

2023.05.31

유진투자증권

2023

아반기

산업전망

# 인터넷/게임

주가가 어둠을 헤치고

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com





# Contents

---

|                              |           |
|------------------------------|-----------|
| <b>I. 인터넷: 와신상담(臥薪嘗膽)</b>    | <b>6</b>  |
| '달콤한 꿈을 꾸었습니다'               | 6         |
| 꿈에서 깬 2022년                  | 8         |
| 작년 보단 올해가 낫고                 | 10        |
| 광고 보단 커머스가 낫다                | 12        |
| 상반기 최대 화두는 '인공지능(AI)'        | 14        |
| 생성형 AI, 트래픽과 수익화             | 19        |
| 네카오의 AI: 구슬이 몇 말이며 잘 펼 수 있을까 | 21        |
| <br>                         |           |
| <b>II. 게임: 군웅할거(群雄割據)</b>    | <b>24</b> |
| 잔잔했던 국내 모바일 게임 시장의 변화        | 24        |
| 중국의 판호 발급 재개                 | 26        |
| 판호 발급에도 웃을 수 만은 없는 이유        | 28        |
| 상반기 좋은 판매량을 기록한 PC/콘솔 신작     | 30        |
| <br>                         |           |
| <b>기업분석</b>                  | <b>33</b> |
| NAVER(035420)                |           |
| 카카오(035720)                  |           |
| 네오위즈(095660)                 |           |
| 크래프톤(259960)                 |           |
| 엔씨소프트(036570)                |           |
| 카카오게임즈(293490)               |           |
| 펄어비스(263750)                 |           |

# 주가가 어둠을 헤치고

## TOP PICK

인터넷 섹터에서는 커머스 성장률이 가파르고 수익 개선 가시성이 높은 네이버를, 게임 섹터에서는 변동성이 큰 모바일 게임 매출 비중이 적고 하반기 대 신작을 보유한 네오위즈를 탑픽으로 선정한다.

### 인터넷: 와신상담(臥薪嘗膽)

2021년까지 풍부한 유동성과 저금리 기조 그리고 팬데믹이라는 호황 아래 달콤한 성장기를 보냈던 인터넷 플랫폼 기업은 1년 넘는 시간동안 긴 어둠의 터널을 지나고 있다. 하지만 올해 하반기는 분명 지난해 하반기보다 개선될 요소들이 존재한다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 광고 보다는 커머스의 성장이 더 두드러지며, 콘텐츠 부문에서는 양사 모두 외형성장보다 수익화에 치중할 것으로 보인다.

올해 상반기 인터넷 산업에서 가장 화두가 된 건 역시 AI다. ChatGPT 출시를 기점으로 시장의 관심이 AI에 집중된 가장 큰 이유는 AI 기술이 '유의미한 성과' 즉 '트래픽'과 '수익화'로 이어지는 단계까지 도달했기 때문이다. 그리고 그 중심에 있는 것이 바로 '생성형 AI'다. 글로벌 빅테크 기업들이 하루가 다르게 관련 서비스를 연이어 출시하고 있는 가운데, 네이버와 카카오도 하반기 생성형 AI 서비스 출시를 앞두고 있다. 결국 네이버와 카카오의 생성형 AI 서비스가 트래픽과 수익화로 이어지느냐가 관건이 될 전망이다.

## Executive Summary

by 정의훈

## 게임: 군웅할거(群雄割據)

잔잔했던 국내 모바일 게임 시장이 4월로 접어들면서 변화를 보이기 시작했다. 연이은 신작 출시로 모바일 게임 매출 순위가 큰 변화를 겪은 것이다. 4/27 출시된 위메이드의 '나이트 크로우'는 2020년대 이후 처음으로 리니지와 오딘이 아닌 게임이 월간 매출 1위를 달성할 것으로 보인다. 이외 다른 신작들도 기존 MMORPG 와 10위권 내에서 치열한 순위 경쟁을 지속하고 있어, 국내 모바일 게임 매출 비중이 높은 게임사들의 하반기 실적 변동성은 커질 전망이다.

2017년 한한령 이후 자취를 감췄던 중국의 국내 게임판호 발급은 지난 12월과 3월 총 12종의 국내게임이 판호발급 되면서 재개 신호를 알렸다. 막대한 규모를 자랑하는 중국 게임시장에 진입한다는 것은 기업 이익 증대에 있어서도 큰 기회로 작용할 것이다. 물론 지난해부터 중국 게임시장 성장률이 정체되고 있고 중국 게임시장 내 경쟁도 치열해졌기 때문에 판호발급을 받은 게임사들은 그에 맞는 출시전략이 필요할 것으로 보인다.

올해 상반기 글로벌 PC/콘솔 게임 시장에서는 출시 3일만에 1,000만장 판매를 돌파한 '젤다의전설: 티어스 오브 킹덤'을 비롯해 누적 판매량 1,500만장을 달성한 '호그와트 레거시' 등 다수의 신작들이 좋은 판매량을 기록했다. 하반기 국내 출시 예정인 PC/콘솔 게임들의 흥행도 기대해 볼 수 있다.

## I. 인터넷: 와신상담(臥薪嘗膽)

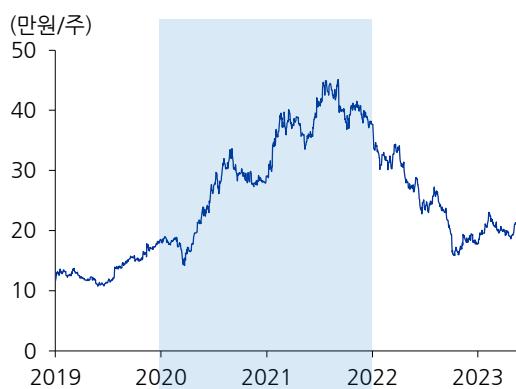
### '달콤한 꿈을 꾸었습니다'

2005년에 개봉한 영화 '달콤한 인생'의 엔딩 장면에 삽입된 배우 이병현의 나레이션이자, '구운몽'의 한 구절이다. 2020년 초 코로나 바이러스가 전세계를 강타하면서 사회적으로는 사람들의 오프라인 활동이 크게 줄어들고 사회 전반의 영역에서 디지털 전환이 급속도로 전개됐다. 또한 경제적으로는 각국 정부의 양적 완화로 인한 풍부한 유동성과 저금리 기조가 지속되면서 온라인 플랫폼들은 말 그대로 달콤한 성장기를 겪었다.

온라인 플랫폼 기업의 주력 시장인 광고와 커머스의 성장이 특히 눈부셨는데, 제일기획에 따르면 2021년 한해 국내 디지털 광고비는 7.5조원으로 전년대비 31.5% 증가하며 전체 국내 광고 시장 내 점유율 과반을 넘기는 기염을 토했다. 국내 온라인 쇼핑 거래액은 2021년 193조원을 기록해 전년도 거래액 161조원 대비 21% 증가해 팬데믹 기간동안 폭발적인 성장률을 보였다.

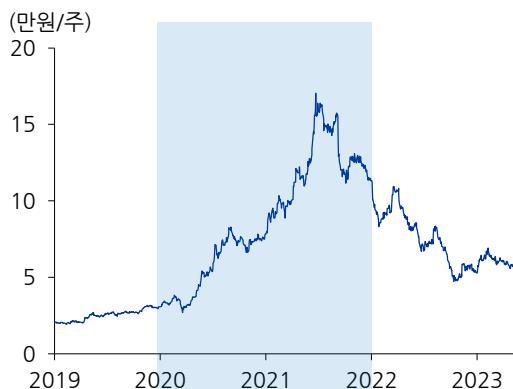
네이버와 카카오도 같은 시장환경에 힘입어 광고와 커머스의 높은 매출 성장을 이뤘다. 네이버의 2021년 서치플랫폼과 커머스 매출액은 각각 3.3조원, 1.5조원으로 전년대비 17.3%, 36.3% 성장했으며, 카카오의 2021년 톡비즈 광고형과 거래형 매출은 각각 8,859억원, 7,581억원으로 전년대비 45.3%, 40.5% 증가했다. 이밖에도 네이버페이, 카카오페이 등 핀테크와 웹툰 등의 콘텐츠 사업에서도 높은 외형성장을 달성하면서 주가 또한 이에 크게 반응했다.

도표1. 네이버 주가



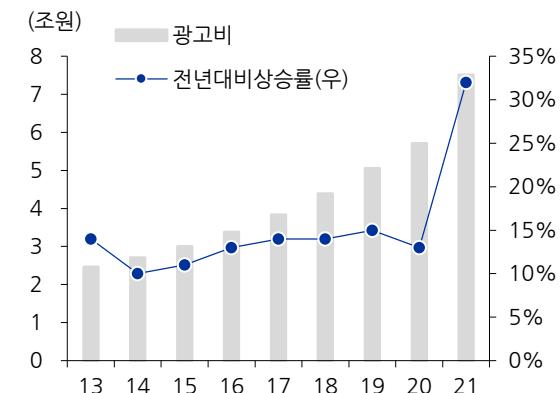
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표2. 카카오 주가



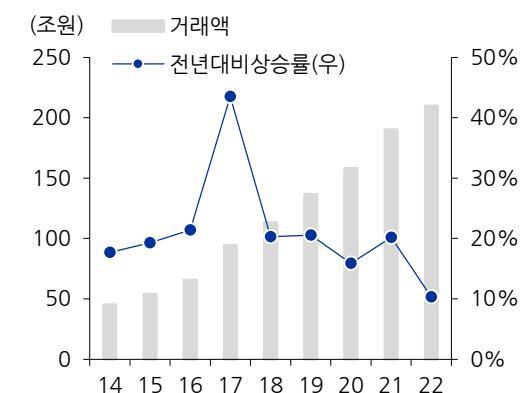
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표3. 디지털 광고시장 규모 추이



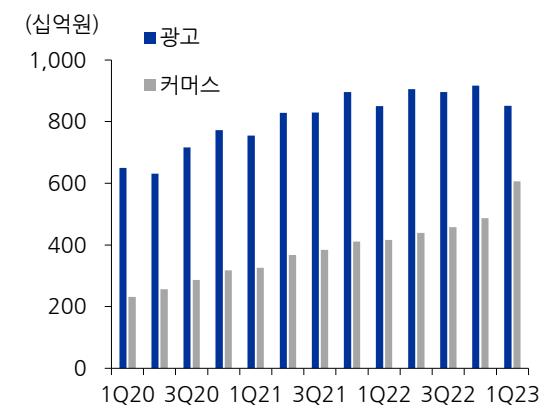
자료: 제일기획, 유진투자증권

도표4. 온라인쇼핑 거래액 추이



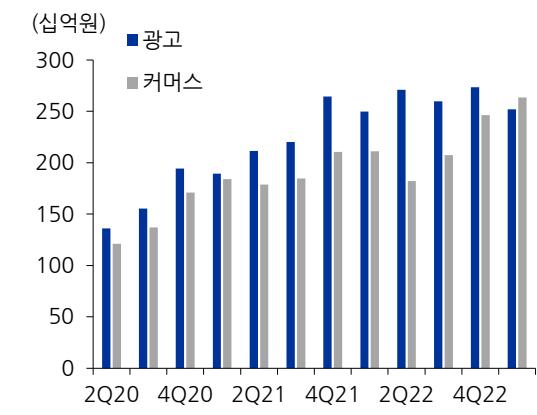
자료: 통계청, 유진투자증권

도표5. 네이버 광고, 커머스 매출 추이



자료: 네이버, 유진투자증권

도표6. 카카오 광고, 커머스 매출 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

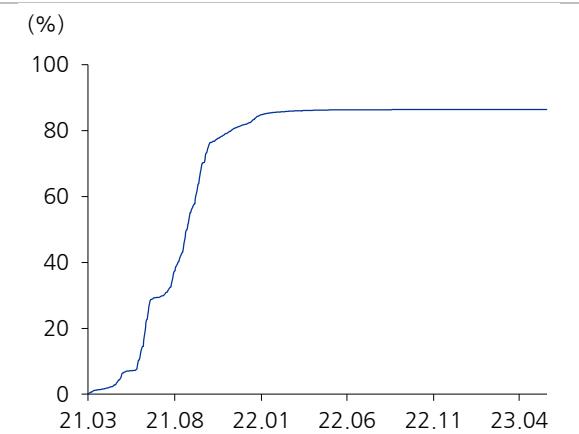
## 꿈에서 깬 2022년

하지만 리오프닝이 본격화되기 시작한 2022년부터 시장 환경은 급변하기 시작했다. 2021년 2월부터 국내에서도 코로나 백신 접종이 시작되었고 이후 접종률은 빠르게 상승해 21년 11월 기준 접종률은 80%에 육박하게 된다. 같은 시기 정부도 위드코로나 정책 도입하면서 본격적으로 소비자들의 오프라인 활동이 크게 증가했고, 온라인 시장 성장률은 주춤거리기 시작했다.

뿐만 아니라 팬데믹 기간 지속됐던 높은 유동성과 저금리 기조는 치솟는 물가 상승률로 이어졌고, 이로 인해 각국의 통화 당국은 전례 없는 속도로 금리 인상을 단행했다. 2022년 한해 동안 미 연준은 기준금리를 425bp를, 한국은행은 기준금리를 225bp 인상했다. 여기에 2022년 초에 발발한 러시아-우크라이나 전쟁의 장기화, 미중 무역 갈등으로 인해 글로벌 공급망 혼란까지 깊어졌고 이는 경기침체에 대한 우려로 까지 번졌다. 실제로 당시 전세계 경제성장을 전망치는 위의 악재를 반영하며 연속적으로 하향 조정되었다.

2021년까지만 하더라도 풍부한 유동성과 저금리기조 그리고 팬데믹이라는 호황 아래 웹툰, 페이, 모빌리티 등 사업을 빠르게 확장하며 높은밸류에이션을 받았던 인터넷 플랫폼 기업들은 1년만에 정반대의 상황에 직면하게 됐다. 여기에 인건비 등 각종 비용의 증가에 연말 데이터센터 화재라는 악재까지 겹치면서 주가는 부진을 면치 못했다.

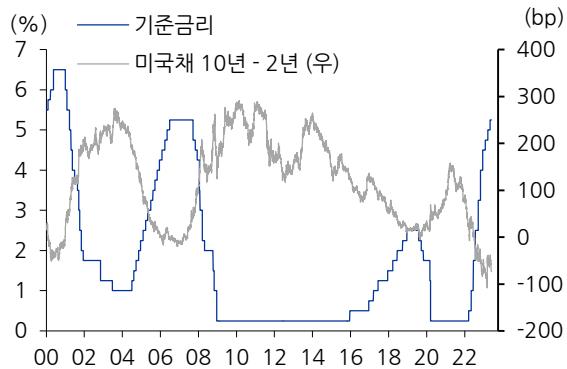
**도표7. 국내 코로나 백신 접종률 추이**



**도표8. 한국 기준금리 추이**

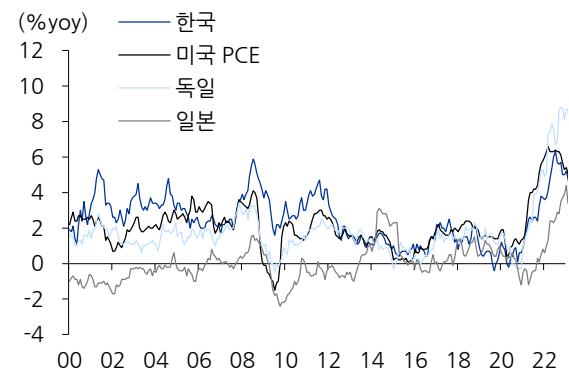


도표9. 미국 기준금리 추이



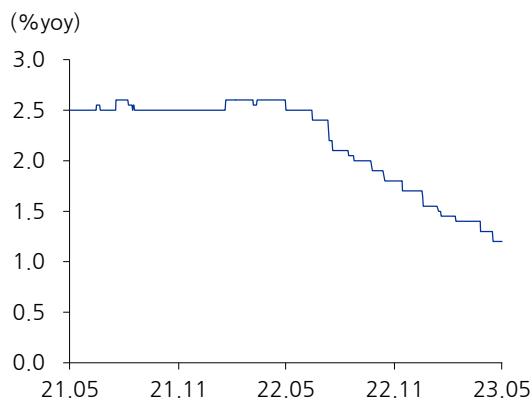
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표10. 글로벌 주요 지역 물가 상승률



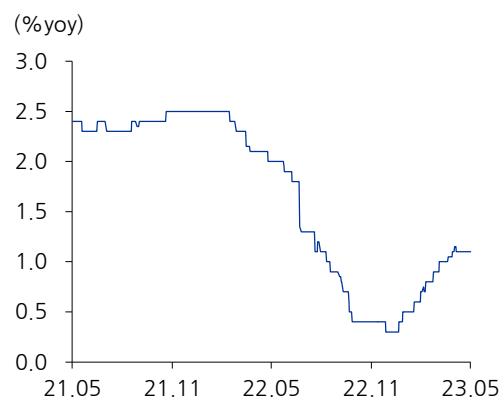
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표11. 2023년 한국 경제성장을 전망치



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표12. 2023년 미국 경제성장을 전망치



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 작년 보단 올해가 낫고

2023년으로 접어들어 하반기를 앞둔 현재도 인터넷 플랫폼 기업들이 직면한 대내외적인 환경은 여전히 우호적이지 못하다. 하지만 지난해 하반기와 올해 하반기를 비교할 때 몇 가지 분명한 차이점은 존재하기 때문에 올해 하반기 인터넷 플랫폼 기업들의 주가는 지난해 하반기의 그것과는 다를 것으로 전망한다.

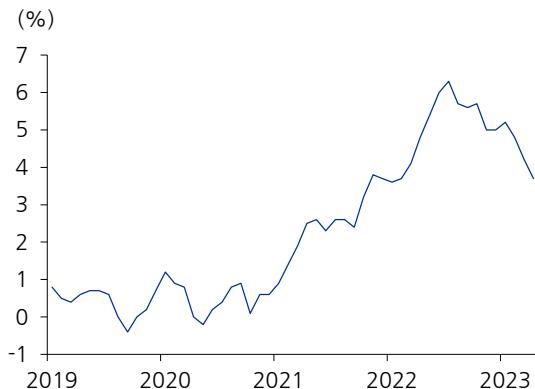
첫째는 매크로 지표다. 지난해 하반기에는 매크로 지표들의 바닥을 가늠하기가 어려웠다. 계속된 금리인상에도 불구하고 물가 상승률은 고공행진을 이어갔고, 전세계적으로 금리인상에 대한 통화당국의 매파적인 발언이 쏟아졌다. 계속되는 금리 인상 여파 속에 경기 침체에 대한 우려까지 깊어지는 상황이 지속됐다. 물론 올해 역시 낙관적인 상황은 아니다. 다만, 일부 매크로 지표들이 지난해 하반기를 고점으로 완화되는 모습을 보이고 있다. 지난해 6% 넘게 치솟았던 국내 소비자물가 상승률은 3%대까지 떨어졌고, 국내 기준금리도 연초 이후 3.5%를 유지하고 있다. 5월에 열린 FOMC 회의에서 미연준은 25bp 인상을 단행했지만, 파월의장은 기자회견에서 '금리인상 싸이클의 끝에 근접했다(We're getting close maybe even there)'라고 언급해 사실상 마지막 금리인상이었음을 시사했다.

두번째는 기저의 차이다. 고성장을 기록했던 2021년을 기저로 둔 지난해에는 광고와 커머스의 성장률이 4분기로 갈수록 둔화되는 상고하저의 형태를 보였다. 올해는 실적이 특히 부진했던 지난해 하반기를 기저로 두고 있어 상대적으로 그 부담이 덜하다.

또한 지난해에는 10월 SK C&C 데이터센터 화재로 이곳에 서버를 두고 있던 네이버와 카카오는 서비스가 중단되는 사태가 발생했고, 특히 카카오는 카카오톡을 비롯해 포털 다음, 카카오맵, 카카오페이, 카카오모빌리티 등 대다수 서비스에 장애가 발생되며 영업수익에도 직접적인 타격을 받았다. 여기에 복구 안내로 인한 광고 매출 공백, 재발 방지를 위한 데이터센터 투자 비용까지 얹어지면서 그 부담이 가중됐다.

지난해부터 네이버와 카카오는 시장 성장을 둔화에 대응해 비용 효율화의 필요성을 계속해서 역설했다. 특히 큰 폭의 성장률을 기록했던 인건비와 콘텐츠 사업 부문 매출 성장을 위해 과도하게 집행됐던 마케팅 비용을 집중적으로 관리하기 시작했기 때문에 하반기에는 이같은 효과가 더욱 두드러질 전망이다.

도표 13. 국내 소비자 물가 상승률



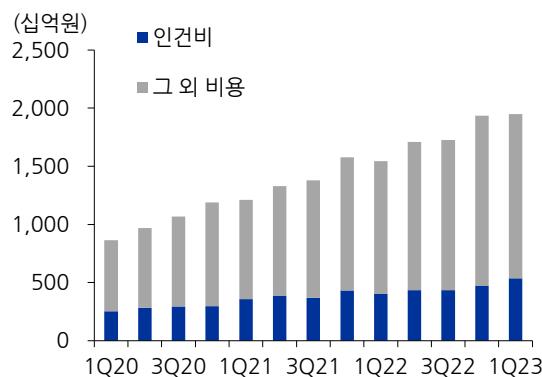
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 14. 미국 기준금리 전망 도표

| MEETING DATE | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2023-06-14   |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 39.3%   | 60.7%   | 0.0%    |
| 2023-07-26   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 24.7%   | 52.7%   | 22.6%   |
| 2023-09-20   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 4.9%    | 30.3%   | 46.7%   | 18.1%   |
| 2023-11-01   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 2.7%    | 18.6%   | 39.2%   | 31.2%   | 8.3%    |
| 2023-12-13   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 1.3%    | 10.5%   | 28.7%   | 35.3%   | 20.0%   | 4.2%    |
| 2024-01-31   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.8%    | 7.2%    | 22.1%   | 32.9%   | 25.5%   | 9.9%    | 1.5%    |
| 2024-03-20   | 0.0%    | 0.0%    | 0.6%    | 5.7%    | 18.7%   | 30.4%   | 27.2%   | 13.5%   | 3.5%    | 0.4%    |
| 2024-05-01   | 0.0%    | 0.8%    | 6.0%    | 19.0%   | 30.4%   | 26.9%   | 13.3%   | 3.4%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2024-06-19   | 0.5%    | 3.9%    | 13.7%   | 25.7%   | 28.3%   | 18.8%   | 7.4%    | 1.6%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2024-07-31   | 3.2%    | 11.8%   | 23.4%   | 27.8%   | 20.7%   | 9.6%    | 2.7%    | 0.4%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024-09-25   | 9.0%    | 19.6%   | 26.4%   | 23.0%   | 13.2%   | 4.9%    | 1.2%    | 0.2%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024-11-06   | 25.5%   | 20.3%   | 11.0%   | 3.9%    | 0.9%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

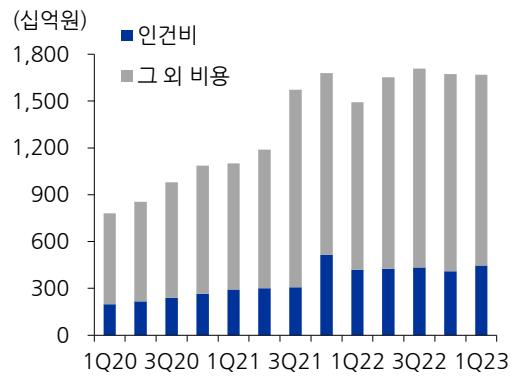
자료: FedWatch, 유진투자증권

도표 15. 네이버 인건비 및 영업비용 추이



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 16. 카카오 인건비 및 영업비용 추이



자료: 카카오, 유진투자증권

## 광고 보단 커머스가 낫다

올해 연초 네이버와 카카오의 광고와 커머스 부문에 대한 시장의 전망은 대체적으로 상반기까지는 성장 둔화가 이어지나, 하반기에는 성장을 반등이 가능하다는 '상저하고' 전망이 지배적이었다. 앞서 설명했듯이 분명 지난해 하반기보다 올해 하반기의 업황이 개선될 요소들이 존재하지만 연초 기대했던 수준의 반등 보다는 회복에 가까운 개선세를 전망한다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 광고 보다는 커머스의 성장이 더 두드러지며, 콘텐츠는 외형성장보다는 수익화에 치중할 것으로 보인다.

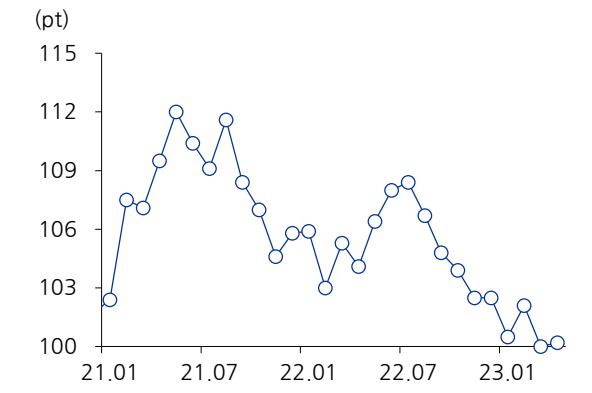
통계청에 따르면 '온라인-모바일 광고 경기전망 지수'는 지난해 하반기부터 줄곧 감소세를 이어오다가 올해 2 월 지수는 반등에 성공했으나 4 월 지수는 여전히 100 근처에 머물러있다. 분명 아직까진 광고주들의 수요가 반등을 시작했다고 보긴 힘들다.

네이버는 경기에 상대적으로 덜 민감한 검색광고(SA)가 안정적인 성장률을 기록하고 있지만 디스플레이광고(DA) 역성장이 3 분기까지는 지속될 전망이다. 카카오 또한 지난해까지 광고 성장을 견인했던 비즈보드 매출이 1분기 역성장했지만, 메시지 비즈니스는 고성장(+17% yoy)을 이어갔다. 카카오는 5 월 카카오톡 내 세 번째 탭을 차지했던 '뷰탭'을 '오픈채팅탭'으로 대체하는 등 향후에도 카카오톡 개편을 통한 광고 매출 반등을 꾀할 것으로 보인다.

커머스 또한 광고사업과 마찬가지로 부정적인 대외환경에 직면해 있는 것은 마찬가지이나 1 분기 네이버와 카카오의 커머스 매출은 오히려 성장률이 확대되는 모습을 보였다. 먼저 올해 1 분기 국내 온라인쇼핑몰 거래액은 53.9 조원으로 전년대비 7.4% 성장했는데 이는 4 분기 성장률(+6.3% yoy)을 상회하는 수치이며 8 분기만에 성장률 반등에 성공했다.

