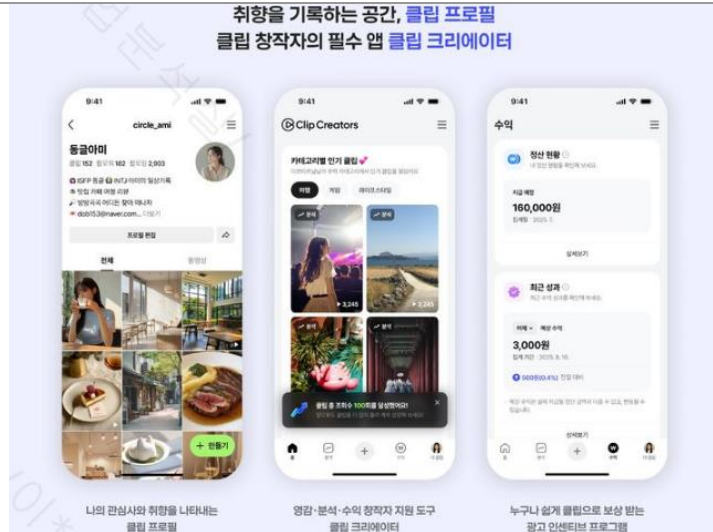
도표 2. 네이버 플러스스토어 발견



자료: NAVER, 하나증권

도표 3. 네이버 클립 크리에이터 앱

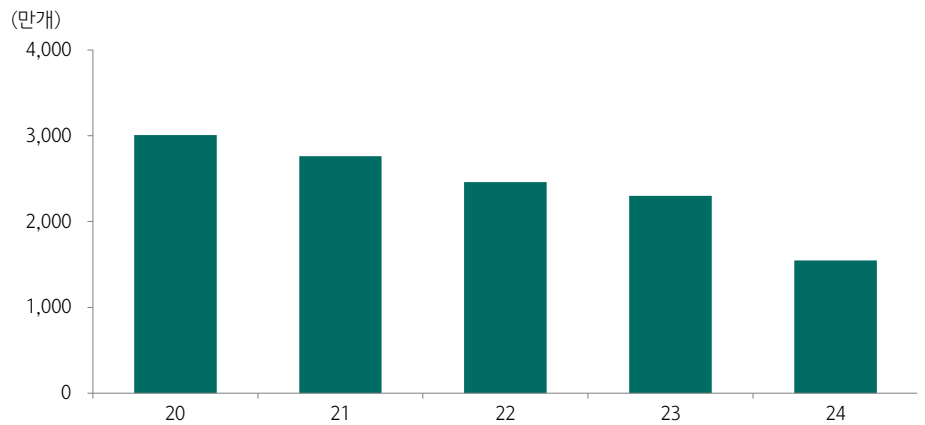
크리에이터 앱 출시



자료: Naver, 하나증권

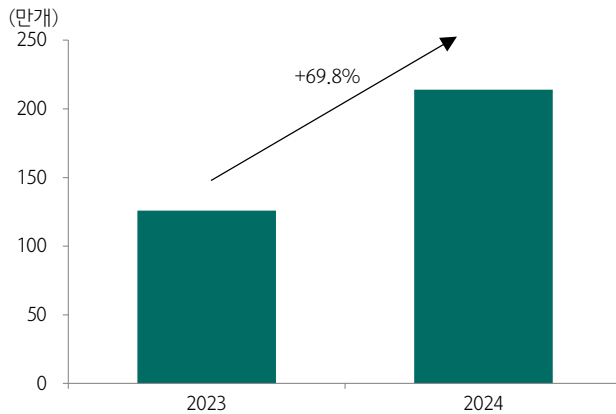
도표 4. 네이버 지식인 게시글 추이

게시글 개수는 감소 추세.
다만 답변 수는 2024년 급증



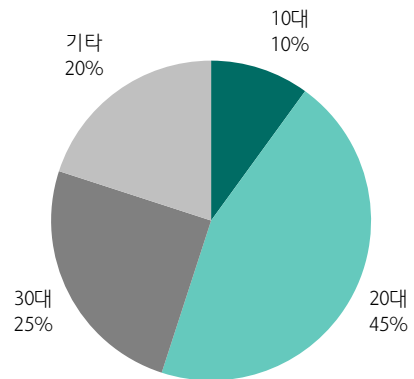
자료: 하나증권

도표 5. 블로그 신설 수



자료: 네이버, 하나증권

도표 6. 블로그 포토덱프 챌린지 참여자 연령대



자료: 네이버, 하나증권

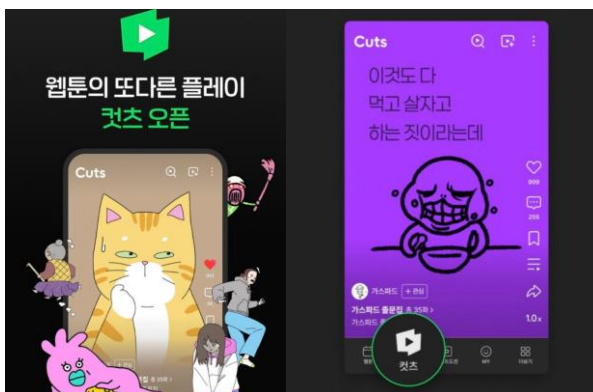
9월 컷츠 도입

네이버는 기존에 없던 UGC 서비스도 출시하는 중이다. 네이버웹툰은 9월부터 숏폼 애니메이션 서비스 ‘컷츠’ 도입했다. ‘컷츠’는 짧은 길이의 애니메이션을 창작 및 공유하는 플랫폼이다. 웹툰 줄거리 요약, 웹툰 기반 콘텐츠 등 2분 이내 애니메이션을 사용자 모두가 업로드하고 감상할 수 있다. 기존 웹툰 작가들도 오리지널 콘텐츠를 공급하여 생태계 활성 촉진할 예정이다. 현재 일상 숏폼은 북미 플랫폼이, 숏폼 드라마는 중국이 강세를 띄고 있는 상황에서 숏폼 애니메이션의 메인 플레이어가 부재하기에 시장을 개척하는 것이 목표다. 과거 2006년부터 ‘도전만화’를 통해 국내 웹툰 시장을 개화한 경험을 바탕으로 애니메이션 영역까지 ‘컷츠’로 확장하겠다는 계획이다. 국내에서는 웹툰, 글로벌에서는 버티컬 코믹스라고 불리는 해당 영역에서 가장 긴 시간 서비스해오며 IP를 보유하고 있기에 가능한 도전이다. 최근 웹툰 엔터테인먼트가 디즈니, 마블 등과 협업을 진행했듯 글로벌 만화 IP와 공격적으로 협업 진행한다면 글로벌 서비스로도 나아갈 수 있다고 판단한다. 향후 AI UGC로 확장 가능성도 높다.

11월 싱스북 출시 예정

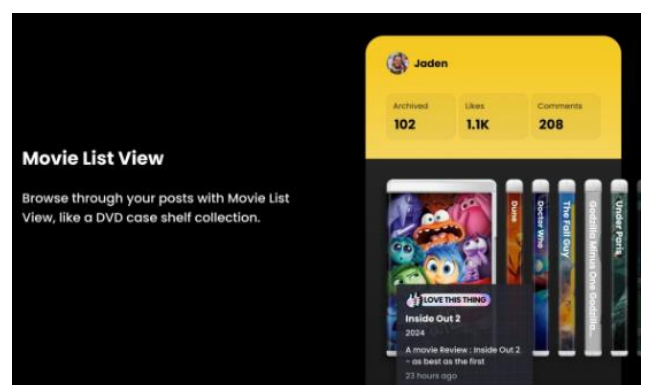
11월에는 글로벌 UGC 플랫폼 싱스북을 오픈 베타로 출시 예정이다. 미국과 캐나다 등 북미 시장을 목표로 하는 SNS이며 책, 영화, 음식, 패션 등 주제에 대해 콘텐츠를 공유하는 방식이다. 현재 공개되어 있는 크리에이터 모집 공고를 통해 북미 Z세대를 타겟하는 것으로 파악된다. 과거 네이버 밴드의 사례처럼 국내에서 검증된 서비스를 해외로 확장하는 방식이 아닌, 서비스 초기부터 글로벌 서비스를 기획 및 개발한다는 점에서 이전과 차이가 있다. 이미 대부분의 국내 사용자들은 네이버 UGC 생태계로 확보하고 있기에 글로벌 사용자를 공략하는 것으로 해석하며, 트래픽 확보에 성공할 경우 국내 플랫폼의 한계에 대한 비판론을 단숨에 해소할 수 있을 것이라 전망한다.

도표 7. 네이버 컷츠 인터페이스



자료: NAVER, 하나증권

도표 8. 네이버 싱스북(11월 출시 예정)



자료: NAVER, 하나증권

디즈니와 웹툰 엔터테인먼트의 동행

디즈니와 동행

9월 15일(현지 시각) 디즈니는 웹툰 엔터테인먼트의 지분 2% 인수에 합의, 신규 만화 플랫폼을 개발하는 파트너십을 체결했다. 지난 달 디즈니가 보유한 약 100편을 웹툰(세로 스크롤)으로 재가공하는 파트너십을 맺은 것에 이어 보다 광범위한 협력이 구체화되었다. 신규 플랫폼은 기존 디즈니의 만화 플랫폼 마블 언리미티드를 대체하여 마블, 스타워즈, 디즈니, 픽사, 20세기 스튜디오의 약 35,000편 이상의 만화를 구독 서비스로 제공할 예정이다. 또한 기존 웹툰 글로벌 플랫폼에서 연재하는 시리즈도 온보딩된다. 일부 콘텐츠는 한국 및 일본 플랫폼에 맞춰 현지화도 진행할 계획이다. 구독료는 기존 마블 언리미티드와 유사한 월 9.99달러 수준으로 예상된다.

