2024-11-29

2025년 인터넷/게임 연간전망

SK증권 인터넷/게임. 남효지

SK securities

NAVER

kakao

회복핑

2025년 인터넷/게임 섹터 전망

SK 증권

인터넷

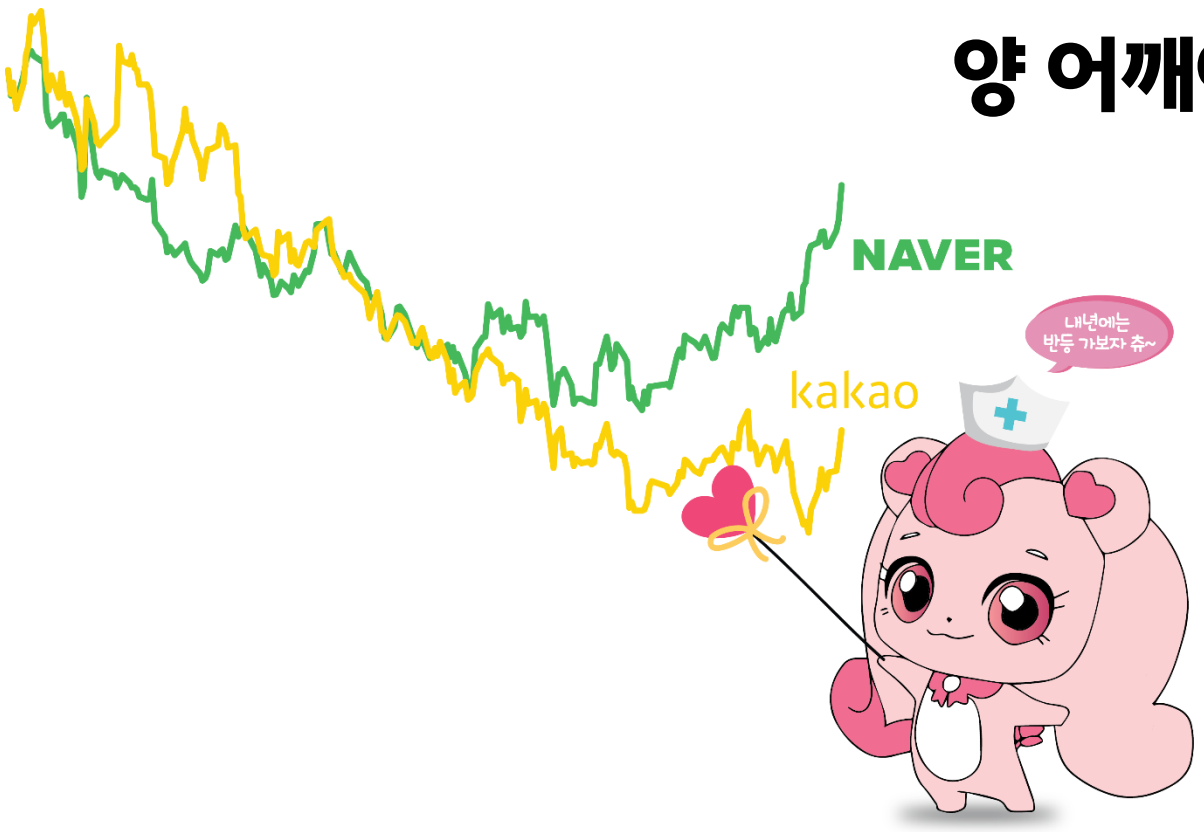
- 25년에도 전방시장 회복을 기대하기는 어려워 보인다. 먼저, 광고는 시장 회복을 기다리기 보다는 효율 높은 신규 광고 상품 출시를 통해 성장성 회복이 필요하다. 최근 숏폼 콘텐츠향 트래픽이 빠르게 늘어나고 있는데, 이를 활용한 전략이 주효해보인다. NAVER는 클립 광고 상품 출시로 DA 성장률이 회복(3Q23 -9.5%-> 3Q24 11.0%)되었고 향후 클립 이용률 확대로 광고 매출 내 기여도는 지속 상승할 것으로 전망한다. 카카오는 기존 비즈보드를 통해 진출하지 못했던 영역으로의 확장을 통해 25년 광고 매출의 점진적 회복을 기대한다.
- 커머스는 시장 저성장 기조가 지속됨에 혜택 차별화를 통해 고객을 유입하는 전략이 필요하다. NAVER는 내년 상반기에 '네이버플러스 스토어'를 별도 앱으로 출시해 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획이다. 그 동안 경쟁사대비 큰 약점으로 꼽혔던 물류도 '네이버 배송'으로 리브랜딩 해 GMV 성장을 도모한다. 커머스 솔루션 적용 확대로 take rate 상승을 전망한다. 전체적으로 작년에 이어 타이트한 비용 관리, 비핵심 사업 축소 작업이 계속된다. 본업 경쟁력이 강화되며 내년 연결 영업이익을 결정짓는 중요한 역할을 할 것이다.
- Top-pick: NAVER

게임

- 내년 글로벌 게임 시장은 오랜 개발 기간과 막대한 개발비를 투자한AAA급 신작들이 쏟아진다. 흥행에 성공하면 글로벌 게임 시장을 타겟해 넓은 유저 기반을 확보할 수 있다는 장점도 있지만 흥행에 실패하면 게임사 실적에 큰 타격이 있을 수 있다. 개발비가 올라갈수록 신작의 손익분기점을 높아져 흥행을 위한 마케팅과 적절한 유통전략이 필요하다. 게임의 주 이용자층인 1030을 타겟하는 인플루언서를 활용한 마케팅이 더욱 확대될 것이고, 높아진 개발비를 싱글 플랫폼에서만 커버하긴 어려워졌기 때문에 크로스플랫폼 유통이 활발해질 것이다. 특히 유저베이스가 지속 확대되고 있는 스팀을 통한 유통과 마케팅 채널로써의 활용이 확대될 것으로 예상된다.
- 국내 게임사들도 오랜 개발 기간을 거친 기대작들이 출시를 앞두고 있다. 펄어비스 <붉은사막>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, 크래프톤 <inZOI> 등이 있다. 내년에는 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다져나가고, 신작 흥행 정도에 따라 이익 스윙은 높아질 것이다. 이에 따라 주가도 기민하게 반응할 것으로 예상된다.
- Top-pick: 크래프톤

Part 1. 인터넷

양 어깨에 자식들 업고 뛰어



SK 증권

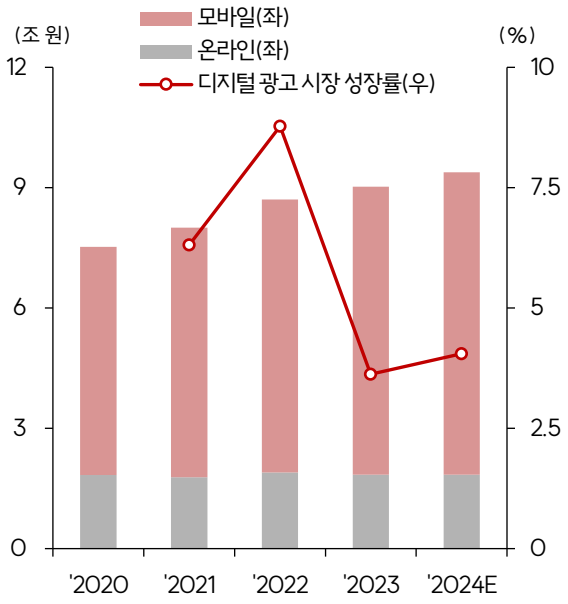
2024 Recap

- NAVER, 카카오 YTD 주가 수익률 -10.8%, -33.8%. 안좋았던 이유는 결국 전방시장 성장 둔화 때문
- 2023 방송통신광고비 조사에서는 연초 작년대비 올해 광고 시장 회복을 예측했으나, 올해 매체, 대행사, 렙사 전반적으로 실적 악화되었음을 고려하면 광고 시장 성장은 작년대비 부진했던 것으로 파악됨
- 올해 들어 네이버와 카카오 모두 이커머스 시장 둔화 영향을 직격으로 맞고 있음. 연초부터 시장 성장률 하회했으나 3Q24부터 소폭 회복 중(시장 성장률 3Q24 3.0% vs. 네이버 5.0%, 카카오 7.4%). 온플랫폼, 선물하기 성장률도 시장 성장률대비 저조했음
- 한국 온라인 쇼핑 거래액 성장률은 1월 11.8%-> 9월 2.0%로 크게 둔화되어 커머스 사업에 대한 우려 확대

NAVER, 카카오 상대주가 추이

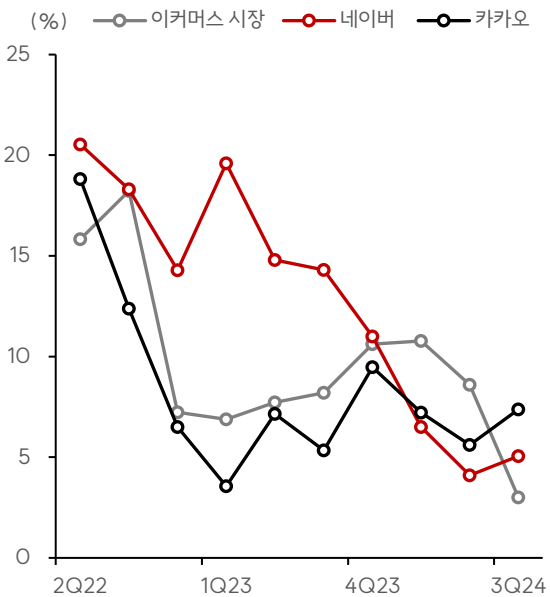
자료: Quantiwise, SK증권

광고: 저성장 기조 지속



자료: 2023방송통신광고비조사, SK증권

커머스: 거래액 성장률 둔화

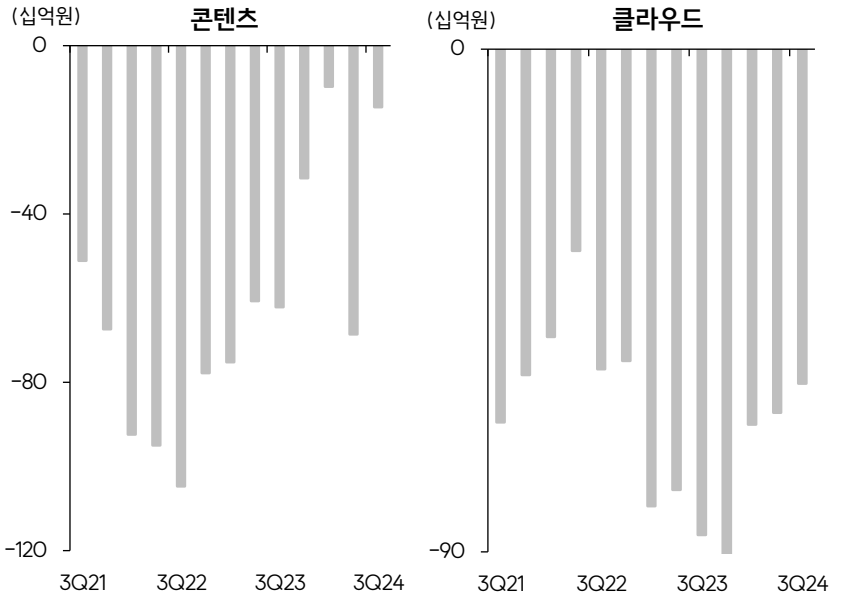


자료: 통계청, 각 사, SK증권 추정

2024 Recap

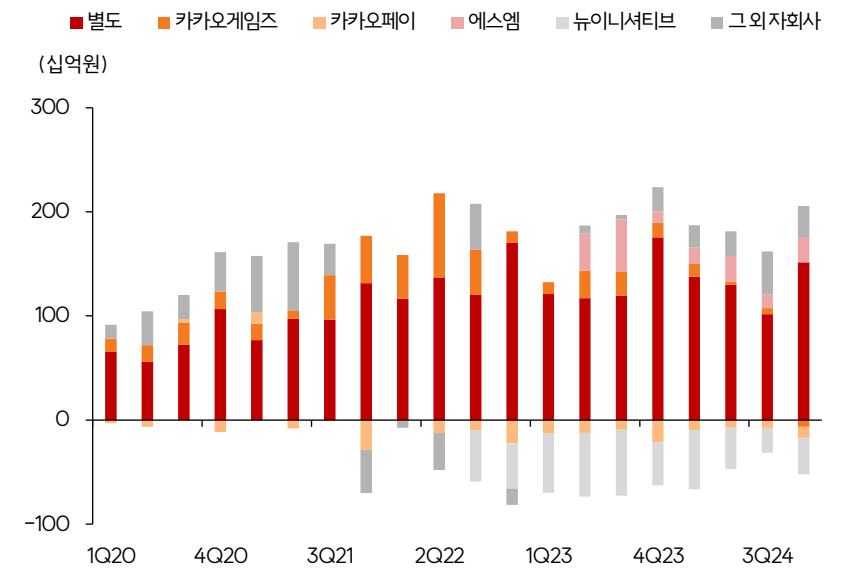
- NAVER는 작년부터 강한 비용 통제 진행. 적자 자회사 지분 축소, 사업 정리 등 진행 =>콘텐츠 부문 적자 크게 축소(3Q24 웹툰 일회성 제외), 클라우드 사업도 B2B 수주 확대로 적자폭 감소
- 카카오는 콘텐츠 자회사들 실적 부진. 게임즈는 신작 부재, 에스엠은 아티스트 활동 부재, 웹툰은 일본 시장 경쟁 심화 영향
- 다만 최근 핵심 사업 중심으로 리소스 재배치하고 수익성 낮은 사업 정리 중

NAVER 콘텐츠, 클라우드 부문 영업손실 추이



자료: NAVER, SK증권

카카오, 자회사 실적 부진-> 연결 영업이익 역성장으로 이어짐

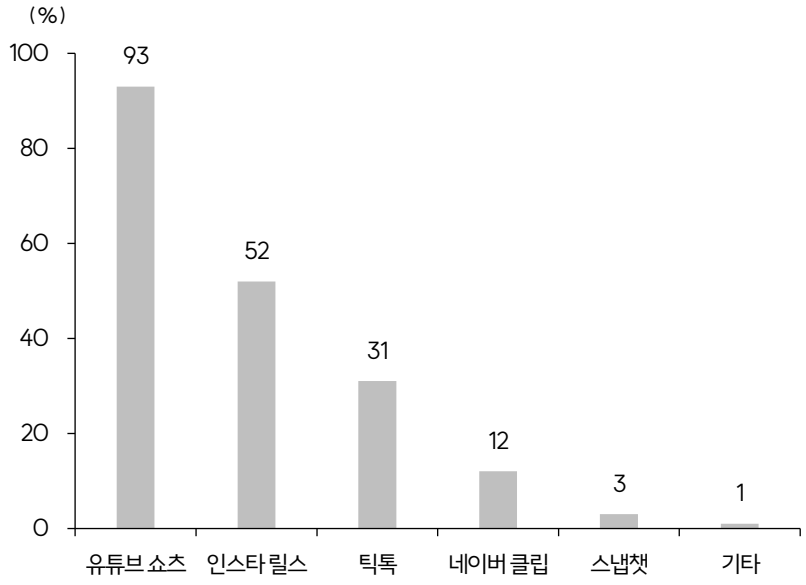


자료: 카카오, SK증권

광고 : 여전히 너무 중요한 숏폼

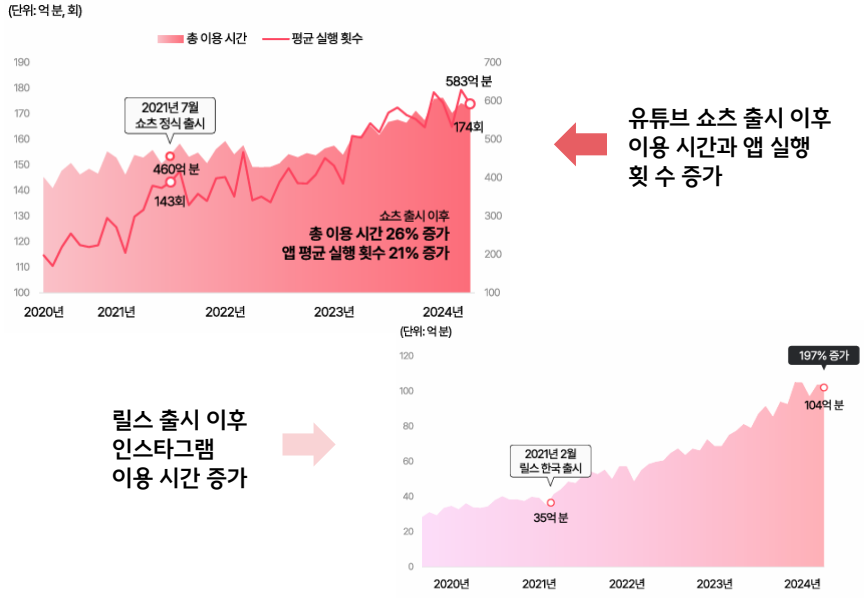
- 저연령층 중심의 숏폼 콘텐츠 소비 경험은 전 연령층으로 확대, 특히 유튜브 쇼츠 이용률이 높게 나타나고 있음
- 유튜브 쇼츠는 23년 기준 글로벌 일 평균 조회 수 700억 회. 국내 이용자의 일 평균 쇼츠 조회 수 23년 기준 YoY 2배 증가, 출시 이후 유튜브 총 이용 시간 20% 이상 증가
- 인스타그램 릴스는 하루 2,000억 회(인스타그램, 페이스북 합산) 이상 재생. 출시 이후 이용자, 이용시간뿐만 아니라 이용자 전반 활동성 증가. 릴스 출시 이후 인스타그램 사용 시간 40% 이상 증가

주 숏폼 콘텐츠 시청 플랫폼 이용률



자료: 나스미디어, SK증권
주: 복수응답 기준

숏폼 출시 이후 플랫폼 이용 시간 증가



자료: 나스미디어, SK증권

광고 : 시장 안좋아도 신규 상품 냈잖아 한잔해~

- 광고 시장은 내년에도 완연한 회복을 기대하기는 어려워 보임
- 트래픽이 집중되는 숏폼을 활용한 신규 상품 출시로 광고 실적 반등을 꾀해야 함
- 숏폼 콘텐츠는 높은 성장률 보이고 있음. 2Q23 META의 릴스 하루 시청 수는 2천억건 이상, YoY +42.8%. 연간 매출 전망치도 100억달러
- 글로벌 숏폼 광고는 전체 동영상 광고비 지출의 약 50% 차지할 것으로 예상. 숏폼 동영상 광고 시장 규모 23년 980억달러-> 25년 1,440억달러 전망
- 현재 동영상 광고 집행 예산 중 숏폼 예산의 비중은 2~30% 수준, 향후 숏폼 광고 집행이 현재대비 늘어날 것으로 전망

다양한 플랫폼들의 숏폼 광고 상품 확대

인스타그램 릴스 광고

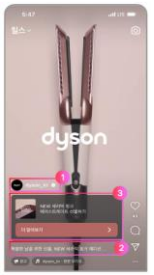
유튜브 쇼츠 광고

Clip
숏폼 아웃스트림
동영상 상품 beta 출시

TikTok
Video Shopping Ads
/ VSA 프로덕트 타일

자료: 나스미디어, SK증권

주 숏폼 콘텐츠 시청 플랫폼

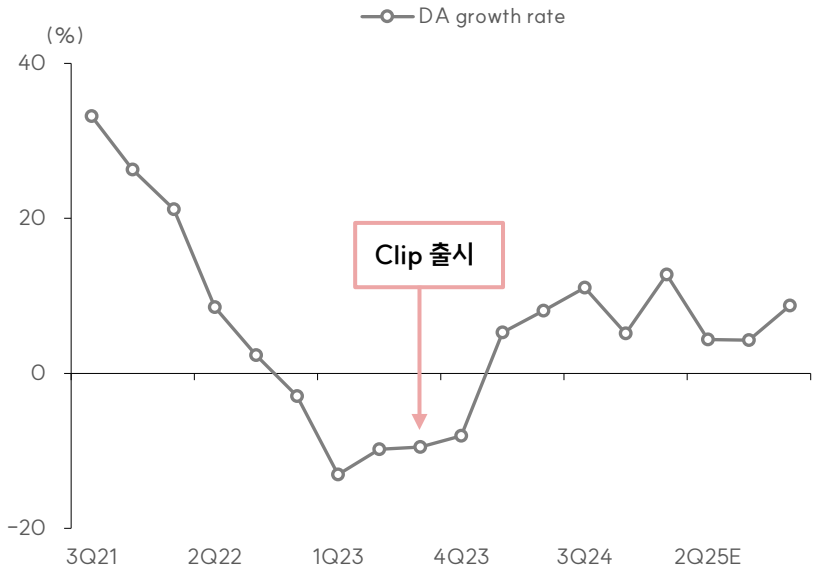
	유튜브 쇼츠	인스타 릴스	틱톡	네이버 클립
플랫폼 이용 타겟	전 연령층	20~40대 여성	10~30대	40~60대
숏폼 광고 론칭 시기	22년 6월	21년 6월	19년 2월	23년 11월
광고 길이	6~60초	최대 15분	5~60초	90초 이내
광고 상품 예시				

자료: 나스미디어, SK증권

광고 : NAVER, 클립이 하드캐리

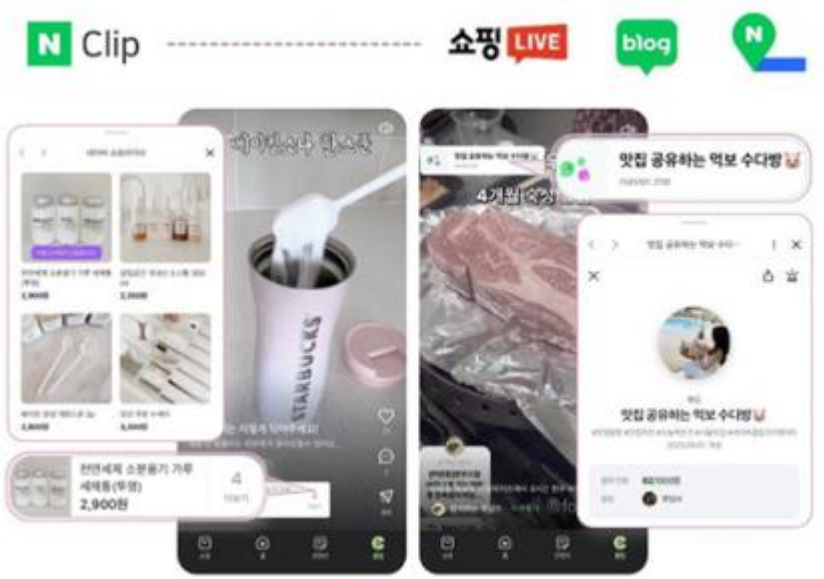
- NAVER: 홈피드, 클립 출시로 인벤토리 확장/개편 통해 신규 지면 확보, DA 성장률 회복 중
- 23년 8월 Clip 정식 출시. DA 성장률은 1Q23 -13.1%-> 3Q23 -9.5% -> 1Q24 5.3% -> 3Q24 11.0%로 빠른 회복세 보임
- 홈 화면에서 디스플레이 영역을 100% 활용해 광고 노출되는 상품
- 클립 내 정보 스티커로 네이버지도/블로그/쇼핑/뉴스 등 네이버 서비스를 연결
- 클립 론칭 이후 클립 재생 수 YoY 2.9배 증가, 개인 창작자 콘텐츠 재생 수 5배 증가

NAVER DA 성장률 추이



자료: NAVER, SK증권

NAVER 숏폼 '클립'에서 다양한 네이버 생태계 내 서비스와 연계

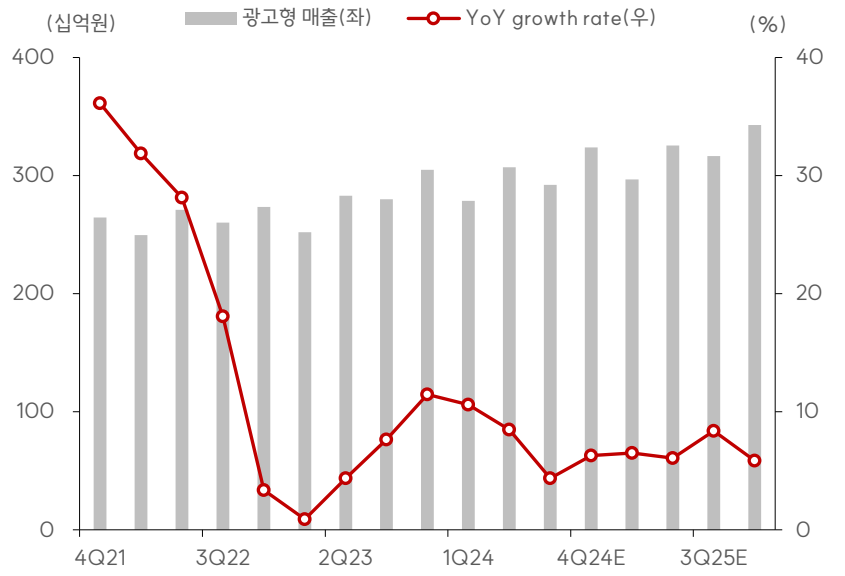


자료: 나스미디어, SK증권

광고 : 카카오, 타겟 시장 확장

- 메시지 광고가 꾸준히 두 자리 수 성장률을 보이며 전체 광고 매출 성장을 견인해왔음
- 그러나 올해들어 비즈보드가 국내 광고주 집행 축소 영향으로 4Q23 12.0%-> 3Q23 -3.0%로 저성장세에 진입, 광고 사업에 대한 우려 확대
- 오픈채팅 전면 광고, 우리동네 소식을 통한 로컬 광고주 타겟. 10월부터 오픈채팅탭 내 전면 동영상 광고 페이지 오픈. 브랜드 전용 페이지 구축에 따라 브랜딩 수요 충족 시킬 수 있을 것
- 기존 비즈보드는 대형 광고주 타겟이었다면 동네소식(가제)는 로컬 광고주(롱테일) 타겟함과 동시에 기존에 진출하지 못했던 검색 광고 영역으로 진입

카카오 광고 성장률



자료: 카카오, SK증권

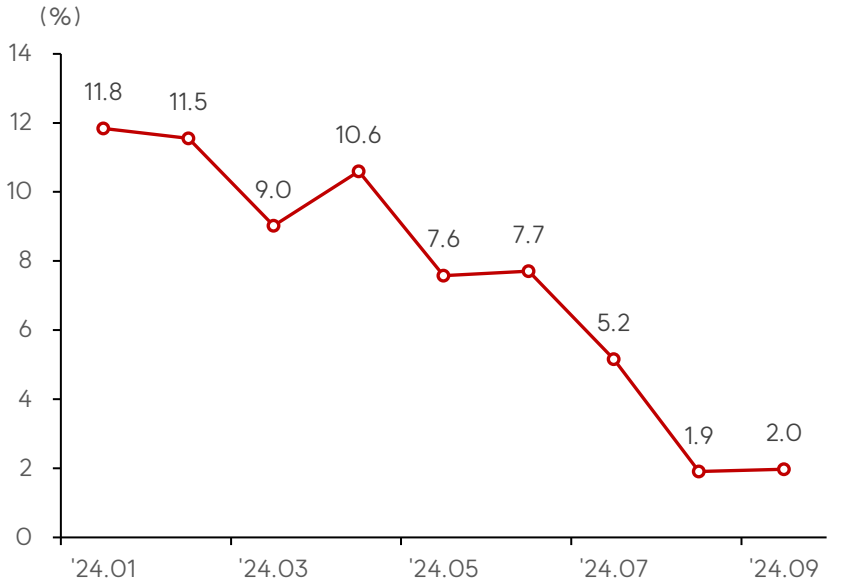
오픈채팅 전면 광고 –포커스풀뷰

자료: 인크로스, SK증권

커머스 : 과포화

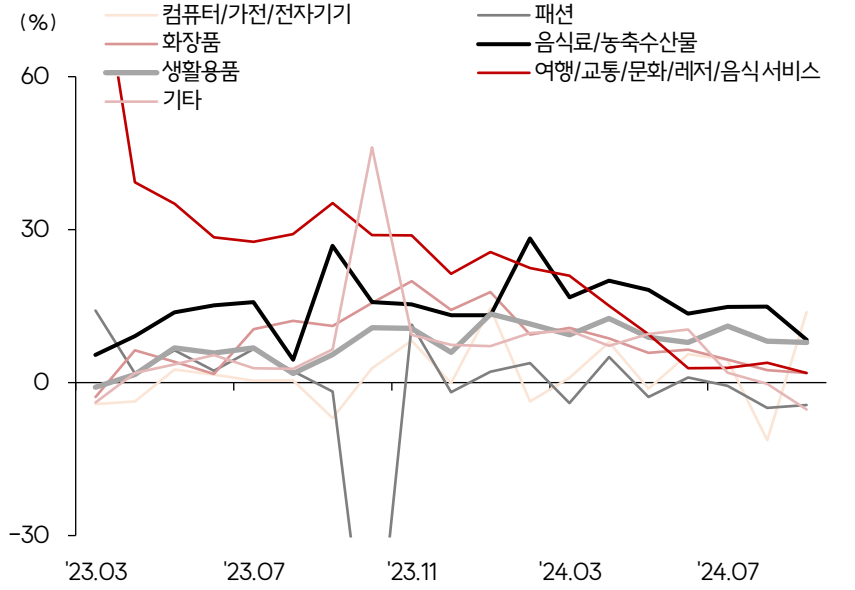
- 올해 국내 이커머스 시장 성장률은 매월 빠르게 둔화되는 모습을 보임. 1월 11.8%-> 5월 7.6%-> 9월 2.0%
- 품목별로 보면 FMCG 와 신선식품 성장만 견조. 9월 기준 패션 -4.4%, 화장품 1.9%, 음식료/농축수산물 8.4%. 생활용품 7.9% 기록
- 이커머스 침투율은 33% 수준으로 추가 성장 여력 높지 않아, 과거와 같은 고성장 보기 어려울 것
- 이커머스 시장 저성장 기조 지속되며 key 카테고리 상품 강화, 플랫폼 특징과 혜택을 차별화하며 고객을 유입하는 전략이 필요

월별 한국온라인쇼핑 거래액 성장률



자료: KOSIS, SK증권

음식료, 생활용품, 일부 서비스 제외 전 품목 성장률 둔화

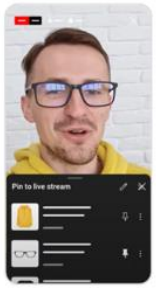


자료: KOSIS, SK증권

커머스 : 숏핑, 내 지갑 털어가는 파산핑

- 소비 행태의 변화: 기존 검색 엔진, 커머스 플랫폼에서 키워드 중심의 검색 -> SNS, 동영상 플랫폼에서 영상 시청하며 상품 탐색 & 구매
- 브랜드 콘텐츠를 통해 새로운 상품 탐색 및 발견 -> 커뮤니티 통해 콘텐츠 확산 -> 소비자 구매
- 국내 라이브 커머스 조회 수는 22년 18억회-> 23년 37억회로 크게 증가. 시장 규모도 동 기간 2조원-> 3조원으로 성장
- 틱톡샵은 미국, 영국, 동남아 등 8개국에서 서비스 운영 중. 틱톡샵 글로벌 매출은 21년 10억 달러-> 22년 44억 달러-> 23년 200억 달러
- YouTube도 영상과 연계된 쇼핑 제휴 프로그램 도입. 22. 06 미국 출시, 24.06 한국 출시. 한국의 월별 평균 트래픽은 82.5억회로 미국에 이어 2위. YouTube 보급률도 89.6%로 세계 7위, 인앱 구매력은 월 평균 865만 달러로 세계 3위