네이버는 지난해부터 커머스 부문의 수익성을 끌어올리고 있다. 패션타운, 크림 등 주요 버티컬 커머스의 수수료 인상을 단행하고 있고, 상대적으로 수수료율이 높은 브랜드스토어 입점 수도 확대되고 있다. 올해부터 연결 편입된 포쉬마크로 인해 수익성 훼손에 대한 우려가 있었으나 이 또한 수익화 작업을 통해 1 분기 EBITDA 흑자달성을 성공했다. 카카오는 선물하기 배송상품 성장과 직매입 상품 확대로 1 분기 톡비즈 거래형 매출은 전년대비 25% 성장률을 기록했다. 하반기 명품/뷰티 거래액 확대를 통한 매출 성장이 전망된다.

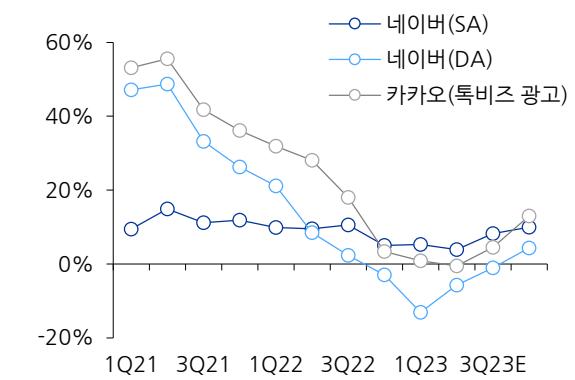
도표 17. 국내 온라인, 모바일 광고경기전망지수



자료: 통계청, 유진투자증권

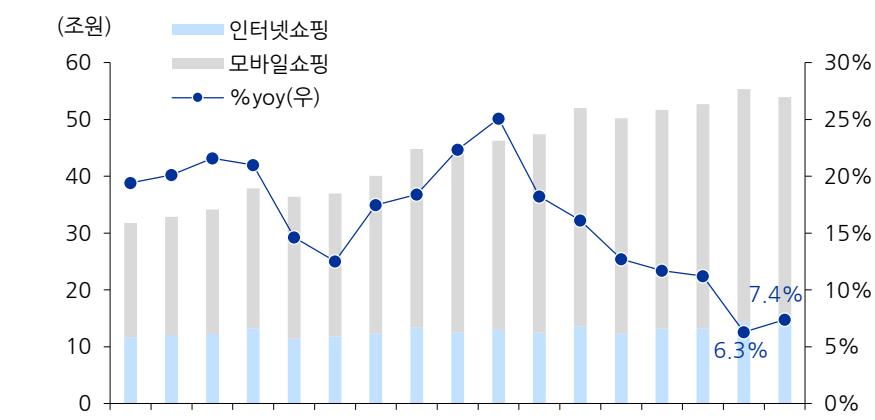
주: 전년동월대비 온라인, 모바일 광고경기전망지수

도표 18. 네이버 카카오 광고매출 성장률(%yoY)



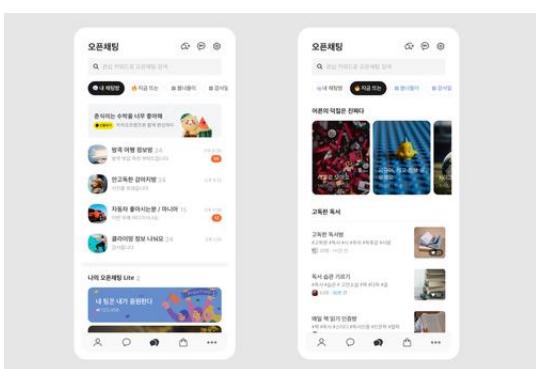
자료: 네이버, 카카오, 유진투자증권

도표 19. 월별 온라인쇼핑 거래액 및 성장률 추이



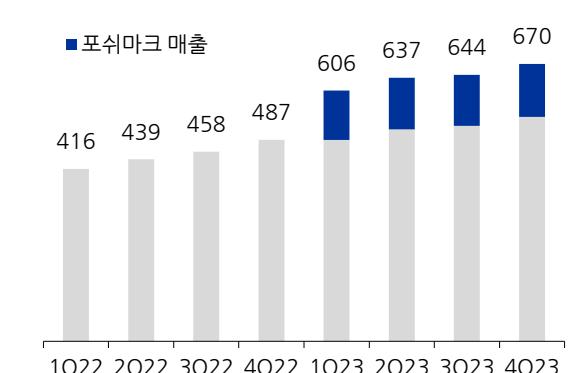
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 20. 카카오톡에 추가된 오픈채팅탭



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 21. 네이버 커머스 매출 추이 및 전망치



자료: 네이버, 유진투자증권

## 상반기 최대 화두는 '인공지능(AI)'

2023년 상반기 인터넷 플랫폼 산업의 최대 화두는 단연 AI였다. 구글, 마이크로 소프트 등 글로벌 빅테크 기업들은 물론이거니와 국내 네이버, 카카오 등 온라인 플랫폼 기업들도 AI 와 관련된 투자 및 자사 서비스 출시 계획을 발표하는 등 적극적으로 대응했다.

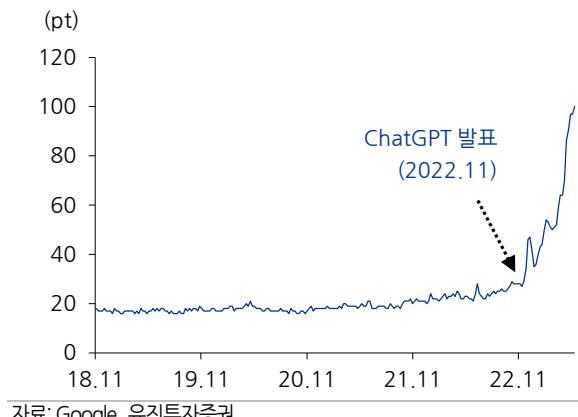
물론 AI 기술이 갑작스럽게 시장에 등장한 것은 아니다. AI 개념 자체는 1950년대 과학자들의 인공적인 두뇌의 가능성을 논의하면서부터 학문의 분야로 들어섰고, 그 이후에도 많은 연구가 진행되었다. 1997년 IBM이 개발한 체스프로그램 '딥블루(Deep Blue)'는 당대 체스 챔피언 카스파로프를 이겨 세간의 관심을 받았고, 2016년 구글 딥마인드가 개발한 인공지능 바둑프로그램 알파고(AlphaGo)가 이세돌 9단에 완승을 거두며 AI 기술이 화두가 되기도 했었다. 하지만 지난 해 11월 OpenAI가 'ChatGPT'를 세상에 발표하면서 시장의 큰 화두가 됐다.

ChatGPT는 OpenAI에서 개발한 인공지능 기반 대화 모델이다. GPT는 "Generative Pre-trained Transformer"의 약자로, 대량의 텍스트 데이터를 학습하여 문맥을 이해하고 자연스러운 응답을 생성하는 능력을 갖춘 모델을 의미한다. 다시 말해 GPT란 주어진 입력에 대해 문장을 생성하는 자연어 처리 모델로, 대화 형식으로 작동할 수 있도록 확장된 버전이 ChatGPT인 것이다.

OpenAI가 공개한 ChatGPT가 내놓은 답변의 범위, 편리성 및 정확성은 놀라울 정도로 뛰어났고 이에 시장의 관심 또한 폭발적이었다. 5일만에 가입자가 100만명을 돌파했다, 1억명 달성까지 두 달이 걸렸다 등 연일 관련 기사가 쏟아졌다.

ChatGPT가 검색엔진 시장에서 구글의 대항마로 급부상하자 구글 또한 프랑스 파리에서 검색 엔진 행사를 열고 자체 자연어 처리 모델인 바드를 공개했다. 이 자리에서 바드는 '제임스 웹 우주망원경의 새로운 발견에 대해 어떻게 설명해줄 수 있을까'라는 질문에 '제임스 웹 우주망원경은 태양계 밖의 행성에 대한 최초의 사진을 찍는데 사용됐다'라는 답변을 내놓았는데, 실제로 태양계 밖 외계 행성 이미지를 첫 촬영한 우주망원경이 제임스 웹이 아닌 VLT 망원경으로 밝혀지며 오답임이 드러났다. 실제로 당일 알파벳의 주가는 7% 이상 급락했는데, 이는 AI를 활용한 자연어 처리 모델에 대한 시장의 기대감이 적지 않음을 의미했다.

도표 22. 구글 내 'AI' 검색량 추이



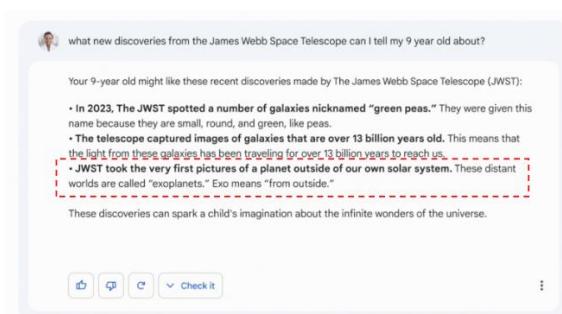
자료: Google, 유진투자증권

도표 23. AI 알파고와 이세돌 9 단의 대국(2016년)



자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 24. 오답을 낸 구글의 '바드'



자료: Google, 유진투자증권

도표 25. 알파벳 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 26. 10페이지 본문 ChatGPT에 대한 설명은 ChatGPT의 답변이다

E chat gpt가 뭐야

ChatGPT는 OpenAI에서 개발한 인공지능 기반 대화 모델입니다. GPT는 "Generative Pre-trained Transformer"의 약자로, 대량의 텍스트 데이터를 학습하여 문맥을 이해하고 자연스러운 응답을 생성하는 능력을 갖춘 모델을 의미합니다. GPT는 주어진 입력에 대해 문장을 생성하는 자연어 처리 모델로, 대화 형식으로 작동할 수 있도록 확장된 버전인 ChatGPT가 있습니다.

ChatGPT는 사용자의 질문이나 문제에 대해 적절한 답변이나 도움을 제공할 수 있습니다. 이를 위해 사전 학습된 모델이 지식과 텍스트 이해 능력을 바탕으로 다양한 주제에 대해 대화를 진행하고 정보를 제공합니다. ChatGPT는 실시간 대화와 일상적인 질문에 응답하는데 사용될 수 있으며, 일반적인 지식, 창의성, 문제 해결 능력 등을 통해 유용한 답변을 제공하기 위해 노력합니다.

ChatGPT는 대화를 통해 상호작용하며 학습하기 때문에 사용자와의 상호작용을 통해 더 나은 응답을 제공하는데 도움을 받을 수 있습니다. 그러나 ChatGPT는 전문적인 상담이나 의료 진단과 같은 특정 분야에 대한 전문적인 조언을 제공하는 데는 적합하지 않습니다. 모델은 학습된 데이터와 지식을 기반으로 작동하며, 항상 100% 정확한 답변을 보장할 수 없습니다.

자료: ChatGPT, 유진투자증권

## 인공지능이란?

인공지능(AI, Artificial Intelligence)이란 인간의 학습능력과 추론능력, 지각능력, 자연어의 이해능력 등을 컴퓨터 프로그램으로 실현하는 기술을 의미한다. 쉽게 말해 인간처럼 생각하고 판단할 수 있는 프로그램이다. 이미 컴퓨터는 데이터를 저장하고 이를 연산하는 능력에 있어서 만큼은 사람을 아득히 상회한다. 간단한 예로 컴퓨터와 인간이 무작위로 선택된 아주 큰 두 수의 곱을 맞추는 시합을 벌인다고 했을 때, 인간은 압도적으로 패배할 것임이 자명하다. 그렇다면 왜 굳이 컴퓨터가 인간처럼 생각하고 판단해야 할까? 컴퓨터는 무엇인가를 지각하고 이를 학습하며 자연어(일상어)를 이해하는 능력이 현저히 떨어지기 때문이다.

가장 대표적으로 사용되는 강아지 구별을 예시로 들어보자. 대부분의 사람들은 도표 27 의 사진 속 동물이 강아지라는 것을 어렵지 않게 맞출 것이다. 태어나서 처음 본 동물임에도 불구하고 저 동물이 강아지임을 추론한 것이다. 하지만 컴퓨터에겐 이 같은 과정이 굉장히 어려운 일이다. 눈, 코, 입, 네 개의 다리, 꼬리가 있다는 것을 인지하기도 어렵거나와 설령 이를 인지하더라도 위 사실만으로 고양이, 호랑이, 늑대가 아닌 강아지를 고르는 것은 더욱 어려운 일이다. 심지어 사람은 도표 28 과 같이 사진 속 정보가 제한될 지라도 수건 속 동물이 강아지임을 유추할 수 있지만 프로그램이 정답을 맞출 가능성은 현저히 떨어질 것이다.

도표 27. 사진 속 동물은 무엇일까



자료: 유진투자증권

도표 28. 사진 속 동물은 무엇일까



자료: 유진투자증권

## 머신러닝과 딥러닝

기본적으로 프로그램은 개발자들이 코딩을 통해 알고리즘을 하나씩 추가함으로써 그 기능을 수행하게 된다. 예를 들어 유명 고전 게임 '피카츄 배구'를 프로그래밍할 때, 입력키에 따른 피카츄의 움직임을 정의하고 그 움직임에 영향을 받은 공이 상대 바닥에 닿는 순간 점수가 1 점이 올라가며 15 점을 먼저 달성하면 게임이 종료된다는 규칙을 하나 하나 설정하는 것과 같다.

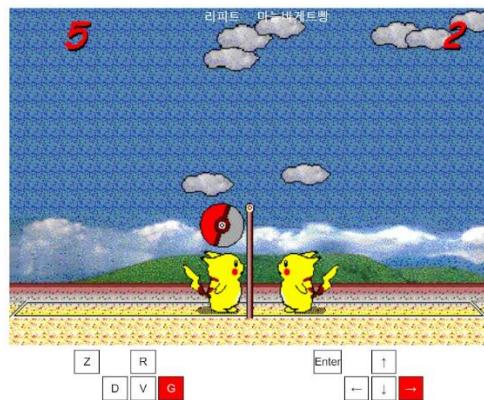
정교한 프로그램을 만들기 위해서 개발자들은 수 많은 규칙들을 코딩해 추가하지만 인공지능의 영역에서 그 한계는 분명했다. 세상에 존재하는 모든 지식을 모두 규칙으로 정의하고 코딩해서 컴퓨터에 가르쳐 줄 수 없기 때문이다. 이 같은 한계점을 보안해 인공지능의 성능을 더 높이기 위한 기술이 바로 '머신러닝'이다.

1950년대 머신러닝이란 개념을 처음 고안해낸 컴퓨터 과학자 아서 사무일 (Arthur Samuel)은 머신러닝을 'the field of study that gives computers the ability to learn without explicitly being programmed.'라고 정의했다. 직역하면 '명시적인 프로그래밍 없이도 컴퓨터가 스스로 학습할 수 있도록 하는 학문'이라는 것인데, 여기서 핵심은 '스스로 학습'에 있다. 즉, 프로그래머가 모든 규칙을 정해주는 대신 프로그램 스스로가 많은 학습을 통해 자체적으로 규칙을 만들고 이를 활용한다.

머신러닝은 '프로그램이 어떻게 스스로 학습하느냐'가 관건이고 학습방법에 따라 크게 세 가지로 분류할 수 있다. 지도 학습(Supervised Learning), 비지도 학습(Unsupervised Learning) 그리고 강화 학습(Reinforcement Learning)이 바로 그것이다. 그리고 이러한 머신러닝의 지도학습, 비지도학습, 강화학습을 구현하기 위해 의사결정 트리(Decision Tree), 랜덤 포레스트(Random Forest), SVM(Support Vector Machine) 등 많은 알고리즘 모델들이 존재하는데 이 중 가장 많이 사용되는 대표 알고리즘이 바로 딥러닝(Deep Learning)이다.

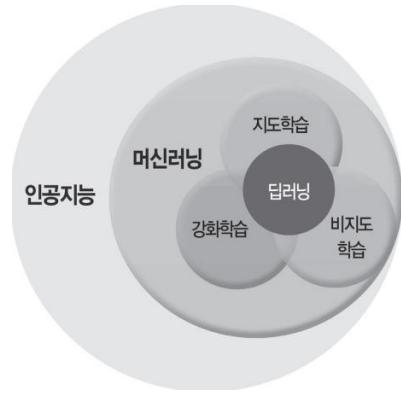
딥러닝이란 인간의 뇌와 유사하게 뉴런과 시냅스의 구조를 모방한 인공신경망 (Artificial Neural Network)를 만들어 다양한 신경망을 중첩하여 예측의 정확도를 높이는 머신러닝의 한 형태이다. 딥러닝의 기본 구조는 입력층(input layers), 은닉층(hidden layers), 출력층(output layers)으로 구성되며 각 층별로 입력 데이터에 가중치(Weight)와 편향(Bias)을 적용해 연산이 이루어지며 이에 따라 결과값이 도출된다. 입력층에서 데이터를 입력한 후, 층을 거듭하면서 예측값과 실제값의 오차를 줄여나간다.

도표 29. 고전 게임 '피카츄 배구'



자료: 유진투자증권

도표 30. 인공지능 ▷ 머신러닝 ▷ 딥러닝



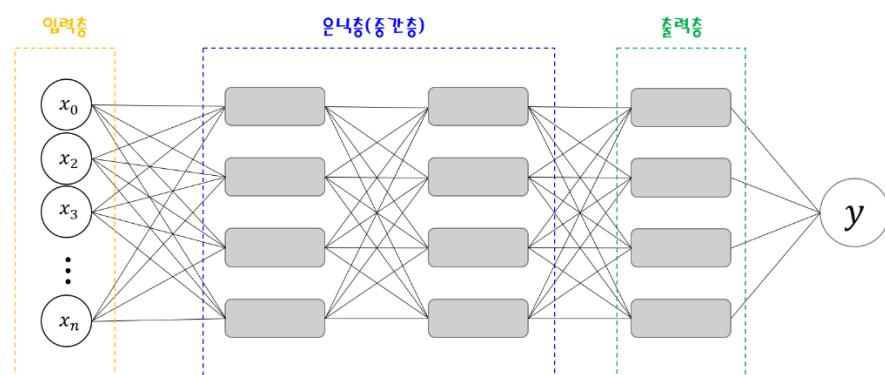
자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 31. 머신러닝의 세 가지 학습 방법



자료: busy.org, 유진투자증권

도표 32. 딥러닝의 계층형 신경망 구조



자료: MoonNote, 유진투자증권

## 생성형 AI, 트래픽과 수익화

일전에 언급했듯 인공지능 기술의 발전은 어제 오늘의 일이 아니다. 학계는 물론 빅테크 기업을 포함한 전세계 IT 업계들은 이미 오랜 시간 동안 비용을 들여 관련 기술에 투자를 했고 그만큼의 발전이 이루어졌다. 다만 최근 들어 시장의 관심이 증폭된 결정적인 이유는 인공지능 기술이 '유의미한 성과'를 도출해냈기 때문이다. 여기서 말하는 유의미한 성과란 결국 '트래픽'과 '수익화'를 의미한다.

인터넷 플랫폼은 수 많은 서비스를 유저들에게 제공하는데 그 중 플랫폼의 수익으로 이어지는 방식은 많은 트래픽을 기반으로 하는 광고 수익이 발생하거나 해당 서비스의 수수료 혹은 이용료를 부과하는 것이다. 예를 들어 유튜브는 많은 동영상 콘텐츠를 이용자들에게 제공함으로써 엄청난 규모의 유저 트래픽이 발생한다. 이를 바탕으로 유튜브는 영상에 광고를 삽입해 막대한 광고수익을 벌어들이거나 광고를 보지 않는 대신 이용자로부터 매달 서비스 이용료를 수취한다. 국내 대표 인터넷 플랫폼 기업인 네이버와 카카오도 각자 다양한 플랫폼 서비스를 영위하지만 대개의 수익구조는 마찬가지다.

인공지능 기술이 최근 들어 더욱 주목을 받는 이유도 이를 활용한 서비스가 결국 유저 트래픽을 모으고 수익화에 이르렀기 때문인데 그 중심에 있는 것이 바로 '생성형 AI'다. 생성형 AI란 이용자의 특정 요구에 따라 결과를 능동적으로 생성해 내는 인공지능 기술을 의미한다. 기존 딥러닝 기반 AI 기술이 단순 기존 데이터를 기반으로 예측하거나 분류하는 정도였다면 생성형 AI는 텍스트, 이미지, 음성 등 기존 데이터를 기반으로 새로운 결과물을 생성해낸다.

대표적인 생성형 AI로 OpenAI 가 개발한 대규모 언어 모델(LLM, Large Language Model) 'Chat-GPT'를 꼽을 수 있다. 지난해 11월 출시된 GPT-3.5 기반 ChatGPT는 그 효용성이 알려지며 많은 이용자를 불러모았고, 이용자 폭주로 서버가 마비되는 사태도 발생했다. 또한 마이크로소프트는 GPT-3.5 의 서비스를 개선해 올해 3월 GPT-4를 유료서비스로 출시하기도 했다.

마이크로소프트를 비롯해 구글, 메타, 바이두 등 주요 글로벌 빅테크 기업들 또한 생성형 AI 기술 개발과 서비스 출시에 열을 올리고 있다. 이는 비단 대규모 언어 모델 뿐만 아니라 이미지, 음성, 영상, 코딩 등 다양한 분야에서 진척이 이뤄지고 있다.

도표 33. 주요 글로벌 생성형 AI 서비스

| 분류  | 기업명          | 서비스명             | 국가 | 내용  |
|-----|--------------|------------------|----|---|
| 텍스트 | 오픈AI         | ChatGPT          | 미국 | 초거대 언어 AI 모델 GPT를 바탕으로 만든 AI 챗봇                         |
|     | 구글           | Bard             | 미국 | 초거대 언어모델 LaMDA를 바탕으로 만든 대화형 AI                          |
|     | 딥마인드         | Sparrow          | 영국 | 딥마인드의 언어모델 친질리를 기반으로 한 AI 챗봇                            |
|     | 재스퍼          | Jasper           | 미국 | 마케팅 목적이 기사, SNS 게시물, 광고 문구를 생성하는 AI 툴                   |
|     | 바이두          | Ernie Bot        | 중국 | 지식 통합을 통한 향상된 표현이라는 의미의 자체 개발 AI 챗봇                     |
| 이미지 | 오픈AI         | Dall-E 2         | 미국 | 명령어에 따른 이미지 생성 AI                                       |
|     | Stability AI | Stable Diffusion | 영국 | 오픈소스 소프트웨어 이미지 생성 AI                                    |
|     | Midjourney   | Midjourney       | 영국 | 이미지 생성 AI, 해당 툴을 사용한 작품이 미국 한 미술대회에서 1위로 선정되어 화제가 됨     |
| 음성  | 구글           | MusicLM          | 미국 | 문자 설명을 음악으로 만드는 생성 AI                                   |
|     | 오픈AI         | Jukebox          | 미국 | 원하는 장르, 가수 스타일로 음악을 생성하는 AI 기술                          |
| 영상  | 구글           | Imagen Video     | 미국 | 최대 초당 24프레임, 1280x768 해상도의 비디오를 생성할 수 있는 텍스트비디오 AI 생성 툴 |
|     | 메타           | Make a Video     | 미국 | 텍스트 입력 시 동영상을 생성해주는 Text to Video Model                 |

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 34. 생성형 AI가 만든 이미지



자료: Stability AI, 유진투자증권

## 네카오의 AI: 구슬이 몇 말이며 잘 짚 수 있을까

국내에서도 두 거대 인터넷 플랫폼 기업인 네이버와 카카오 또한 AI 기술 개발에 열을 올리고 있다. 네이버와 카카오가 생성형 AI 분야에서 가질 수 있는 가장 큰 강점은 방대한 양의 학습 가능한 한국어 데이터를 보유하고 있다는 점이다. 실제로 네이버는 올해 7월 서비스 출시를 목표로 하는 자사의 대규모 언어 모델(LLM) 하이퍼클로바 X 가 Chat-GPT 와 비교해 6,500 배 많은 한국어 데이터를 학습했다고 밝힌 바 있으며, 한국어 능력 시험에서도 타사 모델 대비 더 우수한 성능을 보여줬다. 이를 바탕으로 향후 고도화된 검색 서비스를 제공하는 '서치 GPT'도 공개할 예정이다.

카카오의 대표적인 생성형 AI 모델은 대규모 언어 모델(LLM) 'KoGPT', 이미지 생성 AI 모델 'Karlo'가 있다. KoGPT는 GPT-3 기반 LLM 으로 맥락과 의도에 따라 문장을 생성해 상품 소개글을 작성하거나 기계 번역 등과 같은 언어 과제를 해결한다. 카카오는 올해 하반기 기존 모델에 보다 많은 파라미터 수를 보유한 KoGPT2.0 을 공개할 예정이다. Karlo 는 오픈 AI 의 DALL-E 와 같은 이미지 생성 AI 모델로 입력된 텍스트에 따라 이미지를 생성하거나 사용자가 업로드한 이미지와 관련된 다양한 컨셉의 이미지를 생성할 수 있다. 이외에도 생성형 AI 는 아니지만 헬스케어 분야에서 AI 딥러닝을 활용한 '컴퓨터 도움 진단(Computer-Aided-Diagnosis) 서비스를 출시 준비하고 있다.

투자적인 관점에서 네이버와 카카오의 AI 서비스의 최대 관건은 결국 AI서비스가 트래픽과 수익화로 이어질 수 있느냐의 여부다. 이는 또다시 두 가지 질문으로 이어지는데, 첫째는 AI 서비스의 품질이다. 오답만 내놓는 검색엔진은 서비스로서의 가치가 없다. 이를 위해 더 높은 수준의 알고리즘을 개발하고 양질의 데이터를 확보해야 한다. 두번째는 유의미한 AI 서비스여야 한다. 아무리 AI 서비스의 품질이 좋아도 실제 서비스 이용자들의 수요로 이어지지 못하면 의미가 없다.