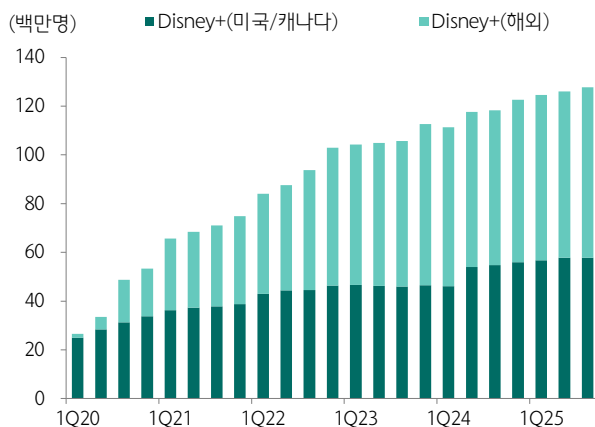
양 사 모두 윈-윈.
웹툰 엔터테인먼트의
북미/글로벌 진출 본격화

이번 파트너십은 양 사의 수요를 모두 충족할 수 있다. 신규 플랫폼은 디즈니 플러스 유저에게 무료로 제공될 예정이다. 디즈니 플러스 구독자는 6월말 기준 1.28억명이다. 2024년 이후 성장이 정체되어 있다. 마블 언리미티드 역시 북미 코어 팬덤을 제외하고 글로벌 확대까지는 성공하지 못한 것으로 파악된다. 웹툰 엔터테인먼트의 노하우를 바탕으로 디지털 친화적인 신규 플랫폼을 출시, 디즈니 플러스 구독자 확대 및 IP 수익 극대화를 도모하기 위한 움직임으로 해석한다.

웹툰 엔터테인먼트의 MAU는 2025년 2분기 기준 1.56억명으로 최고치 대비 감소 추세에 있다. 2025년 상반기 부문별 매출 비중은 유료 콘텐츠(쿠키 등) 79%, 광고 13%, IP 8%이고 지역별 매출은 한국 36%, 일본 51%, 기타 13%다. 북미 매출 규모가 높지 않았기에 신규 플랫폼 출시로 인한 카니발라이제이션은 없다고 봐도 무방하다. 우선 디즈니와의 신규 플랫폼 출시로 기존에 타겟하지 못했던 북미/글로벌 디즈니 팬덤에 웹툰을 보급할 수 있다. 또한 구독, 광고 매출 증가로 유료 콘텐츠에 집중되어있던 수익처를 다변화 할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

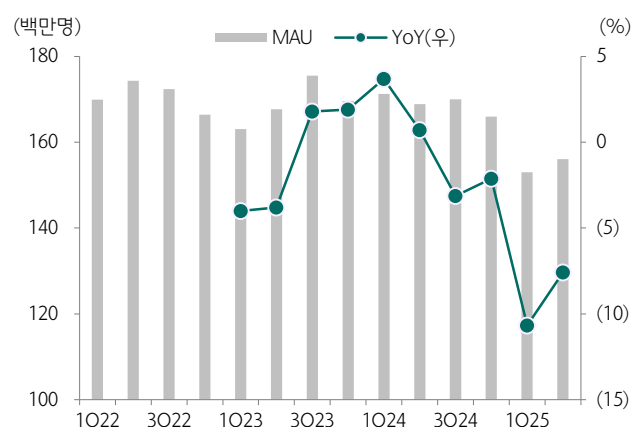
플랫폼 출시 이후 성과에 따라 협업의 확대도 가능하다. 디즈니 IP의 웹툰, 애니메이션화를 통해 성장 가속화 기대한다. 장기적으로는 9월 국내에 선출시킨 '컷츠'의 글로벌화의 중요한 무기가 될 것으로 전망한다. 숏폼 애니메이션의 메인 플랫폼이 없는 상황이기에 디즈니 IP를 활용한 AI UGC는 강한 킬러 서비스가 될 수 있다.

도표 9. 디즈니 플러스 구독자 추이



자료: Disney, 하나증권

도표 10. 웹툰 엔터테인먼트 MAU 추이



자료: Webtoon Entertainment, 하나증권

도표 11. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 12. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

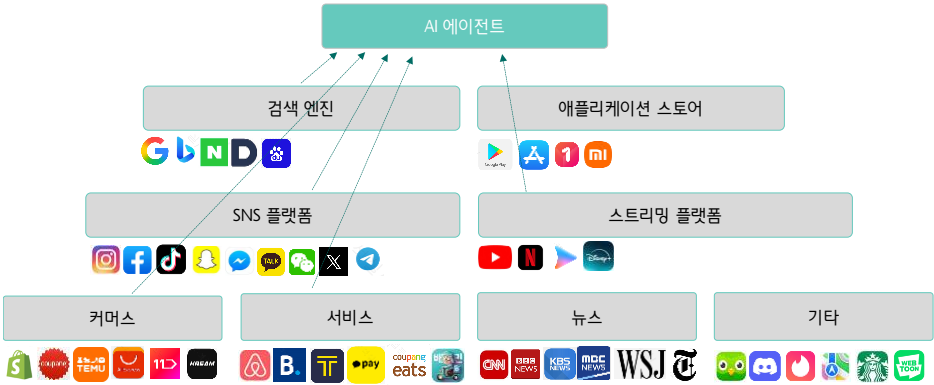
도표 13. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 14. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 15. 네이버 생태계

SEARCH PLATFORM	AD PLATFORM	COMMERCE CLOUD	FINTECH	CONTENT	COMMUNITY
사용자와 콘텐츠의 연결에 맞춰 맞춤형 결과를 제공하는 네이버 검색	5,400만+ 네이버 유저를 잠재고객으로 만드는 광고	사용자와 SME, 브랜드가 상생하며 지속가능한 생태계를 만드는 커머스	현대 IT 기술로 비즈니스 성공의 새로운 토대가 되어주는 핀테크	상생의 원칙을 기반으로 디지털 콘텐츠의 새로운 문을 여는 콘텐츠	다양한 주제와 관심사로 사용자를 폭넓게 연결하는 커뮤니티
네이버 검색: 네이버 검색을 통해 원하는 정보를 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.	광고: 네이버 광고를 통해 원하는 정보를 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.	네이버 쇼핑: 네이버 쇼핑을 통해 원하는 상품을 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.	네이버 금융: 네이버 금융을 통해 원하는 금융 상품을 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.	네이버 콘텐츠: 네이버 콘텐츠를 통해 원하는 콘텐츠를 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.	네이버 커뮤니티: 네이버 커뮤니티를 통해 원하는 커뮤니티를 쉽고 빠르게 찾을 수 있습니다.

자료: NAVER, 하나증권

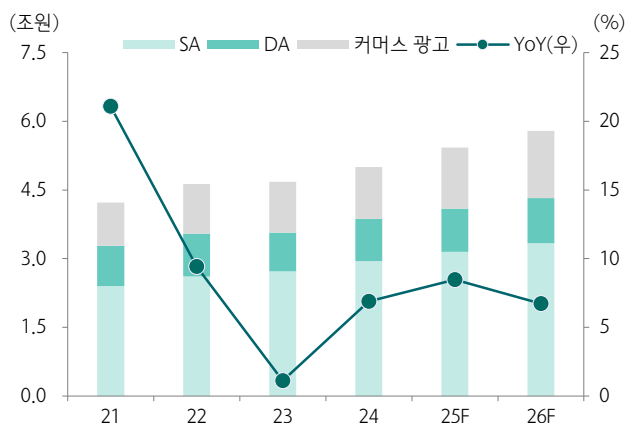
도표 16. 네이버 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.1	3,042.8	3,163.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	12.1	9.6	11.0	10.9	7.9
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,054.2	1,092.0	3,946.2	4,195.4	4,390.9
YoY(%)	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	5.7	2.6	9.9	6.3	4.7
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	937.3	981.1	2,923.0	3,567.4	4,033.3
YoY(%)	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	29.2	26.6	14.8	22.0	13.1
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	335.6	334.5	353.1	1,132.0	1,331.5	1,464.6
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	468.2	543.7	567.7	1,595.7	2,003.9	2,315.4
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.2	59.1	60.3	195.2	232.0	253.4
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	417.8	434.9	1,508.4	1,657.2	1,797.7
YoY(%)	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.7	8.5	8.5	11.3	9.9	8.5
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	487.6	496.0	1,796.4	1,916.9	1,989.4
YoY(%)	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	12.8	5.4	6.1	3.7	6.7	3.8
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	433.7	450.3	454.4	1,629.3	1,761.0	1,829.5
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	28.5	23.2	28.4	104.7	103.6	109.2
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	11.8	14.1	13.3	62.4	52.3	50.7
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	145.9	159.6	563.7	571.5	640.2
YoY(%)	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	0.9	(10.1)	26.1	1.4	12.0
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.5	2,474.5	2,536.9	8,758.5	9,686.4	10,272.1
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	13.0	8.2	7.0	10.6	6.0
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	699.2	701.0	2,664.4	2,787.2	2,954.5
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,055.3	1,097.2	3,789.9	4,140.8	4,457.1
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	206.7	214.9	704.8	808.6	872.9
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	513.3	523.8	1,599.4	1,949.8	1,987.6
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	568.3	626.8	1,979.3	2,221.9	2,579.5
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	8.2	15.6	32.9	12.3	16.1
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.7	19.8	18.4	18.7	20.1
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	497.4	450.0	547.6	1,932.0	1,918.6	1,992.9
YoY(%)	1,173.2	0.2	48.8	72.2	(23.8)	0.5	(15.1)	6.5	96.1	(0.7)	3.9
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	17.1	14.8	17.3	18.0	16.1	15.5
지배주주지분 순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	488.8	441.7	561.7	1,923.2	1,917.1	1,984.5
비지배주주지분 순이익	45.2	(6.3)	9.7	(39.9)	(1.2)	8.6	8.2	(14.1)	8.7	1.5	8.3