동영상 플랫폼들의 커머스 기능 추가

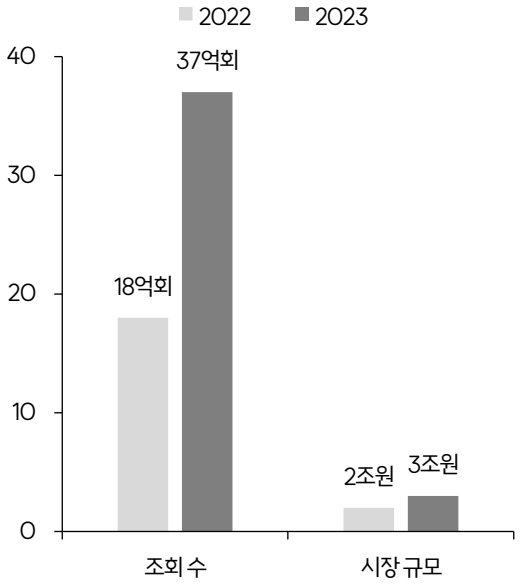


YouTube 쇼핑
- ✓ 유튜브 쇼핑 제휴 프로그램 도입
- ✓ 제품을 콘텐츠에 태그해 추가 수익 창출
- ✓ 태그 링크 통해 구매될 경우 수수료 지급
- ✓ 22년 6월 미국 출시 후 한국 도입
- ✓ 쿠팡이 쇼핑 제휴사로 참여
- ✓ 카페24와 공동 개발

TikTok
- ✓ 라이브 쇼핑, 영상, 쇼케이스 등 앱 내 다양한 위치에서 제품 선보이고 판매 가능

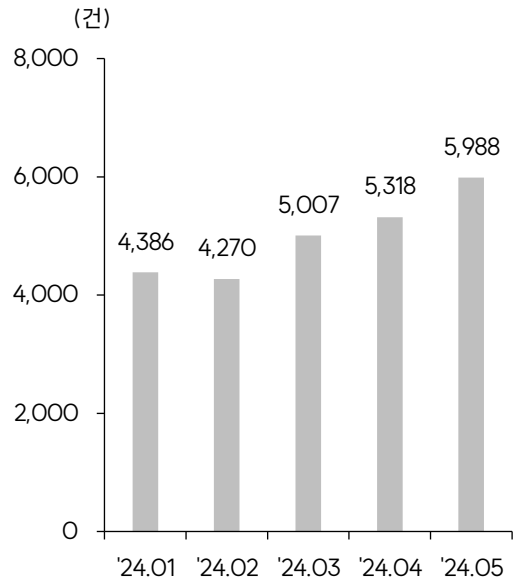
자료: 인크로스, SK증권

국내 라이브커머스 조회 수 및 시장 규모



자료: 라방바, SK증권

숏폼 커머스 관련 언급량 추이

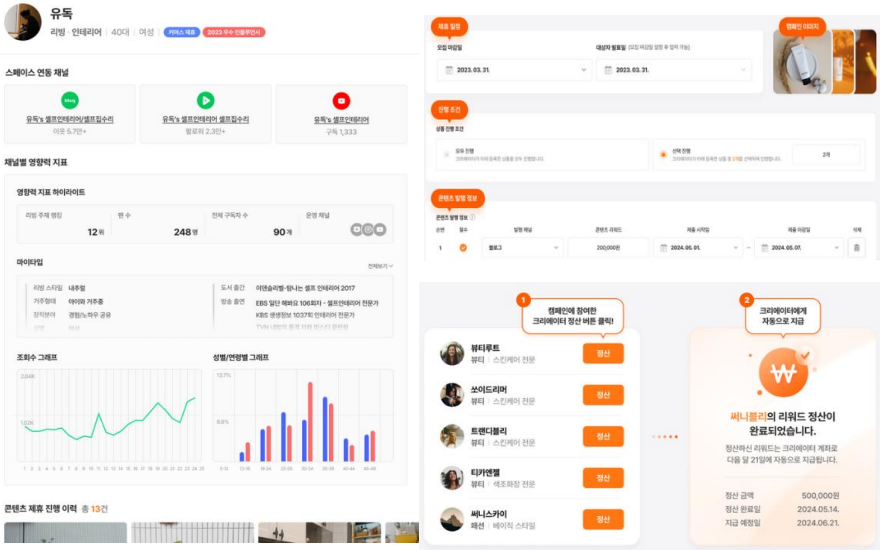


자료: KPR 인사이트 트리, 인크로스, SK증권

커머스 : 디토소비 확산 지속

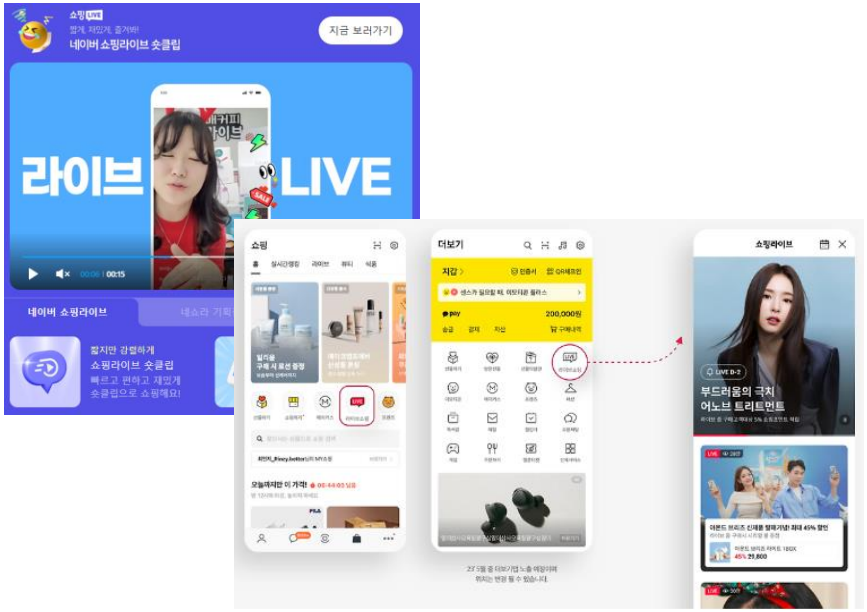
- 자신의 가치관과 취향에 맞는 인플루언서, 콘텐츠, 커머스 채널 등의 구매선택을 따라가는 소비인 '디토소비' 지속
- 네이버는 클립향 트래픽 유입을 위해 적극적으로 크리에이터 모집 중.
- 네이버 '브랜드커넥트' – 브랜디드 콘텐츠 제휴와 상품 구매를 의뢰할 수 있는 공동구매 형태의 커머스 제휴를 진행할 수 있는 서비스. 21년 9월 출시, 현재 약 1만명의 네이버 인플루언서, 2,300여개 스마트스토어, 브랜드스토어, 광고대행사가 이용 중. SME에게 반응 좋음
- 네이버와 카카오도 라이브커머스 '네쇼라', '카쇼라' 전개 중. 아직까지 전체 커머스 거래액대비 비중은 높지 않으나 빠르게 늘어나는 거래액과 높은 수수료 비율은 긍정적

네이버 '브랜드커넥트', 인플루언서-스토어 연계해 인플루언서 마케팅 지원



자료: Qletter, SK증권

네이버, 카카오의 라이브 커머스 서비스 – 네쇼라, 카쇼라

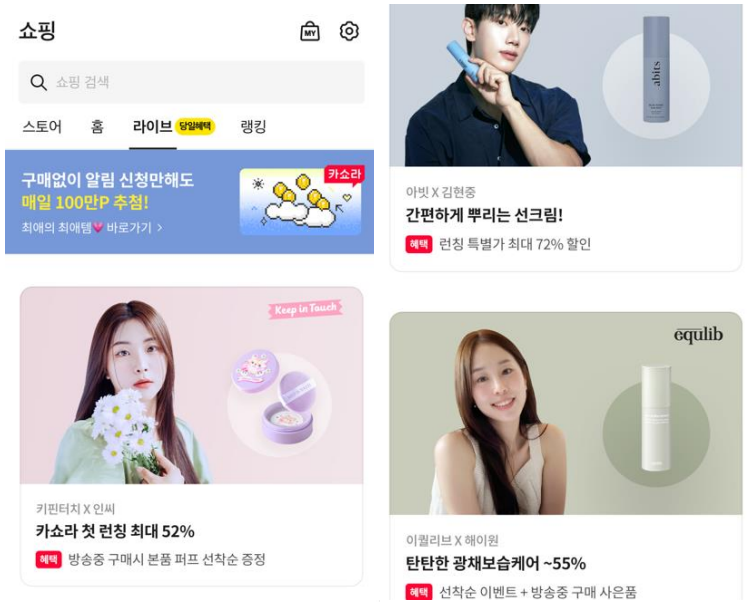


자료: 각 사, SK증권

커머스 : 영상 시청-> 구매 전환

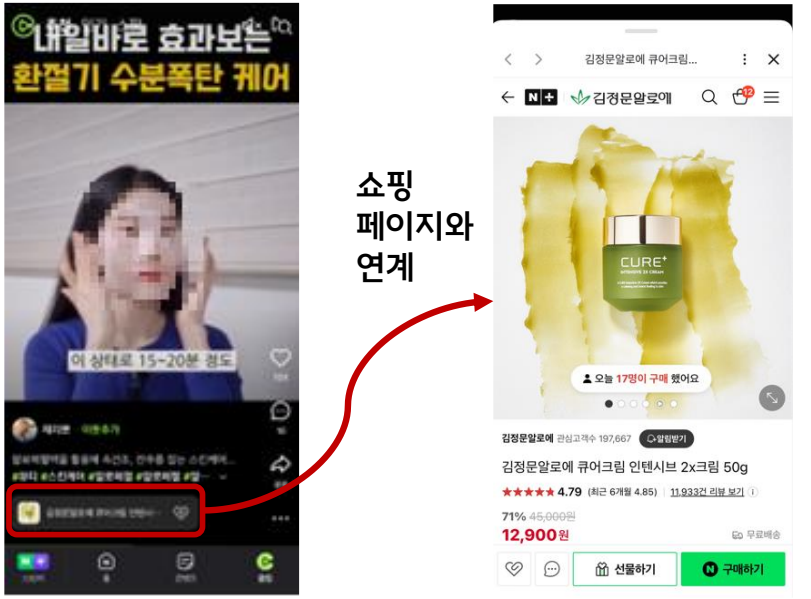
- NAVER는 클립 콘텐츠에서 쇼핑 리테일 정보를 연결해 노출 확대, 쇼핑 페이지 랜딩을 통한 구매 전환까지 이뤄질 수 있도록 개편
- 카카오는 쇼핑탭 UI/UX 개편. 기존에는 모든 사용자에게 같은 쇼핑 메시지를 전달했다면 개인화된 메시지 전달해 쇼핑 페이지 유입 및 구매 전환율 높일 수 있도록 함

카카오, 인플루언서-라이브 연계 강화



자료: SK증권

클립, 커머스 기능 추가

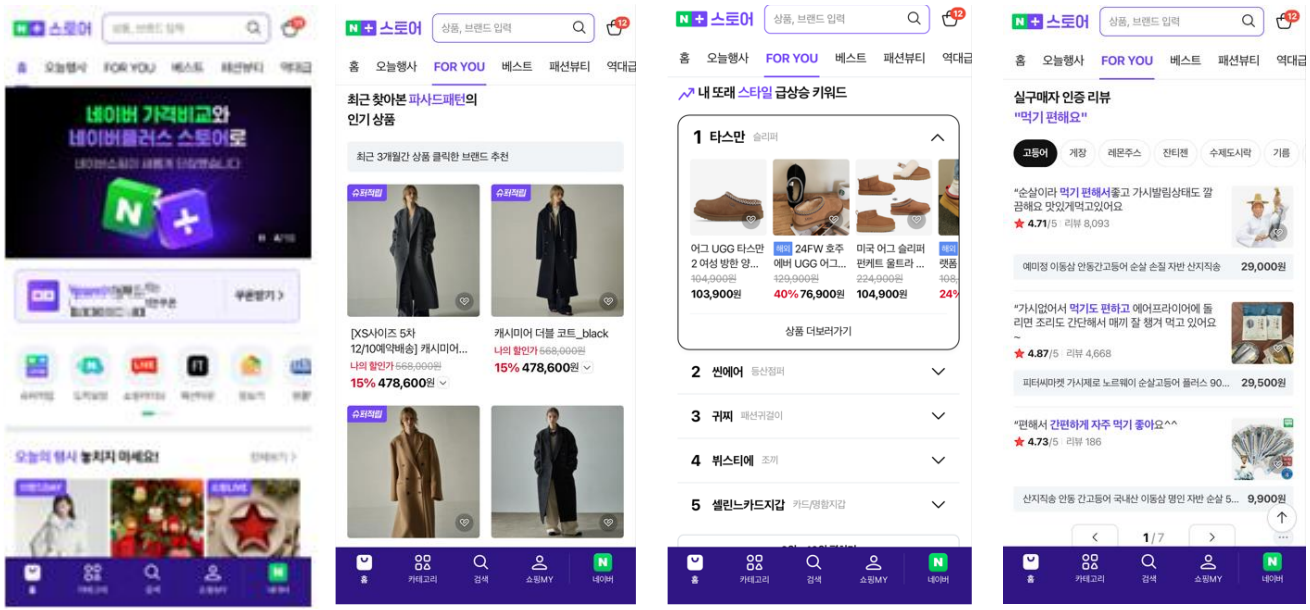


자료: SK증권

커머스 : NEW PHASE

- NAVER는 기존 PC/모바일 앱 내 포함되어 있었던 쇼핑 페이지를 내년 상반기에 '네이버플러스스토어' 별도 앱으로 출시할 계획. AI 브리핑으로 상품 추천, 리뷰 요약, AI 쇼핑 에이전트 통해 콘텐츠로 연결하는 등 더욱 개인화된 쇼핑 서비스를 제공할 계획
- 기존 네이버쇼핑과는 혜택 차별화. 생애주기 맞춘 개인화된 혜택 선택(육아, 웨딩, 펫 등)
- 이용자 취향에 따라 다른 쇼핑 화면 제공
- 별도 앱 출시에 따라 신규 유저 유입 및 이용자 편의성 확대되며 커머스 사업 재차 높은 성장률 보일 수 있을 것

네이버 플러스 스토어 별도 앱으로 출시 예정



자료: SK증권

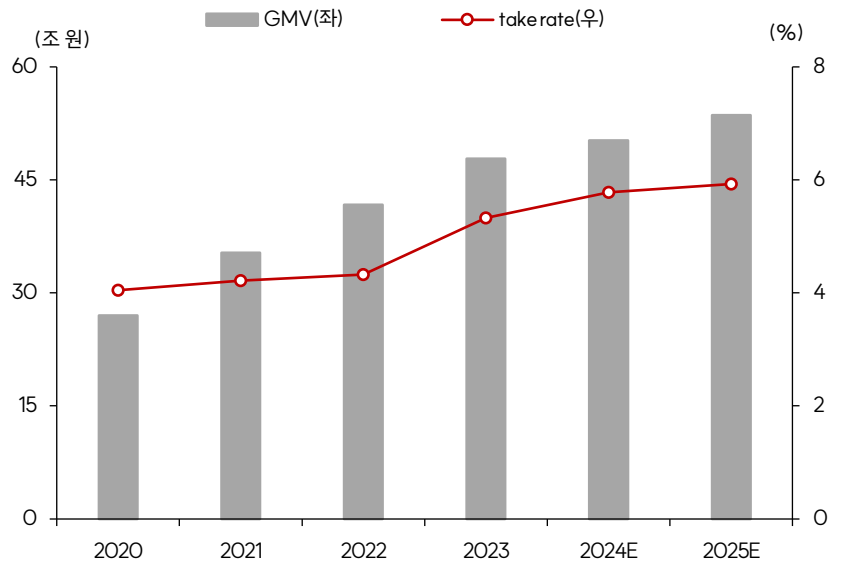
커머스 : 점점 더 심화되는 경쟁

- NAVER, 기존에 경쟁사대비 약했던 배송/물류 강화. '도착보장'을 '네이버 배송'으로 리브랜딩하고 '지금배송', '희망일배송' 등 배송 경쟁력 향상
- 도착보장 상품 중 절반 이상 당일배송 가능, 주요 카테고리는 FMCG와 패션. 뿐만 아니라 여행&예약 부문 적립률 최대 5% 제공
- 최근 넷플릭스와 제휴하는 등 커머스 멤버십에 대한 혜택 강화-> 이용자 락인 효과
- 네이버플러스 멤버십 유료 구독 리텐션 비율은 95% 수준
- 커머스 솔루션 및 브랜드 스토어 강화 지속되며 take rate은 5.9% 수준으로 상승 전망

이커머스, 혜택 경쟁 심화

자료:SK증권

NAVER take rate 추정

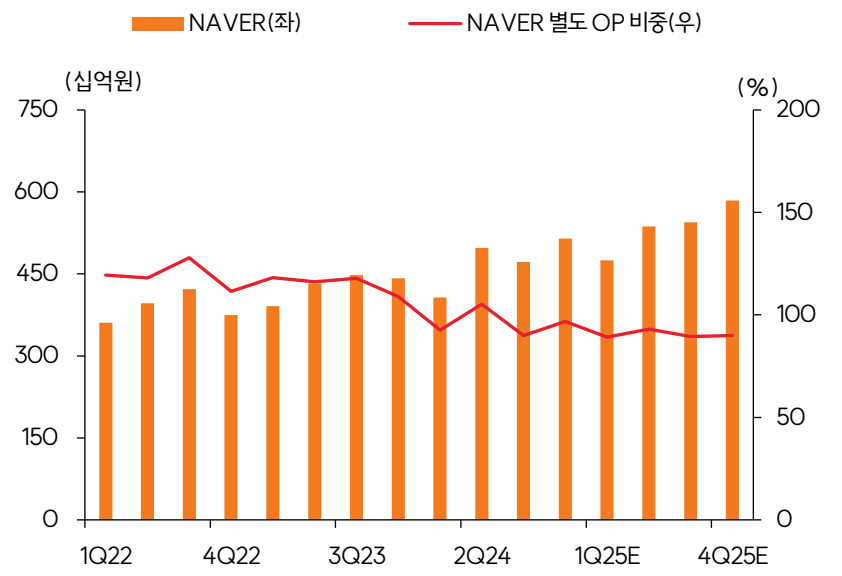


자료: SK증권

본업 중심 성장 지속

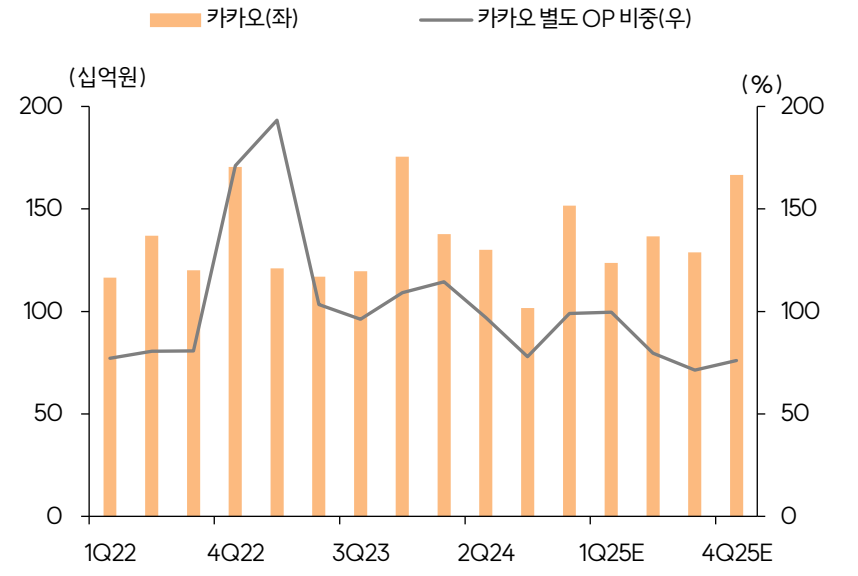
- 25년에도 NAVER와 카카오의 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것
- NAVER는 작년부터 타이트한 비용 관리, 적자 자회사 지분 축소
- 카카오는 핵심 사업을 톡과 AI로 정의했고, 비핵심 프로젝트와 사업에 대해서는 인력 축소와 사업 매각까지도 고려 중
- 내년에도 핵심 사업에 집중하는 전략은 지속되며 본업 이익의 기여도는 여전히 높을 것. 3Q24 기준, 별도 영업이익 비중은 NAVER 89.9%, 카카오 77.9% 였고, 25년 연간으로도 NAVER 90.4%, 카카오 79.9%로 본업 이익이 내년 연결 영업이익의 key가 될 것

네이버 별도 실적 비중 추이



자료: NAVER, SK증권

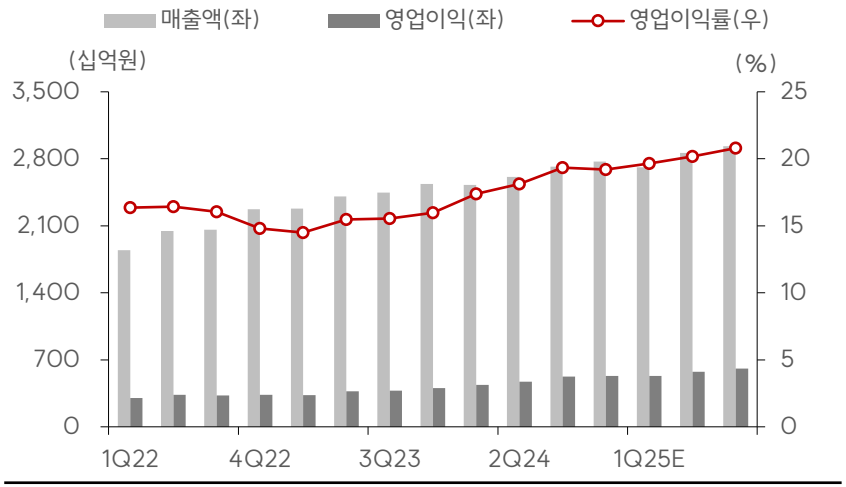
카카오 별도 실적 비중 추이



자료: 카카오, SK증권

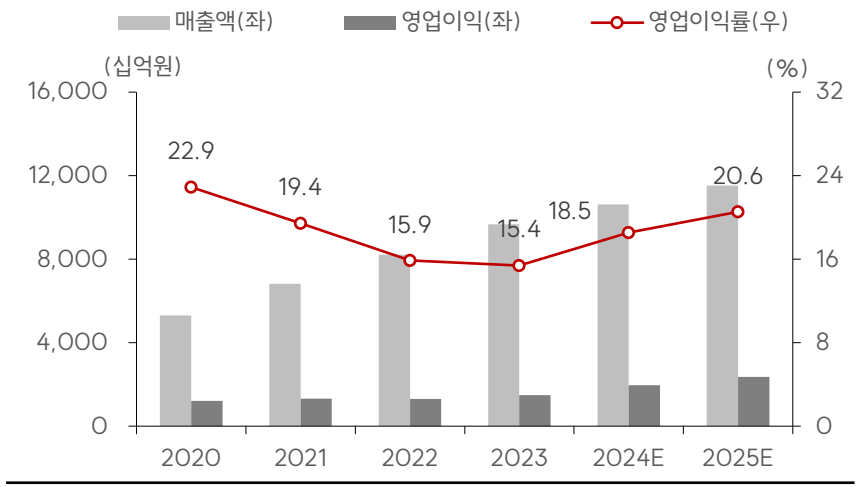
NAVER, 카카오 실적 전망

NAVER 분기 실적 추이 및 전망



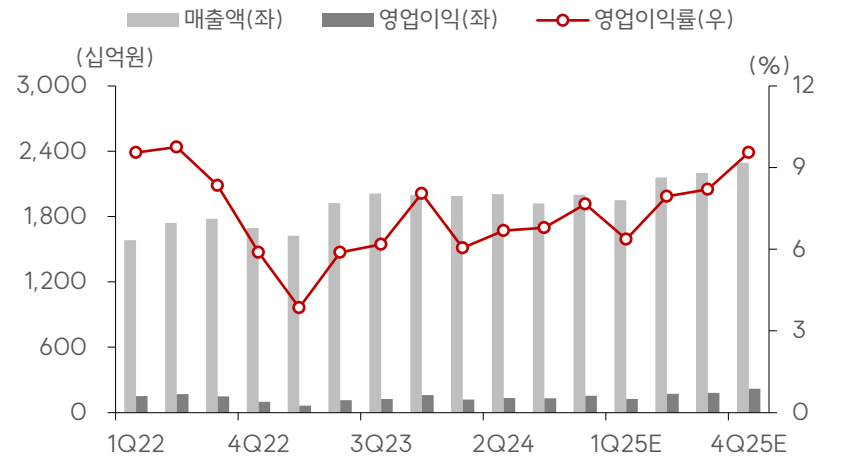
자료: NAVER, SK증권

NAVER 연간 실적 추이 및 전망



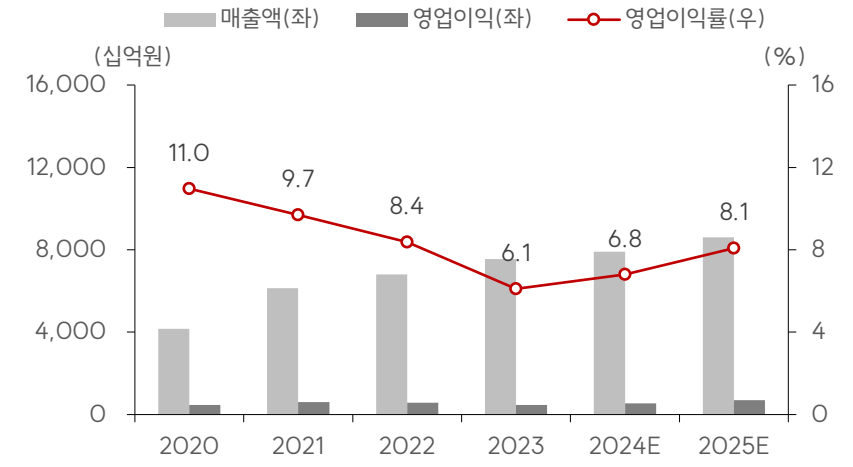
자료: NAVER, SK증권

카카오 분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK증권

카카오 연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK증권

플랫폼 Peer Valuation Table

		NAVER	카카오	Alphabet	Meta	Amazon	Microsoft	Paypal	LY Corp	Alibaba	Tencent	Baidu	쿠팡	Yuewen Group	웹툰엔터
종가		193,100	35,500	178.1	561.1	204.6	417.8	84.1	414.1	84.5	411.4	84.2	24.2	26.5	11.1
시가총액		31,047.5	15,746.1	2,189.1	1,417.0	2,151.5	3,106.2	84.3	2,961.2	1,616.5	3,812.6	236.1	43.5	27.0	1.4
주가수익률(%)	1M	9.2	-7.8	9.0	-2.7	8.3	-0.1	3.9	-0.7	-16.0	-4.5	-9.8	-3.7	-4.2	-5.4
	3M	23.3	-2.7	6.5	6.5	14.4	-1.7	17.0	8.8	5.0	11.1	-2.9	6.1	11.8	-20.1
	YTD	-13.8	-34.6	27.5	58.5	34.7	11.1	36.9	-17.1	12.7	40.1	-27.5	49.4	-8.8	-
PER(x)	2023	33.6	-	22.8	20.7	51.9	34.8	16.5	15.6	17.2	21.9	16.5	21.6	33.0	-
	2024E	17.5	45.1	21.8	24.2	32.7	35.4	18.4	24.1	10.1	16.6	8.1	2199.1	17.9	-
	2025E	16.7	33.6	19.5	21.5	29.1	31.8	17.3	21.0	10.1	15.1	8.0	46.4	16.1	40.0
	2026E	14.8	28.4	16.7	19.0	24.5	27.6	15.5	19.3	9.0	13.6	7.3	29.7	14.7	15.2
PBR(x)	2023	1.5	2.4	6.1	5.9	7.8	12.3	3.1	1.0	1.8	3.1	1.2	7.1	1.4	-
	2024E	1.2	1.5	6.4	8.0	7.7	11.6	4.2	1.0	1.5	3.7	0.8	10.0	1.3	0.9
	2025E	1.1	1.5	5.2	6.3	5.9	9.2	3.6	1.0	1.5	3.1	0.8	8.0	1.2	0.9
	2026E	1.1	1.4	4.2	5.1	4.8	7.2	3.2	0.9	1.5	2.7	0.7	6.2	1.1	0.8
PSR(x)	2023	3.5	3.1	5.7	6.8	2.7	12.0	2.3	1.7	2.1	4.1	2.2	1.2	3.8	-
	2024E	2.9	2.0	7.0	8.7	3.4	12.7	2.7	1.6	1.6	5.4	1.6	1.4	3.3	1.0
	2025E	2.7	1.8	6.3	7.6	3.0	11.1	2.5	1.5	1.5	5.0	1.6	1.2	3.1	0.9
	2026E	2.4	1.7	5.7	6.7	2.8	9.8	2.4	1.4	1.4	4.6	1.5	1.1	2.9	0.7
ROE (%)	2023	4.4	-10.2	27.4	28.0	17.5	38.8	20.5	6.4	7.5	15.1	8.4	41.8	4.4	-11.0
	2024E	7.2	3.3	31.6	34.8	20.9	35.9	21.9	4.2	10.6	21.2	8.6	0.4	6.5	-2.8
	2025E	7.0	4.2	29.4	31.7	20.2	31.4	22.8	4.9	12.0	19.9	8.2	18.4	6.8	2.2
	2026E	7.3	4.9	27.3	28.4	19.3	29.3	22.9	5.3	11.9	18.8	8.1	22.9	6.9	6.5
매출액	2023	9,670.6	7,557.0	307.4	134.9	574.8	211.9	29.8	1,672.4	993.9	673.3	148.8	24.4	7.8	1.3
	2024E	10,642.4	7,975.0	314.3	162.9	637.7	245.0	31.7	1,839.7	1,016.7	708.5	144.6	30.5	8.3	1.4
	2025E	11,696.0	8,567.0	349.9	186.8	706.8	278.8	33.5	1,947.1	1,080.8	771.2	152.4	35.6	8.7	1.6
	2026E	12,728.9	9,190.7	383.2	210.4	781.2	318.6	35.8	2,088.4	1,172.8	834.2	161.2	40.5	9.2	2.0
영업이익	2023	1,488.8	460.9	84.3	46.8	36.9	88.5	5.0	314.5	114.8	176.4	24.2	0.5	0.6	0.0
	2024E	1,965.1	540.2	111.5	66.1	66.0	108.7	5.7	204.9	128.5	226.6	27.1	0.3	1.0	-0.1
	2025E	2,252.8	642.4	128.5	75.7	80.5	123.1	6.0	279.5	151.3	256.5	29.5	1.3	1.3	0.1
	2026E	2,504.3	746.1	138.0	87.9	97.6	141.2	6.4	283.7	170.6	286.3	32.1	1.9	1.5	0.2
순이익	2023	1,012.3	-1,012.6	73.8	39.1	30.4	72.4	4.2	178.9	83.3	127.4	22.5	1.4	0.9	-0.1
	2024E	1,736.9	337.3	103.7	59.2	66.8	88.3	4.8	129.7	173.4	235.3	28.3	0.0	1.5	-0.1
	2025E	1,791.8	461.8	115.1	65.9	76.8	97.9	4.8	146.6	165.0	258.9	29.4	0.9	1.7	0.0
	2026E	2,016.0	553.1	128.8	74.1	95.1	112.6	5.1	163.8	180.0	284.7	31.9	1.4	1.8	0.1
OPM(%)	2023	15.4	6.1	27.4	34.7	6.4	41.8	16.9	18.8	11.6	26.2	16.2	1.9	7.6	-2.8
	2024E	18.5	6.8	35.5	40.5	10.4	44.4	18.1	11.1	12.6	32.0	18.7	1.0	12.0	-6.2
	2025E	19.3	7.5	36.7	40.5	11.4	44.2	17.9	14.4	14.0	33.3	19.4	3.6	14.5	3.4
	2026E	19.7	8.1	36.0	41.8	12.5	44.3	18.0	13.6	14.5	34.3	19.9	4.7	15.9	7.7
매출액 성장률	2023	17.6	6.3	8.7	15.7	11.8	6.9	8.2	6.7	-4.0	4.3	3.3	18.5	-12.7	18.8
(%)	2024E	10.0	5.5	2.2	20.8	10.9	15.6	6.5	10.0	2.3	5.2	-2.8	24.9	7.2	6.5
	2025E	9.9	7.4	11.3	14.7	10.8	13.8	5.6	5.8	6.3	8.8	5.4	17.0	4.9	20.5
	2026E	8.8	7.3	9.5	12.6	10.5	14.3	6.8	7.3	8.5	8.2	5.8	13.5	5.6	21.3
영업이익 성장률	2023	14.1	-20.7	12.6	61.5	200.9	6.2	31.0	66.0	35.9	37.8	30.4	흑전	7.4	적지
(%)	2024E	32.0	17.2	32.2	41.3	79.2	22.8	14.2	-34.8	11.9	28.5	12.2	-33.0	68.9	적지
	2025E	14.6	18.9	15.3	14.7	22.0	13.3	4.5	36.4	17.8	13.2	8.9	304.7	26.3	흑전
	2026	11.2	16.1	7.4	16.0	21.1	14.7	7.3	1.5	12.7	11.6	8.7	49.5	15.7	170.0