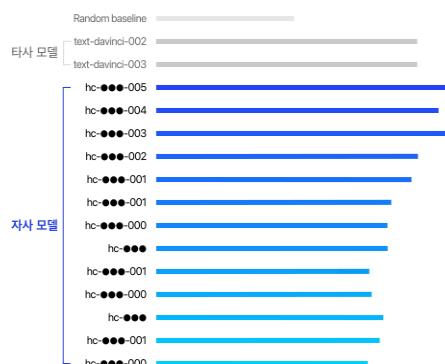
물론 네이버와 카카오 모두 두 조건을 충족시켜야 함은 당연하지만 상대적으로 네이버는 첫번째 요건에 대한 증명이 그리고 카카오는 두번째 요건에 대한 증명이 더욱 요구된다. 네이버의 서치 GPT 는 이미 ChatGPT, 바드 사례를 통해 서비스의 수요는 입증이 됐기 때문에 얼만큼의 성능이 나오느냐가 핵심이다. 또한 카카오는 버티컬 서비스에 AI 기술을 접목시키기 때문에 상대적으로 높은 서비스 품질이 가능하지만 반대로 그 서비스가 얼만큼 이용자로 하여금 얼만큼의 수요를 발생시키느냐가 관건이다.

도표 35. 네이버, 카카오 AI 사업 현황

| 회사  | 이름             | 구분           | 특징   |
|-----|----------------|--------------|--|
| 네이버 | 하이퍼클로바 X       | 초대규모 AI      | <ul style="list-style-type: none"> <li>전작 &lt;하이퍼클로바&gt;의 업그레이드 버전</li> <li>글로벌 피어 AI 모델 대비 6,500 배의 더 많은 한국어 데이터 학습</li> <li>검색을 포함한 네이버 전반적 서비스에 적용되는 B2C 서비스와 생성 AI 및 기업 생산성 도구에 적용되는 B2B 서비스 제공할 예정</li> </ul> |
|     | 서치 GPT         | 챗봇 AI        | <ul style="list-style-type: none"> <li>서치 LLM(대형언어모델) OCEAN에 기반한 검색 AI 모델</li> <li>텍스트, 이미지, 오디오 입출력 가능</li> <li>네이버플레이스/카페/블로그/쇼핑 등 네이버 서비스와 연계된 답변 제공</li> <li>이미지 생성 기능을 활용한 답변 제공 가능</li> </ul>                |
| 카카오 | KoGPT 2.0      | 초대규모 AI      | <ul style="list-style-type: none"> <li>GPT-3에 기반한 초대규모 AI 모델</li> <li>카카오톡, 카카오맵 등 자사 서비스에 적용하는 버티컬 형태의 AI 서비스 제공 예정</li> </ul>  |
|     | 다다음            | 챗봇 AI        | <ul style="list-style-type: none"> <li>koGPT와 칼로(Karlo)를 적용한 AI 챗봇</li> <li>카카오톡 채팅을 통해 서비스 이용 가능</li> <li>검색, 요약 등 전반적 챗봇 기능과 더불어 입력된 텍스트에 기반한 이미지 생성도 가능</li> </ul>  |
|     | 칼로 2.0 (Karlo) | 이미지 생성 AI    | <ul style="list-style-type: none"> <li>이미지 생성, 이미지 변환, 이미지 포토샵의 기능을 제공</li> <li>AI 프로필 서비스 &lt;B^디스커버리&gt;와 AI 포토샵 서비스 &lt;B^에딧&gt;이 칼로에 기반</li> </ul>   |
|     | B^헬스케어         | 의료 CAD AI    | <ul style="list-style-type: none"> <li>CXR(흉부 X선) 영상으로부터 판독문을 생성하는 AI CAD(Computer Aided Diagnosis)</li> <li>9개의 대학병원 및 의료기관과 MOU 맺음</li> </ul>  |
|     | Galux          | 신약 개발 플랫폼 AI | <ul style="list-style-type: none"> <li>AI 기반 신약 설계 플랫폼</li> </ul>  |

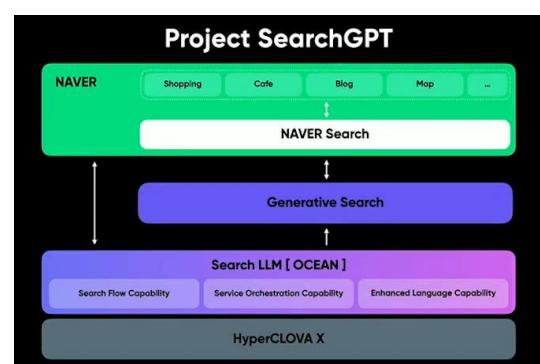
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 36. 한국어 능력에서 강점인 '하이퍼클로바 X'



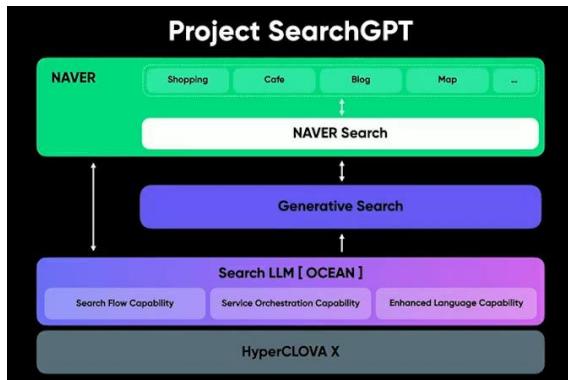
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 37. 프로젝트 서치 GPT



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 38. 프로젝트 서치 GPT



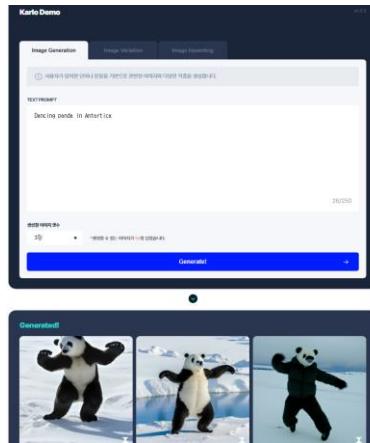
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 40. 카카오의 대규모 언어 모델 'KoGPT'



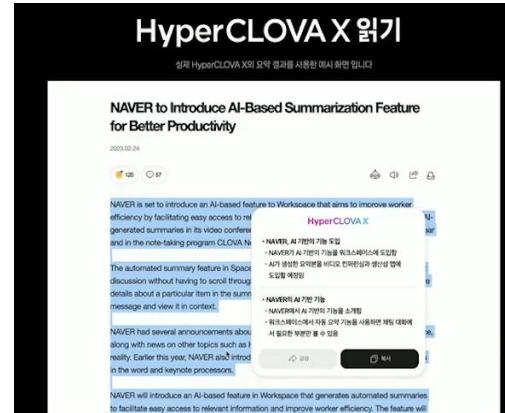
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 42. 이미지 생성 모델 'Karlo' 데모 버전



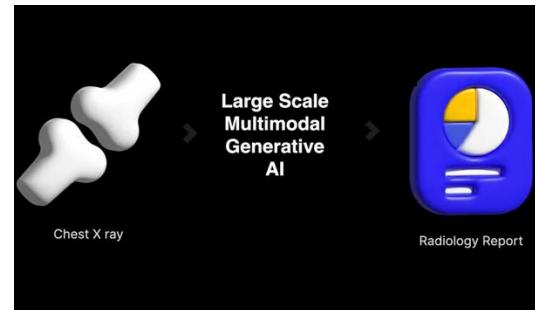
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 39. 하이퍼클로바 X 활용 예시



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 41. 헬스케어에 적용된 AI 기술



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 43. KoGPT와 Karlo를 적용한 챗봇 '다다옴'



자료: 카카오, 유진투자증권

## II. 게임: 군웅할거(群雄割據)

### 잔잔했던 국내 모바일 게임 시장의 변화

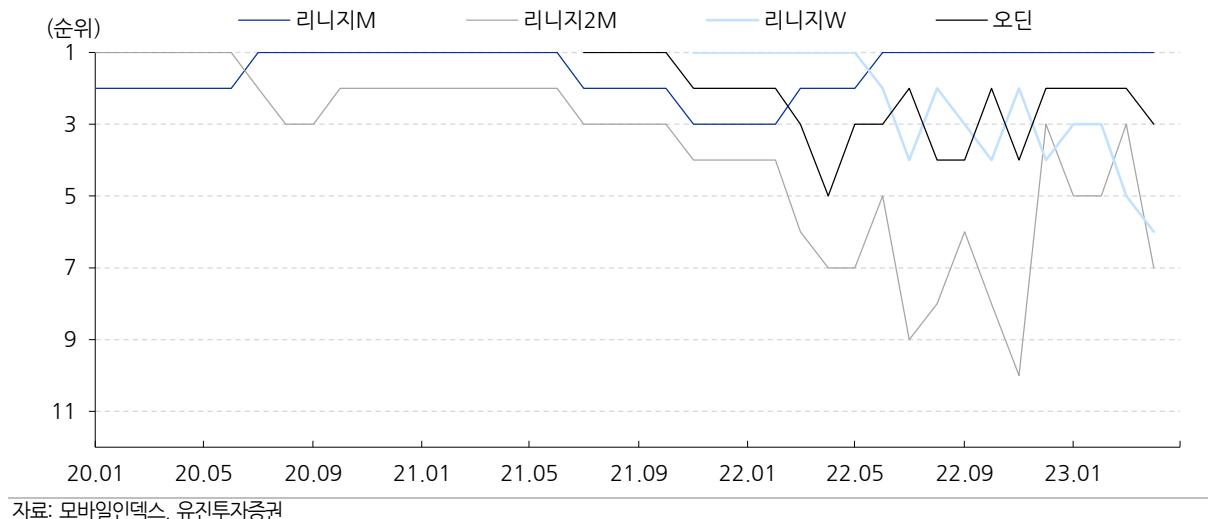
2020년부터 올해 4월까지 40개월간 월간 매출 1위를 가장 많이 차지한 게임은 리니지M(23회)이다. 그 외 매출 1위를 차지한 게임 또한 리니지W(7회), 리니지 2M(6회), 오딘(4회) 밖에 없다. 매년 다양한 신작들이 출시됐지만 국내 모바일 게임 매출 상위권은 항상 리니지와 오딘이 나눠 먹는 양상이 지속됐고, 올해 1분기까지도 이같은 흐름이 이어졌다.

하지만 잔잔했던 국내 모바일 게임 시장이 변화를 보인 건 4월로 접어 들면서부터다. 3월 말 '아카에이지 워(3/21, 카카오게임즈)', '프라시아 전기(3/30, 넥슨)'가 출시되고 4월에도 '붕괴: 스타레이얼(4/26, 호요버스)', '나이트 크로우(4/27, 위메이드)' 등의 신작들이 연이어 출시되면서 2분기 국내 모바일 게임 매출 순위는 큰 변화를 겪었다. 5월 10일 나이트 크로우가 리니지M을 제치고 일매출 순위 1위를 달성하고 현재까지도 1위를 고수하고 있다. 2020년대 이후 처음으로 리니지와 오딘이 아닌 게임이 월간 매출 1위를 기록하게 된다. 이외 다른 신작들도 기존 MMORPG 와 10위권 내에서 치열한 순위 경쟁을 지속하고 있다.

고여버린 모바일 게임 시장에서 이같은 신작들의 약진은 분명 긍정적이라 할 수 있다. 다만 큰 틀에서 보면 여전히 MMORPG 가 시장을 장악하고 있다는 점은 여전하다. 물론 MMORPG 의 시장내 매출 비중이 높은 것 자체가 문제는 안되지만, 게임 시장으로 이제 막 진입하는 유저들에게 현재의 MMORPG 는 상대적으로 진입장벽이 높게 느껴지기 때문에 시장 성장성에 있어서는 부정적이다.

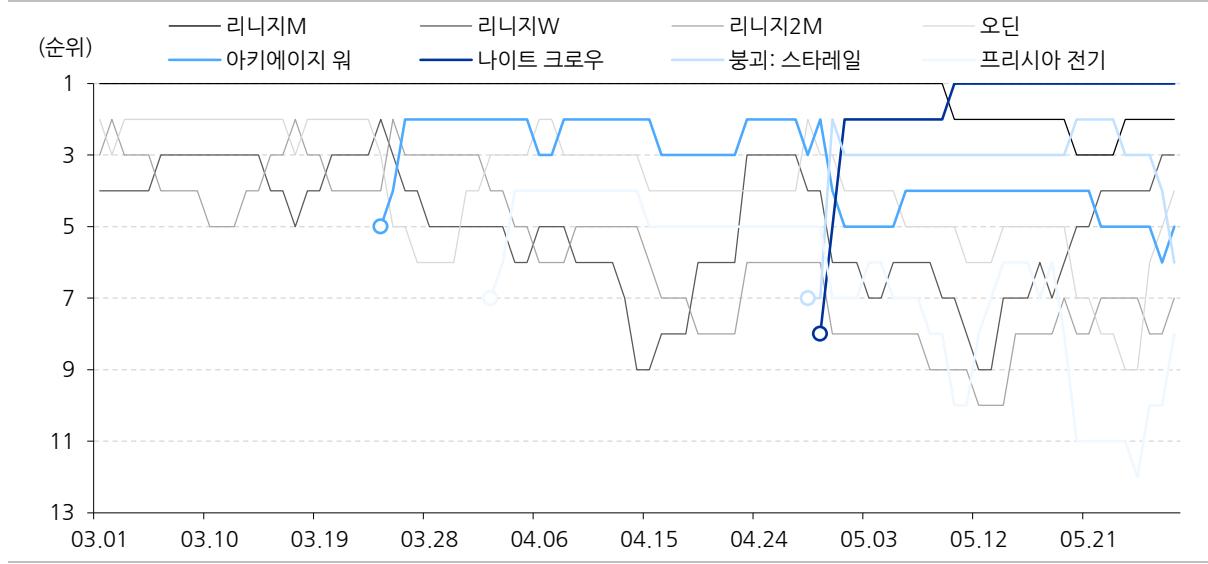
지금까지 많은 신작 MMORPG 들이 출시 효과로 높은 매출을 기록한 이후 순위가 하락했다는 점을 감안하면 이번 매출 순위 변동이 장기화될 것이라 단언하기는 조심스럽다. 다만 분명한 건 2분기 실적에는 크게 영향을 미칠 것이라는 점이고 또한 향후 기대 신작들의 출시가 이어질 때 매출 변동성은 커질 수 있기 때문에 국내 모바일 게임 매출 비중이 높은 게임사들의 하반기 실적 변동성은 커질 전망이다.

도표 44. 국내 주요 모바일 게임 순위 (월간, 2020년 1월 ~ 2023년 4월)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 45. 국내 주요 모바일 게임 순위 (일간, 2023년 3월 ~ 2023년 5월 28일)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 중국의 판호 발급 재개

2017년 사드 배치로 촉발된 한한령 이후 중국은 국내 게임의 중국 판호 발급을 극도로 제한했다. 이후 근 4년 만인 2020년 12월 컴투스의 '서머너즈 워'가 중국 외자판호 발급에 성공했고, 이듬해 6월에는 핸드메이드게임즈의 '룸즈: 불가능한 퍼즐'과 필어비스의 '검은사막 모바일'이 연이어 판호 발급을 받으며 중국 게임 시장 개방에 대한 기대감이 올라갔다.

하지만 2021년 중순부터 청소년 게임 중독 문제가 대두되면서 중국 당국은 자국의 게임산업 규제에 열을 올린다. 당시 중국 관영 매체인 경제참고보는 온라인 게임을 정신적 아편에 비유하며 게임산업을 강하게 비판했고, 중국 정부도 청소년 게임 시간 규제 등 본격적으로 자국의 게임산업 규제에 돌입했다. 이후 중국은 외자 판호 뿐만 아니라 내자 판호 발급마저 제한해 국내 게임사들의 중국 진출길은 막히게 됐다.

이같은 흐림이 변한건 지난해 하반기부터다. 중국 공산당 기관지 인민일보는 자국의 게임산업에 대해 '국가 산업 구성과 기술 혁신에서 큰 의미가 있는 산업'이라고 표현하며 자국의 게임산업 육성에 힘써야 한다고 강조했다. 이는 지난해 중국의 경기침체에 대한 우려가 높아지자 당국은 그동안 옥죄었던 중국 빅테크 기업들에 대한 규제를 완화하고 산업을 활성화하는 쪽으로 정책 방향을 선회한 것이다. 이로 인해内外자 할 것 없이 발급되는 판호 수가 증가했으며 여기에 국내 게임들도 상당 수 포함됐다. 지난해 12월 국가신문출판서는 한국 게임 8종을 포함한 총 44종의 외산 게임 수입을 허가했으며, 올해 3월에는 4개의 국내 게임에 판호 발급을 승인했다.

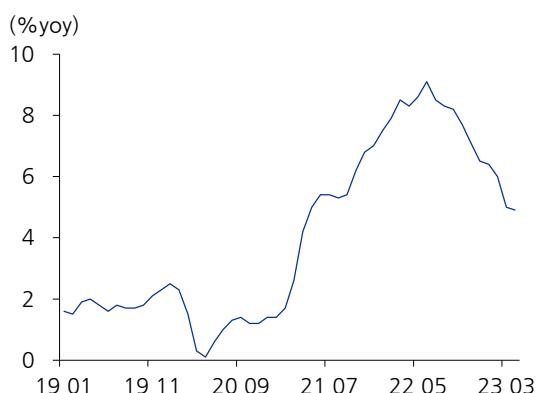
지난해 12월과 올해 3월 판호를 발급 받은 12종의 게임은 다음과 같다. 스마일 게이트(로스트아크, 에픽세븐), 넷마블(제2의나라: 크로스월드, A3: 스틸 어라이브), 넥슨(메이플스토리 M, 메이플스토리 IP 모바일게임, 넥슨게임즈(블루아카이브), 데브시스터즈(쿠키런: 킹덤), 밸로프(뮤 레전드), 엔픽셀(그랑사가), 티쓰리엔터테인먼트(클럽오디션), 카밤(샵 타이탄)

도표 46. 중국 판호 발급 게임

| 게임              | 퍼블리셔        | 개발사              | 장르       | 승인시점    | 출시시점 | 비고        |
|-----------------|-------------|------------------|----------|---------|------|-----------|
| 로스트아크           | 텐센트         | 스마일게이트알피지        | MMORPG   | 2022.12 | 2H23 | 사전예약 진행 중 |
| 제2의나라: 크로스월드    | 텐센트         | 넷마블네오            | MMORPG   |         | 4Q23 | 사전예약 진행 중 |
| 메이플스토리M         | 텐센트         | 넥슨               | RPG      |         | 미정   | 사전예약 진행 중 |
| 에픽세븐            | 즈룽게임즈       | 슈퍼크리에이티브(스마일게이트) | 턴제 RPG   |         | 2H23 | CBT 진행 중  |
| A3: 스틸 얼라이브     | 넥스트조이       | 넷마블엔투            | MMORPG   |         | 2H23 | CBT 진행 중  |
| 샵타이탄            | -           | 카밤(넷마블)          | 타이쿤      |         | 2H23 | -         |
| 그랑사가            | 쿠카게임즈(알리바바) | 엔픽셀              | MMORPG   |         | 미정   | -         |
| 뮤레전드            | 벨로프         | 월젠               | MMORG    |         | 미정   | -         |
| 메이플스토리H5        | 라스타         | 넥슨               | 방치형      | 2023.03 | 미정   | -         |
| 쿠키런 킹덤          | 텐센트         | 데브시스터즈           | 수집형 RPG  |         | 2023 | 사전예약 진행 중 |
| 블루 아카이브         | 요스타         | 넥슨게임즈            | 서브컬쳐 RPG |         | 미정   | 사전예약 진행 중 |
| 일곱개의 대죄: 그랜드크로스 | Wuxi Qiku   | 고단샤(넷마블)         | MMORPG   |         | 미정   | CBT 진행 중  |

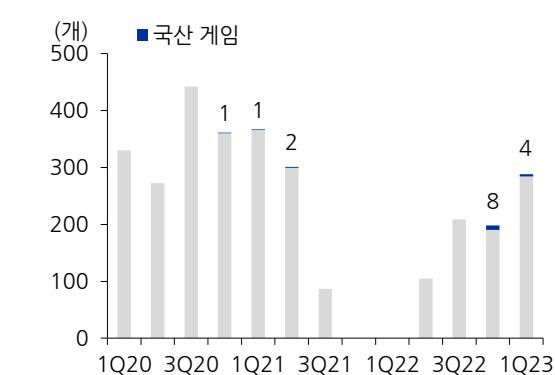
자료: NPPA, 유진투자증권

도표 47. 중국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 48. 중국 분기별 판호 발급 추이



자료: NPPA, 유진투자증권

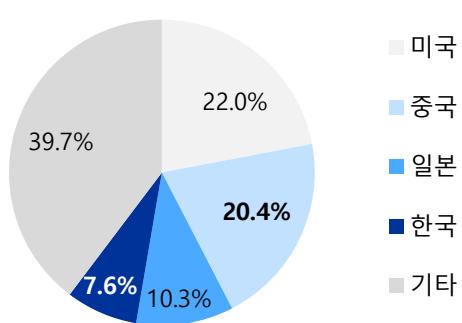
## 판호 발급에도 웃을 수 만은 없는 이유

2021년 기준 전세계 게임시장에서 중국이 차지하는 비중은 20.4%로 일본 시장(10.3%)과 한국 시장(7.6%)을 합쳐도 중국 시장에는 못 미친다. 중국 텐센트 산하 티미스튜디오가 2015년에 개발한 '왕자영요'가 출시 6년이 지난 2021년 한해 동안 올린 매출은 약 28 억달러(약 3.7조원)로 평균 일매출은 100 억원 수준이다. 통상적으로 국내 매출 1위 게임의 일매출이 20 억원에 못 미치는 점을 감안하면 시장 규모가 확연히 차이가 난다는 것을 알 수 있고, 그만큼 중국 판호 발급은 시사하는 바가 크다.

하지만 과거와 달리 국내 게임 외자판호 발급에도 웃을 수 만은 없는 상황이다. 먼저 중국 게임개발사들의 개발력이 크게 성장하면서 외사 게임에 대한 선호도가 상대적으로 낮아졌고, 중국 게임시장 내 경쟁 심화가 시간이 지날수록 깊어지고 있기 때문이다. 또한 외자판호 발급으로 국내를 포함한 많은 외국 인기게임들이 대거 출시될 경우 경쟁은 더욱 심화될 전망이다.

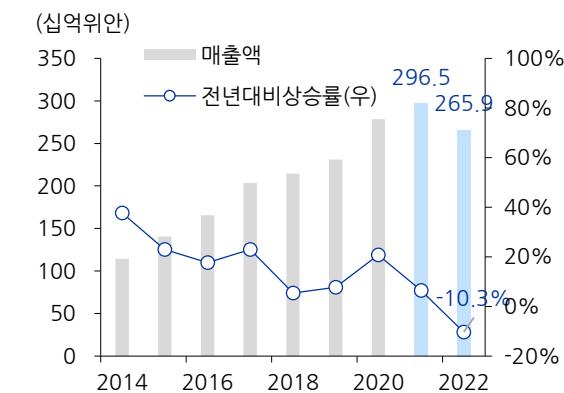
또 다른 문제는 중국 게임 시장이 정체되고 있다는 것이다. 지난해 중국 게임시장 매출은 2,659 억위안으로 2021년 매출액 2,965 억위안 대비 10.3% 감소했다. 중국 게임시장 매출이 역성장한 것은 2010년대 이후 처음이다. 매출 뿐만 아니라 유저 수 또한 꾸준히 줄고 있는 상황이다. 중국 게임시장이 방대한 만큼 경쟁도 치열해졌기 때문에 판호발급을 받은 게임사들은 그에 맞는 출시전략이 필요할 것으로 보인다.

도표 49. 2021년 국가별 게임시장 점유율



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유진투자증권

도표 50. 중국 게임 시장 매출 추이



자료: 중국음수협게임공위(GPC), 유진투자증권

도표51. 중국 모바일 게임 순위 (5/27 기준)

| 등수 | 게임명            | 출시일        | 퍼블리셔                                   | 개발사           |
|----|----------------|------------|--|---------------|
| 1  | 왕자영요           | 2015.11.26 | 텐센트                                    | 티미 스튜디오(텐센트)  |
| 2  | 단자파대           | 2022.05.27 | 넷이즈                                    | 넷이즈           |
| 3  | 영웅연맹수유(와일드리프트) | 2020.10.27 | 텐센트                                    | 라이엇 게임즈       |
| 4  | 원신             | 2020.09.28 | 미요호                                    | 호요버스          |
| 5  | 화평정영           | 2018.02.09 | 텐센트                                    | 펍지 스튜디오(크래프톤) |
| 6  | 몽환서유           | 2015.03.26 | 넷이즈                                    | 넷이즈           |
| 7  | 붕괴: 스타레일       | 2023.04.26 | 호요버스                                   | 호요버스          |
| 8  | 사생전설·인계        | 2023.05.24 | Anhui Leihu Network Technology Co. Ltd | 파이어 피닉스       |
| 9  | 화영닌자           | 2016.05.19 | 텐센트                                    | 반다이남코         |
| 10 | 포어대작전          | 2016년      | 투유 온라인                                 | 투유 온라인        |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 상반기 좋은 판매량을 기록한 PC/콘솔 신작

국내 게임사들이 모바일 게임 매출에 편중된 수익구조를 다변화하고 글로벌 시장으로 유저층을 확대하기 위해 상당기간 PC/콘솔 게임 개발에 열중했고, 올해 하반기 국내 게임들이 잇따라 글로벌 PC/콘솔 시장에 출시를 앞두고 있다. 이에 상반기 글로벌 출시된 PC/콘솔 신작들을 점검해보고 하반기 출시 예정인 국내 신작들을 분석해보고자 한다.

올해 상반기 출시된 PC/콘솔 중 가장 화두가 된 게임은 역시 5월 12일에 출시된 닌텐도의 '젤다의 전설: 티어스 오브 킹덤'이다. 출시 직후 메타크리틱 평점 95점을 기록하는 등 평론가 및 유저들의 극찬이 이어졌고, 닌텐도 독점작임에도 불구하고 출시 3일만에 판매량은 1,000만장을 돌파해 젤다의 전설 시리즈 중 가장 빠른 기록을 달성해 흥행에 크게 성공했다. 이밖에도 2월에 출시된 아발렌체 소프트웨어의 '호그와트 레거시'는 원작 해리포터 IP 요소를 잘 구현해내며 유저들로 하여금 호평을 받았다. 호그와트 레거시의 판매량은 1,500만장을 넘겼으며, 메타크리틱 평점은 84점을 받았다.