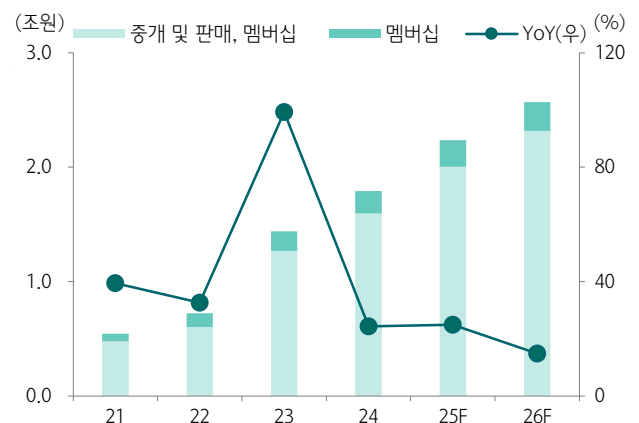
자료: 하나증권

도표 16. 네이버 연간 광고 매출 추이



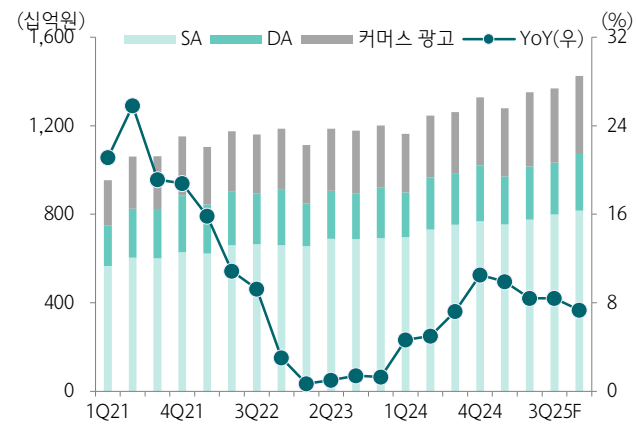
자료: 네이버, 하나증권

도표 18. 네이버 연간 중개 및 판매, 멤버십 매출 추이



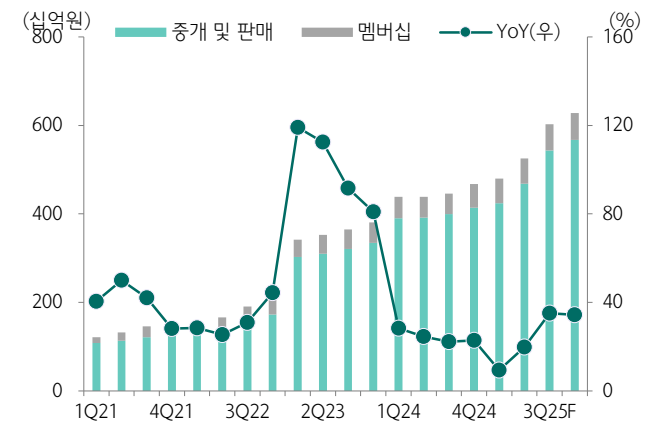
자료: 네이버, 하나증권

도표 19. 네이버 광고 매출 추이



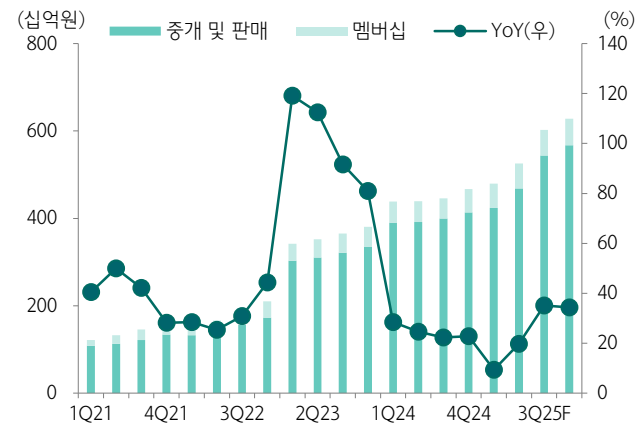
자료: 네이버, 하나증권

도표 20. 네이버 중개 및 판매, 멤버십 매출 추이



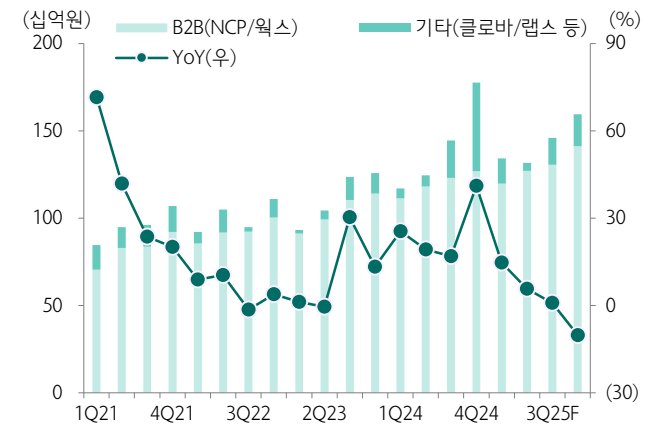
자료: 네이버, 하나증권

도표 21. 네이버 콘텐츠 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

도표 22. 네이버 엔터프라이즈 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

추정 재무제표(NAVER)

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5	13,776.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,908.3	12,851.5	13,776.2
판매비	8,181.8	8,758.5	9,686.4	10,272.1	10,892.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,221.9	2,579.5	2,883.7
금융손익	(79.5)	54.3	71.2	(212.8)	(186.5)
종속/관계기업손익	266.5	144.5	305.7	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(56.2)	(106.1)	(67.3)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,542.7	2,554.9	2,924.4
법인세	496.4	390.2	624.1	562.1	643.4
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,918.6	1,992.9	2,281.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,918.6	1,992.9	2,281.0
비지배주주지분 순이익	(27.3)	8.7	1.5	8.3	9.6
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,917.1	1,984.5	2,271.4
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	1,630.9	1,116.5	1,277.9
NOPAT	990.0	1,646.7	1,676.6	2,012.0	2,249.3
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,221.9	2,579.5	2,883.7
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	10.90	7.92	7.20
NOPAT증가율	22.16	66.33	1.82	20.00	11.79
EBITDA증가율	11.02	28.08	(16.24)	16.09	11.79
영업이익증가율	14.11	32.95	12.26	16.09	11.79
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	(0.32)	3.52	14.46
EPS증가율	33.36	92.77	1.96	4.16	14.46
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	18.66	20.07	20.93
영업이익률	15.40	18.43	18.66	20.07	20.93
계속사업이익률	10.19	17.99	16.11	15.51	16.56

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,147	12,652	14,481
BPS	148,137	166,221	180,301	191,878	205,283
CFPS	14,111	18,180	15,863	15,075	17,262
EBITDAPS	12,644	16,432	14,078	16,445	18,385
SPS	59,039	66,511	75,452	81,934	87,829
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주기지표(배)					
PER	36.25	16.70	19.35	18.57	16.23
PBR	1.51	1.20	1.30	1.22	1.14
PCFR	15.87	10.94	14.81	15.59	13.61
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.04	13.50	11.73
PSR	3.79	2.99	3.11	2.87	2.68
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	7.25	7.01	7.50
ROA	2.91	5.20	4.85	4.72	5.10
ROIC	30.40	41.13	41.87	52.48	62.92
부채비율	47.45	41.36	41.14	40.36	39.47
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(10.05)	(12.14)	(14.44)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	21.19	24.59	27.49

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,436.1	10,416.9	11,601.1
금융자산	5,100.7	7,535.1	7,427.8	8,268.0	9,297.4
현금성자산	3,576.5	4,195.5	3,809.0	4,423.7	5,205.0
매출채권	491.4	478.0	524.1	560.9	601.4
재고자산	14.8	21.7	23.8	25.5	27.4
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,460.4	1,562.5	1,674.9
비유동자산	28,709.8	28,793.0	31,400.2	32,753.6	34,243.0
투자자산	21,231.1	20,910.2	23,461.3	24,814.6	26,304.0
금융자산	3,642.3	3,504.0	4,378.1	4,390.5	4,404.1
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,052.7	3,052.7	3,052.7
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,476.5	3,476.5	3,476.5
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,409.7	1,409.8	1,409.8
자산총계	35,737.8	38,167.9	40,836.4	43,170.5	45,844.1
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,076.5	8,447.7	8,856.3
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,667.1	2,683.2	2,700.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,409.4	5,764.5	6,155.5
비유동부채	5,194.3	5,074.8	3,826.5	3,965.3	4,118.0
금융부채	3,417.5	3,273.4	1,851.5	1,851.5	1,851.5
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,975.0	2,113.8	2,266.5
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,903.0	12,413.0	12,974.2
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	27,405.0	29,220.9	31,323.6
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,466.8	1,466.8	1,466.8
자본조정	(607.3)	(638.5)	(644.5)	(644.5)	(644.5)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(1,071.8)	(1,071.8)	(1,071.8)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,638.1	29,453.9	31,556.6
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,528.3	1,536.6	1,546.2
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,933.3	30,757.5	32,869.8
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(2,909.2)	(3,733.4)	(4,745.1)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,929.6	2,414.9	2,742.2
당기순이익	985.0	1,932.0	1,918.6	1,992.9	2,281.0
조정	656.4	505.6	118.6	31.8	31.8
감가상각비	582.3	673.5	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(30.5)	135.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(244.3)	(565.2)	(147.2)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	265.8	326.2	326.2
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	892.4	390.2	429.4
투자활동 현금흐름	(949.8)	(1,340.0)	(2,477.0)	(1,614.2)	(1,773.0)
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(2,245.4)	(1,058.9)	(1,195.0)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	(337.7)	0.0	0.0
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	106.1	(555.3)	(578.0)
재무활동 현금흐름	(161.4)	(347.2)	(238.4)	(152.6)	(151.0)
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	140.3	16.1	17.7
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	44.1	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	(254.4)	0.0	0.0
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.7)	(168.7)
현금의 증감	891.0	902.6	(528.0)	614.7	781.3
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	2,503.6	2,364.6	2,707.6
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	2,578.7	2,414.9	2,742.2

2025년 9월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 70,000원
현재주가(9.16) 62,900원

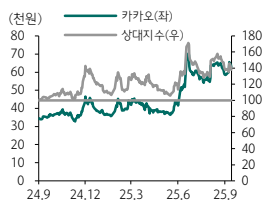
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,449.62
52주 최고/최저(원)	70,400/32,800
시가총액(십억원)	27,819.1
시가총액비중(%)	0.98
발행주식수(천주)	442,275.5
60일 평균 거래량(천주)	3,373.0
60일 평균 거래대금(십억원)	207.3
외국인지분율(%)	30.15
주요주주 지분율(%)	
감범수 외 75 인	24.12
국민연금공단	6.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	8,054.1	8,842.4
영업이익(십억원)	643.2	819.3
순이익(십억원)	564.3	664.8
EPS(원)	1,187	1,421
BPS(원)	24,415	26,000

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,557.0	7,871.7	7,995.1	8,665.6
영업이익	460.9	460.2	625.0	733.4
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	457.7	671.2
순이익	(1,012.6)	55.3	390.9	502.8
EPS	(2,276)	124	883	1,137
증감율	적전	흑전	612.10	28.77
PER	(23.86)	308.06	71.23	55.32
PBR	2.47	1.67	2.62	2.50
EV/EBITDA	20.16	12.57	18.90	18.56
ROE	(10.26)	0.56	3.76	4.63
BPS	21,951	22,860	24,043	25,112
DPS	61	68	68	68



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

카카오 (035720)

UGC 플랫폼으로 변화 모색

운명의 10월, 카카오톡 개편

카카오는 9월 23일 '이프 카카오' 행사를 통해 카카오톡의 개편 계획을 구체적으로 공개할 예정이다. 1) 피드 중심 SNS화, 2) AI 검색, 서비스 구현이 11월 초 이전까지 순차적으로 이뤄진다. 목표는 국내 AI 서비스 트래픽 확보, 피드형 지면 활성화를 통한 광고 매출 반등이다. 독보적인 비즈니스 메시지를 제외하고, UGC 피드의 부재로 광고 부문에서 경쟁력이 약화되고 있기에 필요한 선택이다. 개편에서 중요한 부분은 1) 글로벌 SNS 대비 차별화된 피드, 2) AI + 로컬 서비스 경험을 제공할 수 있는 지 여부다. 이미 글로벌 SNS의 주요 타겟층인 10~30대 대부분은 인스타그램, 틱톡에, 카카오톡의 주요 사용층인 30대~50대는 유튜브에 낙인되어있다. 또한 국내 ChatGPT의 MAU가 이미 2,000만명에 도달했고, 구글도 제미니의 나노 바나나, AI 모드로 침투 중이다. 단지 필수 메신저에 타 서비스의 기능을 탑재하는 것만으로는 해당 기능에 특화되어 있는 기존 서비스 사용자를 확보하기는 어렵다. 카카오톡의 혁신적인 서비스를 바탕으로 비목적성 트래픽까지 확보할 수 있는 변화를 기대한다.