자료: Bloomberg, SK증권

Part 2. 게임

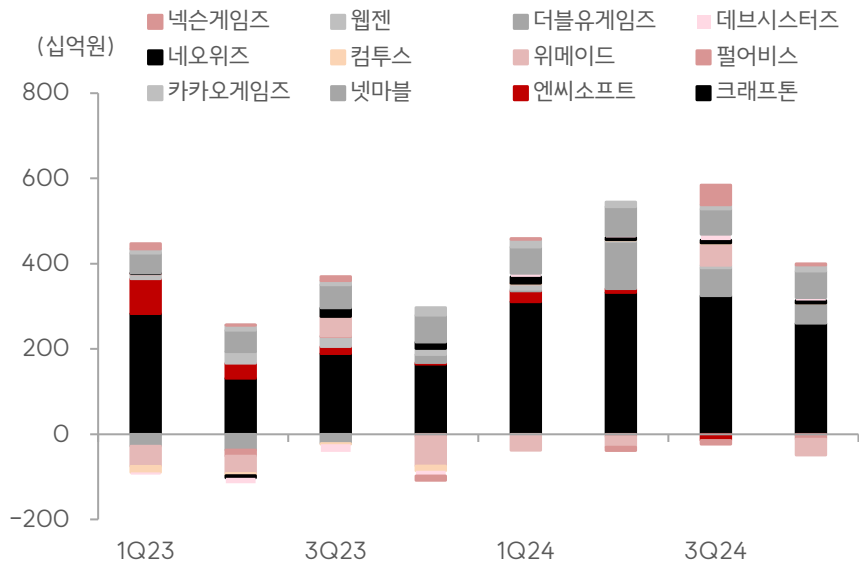
글로벌 성적표를 받을 시간

SK 증권

2024 Recap: 엇갈린 실적, 냉정했던 시장 반응

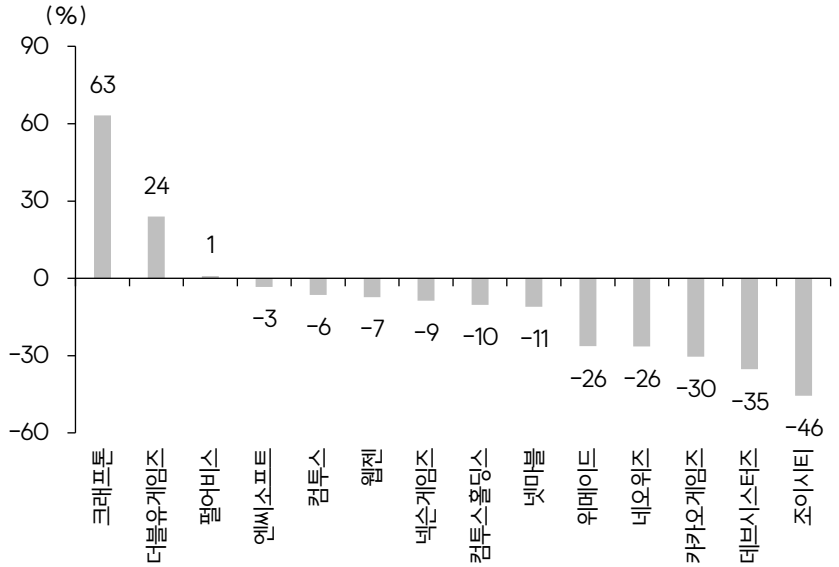
- 실적 성장과 모멘텀이 확실한 기업들 중심으로 주가 차별화
- 크래프톤, 더블유게임즈, 펄어비스 제외 모든 게임사 YTD 주가 수익률 마이너스 기록. 부진했던 실적 때문. 흥행 신작 부재, 코로나 기간동안 높아진 비용 부담 지속
- 크래프톤: PUBG IP 트래픽 상승 효과로 매 분기 어닝 서프라이즈 기록
- 더블유게임즈: 효율적인 마케팅비 관리로 탄탄한 이익 기반 다짐
- 넷마블 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 넥슨게임즈 <퍼스트디센던트> 제외 시, 올해 출시된 신작 중 괄목할만한 성과 보인 게임 없었음

1Q23~4Q24E 주요 게임사 영업이익 추이



자료: 각 사, SK증권

주요 게임사 YTD 주가 수익률



자료: Quantiwise, SK증권

AAA or Indie

- 글로벌 게임 시장은 높은 개발비와 시간을 투자한 AAA 게임과 라이트한 인디 게임 중심으로 양분화
- AAA는 대형 게임사가 높은 비용을 투자해 개발하는 게임 vs. 인디게임은 소수의 개발자들이 저예산으로 개발 후 투자자 모집
- AAA 게임 특징: 화려한 그래픽, 전투, 액션
- 인디 게임 특징: 얼리엑세스 통해 추가 예산과 플레이어 확보
- 게임 그래픽 한계 효용 체감의 법칙 작용, 막대한 개발비 쏟아부어도 유저 만족도 높지 않고 일정 수준 이상의 그래픽은 차이점 체감 어려움

게임 규모별 주요 특징 비교

	인디	AA	AAA
개발비	~$1mil	few million dollars	> $50 mil
마케팅 방식	소셜미디어, 커뮤니티, 인플루언서	니치 마케팅 (커뮤니티 활용, 온라인 캠패인)	고예산 광고 (TV 광고, 메이저 온라인 캠패인, 게임쇼 참석)
유통 채널	디지털 플랫폼 (주로 스팀 등)	디지털 , 에디션별 실물 출시	글로벌 출시 (디지털+실물 리테일)
버젯 배분	최소화, 가끔 커뮤니티 펀딩	중예산, 타겟 마케팅에 집중	마케팅과 유통에 높은 예산 배분
주 고객 접근	D2C	장르에 맞는 니치 마켓 공략	매스 마켓

자료: 언론 취합, SK증권

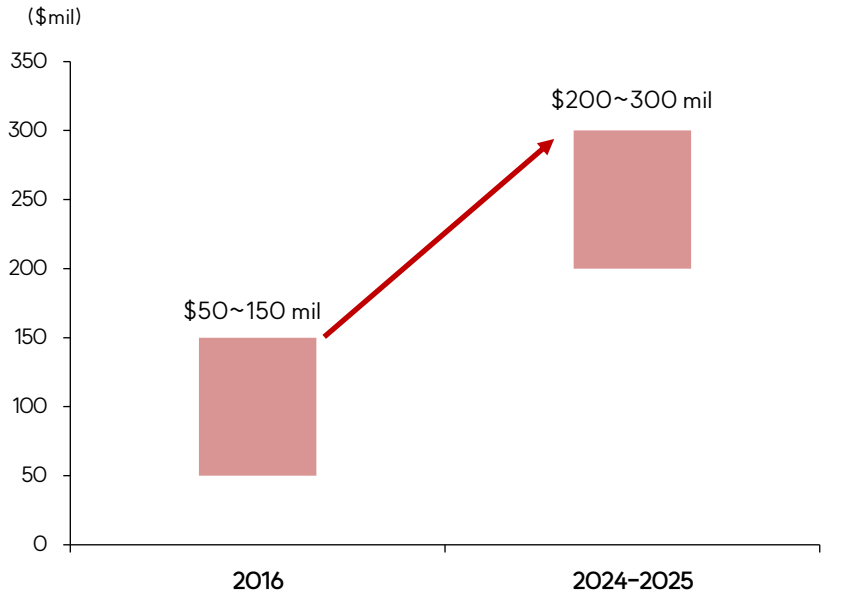
인디게임 성공 사례

자료: 언론 취합, SK증권

AAA 게임의 양면: 성공하면 혁명! 실패하면 쪽박

- AAA 게임 제작 늘어나는 추세. 통상적으로 AAA 게임은 유명 개발 스튜디오에서 막대한 개발비와 개발 기간을 투자한 게임을 일컫음. IDG가 발표한 2024년 AAA 게임의 기준은 개발비 2억 달러 이상
- AAA 게임 제작에 소요되는 기간은 5년 이상. 게임사들이 AAA 게임 개발에 열 올리고 있는 이유는 글로벌 시장으로의 확장
- 다만 개발자 인건비가 지속 상승하고 있기 때문에 개발 기간이 길어지면 개발비 부담도 높아져 흥행 실패 시 기업 실적 타격 매우 큼
- 최근 성공 사례는 중국 <검은신화: 오공>, 제작비 770억원 투입, 2,000만장 판매해 매출 1.3조원 창출 추정
- 다만 실패 사례도 多, 유비소프트, 소니 <콩코드>, <사이버펑크2077>

최근 급격하게 증가하고 있는 AAA 게임 제작비



자료: CMA, SK증권

2025년 출시 예정인 AAA 게임 기대작

타이틀명	플랫폼	예상 시기	장르
GTA VI	PS5, XBXIS, PC	2025년 말	오픈월드 액션 어드벤처
용과 같이 8 외전: Pirates in Hawaii	PS4&5, PC, XBXIS	25.2.21	액션 어드벤처
몬스터 헌터: 와일즈	PS5, XBXIS, PC	25.2.28	헌팅 액션
DOOM: The Dark Ages	PS5, XBXIS, PC	2025 미정	FPS, 액션
Dune: Awakening	PS5, XBXIS, PC	2025년 초	생존, MMO
Assassin's Creed Shadows	PS5, XBXIS, PC	24.2.14	오픈월드 액션 RPG
Cronos: The new Dawn	PS5, XBXIS, PC	2025 미정	SF 생존 공포

자료: 언론 보도, SK증권

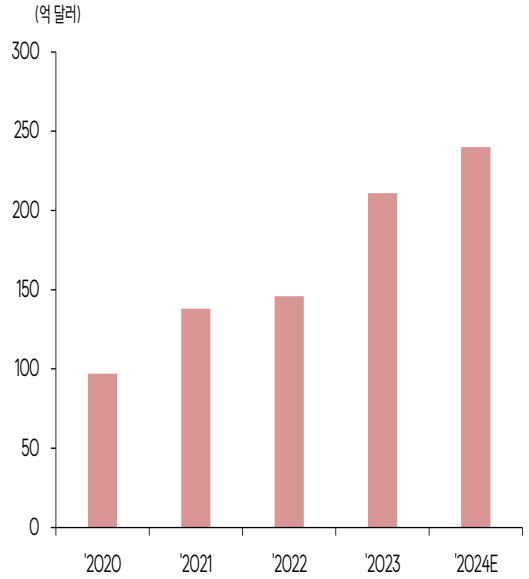
인플루언서 마케팅 확대: 확실해진 소비자의 취향. 얇아진 주머니 사정

- 개발비가 올라갈수록 손익분기점도 높아짐. 타이틀당 가격 $70+, 검증된 IP나 입소문이 난 게임이 아니면 구매 꺼리게 됨
- 한정된 소비자들의 시간과 버젯 속에서 확실하게 소비자의 관심을 끌 수 있는 게임만 흥행에 성공. 트위치 스트리밍, 리뷰보고 재미있어 보이는 게임에만 소비 =>스트리머를 활용한 마케팅 확대
- 게임 주 이용자층인 1030의 인플루언서 이용률과 친밀도 높음
- Statista에 따르면 2024년 글로벌 인플루언서 마케팅 규모는 240억 달러(약 33조 1,728억원)로 전년대비 14% 성장 전망

인플루언서 마케팅, 일반 마케팅보다 6.5배 효과적

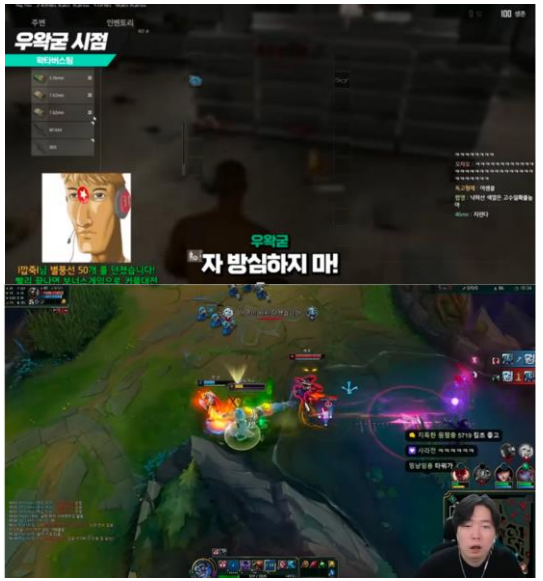
자료: 나스미디어, SK증권

글로벌 인플루언서 마케팅 규모



자료: Statista, SK증권

스트리머 마케팅 전개

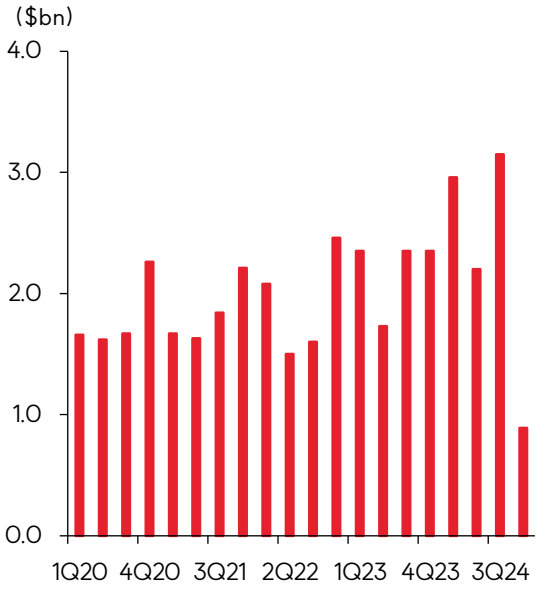


자료: YouTube SK증권

크로스 플랫폼: Going Global

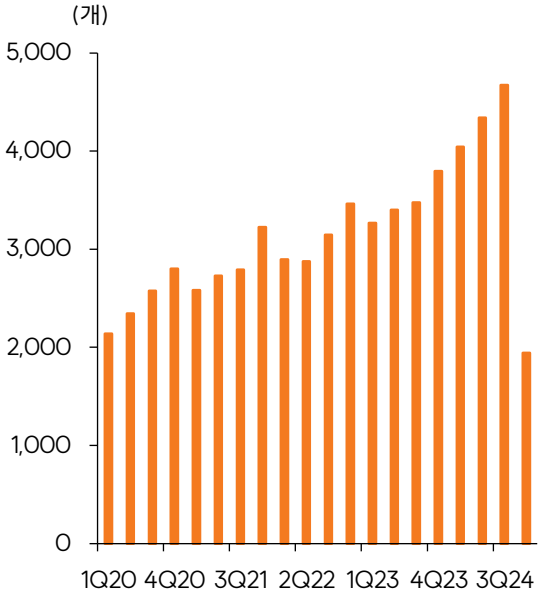
- 스팀 플랫폼 트래픽 지속 증가하며 온라인 게임 유통 플랫폼으로써 독점적 지위 확보. 글로벌 마케팅 채널로도 활용
- 스팀 플랫폼 매출은 지속 증가 추세, 18년 530억 달러-> 21년 730억 달러-> 24년(YTD) 920억 달러. 동 기간 스팀 출시 게임 수도 8,307->11,325->15,017개로 증가. 현재 온라인 유저 수는 약 3,840만명 수준
- 위시리스트 followers 추적 통해 향후 출시될 게임에 대한 기대감과 출시된 게임의 성과 확인 가능

스팀 플랫폼 매출 추이



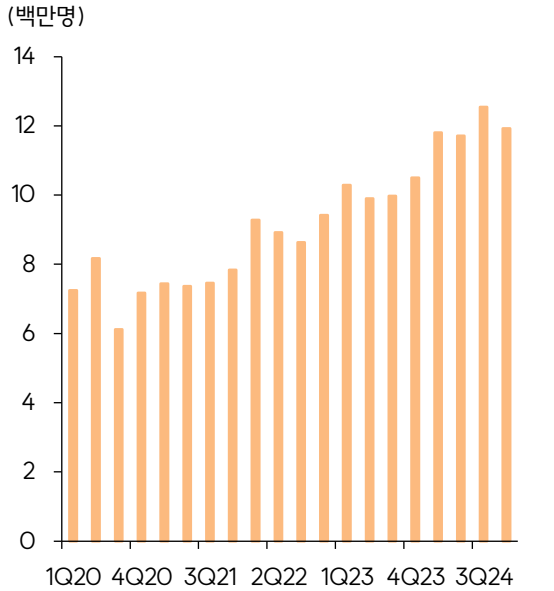
자료: VGInsights, SK증권
주: 4Q24 수치는 QTD

스팀 출시 게임 수



자료: VGInsights, SK증권

스팀 온라인 유저 수

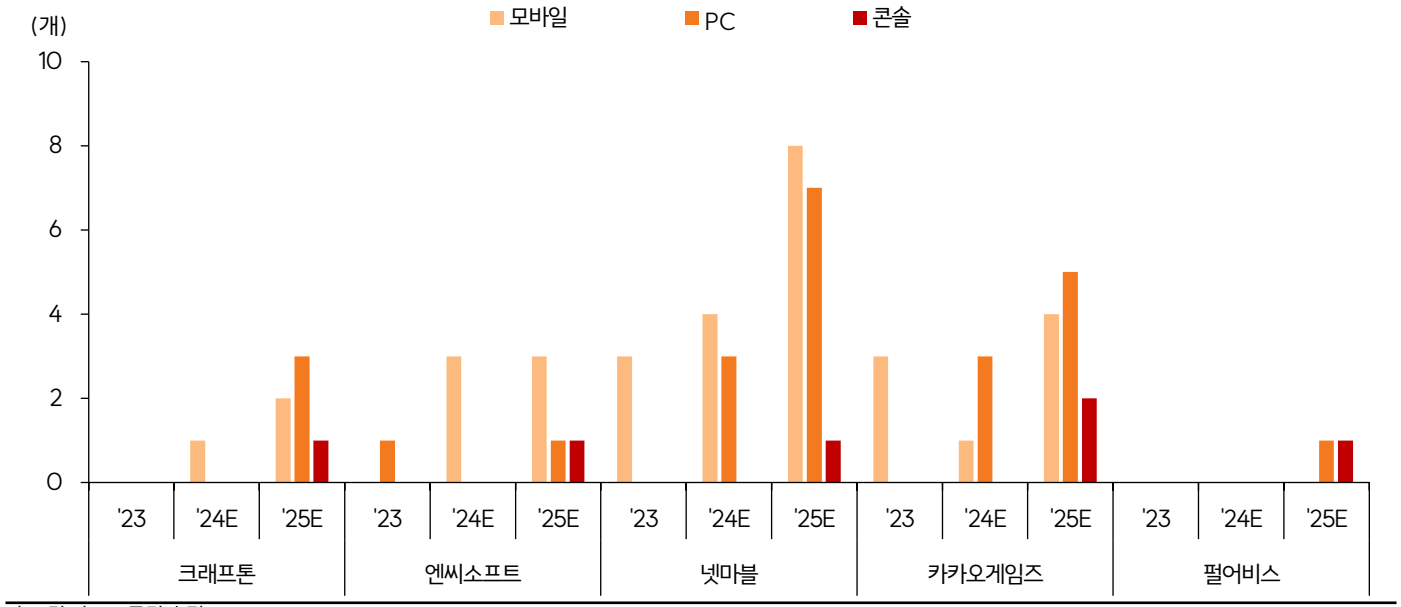


자료: VGInsights, SK증권

크로스 플랫폼: Going Global

- 모바일 시장 역성장 지속: 국내 MMORPG 장르 과포화, 최근 떠오르고 있는 방치형 RPG도 중국 게임들이 선점, 모바일 시장에서 승부보기 어려워짐
- 답답한 시장 정체 벗어나 시장 확장 필요. 글로벌 exposure 높이기 위해 서구권 유저들이 익숙한 장르 및 PC, 콘솔 플랫폼향 게임 출시 준비 중
- 증가하는 개발비를 상회하는 신작 성과를 달성하기 위해서는 단일 플랫폼에서의 흥행만으로는 부족. 다수의 플레이어 확보 위함

주요 게임사 플랫폼별 신작 출시



자료:각 사, SK증권 추정
주: 멀티플랫폼 게임은 각 플랫폼 당 1개로 카운트. Ie) PC/콘솔= PC 1, 콘솔 1

오랫동안 기다렸던 대작들의 등장

- 펄어비스 <붉은사막>, 엔씨소프트 <아이온2>, 크래프톤 <inZOI>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 카카오게임즈 <아키에이지 크로니클>, 네오위즈 <P의 거짓> DLC 등. 내년 출시 예정인 신작들은 글로벌 유저 타겟으로 기존 국내 게임사들이 내놓던 한정된 장르에 국한되지 않고 다양한 장르로 선보이고 대부분 크로스 플랫폼으로 제공되며 글로벌 시장에서의 검증을 거치게 될 것

넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, <아크레이더스>

자료: 언론 보도, SK증권

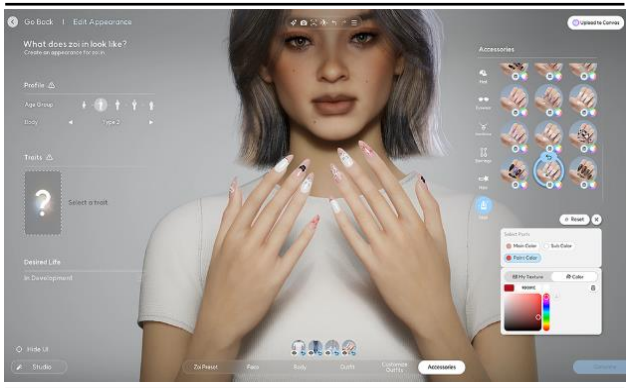
펄어비스 <붉은사막>

자료: 언론 보도, SK증권

엔씨소프트 <아이온2>

자료: 언론 보도, SK증권

크래프톤 <inZOI>



자료: 언론 보도, SK증권

카카오게임즈 <아키에이지: 크로니클>

자료: Steam, SK증권

넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>

자료: YouTube, SK증권

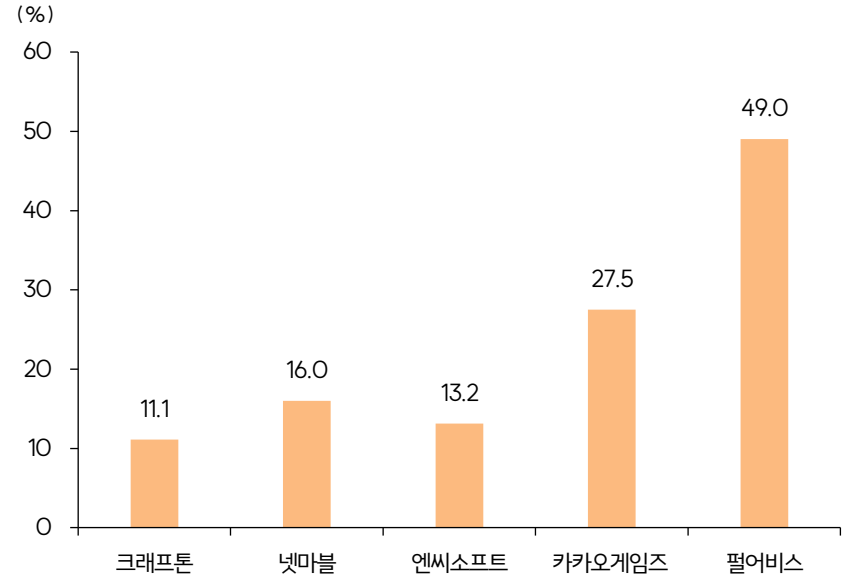
2025년 신작 캘린더

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
크래프톤		inZOI 다크앤다커 모바일 서브노티카2		Project ARC 딩컴 투게더	
엔씨소프트	저니오브모나크 블레이드&소울2 중국	택탄: 나이츠 오브 더 가즈		아이온2 LLL	
넷마블	킹 아서: 레전드 라이즈	킹 오브 파이터 AFK RF 온라인 넥스트 왕좌의 게임: 킹스로드 세븐나이츠 리버스		The RED: 피의 계승자 일곱개의 대죄: Origin 몬길: STAR DIVE 데미스 리본 나 혼자만 레벨업: ARISE (스팀)	
시프트업		스텔라블레이드 PC 전쟁의 여신: 니케 (중국)			
카카오게임즈	POE2 로스트 아이돌론스: 위선의 마녀	발할라 서바이벌 야구 시뮬레이션 게임(가제)	섹션 13 프로젝트 C(가칭) 가디스오더	프로젝트 Q(가칭)	갓 세이브 버밍엄 크로노 오디세이
펄어비스				붉은사막	
컴투스	프로스트 펑크: 비욘드 더 아이스	프로야구 라이징 서머너즈 워: 레기온		레전드 서머너	

오랫동안 기다렸던 대작들의 등장

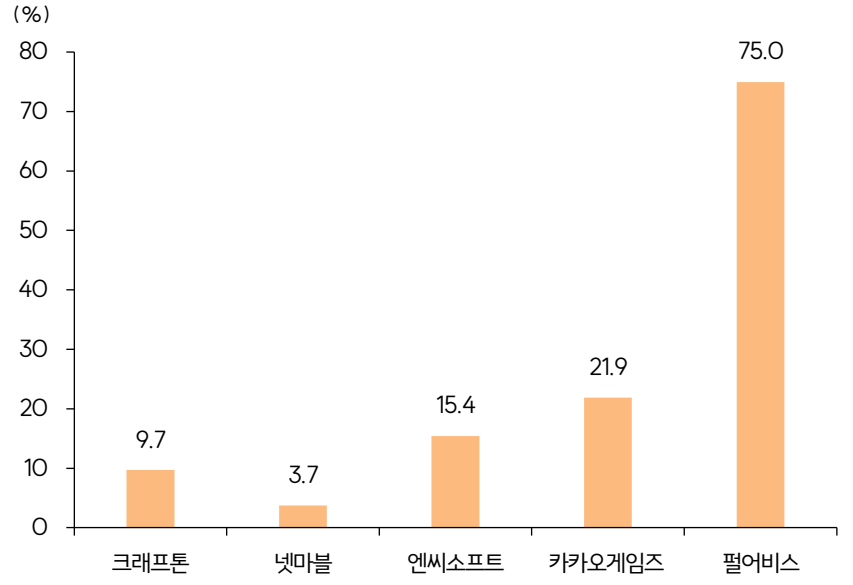
- 25E 출시 예정인 신작들의 매출 비중: 크래프톤 11.1%,엔씨소프트 13.2%, 넷마블 16.0%, 카카오게임즈 27.5%, 펄어비스 49% 차지
- 신작 출시에 따른 매출액 성장 효과가 가장 크게 나타나는 게임사는 펄어비스. 기존 IP 노후화 영향으로 실적 감소 중이었고, <붉은사막>은 하반기 다양한 게임쇼 거치며 글로벌 유저들의 기대감 높아지는 중. 흥행 성공 시 one IP에 대한 의존도 낮아질 것
- 카카오게임즈와 엔씨소프트는 24년 신작 부진에 따른 기저 낮았던 영향
- 넷마블, 크래프톤은 24년 흥행작 보유 및 기존작 지속 성장에 따라 매출액 베이스 높음에도 불구하고 신작 흥행에 따른 업사이드 존재

2025년 신작 기여도



자료:SK증권 추정

올해대비 내년 매출액 증감율(%) – 신작 출시 효과 가장 큰 게임사는?