3월에 출시된 코에이 테크모의 '와룡: 폴른 다이너스티'도 주목됐는데, 이는 소울라이크 RPG 장르라는 점과 'Xbox Game Pass/Day 1'로 출시됐다는 점에서 올해 8월에 출시 예정인 'P 의거짓'과 유사하기 때문이다. 신작 와룡은 출시 후 56일만에 전세계 누적 판매량 100만장을 넘겼다. 여기에 Xbox 게임 패스를 통해 와룡을 플레이한 누적 플레이어 수까지 더하면 380만명을 기록했다. 메타크리틱 평점 81점으로 호평을 받았으나 출시 이후 PC 최적화 이슈로 인한 유저 이탈을 감안하면 Xbox 게임 패스로 인한 판매량 감소가 아쉬운 부분이긴 하나 향후 누적 판매량 200만장 달성을 무난할 것으로 보인다. 네오위즈의 'P 의거짓' 또한 Xbox 게임 패스로 인해 판매량 감소 우려가 있었으나 공개된 인게임 영상과 유저들의 기대감을 고려했을 때 200만장 판매량은 합리적이라 판단한다.

현재 하반기 출시 예정인 PC/콘솔 기대작으로는 오는 6월 블리자드의 '디아블로 4', 스퀘어의 '파이널판타지 16', 8월 프롬소프트웨어의 '아머드코어 6' 등이 있다. 국내 게임으로는 8월 네오위즈의 'P의 거짓', 10월 엔씨소프트의 'TL', 하반기 시프트업의 '스텔라 블레이드', 넥슨의 '퍼스트 디센던트' 등이 있다.

도표 52. 상반기 콘솔 게임 출시작

| 게임                  | 퍼블리셔    | 개발사                   | 출시시점    | 장르                 | 판매량                |
|---------------------|---------|-----------------------|---------|--------------------|--------------------|
| 원피스 오디세이            | 반다이 남코  | ILCA                  | 2023.01 | 턴제 RPG             | 460만장              |
| 포스포큰                | 스퀘어 에닉스 | Luminous Productions  | 2023.01 | 오픈월드 ARPG          | -                  |
| 데드스페이스 리메이크         | EA      | 모티브 스튜디오              | 2023.01 | 3인칭 호러 액션 FPS      | 200만장              |
| 호그와트 레거시            | 워너 브라더스 | 아발란체 소프트웨어            | 2023.02 | 오픈월드 ARPG          | 1,500만장            |
| 와일드 하츠              | EA      | 오메가 포스                | 2023.02 | 한팅 액션              | -                  |
| 옥토패스 트래블러 2         | 스퀘어 에닉스 | 스퀘어 에닉스               | 2023.02 | RPG                | 100만장              |
| 와룡: 폴른 다이너스티        | 코웨이 테크모 | 팀 닌자                  | 2022.03 | 소울라이크              | 100만장              |
| 레지던트이블 4 리메이크       | 캡콤      | 캡콤                    | 2023.03 | 서바이벌 호러, 액션 어드벤처   | 400만장              |
| 마인크래프트 레전드          | 엑스박스    | 모장 스튜디오               | 2023.04 | 오픈월드 액션 전략         | -                  |
| 데드 아일랜드 2           | 딥실버     | 딥실버                   |         | 서바이벌 호러, FPS, ARPG | 200만장              |
| 스타워즈 제다이: 서바이버      | EA      | Respawn Entertainment | 2023.04 | 소울라이크, 스페이스 오페라    | -                  |
| 젤다의 전설: 티어스 오브 더 킹덤 | 닌텐도     | 닌텐도                   | 2023.05 | 오픈월드 액션 어드벤처       | 1,000만장<br>(3일 집계) |

자료: 각 사, 유진투자증권

주: 판매량은 공식적으로 발표되는 시점에 따라 실제 판매량과 차이가 있을 수 있음

도표 53. '젤다의전설: 티어스 오브 킹덤'



자료: 닌텐도, 유진투자증권

도표 54. 젤다의전설의 메타크리틱 평점은 95 점



자료: metacritic, 유진투자증권

도표 55. '호그와트 레거시'



자료: 아발란체 소프트웨어, 유진투자증권

도표 56. 호그와트 레거시의 메타크리틱 평점은 84 점



자료: metacritic, 유진투자증권

도표 57. '와룡: 폴른 다이너스티'



자료: 코웨이 테크모, 유진투자증권

도표 58. 와룡의 메타크리틱 평점은 84 점



자료: metacritic, 유진투자증권

도표 59. 네오위즈 'P 의거짓'



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 60. 엔씨소프트 'TL'



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 61. 시프트업 '스텔라 블레이드'



자료: 시프트업, 유진투자증권

도표 62. 넥슨 '퍼스트 디센던트'



자료: 넥슨, 유진투자증권

---

## 기업분석

NAVER(035420)

BUY(유지) / TP 289,000 원

반등의 관건은 '커머스'와 '서치 GPT'

카카오(035720)

BUY(유지) / TP 81,000 원

매출과 비용 모두 '상저하고'

네오위즈(095660)

BUY(유지) / TP 56,000 원

'P 의거짓' 판매량 추정치 유지

크래프톤(259960)

BUY(유지) / TP 260,000 원

겹겹경사

엔씨소프트(036570)

BUY(유지) / TP 440,000 원

'TL' CBT 의 명과 암

카카오게임즈(293490)

BUY(유지) / TP 48,000 원

하반기 촘촘히 준비된 신작

펄어비스(263750)

BUY(유지) / TP 52,000 원

하반기 개발 완료되는 '붉은 사막'

# NAVER (035420)

## 반등의 관건은 '커머스'와 '서치GPT'

|                         |
|-------------------------|
| 투자의견                    |
| <b>BUY(유지)</b>          |
| 목표주가                    |
| <b>289,000 원(유지)</b>    |
| 현재주가                    |
| <b>201,500 원(05/30)</b> |
| 시가총액                    |
| <b>33,559(십억원)</b>      |

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 광고부문에서는 상대적으로 경기 영향을 많이 받는 디스플레이 광고 매출 부진이 더욱 두드러짐. 하반기 서치플랫폼 매출은 반등하겠으나 DA매출의 역성장은 3분기까지는 지속될 전망
- 주요 버티컬 커머스 수수료 인상 등 커머스 수익성 증대에 노력. 1분기 편입된 포쉬마크도 수익성 훼손 우려가 있었으나 수익화 작업을 통한 EBITDA 흑자달성을 성공. 하반기 동사의 주된 성장 동력은 커머스가 될 것
- 핀테크 외부결제액 확대는 하반기 지속될 예정. 삼성페이와의 협업 효과는 2분기 이후 드러날 전망
- 콘텐츠 부문은 수익성 개선 기조에 따라 영업적자폭의 유의미한 감소폭 보이며 향후에도 수익화에 치중할 전망
- 대규모 언어 모델인 '하이퍼클로바X'를 기반으로 한 고도화된 검색서비스 '서치GPT'도 하반기 공개할 예정
- 투자의견 BUY, 목표주가 289,000원 유지하며 하반기 인터넷 섹터 탑픽으로 선정

|             |         |
|-------------|---------|
| 주가(월, 5/30) | 201,500 |
| 시가총액(십억원)   | 33,559  |

|              |           |
|--------------|-----------|
| 발행주식수        | 164,049천주 |
| 52주 최고가      | 294,500원  |
| 최저가          | 155,000원  |
| 52주 일간 Beta  | 1.10      |
| 60일 일평균거래대금  | 1,533억원   |
| 외국인 지분율      | 48.1%     |
| 배당수익률(2023F) | 0.3%      |

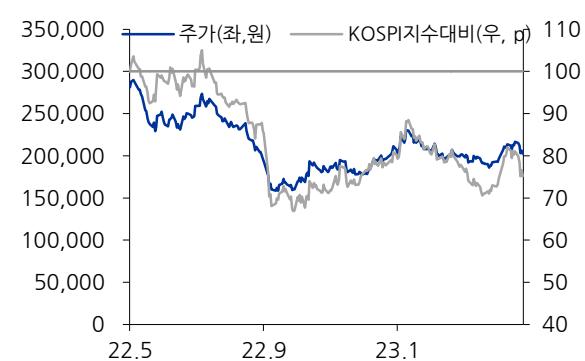
|               |      |
|---------------|------|
| 주주구성          |      |
| 자사주 (외 1인)    | 8.4% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 8.3% |

| 주가상승 | 1M   | 6M   | 12M    |
|------|------|------|--------|
| 상대기준 | 4.7% | 4.5% | -21.8% |
| 절대기준 | 7.7% | 9.5% | -23.9% |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 289,000 | 289,000 | -  |
| 영업이익(23) | 1,573   | 1,487   | ▲  |
| 영업이익(24) | 1,589   | 1,574   | ▲  |

| 12 월 결산(십억원) | 2021A   | 2022A | 2023E | 2024E  |
|--------------|---------|-------|-------|--------|
| 매출액          | 6,818   | 8,220 | 9,763 | 11,237 |
| 영업이익         | 1,325   | 1,305 | 1,482 | 1,573  |
| 세전순이익        | 2,126   | 1,084 | 1,359 | 1,773  |
| 당기순이익        | 16,478  | 673   | 887   | 1,206  |
| EPS(원)       | 100,518 | 4,634 | 6,250 | 7,387  |
| 증감률(%)       | 1,547.7 | -95.4 | 34.9  | 18.2   |
| PER(배)       | 3.8     | 38.3  | 32.2  | 27.3   |
| ROE(%)       | 106.7   | 3.3   | 4.3   | 4.7    |
| PBR(배)       | 2.6     | 1.3   | 1.3   | 1.2    |
| EV/EBITDA(배) | 35.8    | 16.1  | 18.2  | 17.7   |

자료: 유진투자증권



네이버의 서치플랫폼은 국내 광고시장 부진으로 인한 매출 둔화가 지속되고 있다. 특히 검색광고와 비교해 경기 영향을 많이 받는 디스플레이 광고 매출 부진이 더욱 두드러지는데, 올해 1분기 디스플레이 광고 매출은 역성장(-13.1%oy)을 기록했다. 지난해 1 분기 올림픽과 대선 등의 이벤트로 인한 기저를 감안하면 향후 성장률은 개선 되겠으나 디스플레이광고(DA)의 역성장이 3 분기까지는 지속될 전망이다.

커머스 또한 광고사업과 마찬가지로 부정적인 대외환경에 직면해 있는 것은 마찬가지이나 1분기 네이버 커머스 매출은 오히려 성장률이 확대되는 모습을 보였다. 뿐만 아니라 동사는 지난해부터 커머스 부문의 수익성을 끌어올리고 있다. 패션타운, 크림 등 주요 버티컬 커머스의 수수료 인상을 단행하고 있고, 상대적으로 수수료율이 높은 브랜드스토어 입점 수도 확대되고 있다. 올해부터 연결 편입된 포쉬마크로 인해 수익성 훼손에 대한 우려가 있었으나 이 또한 수익화 작업을 통해 1 분기 EBITDA 흑자달성을 성공했다.

핀테크 부문에서는 외부결제액 확대가 하반기에도 지속될 것으로 전망한다. 특히 1 분기 삼성페이 콜라보를 통해 전국 300 만 오프라인 가맹점으로 결제처가 확대돼 2 분기부터는 오프라인 결제액 고성장이 예상된다.

콘텐츠 부문은 지난해 이후 수익성 개선 기조에 따른 마케팅 축소 영향에도 1 분기 견조한 성장률을 기록했으며, 영업적자 또한 유의미한 감소폭을 보이고 있다 는 점이 고무적이다(1Q23 웹툰 손실 규모는 214 억원으로 전년대비 79 억원 축소). 하반기에도 콘텐츠 부문은 사업 확장보다는 수익성에 치중할 것으로 보인다.

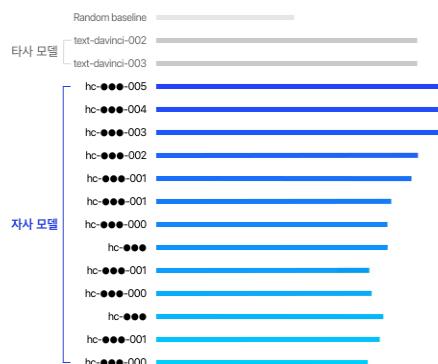
네이버는 생성형 AI 모델 개발에도 적극적인데 올해 7 월 서비스 출시를 목표로 하는 자사의 대규모 언어 모델(LLM) 하이퍼클로바 X 가 Chat-GPT 와 비교해 6,500 배 많은 한국어 데이터를 학습했다고 밝힌 바 있으며, 한국어 능력 시험에서도 타사 모델 대비 더 우수한 성능을 보여줬다. 이를 바탕으로 향후 고도화된 검색 서비스를 제공하는 '서치 GPT'도 공개할 예정이다.

도표 63. 네이버 AI 사업 현황

| 회사  | 이름       | 구분      | 특징   |
|-----|----------|---------|--|
| 네이버 | 하이퍼클로바 X | 초대규모 AI | <ul style="list-style-type: none"> <li>전작 &lt;하이퍼클로바&gt;의 업그레이드 버전</li> <li>글로벌 피어 AI 모델 대비 6,500 배의 더 많은 한국어 데이터 학습</li> <li>검색을 포함한 네이버 전반적 서비스에 적용되는 B2C 서비스와 생성 AI 및 기업 생산성 도구에 적용되는 B2B 서비스 제공할 예정</li> </ul> |
|     | 서치 GPT   | 챗봇 AI   | <ul style="list-style-type: none"> <li>서치 LLM(대형언어모델) OCEAN에 기반한 검색 AI 모델</li> <li>텍스트, 이미지, 오디오 입출력 가능</li> <li>네이버플레이스/카페/블로그/쇼핑 등 네이버 서비스와 연계된 답변 제공</li> <li>이미지 생성 기능을 활용한 답변 제공 가능</li> </ul>                |

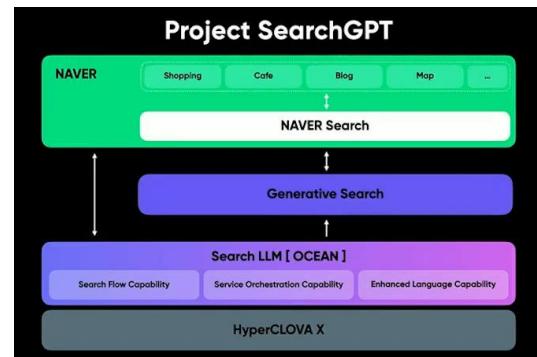
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 64. 한국어 능력에서 강점인 '하이퍼클로바 X'



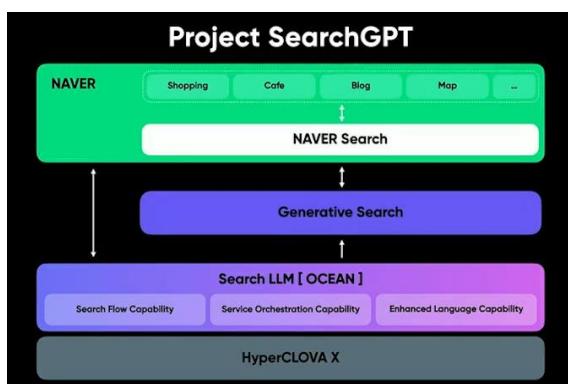
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 65. 프로젝트 서치 GPT



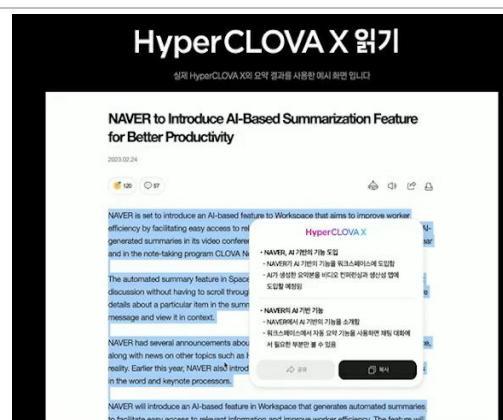
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 66. 프로젝트 서치 GPT



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 67. 하이퍼클로바 X 활용 예시



자료: 네이버, 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 68. 네이버 실적 추이

|        | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23E  | 3Q23E  | 4Q23E  | 2022   | 2023E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 1845.2 | 2045.8 | 2057.3 | 2271.7 | 2280.4 | 2414.2 | 2466.2 | 2601.7 | 8220.1 | 9762.6 |
| (%oy)  | 23.1%  | 23.0%  | 19.1%  | 17.8%  | 23.6%  | 18.0%  | 19.9%  | 14.5%  | 20.6%  | 18.8%  |
| 서치플랫폼  | 849.9  | 905.5  | 896.2  | 916.4  | 851.8  | 917.3  | 949.5  | 991.6  | 3568.0 | 3710.2 |
| 커머스    | 416.5  | 439.5  | 458.3  | 486.8  | 605.9  | 636.8  | 644.1  | 669.9  | 1801.1 | 2556.6 |
| 핀테크    | 274.8  | 295.7  | 296.2  | 319.9  | 318.2  | 346.0  | 354.0  | 360.3  | 1186.6 | 1378.5 |
| 콘텐츠    | 212.0  | 300.2  | 311.9  | 437.5  | 411.3  | 408.9  | 416.3  | 462.2  | 1261.5 | 1698.7 |
| 클라우드   | 92.1   | 104.9  | 94.8   | 111.1  | 93.2   | 105.1  | 102.4  | 117.8  | 402.9  | 418.6  |
| 영업비용   | 1543.4 | 1709.6 | 1727.1 | 1935.3 | 1950.0 | 2049.6 | 2085.6 | 2195.0 | 6915.4 | 8280.2 |
| (%oy)  | 27.5%  | 28.7%  | 25.4%  | 22.8%  | 26.3%  | 19.9%  | 20.8%  | 13.4%  | 25.9%  | 19.7%  |
| 영업이익   | 301.8  | 336.2  | 330.2  | 336.5  | 330.5  | 364.6  | 380.6  | 406.7  | 1304.7 | 1482.5 |
| (%oy)  | 4.5%   | 0.2%   | -5.6%  | -4.2%  | 9.5%   | 8.5%   | 15.3%  | 20.9%  | -1.6%  | 13.6%  |
| OPM(%) | 16.4%  | 16.4%  | 16.1%  | 14.8%  | 14.5%  | 15.1%  | 15.4%  | 15.6%  | 15.9%  | 15.2%  |
| 세전이익   | 256.6  | 263.2  | 374.7  | 161.5  | 116.6  | 268.3  | 289.0  | 685.5  | 1056.1 | 1359.4 |
| 당기순이익  | 151.4  | 158.5  | 231.6  | 122.6  | 43.7   | 183.8  | 197.1  | 462.7  | 664.0  | 887.3  |
| NPM(%) | 8.2%   | 7.7%   | 11.3%  | 5.4%   | 1.9%   | 7.6%   | 8.0%   | 17.8%  | 8.1%   | 9.1%   |

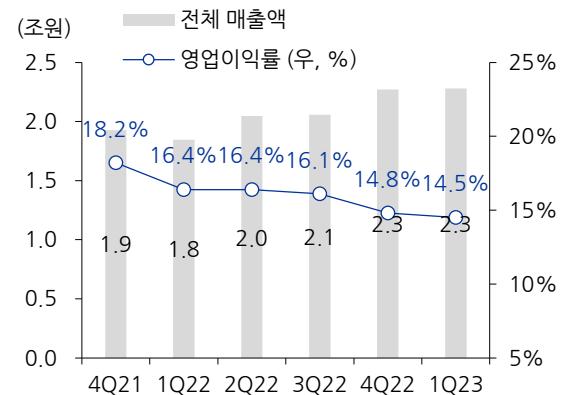
자료: 유진투자증권

도표 69. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021    | 2022   | 2023E  | 2024E   |
|--------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액    | 6817.6  | 8220.1 | 9762.6 | 11236.8 |
| 영업이익   | 1325.5  | 1304.7 | 1482.5 | 1573.1  |
| 세전이익   | 2126.4  | 1056.1 | 1359.4 | 1773.1  |
| 지배순이익  | 16489.8 | 752.3  | 1025.2 | 1211.8  |
| EPS(원) | 100,518 | 4,586  | 6,250  | 7,387   |
| PER(배) | 3.8     | 38.3   | 32.2   | 27.3    |
| OPM(%) | 19.4%   | 15.9%  | 15.2%  | 14.0%   |
| NPM(%) | 241.9%  | 9.2%   | 10.5%  | 10.8%   |

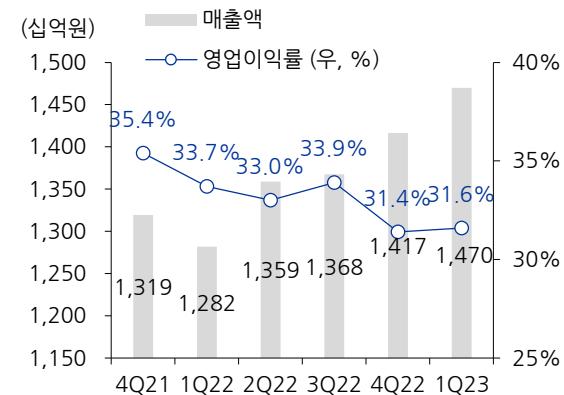
자료: 유진투자증권

도표 70. 네이버 전체



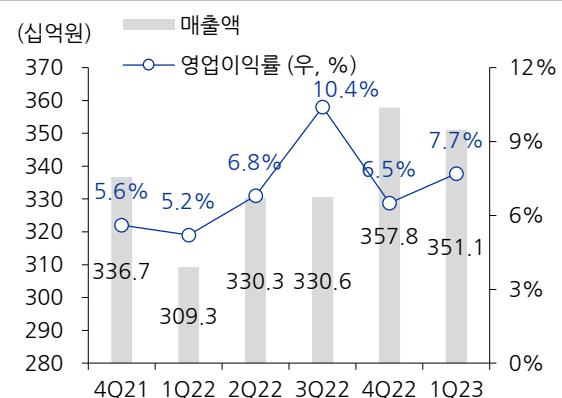
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 71. 서치플랫폼 및 커머스



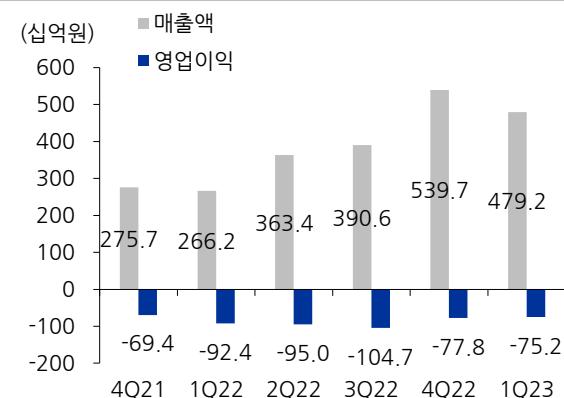
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 72. 핀테크



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 73. 콘텐츠



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 74. 클라우드 및 기타(B2B)



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 75. 클라우드 및 기타(Future Tech &amp; R&amp;D)