광고 슬랏 확보, AI 구독 BM 예상

카카오는 2025년/2026년 연결 기준 영업수익 7조 9,951억원(+1.6%YoY)/8조 6,656억원(+8.4%YoY), 영업이익 6,250억원(+7.8%YoY)/7,334억원(+17.3%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 특비즈 매출은 2조 2,473억원(+6.7%YoY)/2조 4,372억원(+8.5%YoY)로 추정한다. 첫 번째, 세 번째 탭의 피드화를 통한 광고 슬랏 확보로 DA 매출의 반등(+6%YoY)을 반영했다. AI 구독 요금제는 라인 AI 어시스턴트와 유사한 9,900원 수준을 예상, 기존 특서랍 서비스와 결합하여 제공할 가능성이 높다고 판단한다. 외부 서비스와 강결합으로 유의미한 AI 에이전트 서비스로 진화하기 전까지 초기 유료 구독률은 높지 않을 것으로 전망한다. 이프 카카오에서 상세 정보 공개와 실제 업데이트 확인에 따라 추정치 변경 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 70,000원 유지한다. 작년부터 본업과 AI 핵심 사업으로 정의하고 집중해왔기에 개편의 성패가 굉장히 중요하다. 올해 상반기부터 하반기 개편을 강조하여 주가는 이미 일부 성공을 반영하고 있다. 카카오의 목표인 전 국민 AI 에이전트 보급 달성을 위해서는 피드 중심 SNS, AI 서비스 모두 유의미한 트래픽을 확보해야 한다. B2C AI 에이전트의 성공은 결국 데이터 기반의 타겟팅 고도화, 버티컬 서비스 연계가 필수적이다. 모빌리티, 커머스, 페이, 지도 등 로컬 서비스를 모두 보유하고 있는 만큼 사용자의 취향 데이터만 지속적으로 확보할 수 있다면 카카오톡 개편으로 나아가는 청사진에 가까워질 수 있을 것이라 전망한다.

카카오톡 전면 개편 예정

카카오는 연내 지면 개편을 통해 UGC 플랫폼으로 도약하고자 한다. 카카오톡의 약점이었던 비목적성 트래픽의 확보를 통해 체류 시간과 광고 매출을 모두 확보하기 위함이다. 현재 공개된 방안에서는 카카오톡의 첫 번째 탭을 소셜 SNS 피드형으로, 세 번째 탭을 숏폼 콘텐츠 피드로 개편할 예정이다. 글로벌 SNS 트렌드에는 부합하는 변화이며 오픈AI 협업 AI 에이전트 출시와 맞물려 두 서비스 모두 성과를 낸다면 높아진 체류 시간을 바탕으로 더 많은 광고 지면에서 매출을 발생시킬 수 있다.

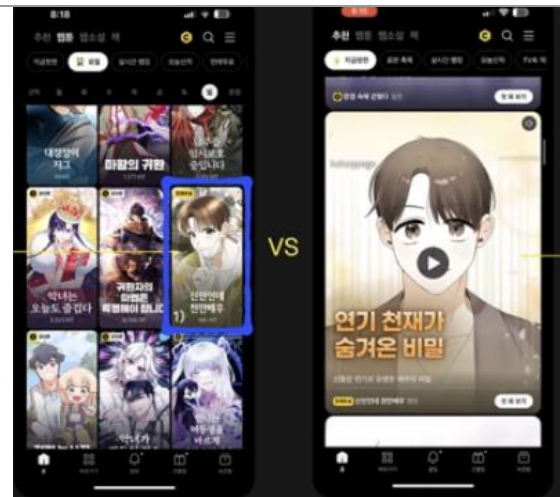
다만 앱 서비스의 성격 자체가 바뀔 것으로 인한 기존 목적성 트래픽의 감소 우려가 있다. 카카오톡의 대상은 대한민국 전 국민이며 중위연령은 46.7세다. 글로벌 SNS들의 34세 이하 유저 비중은 인스타그램 64.6%, 페이스북 53.0%, 스냅챗 80.2%다. 국내에서도 피드형 SNS의 주요 사용자는 10~20대다. 2023년 출시한 스토리 기능 ‘평’이 첫 번째 페이지에서 유의미한 트래픽을 확보하지 못한 경험이 있기에 기존 유저에 맞춘 차별화 포인트가 필요하다. 9월 23일 이프카카오에서 상세한 내용 발표 계획되어 있으며 11월 초까지 순차적으로 업데이트를 목표로 한다.

헬릭스 숏츠 출시

지난 4월 카카오엔터테인먼트는 시를 활용하여 웹툰, 웹소설을 60초 안팎의 숏폼 영상으로 요약하는 ‘헬릭스 숏츠’를 출시했다. 이를 통해 작품의 열람 및 구매 비율이 약 40% 증가하며 효과는 확인했다. 카카오는 상대적으로 UGC 콘텐츠가 부족하기 때문에 서비스 전반에 도입하기 위한 개편 계획하고 있다. 해당 서비스들이 활성화된다면 체류 시간 증가 도모 가능하다.

도표 1. 카카오톡 지면 개편 가상이미지

자료: 조선일보, 하나증권

도표 2. 헬릭스 숏츠

자료: 카카오, 하나증권

도표 3. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 4. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

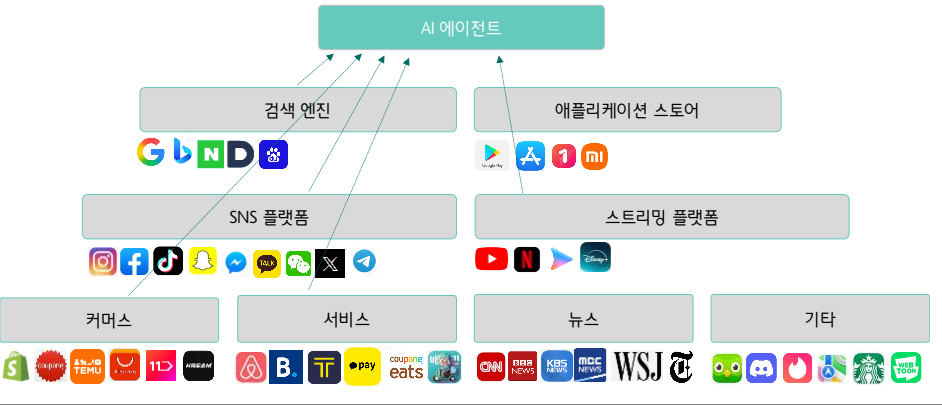
도표 5. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 6. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 7. 카카오프 비즈니스, 생태계



자료: 카카오, 하나증권

도표 8. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	2,028.3	1,995.7	2,107.4	7,871.7	7,995.1	8,665.6
YoY(%)	22.5	4.2	(4.5)	(2.1)	(6.3)	1.2	3.9	7.7	4.2	1.6	8.4
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,055.2	1,035.5	1,138.3	3,900.7	4,222.0	4,569.1
YoY(%)	12.6	9.9	7.2	9.4	4.0	10.5	9.8	8.7	9.7	8.2	8.2
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	542.1	537.6	614.3	2,106.1	2,247.3	2,437.2
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.3	72.2	78.6	332.2	303.3	286.6
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	434.8	425.8	445.3	1,462.5	1,671.5	1,845.3
콘텐츠부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	973.1	960.1	969.1	3,971.0	3,773.0	4,096.5
YoY(%)	33.3	(0.4)	(13.6)	(12.7)	(15.8)	(7.3)	(1.8)	6.5	(0.8)	(5.0)	8.6
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	517.5	522.5	530.4	1,920.0	2,008.3	2,176.1
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	218.7	220.9	207.0	864.3	859.2	864.0
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	142.6	140.2	146.7	873.2	574.7	699.0
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	94.2	76.5	85.0	313.4	330.8	357.3
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,842.4	1,847.6	1,921.8	7,411.5	7,370.0	7,932.2
YoY(%)	19.7	3.4	(5.1)	2.4	(5.9)	(1.5)	3.2	2.1	4.4	(0.6)	7.6
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	488.6	491.1	502.9	1,916.6	1,961.6	2,031.8
매출연동비	819.9	796.8	747.7	653.9	700.6	717.3	705.7	745.2	3,018.4	2,868.8	3,095.1
외주/인프라비	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	233.4	231.7	244.4	879.6	915.7	1,026.5
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	88.0	100.2	98.3	406.4	373.4	428.4
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	221.8	229.6	234.1	861.8	891.1	959.7
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	30.6	27.4	32.1	77.1	109.9	133.9
기타	62.4	65.6	58.9	64.8	60.4	62.6	61.8	64.6	251.6	249.5	257.0
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	148.1	185.6	460.2	625.0	733.4
YoY(%)	92.2	18.5	5.0	(53.1)	(12.4)	38.8	13.5	146.1	(0.1)	35.8	17.3
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	9.2	7.4	8.8	5.8	7.8	8.5
당기순이익	67.7	87.1	78.5	(395.2)	200.3	171.8	126.5	(64.9)	(161.9)	433.7	591.5
YoY(%)	19.2	58.8	112.0	적지	196.0	97.2	61.1	적지	적지	(367.9)	36.4
당기순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.7	8.5	6.3	(3.1)	(2.1)	5.4	6.8