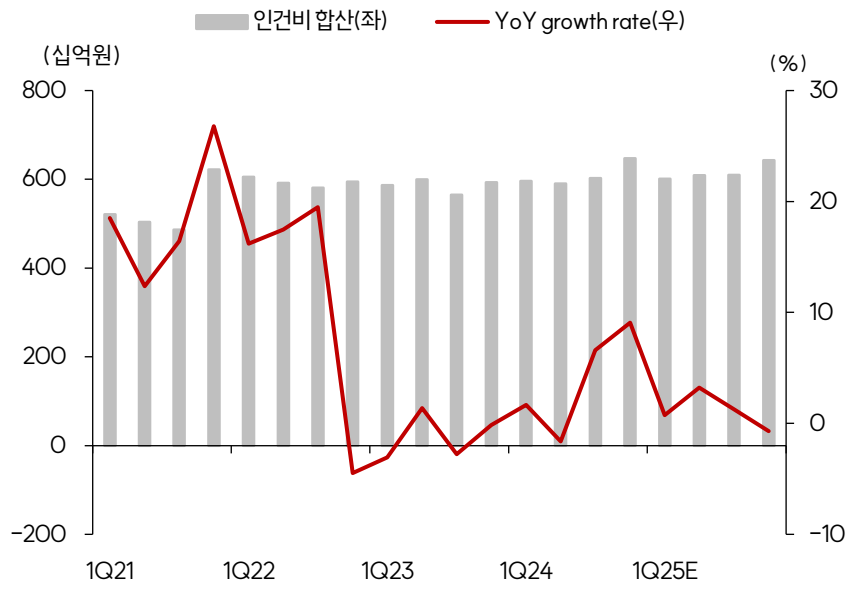


자료:SK증권 추정

타이트한 비용 관리 지속

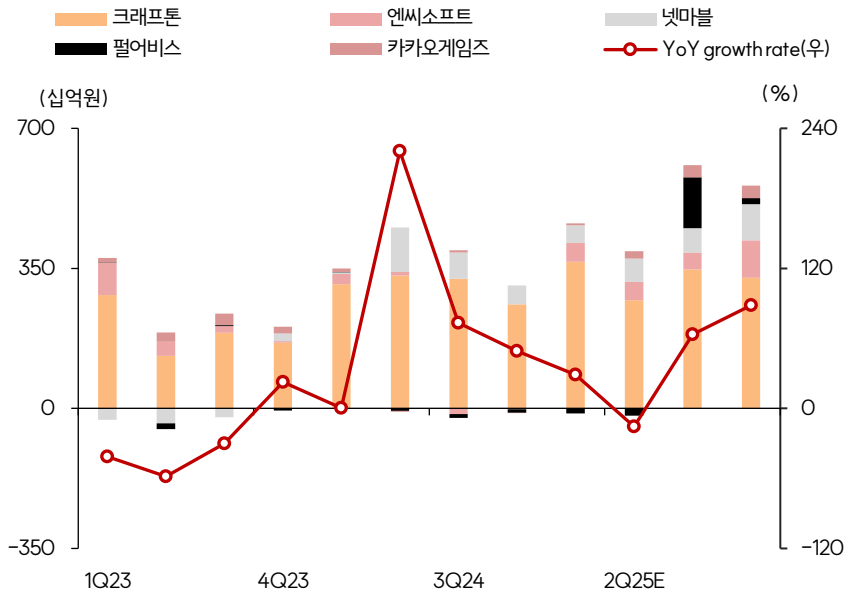
- 주요 게임사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스) 합산 기준 내년 분기별 인건비 증감율은 -1~3% 수준에 그칠 것
- 마케팅비도 주요 채널 및 프로젝트에 효율적으로 배분함에 따라 과거와 같은 대규모 캠페인은 보기 어려울 것
- 자체 PC 런처 활용 확대, 앱스토어 수수료 하락 등으로 지급수수료 증가 요인도 제한적
- 25년 주요 게임사 합산 영업이익은 2조원으로 올해대비 36.1% 증가
- 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다지며 내년 출시되는 신작 흥행 정도에 따라 이익 변동성은 높게 나타날 수 있고, 주가도 이에 기민하게 반응할 것

주요 게임사 합산 인건비 추이 및 전망



자료: 각 사, SK증권

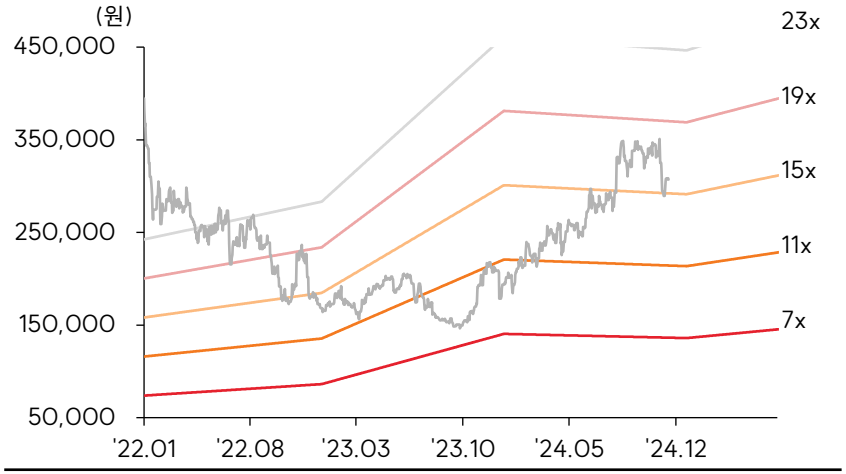
주요 게임사 합산 영업비용 추이 및 전망



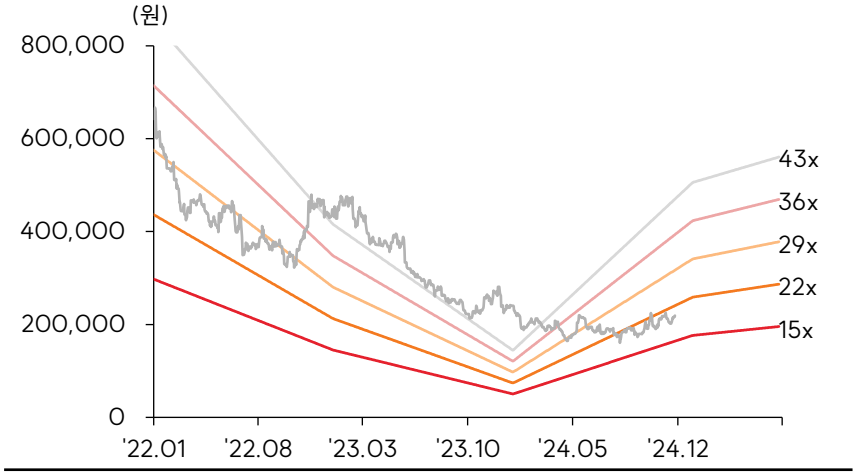
자료: 각 사, SK증권

12mf P/E bandcharts

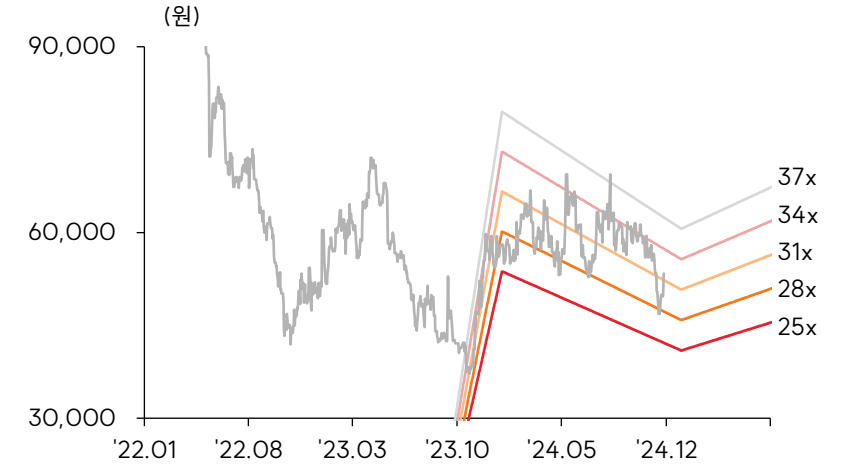
크래프톤



엔씨소프트 20x

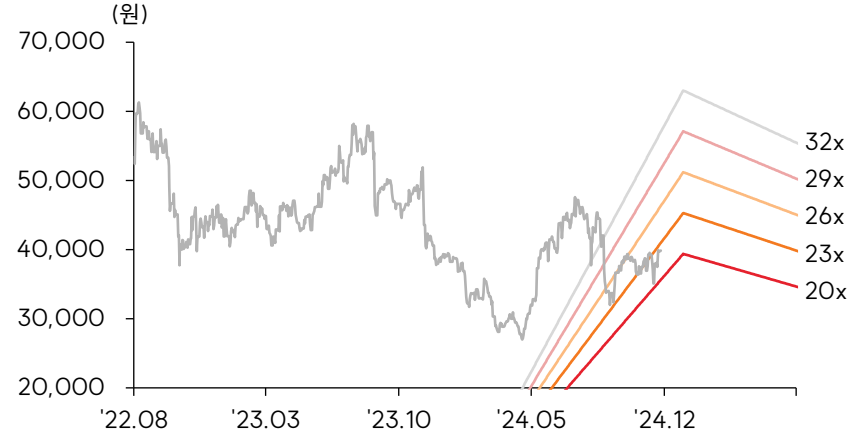


넷마블 31.6x



자료: Quantiwise, SK증권

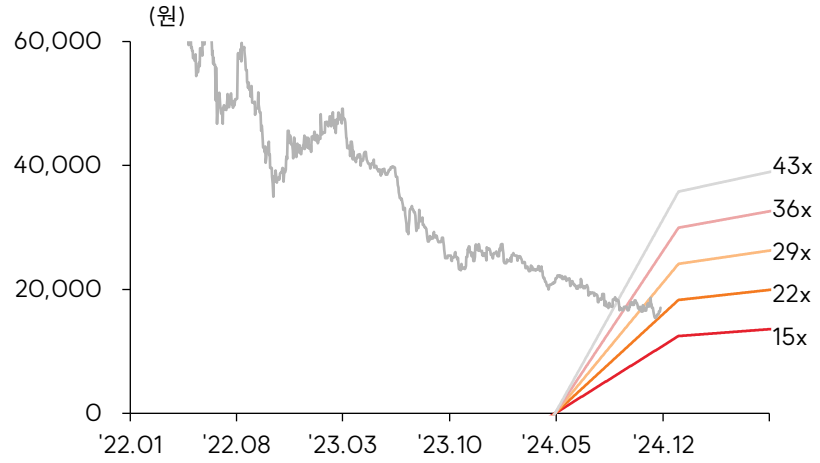
펄어비스 22.4x



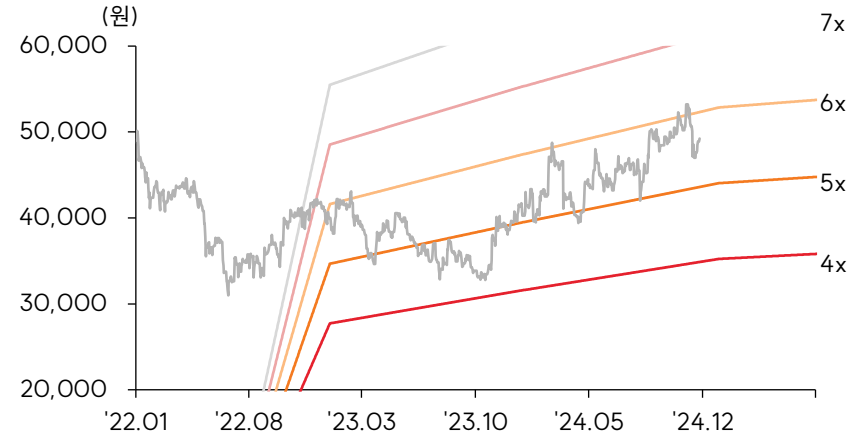
자료: Quantiwise, SK증권

12mf P/E bandcharts

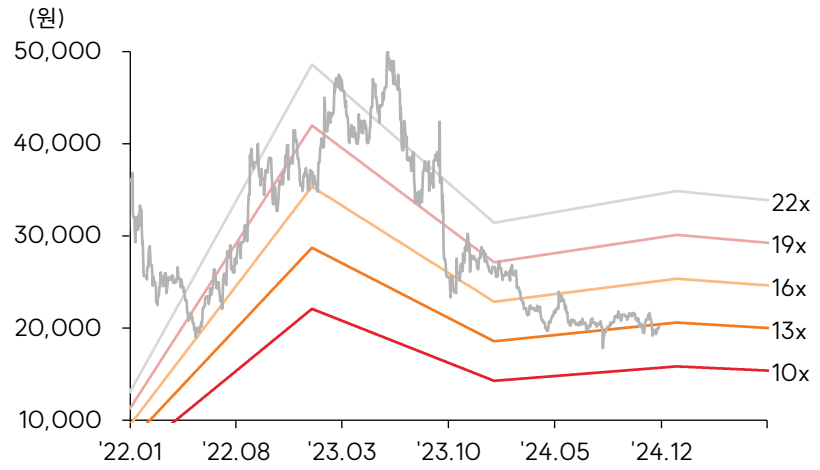
카카오게임즈 24x



더블유게임즈 5.6x

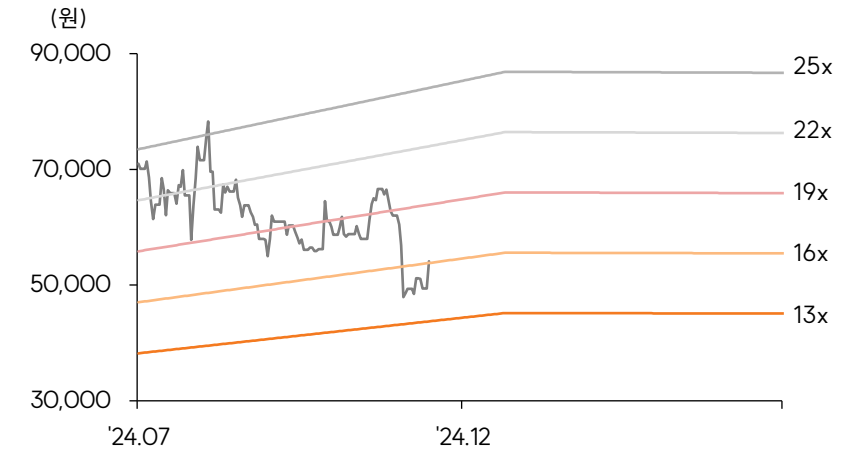


네오위즈 12.9x



자료: Quantiwise, SK증권

시프트업



자료: Quantiwise, SK증권

게임 Peer Valuation Table

항목	년도	미국 EA	미국 Take-two	중국 Tencent	일본 Nintendo	일본 Bandai Namco	일본 Nexon	일본 kadokawa	일본 capcom	일본 Square Enix
시가총액		42,777	32,589	3,732,908	11,073,930	2,127,840	1,749,329	622,432	1,851,148	744,379
매출액	2023	9,983.1	7,062.3	112,350.9	15,283.6	9,600.7	3,942.2	2,359.5	1,393.3	3,257.6
	2024E	10,767.3	7,870.5	126,878.7	12,177.8	10,551.8	4,334.6	2,513.2	1,538.6	2,933.2
	2025E	11,406.6	11,439.8	138,144.1	16,551.2	10,784.6	4,597.7	2,646.2	1,654.4	2,987.7
영업이익	2023	2,004.0	-4,740.2	29,429.7	4,835.4	829.0	1,254.7	168.7	521.8	297.6
	2024E	3,413.4	895.1	40,610.1	3,301.4	1,411.2	1,363.7	178.3	609.1	402.1
	2025E	3,452.2	2,395.4	46,020.6	4,307.8	1,407.7	1,471.0	227.6	695.5	409.9
영업이익률	2023	20.1	-67.1	26.2	31.6	8.6	31.8	7.1	37.5	9.1
	2024E	31.7	11.4	32.0	27.1	13.4	31.5	7.1	39.6	13.7
	2025E	30.3	20.9	33.3	26.0	13.1	32.0	8.6	42.0	13.7
순이익	2023	1,680.6	-4,942.9	21,255.0	4,484.9	927.8	657.5	104.1	396.5	136.3
	2024E	1,625.4	-1,103.3	36,486.0	2,864.0	1,010.7	1,131.6	98.8	442.7	287.2
	2025E	2,136.6	375.9	40,113.5	3,590.7	1,006.7	1,137.3	156.8	502.2	293.8
P/E	2023	24.1	-	21.9	19.4	18.4	31.0	31.8	27.0	47.3
	2024E	20.9	-	16.2	31.6	19.1	14.0	54.2	29.8	22.9
	2025E	19.1	23.1	14.7	25.2	19.0	13.7	34.4	26.6	22.3
P/B	2023	4.7	4.5	3.1	3.7	2.6	2.4	1.9	6.0	2.2
	2024E	5.7	5.7	3.6	3.7	2.8	1.7	3.0	6.5	2.1
	2025E	5.2	5.2	3.1	3.4	2.6	1.6	2.8	5.5	2.0
EBITDA	2023	2,643.0	-2,195.4	40,315.5	4,998.6	1,204.2	1,334.8	232.0	560.4	366.7
	2024E	3,920.3	1,050.3	47,303.7	3,466.8	1,743.8	1,440.7	247.8	655.0	500.8
	2025E	3,954.7	2,763.7	52,334.9	4,397.1	1,703.1	1,546.7	305.3	734.8	508.6
EV/EBITDA	2023	17.1	#N/A N/A	11.8	13.3	11.7	10.9	11.8	17.2	12.0
	2024E	14.7	-	14.7	23.8	9.5	8.0	19.8	24.1	9.8
	2025E	14.4	17.1	13.3	18.5	9.5	6.5	15.6	21.1	9.2

자료: Bloomberg, SK증권

게임 Peer Valuation Table

항목	년도	크래프톤	엔씨소프트	넷마블	시프트업	펄어비스	카카오게임즈	위메이드	컴투스	데브시스터즈	더블유게임즈	웹젠
시가총액		14,873	4,907	4,418	3,267	2,544	1,453	1,550	601	371	1,061	532
매출액	2023	1,910.6	1,779.8	2,502.1	168.6	333.5	1,025.1	605.3	739.6	161.1	582.3	196.3
	2024E	2,736.0	1,600.1	2,711.7	212.9	332.0	841.1	685.4	675.5	251.4	651.3	221.7
	2025E	3,068.0	1,825.3	2,794.3	309.0	601.5	921.5	767.2	793.3	293.5	683.9	263.3
영업이익	2023	768.0	137.3	-68.5	111.1	-16.4	74.5	-110.4	-32.3	-48.0	213.3	49.9
	2024E	1,185.5	-0.6	216.4	142.8	-22.0	16.7	-39.3	6.4	32.8	256.5	55.7
	2025E	1,303.4	215.4	218.1	221.6	144.9	80.7	93.5	41.0	48.7	266.0	74.0
영업이익률	2023	40.2	7.7	-2.7	65.9	-4.9	7.3	-18.2	-4.4	-29.8	36.6	25.4
	2024E	43.3	0.0	8.0	67.1	-6.6	2.0	-5.7	1.0	13.0	39.4	25.1
	2025E	42.5	11.8	7.8	71.7	24.1	8.8	12.2	5.2	16.6	38.9	28.1
순이익	2023	595.4	212.1	-255.7	106.7	15.2	-228.7	-200.5	39.8	-49.6	149.1	57.6
	2024E	1,016.6	117.2	242.3	126.2	10.8	22.0	-28.8	19.5	35.9	175.8	68.8
	2025E	1,077.5	233.0	221.9	189.3	127.3	54.5	76.7	43.7	48.3	180.4	87.2
P/E	2023	15.1	23.0	-	-	156.3	-	-	86.7	-	5.3	8.4
	2024E	14.7	49.0	20.9	24.9	219.0	-	-	28.1	10.3	6.1	8.2
	2025E	13.8	21.2	24.9	16.4	19.7	25.1	18.9	15.1	8.1	6.2	6.6
P/B	2023	1.6	1.5	1.0	-	3.3	1.5	7.8	0.5	3.9	0.9	0.8
	2024E	2.3	1.4	0.8	10.6	3.5	1.0	7.3	0.5	-	1.0	0.8
	2025E	1.9	1.4	0.8	5.3	3.0	1.0	5.5	0.5	-	0.9	0.7
EBITDA	2023	875.3	247.7	113.6	113.7	9.6	170.6	-91.5	-5.4	-37.7	222.0	56.4
	2024E	1,302.2	104.7	384.5	146.2	4.7	96.6	-19.7	32.6	42.5	266.5	63.1
	2025E	1,412.3	322.3	382.2	225.0	174.7	151.0	115.2	68.2	53.8	271.1	82.4
EV/EBITDA	2023	7.0	13.8	50.3	-	221.6	16.6	-	-	-	2.9	6.1
	2024E	9.0	37.2	14.7	21.6	491.1	20.7	-	18.8	-	1.3	4.5
	2025E	7.9	11.3	13.9	13.6	12.6	12.7	14.6	9.1	-	0.6	2.8

자료: Bloomberg, SK증권

Part 3. 기업별 25년도 전망

SK 증권

NAVER (035420/KS | 매수 | TP 27만원)

내 이름 맑음

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● 25E 영업이익 2.4조원(+20.3%), OPM 20.6% 전망

- 2025년 매출액 11.5조원(+8.5% YoY, 이하 동일), 영업이익 2.4조원(+20.3%), 지배주주순이익 1.9조원(+6.0%) 전망
- 올해는 클립/홈피드 효과로 DA 반등에 성공. 커머스도 시장 성장률 둔화에 따른 우려 높았으나 3Q24부터 시장 성장률 상회하며 점진적으로 회복 중. 수익성 중심 경영 지속되며 영업이익은 안정적인 5천억원대 진입

● NAVER가 그리는 AI

- 내년 'On-Service AI' 전략 하 검색, 플레이스, 콘텐츠, 쇼핑에 AI 기술 적용 확대, 서비스 간 연계 강화해 수익화 목표
- 광고: 상반기 모바일에 'AI 브리핑' 도입해 생성형 AI 검색 고도화, 홈피드/클립에 개인 맞춤형 콘텐츠 추천, 광고 플랫폼 고도화로 자동 입찰, 타겟팅 강화
- 커머스: 상반기 '네이버플러스스토어' 별도 쇼핑 앱으로 출시 예정. 개인화된 쇼핑 화면 및 추천, 멤버십 혜택과 배송 강화. 특히 그 동안 경쟁사대비 약점으로 꼽혔던 물류/배송을 강화하며 거래액 성장 키워 나갈 것

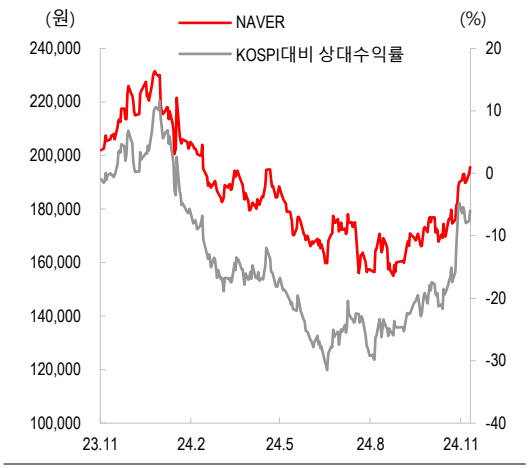
● 성장에 대한 갈증이 해소되는 단계

- 목표주가 24-> 27만원으로 상향. 광고 및 커머스에 적용한 멀티플 상향에 따른 결과. 3Q24 누적 기준 별도 영업이익의 비중은 연결의 96% 수준. 내년에도 홈피드/클립을 중심으로 한 광고 성장, 배송 및 혜택 강화에 따른 커머스 성장에 힘입어 영업이익은 견조한 흐름 보일 것
- 내년 상반기까지 동사가 제시한 비전들이 실제 서비스에 구현/안착된다면 향후 성장성에 대한 확신이 생기며 주가는 탄력적으로 움직일 수 있을 것

Company Data	
발행주식수	15,844 만주
시가총액	30,990 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.44%
자사주	6.02%

Stock Data	
주가(24/11/26)	195,600 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	231,500 원
52주 최저가	155,000 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	6,818	8,220	9,671	10,621	11,524	12,571
영업이익	십억원	1,325	1,305	1,489	1,969	2,369	2,702
순이익(지배주주)	십억원	16,490	760	1,012	1,819	1,927	2,249
EPS	원	9,082	4,634	6,233	11,478	12,165	14,195
PER	배	41.7	38.3	35.9	17.0	16.1	13.8
PBR	배	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	35.8	16.1	18.0	12.1	9.8	8.8
ROE	%	106.7	3.3	4.4	7.5	7.4	8.1

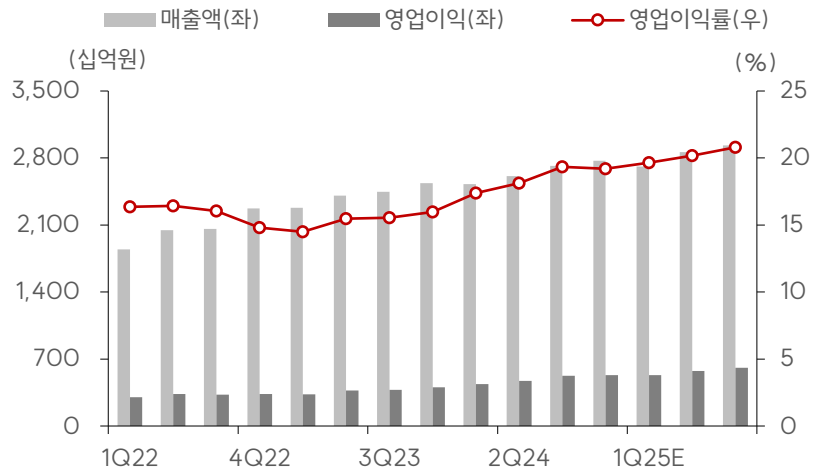
NAVER (035420/KS | 매수 | TP 27만원)

NAVER 목표주가 산정

항목		비고
서치플랫폼		
NOPLAT	991.6	OPM 32% 가정
Target Multiple	17.2	GOOGL, META 25E P/E 평균 15% 할인 적용
적정 가치	**17,064.0**	
커머스		
NOPLAT	666.9	OPM 28% 가정
Target Multiple	19.6	CPNG, AMZN 25E P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	**13,056.8**	
웹툰		
시가총액	2,036.5	Webtoon Entertainmnet 시가총액 평균
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	**774.7**	
핀테크		
25E 거래액	83,735.4	
Target Multiple	0.1	paypal EV/TPV에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	**6,250.1**	
클라우드		
25E 매출액	626.6	
Target Multiple	3.5	MSFT, AMZN, GOOGL, META 25E P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	**2,210**	
LY		
시가총액	27,850.9	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	**5,414.2**	
순차입금	952.3	
합산 가치	**43,817.8**	
주식 수(천 주)	160,784.5	
적정 주가(원)	272,525	
목표 주가(원)	**270,000**	
현재 주가(원)	203,000	11/27 종가 기준
상승 여력	33.0%	

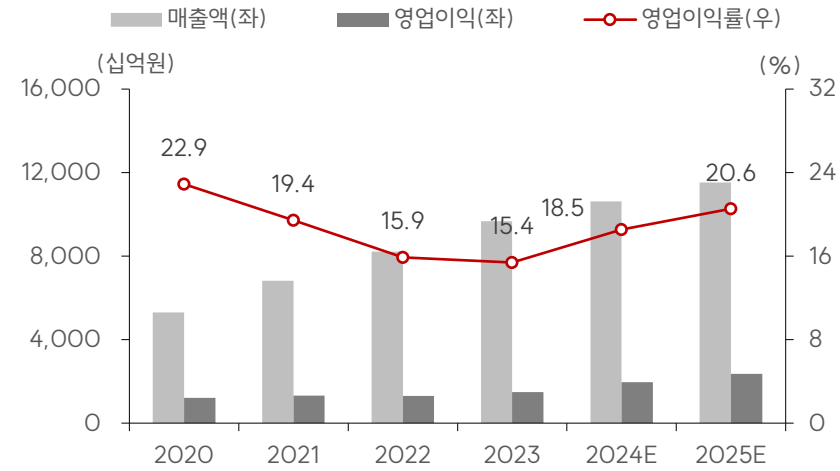
자료: SK증권

NAVER 분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK증권

NAVER 연간 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK증권

NAVER (035420/KS | 매수 | TP 27만원)

NAVER 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
영업수익	**2,526.1**	**2,610.5**	**2,715.6**	**2,769.3**	**2,711.5**	**2,860.3**	**2,929.5**	**3,022.9**	**9,670.7**	**10,621.4**	**11,524.3**
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,019.8	975.3	1,025.3	1,041.1	1,090.0	3,589.1	3,901.2	4,131.7
검색광고	696.4	731.4	753.3	761.7	733.6	764.7	784.5	808.1	2,725.3	2,942.8	3,090.9
디스플레이	202.4	235.0	229.5	241.5	228.2	245.2	239.4	262.6	846.1	908.4	975.4
커머스	703.4	719.0	725.4	754.5	742.0	788.5	806.6	838.5	2,546.7	2,902.4	3,175.6
핀테크	353.9	368.5	385.1	394.5	404.4	421.5	450.4	457.4	1,354.8	1,502.0	1,733.7
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	447.9	445.2	467.4	475.5	468.7	1,733.0	1,777.0	1,856.7
클라우드	117.0	124.6	144.6	152.6	144.7	157.7	156.0	168.3	447.2	538.8	626.6
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,237.6	2,178.7	2,283.6	2,320.7	2,372.8	8,181.8	8,652.4	9,155.7
개발/운영	636.0	682.7	656.9	696.7	675.1	689.5	685.0	715.1	2,572.7	2,672.2	2,764.7
파트너	913.5	916.6	938.0	959.1	935.6	995.9	1,005.8	1,034.9	3,533.6	3,727.1	3,972.2
인프라	169.9	171.7	178.1	183.3	187.0	190.9	194.1	201.6	595.7	703.0	773.6
마케팅	367.5	366.8	417.3	398.4	381.0	407.3	435.7	421.3	1,479.8	1,550.1	1,645.2
영업이익	**439.3**	**472.7**	**525.3**	**531.7**	**532.9**	**576.7**	**608.8**	**650.2**	**1,488.8**	**1,968.9**	**2,368.6**
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	19.2%	19.7%	20.2%	20.8%	21.5%	15.4%	18.5%	20.6%
순이익	**555.8**	**332.1**	**530.1**	**457.6**	**379.7**	**497.8**	**538.2**	**547.6**	**988.4**	**1,875.5**	**1,963.3**
지배주주순이익	510.6	338.4	520.4	449.2	372.8	488.7	528.3	537.6	1,012.6	1,818.6	1,927.3
YoY growth rate											
영업수익	*10.8%*	*8.4%*	*11.1%*	*9.2%*	*7.3%*	*9.6%*	*7.9%*	*9.2%*	*17.6%*	*9.8%*	*8.5%*
서치플랫폼	*6.3%*	*7.5%*	*11.0%*	*9.8%*	*7.7%*	*4.8%*	*4.4%*	*6.9%*	*0.6%*	*8.7%*	*5.9%*
검색광고	*6.2%*	*6.1%*	*9.5%*	*10.0%*	*5.3%*	*4.6%*	*4.1%*	*6.1%*	*4.5%*	*8.0%*	*5.0%*
디스플레이	*5.3%*	*8.1%*	*11.0%*	*5.2%*	*12.8%*	*4.4%*	*4.3%*	*8.7%*	*-10.0%*	*7.4%*	*7.4%*
커머스	*16.1%*	*13.6%*	*12.0%*	*14.2%*	*5.5%*	*9.7%*	*11.2%*	*11.1%*	*41.4%*	*14.0%*	*9.4%*
핀테크	*11.2%*	*8.5%*	*13.0%*	*10.8%*	*14.3%*	*14.4%*	*17.0%*	*16.0%*	*14.2%*	*10.9%*	*15.4%*
콘텐츠	*8.5%*	*-0.1%*	*6.4%*	*-4.0%*	*-0.3%*	*11.3%*	*2.7%*	*4.7%*	*37.4%*	*2.5%*	*4.5%*
클라우드	*25.5%*	*19.2%*	*17.0%*	*21.3%*	*23.6%*	*26.6%*	*7.9%*	*10.2%*	*11.0%*	*20.5%*	*16.3%*
영업비용	*7.0%*	*5.0%*	*6.1%*	*5.0%*	*4.4%*	*6.8%*	*6.0%*	*6.0%*	*18.3%*	*5.8%*	*5.8%*
개발/운영	*0.1%*	*6.0%*	*4.0%*	*5.3%*	*6.2%*	*1.0%*	*4.3%*	*2.6%*	*24.3%*	*3.9%*	*3.5%*
파트너	*9.8%*	*5.9%*	*5.8%*	*1.0%*	*2.4%*	*8.7%*	*7.2%*	*7.9%*	*19.2%*	*5.5%*	*6.6%*
인프라	*28.1%*	*20.9%*	*13.2%*	*12.0%*	*10.1%*	*11.2%*	*9.0%*	*9.9%*	*2.6%*	*18.0%*	*10.0%*
마케팅	*5.0%*	*-4.3%*	*7.0%*	*11.7%*	*3.7%*	*11.0%*	*4.4%*	*5.7%*	*13.8%*	*4.7%*	*6.1%*
영업이익	*32.9%*	*26.8%*	*38.2%*	*31.1%*	*21.3%*	*22.0%*	*15.9%*	*22.3%*	*14.1%*	*32.2%*	*20.3%*
순이익	*1172.9%*	*15.8%*	*48.8%*	*51.6%*	*-31.7%*	*49.9%*	*1.5%*	*19.7%*	*46.8%*	*89.7%*	*4.7%*

자료: NAVER, SK증권

NAVER (035420/KS | 매수 | TP 27만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,048	10,549	11,441
현금및현금성자산	2,724	3,576	3,314	4,347	4,674
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	2,363	2,580	2,841
재고자산	9	15	24	27	29
비유동자산	27,459	28,710	29,354	30,033	32,075
장기금융자산	3,803	3,642	3,178	3,182	3,186
유형자산	2,458	2,742	2,982	2,870	3,018
무형자산	1,481	3,446	3,458	3,403	3,349
자산총계	33,899	35,738	38,402	40,582	43,516
유동부채	5,481	6,306	6,786	7,337	8,002
단기금융부채	1,575	1,011	1,103	1,204	1,326
매입채무 및 기타채무	899	1,313	4,227	4,614	5,081
단기충당부채	5	6	7	7	8
비유동부채	4,968	5,194	5,004	4,862	5,064
장기금융부채	2,622	3,168	3,088	2,779	2,779
장기매입채무 및 기타채무	80	103	74	74	74
장기충당부채	18	15	16	18	19
부채총계	10,449	11,500	11,789	12,200	13,066
지배주주지분	22,744	23,206	25,100	26,834	28,860
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,416	1,416	1,416
기타자본구성요소	-840	-607	-461	-461	-461
자기주식	-1,017	-853	-735	-735	-735
이익잉여금	23,646	24,544	26,121	27,854	29,880
비지배주주지분	706	1,032	1,513	1,548	1,590
자본총계	23,450	24,238	26,613	28,383	30,450
부채와자본총계	33,899	35,738	38,402	40,582	43,516