자료: NAVER, 유진투자증권

# NAVER(035420.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2020A         | 2021A         | 2022A         | 2023F         | 2024F         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>자산총계</b> | <b>17,014</b> | <b>33,691</b> | <b>33,899</b> | <b>35,951</b> | <b>37,418</b> |
| 유동자산        | 10,545        | 5,528         | 6,440         | 7,825         | 8,515         |
| 현금성자산       | 1,893         | 3,585         | 3,967         | 5,219         | 5,768         |
| 매출채권        | 985           | 1,325         | 1,515         | 1,638         | 1,769         |
| 재고자산        | 4             | 6             | 9             | 9             | 10            |
| 비유동자산       | 6,470         | 28,163        | 27,459        | 28,126        | 28,903        |
| 투자자산        | 4,680         | 25,120        | 23,520        | 24,475        | 25,469        |
| 유형자산        | 1,685         | 2,111         | 2,458         | 2,183         | 1,980         |
| 기타          | 105           | 932           | 1,481         | 1,468         | 1,454         |
| <b>부채총계</b> | <b>8,759</b>  | <b>9,664</b>  | <b>10,449</b> | <b>9,840</b>  | <b>10,096</b> |
| 유동부채        | 7,912         | 3,923         | 5,481         | 4,808         | 4,997         |
| 매입채무        | 1,856         | 2,383         | 2,935         | 2,254         | 2,434         |
| 유동성이자부채     | 647           | 567           | 1,647         | 1,647         | 1,647         |
| 기타          | 5,410         | 973           | 899           | 908           | 917           |
| 비유동부채       | 847           | 5,740         | 4,968         | 5,032         | 5,099         |
| 비유동성이자부채    | 251           | 3,903         | 3,306         | 3,306         | 3,306         |
| 기타          | 597           | 1,837         | 1,662         | 1,726         | 1,793         |
| <b>자본총계</b> | <b>8,255</b>  | <b>24,027</b> | <b>23,450</b> | <b>26,110</b> | <b>27,322</b> |
| 지배지분        | 7,367         | 23,536        | 22,744        | 25,404        | 26,616        |
| 자본금         | 16            | 16            | 16            | 16            | 16            |
| 자본잉여금       | 1,793         | 1,490         | 1,556         | 1,556         | 1,556         |
| 이익잉여금       | 6,655         | 23,080        | 23,646        | 24,671        | 25,883        |
| 기타          | (1,097)       | (1,051)       | (2,475)       | (840)         | (840)         |
| 비지배지분       | 888           | 492           | 706           | 706           | 706           |
| <b>자본총계</b> | <b>8,255</b>  | <b>24,027</b> | <b>23,450</b> | <b>26,110</b> | <b>27,322</b> |
| <b>총차입금</b> | <b>898</b>    | <b>4,470</b>  | <b>4,953</b>  | <b>4,953</b>  | <b>4,953</b>  |
| <b>순차입금</b> | <b>(996)</b>  | <b>885</b>    | <b>986</b>    | <b>(266)</b>  | <b>(815)</b>  |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2020A          | 2021A           | 2022A          | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------|----------------|-----------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>1,447</b>   | <b>1,380</b>    | <b>1,453</b>   | <b>2,070</b> | <b>1,391</b> |
| 당기순이익                 | 845            | 16,478          | 673            | 887          | 1,206        |
| 자산상각비                 | 495            | 433             | 561            | 317          | 245          |
| 기타비(현금성손익)            | 474            | (14,831)        | 757            | 69           | (1,367)      |
| 운전자본증감                | 227            | (10)            | 307            | (806)        | 48           |
| 매출채권감소(증가)            | (110)          | (40)            | (56)           | (123)        | (131)        |
| 재고자산감소(증가)            | 0              | 0               | 0              | (1)          | (1)          |
| 매입채무증가(감소)            | 214            | 76              | 133            | (681)        | 180          |
| 기타                    | 123            | (46)            | 231            | (0)          | (1)          |
| <b>투자현금</b>           | <b>(2,503)</b> | <b>(13,999)</b> | <b>(1,216)</b> | <b>(869)</b> | <b>(895)</b> |
| 단기투자자산감소              | (1,229)        | (687)           | (920)          | 214          | 142          |
| 장기투자증권감소              | (379)          | (565)           | 445            | (1,006)      | (958)        |
| 설비투자                  | 759            | 754             | 701            | 0            | 0            |
| 유형자산처분                | 9              | 7               | 12             | 0            | 0            |
| 무형자산처분                | (103)          | (52)            | (55)           | (28)         | (28)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>1,192</b>   | <b>11,642</b>   | <b>(339)</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 차입금증가                 | 1,131          | 10,619          | (392)          | 0            | 0            |
| 자본증가                  | (70)           | 156             | (152)          | 0            | 0            |
| 배당금지급                 | 55             | 60              | 213            | 0            | 0            |
| <b>현금 증감</b>          | <b>(2,140)</b> | <b>(1,064)</b>  | <b>(57)</b>    | <b>1,202</b> | <b>497</b>   |
| <b>기초현금</b>           | <b>3,741</b>   | <b>3,846</b>    | <b>2,781</b>   | <b>2,724</b> | <b>3,926</b> |
| <b>기말현금</b>           | <b>1,600</b>   | <b>2,781</b>    | <b>2,724</b>   | <b>3,926</b> | <b>4,423</b> |
| Gross Cash flow       | 1,815          | 2,080           | 1,991          | 2,876        | 1,344        |
| Gross Investment      | 1,048          | 13,322          | (11)           | 1,888        | 989          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>767</b>     | <b>(11,242)</b> | <b>2,003</b>   | <b>987</b>   | <b>354</b>   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2020A        | 2021A          | 2022A        | 2023F        | 2024F         |
|---------------|--------------|----------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>5,304</b> | <b>6,818</b>   | <b>8,220</b> | <b>9,763</b> | <b>11,237</b> |
| 증가율(%)        | 0.0          | 28.5           | 20.6         | 18.8         | 15.1          |
| 매출원가          | 0            | 0              | 0            | 0            | 0             |
| <b>매출총이익</b>  | <b>5,304</b> | <b>6,818</b>   | <b>8,220</b> | <b>9,763</b> | <b>11,237</b> |
| 판매 및 일반관리비    | 4,089        | 5,492          | 6,915        | 8,280        | 9,664         |
| 기타영업손익        | 0            | 34             | 26           | 20           | 17            |
| <b>영업이익</b>   | <b>1,215</b> | <b>1,325</b>   | <b>1,305</b> | <b>1,482</b> | <b>1,573</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0          | 9.1            | (1.6)        | 13.6         | 6.1           |
| <b>EBITDA</b> | <b>1,711</b> | <b>1,759</b>   | <b>1,866</b> | <b>1,800</b> | <b>1,818</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0          | 2.8            | 6.1          | (3.5)        | 1.0           |
| <b>영업외손익</b>  | <b>418</b>   | <b>801</b>     | <b>(221)</b> | <b>(123)</b> | <b>200</b>    |
| 이자수익          | 40           | 89             | 107          | 59           | 35            |
| 이자비용          | 22           | 45             | 72           | 79           | 55            |
| 지분법손익         | 137          | 532            | 21           | (99)         | (15)          |
| 기타영업손익        | 263          | 226            | (277)        | (4)          | 235           |
| <b>세전순이익</b>  | <b>1,634</b> | <b>2,126</b>   | <b>1,084</b> | <b>1,359</b> | <b>1,773</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0          | 30.2           | (49.0)       | 25.4         | 30.4          |
| 법인세비용         | 493          | 649            | 411          | 472          | 567           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>845</b>   | <b>16,478</b>  | <b>673</b>   | <b>887</b>   | <b>1,206</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0          | 1,850.0        | (95.9)       | 31.8         | 35.9          |
| 지배주주지분        | 1,002        | 16,490         | 760          | 1,025        | 1,212         |
| 증가율(%)        | 0.0          | 1,545.6        | (95.4)       | 34.9         | 18.2          |
| 비자배지분         | (157)        | (12)           | (87)         | (138)        | (6)           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>6,100</b> | <b>100,518</b> | <b>4,634</b> | <b>6,250</b> | <b>7,387</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0          | 1,547.7        | (95.4)       | 34.9         | 18.2          |
| 수정EPS(원)      | 6,100        | 100,518        | 4,634        | 6,250        | 7,387         |
| 증가율(%)        | 0.0          | 1,547.7        | (95.4)       | 34.9         | 18.2          |

## 주요투자지표

|                    | 2020A  | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |         |         |         |         |
| EPS                | 6,100  | 100,518 | 4,634   | 6,250   | 7,387   |
| BPS                | 44,850 | 143,467 | 138,642 | 154,857 | 162,243 |
| DPS                | 402    | 511     | 0       | 0       | 0       |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |         |         |         |         |
| PER                | 47.9   | 3.8     | 43.5    | 32.2    | 27.3    |
| PBR                | 6.5    | 2.6     | 1.5     | 1.3     | 1.2     |
| EV/EBITDA          | 27.5   | 35.8    | 18.2    | 18.2    | 17.7    |
| 배당수익률              | 0.1    | 0.1     | n/a     | n/a     | n/a     |
| PCR                | 26.5   | 29.9    | 16.6    | 11.5    | 24.6    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 22.9   | 19.4    | 15.9    | 15.2    | 14.0    |
| EBITDA이익률          | 32.3   | 25.8    | 22.7    | 18.4    | 16.2    |
| 순이익률               | 15.9   | 241.7   | 8.2     | 9.1     | 10.7    |
| ROE                | 15.2   | 106.7   | 3.3     | 4.3     | 4.7     |
| ROI                | 42.4   | 56.8    | 66.7    | 40.9    | 43.2    |
| <b>안정성(배, %)</b>   |        |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (12.1) | 3.7     | 4.2     | (1.0)   | (3.0)   |
| 유동비율               | 133.3  | 140.9   | 117.5   | 162.7   | 170.4   |
| 이자보상배율             | 56.1   | 29.3    | 18.2    | 18.9    | 28.6    |
| <b>활동성(회)</b>      |        |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.4    | 0.3     | 0.2     | 0.3     | 0.3     |
| 매출채권회전율            | 4.9    | 5.9     | 5.8     | 6.2     | 6.6     |
| 재고자산회전율            | 178.4  | 1,300.5 | 1,111.4 | 1,084.2 | 1,154.8 |
| 매입채무회전율            | 2.6    | 3.2     | 3.1     | 3.8     | 4.8     |

# 카카오 (035720)

매출과 비용 모두 '상저하고'

|                        |
|------------------------|
| 투자의견                   |
| <b>BUY(유지)</b>         |
| 목표주가                   |
| <b>81,000 원(유지)</b>    |
| 현재주가                   |
| <b>56,800 원(05/30)</b> |
| 시가총액                   |
| <b>25,216(십억원)</b>     |

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 1분기 비즈보드 매출은 부진한 반면 메시지 비즈니스 매출은 견조한 성장세, 향후에도 이같은 기조는 지속될 전망
- 5월 카카오톡 내 세 번째 탭을 차지했던 '뷰탭'을 '오픈채팅탭'으로 대체하는 등 향후에도 카카오톡 개편을 통해 하반기 광고 매출 반등을 꾀할 것
- 하반기 부진한 거래액에도 선물하기 배송상품 성장 및 직매입 상품, 명품/뷰티 거래액 확대로 외형 성장 전망
- 콘텐츠 부문에서 카카오게임즈가 두 개의 신작 출시에도 기존 주력 게임 매출 감소로 실적 부진했으나, 2분기 온기 반영되는 '아키에이지 워'와 하반기 신작 라인업을 통한 매출 반등 예상
- 2분기부터 콘텐츠내 뮤직부문으로 에스엠 연결 실적 반영 예정. 인수로 인한 상각비로 이익 기여 효과는 감소
- 카카오는 생성형AI를 활용한 다양한 버티컬 서비스 출시할 예정. 신사업 관련 최대 3,000억원 영업손실 예상

|             |        |
|-------------|--------|
| 주가(원, 5/30) | 56,800 |
| 시가총액(십억원)   | 25,216 |

|              |           |
|--------------|-----------|
| 발행주식수        | 443,944천주 |
| 52주 최고가      | 87,400원   |
| 최저가          | 46,500원   |
| 52주 일간 Beta  | 1.45      |
| 60일 일평균거래대금  | 999억원     |
| 외국인 지분율      | 26.1%     |
| 배당수익률(2023F) | 0.1%      |

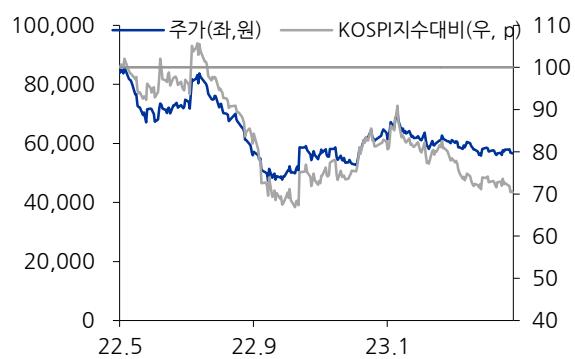
|               |       |
|---------------|-------|
| 주주구성          |       |
| 김범수 (외 73인)   | 24.2% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 6.4%  |

| 주가상승 | 1M    | 6M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 상대기준 | -2.8% | -4.1% | -28.5% |
| 절대기준 | 0.2%  | 0.9%  | -30.6% |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 81,000 | 81,000 | -  |
| 영업이익(23) | 495    | 500    | ▼  |
| 영업이익(24) | 740    | 817    | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 6,137 | 7,107 | 8,474 | 9,872 |
| 영업이익         | 595   | 580   | 495   | 740   |
| 세전순이익        | 2,294 | 1,304 | 536   | 836   |
| 당기순이익        | 1,646 | 1,063 | 377   | 564   |
| EPS(원)       | 3,122 | 3,037 | 707   | 950   |
| 증감률(%)       | 787.7 | -2.7  | -76.7 | 34.3  |
| PER(배)       | 36.0  | 17.5  | 80.0  | 59.6  |
| ROE(%)       | 17.1  | 13.5  | 2.9   | 3.6   |
| PBR(배)       | 5.0   | 2.4   | 2.2   | 2.1   |
| EV/EBITDA(배) | 48.7  | 18.8  | 25.4  | 20.1  |

자료: 유진투자증권



카카오의 1분기 톡비즈 광고형 매출은 광고주들의 광고비 집행 둔화가 이어지며 부진한 성장률을 기록했다(+0.9%oy). 구체적으로 비즈보드 매출이 전년대비 역성장하며 부진한 반면 메시지 비즈니스 매출은 견조한 성장세를 보였는데, 향후에도 이같은 기조는 지속될 전망이다. 또한 5 월 카카오톡 내 세 번째 탭을 차지했던 '뷰탭'을 '오픈채팅탭'으로 대체하는 등 향후에도 카카오톡 개편을 통해 하반기 광고 매출 반등을 꾀할 것으로 보인다.

톡비즈 거래형 매출은 1 분기 전체 거래액 성장률이 +1%oy 에 그쳤음에도 선물하기 배송상품 성장과 직매입 상품 확대로 전년대비 25% 성장률을 기록했다. 하반기 명품/뷰티 거래액 확대를 통한 매출 성장이 전망된다.

콘텐츠 부문에서는 카카오게임즈가 1 분기 신작(에버소울, 아키에이지 워) 출시에도 불구하고 기존 주력 게임(오딘, 우마무스메)의 매출 감소로 실적이 부진했다. 하지만 3 월에 출시된 '아키에이지 워'는 출시 두 달이 지난 지금까지 5 위권 내 높은 매출 순위를 기록하고 있어 2 분기 실적으로 온기 반영될 예정이고, 하반기에는 신작 '아레스: 라이즈 오브 가디언즈'(3 분기)와 '가디스오더'(4 분기) 출시로 매출 반등이 예상된다.

1 분기 공개매수를 통해 에스엠의 지분 39.9%를 확보한 카카오는 에스엠을 1 분기에 연결 종속 회사로 편입시켰으나 연결 손익은 2분기부터 반영될 예정이다. 당사는 2 분기부터 에스엠 실적을 콘텐츠 내 뮤직부문에 포함시켰으며, 인수로 인해 발생되는 무형자산 상각 비용으로 이익 기여 효과는 줄어들 전망이다.

카카오의 대표적인 생성형 AI 모델은 대규모 언어 모델(LLM) 'KoGPT', 이미지 생성 AI 모델 'Karlo'가 있다. KoGPT는 GPT-3 기반 LLM 으로 맥락과 의도에 따라 문장을 생성해 상품 소개글을 작성하거나 기계 번역 등과 같은 언어 과제를 해결한다. 카카오는 올해 하반기 기존 모델에 보다 많은 파라미터 수를 보유한 KoGPT2.0을 공개할 예정이다. Karlo는 오픈 AI의 DALL-E 와 같은 이미지 생성 AI 모델로 입력된 텍스트에 따라 이미지를 생성하거나 사용자가 업로드한 이미지와 관련된 다양한 컨셉의 이미지를 생성할 수 있다. 이외에도 생성형 AI는 아니지만 헬스케어 분야에서 AI 딥러닝을 활용한 '컴퓨터 도움 진단(Computer-Aided-Diagnosis) 서비스를 출시 준비하고 있다. 다만 카카오는 1 분기 실적발표회에서 신사업과 관련해 최대 3,000 억원의 영업손실을 예상한 만큼 올해 수익성에는 부정적인 영향을 미칠 전망이다.

도표 76. 카카오 AI 사업 현황

| 회사  | 이름             | 구분           | 특징  |
|-----|----------------|--------------|---|
| 카카오 | KoGPT 2.0      | 초대규모 AI      | <ul style="list-style-type: none"> <li>GPT-3에 기반한 초대규모 AI 모델</li> <li>카카오톡, 카카오맵 등 자사 서비스에 적용하는 버티컬 형태의 AI 서비스 제공 예정</li> </ul>                                       |
|     | 다다음            | 챗봇 AI        | <ul style="list-style-type: none"> <li>koGPT와 칼로(Karlo)를 적용한 AI 챗봇</li> <li>카카오톡 채팅을 통해 서비스 이용 가능</li> <li>검색, 요약 등 전반적 챗봇 기능과 더불어 입력된 텍스트에 기반한 이미지 생성도 가능</li> </ul> |
|     | 칼로 2.0 (Karlo) | 이미지 생성 AI    | <ul style="list-style-type: none"> <li>이미지 생성, 이미지 변환, 이미지 포토샵의 기능을 제공</li> <li>AI 프로필 서비스 &lt;B^디스커버리&gt;와 AI 포토샵 서비스 &lt;B^에딧&gt;이 칼로에 기반</li> </ul>                |
|     | B^헬스케어         | 의료 CAD AI    | <ul style="list-style-type: none"> <li>CXR(흉부 X 선) 영상으로부터 판독문을 생성하는 AI CAD(Computer Aided Diagnosis)</li> <li>9개의 대학병원 및 의료기관과 MOU 맺음</li> </ul>                      |
|     | Galux          | 신약 개발 플랫폼 AI | <ul style="list-style-type: none"> <li>AI 기반 신약 설계 플랫폼</li> </ul>   |

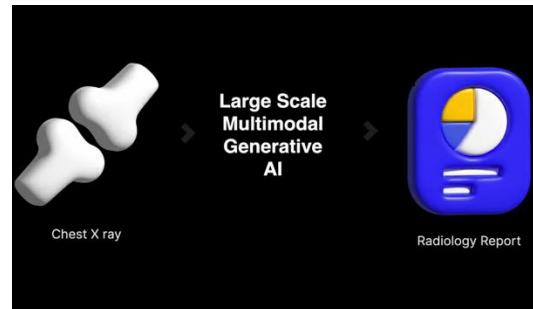
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 77. 카카오의 대규모 언어 모델 'KoGPT'



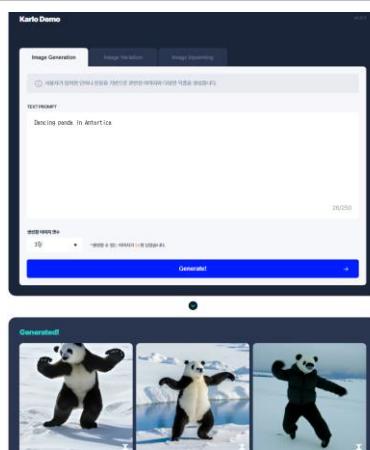
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 78. 헬스케어에 적용된 AI 기술



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 79. 이미지 생성 모델 'Karlo' 데모 버전



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 80. KoGPT와 Karlo를 적용한 챗봇 '다다음'



자료: 카카오, 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 81. 카카오 실적 추이

|         | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23E  | 3Q23E  | 4Q23E  | 2022   | 2023E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 1651.7 | 1822.3 | 1858.7 | 1774.1 | 1740.3 | 2135.1 | 2254.0 | 2344.3 | 7106.8 | 8473.8 |
| (%oy)   | 31.3%  | 34.8%  | 6.8%   | -0.7%  | 5.4%   | 17.2%  | 21.3%  | 32.1%  | 15.8%  | 19.2%  |
| 플랫폼     | 886.0  | 930.7  | 986.9  | 966.8  | 964.7  | 982.7  | 1010.7 | 1003.1 | 3770.4 | 3961.2 |
| 특비즈     | 461.0  | 453.2  | 467.4  | 520.1  | 515.6  | 516.5  | 532.2  | 601.3  | 1901.7 | 2165.6 |
| 포털비즈    | 114.0  | 102.4  | 109.8  | 97.9   | 83.6   | 87.0   | 90.0   |        | 424.1  | 260.6  |
| 플랫폼 기타  | 311.0  | 375.1  | 409.8  | 348.8  | 365.6  | 379.2  | 388.4  | 401.8  | 1444.6 | 1535.0 |
| 콘텐츠     | 765.7  | 891.7  | 871.8  | 807.7  | 775.6  | 1152.3 | 1243.3 | 1341.2 | 3336.8 | 4512.6 |
| 게임      | 245.8  | 336.8  | 296.1  | 230.8  | 247.3  | 340.5  | 372.9  | 413.5  | 1109.5 | 1374.2 |
| 뮤직      | 204.4  | 209.3  | 250.2  | 230.5  | 232.0  | 482.8  | 515.9  | 537.6  | 894.4  | 1768.2 |
| 스토리     | 240.5  | 227.6  | 231.3  | 221.6  | 228.6  | 244.7  | 254.3  | 254.8  | 921.0  | 982.3  |
| 미디어     | 75.0   | 118.0  | 94.1   | 124.8  | 67.7   | 84.4   | 100.3  | 135.4  | 412.0  | 387.8  |
| 영업비용    | 1493.0 | 1651.3 | 1708.4 | 1673.8 | 1669.2 | 2019.9 | 2099.3 | 2190.7 | 6526.5 | 7979.1 |
| (%oy)   | 35.7%  | 38.8%  | 8.6%   | -0.3%  | 11.8%  | 22.3%  | 22.9%  | 30.9%  | 17.8%  | 22.3%  |
| 인건비     | 420.0  | 426.2  | 433.3  | 410.6  | 445.8  | 505.0  | 502.0  | 512.0  | 1690.0 | 1964.8 |
| 매출연동비   | 584.4  | 654.8  | 711.4  | 703.8  | 666.8  | 854.0  | 890.3  | 949.5  | 2654.4 | 3360.6 |
| 외주/인프라비 | 204.6  | 235.8  | 238.4  | 245.3  | 242.0  | 298.9  | 315.6  | 328.2  | 924.1  | 1184.7 |
| 마케팅비    | 114.6  | 150.3  | 112.0  | 108.4  | 114.6  | 133.5  | 145.0  | 150.0  | 485.3  | 543.1  |
| 상각비     | 130.8  | 135.6  | 153.0  | 161.0  | 150.3  | 175.0  | 180.0  | 195.0  | 580.4  | 700.3  |
| 기타      | 38.7   | 48.6   | 60.4   | 44.8   | 49.6   | 53.5   | 66.4   | 56.0   | 192.4  | 225.5  |
| 영업이익    | 158.7  | 171.0  | 150.3  | 100.3  | 71.1   | 115.2  | 154.7  | 153.7  | 580.3  | 494.7  |
| (%oy)   | 0.7%   | 5.2%   | -10.6% | -5.9%  | -55.2% | -32.7% | 2.9%   | 53.2%  | -2.5%  | -14.8% |
| OPM(%)  | 9.6%   | 9.4%   | 8.1%   | 5.7%   | 4.1%   | 5.4%   | 6.9%   | 6.6%   | 8.2%   | 5.8%   |
| 세전이익    | 1759.6 | 236.5  | 236.7  | -928.5 | 80.0   | 126.5  | 165.1  | 164.0  | 1304.4 | 535.6  |
| 당기순이익   | 1322.1 | 101.2  | 137.2  | -497.9 | 87.1   | 81.0   | 105.7  | 103.3  | 1062.6 | 377.0  |
| (%oy)   | 451.2% | -68.0% | -84.2% | 적자전환   | -93.4% | -20.0% | -23.0% | 흑자전환   | -35.5% | -64.5% |
| NPM(%)  | 80.0%  | 5.6%   | 7.4%   | -28.1% | 5.0%   | 3.8%   | 4.7%   | 4.4%   | 15.0%  | 4.4%   |

자료: 유진투자증권

도표 82. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 6136.7 | 7106.8 | 8473.8 | 9872.0 |
| 영업이익   | 594.9  | 580.3  | 494.7  | 740.4  |
| 세전이익   | 2293.7 | 1304.4 | 535.6  | 835.7  |
| 지배순이익  | 1392.2 | 1352.9 | 315.0  | 423.1  |
| EPS(원) | 3,124  | 3,036  | 707    | 949    |
| PER(배) | 18.3   | 18.8   | 80.9   | 60.3   |
| OPM(%) | 9.7%   | 8.2%   | 5.8%   | 7.5%   |
| NPM(%) | 22.7%  | 19.0%  | 3.7%   | 4.3%   |

자료: 유진투자증권

## 카카오(035720.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2020A         | 2021A         | 2022A         | 2023F         | 2024F         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>자산총계</b> | <b>11,954</b> | <b>22,780</b> | <b>22,963</b> | <b>24,925</b> | <b>25,517</b> |
| 유동자산        | 4,463         | 8,102         | 7,756         | 9,845         | 10,243        |
| 현금성자산       | 3,577         | 6,860         | 6,022         | 7,868         | 8,196         |
| 매출채권        | 467           | 663           | 772           | 960           | 1,011         |
| 재고자산        | 46            | 92            | 160           | 207           | 218           |
| 비유동자산       | 6,987         | 13,712        | 14,451        | 14,292        | 14,455        |
| 투자자산        | 3,205         | 6,665         | 7,273         | 7,569         | 7,876         |
| 유형자산        | 431           | 555           | 885           | 739           | 631           |
| 기타          | 3,352         | 6,492         | 6,292         | 5,984         | 5,948         |
| <b>부채총계</b> | <b>4,526</b>  | <b>9,190</b>  | <b>9,432</b>  | <b>9,854</b>  | <b>10,050</b> |
| 유동부채        | 2,628         | 5,246         | 4,706         | 5,056         | 5,178         |
| 매입채무        | 994           | 1,556         | 1,642         | 1,975         | 2,079         |
| 유동성이자부채     | 284           | 1,983         | 1,351         | 1,351         | 1,351         |
| 기타          | 1,350         | 1,707         | 1,713         | 1,730         | 1,747         |
| 비유동부채       | 1,166         | 2,885         | 3,844         | 3,880         | 3,917         |
| 비유동성이자부채    | 704           | 1,871         | 2,825         | 2,825         | 2,825         |
| 기타          | 462           | 1,014         | 1,019         | 1,055         | 1,093         |
| <b>자본총계</b> | <b>7,428</b>  | <b>13,590</b> | <b>13,532</b> | <b>15,071</b> | <b>15,468</b> |
| 지배지분        | 6,299         | 9,984         | 9,997         | 11,537        | 11,933        |
| 자본금         | 44            | 45            | 45            | 45            | 45            |
| 자본잉여금       | 5,833         | 7,781         | 8,116         | 8,116         | 8,116         |
| 이익잉여금       | 316           | 1,710         | 3,046         | 3,335         | 3,732         |
| 기타          | 105           | 449           | (1,210)       | 41            | 41            |
| 비지배지분       | 1,129         | 3,606         | 3,535         | 3,535         | 3,535         |
| <b>자본총계</b> | <b>7,428</b>  | <b>13,590</b> | <b>13,532</b> | <b>15,071</b> | <b>15,468</b> |
| 총차입금        | 988           | 3,854         | 4,176         | 4,176         | 4,176         |
| 순차입금        | (2,589)       | (3,006)       | (1,846)       | (3,692)       | (4,020)       |