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	7,995.1	8,665.6	9,193.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	7,995.1	8,665.6	9,193.3
판매비	7,096.1	7,411.5	7,370.0	7,932.2	8,420.7
영업이익	460.9	460.2	625.0	733.4	772.6
금융손익	9.0	24.3	(98.4)	(87.7)	56.1
중속/관계기업손익	4.0	53.7	67.2	67.2	67.2
기타영업외손익	(2,122.1)	(541.0)	(136.1)	(41.7)	(10.6)
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	457.7	671.2	885.3
법인세	168.4	159.1	24.0	79.7	105.1
계속사업이익	(1,816.7)	(161.9)	433.7	591.5	780.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	433.7	591.5	780.2
비배주주지분 손이익	(804.1)	(217.1)	42.8	88.7	117.0
지배주주순이익	(1,012.6)	55.3	390.9	502.8	663.2
지배주주지분포괄이익	(883.8)	387.3	666.2	569.8	751.5
NOPAT	508.0	26,465.4	592.3	646.3	680.9
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,458.9	1,423.5	1,333.8
성장성(%)					
매출액증가율	11.15	4.16	1.57	8.39	6.09
NOPAT증가율	6.10	5,109.72	(97.76)	9.12	5.35
EBITDA증가율	6.14	6.06	12.61	(2.43)	(6.30)
영업이익증가율	(19.06)	(0.15)	35.81	17.34	5.34
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	606.87	28.63	31.90
EPS증가율	적전	흑전	612.10	28.77	31.84
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.16	16.46	18.25	16.43	14.51
영업이익률	6.10	5.85	7.82	8.46	8.40
계속사업이익률	(24.04)	(2.06)	5.42	6.83	8.49

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,276)	124	883	1,137	1,499
BPS	21,951	22,860	24,043	25,112	26,544
CFPS	2,662	2,928	2,954	2,771	4,311
EBITDAPS	2,746	2,918	3,296	3,218	3,016
SPS	16,990	17,728	18,062	19,593	20,786
DPS	61	68	68	68	68
주가지표(배)					
PER	(23.86)	308.06	71.23	55.32	41.96
PBR	2.47	1.67	2.62	2.50	2.37
PCR	20.40	13.05	21.29	22.70	14.59
EV/EBITDA	20.16	12.57	18.90	18.56	18.86
PSR	3.20	2.15	3.48	3.21	3.03
재무비율(%)					
ROE	(10.26)	0.56	3.76	4.63	5.81
ROA	(4.21)	0.22	1.47	1.79	2.27
ROIC	8.31	556.61	13.53	15.73	21.39
부채비율	81.69	84.85	87.82	87.76	86.42
순부채비율	(26.10)	(32.03)	(36.96)	(43.74)	(50.33)
이자보상배율(배)	2.83	2.26	3.09	3.56	3.69

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,943.7	13,349.0	14,883.7
금융자산	8,125.0	8,851.2	9,860.0	11,133.3	12,547.1
현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,626.6	7,774.5	9,073.3
매출채권	622.0	537.7	579.0	619.8	657.2
재고자산	138.6	64.9	69.9	74.8	79.3
기타유동자산	1,102.6	1,505.0	1,434.8	1,521.1	1,600.1
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,574.3	15,214.9	14,874.3
투자자산	5,365.0	5,726.3	6,347.6	6,588.3	6,808.9
금융자산	2,423.8	2,805.2	3,202.1	3,221.3	3,239.0
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,239.9	915.3	615.5
무형자산	5,768.9	5,136.8	5,383.7	5,108.3	4,846.9
기타비유동자산	2,721.0	2,665.0	2,603.1	2,603.0	2,603.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,518.0	28,563.9	29,758.0
유동부채	7,564.1	8,632.7	6,893.6	7,290.7	7,654.7
금융부채	1,928.1	2,338.3	1,628.4	1,663.5	1,695.8
매입채무	241.9	227.3	244.8	262.0	277.8
기타유동부채	5,394.1	6,067.1	5,020.4	5,365.2	5,681.1
비유동부채	3,757.2	3,197.5	4,055.2	4,142.3	4,222.3
금융부채	2,579.2	2,047.1	2,816.4	2,816.4	2,816.4
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,238.8	1,325.9	1,405.9
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,866.9	13,351.2	13,795.0
지배주주지분	9,763.7	10,141.3	10,632.7	11,105.6	11,738.8
자본금	44.5	44.4	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,825.2	8,825.2	8,825.2
자본조정	7.6	(34.1)	(88.7)	(88.7)	(88.7)
기타포괄이익누계액	(1,050.4)	(723.6)	(467.4)	(467.4)	(467.4)
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,319.3	2,792.2	3,425.5
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	4,018.4	4,107.1	4,224.2
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,651.1	15,212.7	15,963.0
순금융부채	(3,617.8)	(4,465.8)	(5,415.2)	(6,653.4)	(8,035.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	3,511.3	1,680.5	2,332.7
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	433.7	591.5	780.2
조정	2,909.8	1,416.7	938.4	748.3	1,240.2
감가상각비	760.7	835.3	833.9	690.1	561.1
외환거래손익	(2.4)	(22.1)	25.5	11.4	(5.2)
지분법손익	135.3	(12.6)	(252.2)	(235.2)	(235.2)
기타	2,016.2	616.1	331.2	282.0	919.5
영업활동 자산부채변동	248.0	(4.3)	2,139.2	340.7	312.3
투자활동 현금흐름	(1,779.9)	10.4	(1,040.7)	(295.6)	(95.2)
투자자산감소(증가)	4,691.1	(120.3)	(386.1)	(5.5)	14.6
자본증가(감소)	(575.1)	(347.7)	(261.1)	(90.0)	0.0
기타	(5,895.9)	478.4	(393.5)	(200.1)	(109.8)
재무활동 현금흐름	1,026.6	(521.3)	(2,239.3)	(200.6)	(904.4)
금융부채증가(감소)	306.8	(121.9)	59.3	35.2	32.3
자본증가(감소)	723.5	71.0	(86.0)	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(426.9)	(2,182.7)	(205.9)	(906.8)
배당지급	(54.6)	(43.5)	(29.9)	(29.9)	(29.9)
현금의 증감	587.7	755.9	446.8	1,147.9	1,298.8
Unlevered CFO	1,184.2	1,300.2	1,307.6	1,225.4	1,906.5
Free Cash Flow	765.9	870.8	3,242.7	1,590.5	2,332.7

2025년 9월 17일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

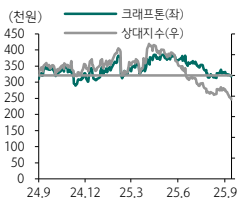
목표주가(12M) 530,000원
현재주가(9.16) 318,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,449.62
52주 최고/최저(원)	386,000/289,500
시가총액(십억원)	15,094.7
시가총액비중(%)	0.53
발행주식수(천주)	47,393.2
60일 평균 거래량(천주)	111.8
60일 평균 거래대금(십억원)	37.7
외국인지분율(%)	42.00
주요주주 지분율(%)	
장평균 외 31 인	23.68
MACE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	14.01

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,163.8	3,722.4
영업이익(십억원)	1,354.8	1,567.0
순이익(십억원)	976.6	1,273.3
EPS(원)	20,474	26,679
BPS(원)	173,868	201,740

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,187.2	3,693.0
영업이익	768.0	1,182.5	1,336.0	1,535.2
세전이익	828.6	1,722.7	1,374.4	1,865.4
순이익	595.4	1,306.1	1,010.7	1,365.6
EPS	12,221	27,162	21,234	28,814
증감률	19.88	122.26	(21.82)	35.70
PER	15.84	11.51	15.00	11.05
PBR	1.69	2.17	1.96	1.67
EV/EBITDA	7.38	8.79	8.18	6.58
ROE	11.16	21.10	14.14	16.77
BPS	114,849	144,190	162,248	191,061
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

크래프톤 (259960)**PUBG 이미 플랫폼입니다****모바일은 플랫폼화 완료. 2026년은 PC의 차례**

PUBG는 이미 하나의 게임이 아니라 플랫폼이다. PUBG 모바일은 상시 5개의 모드를 운영하고 UGC 모드인 WoW(World of Wonder) 모드도 서비스하고 있다. 중국의 [화평정영]도 마찬가지다. 텐센트는 [화평정영] 내 익스트랙션 모드 'Subway Escape'가 5월 1일 1주년을 맞아 DAU 3,700만명을 돌파했음을 밝혔다. 해당 모드는 2020년 [PUBG Mobile]에 출시, E스포츠헤도 진행된 'Metro Royal'과 유사하다. 또한 [PUBG Mobile]의 UGC 참여도가 증가하고 있음을 언급했다. 상시 모드, UGC의 활성화가 트래픽과 매출에 모두 기여하고 있음이 확인된다. PC의 경우 2026년 상반기 PAYDAY 모드 출시할 예정이다. 이미 모바일에서 검증된 익스트랙션 등으로 추가 확장 가능성도 열려 있다. UGC 정식 출시까지 이뤄진다면 PC, 모바일 모두 플랫폼으로 진화할 수 있다.

모바일의 구조적 트래픽 반등 확인

크래프톤은 2025년/2026년 연결 기준 영업수익 3조 1,872억원(+17.6%YoY)/3조 6,930억원(+15.9%YoY), 영업이익 1조 3,360억원(+13.0%YoY)/1조 5,352억원(+14.9%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 2025년 PC 매출은 1조 1,648억원(+23.7%YoY), 모바일 매출은 1조 8,741억원(+10.9%YoY)으로 전망한다. 3분기 PUBG는 3종의 콜라보가 진행되었고 4분기도 PC/모바일 차량, 서구권 IP, 패션 브랜드 콜라보가 예정되어 있다. 2024년을 PC 트래픽 성장이 이끌었다면 2025년은 모바일이다. 텐센트는 2분기 실적 발표에서 [화평정영]의 분기 평균 DAU(Daily Active User)가 전년 대비 +30% 증가했음을 강조했다. 1분기 춘절 업데이트로 트래픽 상승 확인했기에 2개 분기 연속 성장이 확인된다. 8월 너자 2 애니메이션 콜라보의 폭발적 반응을 감안하면 하반기 트래픽도 유의미한 성장 기대 가능하다. [PUBG Mobile] 역시 신규 모드 [ASYMMETRIC PVP] 출시 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 530,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 530,000원으로 게임 업종 Top Pick을 유지한다. 현재 주가는 12MF 13배 수준으로 PUBG 플랫폼의 가치를 반영하지 못하고 있다. 개발 중인 신규 파이프라인의 가치도 배제되어 있다. PUBG PC/모바일의 높은 트래픽에 신규 모드 출시는 신작 출시보다 더 큰 효과를 가져오는 이벤트다. [로블록스], [포트나이트]와 같은 그림을 그려갈 수 있는, 그려가고 있는 국내 유일한 게임사다. 강한 비중 확대 전략 추천한다.