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,621	11,524	12,571
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,621	11,524	12,571
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	6,915	8,182	8,652	9,156	9,869
영업이익	1,305	1,489	1,969	2,369	2,702
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.5	20.6	21.5
비영업손익	-221	-7	393	123	205
순금융손익	-13	-26	161	176	192
외환관련손익	-79	-43	0	0	0
관계기업등 투자손익	97	267	175	192	220
세전계속사업이익	1,084	1,481	2,362	2,492	2,908
세전계속사업이익률(%)	13.2	15.3	22.2	21.6	23.1
계속사업법인세	411	496	486	528	617
계속사업이익	673	985	1,876	1,963	2,291
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,876	1,963	2,291
순이익률(%)	8.2	10.2	17.7	17.0	18.2
지배주주	760	1,012	1,819	1,927	2,249
지배주주귀속 순이익률(%)	9.2	10.5	17.1	16.7	17.9
비지배주주	-87	-27	57	36	42
총포괄이익	-715	724	1,869	1,963	2,291
지배주주	-681	749	1,819	1,960	2,288
비지배주주	-34	-24	50	3	3
EBITDA	1,866	2,071	2,682	3,186	3,509

NAVER (035420/KS | 매수 | TP 27만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,453	2,002	2,662	3,184	3,582
당기순이익(손실)	673	985	1,876	1,963	2,291
비현금성항목등	1,318	1,327	1,500	1,174	1,235
유형자산감가상각비	519	528	663	763	752
무형자산상각비	42	54	50	55	54
기타	757	745	787	356	429
운전자본감소(증가)	307	360	-229	399	481
매출채권및기타채권의감소(증가)	-56	43	-664	-216	-261
재고자산의감소(증가)	17	-2	1	-2	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	133	347	2,661	387	466
기타	-1,706	-1,352	-1,097	-880	-1,042
법인세납부	-861	-682	-612	-528	-617
투자활동현금흐름	-1,216	-950	-1,522	-1,583	-2,952
금융자산의감소(증가)	-920	482	127	-83	-100
유형자산의감소(증가)	-689	-633	-1,138	-650	-900
무형자산의감소(증가)	-55	-51	-63	-0	-0
기타	448	-748	-448	-850	-1,952
재무활동현금흐름	-339	-110	169	-401	-102
단기금융부채의증가(감소)	-219	-371	302	101	122
장기금융부채의증가(감소)	-173	191	-377	-309	0
자본의증가(감소)	66	-314	173	0	0
배당금지급	-213	-62	-119	-194	-223
기타	200	446	190	1	-1
현금의 증가(감소)	-57	852	-262	1,033	327
기초현금	2,781	2,724	3,576	3,314	4,347
기말현금	2,724	3,576	3,314	4,347	4,674
FCF	765	1,369	1,525	2,534	2,682

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	20.6	17.6	9.8	8.5	9.1
영업이익	-1.6	14.1	32.2	20.3	14.1
세전계속사업이익	-49.0	36.7	59.4	5.5	16.7
EBITDA	6.1	11.0	29.5	18.8	10.1
EPS	-49.0	34.5	84.1	6.0	16.7
수익성 (%)					
ROA	2.0	2.8	5.1	5.0	5.4
ROE	3.3	4.4	7.5	7.4	8.1
EBITDA마진	22.7	21.4	25.2	27.6	27.9
안정성 (%)					
유동비율	117.5	111.5	133.3	143.8	143.0
부채비율	44.6	47.4	44.3	43.0	42.9
순차입금/자기자본	1.0	-0.9	-0.3	-4.9	-5.6
EBITDA/이자비용(배)	26.0	16.3	N/A	N/A	N/A
배당성향	18.0	17.9	10.6	11.6	11.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,634	6,233	11,478	12,165	14,195
BPS	144,841	148,137	163,065	174,008	186,794
CFPS	8,054	9,819	15,977	17,325	19,283
주당 현금배당금	914	1,205	1,300	1,500	1,800
Valuation지표 (배)					
PER	38.3	35.9	17.0	16.1	13.8
PBR	1.2	1.5	1.2	1.1	1.0
PCR	22.0	22.8	12.2	11.3	10.1
EV/EBITDA	16.1	18.0	12.1	9.8	8.8
배당수익률	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9

자료 : 넷마블, SK증권 추정

카카오 (035720/KS | 매수 | TP 5만원)

고민중독

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● 25E 영업이익 6,952억원(+29.2%), OPM 8.1% 전망

- 2025년 매출액 8.6조원(+8.7% YoY, 이하 동일), 영업이익 6,952억원(+29.2%), 지배주주순이익 4,083억원(+2.5%) 전망
- 올해는 광고와 커머스는 전방 시장 성장률 둔화로 인해 별도 이익 부진, 이에 더해 콘텐츠 자회사들도 신작 부재, 경쟁 심화 등 영향으로 부진

● 헤어질 결심

- 핵심 사업 중심으로 자원 재분배 및 집중하는 전략 강조. 동사는 핵심 사업을 톡과 AI로 정의, 비핵심 사업 및 프로젝트에 대해서는 과감한 정리, 인력 축소, 매각까지도 고려 중
- 카카오톡: 신규 DA 상품 출시, 커머스 UI/UX 개편 및 개인화 추진. 오픈채팅 탭 내 전면 동영성 광고인 '포커스풀뷰' 오픈해 브랜딩 수요에 대응하고, 동네소식(가제) 통해 롱테일 로컬 광고주 타겟함과 동시에 기존에 진출하지 못했던 검색광고 영역 진출
- AI: '카나나' 앱 별도 출시해 초개인화된 AI 서비스 제공할 계획. 개인화된 AI 에이전트 '카나'와 '나나'가 대화 분석, 문맥 파악, 답변 수행, 선물 추천 등 서비스 제공

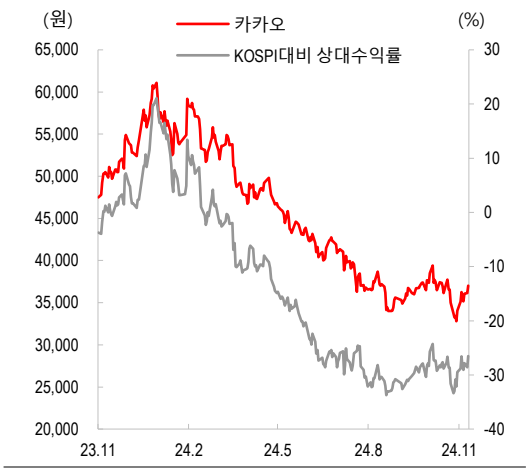
● 성장성만 확보된다면 베타는 높다

- 10월 이후 동사와 NAVER 주가의 괴리는 미래 비전 유무에 대한 차이. 연결 영업이익의 97%를 차지하는 광고와 커머스 사업은 내년에도 시장 둔화가 지속됨에 따라 성장이 쉽지 않아 보이고, 콘텐츠 자회사들도 드라마틱한 회복을 기대하기는 어려워 보임. 시장 부진을 헤쳐 나갈 수 있는 뾰족한 전략이 필요한 시기

Company Data	
발행주식수	44,355 만주
시가총액	16,411 십억원
주요주주	
김범수(외92)	24.22%
MAXIMO PTE	6.31%

Stock Data	
주가(24/11/26)	37,000 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	61,100 원
52주 최저가	32,800 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

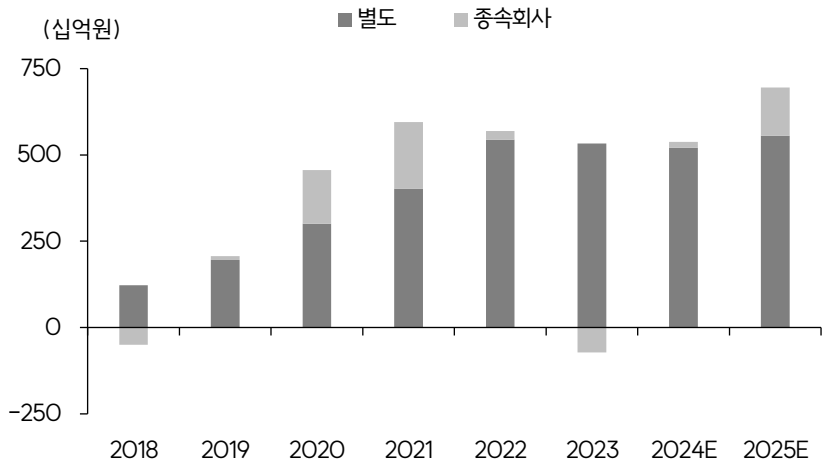
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	5,911	6,799	7,557	7,914	8,604	9,392
영업이익	십억원	588	569	461	538	695	873
순이익(지배주주)	십억원	1,387	1,358	-1,013	398	408	523
EPS	원	3,111	3,049	-2,276	898	920	1,178
PER	배	36.2	17.4	N/A	41.2	40.2	31.4
PBR	배	5.0	2.4	2.5	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	배	52.5	21.5	21.0	11.6	10.7	8.2
ROE	%	17.1	13.6	-10.3	4.0	3.9	4.8

카카오 (035720/KS | 매수 | TP 5만원)

포커스풀뷰 베타 출시

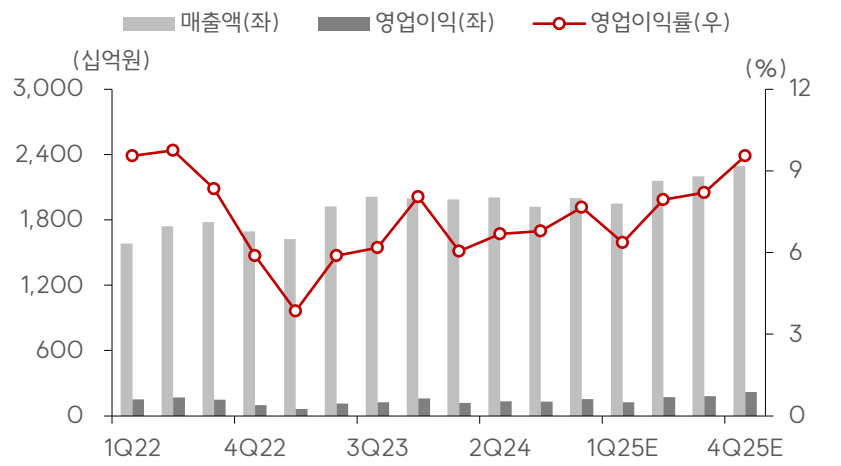
자료: 언론 보도, SK증권

카카오 별도/종속회사 이익 기여도



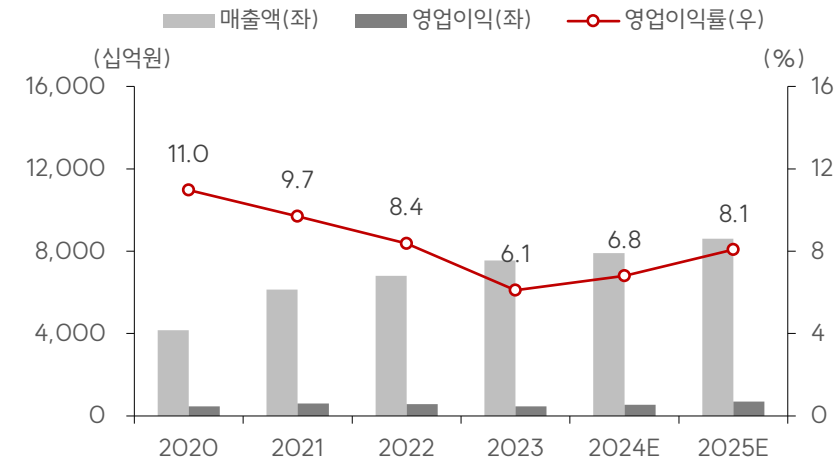
자료: 카카오, SK증권

카카오 분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK증권

카카오 연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오, SK증권

카카오 (035720/KS | 매수 | TP 5만원)

카카오 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	**1,988.4**	**2,004.9**	**1,921.4**	**1,999.7**	**1,951.0**	**2,159.1**	**2,200.7**	**2,293.0**	**7,557.0**	**7,914.3**	**8,603.8**
플랫폼	954.8	955.3	943.5	1,027.3	968.8	1,042.4	1,037.1	1,108.9	3,554.4	3,880.8	4,157.3
톡비즈	522.1	513.9	507.3	566.0	524.7	557.3	554.2	605.3	1,982.2	2,109.3	2,241.5
광고형	278.7	307.0	292.2	324.0	296.9	325.6	316.7	343.0	1,119.8	1,201.9	1,282.2
거래형	243.4	206.9	215.0	242.0	227.9	231.7	237.5	262.3	862.4	907.4	959.4
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.4	78.2	84.7	80.1	86.0	344.3	332.4	329.0
플랫폼 기타	348.0	353.5	359.8	377.9	365.9	400.4	402.8	417.7	1,227.9	1,439.2	1,586.7
콘텐츠	1,033.6	1,049.6	977.9	972.4	982.1	1,116.7	1,163.6	1,184.1	4,002.6	4,033.5	4,446.5
게임	243.1	233.5	233.6	209.2	236.7	259.7	333.2	352.9	1,009.5	919.4	1,182.5
뮤직	468.2	510.9	470.9	468.9	457.3	546.1	522.8	514.4	1,723.9	1,918.9	2,040.6
스토리	227.0	215.7	218.7	213.9	201.7	223.5	233.7	222.1	922.1	875.3	880.9
미디어	95.2	89.6	54.7	80.4	86.4	87.5	74.0	94.6	347.0	319.9	342.5
YoY growth rate											
매출액	*22.5%*	*4.2%*	*-4.5%*	*0.1%*	*-1.9%*	*7.7%*	*14.5%*	*14.7%*	*11.1%*	*4.7%*	*8.7%*
플랫폼	*12.6%*	*9.9%*	*7.2%*	*7.4%*	*1.5%*	*9.1%*	*9.9%*	*7.9%*	*2.7%*	*9.2%*	*7.1%*
톡비즈	*7.7%*	*7.0%*	*5.8%*	*5.3%*	*0.5%*	*8.4%*	*9.2%*	*6.9%*	*4.2%*	*6.4%*	*6.3%*
광고형	*10.6%*	*8.5%*	*4.4%*	*6.3%*	*6.5%*	*6.1%*	*8.4%*	*5.9%*	*6.2%*	*7.3%*	*6.7%*
거래형	*4.6%*	*4.8%*	*7.8%*	*4.0%*	*-6.4%*	*12.0%*	*10.5%*	*8.4%*	*2.9%*	*5.2%*	*5.7%*
포털비즈	*1.4%*	*-1.8%*	*-8.2%*	*-5.3%*	*-7.6%*	*-3.6%*	*4.9%*	*3.1%*	*-18.8%*	*-3.5%*	*-1.0%*
플랫폼 기타	*24.3%*	*18.0%*	*13.4%*	*14.1%*	*5.1%*	*13.3%*	*11.9%*	*10.5%*	*8.0%*	*17.2%*	*10.3%*
콘텐츠	*33.3%*	*-0.4%*	*-13.6%*	*-6.7%*	*-5.0%*	*6.4%*	*19.0%*	*21.8%*	*20.0%*	*0.8%*	*10.2%*
게임	*-1.7%*	*-13.1%*	*-10.8%*	*-9.7%*	*-2.6%*	*11.2%*	*42.6%*	*68.7%*	*-9.0%*	*-8.9%*	*28.6%*
뮤직	*101.8%*	*6.3%*	*-8.3%*	*-5.8%*	*-2.3%*	*6.9%*	*11.0%*	*9.7%*	*92.8%*	*11.3%*	*6.3%*
스토리	*-0.7%*	*-6.6%*	*-12.2%*	*0.3%*	*-11.1%*	*3.6%*	*6.8%*	*3.8%*	*0.1%*	*-5.1%*	*0.6%*
미디어	*40.6%*	*21.9%*	*-48.9%*	*-18.7%*	*-9.3%*	*-2.4%*	*35.3%*	*17.8%*	*-15.8%*	*-7.8%*	*7.1%*
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,846.5	1,826.9	1,987.6	2,020.2	2,073.9	7,096.1	7,376.3	7,908.6
YoY growth rate	19.7%	3.4%	-5.1%	0.5%	-2.2%	6.2%	12.8%	12.3%	13.9%	3.9%	7.2%
영업이익	**120.3**	**134.0**	**130.5**	**153.2**	**124.1**	**171.5**	**180.5**	**219.1**	**460.9**	**538.0**	**695.2**
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	7.7%	6.4%	7.9%	8.2%	9.6%	6.1%	6.8%	8.1%
YoY growth rate	92.2%	18.5%	5.0%	-4.7%	3.2%	28.0%	38.3%	43.0%	-19.1%	16.7%	29.2%
당기순이익	**67.7**	**87.1**	**78.5**	**95.5**	**70.0**	**96.7**	**103.8**	**124.8**	**-1,816.7**	**328.8**	**395.2**
지배주주순이익	73.7	101.3	105.8	117.5	73.6	100.3	109.4	124.9	-1,012.6	398.3	408.3

자료: 카카오, SK증권

카카오 (035720/KS | 매수 | TP 5만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,756	8,943	9,509	10,701	11,859
현금및현금성자산	4,780	5,269	4,950	5,504	6,409
매출채권 및 기타채권	772	1,134	1,405	1,612	1,693
재고자산	160	139	172	197	207
비유동자산	14,451	15,090	16,012	16,429	16,244
장기금융자산	2,274	2,481	2,802	2,864	2,888
유형자산	885	1,322	1,257	1,089	961
무형자산	6,022	5,689	5,574	5,563	5,271
자산총계	22,964	25,180	26,835	28,444	29,418
유동부채	4,768	6,245	7,422	8,494	8,917
단기금융부채	1,376	1,923	2,383	2,733	2,871
매입채무 및 기타채무	1,369	1,794	4,491	5,149	5,410
단기충당부채	21	21	26	29	31
비유동부채	3,798	3,737	3,538	3,707	3,774
장기금융부채	2,825	2,577	2,378	2,378	2,378
장기매입채무 및 기타채무	135	228	5	5	5
장기충당부채	70	81	100	115	121
부채총계	9,448	11,321	12,564	13,805	14,295
지배주주지분	9,984	9,764	10,291	10,673	11,169
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,927	8,927	8,927
기타자본구성요소	41	8	-31	-31	-31
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	3,031	1,922	2,284	2,666	3,161
비지배주주지분	3,532	4,095	3,980	3,967	3,955
자본총계	13,516	13,859	14,271	14,640	15,123
부채와자본총계	22,964	25,180	26,835	28,444	29,418

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,914	8,604	9,392
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	7,914	8,604	9,392
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	6,229	7,096	7,376	7,909	8,518
영업이익	569	461	538	695	873
영업이익률(%)	8.4	6.1	6.8	8.1	9.3
비영업손익	700	-2,109	68	-12	9
순금융손익	13	27	206	229	259
외환관련손익	-26	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-58	4	96	64	92
세전계속사업이익	1,269	-1,648	606	683	883
세전계속사업이익률(%)	18.7	-21.8	7.7	7.9	9.4
계속사업법인세	202	168	277	288	372
계속사업이익	1,067	-1,817	329	395	511
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	1,067	-1,817	329	395	511
순이익률(%)	15.7	-24.0	4.2	4.6	5.4
지배주주	1,358	-1,013	398	408	523
지배주주귀속 순이익률(%)	20.0	-13.4	5.0	4.7	5.6
비지배주주	-291	-804	-69	-13	-12
총포괄이익	-663	-1,715	506	395	511
지배주주	-262	-884	493	378	488
비지배주주	-400	-831	13	17	22
EBITDA	1,151	1,222	1,540	1,625	1,993

카카오 (035720/KS | 매수 | TP 5만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	678	1,341	3,549	1,989	1,895
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	329	395	511
비현금성항목등	126	3,001	1,090	993	1,237
유형자산감가상각비	378	489	719	669	828
무형자산상각비	204	271	284	261	292
기타	-456	2,241	87	63	117
운전자본감소(증가)	-460	248	2,115	659	261
매출채권및기타채권의감소(증가)	-69	-108	-357	-206	-81
재고자산의감소(증가)	-73	43	-87	-25	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	364	2,618	659	260
기타	-373	-394	-290	-346	-486
법인세납부	-318	-303	-305	-288	-372
투자활동현금흐름	-1,574	-1,780	-1,788	-1,665	-1,064
금융자산의감소(증가)	-75	224	-377	-314	-124
유형자산의감소(증가)	-439	-561	-481	-500	-700
무형자산의감소(증가)	-91	-135	-169	-250	0
기타	-969	-1,308	-761	-601	-240
재무활동현금흐름	412	1,020	-1,915	323	111
단기금융부채의증가(감소)	-297	-59	-1,835	350	138
장기금융부채의증가(감소)	562	-16	37	0	0
자본의증가(감소)	335	723	87	0	0
배당금지급	-23	-55	-27	-27	-27
기타	-165	427	-177	0	0
현금의 증가(감소)	-490	553	-439	554	906
기초현금	5,326	4,836	5,389	4,950	5,504
기말현금	4,836	5,389	4,950	5,504	6,409
FCF	240	780	3,068	1,489	1,195

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	15.0	11.2	4.7	8.7	9.2
영업이익	-3.1	-19.1	16.7	29.2	25.6
세전계속사업이익	-44.5	적전	흑전	12.7	29.2
EBITDA	19.8	6.1	26.1	5.5	22.6
EPS	-2.0	적전	흑전	2.5	28.0
수익성 (%)					
ROA	4.7	-7.5	1.3	1.4	1.8
ROE	13.6	-10.3	4.0	3.9	4.8
EBITDA마진	16.9	16.2	19.5	18.9	21.2
안정성 (%)					
유동비율	162.7	143.2	128.1	126.0	133.0
부채비율	69.9	81.7	88.0	94.3	94.5
순차입금/자기자본	-17.7	-19.1	-17.7	-20.8	-26.1
EBITDA/이자비용(배)	10.5	7.5	N/A	N/A	N/A
배당성향	1.9	-2.6	6.7	6.6	5.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,049	-2,276	898	920	1,178
BPS	22,416	21,951	23,205	24,065	25,183
CFPS	4,354	-566	3,157	3,017	3,703
주당 현금배당금	60	61	61	61	61
Valuation지표 (배)					
PER	17.4	N/A	41.2	40.2	31.4
PBR	2.4	2.5	1.6	1.5	1.5
PCR	12.2	-95.9	11.7	12.3	10.0
EV/EBITDA	21.5	21.0	11.6	10.7	8.2
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

자료 : 넷마블, SK증권 추정

크래프톤 (259960/KS | 매수 | TP 42만원)

고민보다 GO

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● 25E 영업이익 1.3조원(+6.8%), OPM 43.2% 전망

- 2025년 매출액 3.0조원(+9.7% YoY, 이하 동일), 영업이익 1.3조원(+6.8%), 순이익 9,871억원(+2.9%) 전망
- 올해는 PUBG IP의 트래픽 반등이 놀라운 실적 성장을 이끌었던 한 해. 높아진 유저 pool 에 콘텐츠 업데이트 및 콜라보 성과도 견조했음. 모바일에서는 BGMI가 괄목할 만한 성장세를 보임. 업계 전반적으로 비용 통제, 특히 인건비 절감 기조가 강했던 반면, 동사는 개발 역량 강화 및 신규 IP에 대한 투자 지속했음에도 불구하고 매분기 어닝 서프라이즈 기록하며 탄탄한 이익 성장 기록
- 4분기 연말/연초 이벤트 진행 및 PC 트래픽이 여전히 견조(steam 24hr peak 유저 수 75만명)함에 따라 4분기도 양호한 실적 기록 전망(OP 3,262억원)

● PUBG가 다진 기반, 신작이 쌓아올릴 성

- <inZOI>: 3/28 얼리액세스 이후 상/하반기 대규모 업데이트 1회씩 예정. 온디바이스AI로 외부 네트워크 없이도 플레이 가능하고 UGC+AI 활용해 장기 성장 가능한 IP로 발전할 것
- <딩컴투게더>: 아기자기한 생활 시뮬레이션 게임. 원작은 100만장 판매, 유사 게임인 <동물의 숲>은 누적 7천만장 판매 기록
- <서브노티카2>: 원작+빌로우 합산 700만장 판매. 엔진 교체, 그래픽 개선, 멀티플레이 요소 적용 등으로 원작을 상회하는 성과 및 서구권 유저 유입 기대

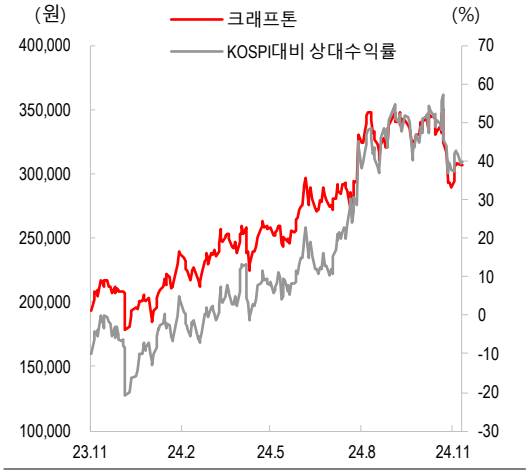
● 장기 성장 스토리

- 다수의 투자건 검토 및 실행하며 IP 라이선싱, 2PP 투자 적극적으로 전개 중. <쿠키런> 인도, <팰월드>모바일 등 퍼블리싱 성공에 따른 업사이드 존재. AI 적용 확대: TTS, CPC 등 고도화된 AI 기술 적용에 따른 유저 engagement 강화
- 3분기 실적 발표 이후 차익실현 매물 출회 등으로 주가 하락. 내년 PUBG의 organic 한 성장과 신작 효과 고려 시 현재 P/E 15배 수준에서 업사이드 충분하다는 판단

Company Data	
발행주식수	4,790 만주
시가총액	14,705 십억원
주요주주	
장병규(외31)	21.28%
IMAGE FRAME	13.87%

Stock Data	
주가(24/11/26)	307,000 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	351,000 원
52주 최저가	178,500 원

주가 및 상대수익률

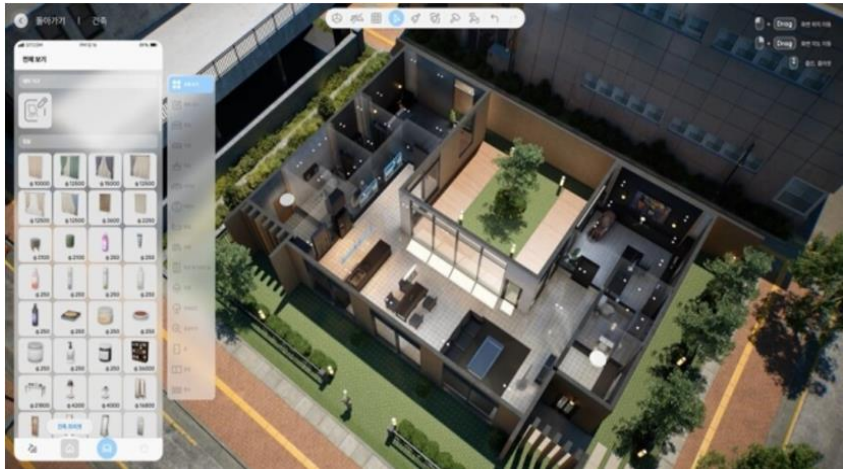


영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,885	1,854	1,911	2,767	3,035	3,383
영업이익	십억원	651	752	768	1,227	1,311	1,470
순이익(지배주주)	십억원	520	500	595	961	930	1,059
EPS	원	10,829	10,496	12,310	20,062	19,414	22,101
PER	배	42.5	16.0	15.7	15.3	15.8	13.9
PBR	배	4.9	1.6	1.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	배	27.6	6.3	7.4	8.4	7.4	6.2
ROE	%	17.9	10.3	11.2	16.1	13.5	13.5

크래프톤 (259960/KS | 매수 | TP 42만원)

<inZOI>

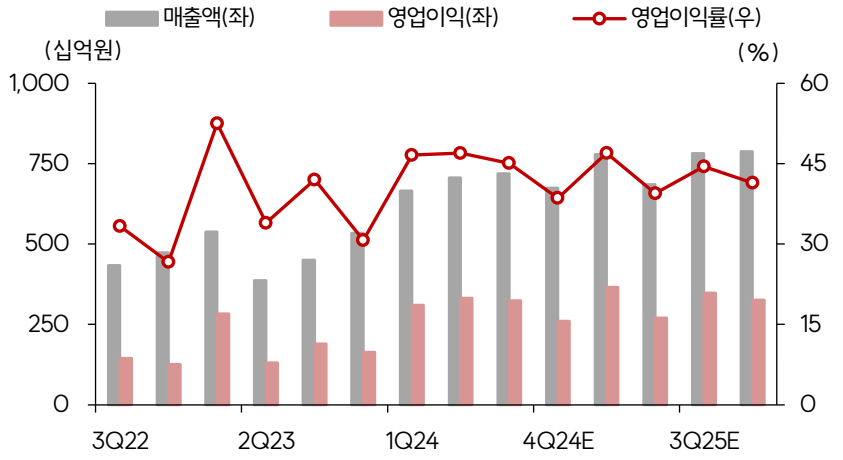


자료: 언론 보도, SK증권

<딩컴 투게더>

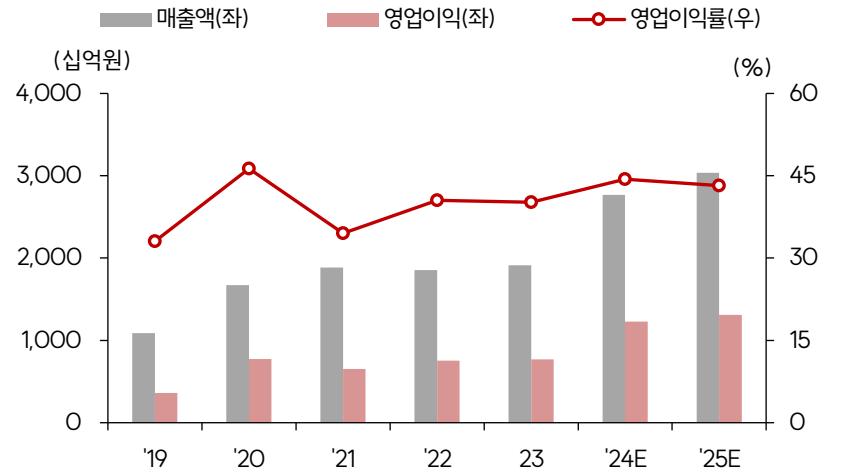
자료: 언론 보도, SK증권

크래프톤 분기 실적 추이 및 전망



자료: 크래프톤, SK증권

크래프톤 연간 실적 추이 및 전망



자료: 크래프톤, SK증권

크래프톤 (259960/KS | 매수 | TP 42만원)