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>4,157</b> | <b>6,137</b> | <b>7,107</b> | <b>8,474</b> | <b>9,872</b> |
| 증가율(%)        | 0.0          | 47.6         | 15.8         | 19.2         | 16.5         |
| 매출원가          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>매출총이익</b>  | <b>4,157</b> | <b>6,137</b> | <b>7,107</b> | <b>8,474</b> | <b>9,872</b> |
| 판매 및 일반관리비    | 3,701        | 5,542        | 6,527        | 7,979        | 9,132        |
| 기타영업손익        | 0            | 50           | 18           | 22           | 14           |
| <b>영업이익</b>   | <b>456</b>   | <b>595</b>   | <b>580</b>   | <b>495</b>   | <b>740</b>   |
| 증가율(%)        | 0.0          | 30.5         | (2.5)        | (14.8)       | 49.7         |
| <b>EBITDA</b> | <b>722</b>   | <b>968</b>   | <b>1,162</b> | <b>846</b>   | <b>1,052</b> |
| 증가율(%)        | 0.0          | 34.0         | 20.0         | (27.2)       | 24.4         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(42)</b>  | <b>1,699</b> | <b>724</b>   | <b>41</b>    | <b>95</b>    |
| 이자수익          | 38           | 75           | 179          | 95           | 95           |
| 이자비용          | 19           | 39           | 110          | 110          | 110          |
| 지분법손익         | 293          | 2,172        | 1,603        | (19)         | (20)         |
| 기타영업손익        | (354)        | (509)        | (948)        | 74           | 130          |
| <b>세전순이익</b>  | <b>414</b>   | <b>2,294</b> | <b>1,304</b> | <b>536</b>   | <b>836</b>   |
| 증가율(%)        | 0.0          | 453.7        | (43.1)       | (58.9)       | 56.0         |
| 법인세비용         | 241          | 648          | 242          | 159          | 272          |
| <b>당기순이익</b>  | <b>173</b>   | <b>1,646</b> | <b>1,063</b> | <b>377</b>   | <b>564</b>   |
| 증가율(%)        | 0.0          | 849.6        | (35.5)       | (64.5)       | 49.6         |
| 지배주주지분        | 156          | 1,392        | 1,353        | 315          | 423          |
| 증가율(%)        | 0.0          | 794.6        | (2.8)        | (76.7)       | 34.3         |
| 비지배지분         | 18           | 254          | (290)        | 62           | 141          |
| <b>EPS(원)</b> | <b>352</b>   | <b>3,122</b> | <b>3,037</b> | <b>707</b>   | <b>950</b>   |
| 증가율(%)        | 0.0          | 787.7        | (2.7)        | (76.7)       | 34.3         |
| 수정EPS(원)      | 352          | 3,122        | 3,037        | 707          | 950          |
| 증가율(%)        | 0.0          | 787.7        | (2.7)        | (76.7)       | 34.3         |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2020A          | 2021A          | 2022A          | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>971</b>     | <b>1,307</b>   | <b>678</b>     | <b>2,297</b> | <b>849</b>   |
| 당기순이익                 | 173            | 1,646          | 1,063          | 377          | 564          |
| 자산상각비                 | 266            | 373            | 581            | 351          | 311          |
| 기타비현금성손익              | 161            | (970)          | (490)          | 1,499        | (38)         |
| 운전자본증감                | 183            | (209)          | (460)          | 107          | 52           |
| 매출채권감소(증가)            | (60)           | (20)           | (69)           | (188)        | (51)         |
| 재고자산감소(증가)            | (4)            | (11)           | (73)           | (47)         | (11)         |
| 매입채무증가(감소)            | 104            | 458            | 64             | 333          | 104          |
| 기타                    | 145            | (636)          | (382)          | 9            | 9            |
| <b>투자현금</b>           | <b>(1,261)</b> | <b>(3,341)</b> | <b>(1,574)</b> | <b>(531)</b> | <b>(547)</b> |
| 단기투자자산감소              | (664)          | (1,158)        | (75)           | (50)         | (52)         |
| 장기투자증권감소              | (60)           | (502)          | 21             | (205)        | (215)        |
| 설비투자                  | 183            | 216            | 453            | 0            | 0            |
| 유형자산처분                | 14             | 4              | 14             | 0            | 0            |
| 무형자산처분                | (81)           | (76)           | (91)           | (167)        | (167)        |
| <b>재무현금</b>           | <b>1,305</b>   | <b>4,441</b>   | <b>412</b>     | <b>(26)</b>  | <b>(27)</b>  |
| 차입금증가                 | 424            | 1,134          | 265            | 0            | 0            |
| 자본증가                  | 66             | 52             | 50             | (26)         | (27)         |
| 배당금지급                 | 13             | 13             | 23             | 26           | 27           |
| <b>현금 증감</b>          | <b>976</b>     | <b>2,431</b>   | <b>(490)</b>   | <b>1,796</b> | <b>276</b>   |
| <b>기초현금</b>           | <b>1,918</b>   | <b>2,894</b>   | <b>5,326</b>   | <b>4,780</b> | <b>6,576</b> |
| <b>기말현금</b>           | <b>2,894</b>   | <b>5,326</b>   | <b>4,836</b>   | <b>6,576</b> | <b>6,851</b> |
| Gross Cash flow       | 601            | 1,049          | 1,154          | 2,190        | 797          |
| Gross Investment      | 414            | 2,392          | 1,960          | 374          | 442          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>187</b>     | <b>(1,343)</b> | <b>(806)</b>   | <b>1,816</b> | <b>355</b>   |

자료: 유진투자증권

### 주요투자지표

|                    | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |        |        |
| EPS                | 352    | 3,122  | 3,037  | 707    | 950    |
| BPS                | 71,173 | 22,391 | 22,444 | 25,901 | 26,790 |
| DPS                | 30     | 53     | 60     | 60     | 60     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                | 221.5  | 36.0   | 18.6   | 80.0   | 59.6   |
| PBR                | 1.1    | 5.0    | 2.5    | 2.2    | 2.1    |
| EV/EBITDA          | 44.1   | 48.7   | 20.0   | 25.4   | 20.1   |
| 배당수익률              | 0.0    | 0.0    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| PCR                | 57.4   | 47.8   | 21.9   | 11.5   | 31.6   |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 영업이익률              | 11.0   | 9.7    | 8.2    | 5.8    | 7.5    |
| EBITDA이익률          | 17.4   | 15.8   | 16.3   | 10.0   | 10.7   |
| 순이익률               | 4.2    | 26.8   | 15.0   | 4.4    | 5.7    |
| ROE                | 2.7    | 17.1   | 13.5   | 2.9    | 3.6    |
| ROI                | 6.7    | 10.2   | 7.4    | 5.1    | 7.5    |
| <b>안정성(배, %)</b>   |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본          | (34.9) | (22.1) | (13.6) | (24.5) | (26.0) |
| 유동비율               | 169.9  | 154.4  | 164.8  | 194.7  | 197.8  |
| 이자보상배율             | 24.1   | 15.1   | 5.3    | 4.5    | 6.7    |
| <b>활동성(회)</b>      |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율             | 0.4    | 0.4    | 0.3    | 0.4    | 0.4    |
| 매출채권회전율            | 9.7    | 10.9   | 9.9    | 9.8    | 10.0   |
| 재고자산회전율            | 87.3   | 89.2   | 56.4   | 46.1   | 46.4   |
| 매입채무회전율            | 5.0    | 4.8    | 4.4    | 4.7    | 4.9    |

편집상의 공백페이지입니다

# 네오위즈 (095660)

'P의거짓' 판매량 추정치 유지

|                        |
|------------------------|
| 투자의견                   |
| <b>BUY(유지)</b>         |
| 목표주가                   |
| <b>56,000 원(유지)</b>    |
| 현재주가                   |
| <b>49,400 원(05/30)</b> |
| 시가총액                   |
| <b>1,088(십억원)</b>      |

업종/업종 홍길동\_02)368-0000\_aaa@eugenefn.com

- 3월 신작 '와룡: 폴른 다이너스티'는 동사의 'P의거짓'과 마찬가지로 소울라이크RPG 장르에 'Xbox Game Pass/Day 1'으로 출시. 출시 후 56일만에 전세계 누적 판매량 100만장 돌파, Xbox 게임 패스를 통한 누적 플레이어 수까지 더하면 380만명 기록. 메타크리틱 평점 81점에 PC 최적화 이슈로 인한 유저 이탈을 감안하면 향후 누적 판매량 200만장 달성 전망
- 'P의거짓' 또한 Xbox게임 패스로 인해 판매량 감소 우려가 있었으나 공개된 인게임 영상과 유저들의 기대감을 고려했을 때 200만장 판매량은 합리적이라 판단. 8월 정식 출시를 앞두고 온라인 중심 마케팅 진행 예정
- 올해에는 'P의 거짓' 외 '브라운더스트2' (어드벤처 RPG), '프로젝트IG'(방치형 RPG), '고양이와 스프'와 일본의 인기 애니메이션 IP인 '금색의 갓슈벨'(RPG) 등의 다양한 신작 라인업은 동사의 매출에 유의미한 기여가 예상됨

|              |          |
|--------------|----------|
| 주가(원, 5/30)  | 49,400   |
| 시가총액(십억원)    | 1,088    |
| 발행주식수        | 22,034천주 |
| 52주 최고가      | 49,500원  |
| 최저가          | 21,450원  |
| 52주 일간 Beta  | 0.36     |
| 60일 일평균거래대금  | 82억원     |
| 외국인 지분율      | 11.3%    |
| 배당수익률(2023F) | 0.0%     |

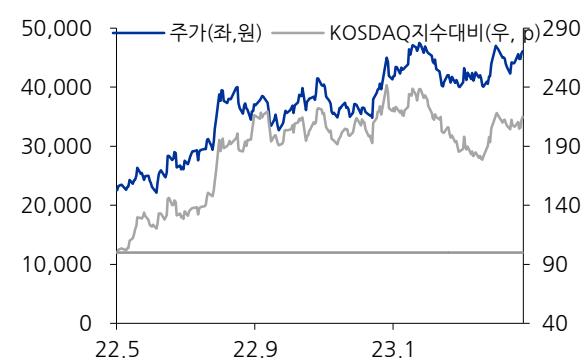
|             |       |
|-------------|-------|
| 주주구성        |       |
| 나성균 (외 11인) | 37.2% |
| 자사주 (외 1인)  | 6.4%  |

| 주가상승 | 1M    | 6M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 상대기준 | 11.4% | 5.4%  | 123.0% |
| 절대기준 | 12.4% | 22.1% | 119.1% |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 56,000 | 56,000 | -  |
| 영업이익(23) | 89     | 97     | ▼  |
| 영업이익(24) | 72     | 73     | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 261   | 295   | 423   | 410   |
| 영업이익         | 21    | 20    | 89    | 72    |
| 세전손익         | 64    | 19    | 101   | 84    |
| 당기순이익        | 57    | 13    | 79    | 66    |
| EPS(원)       | 2,577 | 593   | 3,524 | 2,914 |
| 증감률(%)       | -5.7  | -77.0 | 494.2 | -17.3 |
| PER(배)       | 14.0  | 62.3  | 14.0  | 17.0  |
| ROE(%)       | 13.4  | 2.9   | 15.6  | 11.1  |
| PBR(배)       | 1.7   | 1.8   | 2.0   | 1.8   |
| EV/EBITDA(배) | 17.9  | 18.8  | 8.2   | 9.2   |

자료: 유진투자증권



올해 3월에 출시된 코에이 테크모의 '와룡: 폴른 다이너스티'는 동사의 'P 의거짓'과 마찬가지로 소울라이크 RPG 장르에 'Xbox Game Pass/Day 1'로 출시돼 'P 의거짓' 판매량 추정에 기준점으로 비교했다. 먼저 신작 와룡은 출시 후 56 일만에 전세계 누적 판매량 100 만장을 넘겼다. 여기에 Xbox 게임 패스를 통해 와룡을 플레이한 누적 플레이어 수까지 더하면 380 만명을 기록했다. 메타크리틱 평점 81 점으로 호평을 받았으나 출시 이후 PC 최적화 이슈로 인한 유저 이탈을 감안하면 향후 누적 판매량 200 만장 달성을 무난할 것으로 보인다.

네오위즈의 'P 의거짓' 또한 Xbox 게임 패스로 인해 판매량 감소 우려가 있었으나 공개된 인게임 영상과 유저들의 기대감을 고려했을 때 200 만장 판매량은 합리적이라 판단한다. 8월에 출시 예정인 'P 의거짓'은 6월 개최 예정이었던 글로벌 게임쇼 'E3'에서 'P 의 거짓' 시연이 예정되어 있었지만 행사가 취소됨에 따라 이를 대체하기 위해 온라인 중심의 마케팅이 진행될 전망이다.

올해에는 'P 의 거짓' 외에도 많은 신작들이 출시를 앞두고 있는데 특히 '브라운 더스트 2' (어드벤처 RPG), '프로젝트 IG'(방치형 RPG), '고양이와 스프'와 일본의 인기 애니메이션 IP인 '금색의 갓슈벨'(RPG) 등의 다양한 신작 라인업은 동사의 매출에 유의미한 기여가 예상된다. 또한 지난달에는 일본 그리엔터테인먼트와 일본 인기 애니메이션 IP인 '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까'(던만추)의 라이선스 계약을 체결했고 이를 활용한 모바일 RPG 게임이 내년도 하반기에 출시 예정에 있다.

도표 83. '와룡: 폴른 다이너스티'



자료: 코웨이 테크모, 유진투자증권

도표 84. 와룡의 메타크리틱 평점은 84 점



자료: metacritic, 유진투자증권

도표 85. 네오위즈 신작 'P 의거짓'



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 86. 네오위즈 신작 '브라운더스트 2'



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 87. 신작 일본 IP '금색의 갓슈'



자료: 유진투자증권

도표 88. 신작 일본 IP '던.만.추'



자료: 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 89. 네오위즈 실적 추이

|         | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23   | 2Q23E | 3Q23E   | 4Q23E | 2022   | 2023E  |
|---------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|--------|
| 매출액     | 76.6   | 70.3   | 74.9  | 72.8  | 68.5   | 64.6  | 170.2   | 119.6 | 294.6  | 422.9  |
| (%oy)   | 7.3%   | 19.4%  | 21.5% | 5.0%  | -10.5% | -8.2% | 127.2%  | 64.4% | 12.8%  | 43.6%  |
| PC/콘솔게임 | 33.7   | 29.2   | 32.4  | 31.2  | 27.5   | 25.5  | 121.6   | 61.5  | 126.4  | 236.1  |
| 모바일게임   | 30.7   | 30.3   | 33.5  | 32.3  | 32.3   | 30.0  | 39.4    | 48.6  | 126.9  | 150.3  |
| 기타      | 12.2   | 10.8   | 9.0   | 9.2   | 8.7    | 9.1   | 9.2     | 9.5   | 41.2   | 36.6   |
| 영업비용    | 65.4   | 64.4   | 69.7  | 75.5  | 67.3   | 70.0  | 104.8   | 91.9  | 275.0  | 334.0  |
| (%oy)   | 12.8%  | 20.1%  | 10.5% | 15.8% | 2.9%   | 8.7%  | 50.4%   | 21.7% | 14.6%  | 51.5%  |
| 영업이익    | 11.2   | 5.9    | 5.2   | -2.8  | 1.3    | -5.5  | 65.4    | 27.7  | 19.6   | 88.9   |
| (%oy)   | -16.6% | 13.0%  | 흑자전환  | 적자전환  | -88.8% | 적자전환  | 1147.1% | 흑자전환  | -7.9%  | 354.6% |
| OPM(%)  | 14.6%  | 8.4%   | 7.0%  | -3.8% | 1.8%   | -8.5% | 38.4%   | 23.2% | 6.6%   | 21.0%  |
| 영업외손익   | 4.1    | 19.2   | 2.7   | -25.2 | 3.6    | 3.7   | -0.3    | 5.4   | 0.7    | 12.4   |
| 세전이익    | 15.2   | 25.1   | 7.9   | -28.0 | 4.9    | -1.8  | 65.1    | 33.2  | 20.3   | 101.4  |
| 지배순이익   | 11.9   | 19.9   | 8.2   | -23.9 | 3.6    | -1.7  | 50.4    | 25.4  | 16.0   | 77.7   |
| (%oy)   | -41.9% | 142.2% | -7.0% | 적자전환  | -69.7% | 적자전환  | 517.9%  | 흑자전환  | -71.8% | 385.2% |

자료: 유진투자증권

도표 90. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 261.2 | 294.6 | 422.9 | 409.8 |
| 영업이익   | 21.3  | 19.6  | 88.9  | 71.7  |
| 세전이익   | 64.4  | 20.3  | 101.4 | 84.1  |
| 지배순이익  | 56.8  | 16.0  | 77.7  | 64.2  |
| EPS(원) | 2,572 | 726   | 3,524 | 2,914 |
| PER(배) | 10.2  | 58.4  | 12.0  | 14.6  |
| OPM(%) | 8.1%  | 6.6%  | 21.0% | 17.5% |
| NPM(%) | 21.7% | 5.4%  | 18.4% | 15.7% |

자료: 유진투자증권

도표 91. 네오위즈 신작 라인업

| 출시 일정 | 게임                | 장르           | 플랫폼    | 자체개발/퍼블리싱 |
|-------|-------------------|--------------|--------|-----------|
| 2023년 | 브라운더스트 2          | 어드벤처 RPG     | 모바일    | 퍼블리싱      |
|       | 산나비               | 2D 플랫포머      | PC/닌텐도 | 퍼블리싱      |
|       | P의 거짓             | 소울라이크 액션 RPG | PC/콘솔  | 자체개발      |
|       | Oh My Anne        | 퍼즐           | 모바일    | 자체개발      |
|       | 매치데이 레전드          | 스포츠          | 모바일    | 퍼블리싱      |
|       | 고양이와 스프 IP SNG    | SNG          | 모바일    | 퍼블리싱      |
|       | 일본 유명 IP 공동 개발 신작 | RPG          | 모바일    | 자체개발      |
|       | 프로젝트 IG           | 방치형 ARPG     | 모바일    | 자체개발      |
|       | 고양이와 스프: 매직 레시피   | 시뮬레이션        | 모바일    | 자체개발      |
| 2024년 | 오픈월드 생존 슈터 신작     | 오픈월드 생존 슈터   | PC/콘솔  | 자체개발      |
|       | 던만추 IP 기반 신작      | RPG          | PC/모바일 | 자체개발      |

자료: 네오위즈, 유진투자증권

## 네오위즈(095660.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계     | 479   | 575   | 560   | 685   | 742   |
| 유동자산     | 248   | 272   | 254   | 385   | 447   |
| 현금성자산    | 206   | 223   | 116   | 226   | 293   |
| 매출채권     | 30    | 33    | 28    | 49    | 42    |
| 재고자산     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산    | 231   | 303   | 307   | 300   | 295   |
| 투자자산     | 122   | 142   | 141   | 147   | 153   |
| 유형자산     | 83    | 80    | 86    | 82    | 79    |
| 기타       | 25    | 80    | 79    | 71    | 63    |
| 부채총계     | 84    | 106   | 101   | 131   | 123   |
| 유동부채     | 58    | 67    | 87    | 117   | 109   |
| 매입채무     | 32    | 43    | 29    | 58    | 50    |
| 유동성이자부채  | 2     | 4     | 21    | 21    | 21    |
| 기타       | 24    | 20    | 37    | 37    | 38    |
| 비유동부채    | 26    | 39    | 14    | 14    | 15    |
| 비유동성이자부채 | 0     | 19    | 1     | 1     | 1     |
| 기타       | 26    | 20    | 13    | 14    | 14    |
| 자본총계     | 396   | 469   | 459   | 554   | 619   |
| 지배지분     | 387   | 459   | 449   | 545   | 609   |
| 자본금      | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 자본잉여금    | 130   | 130   | 130   | 130   | 130   |
| 이익잉여금    | 311   | 366   | 381   | 459   | 523   |
| 기타       | (64)  | (48)  | (73)  | (55)  | (55)  |
| 비자배지분    | 8     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 자본총계     | 396   | 469   | 459   | 554   | 619   |
| 총차입금     | 2     | 23    | 22    | 22    | 22    |
| 순차입금     | (204) | (200) | (94)  | (204) | (271) |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)         | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금             | 76    | 29    | 43    | 117   | 74    |
| 당기순이익            | 62    | 57    | 13    | 79    | 66    |
| 자산상각비            | 9     | 12    | 19    | 19    | 17    |
| 기타비/현금성손익        | 9     | (13)  | 34    | (27)  | (45)  |
| 운전자본증감           | (7)   | (21)  | (16)  | 8     | (2)   |
| 매출채권감소(증가)       | 2     | 3     | 6     | (21)  | 7     |
| 재고자산감소(증가)       | (0)   | 0     | (0)   | (0)   | 0     |
| 매입채무증가(감소)       | 4     | (7)   | (7)   | 29    | (8)   |
| 기타               | (12)  | (17)  | (15)  | (1)   | (1)   |
| 투자현금             | 14    | (65)  | (29)  | (8)   | (8)   |
| 단기투자자산감소         | 31    | (51)  | (4)   | (1)   | (1)   |
| 장기투자증권감소         | (7)   | (12)  | 10    | 2     | 2     |
| 설비투자             | 4     | 1     | 2     | 3     | 3     |
| 유형자산처분           | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분           | (5)   | (7)   | (24)  | (4)   | (4)   |
| 재무현금             | (3)   | (23)  | (32)  | 0     | 0     |
| 차입금증가            | (3)   | (2)   | (2)   | 0     | 0     |
| 자본증가             | 2     | (9)   | (21)  | 0     | 0     |
| 배당금지급            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금 증감            | 86    | (58)  | (22)  | 109   | 66    |
| 기초현금             | 86    | 172   | 113   | 92    | 201   |
| 기말현금             | 172   | 113   | 92    | 201   | 267   |
| Gross Cash flow  | 80    | 55    | 66    | 110   | 77    |
| Gross Investment | 24    | 34    | 41    | (0)   | 9     |
| Free Cash Flow   | 57    | 22    | 24    | 110   | 67    |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)   | 2020A | 2021A  | 2022A  | 2023F | 2024F  |
|------------|-------|--------|--------|-------|--------|
| 매출액        | 290   | 261    | 295    | 423   | 410    |
| 증가율(%)     | 0.0   | (9.8)  | 12.8   | 43.6  | (3.1)  |
| 매출원가       | 0     | 0      | 0      | 0     | 0      |
| 매출총이익      | 290   | 261    | 295    | 423   | 410    |
| 판매 및 일반관리비 | 229   | 240    | 275    | 334   | 338    |
| 기타영업손익     | 0     | 5      | 15     | 21    | 1      |
| 영업이익       | 60    | 21     | 20     | 89    | 72     |
| 증가율(%)     | 0.0   | (64.8) | (8.0)  | 354.7 | (19.4) |
| EBITDA     | 69    | 33     | 38     | 108   | 89     |
| 증가율(%)     | 0.0   | (51.9) | 15.2   | 180.1 | (17.4) |
| 영업외손익      | 8     | 43     | (0)    | 12    | 12     |
| 이자수익       | 1     | 1      | 3      | 2     | 2      |
| 이자비용       | 0     | 0      | 2      | 1     | 1      |
| 지분법손익      | 2     | 17     | (7)    | 5     | 5      |
| 기타영업손익     | 5     | 25     | 6      | 7     | 7      |
| 세전순이익      | 69    | 64     | 19     | 101   | 84     |
| 증가율(%)     | 0.0   | (6.3)  | (69.7) | 420.2 | (17.0) |
| 법인세비용      | 7     | 8      | 6      | 22    | 19     |
| 당기순이익      | 62    | 57     | 13     | 79    | 66     |
| 증가율(%)     | 0.0   | (8.9)  | (76.7) | 497.8 | (17.0) |
| 지배주주지분     | 60    | 57     | 13     | 78    | 64     |
| 증가율(%)     | 0.0   | (5.7)  | (77.0) | 494.2 | (17.3) |
| 비자배지분      | 2     | (0)    | 0      | 1     | 1      |
| EPS(원)     | 2,734 | 2,577  | 593    | 3,524 | 2,914  |
| 증가율(%)     | 0.0   | (5.7)  | (77.0) | 494.2 | (17.3) |
| 수정EPS(원)   | 2,734 | 2,577  | 593    | 3,524 | 2,914  |
| 증가율(%)     | 0.0   | (5.7)  | (77.0) | 494.2 | (17.3) |

### 주요투자자료

|             | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)     |         |         |         |         |         |
| EPS         | 2,734   | 2,577   | 593     | 3,524   | 2,914   |
| BPS         | 17,586  | 20,846  | 20,381  | 24,726  | 27,640  |
| DPS         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 밸류에이션(배, %) |         |         |         |         |         |
| PER         | 8.2     | 14.0    | 83.3    | 14.0    | 17.0    |
| PBR         | 1.3     | 1.7     | 2.4     | 2.0     | 1.8     |
| EV/EBITDA   | 4.2     | 17.9    | 25.9    | 8.2     | 9.2     |
| 배당수익률       | 0.0     | 0.0     | n/a     | n/a     | n/a     |
| PCR         | 6.2     | 14.4    | 16.6    | 9.9     | 14.2    |
| 수익성(%)      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률       | 20.8    | 8.1     | 6.6     | 21.0    | 17.5    |
| EBITDA이익률   | 23.9    | 12.8    | 13.0    | 25.4    | 21.7    |
| 순이익률        | 21.5    | 21.7    | 4.5     | 18.7    | 16.0    |
| ROE         | 17.0    | 13.4    | 2.9     | 15.6    | 11.1    |
| ROI         | 30.0    | 10.6    | 5.5     | 25.1    | 21.2    |
| 안정성 (배, %)  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본   | (51.4)  | (42.7)  | (20.5)  | (36.8)  | (43.8)  |
| 유동비율        | 429.1   | 404.6   | 290.3   | 330.4   | 411.1   |
| 이자보상배율      | 708.8   | 515.0   | 11.5    | 60.8    | 49.0    |
| 활동성 (회)     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율      | 0.7     | 0.5     | 0.5     | 0.7     | 0.6     |
| 매출채권회전율     | 10.1    | 8.2     | 9.6     | 11.1    | 9.1     |
| 재고자산회전율     | 12,360. | 11,512. | 10,872. | 9,965.0 | 8,395.2 |
| 9           | 7       | 1       |         |         |         |
| 매입채무회전율     | 10.4    | 7.0     | 8.2     | 9.7     | 7.6     |

# 크래프톤 (259960)

겹겹경사

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가  
**260,000 원(유지)**  
현재주가  
**189,000 원(05/30)**  
시가총액  
**9,305(십억원)**

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uahoo0607@eugenefn.com

- 지난해 1월 PC배그 무료화 전략은 유저 트래픽 반등으로 이어졌고 1분기에는 스킨 콜라보가 큰 호응을 얻으며 큰 폭의 매출 성장을 기록. 향후 분기별 콜라보에 따른 매출 편차는 있겠으나 PC배그 무료화 전략은 유효했음을 입증
- 이달 BGMI는 서비스 차단 10개월 만에 차단 조치 해제 받음. 서비스 재개 초반 유저 트래픽을 높이기 위한 적극적인 마케팅 활동이 진행될 전망이기 때문에 본격적인 BGMI 수익화 시점은 4분기로 판단
- 지난해 부진했던 중국 화평정영 매출이 올해 들어 반등하는 모습을 보여 모바일 매출 전망도 긍정적
- 올해 대형 신작 부진과 지난 연말 출시된 TCP의 흥행 실패와 맞물려 기존 PC, 모바일 매출 부진에 대한 우려까지 더해지며 동사의 주가 상승폭을 제한함. 하지만 PC배그 및 화평정영 매출 반등과 BGMI 서비스 재개로 하반기 실적 개선 기대. 투자의견 BUY, 목표주가 260,000원 유지

|             |         |
|-------------|---------|
| 주가(원, 5/30) | 189,000 |
| 시가총액(십억원)   | 9,305   |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 49,237천주 |
| 52주 최고가      | 282,000원 |
| 최저가          | 154,000원 |
| 52주 일간 Beta  | 1.26     |
| 60일 일평균거래대금  | 294억원    |
| 외국인 지분율      | 30.2%    |
| 배당수익률(2023F) | 0.0%     |

|               |       |
|---------------|-------|
| 주주구성          |       |
| 장병규 (외 28인)   | 34.2% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 6.9%  |

| 주가상승 | 1M    | 6M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|
| 상대기준 | -5.9% | -20.6% | -25.3% |
| 절대기준 | -2.9% | -15.6% | -27.4% |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 260,000 | 260,000 | -  |
| 영업이익(23) | 728     | 708     | ▲  |
| 영업이익(24) | 743     | 743     | -  |

| 12 월 결산(십억원) | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 1,885  | 1,854  | 1,896  | 2,076  |
| 영업이익         | 651    | 752    | 728    | 743    |
| 세전순익         | 761    | 684    | 840    | 831    |
| 당기순이익        | 520    | 500    | 623    | 625    |
| EPS(원)       | 10,617 | 10,190 | 12,708 | 12,733 |
| 증감률(%)       | -18.3  | -4.0   | 24.7   | 0.2    |
| PER(배)       | 43.3   | 16.5   | 14.6   | 14.5   |
| ROE(%)       | 17.9   | 10.3   | 11.6   | 10.5   |
| PBR(배)       | 4.9    | 1.6    | 1.6    | 1.4    |
| EV/EBITDA(배) | 27.6   | 9.1    | 10.4   | 9.6    |

자료: 유진투자증권



2017년 3월 출시된 배틀그라운드는 엄청난 흥행을 기록하며 막대한 수익을 창출해냈고 당시 블루홀(現 크래프톤)의 기업 가치 또한 크게 수직 상승했다. 하지만 시간이 지날수록 생소했던 배틀그라운드 장르의 경쟁작들이 많이 출시됐고, 게임 내적으로는 핵 문제가 계속해서 대두되며 매출은 점차 우하향하는 곡선을 그렸다. 2020년 PC 매출은 전년대비 41%가 감소할 정도로 부진의 늪은 깊어졌고 동사는 이듬해 성장형 무기 스킨, 콜라보 업데이트 등을 통해 매출 반등은 성공시켰으나 유저 트래픽이 저조하다는 근본적인 문제는 여전했다.