도표 1. 크래프톤 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	662.0	853.1	797.9	2,709.8	3,187.2	3,693.0
YoY(%)	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	(6.4)	18.6	29.2	41.8	17.6	15.9
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	219.7	311.9	309.7	941.9	1,164.8	1,285.1
YoY(%)	36.5	63.5	126.1	39.2	32.8	14.8	13.7	33.2	61.3	23.7	10.3
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	427.6	482.2	431.9	1,689.8	1,874.1	2,078.0
YoY(%)	15.5	104.2	37.6	5.7	32.3	(14.5)	13.4	19.2	35.7	10.9	10.9
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.8	13.2	13.7	44.3	49.8	154.1
YoY(%)	58.5	(53.9)	(1.7)	(29.4)	14.2	11.7	11.7	11.7	(20.4)	12.4	209.4
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	5.0	45.8	42.5	33.7	98.5	175.8
YoY(%)	77.2	14.1	(1.3)	41.8	(39.2)	(28.7)	(28.7)	(28.7)	28.8	192.0	78.6
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	416.0	497.1	521.1	1,527.3	1,851.2	2,157.7
YoY(%)	39.0	46.7	51.3	8.6	17.3	11.0	25.9	29.6	33.7	21.2	16.6
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	146.8	155.7	159.2	516.8	610.1	716.5
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	20.0	16.7	15.8	102.4	70.4	72.5
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	83.9	107.3	110.7	349.3	406.9	473.5
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	96.2	100.6	117.5	316.1	398.4	438.2
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	26.1	34.4	39.0	101.4	122.4	106.8
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	43.0	82.6	79.0	141.3	243.0	350.3
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	246.1	355.9	276.7	1,182.5	1,336.0	1,535.2
YoY(%)	9.7	152.6	71.4	31.1	47.3	(25.9)	9.7	28.4	54.0	13.0	14.9
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	37.2	41.7	34.7	43.6	41.9	41.6
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	15.5	309.5	329.2	1,302.6	1,025.7	1,399.0
YoY(%)	30.5	165.7	(42.6)	흑전	6.6	(95.4)	155.0	(33.0)	119.3	(21.3)	36.4
당기순이익률(%)	52.4	48.3	16.9	79.5	42.5	2.3	36.3	41.3	48.1	32.2	37.9

주: 3분기 넵툰 연결. ADK, Eleventh Hour Games는 딜 클로징 이후 추정치 반영 예정

자료: 하나증권

도표 2. 텐센트 2분기 실적발표 자료

화평정영(Peacekeeper Elite)

Domestic Games

Delta Force

- Leveraging the game's advanced architecture and modular design, we added new features such as underwater combat and dynamic weather system, enabling monthly average DAU to exceed 20 million in July
- Ranked among top 5 games industry-wide by DAU, and ranked among top 3 games industry-wide by gross receipts, in China in July!

Peacekeeper Elite

- Average DAU grew over 30% YoY in 2Q25, driven largely by the rising popularity of extraction shooter mode

VALORANT

- Average DAU achieved record high in 2Q25, benefitting from eSports tournament, and new larger scale map Corrode
- VALORANT MOBILE will launch on Aug 19

AI contributing to games' revenue growth

- AI enriches PvP and PvE games by accelerating content production speed and scale
- AI enables virtual teammates in PvP games and more realistic NPCs² in PvE games to provide more human-like interactions
- AI enhances marketing for player acquisition and engagement

'자료: tencent, 하나증권

도표 3. 텐센트 2분기 실적발표 자료

PUBG Mobile

International Games

PUBG Mobile

- Players increasingly participating in UGC-powered World of Wonder sandbox
- Monthly gross receipts achieved record high in April on appealing ancient Egyptian-themed outfits

Clash Royale

- Released more frequent content updates, optimised the reward system and hosted more community events, resulting in more attention from live streaming influencers and higher DAU
- Monthly gross receipts hit 7-year high in June

Dune: Awakening

- Open world survival game based on iconic sci-fi IP, developed and published by subsidiary Funcom
- Launched in June - received positive response from fans of survival genre and fans of Dune IP, ranked first pay-to-own game by revenue on Steam worldwide during launch period¹

'자료: tencent, 하나증권

도표 4. 크래프톤 독립 스튜디오 주요 파이프라인

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	인조이	인조이 스튜디오	크래프톤	인생 시뮬레이션	PC	글로벌	3/28
	민간군사기업 매니저: 택티컬 오토 배틀러	5민랩	5민랩	시뮬레이션	PC	글로벌	4/28
	어비스 오브 던전	블루홀 스튜디오	크래프톤	익스트랙션 RPG	모바일	글로벌	2026
	서브노티카2	언노운 월즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2026
	PUBG: 블라인드 스팟	펍지 스튜디오	크래프톤	탐다운 택티컬 슈터	PC	글로벌	1H25
	덩컴	James Bendon	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/닌텐도	글로벌	1H25
	팰월드 모바일	펍지 스튜디오	크래프톤	서바이벌 크래프트	모바일	글로벌	2026
	덩컴 투게더	5민랩	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/콘솔/모바일	글로벌	2026
	Valor	펍지 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	콘솔	글로벌	2026~
	Project Black Budget	펍지 스튜디오	크래프톤	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔	글로벌	2026~
	마이 리틀 퍼피	드림모션	드림모션	어드벤처	PC	글로벌	2025
	커스베인	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	어센드 투 제로	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	커맨더 퀘스트	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	로그라이크, 덱빌딩, 카드게임	PC	글로벌	2025
	왈츠 앤 챔	플라이웨이게임즈	플라이웨이게임즈	액션 어드벤처, 캐주얼, 탐험	PC	글로벌	2025
	Unannounced Project	펍지 스튜디오	크래프톤	하이브리드 캐주얼	모바일	글로벌	미정
	오버데어	오버데어	크래프톤	샌드박스	PC/모바일	글로벌	미정
	Project Impact	네온 자이언트	크래프톤	오픈월드 FPS	PC/콘솔	글로벌	미정
	눈물을 마시는 새	크래프톤 몬트리올 스튜디오	크래프톤	액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	미정

자료: 하나증권

도표 5. 배틀그라운드 모바일 배틀로얄 모드



자료: PUBG, 하나증권

도표 6. 배틀그라운드 모바일 메트로 로얄 모드



자료: PUBG, 하나증권

도표 7. 배틀그라운드 모바일 하드코어 택티컬 PVP



자료: PUBG, 하나증권

도표 8. 배틀그라운드 모바일 익스피리언스 헤비 파이어파워



자료: PUBG, 하나증권

도표 9. 배틀그라운드 모바일 월드 오브 원더(크래프트 그라운드)



자료: PUBG, 하나증권

도표 10. 배틀그라운드 모바일 ASYMMETRIC PVP(신규)



자료: PUBG, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,187.2	3,693.0	4,147.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,187.2	3,693.0	4,147.7
판매비	1,142.5	1,527.3	1,851.2	2,157.7	2,440.5
영업이익	768.0	1,182.5	1,336.0	1,535.2	1,707.2
금융손익	28.6	23.1	17.4	27.0	45.3
종속/관계기업손익	(44.2)	(47.9)	(40.4)	(40.4)	(40.4)
기타영업외손익	76.1	565.0	61.4	343.5	343.5
세전이익	828.6	1,722.7	1,374.4	1,865.4	2,055.6
법인세	234.6	420.1	348.7	466.3	513.9
계속사업이익	594.1	1,302.6	1,025.7	1,399.0	1,541.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.1	1,302.6	1,025.7	1,399.0	1,541.7
비배주주지분 손이익	(1.3)	(3.5)	15.1	33.5	36.9
지배주주순이익	595.4	1,306.1	1,010.7	1,365.6	1,504.8
지배주주지분포괄이익	594.0	1,379.6	961.6	1,408.3	1,551.9
NOPAT	550.6	894.1	997.0	1,151.4	1,280.4
EBITDA	876.1	1,288.9	1,450.6	1,624.3	1,775.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.05	41.83	17.62	15.87	12.31
NOPAT증가율	(2.76)	62.39	11.51	15.49	11.20
EBITDA증가율	1.99	47.12	12.55	11.97	9.31
영업이익증가율	2.18	53.97	12.98	14.91	11.20
(지배주주)순이익증가율	19.03	119.37	(22.62)	35.11	10.19
EPS증가율	19.88	122.26	(21.82)	35.70	10.20
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	45.85	47.56	45.51	43.98	42.81
영업이익률	40.20	43.64	41.92	41.57	41.16
계속사업이익률	31.09	48.07	32.18	37.88	37.17

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,221	27,162	21,234	28,814	31,752
BPS	114,849	144,190	162,248	191,061	222,813
CFPS	18,854	29,699	31,611	40,276	44,674
EBITDAPS	17,982	26,805	30,476	34,273	37,466
SPS	39,217	56,353	66,962	77,922	87,516
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	15.84	11.51	15.00	11.05	10.03
PBR	1.69	2.17	1.96	1.67	1.43
PCFR	10.27	10.52	10.08	7.91	7.13
EV/EBITDA	7.38	8.79	8.18	6.58	5.27
PSR	4.94	5.55	4.76	4.09	3.64
재무비율(%)					
ROE	11.16	21.10	14.14	16.77	15.71
ROA	9.54	18.19	12.28	14.68	13.83
ROIC	68.37	119.90	132.84	187.16	264.18
부채비율	15.86	15.97	14.21	13.29	12.27
순부채비율	(52.24)	(53.32)	(49.19)	(55.05)	(60.08)
이자보상배율(배)	86.20	125.03	132.27	139.52	148.08