크래프톤 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	665.9	707.0	719.3	675.2	779.5	686.1	782.1	787.8	1,910.6	2,767.4	3,035.4
PC	243.7	191.3	274.3	216.2	316.6	221.2	280.3	262.3	583.9	925.5	1,080.3
모바일	402.3	499.9	425.4	440.5	443.6	447.4	481.1	491.0	1,244.8	1,768.1	1,863.1
콘솔	11.5	8.8	11.8	11.0	10.8	9.0	12.0	25.7	55.7	43.1	57.5
영업비용	355.4	374.9	394.9	414.7	413.3	415.3	434.4	461.5	1,142.5	1,539.9	1,724.6
인건비	121.4	129.6	133.1	149.3	139.5	146.9	150.8	168.0	427.3	533.4	605.3
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	96.6	88.3	85.9	96.3	103.0	226.8	361.1	373.5
지급수수료	61.3	76.4	80.4	84.2	84.4	89.7	90.1	94.7	258.9	302.4	358.9
광고선전비	12.4	21.2	29.9	31.8	32.8	27.0	38.3	39.4	66.1	95.3	137.5
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	16.4	28.7	25.1	18.6	15.2	27.6	108.3	87.6
기타	32.3	34.9	35.9	36.4	39.5	40.7	40.4	41.2	135.9	139.4	161.7
영업이익	310.5	332.1	324.4	260.5	366.1	270.8	347.7	326.2	768.0	1,227.5	1,310.8
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	38.6%	47.0%	39.5%	44.5%	41.4%	40.2%	44.4%	43.2%
순이익	348.6	341.4	121.4	148.2	287.2	221.1	251.5	227.3	594.1	959.6	987.1
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	147.0	270.6	208.3	236.9	214.1	595.4	961.0	930.0
YoY growth rate											
매출액	*23.6%*	*82.7%*	*59.7%*	*26.3%*	*17.1%*	*-3.0%*	*8.7%*	*16.7%*	*3.1%*	*44.8%*	*9.7%*
PC	*36.5%*	*63.5%*	*126.1%*	*29.4%*	*29.9%*	*15.6%*	*2.2%*	*21.3%*	*25.6%*	*58.5%*	*16.7%*
모바일	*15.5%*	*104.2%*	*37.6%*	*28.5%*	*10.3%*	*-10.5%*	*13.1%*	*11.5%*	*-0.6%*	*42.0%*	*5.4%*
콘솔	*58.5%*	*-53.9%*	*-1.7%*	*-36.7%*	*-5.6%*	*2.6%*	*1.5%*	*133.5%*	*-46.5%*	*-22.6%*	*33.6%*
영업비용	*39.0%*	*46.7%*	*51.3%*	*12.0%*	*16.3%*	*10.8%*	*10.0%*	*11.3%*	*3.6%*	*34.8%*	*12.0%*
인건비	*20.4%*	*25.6%*	*30.1%*	*23.4%*	*14.9%*	*13.3%*	*13.3%*	*12.6%*	*17.1%*	*24.8%*	*13.5%*
앱수수료/매출원가	*83.8%*	*141.0%*	*68.6%*	*9.9%*	*2.8%*	*10.9%*	*-4.7%*	*6.6%*	*9.5%*	*59.2%*	*3.4%*
지급수수료	*-0.4%*	*8.3%*	*24.0%*	*36.0%*	*37.7%*	*17.3%*	*11.9%*	*12.5%*	*-20.4%*	*16.8%*	*18.7%*
광고선전비	*144.1%*	*145.1%*	*65.7%*	*-7.2%*	*164.5%*	*27.0%*	*28.1%*	*24.0%*	*-49.1%*	*44.3%*	*44.2%*
주식보상비용	*319.5%*	*288.7%*	*흑전*	*-42.0%*	*-31.8%*	*-28.7%*	*28.1%*	*-7.3%*	*흑전*	*291.7%*	*-19.1%*
기타	*2.6%*	*9.3%*	*0.7%*	*-1.4%*	*22.6%*	*16.7%*	*12.5%*	*13.1%*	*-2.3%*	*2.6%*	*16.0%*
영업이익	*9.7%*	*152.6%*	*71.4%*	*58.5%*	*17.9%*	*-18.5%*	*7.2%*	*25.3%*	*2.2%*	*59.8%*	*6.8%*
영업이익률	*-5.9%*	*13.0%*	*3.1%*	*7.8%*	*0.3%*	*-7.5%*	*-0.6%*	*2.8%*	*-0.3%*	*4.2%*	*-1.2%*
순이익	*30.5%*	*165.7%*	*-42.6%*	*흑전*	*-17.6%*	*-35.2%*	*107.2%*	*53.4%*	*18.8%*	*61.5%*	*2.9%*

자료: 크래프톤, SK증권

크래프톤 (259960/KS | 매수 | TP 42만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,893	3,964	4,714	5,638	6,717
현금및현금성자산	675	721	912	1,654	2,511
매출채권 및 기타채권	558	717	906	1,057	1,242
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,145	2,476	2,793	2,963	3,140
장기금융자산	268	347	375	385	397
유형자산	223	257	287	277	273
무형자산	868	608	652	702	724
자산총계	6,038	6,440	7,507	8,602	9,857
유동부채	411	521	699	780	878
단기금융부채	64	73	92	107	126
매입채무 및 기타채무	94	35	282	330	387
단기충당부채	3	0	0	0	0
비유동부채	510	361	401	428	462
장기금융부채	140	131	148	148	148
장기매입채무 및 기타채무	41	15	0	0	0
장기충당부채	14	14	18	21	24
부채총계	921	882	1,100	1,208	1,340
지배주주지분	5,111	5,554	6,404	7,334	8,392
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,449	1,472	1,478	1,478	1,478
기타자본구성요소	104	97	97	97	97
자기주식	0	0	-80	-80	-80
이익잉여금	3,468	3,895	4,736	5,666	6,725
비지배주주지분	5	4	3	60	125
자본총계	5,116	5,559	6,407	7,394	8,518
부채와자본총계	6,038	6,440	7,507	8,602	9,857

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,854	1,911	2,767	3,035	3,383
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,854	1,911	2,767	3,035	3,383
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,102	1,143	1,540	1,725	1,913
영업이익	752	768	1,227	1,311	1,470
영업이익률(%)	40.5	40.2	44.4	43.2	43.4
비영업손익	-68	61	96	41	70
순금융손익	26	29	0	0	0
외환관련손익	140	18	0	0	0
관계기업등 투자손익	-35	-44	-30	0	0
세전계속사업이익	684	829	1,323	1,352	1,539
세전계속사업이익률(%)	36.9	43.4	47.8	44.5	45.5
계속사업법인세	169	235	364	365	416
계속사업이익	515	594	960	987	1,124
중단사업이익	-15	0	0	0	0
***법인세효과**	-0	0	0	0	0
당기순이익	500	594	960	987	1,124
순이익률(%)	27.0	31.1	34.7	32.5	33.2
지배주주	500	595	961	930	1,059
지배주주귀속 순이익률(%)	27.0	31.2	34.7	30.6	31.3
비지배주주	-0	-1	-1	57	65
총포괄이익	536	593	961	987	1,124
지배주주	536	594	966	997	1,135
비지배주주	-0	-1	-4	-10	-11
EBITDA	859	876	1,338	1,423	1,582

크래프톤 (259960/KS | 매수 | TP 42만원)

SK 증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	513	662	1,218	1,044	1,169
당기순이익(손실)	500	594	960	987	1,124
비현금성항목등	360	324	438	481	532
유형자산감가상각비	76	77	88	87	84
무형자산상각비	32	31	22	25	29
기타	252	216	328	369	419
운전자본감소(증가)	-134	-139	102	-59	-72
매출채권및기타채권의감소(증가)	-42	-148	-214	-151	-185
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	8	-62	268	47	58
기타	-458	-263	-578	-730	-831
법인세납부	-245	-146	-296	-365	-416
투자활동현금흐름	-2,863	-394	-616	-314	-327
금융자산의감소(증가)	-2,714	164	-322	-27	-33
유형자산의감소(증가)	-26	-34	-82	-77	-80
무형자산의감소(증가)	5	25	-67	-75	-50
기타	-128	-549	-145	-135	-164
재무활동현금흐름	-56	-225	-456	15	19
단기금융부채의증가(감소)	6	0	-212	15	19
장기금융부채의증가(감소)	-52	-57	-47	0	0
자본의증가(감소)	-2,390	23	6	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	2,380	-191	-203	0	0
현금의 증가(감소)	-2,345	46	191	743	856
기초현금	3,019	675	721	912	1,654
기말현금	675	721	912	1,654	2,511
FCF	486	629	1,135	967	1,089

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-1.7	3.1	44.8	9.7	11.4
영업이익	15.5	2.2	59.8	6.8	12.1
세전계속사업이익	-10.2	21.2	59.7	2.2	13.8
EBITDA	19.6	2.0	52.7	6.4	11.2
EPS	-3.1	17.3	63.0	-3.2	13.8
수익성 (%)					
ROA	8.5	9.5	13.8	12.3	12.2
ROE	10.3	11.2	16.1	13.5	13.5
EBITDA마진	46.3	45.9	48.3	46.9	46.8
안정성 (%)					
유동비율	946.0	761.4	674.0	723.2	765.3
부채비율	18.0	15.9	17.2	16.3	15.7
순차입금/자기자본	-55.5	-52.2	-53.7	-56.8	-59.5
EBITDA/이자비용(배)	113.4	98.3	N/A	N/A	N/A
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,496	12,310	20,062	19,414	22,101
BPS	104,137	114,849	135,356	154,770	176,871
CFPS	12,379	14,544	22,362	21,751	24,454
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	16.0	15.7	15.3	15.8	13.9
PBR	1.6	1.7	2.3	2.0	1.7
PCR	13.6	13.3	13.7	14.1	12.6
EV/EBITDA	6.3	7.4	8.4	7.4	6.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 넷마블, SK증권 추정

엔씨소프트 (036570/KS | 매수 | TP 26만원)

낮아진 기대가 빚는 기회

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● **25E 영업이익 2,291억원(+1,143.4% YoY), OPM 12.3% 전망**

- 2025년 매출액 1.8조원(+15.4% YoY, 이하 동일), 영업이익 2,291억원(+1,143.4%), 순이익 2,584억원(+249.8%) 전망
- 2024년은 <배틀크러쉬>, <호연> 등 다양한 장르 신작 시도했으나 흥행에는 실패. 다만 지속 하락하던 모바일 게임의 트래픽 및 매출 반등을 보인 점은 긍정적
- <TL> 글로벌은 현재 24시간 peak 동접자 수 9.3만명 기록 중. 출시 두 달째임을 감안하면 트래픽 안정화 속도는 양호
- 12/4 <저니오브모나크> 출시 예정. 리니지 세계관을 기반의 게임으로 사전예약 첫날 100만명 돌파, 현재 500만명으로 유저 관심도는 높은 상황

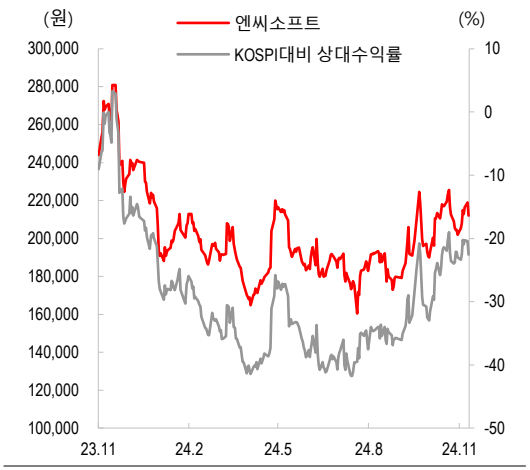
● **실적과 신작, 두 마리 토끼 모두 잡을 수 있을까**

- 올해부터 강도 높은 구조조정 단행 중. 6월 QA, IDS 분할에 이어 10월 개발조직 3개(TL, LLL, 택탄)과 AI 서비스 연구 조직 물적 분할. 개발조직 분할은 효율적인 의사 결정, 개발 역량 강화, 게임 퀄리티 개선 등 긍정적 효과 따를 것
- 인력이 연초 5천명대-> 내년 3천명대로 감소함에 따라 내년 하반기부터는 인건비 감소 효과가 뚜렷하게 나타날 것
- 내년 동사가 경쟁력 있는 MMORPG 장르인 <아이온2>를 비롯해 규모 있는 신작 <LLL>과 <택탄> 출시 계획. 하반기로 갈수록 매출액 증가에 따른 이익 레버리지 효과 나타날 것

Company Data	
발행주식수	2,195 만주
시가총액	4,654 십억원
주요주주	
김택진(외13)	12.01%
자사주	9.93%

Stock Data	
주가(24/11/26)	212,000 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	281,000 원
52주 최저가	160,400 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

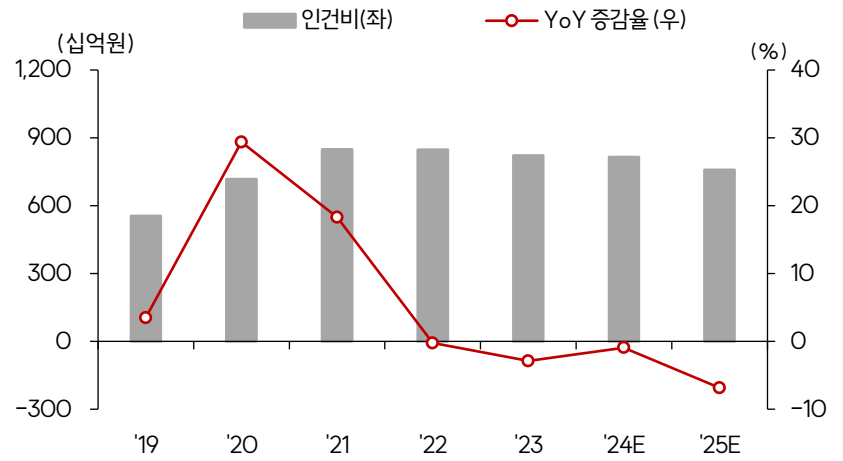
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,309	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
영업이익	십억원	375	559	137	18	229	305
순이익(지배주주)	십억원	397	436	212	74	258	316
EPS	원	18,078	19,847	9,663	3,364	11,761	14,413
PER	배	35.6	22.6	24.9	63.0	18.0	14.7
PBR	배	3.7	2.6	1.4	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	27.4	12.1	15.3	28.2	10.2	8.4
ROE	%	12.6	13.7	6.6	2.3	8.1	9.3

엔씨소프트 (036570/KS | 매수 | TP 26만원)

<저니오브모나크> 12/4 출시 예정

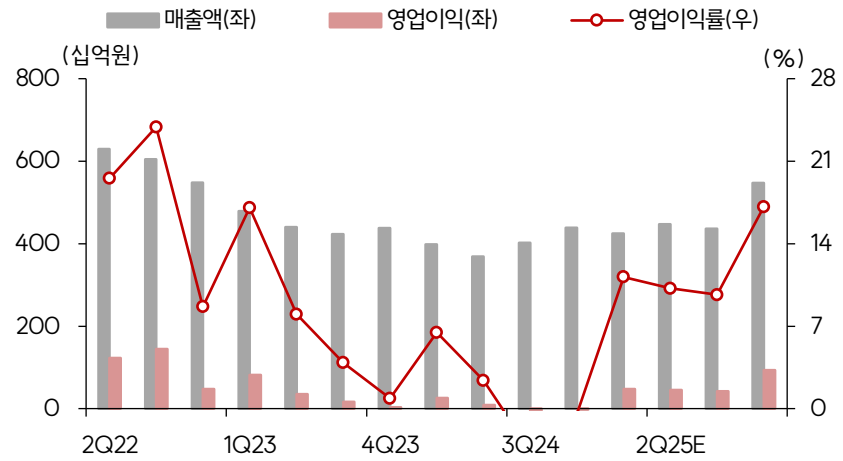
자료: 언론 보도, SK증권

인건비 감소



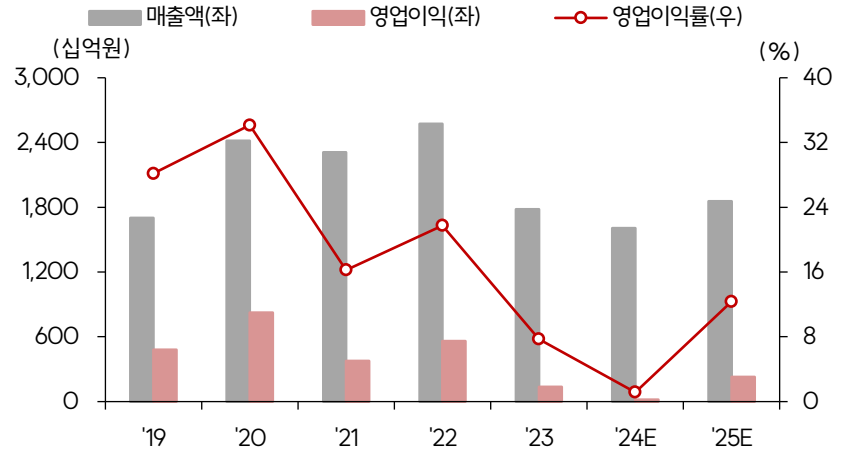
자료: 엔씨소프트, SK증권

엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK증권

엔씨소프트 연간 실적 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, SK증권

엔씨소프트 (036570/KS | 매수 | TP 26만원)

엔씨소프트 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	397.9	368.9	401.9	438.7	424.7	446.8	436.6	547.4	1,779.8	1,607.4	1,855.5
PC/콘솔	91.5	86.2	80.7	79.6	78.1	78.4	75.4	98.0	365.1	338.0	329.9
모바일	249.4	218.2	253.4	281.2	271.2	294.1	286.1	370.4	1,200.4	1,002.2	1,221.7
로열티	32.7	37.7	38.1	50.4	47.2	45.7	46.3	50.8	144.5	158.8	190.1
영업비용	372.2	360.0	416.2	440.6	377.3	401.2	394.3	453.6	1,642.5	1,589.0	1,626.4
인건비	202.8	188.0	201.1	223.3	192.9	189.0	187.8	189.5	822.9	815.2	759.3
마케팅비	6.9	17.4	48.7	35.7	17.5	33.5	40.7	58.8	81.4	108.7	150.4
상각비	27.8	27.9	26.5	27.2	27.3	27.2	27.1	27.2	111.9	109.4	108.9
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	154.3	139.5	151.5	138.7	178.1	622.8	555.8	607.8
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-1.8	47.5	45.6	42.2	93.8	137.3	18.4	229.1
영업이익률	*6.5%*	*2.4%*	*-3.6%*	*-0.4%*	*11.2%*	*10.2%*	*9.7%*	*17.1%*	*7.7%*	*1.1%*	*12.3%*
순이익	57.1	71.1	-26.5	-27.8	57.9	55.5	50.9	94.2	213.9	73.9	258.4
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-27.8	57.8	55.5	50.8	94.1	212.1	73.9	258.2
YoY growth rate											
매출액	*-16.9%*	*-16.2%*	*-5.0%*	*0.2%*	*6.7%*	*21.1%*	*8.6%*	*24.8%*	*-30.8%*	*-9.7%*	*15.4%*
PC/콘솔	*0.1%*	*-2.2%*	*-13.4%*	*-13.8%*	*-14.6%*	*-9.1%*	*-6.6%*	*23.1%*	*-6.5%*	*-7.4%*	*-2.4%*
모바일	*-24.6%*	*-26.5%*	*-7.5%*	*-5.9%*	*8.7%*	*34.8%*	*12.9%*	*31.7%*	*-37.9%*	*-16.5%*	*21.9%*
로열티	*-22.8%*	*3.8%*	*8.0%*	*64.7%*	*44.4%*	*21.4%*	*21.6%*	*0.9%*	*-8.0%*	*9.9%*	*19.7%*
영업비용	*-6.3%*	*-11.1%*	*2.4%*	*1.5%*	*1.4%*	*11.4%*	*-5.3%*	*3.0%*	*-18.4%*	*-3.3%*	*2.4%*
인건비	*-4.3%*	*-9.9%*	*1.4%*	*9.4%*	*-4.9%*	*0.6%*	*-6.6%*	*-15.1%*	*-2.9%*	*-0.9%*	*-6.9%*
마케팅비	*42.1%*	*42.1%*	*75.9%*	*-2.5%*	*153.7%*	*92.5%*	*-16.4%*	*64.5%*	*-56.9%*	*33.5%*	*38.4%*
상각비	*-0.5%*	*0.0%*	*-9.5%*	*1.6%*	*-1.5%*	*-2.3%*	*2.2%*	*0.0%*	*5.5%*	*-2.2%*	*-0.4%*
매출변동비 및 기타	*-11.6%*	*-18.9%*	*-7.6%*	*-5.1%*	*3.6%*	*19.5%*	*-0.9%*	*15.4%*	*-28.5%*	*-10.8%*	*9.4%*
영업이익	*-68.5%*	*-74.9%*	*적전*	*적전*	*84.5%*	*415.8%*	*흑전*	*흑전*	*-75.4%*	*-86.6%*	*1143.4%*
영업이익률	*-10.6%*	*-5.6%*	*-7.5%*	*-1.3%*	*4.7%*	*7.8%*	*13.2%*	*17.6%*	*-14.0%p*	*-6.6%p*	*11.2%p*
순이익	*-50.0%*	*132.8%*	*적전*	*적전*	*1.3%*	*-21.9%*	*흑전*	*흑전*	*-50.9%*	*-65.5%*	*249.8%*

자료: 엔씨소프트, SK증권

엔씨소프트 (036570/KS | 매수 | TP 26만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691	2,337	1,938	2,376	2,492
현금및현금성자산	286	365	355	450	473
매출채권 및 기타채권	219	172	173	216	227
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	1,747	2,057	2,255	2,192	2,379
장기금융자산	577	709	658	675	680
유형자산	930	1,001	1,224	1,140	1,074
무형자산	43	96	102	99	346
자산총계	4,438	4,394	4,193	4,568	4,870
유동부채	515	614	614	766	808
단기금융부채	35	280	281	350	369
매입채무 및 기타채무	83	73	216	269	284
단기충당부채	1	0	0	0	0
비유동부채	724	526	491	517	524
장기금융부채	593	363	333	333	333
장기매입채무 및 기타채무	23	59	52	52	52
장기충당부채	3	3	3	3	4
부채총계	1,239	1,141	1,105	1,283	1,331
지배주주지분	3,196	3,250	3,084	3,280	3,535
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본구성요소	-623	-623	-799	-799	-799
자기주식	-616	-616	-719	-719	-719
이익잉여금	3,409	3,473	3,473	3,669	3,924
비지배주주지분	2	3	4	4	5
자본총계	3,199	3,253	3,088	3,284	3,539
부채와자본총계	4,438	4,394	4,193	4,568	4,870

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,572	1,780	1,607	1,856	2,069
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,013	1,643	1,589	1,626	1,764
영업이익	559	137	18	229	305
영업이익률(%)	21.7	7.7	1.1	12.3	14.8
비영업손익	50	69	79	115	117
순금융손익	38	69	62	58	70
외환관련손익	92	-9	0	0	0
관계기업등 투자손익	-8	4	-0	1	1
세전계속사업이익	609	206	98	345	422
세전계속사업이익률(%)	23.7	11.6	6.1	18.6	20.4
계속사업법인세	173	-8	24	86	106
계속사업이익	436	214	74	258	317
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	436	214	74	258	317
순이익률(%)	17.0	12.0	4.6	13.9	15.3
지배주주	436	212	74	258	316
지배주주귀속 순이익률(%)	16.9	11.9	4.6	13.9	15.3
비지배주주	0	2	0	0	0
총포괄이익	167	191	73	258	317
지배주주	166	189	73	265	325
비지배주주	0	2	1	-7	-8
EBITDA	665	249	126	316	375

엔씨소프트 (036570/KS | 매수 | TP 26만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736	140	157	415	408
당기순이익(손실)	436	214	74	258	317
비현금성항목등	359	72	48	110	99
유형자산감가상각비	104	110	105	84	66
무형자산상각비	2	2	2	3	3
기타	253	-40	-59	23	30
운전자본감소(증가)	50	-96	-38	66	18
매출채권및기타채권의감소(증가)	101	42	70	-43	-12
재고자산의감소(증가)	5	1	-0	-0	-0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	42	53	14
기타	-248	-170	64	-105	-132
법인세납부	-139	-120	-9	-86	-106
투자활동현금흐름	-392	113	341	-318	-339
금융자산의감소(증가)	-156	266	424	-290	-78
유형자산의감소(증가)	-249	-117	-304	0	0
무형자산의감소(증가)	-3	-41	-8	0	-250
기타	16	5	229	-28	-11
재무활동현금흐름	-304	-177	-278	8	-43
단기금융부채의증가(감소)	-5	0	234	70	19
장기금융부채의증가(감소)	-180	-43	-274	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-119	-136	-64	-62	-62
기타	0	2	-174	0	0
현금의 증가(감소)	30	80	-10	95	23
기초현금	256	286	365	355	450
기말현금	286	365	355	450	473
FCF	487	23	-147	415	408

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	11.4	-30.8	-9.7	15.4	11.5
영업이익	49.0	-75.4	-86.6	1,143.4	33.3
세전계속사업이익	24.0	-66.1	-52.7	252.9	22.6
EBITDA	41.8	-62.5	-49.6	151.4	18.5
EPS	9.8	-51.3	-65.2	249.6	22.6
수익성 (%)					
ROA	9.7	4.8	1.7	5.9	6.7
ROE	13.7	6.6	2.3	8.1	9.3
EBITDA마진	25.9	14.0	7.8	17.0	18.1
안정성 (%)					
유동비율	522.2	380.4	315.5	310.0	308.5
부채비율	38.7	35.1	35.8	39.1	37.6
순차입금/자기자본	-56.3	-45.4	-35.9	-43.4	-42.6
EBITDA/이자비용(배)	70.2	17.0	11.9	32.0	36.2
배당성향	31.1	30.0	83.8	24.0	19.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	19,847	9,663	3,364	11,761	14,413
BPS	173,629	176,065	173,196	182,137	193,731
CFPS	24,672	14,759	8,251	15,718	17,559
주당 현금배당금	6,680	3,130	3,130	3,130	3,130
Valuation지표 (배)					
PER	22.6	24.9	63.0	18.0	14.7
PBR	2.6	1.4	1.2	1.2	1.1
PCR	18.2	16.3	25.7	13.5	12.1
EV/EBITDA	12.1	15.3	28.2	10.2	8.4
배당수익률	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5

자료 : 넷마블, SK증권 추정

넷마블 (251270/KS | 매수 | TP 6.7만원)

Hit ratio 개선에 대한 기대

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

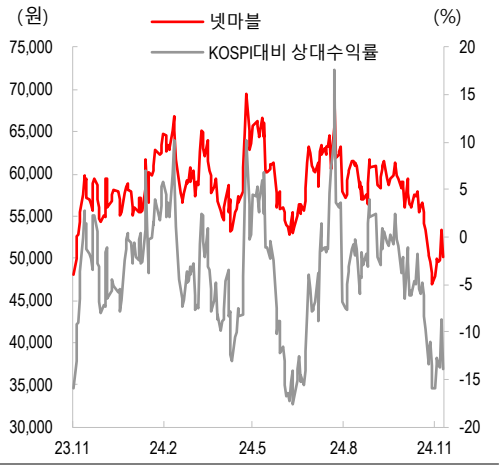
- **25E 영업이익 2,526억원(+11.1% YoY), OPM 9.0% 전망**
  - 25년 매출액 2.8조원(+3.7% YoY, 이하 동일), 영업이익 2,526억원(+11.1%), 순이익 1,815억원(+10.5%) 전망
  - 24년도에는 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, <아스달 연대기: 세 개의 세력>, <RAVEN 2> 등 신작 출시 및 흥행에 성공하며 영업이익 흑자전환 달성
  - 25년에는 분기 2~3개의 신작 출시하며 분기 흑자 기조 이어나갈 것. 동사 게임 중 내년 최고 기대작은 <일곱개의 대죄: Origin>(3Q25 출시 예상). 내년 신작들의 매출 기여는 약 4,491억원(매출 비중 16.0%) 수준 전망
  - 4Q24E는 기존 예상대비 신작 출시가 연기되며 실적도 내년으로 밀림. 내년 신작 다수 출시 예정이지만 출시 일정에 대한 가시성 높지 않고, 게임의 PLC가 길지 않다는 점이 동사의 우려 포인트
  - 인건비 통제 기조 지속, 자체 PC 런처 활용 등으로 지급수수료 절감 등 비용 효율화 기조 지속

- **IP 소싱 능력은 우수, 게임 hit ratio에 대한 확신 필요**
  - TP 변경: 게임 사업 가치 조정. 기존에는 4Q24E~3Q25E EBITDA 합산에 target EV/EBITDA 14.6배 적용-> 2025E EBITDA에 11.1배(글로벌 peers EV/EBITDA 평균값 10% 할인) 적용해 목표주가를 기존 8.2만원에서 6.7만원으로 하향. 기존대비 멀티플 할인율 높인 이유는, peer 대비 짧은 PLC, 높은 비용 레벨 때문
  - 12MF P/E 32배 수준으로 밸류에이션 부담은 여전. 재무구조 개선 필요 + 내년 신작의 실적 기여도와 hit ratio 상승에 대한 확신 생긴다면 주가는 움직일 것

Company Data	
발행주식수	8,595 만주
시가총액	4,306 십억원
주요주주	
방준혁(외13)	24.33%
HAN RIVER INV.	17.52%

Stock Data	
주가(24/11/26)	50,100 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	69,400 원
52주 최저가	46,850 원

주가 및 상대수익률

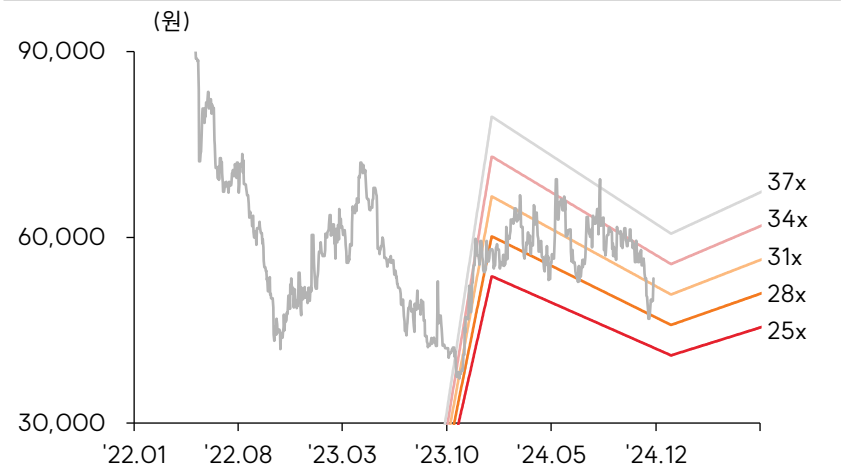


영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	2,507	2,673	2,502	2,704	2,804	2,899
영업이익	십억원	151	-109	-68	227	253	278
순이익(지배주주)	십억원	240	-819	-256	185	141	172
EPS	원	2,795	-9,531	-2,975	2,148	1,638	1,999
PER	배	44.7	N/A	N/A	24.9	32.6	26.7
PBR	배	1.7	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	42.2	58.9	57.1	15.6	15.1	13.5
ROE	%	4.3	-14.6	-4.9	3.6	2.7	3.2

넷마블 (251270/KS | 매수 | TP 6.7만원)

넷마블 P/E bandchart



자료: Quantiwise, SK증권

넷마블 목표주가 산정

항목					비고
1) 영업가치					
2025E EBITDA				399.7	
Target Multiple				11.1	국내외 peers 12MF EV/EBITDA 평균값 10% 할인
적정 영업 가치				**4,423.8**	
2) 투자지분 가치	시가총액	지분율	할인율	지분가치	
엔씨소프트	4,407.1	8.9%	40%	234.8	
하이브	7,759.2	9.4%	40%	439.5	과거 3개월 평균 시가총액 40% 할인
코웨이	4,828.7	25.1%	40%	726.6	
투자자산 가치				**1,400.9**	
3) 순차입금				339.1	
합산 가치 1)+2)-3)				5,485.6	
주식 수 (천 주)				81,934.6	
적정 주가(원)				66,951	
목표 주가(원)				67,000	
현재 주가(원)				51,400	
상승 여력				30.4%	

자료:SK증권

넷마블 (251270/KS | 매수 | TP 6.7만원)