이에 크래프톤은 지난해 1월 'PC 배틀그라운드 무료화'를 결정했다. 해당 분기 유저 트래픽은 전분기 대비 세 배까지 확대되며 유저 트래픽 반등이라는 소기의 목적은 달성했다. 물론 무료화 직후 기존 구매 유저와 신규 및 복귀 유저들을 위해 상대적으로 수익성이 낮은 스타터 패키지, 보상 패키지 등의 유료 상품 판매 비중이 높아 2분기에는 부진한 실적을 기록했지만 3분기에는 맥라렌 콜라보 및 시즈널 제작소 등의 BM 개편 효과로 매출 반등에 성공했다.

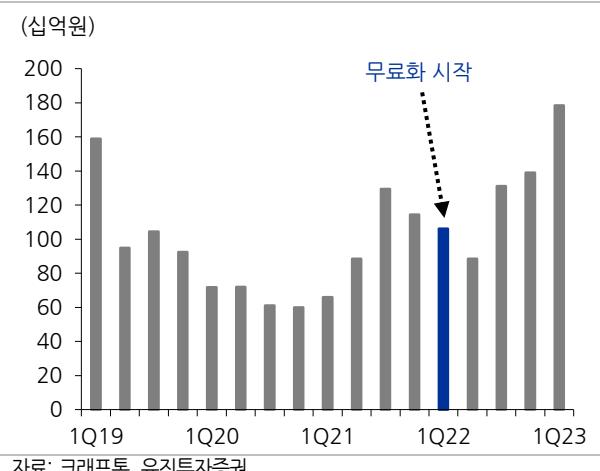
특히 올해 1분기에는 1월 출시된 성장형 스킨 콘텐츠(가디언즈 콜렉션)와 크게 시너지를 일으켰고 PC 매출은 전년비 68.2% 성장한 1,785 억원을 기록했다. 시즌 콜라보 콘텐츠인만큼 2분기까지 매출에 큰 기여를 하긴 힘들겠으나, 향후 시즌 콜라보의 추가적인 가능성을 보인만큼 PC 배그 무료화 전략은 성공했다고 평가한다.

BGMI(배틀그라운드 모바일 인도)의 서비스가 차단 10개월 만에 차단 조치를 해제 받았다. 2021년 7월 출시된 BGMI는 출시 1년만에 누적 이용자 수 1억 명을 돌파했고 당시 현지 앱 매출 순위 1위를 기록하는 등 좋은 흐름을 이어가고 있었다. 다만 서비스가 차단된 이후 관련 매출이 전혀 발생되지 않으면서 지난해 3분기 이후 모바일 매출 하락에 서비스 차단 여파가 상당부분 부정적으로 작용했다.

BGMI 다운로드 및 업데이트 차단에도 여전히 인도 현지에서는 구형 버전으로 BGMI를 플레이한 유저들은 상당수 있는 것으로 파악됐다. 서비스 재개가 공식화된 지금은 추가 개발 및 수정사항을 적용하기 위해 구형 버전도 서비스가 중단된 상태이지만, 6월초부터는 현지에서 본격적으로 게임 서비스가 재개될 전망이다. 10개월 만에 서비스가 재개되는 만큼 서비스 초반 유저 트래픽을 높이기 위한 적극적인 마케팅 활동이 진행될 전망이기 때문에 본격적인 BGMI 수익화 시점은 4분기로 판단된다.

올해 대형 신작 부진과 지난 연말 출시된 TCP의 흥행 실패와 맞물려 기존 PC, 모바일 매출 부진에 대한 우려까지 더해지며 동사의 주가 상승폭을 제한해왔다. 하지만 PC 배틀그라운드 매출 반등과 인도 BGMI 서비스가 재개되면서 하반기에 는 동사의 실적 개선이 기대된다.

도표 92. 크래프톤 PC 매출 추이



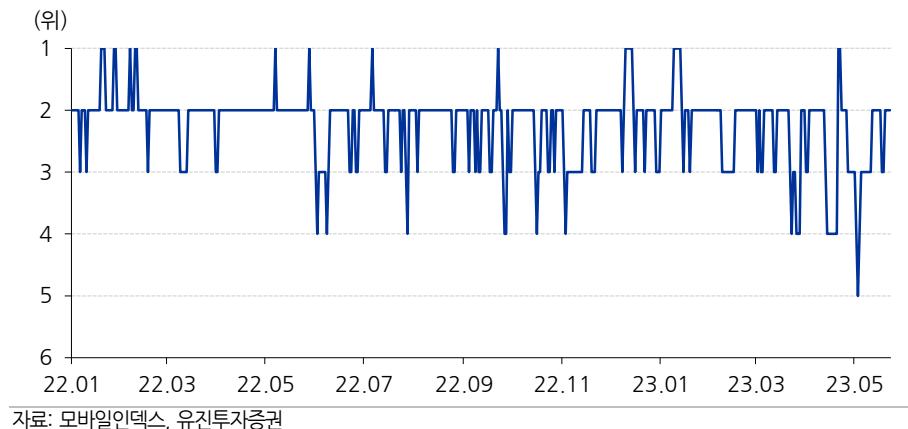
자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 93. PC 배그 주요 업데이트 및 이벤트

| 시점   | 내용                    | 구분  |
|------|-----------------------|-----|
| 2Q21 | 성장형 무기 스킨 도입          | BM  |
| 3Q21 | 블랙핑크, 손흥민, 마동석 콜라보    | 콜라보 |
| 3Q21 | 나만의 상점 도입             | BM  |
| 4Q21 | 카카오프렌즈 콜라보            | 콜라보 |
| 1Q22 | 배그 무료화                | -   |
| 2Q22 | 니어오토마타, B duck 콜라보    | 콜라보 |
| 3Q22 | 신규 BM 제작소 도입          | BM  |
| 3Q22 | 맥라렌, 블랙핑크, 어쌔신크리드 콜라보 | 콜라보 |
| 1Q23 | 블랙핑크, 에일리 콜라보         | 콜라보 |

자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 94. 화평정영 매출 순위 추이 (앱스토어)



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 95. 크래프톤 실적 추이

|           | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23E  | 3Q23E  | 4Q23E  | 2022    | 2023E   |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액       | 523.0 | 423.6 | 433.7  | 473.8  | 538.7  | 420.6  | 472.1  | 443.8  | 1854.0  | 1875.2  |
| (%oyoy)   | 13.5% | -7.8% | -16.9% | 6.8%   | 3.0%   | -0.7%  | 8.9%   | -6.3%  | -1.7%   | 1.1%    |
| 온라인       | 106.1 | 88.6  | 131.1  | 139.1  | 178.5  | 118.5  | 142.2  | 127.0  | 465.0   | 566.2   |
| 모바일       | 395.9 | 319.7 | 282.4  | 254.7  | 348.2  | 287.7  | 314.9  | 296.8  | 1,252.8 | 1,247.6 |
| 콘솔        | 15.0  | 9.6   | 11.7   | 67.7   | 7.2    | 8.5    | 8.7    | 9.0    | 104.1   | 33.4    |
| 기타        | 5.9   | 5.7   | 8.4    | 12.2   | 4.8    | 5.8    | 6.3    | 11.1   | 32.2    | 28.0    |
| 영업비용      | 208.0 | 257.7 | 289.1  | 347.6  | 255.7  | 286.1  | 294.9  | 330.5  | 1102.4  | 1167.2  |
| (%oyoy)   | -9.8% | -8.7% | -10.7% | -12.7% | 22.9%  | 11.0%  | 2.0%   | -4.9%  | -10.7%  | 5.9%    |
| 인건비       | 108.3 | 94.2  | 98.9   | 63.4   | 100.8  | 105.0  | 106.5  | 110.3  | 364.8   | 422.6   |
| 앱수수료/매출원가 | 51.6  | 50.1  | 47.8   | 57.7   | 46.7   | 40.0   | 51.9   | 51.0   | 207.1   | 189.7   |
| 지급수수료     | 55.8  | 81.5  | 85.2   | 102.7  | 61.6   | 85.1   | 85.0   | 98.7   | 325.3   | 330.4   |
| 광고선전비     | 17.5  | 11.3  | 19.7   | 81.2   | 5.1    | 12.0   | 10.0   | 19.6   | 129.7   | 46.7    |
| 주식보상비용    | -53.2 | -8.4  | 7.8    | -9.7   | 10.0   | 8.0    | 8.0    | 10.0   | -63.6   | 36.0    |
| 기타        | 28.0  | 29.0  | 29.7   | 52.4   | 31.4   | 36.0   | 33.5   | 40.9   | 139.1   | 141.8   |
| 영업이익      | 315.0 | 165.8 | 144.6  | 126.2  | 283.0  | 134.5  | 177.2  | 113.3  | 751.6   | 708.0   |
| (%oyoy)   | 36.8% | -6.2% | -27.0% | 178.8% | -10.1% | -18.9% | 22.5%  | -10.2% | 15.5%   | -5.8%   |
| OPM(%)    | 60.2% | 39.2% | 33.3%  | 26.6%  | 52.5%  | 32.0%  | 37.5%  | 25.5%  | 40.5%   | 37.8%   |
| 영업외손익     | 12.1  | 100.2 | 169.1  | -349.1 | 79.4   | 7.4    | 13.4   | 12.5   | -67.7   | 112.7   |
| 세전이익      | 327.0 | 266.0 | 313.7  | -222.9 | 362.4  | 141.9  | 190.6  | 125.8  | 683.9   | 820.8   |
| 당기순이익     | 239.5 | 199.7 | 226.4  | -165.4 | 267.2  | 104.7  | 140.6  | 96.2   | 500.2   | 608.7   |
| (%oyoy)   | 23.5% | 41.3% | 27.0%  | 적자전환   | 11.6%  | -47.6% | -37.9% | 흑자전환   | -3.8%   | 21.7%   |

자료: 유진투자증권

도표 96. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 1885.4 | 1854.0 | 1875.2 | 2053.4 |
| 영업이익   | 650.6  | 751.6  | 708.0  | 743.3  |
| 세전이익   | 761.2  | 683.9  | 820.8  | 831.0  |
| 지배순이익  | 519.9  | 500.2  | 608.9  | 625.0  |
| EPS(원) | 10,592 | 10,190 | 12,406 | 12,734 |
| PER(배) | 17.2   | 17.9   | 14.7   | 14.3   |
| OPM(%) | 34.5%  | 40.5%  | 37.8%  | 36.2%  |
| NPM(%) | 27.6%  | 27.0%  | 32.5%  | 30.4%  |

자료: 유진투자증권

## 크래프톤(259960.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A   | 2022A | 2023F | 2024F   |
|----------|-------|---------|-------|-------|---------|
| 자산총계     | 1,719 | 5,718   | 6,030 | 6,456 | 7,091   |
| 유동자산     | 1,293 | 3,654   | 3,893 | 4,343 | 4,992   |
| 현금성자산    | 763   | 3,060   | 829   | 1,261 | 1,862   |
| 매출채권     | 474   | 547     | 558   | 552   | 574     |
| 재고자산     | 0     | 0       | 0     | 0     | 0       |
| 비유동자산    | 427   | 2,064   | 2,138 | 2,114 | 2,099   |
| 투자자산     | 275   | 909     | 1,054 | 1,097 | 1,141   |
| 유형자산     | 140   | 244     | 223   | 184   | 152     |
| 기타       | 12    | 911     | 861   | 832   | 805     |
| 부채총계     | 505   | 1,110   | 917   | 808   | 817     |
| 유동부채     | 407   | 638     | 411   | 298   | 303     |
| 매입채무     | 196   | 340     | 223   | 108   | 113     |
| 유동성이자부채  | 34    | 55      | 64    | 64    | 64      |
| 기타       | 176   | 244     | 124   | 125   | 126     |
| 비유동부채    | 98    | 471     | 506   | 510   | 514     |
| 비유동성이자부채 | 54    | 327     | 374   | 374   | 374     |
| 기타       | 45    | 145     | 132   | 135   | 139     |
| 자본총계     | 1,214 | 4,608   | 5,113 | 5,649 | 6,273   |
| 지배자분     | 1,214 | 4,608   | 5,112 | 5,648 | 6,272   |
| 자본금      | 4     | 5       | 5     | 5     | 5       |
| 자본잉여금    | 1,004 | 3,839   | 1,448 | 1,448 | 1,448   |
| 이익잉여금    | 38    | 558     | 3,468 | 4,091 | 4,716   |
| 기타       | 168   | 206     | 192   | 104   | 104     |
| 비자배지분    | 0     | 0       | 1     | 1     | 1       |
| 자본총계     | 1,214 | 4,608   | 5,113 | 5,649 | 6,273   |
| 총차입금     | 88    | 381     | 439   | 439   | 439     |
| 순차입금     | (675) | (2,679) | (391) | (822) | (1,423) |

### 손익계산서

| (단위:십억원)   | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액        | 1,670  | 1,885  | 1,854  | 1,896  | 2,076  |
| 증가율(%)     | 0.0    | 12.9   | (1.7)  | 2.3    | 9.5    |
| 매출원가       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익      | 1,670  | 1,885  | 1,854  | 1,896  | 2,076  |
| 판매 및 일반관리비 | 897    | 1,235  | 1,102  | 1,168  | 1,333  |
| 기타영업손익     | 0      | 38     | (11)   | 6      | 14     |
| 영업이익       | 774    | 651    | 752    | 728    | 743    |
| 증가율(%)     | 0.0    | (15.9) | 15.5   | (3.2)  | 2.2    |
| EBITDA     | 818    | 718    | 859    | 798    | 806    |
| 증가율(%)     | 0.0    | (12.2) | 19.6   | (7.1)  | 1.0    |
| 영업외손익      | (107)  | 111    | (68)   | 113    | 88     |
| 이자수익       | 4      | 11     | 34     | 0      | 0      |
| 이자비용       | 6      | 7      | 8      | 6      | 6      |
| 지분법손익      | 1      | (1)    | (35)   | 0      | 0      |
| 기타영업손익     | (106)  | 107    | (59)   | 119    | 94     |
| 세전순이익      | 667    | 761    | 684    | 840    | 831    |
| 증가율(%)     | 0.0    | 14.2   | (10.2) | 22.9   | (1.1)  |
| 법인세비용      | 111    | 231    | 169    | 217    | 206    |
| 당기순이익      | 556    | 520    | 500    | 623    | 625    |
| 증가율(%)     | 0.0    | (6.5)  | (3.8)  | 24.7   | 0.2    |
| 지배주주지분     | 556    | 520    | 500    | 624    | 625    |
| 증가율(%)     | 0.0    | (6.5)  | (3.8)  | 24.7   | 0.2    |
| 비자배지분      | 0      | (0)    | (0)    | (0)    | 0      |
| EPS(원)     | 13,001 | 10,617 | 10,190 | 12,708 | 12,733 |
| 증가율(%)     | 0.0    | (18.3) | (4.0)  | 24.7   | 0.2    |
| 수정EPS(원)   | 13,001 | 10,617 | 10,190 | 12,708 | 12,733 |
| 증가율(%)     | 0.0    | (18.3) | (4.0)  | 24.7   | 0.2    |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)         | 2020A | 2021A   | 2022A   | 2023F | 2024F |
|------------------|-------|---------|---------|-------|-------|
| 영업현금             | 649   | 714     | 513     | 477   | 649   |
| 당기순이익            | 556   | 520     | 500     | 623   | 625   |
| 자산상각비            | 44    | 68      | 107     | 70    | 62    |
| 기타비현금성손익         | 349   | 368     | 253     | (148) | (86)  |
| 운전자본증감           | (153) | (35)    | (134)   | (132) | (42)  |
| 매출채권감소(증가)       | (124) | (61)    | (42)    | 6     | (23)  |
| 재고자산감소(증가)       | 0     | 0       | 0       | 0     | 0     |
| 매입채무증가(감소)       | (8)   | 61      | 8       | (115) | 4     |
| 기타               | (21)  | (34)    | (100)   | (24)  | (24)  |
|                  | (1)   | (1,200) | (2,863) | (52)  | (54)  |
|                  | 117   | (25)    | (2,581) | (6)   | (7)   |
|                  | (8)   | (378)   | (55)    | (26)  | (28)  |
|                  | 26    | 61      | 27      | 0     | 0     |
|                  | 0     | 1       | 0       | 0     | 0     |
|                  | (3)   | 9       | 5       | (3)   | (3)   |
|                  | (27)  | 2,736   | (56)    | 0     | 0     |
|                  | (28)  | (39)    | (46)    | 0     | 0     |
|                  | 0     | 2,773   | 0       | 0     | 0     |
|                  | 0     | 0       | 0       | 0     | 0     |
|                  | 573   | 2,299   | (2,345) | 425   | 595   |
|                  | 147   | 720     | 3,019   | 675   | 1,100 |
|                  | 720   | 3,019   | 675     | 1,100 | 1,694 |
| Gross Cash flow  | 949   | 955     | 861     | 610   | 691   |
| Gross Investment | 270   | 1,209   | 417     | 178   | 90    |
| Free Cash Flow   | 679   | (254)   | 444     | 431   | 601   |

자료: 유진투자증권

### 주요투자지표

|             | 2020A   | 2021A  | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|-------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)     |         |        |         |         |         |
| EPS         | 13,001  | 10,617 | 10,190  | 12,708  | 12,733  |
| BPS         | 141,883 | 94,107 | 104,151 | 115,064 | 127,797 |
| DPS         | 0       | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 밸류에이션(배, %) |         |        |         |         |         |
| PER         | n/a     | 43.3   | 18.2    | 14.6    | 14.5    |
| PBR         | n/a     | 4.9    | 1.8     | 1.6     | 1.4     |
| EV/EBITDA   | n/a     | 27.6   | 10.2    | 10.4    | 9.6     |
| 배당수익률       | 0.0     | 0.0    | n/a     | n/a     | n/a     |
| PCR         | n/a     | 23.6   | 10.6    | 14.9    | 13.2    |
| 수익성(%)      |         |        |         |         |         |
| 영업이익률       | 46.3    | 34.5   | 40.5    | 38.4    | 35.8    |
| EBITDA이익률   | 49.0    | 38.1   | 46.3    | 42.1    | 38.8    |
| 순이익률        | 33.3    | 27.6   | 27.0    | 32.9    | 30.1    |
| ROE         | 61.9    | 17.9   | 10.3    | 11.6    | 10.5    |
| ROI         | 147.3   | 51.4   | 20.9    | 13.1    | 13.5    |
| 안정성(배, %)   |         |        |         |         |         |
| 순차입금/자기자본   | (55.6)  | (58.1) | (7.6)   | (14.6)  | (22.7)  |
| 유동비율        | 317.8   | 572.5  | 946.7   | 1,458.7 | 1,645.3 |
| 이자보상배율      | 136.6   | 93.6   | 99.2    | 121.3   | 123.9   |
| 활동성 (회)     |         |        |         |         |         |
| 총자산회전율      | 1.2     | 0.5    | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| 매출채권회전율     | 3.9     | 3.7    | 3.4     | 3.4     | 3.7     |
| 재고자산회전율     | n/a     | n/a    | n/a     | n/a     | n/a     |
| 매입채무회전율     | 11.7    | 7.0    | 6.6     | 11.4    | 18.8    |

편집상의 공백페이지입니다

# 엔씨소프트 (036570)

## 'TL' CBT의 명과 암

|                         |
|-------------------------|
| 투자의견                    |
| <b>BUY(유지)</b>          |
| 목표주가                    |
| <b>440,000 원(유지)</b>    |
| 현재주가                    |
| <b>323,500 원(05/30)</b> |
| 시가총액                    |
| <b>7,102(십억원)</b>       |

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 최근 경쟁 신작의 연이은 출시로 모바일 게임 매출 순위 변동 有. 2분기 모바일 리니지 게임들의 매출 순위가 일부 하락한 점을 반영해 2분기 일평균 매출액은 각각 LM(13.5억), L2M(7.0억), LW(12.5억)으로 추정함
- TL의 CBT가 진행된 24일 다음날 부터 동사의 주가가 연이틀 6%대 하락하며 CBT 유저들의 실망감이 반영됨
- 다양한 인게임 콘텐츠, 잘 구현된 심리스 월드 그래픽, 과하지 않은 BM 등은 긍정적. 이는 리니지라이크 MMORPG를 선호하는 유저들이 분포한 지역에서 충분히 경쟁력 확보 가능
- 그럼에도 부정적인 면이 더 부각되는 이유는 기존 타겟했던 글로벌 유저들에게 어필이 되지 못했기 때문. 이로 인해 출시 이후에도 특정지역에서만 유저층이 한정될 것이라는 우려가 더 크게 작용하게 됨
- 그럼에도 내년도 TL의 일매출 10억원은 가능할 것으로 전망. 국내 모바일게임 시장 경쟁 심화 또한 상당부분 주가에 반영됐었기 때문에 CBT 이후 주가 급락은 과도하다고 판단. 투자의견 BUY와 목표주가 44만원을 유지

|             |         |
|-------------|---------|
| 주가(원, 5/30) | 323,500 |
| 시가총액(십억원)   | 7,102   |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 21,954천주 |
| 52주 최고가      | 481,000원 |
| 최저가          | 318,500원 |
| 52주 일간 Beta  | 1.01     |
| 60일 일평균거래대금  | 417억원    |
| 외국인 지분율      | 43.5%    |
| 배당수익률(2023F) | 2.0%     |

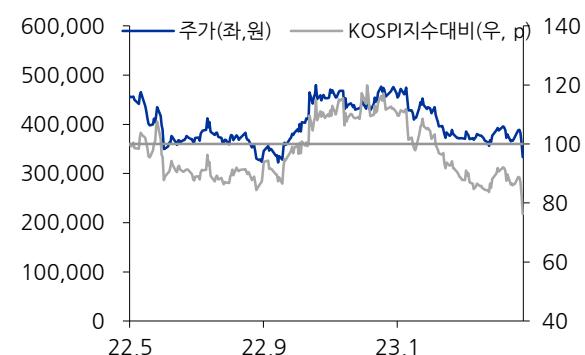
|                   |       |
|-------------------|-------|
| 주주구성              |       |
| 김택진 (외 8인)        | 12.0% |
| 퍼블릭인베스트먼트펀드(외 2인) | 9.3%  |

| 주가상승 | 1M     | 6M     | 12M    |
|------|--------|--------|--------|
| 상대기준 | -12.2% | -31.3% | -24.6% |
| 절대기준 | -9.3%  | -26.4% | 026.6% |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 440,000 | 440,000 | -  |
| 영업이익(23) | 293     | 316     | ▼  |
| 영업이익(24) | 461     | 505     | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 2,309  | 2,572  | 2,122  | 2,406  |
| 영업이익         | 375    | 559    | 293    | 461    |
| 세전손익         | 491    | 609    | 437    | 502    |
| 당기순이익        | 396    | 436    | 353    | 358    |
| EPS(원)       | 18,078 | 19,847 | 16,010 | 16,313 |
| 증감률(%)       | -32.4  | 9.8    | -19.3  | 1.9    |
| PER(배)       | 35.6   | 22.6   | 20.8   | 20.4   |
| ROE(%)       | 12.6   | 13.7   | 10.6   | 10.1   |
| PBR(배)       | 4.5    | 3.1    | 2.1    | 2.0    |
| EV/EBITDA(배) | 30.3   | 13.7   | 17.2   | 11.7   |

자료: 유진투자증권



3 월 이후 아키에이지워, 프라시아전기, 나이트 크로우, 봉괴: 스타레일 등 국내에 경쟁 MMORPG 가 연달아 출시되면서 동사의 2 분기 모바일 매출에도 부정적인 영향이 예상된다. 5 월 10 일 나이트 크로우가 리니지 M 을 제치고 일매출 순위 1 위를 달성하고 현재까지도 1 위를 고수하고 있고 리니지 W 와 리니지 2M 도 순위가 다소 하락했다.

물론 지금까지 다수의 신작 MMORPG 들이 출시 효과로 높은 매출을 기록한 이후 순위가 하락했다는 점을 감안하면 이번 매출 순위 변동이 장기화될 것이라 단언하기는 조심스럽긴 하나 당장의 2 분기 실적에는 부정적일 전망이다. 이에 리니지 M, 리니지 2M, 리니지 W 의 2 분기 일평균 매출액은 각각 13.5 억원, 7.0 억원, 12.5 억원으로 추정한다.