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964.4	5,004.4	5,392.7	6,831.2	8,399.3
금융자산	3,191.3	3,901.2	3,969.3	5,188.8	6,571.5
현금성자산	721.0	581.7	833.4	2,027.2	3,388.1
매출채권	700.4	1,006.8	1,300.7	1,501.4	1,671.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	72.7	96.4	122.7	141.0	156.5
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,151.9	3,229.0	3,301.3
투자자산	918.2	1,148.4	1,418.2	1,584.3	1,725.0
금융자산	346.9	426.4	485.3	507.6	526.4
유형자산	257.0	239.7	302.3	232.6	182.0
무형자산	607.8	656.2	625.0	605.6	587.8
기타비유동자산	693.0	870.7	806.4	806.5	806.5
자산총계	6,440.5	7,919.5	8,544.7	10,060.2	11,700.6
유동부채	520.7	784.8	685.0	771.3	844.3
금융부채	72.7	106.1	107.1	118.4	128.0
매입채무	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	447.8	678.5	577.6	652.6	716.0
비유동부채	360.9	305.5	378.3	408.6	434.3
금융부채	214.9	153.5	182.0	182.0	182.0
기타비유동부채	146.0	152.0	196.3	226.6	252.3
부채총계	881.6	1,090.3	1,063.4	1,179.9	1,278.5
지배주주지분	5,554.4	6,827.8	7,462.5	8,828.2	10,333.0
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,488.9	1,488.9	1,488.9
자본조정	97.3	105.0	(34.5)	(34.5)	(34.5)
기타포괄이익누계액	85.2	158.7	90.1	90.1	90.1
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	5,913.1	7,278.7	8,783.5
비지배주주지분	4.4	1.3	18.8	52.2	89.1
자본총계	5,558.8	6,829.1	7,481.3	8,880.4	10,422.1
순금융부채	(2,903.7)	(3,641.6)	(3,680.2)	(4,888.4)	(6,261.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662.3	907.9	1,326.2	1,529.3	1,676.9
당기순이익	594.1	1,302.6	1,025.7	1,399.0	1,541.7
조정	207.7	(118.2)	(73.5)	43.4	61.6
감가상각비	108.0	106.4	114.6	89.1	68.4
외환거래손익	(7.8)	(95.7)	78.9	0.0	0.0
지분법손익	39.7	66.6	6.2	(11.8)	0.0
기타	67.8	(195.5)	(273.2)	(33.9)	(6.8)
영업활동 자산부채변동	(139.5)	(276.5)	374.0	86.9	73.6
투자활동 현금흐름	(394.2)	(831.6)	(249.0)	(135.2)	(105.4)
투자자산감소(증가)	(177.3)	(182.3)	(257.9)	(154.3)	(140.7)
자본증가(감소)	(34.4)	(19.8)	(53.8)	0.0	0.0
기타	(182.5)	(629.5)	62.7	19.1	35.3
재무활동 현금흐름	16.8	(258.7)	(572.8)	0.3	(40.7)
금융부채증가(감소)	(0.4)	(5.8)	32.6	11.3	9.6
자본증가(감소)	23.4	5.8	11.1	0.0	0.0
기타재무활동	(6.2)	(258.7)	(616.5)	(11.0)	(50.3)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	285.0	(139.4)	361.0	1,193.8	1,360.9
Unlevered CFO	918.5	1,428.1	1,504.6	1,908.8	2,117.2
Free Cash Flow	628.0	887.7	1,271.6	1,529.3	1,676.9

2025년 9월 17일 | Global Equity

미국

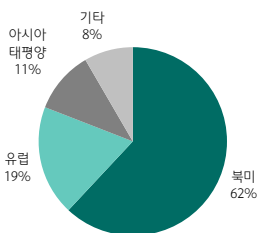
TP(컨센서스) 145.54 USD

CP(09.15) 137.25 USD

Key Data

국가	UNITED STATES		
상장거래소	New York		
산업 분류	커뮤니케이션 서비스		
주요 영업	엔터테인먼트		
홈페이지	corporate.roblox.com		
시가총액(십억USD)	95.1		
시가총액(조원)	131.2		
52주최고/최저(USD)	150.59/37.5		
주요주주 지분율(%)			
VANGUARD GROUP	9.17		
FMR	7.67		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	17.0	142.9	196.8
상대	14.4	125.6	179.4

매출구성



Financial Data (백만 USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출	3,602	3,602	4,876	6,283
영업이익	(1,063)	(1,063)	(1,285)	(794)
순이익	(935)	(935)	(1,141)	(771)
EPS(USD)	(1.9)	(1.4)	(1.7)	(1.2)
EPS(YOY, %)	20.6	(23.0)	14.9	(24.8)
ROE(%)	(602.6)	(628.3)	(485.1)	(240.6)
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR(배)	378.3	174.1	261.4	138.2
배당률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 하나증권



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

로블록스 (RBLX.US)

AI UGC 게임 최대 수혜주

3번째 1,000만 게임의 등장

로블록스는 8/23 최고 동시 접속자 4,257만명을 기록, 이전 최고치 3,248만명(8/9)을 갱신한 이후 매 주말 3,000만명 이상의 최고 동시 접속자를 확보하고 있다. [그로우 어 가든] 출시 이전까지 유저들이 몰리는 주말의 최고 동접자는 1,200만명 수준이었다. 현재는 주중에 가장 동접자가 적은 날에도 1,400만명 수준을 유지하는 모습이다. 반년만에 완전히 체급이 다른 플랫폼으로 성장했다. 로블록스는 2분기 실적발표에서 최대 히트작 [그로우 어 가든] 포함 5개 이상의 게임이 DAU 1,000만명 이상이며 그 중 4개가 12개월 내 출시된 신작임을 강조했다. 또한 [그로우 어 가든]의 유저 75% 이상이 타 게임을 한 번 이상 플레이, 플랫폼 내 선순환을 이끌고 있음도 설명했다. 그 결과 9/14 [스틸 어 브레인랏]이 2,349만명, [99 나이트 인 더 포레스트]가 1,119만명을 기록하며 제 2, 3의 [그로우 어 가든]이 탄생했다. [그로우 어 가든]의 히트는 단발성이 아니었으며 로블록스 생태계를 소구하는 유저 자체가 폭발적으로 성장했음을 의미한다. UGC 창작자들도 수혜를 볼 수 있기에 게임 출시는 계속 증가할 것이고, 성공하는 게임의 수는 더욱 많아질 수 밖에 없는 환경이다. AI 에셋 생성 도구도 선제적으로 제공하고 있다. AI UGC 게임의 성장에 대한 최대 수혜주다.

RDC 2025: 크리에이터, AI가 중심

로블록스는 9월 개발자 컨퍼런스에서 전 세계 게임 매출 10%를 확보하겠다는 장기 목표를 재확인했다. 현재 컨센서스 기준으로 2025년 2.7%, 2026년 3.5%로 점유율 확대 기대된다. 이번 컨퍼런스에서 크리에이터에 평균 8.5% 높은 수익을 제공하는 환전 지급률 인상안을 발표했다. 다수의 크리에이터를 로블록스 플랫폼 내에 락인시켜 연간 +20% 이상 성장률을 지속하겠다는 의지다. 크리에이터의 개발 편의성, 게임 경험의 다양성을 제공하기 위한 창작 도구도 공개했다. 음성 명령만으로 AI 에셋을 생성할 수 있는 도구와 저사양 기기에서 고해상도 게임을 구현할 수 있는 기능도 추가했다. 그 외에 '로블록스 모먼트'라는 서비스를 공개했다. 게이머들은 게임 플레이 영상을 숏폼으로 편집해 피드에 공유할 수 있다. 해당 피드를 본 게이머는 이를 클릭하여 곧 바로 해당 게임에 접속하게 된다. 로블록스의 압도적인 UGC 생태계 내에 숏폼 콘텐츠까지 배치하여 선순환을 극대화하기 위함이다.

도표 1. 로블록스 실적 추이

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	801.3	893.5	919.0	988.2	1,035.2	1,080.7	1,266.6	1,359.9	3,601.98	4,876.2	6,283.2
YoY(%)	22.3	31.3	28.8	31.8	29.2	20.9	37.8	37.6	28.68	35.4	28.9
부킹액	923.8	955.2	1,128.5	1,361.7	1,206.7	1,437.6	1,266.6	1,359.9	4,369.1	5,994.2	7,383.9
YoY(%)	19.4	22.4	34.4	21.0	30.6	50.5	12.2	(0.1)	24.1	37.2	23.2
북미	550.2	587.6	700.8	861.7	719.4	838.8	937.4	1,026.9	2,700.3		
YoY(%)	16.9	20.5	33.3	18.4	30.8	42.8	33.8	19.2	22.1		
유럽	180.9	183.8	214.9	252.5	232.7	293.6	324.6	329.7	832.1		
YoY(%)	23.0	23.9	35.7	23.5	28.6	59.7	51.1	30.6	26.4		
아시아&태평양	106.6	100.9	116.1	140.3	141.2	176.5	199.6	218.8	463.9		
YoY(%)	15.5	22.0	36.3	29.4	32.5	74.9	71.9	55.9	25.9		
기타	86.1	82.9	96.7	107.2	113.4	128.7	140.5	138.4	372.9		
YoY(%)	35.2	33.5	37.6	24.2	31.7	55.2	45.3	29.1	32.1		
매출총이익	578.3	622.4	695.0	714.0	810.5	844.6	991.7	1,067.9	2,800.8	3,818.5	4,878.4
YoY(%)	32.5	23.6	34.0	29.9	30.2	21.5	38.9	38.8	30.3	36.3	27.8
매출총이익률(%)	77.1	77.7	77.8	77.7	78.3	78.2	78.3	78.5	77.8	78.3	77.6
영업이익 (손실)	(354.0)	(301.1)	(238.1)	(259.0)	(254.5)	(320.2)	(386.0)	(290.6)	(1,060.2)	(1,285.1)	(793.6)
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
순이익, GAAP	(323.7)	(270.6)	(205.9)	(239.3)	(215.1)	(278.4)	(351.9)	(313.1)	(935.4)	(1,146.1)	(873.5)
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
순이익률(%)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지

주: Bloomberg 기준 실적, 컨센서스로 기업 발표 자료와 상이할 수 있음
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 그로우 어 가든 X 스틸 어 브레인랏 (1)



자료: ROBLOX, 하나증권

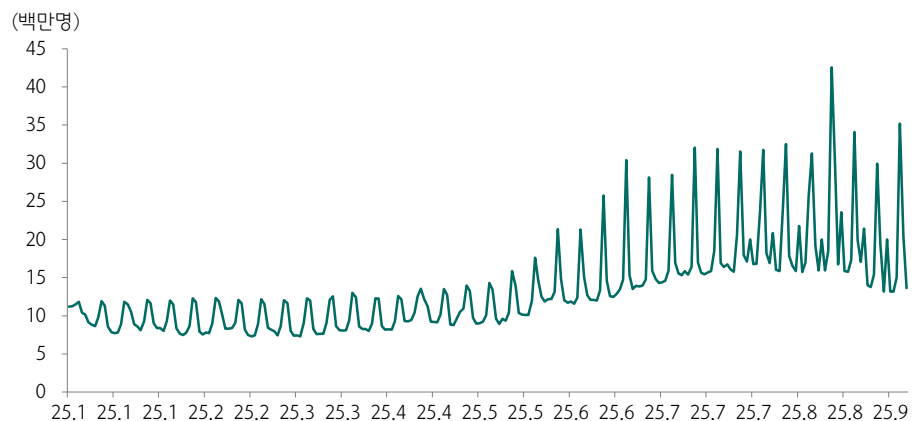
도표 3. 그로우 어 가든 X 스틸 어 브레인랏 (2)