넷마블 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	585.4	782.1	647.3	689.1	654.9	677.5	689.0	783.0	2,502.1	2,703.9	2,804.3
모바일	520.4	736.1	598.8	639.8	607.5	628.4	639.5	733.4	2,253.9	2,495.1	2,608.9
온라인	8.6	7.0	7.1	7.6	7.2	7.3	7.4	7.3	31.6	30.3	29.1
기타	56.4	39.0	41.5	41.7	40.2	41.8	42.1	42.3	216.6	178.5	166.3
영업비용	581.7	670.9	581.8	642.2	611.2	619.6	628.5	692.4	2,570.5	2,476.6	2,551.8
인건비	179.5	182.7	179.1	183.4	177.0	176.5	177.2	188.5	744.1	724.7	719.2
마케팅비	101.5	143.6	104.6	123.5	105.8	123.2	128.5	145.2	486.8	473.3	502.7
지급수수료	227.4	263.0	224.9	254.0	248.4	241.4	247.8	278.7	980.0	969.3	1,016.3
기타	73.2	81.5	73.3	81.3	80.1	78.5	75.0	79.9	359.6	309.3	313.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	46.8	43.7	57.8	60.4	90.6	-68.5	227.2	252.6
영업이익률	*0.6%*	*14.2%*	*10.1%*	*6.8%*	*6.7%*	*8.5%*	*8.8%*	*11.6%*	*-2.7%*	*8.4%*	*9.0%*
순이익	-9.9	162.3	20.6	-8.8	49.3	71.2	61.2	-0.2	-303.9	164.2	181.5
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-6.9	38.2	55.3	47.5	-0.1	-255.7	184.7	140.8
YoY growth rate											
매출액	*-2.9%*	*29.6%*	*2.7%*	*3.5%*	*11.9%*	*-13.4%*	*6.4%*	*13.6%*	*-6.4%*	*8.1%*	*3.7%*
모바일	*-4.3%*	*33.4%*	*4.3%*	*9.5%*	*16.7%*	*-14.6%*	*6.8%*	*14.6%*	*-9.4%*	*10.7%*	*4.6%*
온라인	*10.9%*	*-3.8%*	*-0.1%*	*-19.7%*	*-16.1%*	*3.3%*	*4.3%*	*-3.7%*	*-9.3%*	*-4.1%*	*-3.7%*
기타	*9.9%*	*-11.5%*	*-16.1%*	*-41.9%*	*-28.7%*	*7.2%*	*1.6%*	*1.3%*	*44.6%*	*-17.6%*	*-6.8%*
영업비용	*-7.8%*	*4.7%*	*-10.8%*	*-0.7%*	*5.1%*	*-7.6%*	*8.0%*	*7.8%*	*-7.6%*	*-3.7%*	*3.0%*
인건비	*-4.3%*	*-5.4%*	*-0.9%*	*0.4%*	*-1.4%*	*-3.4%*	*-1.0%*	*2.8%*	*-4.9%*	*-2.6%*	*-0.8%*
마케팅비	*1.2%*	*27.0%*	*-28.2%*	*-3.2%*	*4.1%*	*-14.2%*	*22.9%*	*17.6%*	*-7.1%*	*-2.8%*	*6.2%*
지급수수료	*-8.0%*	*9.4%*	*-5.9%*	*0.2%*	*9.2%*	*-8.2%*	*10.2%*	*9.7%*	*-7.2%*	*-1.1%*	*4.9%*
기타	*-23.6%*	*-13.2%*	*-15.7%*	*-1.9%*	*9.3%*	*-3.7%*	*2.4%*	*-1.7%*	*-14.3%*	*-14.0%*	*1.4%*
영업이익	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*148.7%*	*1083.3%*	*-48.0%*	*-7.7%*	*93.3%*	*적지*	*흑전*	*11.1%*
영업이익률	*5.3%p*	*20.4%p*	*13.6%p*	*4.0%p*	*6.0%p*	*-5.7%p*	*-1.3%p*	*4.8%p*	*1.3%p*	*11.1%p*	*0.6%p*
순이익	*적지*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*흑전*	*-56.1%*	*197.2%*	*적지*	*적지*	*흑전*	*10.5%*

자료:SK증권

넷마블 (251270/KS | 매수 | TP 6.7만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997	906	1,276	1,477	1,751
현금및현금성자산	503	430	879	1,029	1,324
매출채권 및 기타채권	215	272	281	319	304
재고자산	3	3	3	3	3
비유동자산	7,938	7,010	7,023	7,223	6,951
장기금융자산	1,047	636	529	533	532
유형자산	336	344	320	275	237
무형자산	3,596	3,229	3,178	3,082	2,990
자산총계	8,936	7,916	8,299	8,700	8,701
유동부채	2,294	1,906	1,447	1,628	1,553
단기금융부채	1,783	1,456	941	1,070	1,016
매입채무 및 기타채무	130	118	178	202	192
단기충당부채	1	2	2	3	3
비유동부채	1,020	931	1,593	1,632	1,487
장기금융부채	795	646	1,292	1,292	1,163
장기매입채무 및 기타채무	13	14	14	14	14
장기충당부채	1	0	0	0	0
부채총계	3,314	2,837	3,040	3,259	3,039
지배주주지분	5,461	4,980	5,187	5,328	5,500
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,900	3,904	3,904	3,904
기타자본구성요소	-525	-480	-478	-478	-478
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
이익잉여금	1,378	1,128	1,308	1,449	1,620
비지배주주지분	161	100	72	112	162
자본총계	5,622	5,079	5,259	5,441	5,662
부채와자본총계	8,936	7,916	8,299	8,700	8,701

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673	2,502	2,704	2,804	2,899
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,673	2,502	2,704	2,804	2,899
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	2,782	2,571	2,477	2,552	2,620
영업이익	-109	-68	227	253	278
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.4	9.0	9.6
비영업손익	-833	-90	21	-9	19
순금융손익	-100	-130	-91	-76	-70
외환관련손익	-123	-34	-6	0	0
관계기업등 투자손익	80	113	92	108	106
세전계속사업이익	-941	-159	249	244	298
세전계속사업이익률(%)	-35.2	-6.3	9.2	8.7	10.3
계속사업법인세	-55	145	84	62	76
계속사업이익	-886	-304	164	181	221
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-886	-304	164	181	221
순이익률(%)	-33.2	-12.1	6.1	6.5	7.6
지배주주	-819	-256	185	141	172
지배주주귀속 순이익률(%)	-30.6	-10.2	6.8	5.0	5.9
비지배주주	-67	-48	-20	41	50
총포괄이익	-880	-590	182	181	221
지배주주	-821	-542	200	175	213
비지배주주	-59	-48	-18	7	8
EBITDA	124	117	380	393	410

넷마블 (251270/KS | 매수 | TP 6.7만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408	-98	262	374	331
당기순이익(손실)	-886	-304	164	181	221
비현금성항목등	1,088	440	190	279	277
유형자산감가상각비	54	57	53	45	39
무형자산상각비	178	129	100	95	93
기타	856	254	37	139	145
운전자본감소(증가)	-73	-121	-22	52	-22
매출채권및기타채권의감소(증가)	12	-80	-12	-38	16
재고자산의감소(증가)	1	-0	-1	-0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-8	-15	17	24	-10
기타	-1,030	-117	-96	-200	-221
법인세납부	-493	-4	-26	-62	-76
투자활동현금흐름	-40	525	61	-350	145
금융자산의감소(증가)	126	32	-8	-10	4
유형자산의감소(증가)	-38	-36	-13	0	0
무형자산의감소(증가)	-82	13	-49	0	0
기타	-46	516	131	-340	141
재무활동현금흐름	-549	-540	38	128	-182
단기금융부채의증가(감소)	-373	-298	-615	128	-53
장기금융부채의증가(감소)	-70	-195	661	0	-129
자본의증가(감소)	1	3	4	0	0
배당금지급	-52	-2	-0	0	0
기타	-55	-48	-12	0	0
현금의 증가(감소)	-851	-73	449	150	294
기초현금	1,354	503	430	879	1,029
기말현금	503	430	879	1,029	1,324
FCF	-447	-134	250	374	331

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	6.6	-6.4	8.1	3.7	3.4
영업이익	적전	적지	흑전	11.1	10.3
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-1.9	22.0
EBITDA	-59.0	-5.5	224.9	3.4	4.3
EPS	적전	적지	흑전	-23.7	22.0
수익성 (%)					
ROA	-9.0	-3.6	2.0	2.1	2.5
ROE	-14.6	-4.9	3.6	2.7	3.2
EBITDA마진	4.6	4.7	14.1	14.0	14.1
안정성 (%)					
유동비율	43.5	47.5	88.2	90.8	112.7
부채비율	58.9	55.9	57.8	59.9	53.7
순차입금/자기자본	34.4	31.3	24.1	22.7	13.5
EBITDA/이자비용(배)	1.1	0.8	3.5	3.7	3.8
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-9,531	-2,975	2,148	1,638	1,999
BPS	68,250	62,650	65,067	66,705	68,704
CFPS	-6,827	-817	3,926	3,270	3,525
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	N/A	24.9	32.6	26.7
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
PCR	-8.8	-71.1	13.6	16.3	15.1
EV/EBITDA	58.9	57.1	15.6	15.1	13.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 넷마블, SK증권 추정

펄어비스 (263750/KQ | 매수 | TP 5만원)

25년은 앞으로의 성패를 좌우할 한 해

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● **25년 영업이익 1,116억원(흑전 YoY), OPM 19.5% 전망**

- 2025년 매출액 5,736억원(+75.0% YoY, 이하 동일), 영업이익 1,116억원(흑전), 순이익 1,265억원(+2,681.6%) 전망
- 2024년은 <검은사막> IP 노후화 영향으로 분기 적자 지속. 4Q24에 중국 <검은사막> PC 출시, 현지 사전예약자 300만명 및 WeGame 상위권에 올랐지만 예상을 뛰어넘는 성과를 기대하기는 어려워보임

● **<붉은사막>, 글로벌 흥행을 위한 첫 발자국은 성공적**

- 게임스컴 2024에서 보스 4종과 약 1시간 분량의 플레이 영상을 공개해 해외 유저들에게 긍정적 반응 얻음. 지스타에서도 추가 보스 1종과 약 30분 분량의 B2C 시연 빌드를 선보이며 국내 유저들 대상 마케팅 강화. 광활한 오픈월드 콘텐츠, 디테일한 그래픽, 전투 플레이가 유저들에게 호평 받음
- 3Q25E 출시 예상. 내년 상반기까지 파이널 폴리싱 등 출시를 앞두고 마무리 작업에 박차를 가할 것. 연말 TGA에서 출시일 공개할 것으로 예상
- 25E <붉은사막> 판매량은 350 만장으로 반영, 매출액 2,811억원으로 내년 연간 매출대비 비중은 49% 수준 전망. 출시일 가까워지면서 판매량 추정치 추가 조정 가능

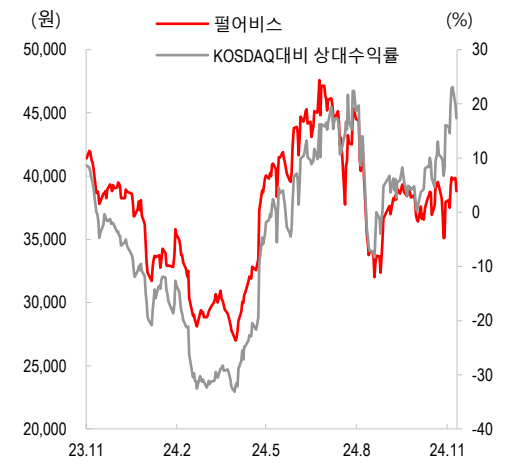
● **출시일에 가까워질수록 더욱 커질 주가 변동성**

- 목표주가 하향(6->5만원)은 기존대비 25E 지배주주순이익 하향 및 멀티플 조정에 따른 것. 현 주가는 게임스컴 이전 수준까지 내려온 상황. 12MF P/E는 22배로 편안한 수준은 아니지만, 출시일이 가까워질수록 기대치에 대한 눈높이가 맞춰지며 주가 변동성은 더욱 확대될 것

Company Data	
발행주식수	6,425 만주
시가총액	2,493 십억원
주요주주	
김대일(외11)	44.10%
서용수	5.23%

Stock Data	
주가(24/11/26)	38,800 원
KOSDAQ	693.15 pt
52주 최고가	47,600 원
52주 최저가	27,000 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	404	386	333	328	574	527
영업이익	십억원	43	16	-16	-23	112	76
순이익(지배주주)	십억원	59	-43	15	5	127	96
EPS	원	896	-669	237	71	1,969	1,495
PER	배	154.3	N/A	163.7	562.8	20.2	26.7
PBR	배	11.7	3.7	3.3	3.3	2.8	2.6
EV/EBITDA	배	132.9	60.2	229.1	736.4	15.4	19.8
ROE	%	8.8	-6.1	2.1	0.6	15.7	10.5

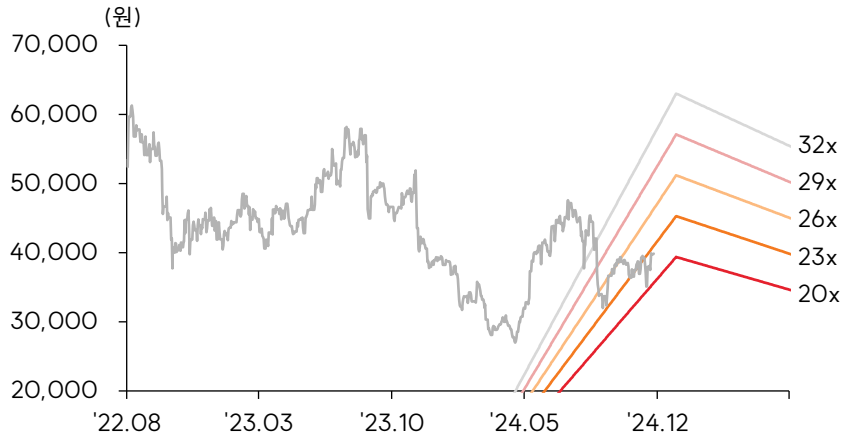
펄어비스 (263750/KQ | 매수 | TP 5만원)

펄어비스 목표주가 산정

구분	내용
2025 지배주주지분 순이익(십억원)	126.5
Target P/E	24.5x
목표 시총(십억원)	3,097.5
주식 수(천 주)	61,419.4
적정 주가(원)	50,433
목표 주가(원)	50,000
현재 주가(원)	39,600
상승 여력	26.3%

자료: SK증권

펄어비스 P/E bandchart



자료: Quantiwise, SK증권

<붉은사막>

<검은사막>PC 중국

펄어비스 (263750/KQ | 매수 | TP 5만원)

펄어비스 수익 추정 표

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	85.4	81.8	79.5	81.2	74.7	72.5	311.6	114.7	333.5	327.9	573.6
PC	58.7	61.1	56.7	57.6	57.6	57.3	196.6	80.7	257.5	234.1	392.3
모바일	21.8	17.1	15.4	14.6	9.5	9.3	9.1	8.9	49.8	68.9	36.8
콘솔	4.3	3.3	2.4	2.9	2.6	2.2	101.2	18.5	18.2	12.8	124.5
영업비용	84.9	87.6	88.7	89.9	86.9	91.0	184.0	100.1	349.8	351.1	462.0
인건비	46.0	45.7	43.5	44.6	46.0	50.7	46.7	48.3	175.2	179.8	191.6
지급수수료	17.1	18.4	17.0	16.8	15.6	14.8	56.7	22.0	69.1	69.3	109.0
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.5	9.8	10.4	61.7	10.9	31.8	33.4	92.8
상각비	6.4	6.4	6.2	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7	25.9	25.5	26.3
기타	9.7	9.8	13.1	10.4	9.0	8.6	12.5	12.2	47.9	43.0	42.3
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	-8.7	-12.2	-18.4	127.6	14.6	-16.4	-23.2	111.6
영업이익률	*0.7%*	*-7.1%*	*-11.6%*	*-10.7%*	*-16.3%*	*-25.4%*	*40.9%*	*12.8%*	*-4.9%*	*-7.1%*	*19.5%*
순이익	12.8	9.1	-7.8	-9.6	-0.7	-11.2	113.5	24.9	15.4	4.5	126.5
YoY growth rate											
매출액	*-0.4%*	*4.3%*	*-6.4%*	*-3.8%*	*-12.5%*	*-11.3%*	*292.2%*	*41.3%*	*-13.5%*	*-1.7%*	*75.0%*
PC	*-6.8%*	*1.0%*	*-16.6%*	*-12.7%*	*-1.8%*	*-6.1%*	*246.7%*	*40.1%*	*-4.8%*	*-9.1%*	*67.6%*
모바일	*30.0%*	*40.3%*	*36.4%*	*52.9%*	*-56.4%*	*-45.6%*	*-40.7%*	*-39.5%*	*-29.2%*	*38.3%*	*-46.6%*
콘솔	*-9.5%*	*-17.3%*	*-54.1%*	*-34.1%*	*-40.0%*	*-32.9%*	*4167.5%*	*546.7%*	*-28.0%*	*-29.7%*	*872.5%*
영업비용	*0.2%*	*-5.3%*	*7.1%*	*0.0%*	*2.4%*	*3.9%*	*107.5%*	*11.3%*	*-5.3%*	*0.4%*	*31.6%*
인건비	*3.9%*	*-7.8%*	*6.9%*	*9.8%*	*0.0%*	*10.9%*	*7.3%*	*8.2%*	*-1.6%*	*2.6%*	*6.6%*
지급수수료	*-10.8%*	*1.5%*	*18.6%*	*-3.7%*	*-8.6%*	*-19.7%*	*232.7%*	*31.0%*	*-11.9%*	*0.4%*	*57.4%*
광고선전비	*0.4%*	*-8.8%*	*-11.5%*	*42.8%*	*74.3%*	*42.7%*	*593.1%*	*-5.6%*	*-22.6%*	*5.1%*	*178.1%*
상각비	*1.5%*	*-2.2%*	*-3.6%*	*-2.1%*	*1.2%*	*2.4%*	*6.4%*	*1.9%*	*0.9%*	*-1.6%*	*2.9%*
기타	*4.4%*	*-4.0%*	*15.9%*	*-39.0%*	*-7.5%*	*-12.4%*	*-4.9%*	*17.2%*	*4.0%*	*-10.1%*	*-1.8%*
영업이익	*-46.3%*	*적지*	*적전*	*적지*	*적전*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*적전*	*적지*	*흑전*
영업이익률	*-0.6%p*	*10.9%p*	*-14.1%p*	*-4.2%p*	*-17.0%p*	*-18.3%p*	*52.6%p*	*23.5%p*	*-9.1%p*	*-2.2%p*	*26.5%p*
순이익	*36.3%*	*흑전*	*적전*	*적지*	*적전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-70.4%*	*2681.6%*

자료: SK증권

펄어비스 (263750/KQ | 매수 | TP 5만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	557	583	534	807	908
현금및현금성자산	160	236	186	325	447
매출채권 및 기타채권	52	51	49	70	67
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	666	630	682	694	664
장기금융자산	119	119	129	130	130
유형자산	210	194	230	230	211
무형자산	231	227	235	226	218
자산총계	1,223	1,213	1,216	1,501	1,572
유동부채	236	316	304	430	410
단기금융부채	94	163	160	226	215
매입채무 및 기타채무	18	17	46	65	62
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	287	172	170	203	198
장기금융부채	235	85	83	83	83
장기매입채무 및 기타채무	5	4	6	6	6
장기충당부채	1	1	1	1	1
부채총계	523	488	474	633	608
지배주주지분	699	725	742	868	964
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	216	220	220	220	220
기타자본구성요소	-35	-32	-30	-30	-30
자기주식	-36	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	483	498	503	629	725
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	699	725	742	868	964
부채와자본총계	1,223	1,213	1,216	1,501	1,572

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	386	333	328	574	527
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	386	333	328	574	527
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	369	350	351	462	451
영업이익	16	-16	-23	112	76
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-7.1	19.5	14.4
비영업손익	-72	38	33	37	37
순금융손익	-3	2	9	12	17
외환관련손익	12	3	16	0	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	-5	-4	-7
세전계속사업이익	-56	22	9	149	113
세전계속사업이익률(%)	-14.5	6.6	2.9	26.0	21.4
계속사업법인세	-13	7	5	22	17
계속사업이익	-43	15	5	127	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	15	5	127	96
순이익률(%)	-11.1	4.6	1.4	22.1	18.2
지배주주	-43	15	5	127	96
지배주주귀속 순이익률(%)	-11.1	4.6	1.4	22.1	18.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-24	18	15	127	96
지배주주	-24	18	15	127	96
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	42	10	3	140	103

펄어비스 (263750/KQ | 매수 | TP 5만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	48	32	3	227	112
당기순이익(손실)	-43	15	5	127	96
비현금성항목등	118	18	12	38	27
유형자산감가상각비	16	17	17	20	19
무형자산상각비	10	9	9	9	8
기타	92	-8	-14	9	0
운전자본감소(증가)	-15	8	-15	72	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	5	1	10	-20	3
재고자산의감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	0	-0	19	-3
기타	-19	-18	-7	-32	-17
법인세납부	-7	-9	-8	-22	-17
투자활동현금흐름	-108	134	-53	-149	20
금융자산의감소(증가)	-30	71	-5	-108	17
유형자산의감소(증가)	-93	-9	-51	-20	0
무형자산의감소(증가)	12	36	-17	0	0
기타	3	36	20	-21	3
재무활동현금흐름	-23	-90	-6	66	-10
단기금융부채의증가(감소)	-28	-90	-4	66	-10
장기금융부채의증가(감소)	5	0	-2	0	0
자본의증가(감소)	4	4	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-4	-4	0	0	0
현금의 증가(감소)	-84	76	-50	139	122
기초현금	244	160	236	186	325
기말현금	160	236	186	325	447
FCF	-46	23	-48	207	112

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-4.5	-13.5	-1.7	75.0	-8.1
영업이익	-61.9	적전	적지	흑전	-31.9
세전계속사업이익	적전	흑전	-57.7	1,489.9	-24.1
EBITDA	-37.5	-76.9	-67.3	4,311.6	-26.3
EPS	적전	흑전	-70.1	2,681.6	-24.1
수익성 (%)					
ROA	-3.3	1.2	0.4	9.3	6.2
ROE	-6.1	2.1	0.6	15.7	10.5
EBITDA마진	10.9	2.9	1.0	24.4	19.5
안정성 (%)					
유동비율	235.6	184.5	175.3	187.7	221.4
부채비율	74.8	67.3	63.9	72.9	63.0
순차입금/자기자본	-23.1	-37.0	-30.7	-47.1	-54.4
EBITDA/이자비용(배)	4.5	0.8	0.4	11.3	8.6
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-669	237	71	1,969	1,495
BPS	11,453	11,826	12,087	14,057	15,551
CFPS	-269	642	481	2,408	1,915
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	163.7	562.8	20.2	26.7
PBR	3.7	3.3	3.3	2.8	2.6
PCR	-155.7	60.3	82.8	16.5	20.8
EV/EBITDA	60.2	229.1	736.4	15.4	19.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 넷마블, SK증권 추정

카카오게임즈 (293490/KQ | 중립 | TP 1.8만원)

과거의 명성을 되찾을 때까지

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● 25E 영업이익 855억원(+625.6%), OPM 9.4% 전망

- 2025년 매출액 9,147억원(+21.9% YoY, 이하 동일), 영업이익 855억원(+625.6%), 지배주주순이익 688억원(흑전) 전망
- 올해는 기존작 매출 감소 지속 및 신작 공백 영향이 컸음
- 3Q24부터 세나테크놀로지 지분 축소, 카카오VX 사업 일부 정리함에 따라 향후 본업 역량 강화에 집중할 수 있다는 점은 긍정적
- 내년 신작 <발할라서바이벌>, PROJECT C/Q, <크로노오디세이> 등 다양한 장르 및 플랫폼 확장 통해 실적 반등 꾀할 것
- 인건비, 마케팅비 절감을 주축으로 하는 비용 통제 기조도 지속

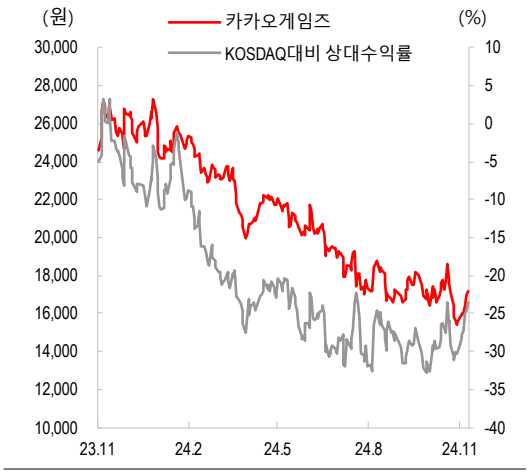
● 기대작과 실적, 시선은 하반기로

- 단기간 내 동사 실적에 유의미한 기여를 할 수 있는 신작은 부재한 상황에서 현 주가 기준 12MF P/E는 24배 수준으로 밸류에이션 매력 마저 낮음
- 다만 현 주가는 25년에 출시될 신작에 대한 흥행 가능성 또한 담지 않은 수준이기 때문에 내년에 출시될 신작들의 정보가 구체화되고 기대감이 형성되는 시기에는 주가가 빠르게 반응할 수 있음

Company Data	
발행주식수	8,267 만주
시가총액	1,420 십억원
주요주주	
카카오(외16)	49.44%
자사주(신탁)	0.89%

Stock Data	
주가(24/11/26)	17,180 원
KOSDAQ	693.15 pt
52주 최고가	27,300 원
52주 최저가	15,390 원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

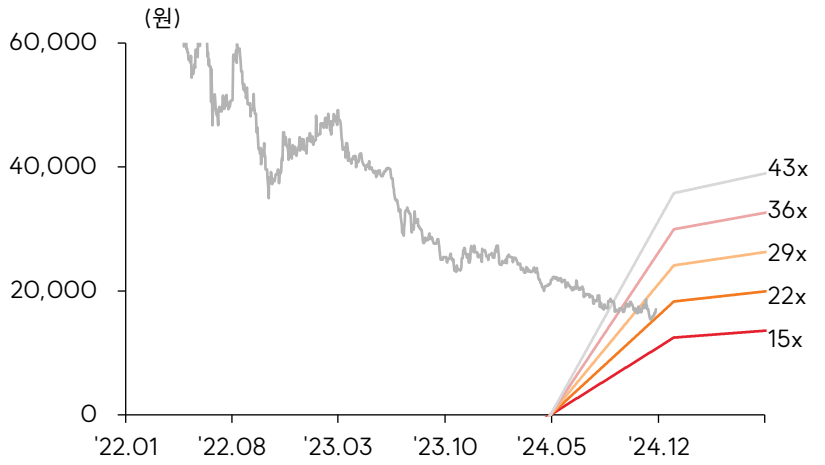
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	1,012	1,148	854	750	915	979
영업이익	십억원	112	176	79	12	86	117
순이익(지배주주)	십억원	529	-234	-229	-21	69	81
EPS	원	6,825	-2,839	-2,772	-398	832	980
PER	배	13.3	N/A	N/A	N/A	20.7	17.5
PBR	배	3.4	2.1	1.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	45.6	16.6	16.3	24.3	13.0	10.5
ROE	%	34.1	-12.4	-14.9	-1.4	4.6	5.1

카카오게임즈 (293490/KQ | 중립 | TP 1.8만원)

<POE2>

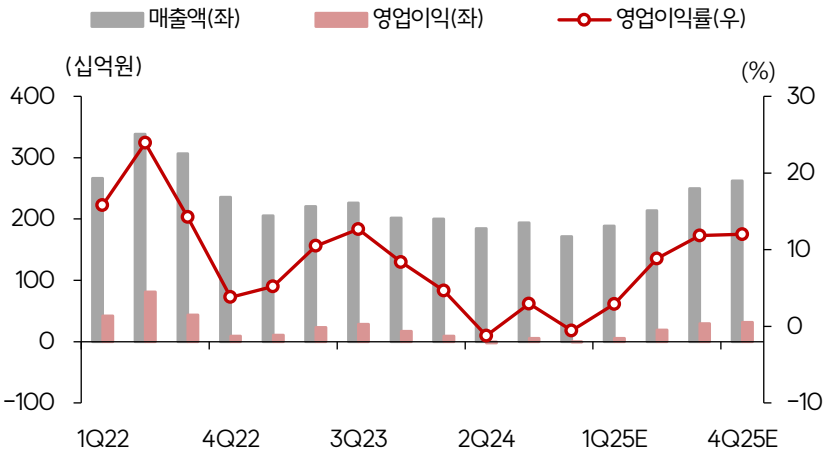
자료: 언론, SK증권

카카오게임즈 P/E bandchart



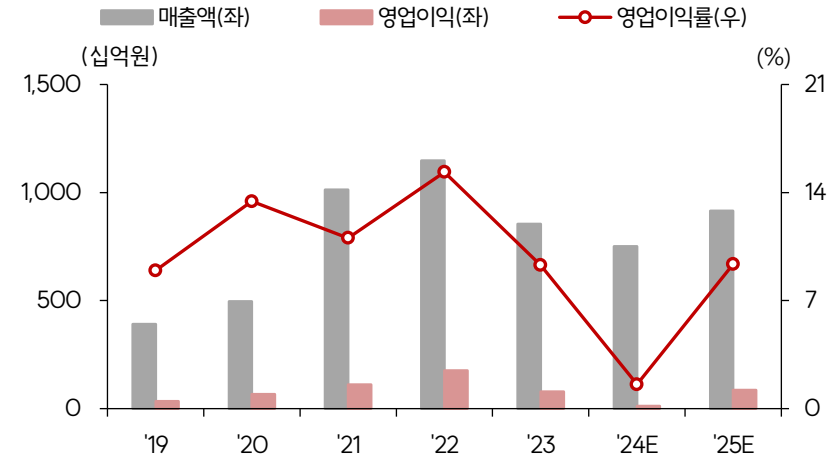
자료: Quantiwise, SK증권

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈, SK증권

카카오게임즈 연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오게임즈, SK증권

카카오게임즈 (293490/KQ | 중립 | TP 1.8만원)

카카오게임즈 수익 추정 표

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	200.2	184.6	193.9	171.7	188.8	213.7	249.9	262.3	854.0	750.4	914.7
모바일	161.3	134.5	126.6	118.4	134.8	148.1	176.8	173.2	666.4	540.8	632.9
PC	15.6	16.3	34.2	27.7	31.8	30.7	39.2	61.5	50.7	93.8	163.2
기타	23.3	33.7	33.1	25.6	22.2	34.9	33.9	27.6	136.9	115.8	118.6
영업비용	190.9	186.9	188.2	172.7	183.4	194.8	220.3	230.7	774.6	738.6	829.2
인건비	46.4	44.0	45.3	46.4	45.2	45.9	47.2	48.2	174.7	182.2	186.4
지급수수료	99.5	89.9	88.6	76.0	85.1	94.8	110.2	115.3	365.4	353.9	405.3
광고선전비	9.4	10.3	15.2	13.6	15.4	17.4	24.3	26.7	58.0	48.6	83.7
상각비	14.0	14.2	13.7	13.2	13.8	13.7	13.7	13.9	78.8	55.1	55.1
기타	21.6	28.4	25.4	23.5	23.9	23.1	24.9	26.6	97.8	98.9	98.5
영업이익	9.3	-2.3	5.7	-1.0	5.5	18.9	29.6	31.5	79.3	11.8	85.5
영업이익률	*4.7%*	*-1.2%*	*2.9%*	*-0.6%*	*2.9%*	*8.8%*	*11.9%*	*12.0%*	*9.3%*	*1.6%*	*9.4%*
순이익	0.4	-11.7	-7.3	-14.8	4.2	15.1	26.3	29.8	-322.4	-33.4	75.5
지배주주순이익	1.0	-9.5	-4.0	-8.1	3.8	13.8	24.0	27.1	-228.7	-20.6	68.8
YoY growth rate											
매출액	*-2.5%*	*-16.2%*	*-14.3%*	*-15.0%*	*-5.7%*	*15.8%*	*28.9%*	*52.7%*	*-25.6%*	*-12.1%*	*21.9%*
모바일	*4.8%*	*-21.8%*	*-31.1%*	*-24.5%*	*-16.4%*	*10.1%*	*39.7%*	*46.3%*	*-9.8%*	*-18.9%*	*17.0%*
PC	*10.5%*	*37.3%*	*196.3%*	*111.3%*	*104.4%*	*88.1%*	*14.5%*	*121.8%*	*-5.7%*	*85.3%*	*74.0%*
기타	*-37.8%*	*-7.7%*	*7.1%*	*-20.0%*	*-5.0%*	*3.5%*	*2.5%*	*7.6%*	*-61.4%*	*-15.4%*	*2.4%*
영업비용	*-2.0%*	*-5.3%*	*-4.7%*	*-6.7%*	*-3.9%*	*4.2%*	*17.1%*	*33.6%*	*-20.3%*	*-4.6%*	*12.3%*
인건비	*10.7%*	*-2.7%*	*5.7%*	*3.9%*	*-2.7%*	*4.2%*	*4.1%*	*3.9%*	*-12.2%*	*4.3%*	*2.4%*
지급수수료	*12.0%*	*2.1%*	*-11.7%*	*-13.9%*	*-14.5%*	*5.4%*	*24.5%*	*51.7%*	*-3.7%*	*-3.1%*	*14.5%*
광고선전비	*-51.3%*	*-45.3%*	*32.3%*	*64.3%*	*62.8%*	*68.6%*	*59.3%*	*97.0%*	*-18.7%*	*-16.3%*	*72.5%*
상각비	*-27.9%*	*-27.5%*	*-30.0%*	*-35.0%*	*-1.6%*	*-3.3%*	*0.3%*	*5.0%*	*-5.6%*	*-30.1%*	*0.0%*
기타	*-14.5%*	*11.3%*	*8.7%*	*-0.5%*	*11.0%*	*-18.8%*	*-2.0%*	*13.3%*	*-59.1%*	*1.2%*	*-0.4%*
영업이익	*-12.7%*	*적전*	*-80.1%*	*적전*	*-41.4%*	*흑전*	*418.7%*	*흑전*	*-54.9%*	*-85.1%*	*625.6%*
영업이익률	*-0.5%p*	*-11.7%p*	*-9.7%p*	*-8.9%p*	*-1.8%p*	*10.1%p*	*8.9%p*	*12.6%p*	*-6.0%p*	*-7.7%p*	*7.8%p*
순이익	*-91.1%*	*적전*	*적전*	*적지*	*1015.0%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*적지*	*적지*	*흑전*

자료:SK증권

카카오게임즈 (293490/KQ | 중립 | TP 1.8만원)

SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,057	1,021	549	1,075	1,008
현금및현금성자산	627	654	171	561	569
매출채권 및 기타채권	85	104	88	135	110
재고자산	123	80	68	104	85
비유동자산	2,817	2,450	2,370	2,411	2,299
장기금융자산	277	290	341	356	347
유형자산	93	116	83	57	39
무형자산	2,033	1,639	1,550	1,512	1,475
자산총계	3,874	3,471	2,918	3,486	3,307
유동부채	267	710	745	1,128	919
단기금융부채	69	506	582	888	721
매입채무 및 기타채무	66	74	82	126	102
단기충당부채	1	2	1	2	2
비유동부채	1,592	1,135	553	662	602
장기금융부채	1,225	807	300	300	300
장기매입채무 및 기타채무	49	85	46	46	46
장기충당부채	7	4	4	5	4
부채총계	1,859	1,845	1,298	1,790	1,521
지배주주지분	1,682	1,398	1,473	1,542	1,623
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	1,133	1,099	1,102	1,102	1,102
기타자본구성요소	-29	-29	-29	-29	-29
자기주식	-51	-51	-51	-51	-51
이익잉여금	507	277	263	332	413
비지배주주지분	333	227	147	154	162
자본총계	2,015	1,626	1,621	1,696	1,785
부채와자본총계	3,874	3,471	2,918	3,486	3,307

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,148	854	750	915	979
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,148	854	750	915	979
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	972	775	739	829	862
영업이익	176	79	12	86	117
영업이익률(%)	15.3	9.3	1.6	9.4	11.9
비영업손익	-371	-441	-38	9	-6
순금융손익	1	-14	0	0	0
외환관련손익	4	1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-31	-21	-0	11	7
세전계속사업이익	-195	-282	-26	94	111
세전계속사업이익률(%)	-17.0	-33.0	-3.5	10.3	11.4
계속사업법인세	1	-44	13	19	22
계속사업이익	-196	-322	-46	75	89
중단사업이익	0	-5	12	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-196	-322	-33	75	89
순이익률(%)	-17.1	-37.8	-4.5	8.2	9.1
지배주주	-234	-229	-21	69	81
지배주주귀속 순이익률(%)	-20.4	-26.8	-2.7	7.5	8.3
비지배주주	38	-94	-13	7	8
총포괄이익	-405	-344	60	75	89
지배주주	-442	-249	65	83	97
비지배주주	37	-95	-4	-7	-9
EBITDA	269	175	85	150	172

카카오게임즈 (293490/KQ | 중립 | TP 1.8만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	134	125	-144	247	92
당기순이익(손실)	-196	-322	-33	75	89
비현금성항목등	490	551	108	87	81
유형자산감가상각비	30	35	36	26	18
무형자산상각비	64	61	38	38	37
기타	396	455	34	23	26
운전자본감소(증가)	-82	5	-197	103	-56
매출채권및기타채권의감소(증가)	7	-42	-28	-47	25
재고자산의감소(증가)	-65	41	-38	-36	20
매입채무및기타채무의증가(감소)	15	28	-30	43	-24
기타	-159	-164	-47	-37	-44
법인세납부	-81	-55	-25	-19	-22
투자활동현금흐름	-964	-54	224	-155	79
금융자산의감소(증가)	-129	40	79	-46	25
유형자산의감소(증가)	-23	-27	-9	0	0
무형자산의감소(증가)	7	-8	51	0	-0
기타	-819	-59	103	-109	54
재무활동현금흐름	644	-44	-457	307	-167
단기금융부채의증가(감소)	17	-22	-399	307	-167
장기금융부채의증가(감소)	595	-16	-61	0	0
자본의증가(감소)	80	-34	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-48	28	0	0	0
현금의 증가(감소)	-182	27	-482	390	7
기초현금	809	627	654	171	561
기말현금	627	654	171	561	569
FCF	111	97	-153	247	92

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	13.4	-25.6	-12.1	21.9	7.0
영업이익	57.1	-54.9	-85.1	625.6	36.5
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	17.8
EBITDA	73.4	-34.8	-51.4	75.7	14.6
EPS	적전	적지	적지	흑전	17.8
수익성 (%)					
ROA	-4.8	-8.8	-1.0	2.4	2.6
ROE	-12.4	-14.9	-1.4	4.6	5.1
EBITDA마진	23.4	20.5	11.4	16.4	17.5
안정성 (%)					
유동비율	396.0	143.7	73.6	95.3	109.7
부채비율	92.3	113.5	80.1	105.5	85.2
순차입금/자기자본	23.3	31.1	31.3	22.3	12.8
EBITDA/이자비용(배)	17.8	4.4	N/A	N/A	N/A
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-2,839	-2,772	-398	832	980
BPS	21,055	17,565	18,440	19,271	20,251
CFPS	-1,706	-1,608	639	1,609	1,645
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	N/A	N/A	20.7	17.5
PBR	2.1	1.5	0.9	0.9	0.8
PCR	-26.2	-16.1	26.9	10.7	10.4
EV/EBITDA	16.6	16.3	24.3	13.0	10.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료 : 넷마블, SK증권 추정

더블유게임즈 (192080/KS | 매수 | TP 6.2만원)

WHY NOT?

Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 02-3773-9288

● 25E 영업이익 2,556억원(+2.0%), OPM 38.5% 전망

- 2025년 매출액 6,645억원(+3.6% YoY, 이하 동일), 영업이익 2,556억원(+2.0%), 2,385억원(+7.9%) 전망
- 올해는 마케팅비 효율화에 성공하며 분기 600억원대 영업이익 달성에 성공, 매분기 탄탄한 이익 시현. 마케팅비를 크게 감소했음에도 불구하고 매출 성장을 지속할 수 있음을 증명
- 슈퍼네이션은 매출 성장 중, 4Q23 56억원-> 2Q24 108억원-> 4Q24E 130억원 전망. 25E는 적극적인 마케팅 활동 전개하며 매출액 592억원(+29.9%), 연결 매출 비중 8.9% 전망
- 내년에는 자체 플랫폼을 통한 DTC 결제 비중 늘리며 플랫폼 수수료 절감 전망

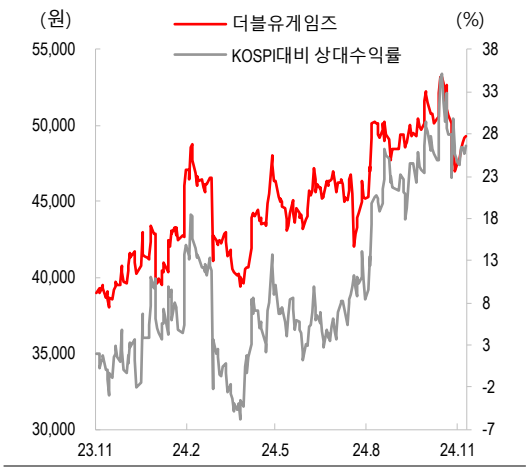
● 업계 최고 수준의 주주환원

- M&A: 북미/유럽 시장향 캐주얼 게임 스튜디오 검토 중. 올해~내년 다양한 캐주얼 신작 출시 계획하고 있어 동사와 시너지 효과 기대
- 현재 발행주식 수의 7.8% 수준의 자사주 보유. 연말까지 자사주 활용한 M&A 미실행 시 보유 자사주의 50% 소각 예정. 25년에는 매 분기 주주환원 계획 有. 1Q25 배당, 2Q25~3Q25 추가적인 자사주 매입 시행, 4Q25 자사주 소각 예정. 현금배당액도 전년대비 크게 증가할 것
- 현 주가 기준 12MF P/E 5.5배 수준, 안정적 실적 성장+ 높은 주주환원율 고려 시 충분히 접근 가능한 구간

Company Data	
발행주식수	2,150 만주
시가총액	1,061 십억원
주요주주	
김가람(외6)	44.49%
자사주	7.77%

Stock Data	
주가(24/11/26)	49,350 원
KOSPI	2,520.36 pt
52주 최고가	53,200 원
52주 최저가	38,065 원

주가 및 상대수익률

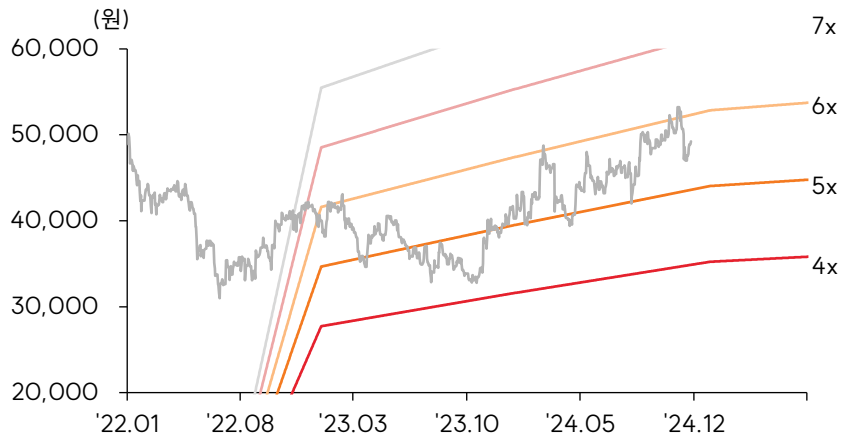


영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	624	617	582	642	665	694
영업이익	십억원	190	184	213	251	256	263
순이익(지배주주)	십억원	125	-132	149	170	189	196
EPS	원	5,778	-6,090	6,935	7,906	8,809	9,100
PER	배	8.5	N/A	5.8	6.2	5.6	5.4
PBR	배	1.2	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	4.8	3.5	3.3	2.9	2.3	1.5
ROE	%	16.5	-16.8	18.6	17.8	16.9	15.1

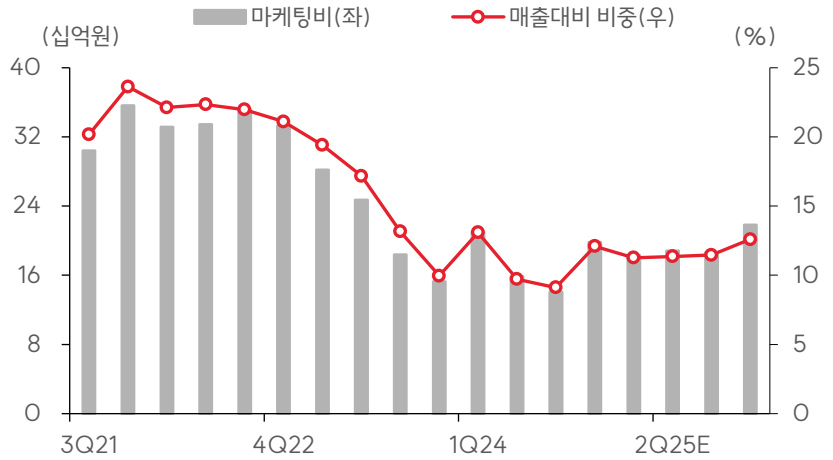
더블유게임즈 (192080/KS | 매수 | TP 6.2만원)

더블유게임즈 P/E bandchart



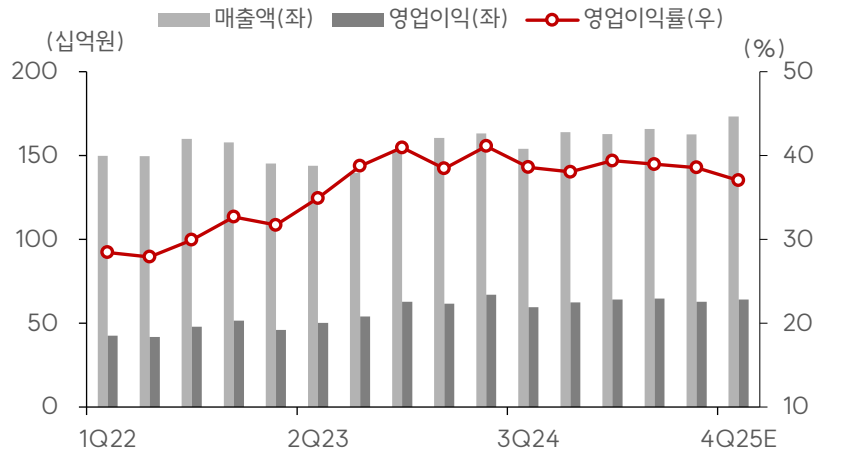
자료: Quantiwise, SK증권

마케팅비 효율화 지속



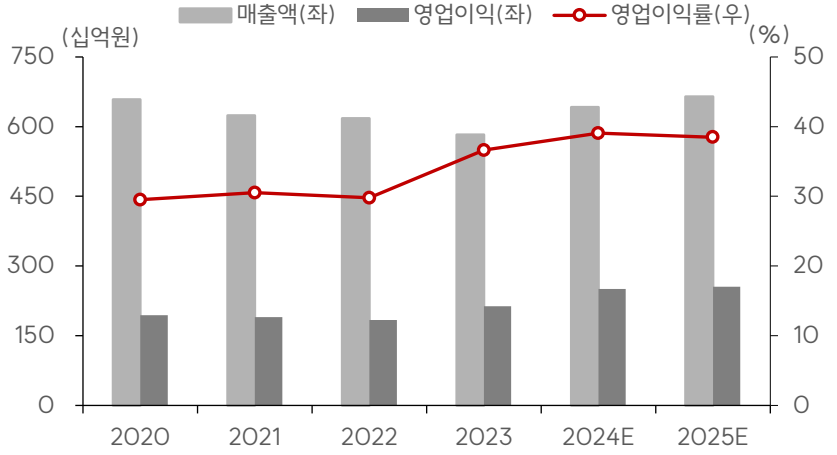
자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 분기 실적 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 연간 실적 추이 및 전망



자료: 더블유게임즈, SK증권

더블유게임즈 (192080/KS | 매수 | TP 6.2만원)

더블유게임즈 수익 추정 표

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	160.5	163.1	154.1	163.9	162.7	165.9	162.7	173.3	582.3	641.6	664.5
DUG	43.4	42.2	41.2	44.9	43.6	44.2	44.6	48.5	235.3	208.4	202.5
DDI	117.1	120.9	112.9	119.0	119.1	121.7	118.1	124.8	422.9	415.7	414.8
수퍼네이션	11.1	10.8	10.6	13.0	13.3	14.1	14.9	17.0	5.6	45.6	59.2
영업비용	98.8	96.1	94.6	101.6	98.6	101.2	99.9	109.1	369.0	391.0	408.9
인건비	19.2	21.8	22.5	25.1	23.2	25.7	25.1	28.4	76.0	88.6	102.4
마케팅비	21.0	15.9	14.0	19.8	18.3	18.8	18.7	21.8	86.6	70.7	77.6
플랫폼 수수료	43.6	44.4	40.8	41.6	43.1	42.7	42.2	43.9	166.0	170.4	172.0
로열티	3.2	2.7	2.7	2.6	2.8	2.8	2.7	2.7	7.7	11.2	11.0
기타운영비	8.4	8.1	11.6	9.3	8.0	8.0	8.1	8.8	24.1	37.4	33.0
유무형상각비	3.3	3.1	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.4	8.7	12.6	12.9
영업이익	61.7	67.1	59.5	62.3	64.1	64.6	62.7	64.2	213.3	250.6	255.6
영업이익률	*38.4%*	*41.1%*	*38.6%*	*38.0%*	*39.4%*	*39.0%*	*38.6%*	*37.0%*	*36.6%*	*39.1%*	*38.5%*
순이익	60.4	64.2	40.9	55.6	59.3	60.3	58.6	60.3	192.2	221.0	238.5
지배주주순이익	47.1	49.0	29.9	43.9	47.1	47.8	46.5	47.9	148.6	169.9	189.4
YoY growth rate											
매출액	*10.4%*	*13.3%*	*10.3%*	*6.8%*	*1.4%*	*1.7%*	*5.6%*	*5.7%*	*-5.7%*	*10.2%*	*3.6%*
DUG	*-6.3%*	*-6.4%*	*-6.1%*	*2.4%*	*0.6%*	*4.7%*	*8.3%*	*8.1%*	*-11.5%*	*-4.2%*	*5.4%*
DDI	*18.3%*	*22.3%*	*17.9%*	*8.6%*	*1.7%*	*0.6%*	*4.6%*	*4.9%*	*-2.8%*	*16.5%*	*2.9%*
수퍼네이션	*-*	*-*	*-*	*134.4%*	*20.0%*	*30.0%*	*40.0%*	*30.0%*	*-*	*718.8%*	*29.9%*
영업비용	*-0.4%*	*2.5%*	*10.6%*	*12.0%*	*-0.2%*	*5.4%*	*5.7%*	*7.4%*	*-14.9%*	*6.0%*	*4.6%*
인건비	*5.3%*	*22.7%*	*24.8%*	*14.6%*	*20.9%*	*17.8%*	*11.4%*	*13.3%*	*7.5%*	*16.7%*	*15.5%*
마케팅비	*-25.5%*	*-35.9%*	*-23.6%*	*29.7%*	*-12.8%*	*18.8%*	*32.8%*	*10.1%*	*-35.9%*	*-18.3%*	*9.8%*
플랫폼 수수료	*4.9%*	*7.4%*	*1.8%*	*-3.2%*	*-1.1%*	*-3.9%*	*3.4%*	*5.6%*	*-9.4%*	*2.7%*	*0.9%*
로열티	*25.7%*	*9.2%*	*33.1%*	*320.8%*	*-14.3%*	*3.6%*	*1.4%*	*6.0%*	*-15.2%*	*45.9%*	*-1.5%*
기타운영비	*25.4%*	*51.2%*	*128.9%*	*33.8%*	*-4.7%*	*-2.2%*	*-29.6%*	*-4.9%*	*4.9%*	*55.3%*	*-11.9%*
유무형상각비	*71.2%*	*61.5%*	*54.7%*	*8.8%*	*-3.9%*	*3.4%*	*5.6%*	*5.7%*	*-29.5%*	*44.4%*	*2.6%*
영업이익	*33.9%*	*33.4%*	*9.9%*	*-0.8%*	*3.9%*	*-3.6%*	*5.5%*	*2.9%*	*16.0%*	*17.5%*	*2.0%*
영업이익률	*6.7%*	*6.2%*	*-0.2%*	*-2.9%*	*0.9%*	*-2.1%*	*0.0%*	*-1.0%*	*6.5%*	*9.6%*	*8.0%*
순이익	21.3%	44.5%	-20.4%	19.1%	-1.8%	-6.1%	43.4%	8.6%	-186.9%	15.0%	7.9%

자료:SK증권

더블유게임즈 (192080/KS | 매수 | TP 6.2만원)

SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	573	583	810	1,023	1,261
현금및현금성자산	303	298	484	689	917
매출채권 및 기타채권	52	58	62	65	69
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	663	705	707	719	715
장기금융자산	8	9	9	10	10
유형자산	2	2	1	0	0
무형자산	582	636	663	676	671
자산총계	1,236	1,288	1,517	1,742	1,976
유동부채	206	62	70	74	77
단기금융부채	37	29	30	32	34
매입채무 및 기타채무	122	2	27	28	30
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	24	29	28	28	29
장기금융부채	22	21	20	20	20
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	229	91	98	102	106
지배주주지분	729	872	1,037	1,209	1,388
자본금	9	9	11	11	11
자본잉여금	298	298	297	297	297
기타자본구성요소	-64	-62	-62	-62	-62
자기주식	-66	-64	-64	-64	-64
이익잉여금	399	531	685	857	1,036
비지배주주지분	277	325	382	431	482
자본총계	1,006	1,197	1,418	1,640	1,870
부채와자본총계	1,236	1,288	1,517	1,742	1,976

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	617	582	642	665	694
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	617	582	642	665	694
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	433	369	391	409	431
영업이익	184	213	251	256	263
영업이익률(%)	29.8	36.6	39.1	38.5	37.9
비영업손익	-476	31	34	48	51
순금융손익	9	22	26	31	39
외환관련손익	10	2	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	-292	244	285	304	314
세전계속사업이익률(%)	-47.4	42.0	44.4	45.7	45.2
계속사업법인세	-71	51	64	65	67
계속사업이익	-221	193	221	239	246
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-221	193	221	239	246
순이익률(%)	-35.8	33.1	34.4	35.9	35.5
지배주주	-132	149	170	189	196
지배주주귀속 순이익률(%)	-21.4	25.6	26.5	28.5	28.2
비지배주주	-89	44	51	49	51
총포괄이익	-150	205	239	239	246
지배주주	-85	157	162	105	108
비지배주주	-65	48	77	134	138
EBITDA	196	222	262	261	267

더블유게임즈 (192080/KS | 매수 | TP 6.2만원)

SK증권

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	119	96	261	242	249
당기순이익(손실)	-221	193	221	239	246
비현금성항목등	434	43	54	40	33
유형자산감가상각비	8	8	7	1	0
무형자산상각비	5	1	4	4	4
기타	421	34	43	35	29
운전자본감소(증가)	-64	-149	3	-1	-1
매출채권및기타채권의감소(증가)	-5	-2	-2	-4	-4
재고자산의감소(증가)	0	0	-0	0	0
매입채무및기타채무의증가(감소)	-65	-123	6	2	2
기타	-61	-1	-57	-101	-96
법인세납부	-31	-10	-40	-65	-67
투자활동현금흐름	86	-46	-65	-23	-6
금융자산의감소(증가)	87	-9	-45	-5	-5
유형자산의감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-31	-17	0
기타	0	-36	12	-1	-1
재무활동현금흐름	-85	-53	-18	-15	-15
단기금융부채의증가(감소)	-50	0	4	2	2
장기금융부채의증가(감소)	-7	-38	-5	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-0	0	0
배당금지급	-12	-10	-17	-17	-17
기타	-16	-5	0	0	0
현금의 증가(감소)	119	-4	186	205	229
기초현금	184	303	298	484	689
기말현금	303	298	484	689	917
FCF	118	95	261	242	249

주요투자지표

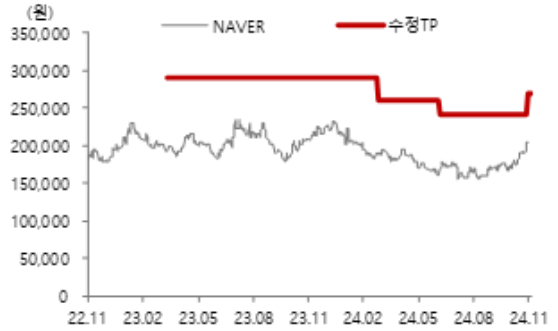
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-1.1	-5.7	10.2	3.6	4.4
영업이익	-3.4	16.0	17.5	2.0	2.9
세전계속사업이익	적전	흑전	16.5	6.8	3.3
EBITDA	-10.0	13.1	18.0	-0.4	2.5
EPS	적전	흑전	14.0	11.4	3.3
수익성 (%)					
ROA	-16.9	15.3	15.8	14.6	13.3
ROE	-16.8	18.6	17.8	16.9	15.1
EBITDA마진	31.8	38.1	40.8	39.2	38.5
안정성 (%)					
유동비율	278.3	933.4	1,153.3	1,387.7	1,630.8
부채비율	22.8	7.6	6.9	6.2	5.7
순차입금/자기자본	-44.8	-38.7	-48.8	-54.9	-60.6
EBITDA/이자비용(배)	54.0	96.6	108.4	126.1	126.0
배당성향	-7.5	11.1	9.9	8.9	8.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-6,090	6,935	7,906	8,809	9,100
BPS	36,653	43,526	51,203	59,232	67,552
CFPS	-5,521	7,339	8,437	9,051	9,303
주당 현금배당금	508	846	846	846	846
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	5.8	6.2	5.6	5.4
PBR	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7
PCR	-7.2	5.5	5.8	5.4	5.3
EV/EBITDA	3.5	3.3	2.9	2.3	1.5
배당수익률	1.3	2.1	1.7	1.7	1.7

자료 : 넷마블, SK증권 추정

Compliance Notice

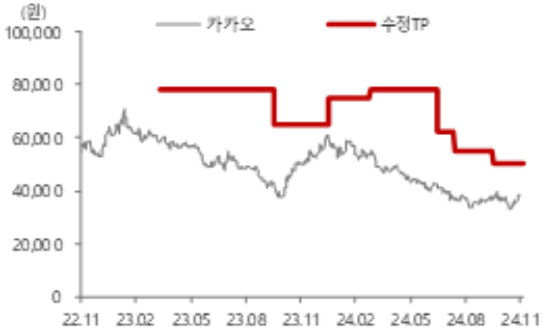
NAVER (035420/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.29	매수	270,000원	6개월		
2024.07.05	매수	240,000원	6개월	-28.69%	-15.42%
2024.03.25	매수	260,000원	6개월	-31.05%	-25.08%
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-19.14%
2022.10.13	매수	260,000원	6개월	-25.80%	-11.35%



카카오 (035720/KS)

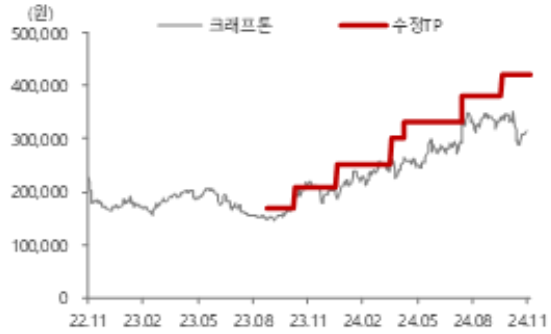
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.15	매수	50,000원	6개월		
2024.08.12	매수	55,000원	6개월	-34.13%	-29.64%
2024.07.16	매수	62,000원	6개월	-36.46%	-33.31%
2024.03.25	매수	78,000원	6개월	-41.17%	-29.62%
2024.01.16	매수	75,000원	6개월	-26.37%	-21.07%
2023.10.17	매수	65,000원	6개월	-24.45%	-6.00%
2023.04.10	매수	78,000원	6개월	-33.45%	-22.44%
2022.10.14	매수	74,000원	6개월	-21.28%	-4.19%



Compliance Notice

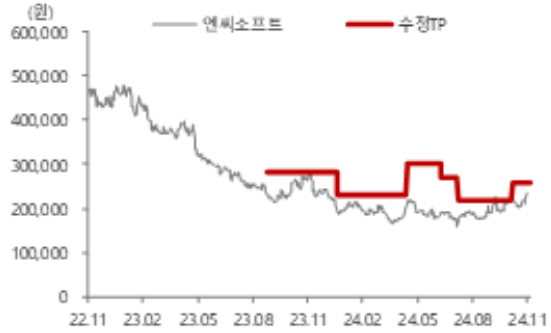
크래프톤 (259960/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.18	매수	420,000원	6개월		
2024.08.13	매수	380,000원	6개월	-12.35%	-8.16%
2024.05.09	매수	330,000원	6개월	-17.36%	-10.00%
2024.04.17	매수	300,000원	6개월	-18.03%	-13.33%
2024.01.17	매수	250,000원	6개월	-8.39%	2.80%
2023.11.08	매수	210,000원	6개월	-2.89%	3.81%
2023.09.22	중립	170,000원	6개월	-6.98%	2.00%
2023.02.09	중립	200,000원	6개월	-10.56%	2.75%
2022.11.28	매수	300,000원	6개월	-40.12%	-24.33%
2022.05.30	매수	400,000원	6개월	-42.52%	-30.88%



엔씨소프트 (036570/KS)

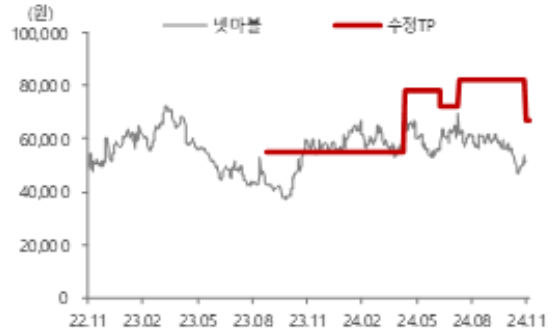
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.05	매수	260,000원	6개월		
2024.08.06	매수	220,000원	6개월	-11.83%	2.05%
2024.07.10	매수	270,000원	6개월	-32.67%	-28.89%
2024.05.13	매수	300,000원	6개월	-35.19%	-26.67%
2024.01.18	중립	230,000원	6개월	-16.52%	-7.39%
2023.09.22	중립	280,000원	6개월	-14.48%	0.36%
2022.05.17	매수	550,000원	6개월	-32.27%	-12.82%



Compliance Notice

넷마블 (251270/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.29	매수	67,000원	6개월		
2024.08.09	매수	82,000원	6개월	-30.34%	-22.93%
2024.07.10	매수	72,000원	6개월	-13.19%	-3.61%
2024.05.10	매수	78,000원	6개월	-24.22%	-14.62%
2024.01.24	중립	55,000원	6개월	8.42%	-3.45%
2023.09.22	매수	55,000원	6개월	-8.57%	8.73%
2023.02.10	중립	68,000원	6개월	-18.51%	6.03%
2022.11.14	중립	58,000원	6개월	-6.66%	9.66%



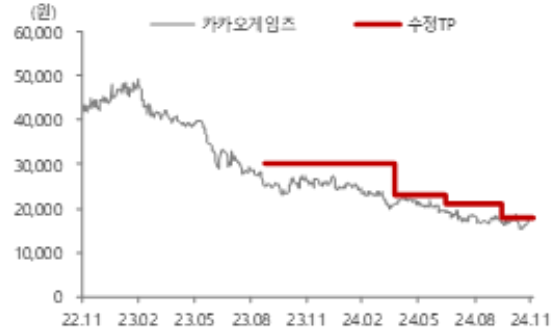
펄어비스 (263750/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.11.29	매수	50,000원	6개월		
2023.11.10	매수	60,000원	6개월	-37.86%	-20.67%
2023.09.22	매수	66,000원	6개월	-27.68%	-21.36%
2022.11.28	중립	43,000원	6개월	10.37%	35.35%
2022.06.21	매수	69,000원	6개월	-27.48%	-11.16%

Compliance Notice

카카오게임즈 (293490/KQ)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.15	중립	18,000원	6개월		
2024.07.16	중립	21,000원	6개월	-15.35%	-8.10%
2024.04.23	중립	23,000원	6개월	-9.31%	-3.26%
2023.09.22	중립	30,000원	6개월	-17.97%	-9.00%
2023.02.09	매수	58,000원	6개월	-36.48%	-15.26%
2022.11.03	매수	50,000원	6개월	-11.90%	-3.50%



더블유게임즈 (192080KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.16	매수	62,000원	6개월		
2024.02.15	매수	53,000원	6개월	-16.38%	-8.02%
2023.11.30	매수	53,351원	6개월	-22.99%	-18.73%
2022.10.14	매수	59,279원	6개월	-35.92%	-27.29%