자료: ROBLOX, 하나증권

도표 4. 로블록스 최고 동시 접속자 추이

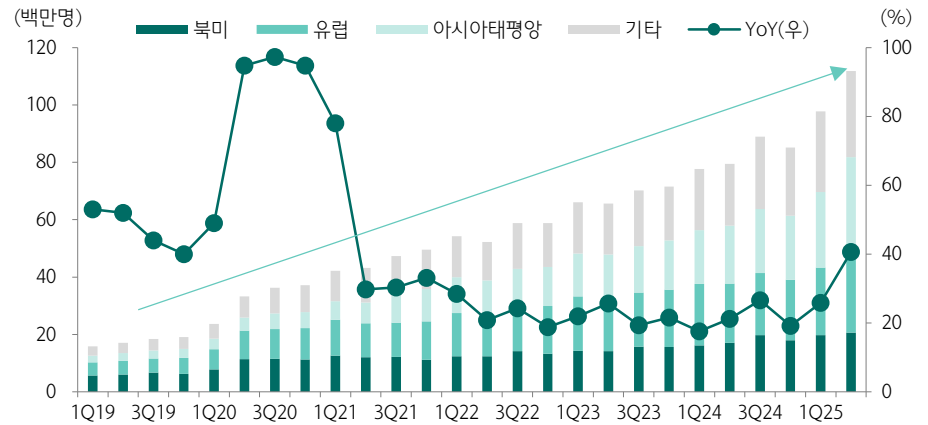
8/23 4,257만명 달성



자료: romonitorstats, 하나증권

도표 5. 로블록스 DAU(Daily Active User)

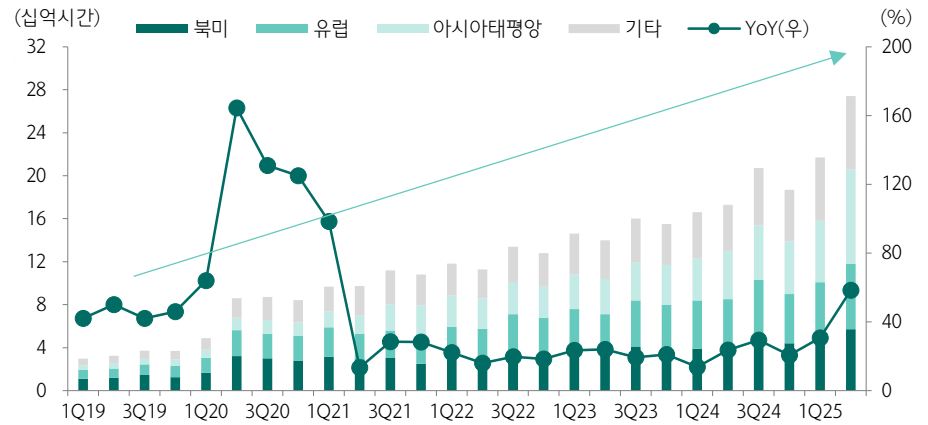
DAU 증가 추세



자료: Roblox, 하나증권

도표 6. 로블록스 체류 시간(Hour Engaged)

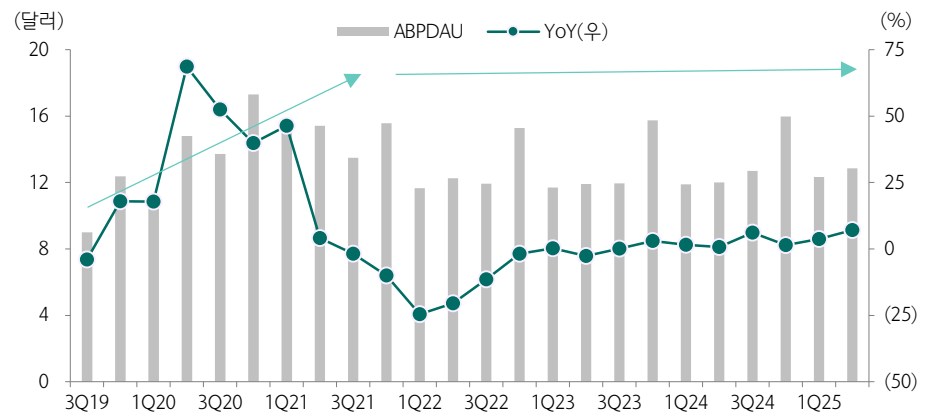
체류 시간 증가 추세



자료: Roblox, 하나증권

도표 7. 로블록스 ABPDAU(Average Booking Per Daily Active User)

ABPDAU는 22년부터 정체



자료: Roblox, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출	3,602	3,602	3,602	4,876	6,283
매출총이익	1,677	2,150	2,801	3,819	4,878
판매비	2,601	3,409	3,864		
영업이익	(1,063)	(1,063)	(1,063)	(1,285)	(794)
이자 비용	40	41	41		
기타영업손익	(168)	(168)	(168)		
세전이익	(931)	(1,158)	(937)		
법인세	4	0	4		
소수주주이익	(10)	(7)	(5)		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	(935)	(935)	(935)	(1,141)	(771)
성장율(YoY)					
매출	0.0	0.0	0.0	35.4	28.9
영업이익	0.0	0.0	0.0	20.9	(38.2)
순이익	0.0	0.0	0.0	22.0	(32.4)
수익성(%)					
매출총이익률	75.4	76.8	77.8	78.3	77.6
영업이익률	(41.5)	(45.0)	(29.5)	(26.4)	(12.6)
순이익률	(26.0)	(26.0)	(26.0)	(23.4)	(12.3)

주: GAAP 기준, 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,424	3,750	3,839	3,275	3,728
현금성자산	894	3,004	2,977	678	712
매출채권	247	307	379	506	615
비유동자산	424	811	1,537	2,893	3,447
투자자산	0	0	0	1,043	1,610
유형자산	206	493	1,118	1,360	1,325
자산총계	7,175	7,175	7,175	7,175	7,175
유동부채	1,229	2,167	2,481	3,663	3,663
비유동부채	507	1,801	2,590	3,047	3,303
부채총계	1,735	3,968	5,070	6,099	6,966
자본금	249	1,569	2,214	3,135	4,221
이익잉여금	(492)	(984)	(1,908)	(3,059)	(4,000)
자본총계	112	593	305	69	209

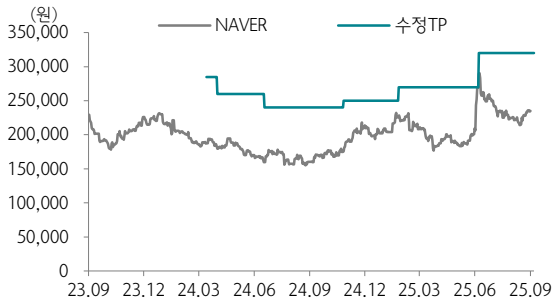
투자지표	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(USD)					
EPS	(1.6)	(1.9)	(1.4)	(1.7)	(1.2)
BPS	0.5	0.1	0.3	0.5	1.0
SPS	3.7	4.5	5.6	7.1	10.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주가지표(배)					
PER	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
PBR	56.2	378.3	174.1	261.4	138.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	67.2	47.9
PSR	7.6	10.1	10.4	19.5	15.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무비율(%)					
ROE	(207.5)	(602.6)	(628.3)	(485.1)	(240.6)
ROA	(18.6)	(20.0)	(14.0)	(14.4)	(10.6)
ROIC	(48.3)	(64.2)	(51.2)	-	-
부채비율	510.4	2,568.7	865.2	-	-
유동비율	1.5	1.1	1.0	-	-
이자보상배율(배)	(23.2)	(30.9)	(25.8)	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치, 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	524	659	369	458	822
감가/무형상각비	44	76	130	208	226
비현금자본증감	(76)	91	(9)	(51)	(99)
투자활동	(97)	(147)	(441)	(2,825)	(852)
유형자산처분	0	0	0	0	0
유형자산취득	(104)	(93)	(426)	(321)	(180)
투자자산증감	0	0	0	0	0
재무활동	165	1,598	45	68	63
배당금	0	0	0	0	0
단기부채증감	0	0	0	0	0
장기부채증감	0	990	(2)	0	0
자본금증감	165	610	46	53	70
잉여현금흐름	420	566	(57)	138	643

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

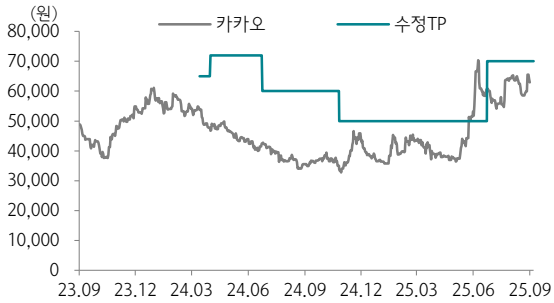
NAVER



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.23	BUY	320,000		
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%
담당자 변경				

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

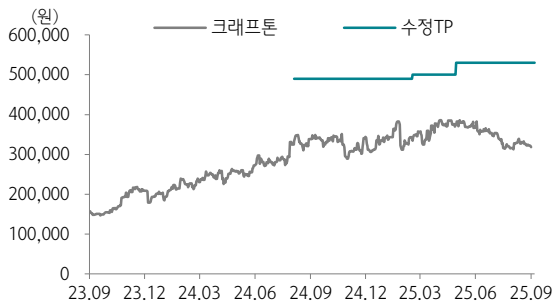
카카오



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.9	BUY	70,000		
24.11.11	BUY	50,000	-14.90%	40.80%
24.7.9	BUY	60,000	-37.43%	-28.75%
24.4.16	BUY	72,000	-37.65%	-30.83%
담당자 변경				

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

크래프톤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	530,000		
25.3.4	BUY	500,000	-27.75%	-22.80%
24.8.20	BUY	490,000	-32.47%	-21.84%
담당자 변경			-	-

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 9월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 14일