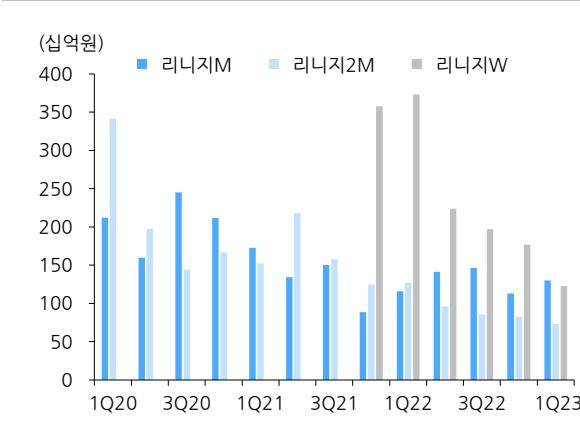
5 월 24 일부터 시작된 신작 TL 의 CBT 가 30 일 종료됐다. CBT 가 공개된 다음날인 25 일과 26 일 동사의 주가가 연달아 6%대 하락하며 CBT 유저들의 실망감이 반영됐다. 통상적으로 신작 게임이 출시되면 흥행 여부와는 별개로 유저들의 비판이 더 부각되기 마련이고, 필자는 이번 CBT 상 TL 이 긍정적인 면과 부정적인 면을 모두 보여줬다고 생각한다.

먼저 이번 CBT 에서 TL 은 지역 이벤트, 필드 보스, 길드 콘텐츠 등 다양한 인게임 콘텐츠를 제공했으며 심리스 월드 그래픽도 잘 구현됐다. 또한 TL 의 BM 은 부분유료화를 선택했는데, 기존 모바일게임과 다르게 과하지 않은 것으로 보인다. 국내와 대만과 같이 기존 리니지라이크 MMORPG 를 선호하는 유저들이 분포한 지역에서 TL 은 충분히 경쟁력 있는 게임이라 생각한다.

그럼에도 이번 CBT 에서 부정적인 면이 더 부각되는 이유는 결국 TL 이 기존 타겟했던 글로벌 유저들에게 어필이 되지 못했기 때문이다. CBT 에 참가한 해외유저들의 반응을 살펴보면 결국 전투의 타격감, 다소 루즈한 초반 콘텐츠 진행을 부정적인 요소로 꼽았는데 이로 인해 동사가 글로벌 출시한 기존 MMO 게임과 같이 TL 또한 출시 이후에도 특정지역에서만 유저층이 한정될 것이라는 우려가 더 크게 작용한 것이다.

TL 의 해외 유저들 반응이 좋지 못한 것은 아쉬운 부분이나 북미, 유럽 지역 매출 부진을 감안하더라도 2024 년 TL 의 일매출 10 억원은 가능할 것으로 전망한다. 또한 3 월 이후 국내 모바일게임 시장 경쟁 심화 또한 상당부분 주가에 반영됐었기 때문에 CBT 이후 주가 급락은 과도하다고 판단한다. 투자의견 BUY 와 목표주가 44 만원을 유지한다.

도표 97. 모바일 리니지 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 98. 모바일 게임 순위 (플레이스토어)

| 순위 | 게임명         | 게임사    |
|----|-------------|--------|
| 1  | 나이트 크로우     | 위메이드   |
| 2  | 리니지 M       | 엔씨소프트  |
| 3  | 리니지 W       | 엔씨소프트  |
| 4  | 오딘: 발할라 라이징 | 카카오게임즈 |
| 5  | 아키에이지 워     | 카카오게임즈 |
| 6  | 붕괴: 스타레이저   | 호요버스   |
| 7  | 프라시아 전기     | 넥슨게임즈  |
| 8  | 리니지 2M      | 엔씨소프트  |
| 9  | 원신          | 호요버스   |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

주: 5/29 일 기준

도표 99. TL 내 지역 이벤트



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 100. 전투 타격감에 대한 아쉬움 토로



자료: STOOPZ, 유진투자증권

도표 101. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)

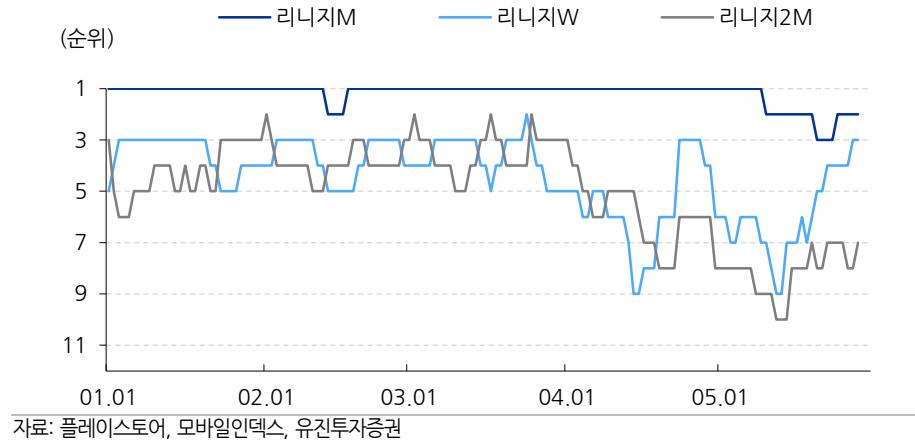
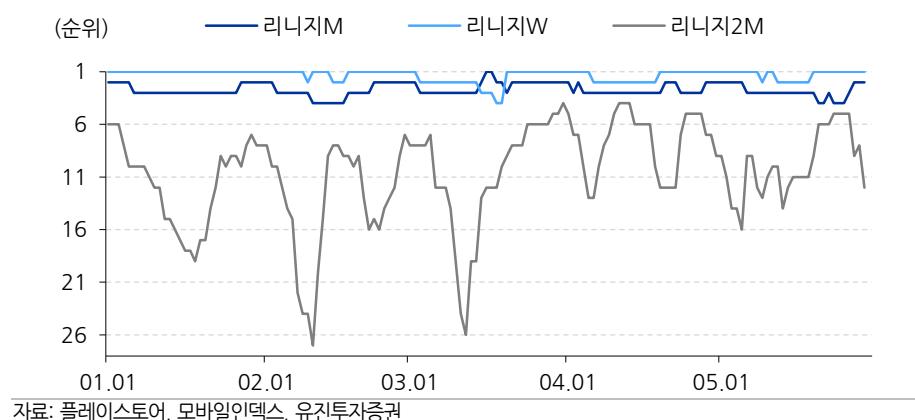


도표 102. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 103. 엔씨소프트 실적 추이

|              | 1Q22         | 2Q22         | 3Q22         | 4Q22         | 1Q23         | 2Q23E       | 3Q23E       | 4Q23E        | 2022         | 2023E        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>   | 790.3        | 629.3        | 604.2        | 547.9        | 478.8        | 467.1       | 518.8       | 657.6        | 2,571.8      | 2,122.2      |
| (%oy)        | 54.2%        | 16.8%        | 20.7%        | -27.6%       | -39.4%       | -25.8%      | -14.1%      | 20.0%        | 11.4%        | -17.5%       |
| PC 게임        | 93.1         | 95.9         | 97.1         | 104.4        | 91.4         | 97.2        | 90.6        | 174.5        | 390.4        | 453.7        |
| 모바일게임        | 640.7        | 475.2        | 437.3        | 381.0        | 330.8        | 312.1       | 357.0       | 403.9        | 1,934.3      | 1,403.8      |
| 리니지 M        | 115.9        | 141.2        | 146.5        | 112.8        | 130.1        | 122.9       | 133.4       | 124.2        | 516.5        | 510.6        |
| 리니지 2M       | 127.4        | 96.2         | 85.6         | 82.3         | 73.1         | 63.7        | 69.0        | 73.6         | 391.5        | 279.4        |
| 리니지 W        | 373.2        | 223.6        | 197.1        | 176.9        | 122.6        | 113.8       | 119.6       | 133.4        | 970.8        | 489.3        |
| 기타           | 17.7         | 22.2         | 26.5         | 23.7         | 14.3         | 21.7        | 27.8        | 24.3         | 90.1         | 88.1         |
| 로열티          | 38.8         | 36.0         | 43.3         | 38.9         | 42.3         | 36.0        | 43.3        | 55.0         | 157.0        | 176.7        |
| 영업비용         | 546.1        | 506.3        | 459.8        | 500.5        | 397.1        | 434.1       | 468.7       | 529.6        | 2,012.8      | 1,829.5      |
| (%oy)        | 19.8%        | 18.9%        | 13.7%        | -22.7%       | -27.3%       | -14.3%      | 1.9%        | 5.8%         | 4.1%         | -9.1%        |
| <b>영업이익</b>  | <b>244.2</b> | <b>123.0</b> | <b>144.4</b> | <b>47.4</b>  | <b>81.6</b>  | <b>33.0</b> | <b>50.1</b> | <b>128.0</b> | <b>559.0</b> | <b>292.7</b> |
| (%oy)        | 330.4%       | 9.0%         | 50.0%        | -56.7%       | -66.6%       | -73.2%      | -65.3%      | 169.9%       | 49.0%        | -47.6%       |
| OPM(%)       | 30.9%        | 19.5%        | 23.9%        | 8.7%         | 17.0%        | 7.1%        | 9.7%        | 19.5%        | 21.7%        | 13.8%        |
| 영업외손익        | -11.0        | 40.1         | 105.9        | -70.0        | 59.7         | 29.4        | 28.1        | 26.9         | 65.0         | 144.1        |
| 세전이익         | 233.2        | 163.1        | 250.4        | -22.6        | 141.3        | 62.4        | 78.2        | 154.9        | 624.0        | 436.8        |
| <b>지배순이익</b> | <b>168.9</b> | <b>118.6</b> | <b>181.8</b> | <b>-17.0</b> | <b>113.7</b> | <b>50.2</b> | <b>62.9</b> | <b>124.7</b> | <b>452.3</b> | <b>351.5</b> |
| (%oy)        | 108.8%       | 25.6%        | 82.3%        | 적자전환         | -32.7%       | -57.7%      | -65.4%      | 흑자전환         | 14.0%        | -22.3%       |

자료: 유진투자증권

도표 104. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 2308.8 | 2571.8 | 2122.2 | 2405.8 |
| 영업이익   | 375.2  | 559.0  | 292.7  | 460.5  |
| 세전이익   | 491.3  | 624.0  | 436.8  | 501.9  |
| 지배순이익  | 396.9  | 452.3  | 351.5  | 358.1  |
| EPS(원) | 18,079 | 20,603 | 16,010 | 16,313 |
| PER(배) | 17.8   | 15.6   | 20.1   | 19.7   |
| OPM(%) | 16.3%  | 21.7%  | 13.8%  | 19.1%  |
| NPM(%) | 17.2%  | 17.6%  | 16.6%  | 14.9%  |

자료: 유진투자증권

## 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>4,081</b> | <b>4,582</b> | <b>4,438</b> | <b>4,737</b> | <b>4,928</b> |
| 유동자산        | 2,444        | 2,453        | 2,691        | 3,032        | 3,249        |
| 현금성자산       | 796          | 677          | 1,376        | 1,635        | 1,866        |
| 매출채권        | 282          | 327          | 219          | 288          | 264          |
| 재고자산        | 1            | 6            | 1            | 4            | 4            |
| 비유동자산       | 1,637        | 2,129        | 1,747        | 1,705        | 1,679        |
| 투자자산        | 1,219        | 1,340        | 773          | 804          | 837          |
| 유형자산        | 368          | 747          | 930          | 857          | 797          |
| 기타          | 50           | 42           | 43           | 44           | 45           |
| <b>부채총계</b> | <b>937</b>   | <b>1,431</b> | <b>1,239</b> | <b>1,288</b> | <b>1,266</b> |
| 유동부채        | 509          | 663          | 515          | 560          | 533          |
| 매입채무        | 234          | 316          | 292          | 335          | 306          |
| 유동성이자부채     | 42           | 181          | 35           | 35           | 35           |
| 기타          | 233          | 166          | 188          | 190          | 192          |
| 비유동부채       | 427          | 767          | 724          | 728          | 733          |
| 비유동성이자부채    | 301          | 599          | 593          | 593          | 593          |
| 기타          | 126          | 168          | 130          | 135          | 139          |
| <b>자본총계</b> | <b>3,145</b> | <b>3,151</b> | <b>3,199</b> | <b>3,449</b> | <b>3,662</b> |
| 지배자분        | 3,142        | 3,149        | 3,196        | 3,447        | 3,660        |
| 자본금         | 11           | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 자본잉여금       | 433          | 433          | 433          | 433          | 433          |
| 이익잉여금       | 2,857        | 3,071        | 3,409        | 3,625        | 3,838        |
| 기타          | (160)        | (367)        | (658)        | (623)        | (623)        |
| 비자매지분       | 3            | 2            | 2            | 2            | 2            |
| <b>자본총계</b> | <b>3,145</b> | <b>3,151</b> | <b>3,199</b> | <b>3,449</b> | <b>3,662</b> |
| 총차입금        | 344          | 780          | 629          | 629          | 629          |
| 순차입금        | (452)        | 103          | (748)        | (1,006)      | (1,237)      |

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2020A         | 2021A         | 2022A         | 2023F         | 2024F         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>2,416</b>  | <b>2,309</b>  | <b>2,572</b>  | <b>2,122</b>  | <b>2,406</b>  |
| 증가율(%)        | 0.0           | (4.4)         | 11.4          | (17.5)        | 13.4          |
| <b>매출원가</b>   | <b>0</b>      | <b>2</b>      | <b>5</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>매출총이익</b>  | <b>2,416</b>  | <b>2,307</b>  | <b>2,567</b>  | <b>2,122</b>  | <b>2,406</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 1,591         | 1,932         | 2,008         | 1,830         | 1,945         |
| 기타영업손익        | 0             | 21            | 4             | (9)           | 6             |
| <b>영업이익</b>   | <b>825</b>    | <b>375</b>    | <b>559</b>    | <b>293</b>    | <b>461</b>    |
| 증가율(%)        | 0.0           | (54.5)        | 49.0          | (47.6)        | 57.3          |
| <b>EBITDA</b> | <b>891</b>    | <b>469</b>    | <b>665</b>    | <b>368</b>    | <b>522</b>    |
| 증가율(%)        | 0.0           | (47.3)        | 41.8          | (44.6)        | 41.8          |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(22)</b>   | <b>116</b>    | <b>50</b>     | <b>144</b>    | <b>41</b>     |
| 이자수익          | 35            | 49            | 52            | 38            | 33            |
| 이자비용          | 9             | 13            | 9             | 9             | 13            |
| 지분법손익         | (6)           | 16            | (8)           | 18            | (5)           |
| 기타영업손익        | (42)          | 65            | 16            | 98            | 27            |
| <b>세전순이익</b>  | <b>803</b>    | <b>491</b>    | <b>609</b>    | <b>437</b>    | <b>502</b>    |
| 증가율(%)        | 0.0           | (38.8)        | 24.0          | (28.3)        | 14.9          |
| 법인세비용         | 217           | 96            | 173           | 84            | 144           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>587</b>    | <b>396</b>    | <b>436</b>    | <b>353</b>    | <b>358</b>    |
| 증가율(%)        | 0.0           | (32.5)        | 10.2          | (19.0)        | 1.5           |
| 지배주주지분        | 587           | 397           | 436           | 351           | 358           |
| 증가율(%)        | 0.0           | (32.4)        | 9.8           | (19.3)        | 1.9           |
| 비자배지분         | (1)           | (1)           | 0             | 1             | 0             |
| <b>EPS(원)</b> | <b>26,756</b> | <b>18,078</b> | <b>19,847</b> | <b>16,010</b> | <b>16,313</b> |
| 증가율(%)        | 0.0           | (32.4)        | 9.8           | (19.3)        | 1.9           |
| 수정EPS(원)      | 26,756        | 18,078        | 19,847        | 16,010        | 16,313        |
| 증가율(%)        | 0.0           | (32.4)        | 9.8           | (19.3)        | 1.9           |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>708</b>   | <b>391</b>   | <b>736</b>   | <b>411</b>   | <b>416</b>   |
| 당기순이익                 | 587          | 396          | 436          | 353          | 358          |
| 자산상각비                 | 66           | 94           | 106          | 75           | 61           |
| 기타비현금성손익              | 251          | 21           | 253          | (180)        | (63)         |
| 운전자본증감                | (46)         | 35           | 50           | (38)         | (13)         |
| 매출채권감소(증가)            | 11           | (30)         | 101          | (69)         | 25           |
| 재고자산감소(증가)            | 0            | (0)          | 5            | (2)          | 0            |
| 매입채무증가(감소)            | 3            | 0            | 0            | 43           | (29)         |
| 기타                    | (60)         | 66           | (57)         | (9)          | (9)          |
| <b>투자현금</b>           | <b>(696)</b> | <b>(188)</b> | <b>(392)</b> | <b>(61)</b>  | <b>(86)</b>  |
| 단기투자자산감소              | (599)        | 100          | (156)        | (44)         | (46)         |
| 장기투자증권감소              | (30)         | 9            | 20           | (4)          | (27)         |
| 설비투자                  | 64           | 287          | 250          | 0            | 0            |
| 유형자산처분                | 2            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 무형자산처분                | (0)          | 0            | (3)          | (3)          | (3)          |
| <b>재무현금</b>           | <b>(159)</b> | <b>(112)</b> | <b>(304)</b> | <b>(136)</b> | <b>(145)</b> |
| 차입금증가                 | (40)         | 249          | (185)        | 0            | 0            |
| 자본증가                  | (108)        | (361)        | (119)        | (136)        | (145)        |
| 배당금지급                 | 108          | 176          | 119          | 136          | 145          |
| <b>현금 증감</b>          | <b>(146)</b> | <b>99</b>    | <b>30</b>    | <b>214</b>   | <b>185</b>   |
| <b>기초현금</b>           | <b>303</b>   | <b>157</b>   | <b>256</b>   | <b>286</b>   | <b>500</b>   |
| <b>기말현금</b>           | <b>157</b>   | <b>256</b>   | <b>286</b>   | <b>500</b>   | <b>685</b>   |
| Gross Cash flow       | 904          | 511          | 795          | 448          | 429          |
| Gross Investment      | 142          | 253          | 187          | 54           | 53           |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>761</b>   | <b>258</b>   | <b>609</b>   | <b>394</b>   | <b>376</b>   |

### 주요투자지표

|                    | 2020A   | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 26,756  | 18,078  | 19,847  | 16,010  | 16,313  |
| BPS                | 143,098 | 143,429 | 145,587 | 157,000 | 166,713 |
| DPS                | 8,550   | 5,860   | 6,680   | 6,600   | 6,600   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | 34.8    | 35.6    | 16.8    | 20.8    | 20.4    |
| PBR                | 6.5     | 4.5     | 2.3     | 2.1     | 2.0     |
| EV/ EBITDA         | 22.4    | 30.3    | 9.9     | 17.2    | 11.7    |
| 배당수익률              | 0.9     | 0.9     | 2.0     | 2.0     | 2.0     |
| PCR                | 22.6    | 27.6    | 9.2     | 16.3    | 17.1    |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 34.1    | 16.3    | 21.7    | 13.8    | 19.1    |
| EBITDA이익률          | 36.9    | 20.3    | 25.9    | 17.3    | 21.7    |
| 순이익률               | 24.3    | 17.1    | 17.0    | 16.6    | 14.9    |
| ROE                | 20.8    | 12.6    | 13.7    | 10.6    | 10.1    |
| ROIC               | 43.6    | 16.5    | 20.1    | 12.4    | 17.6    |
| <b>안정성(배, %)</b>   |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (14.4)  | 3.3     | (23.4)  | (29.2)  | (33.8)  |
| 유동비율               | 479.9   | 369.7   | 522.2   | 541.3   | 609.1   |
| 이자보상배율             | 91.9    | 28.5    | 59.0    | 31.8    | 34.3    |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.7     | 0.5     | 0.6     | 0.5     | 0.5     |
| 매출채권회전율            | 8.8     | 7.6     | 9.4     | 8.4     | 8.7     |
| 재고자산회전율            | 1,733.4 | 651.1   | 653.2   | 787.3   | 645.4   |
| 매입채무회전율            | 11.3    | 8.4     | 8.5     | 6.8     | 7.5     |

자료: 유진투자증권

# 카카오게임즈 (293490)

## 하반기 촘촘히 준비된 신작

투자의견  
**BUY(유지)**  
목표주가  
**48,000 원(유지)**  
현재주가  
**38,950 원(05/30)**  
시가총액  
**3,211(십억원)**

업종/업종 홍길동\_02)368-0000\_aaa@eugenefn.com

- ‘우마무스메’와 ‘에버소울’의 실적 부진이 1분기 모바일 매출 부진의 주요 원인으로 작용
- 다만 3월 출시한 ‘아키에이지 워’는 경쟁이 치열한 모바일게임 시장에서 현재까지 높은 매출 순위를 유지하고 있음
- 2분기 예정된 ‘아키에이지 워’의 공성전 및 다양한 콘텐츠 업데이트는 매출에 긍정적으로 기여할 전망
- 오딘은 최근 경쟁작들이 대거 출시되며 3월 이후 주춤했지만 큰 폭의 일매출 하락은 없는 것으로 판단
- 신작 ‘아레스’와 ‘가디스오더’의 출시가 지연되면서 2분기에는 오딘의 일본 출시만이 예정되어 있음. 큰 흥행을 기대 하긴 어려우나 3분기 오딘 매출에 일부 기여할 것으로 전망
- 과열된 MMORPG 시장 속에서도 오딘과 아키에이지 워는 매출 순위 상위권 유지 중. ‘아레스’를 포함한 신작 라인업이 하반기에 포집되어 있어 모멘텀은 여전히 유효

|             |        |
|-------------|--------|
| 주가(원, 5/30) | 38,950 |
| 시가총액(십억원)   | 3,211  |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 82,443천주 |
| 52주 최고가      | 63,000원  |
| 최저가          | 34,250원  |
| 52주 일간 Beta  | 1.04     |
| 60일 일평균거래대금  | 195억원    |
| 외국인 지분율      | 11.8%    |
| 배당수익률(2023F) | 0.0%     |

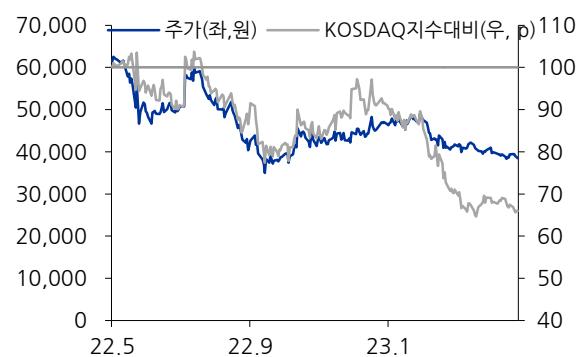
|              |       |
|--------------|-------|
| 주주구성         |       |
| 카카오 (외 18인)  | 53.7% |
| 자사주신탁 (외 1인) | 0.9%  |

| 주가상승 | 1M    | 6M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|
| 상대기준 | -4.5% | -27.2% | -32.6% |
| 절대기준 | -3.5% | -10.5% | -36.6% |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 48,000 | 48,000 | -  |
| 영업이익(23) | 182    | 202    | ▼  |
| 영업이익(24) | 223    | 262    | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액          | 1,012 | 1,148  | 1,376 | 1,541 |
| 영업이익         | 112   | 176    | 182   | 223   |
| 세전손익         | 722   | -195   | 179   | 220   |
| 당기순이익        | 520   | -196   | 138   | 165   |
| EPS(원)       | 6,825 | -2,839 | 1,280 | 1,808 |
| 증감률(%)       | 488.4 | 적전     | 흑전    | 41.3  |
| PER(배)       | 13.3  | na     | 30.4  | 21.5  |
| ROE(%)       | 34.1  | -12.4  | 6.2   | 8.3   |
| PBR(배)       | 3.4   | 2.2    | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA(배) | 43.7  | 15.5   | 14.8  | 12.1  |

자료: 유진투자증권



카카오게임즈의 1 분기 영업이익은 113 억원으로 시장 컨센서스(271 억원)를 크게 하회했는데, 모바일게임 매출 부진이 두드러졌다. 2021년 6월 출시한 오딘이 대哄행을 기록했지만 이듬해 6 월에 출시한 기대 신작 '우마무스메'가 초반 흥행 돌풍을 일으켰음에도 이를 계속해서 이어가는 데 실패했고, 올해 1월에 출시한 '에버소울'도 초반 양호했던 매출 순위가 무색하게 매출 순위가 빠르게 하락했다.

다만 3 월에 출시된 '아키에이지 워'는 출시 두 달이 지난 지금까지 5 위권 내 높은 매출 순위를 기록하고 있다. 다수의 MMORPG 신작들의 출시로 경쟁이 치열해진 국내 모바일게임 시장 환경을 감안한다면 유의미한 일매출 순위를 기록한 것으로 파악된다. 물론 중장기적인 매출 흥행을 아직 단언하기 힘들지만 향후 공성전 콘텐츠 추가 등 출시 초반 다양한 업데이트를 예고하고 있기 때문에 2 분기 매출에는 긍정적으로 작용할 전망이다. 반면 오딘은 경쟁작들이 대거 출시된 3 월 이후 소폭 하락하긴 했지만 큰 폭의 일매출 하락은 없는 것으로 파악된다.

기준 2, 3 분기에 각각 출시 예정이었던 '아레스: 라이즈 오브 가디언즈'와 '가디스오더'가 각각 3, 4 분기로 지연되면서 2 분기에는 오딘의 일본 지역 출시만을 남겨두고 있다. 현재 카카오게임즈는 오딘의 일본 지역 출시를 위해 4 월부터 사전 등록을 시작했고, 정식 출시일은 6월 15일로 예고됐다. 카카오게임즈는 일본 주요 대도시를 중심으로 미디어 설명회 및 사전 체험존을 운영했으며, 현재 사전 예약자 수는 50 만명을 돌파한 상황이다. 현재 사전 예약자 수와 일본 모바일 게임 시장 환경을 감안했을 때, 깜짝 흥행을 기대하긴 어려우나 3 분기에는 오딘 매출 성장에 일부분 기여할 것으로 기대한다.

최근 과열된 국내 모바일 MMORPG 경쟁이 치열한 상황임에도 오딘과 아키에이지 워의 일매출 순위가 5 위권에 안착해 있으며, 3 분기 '아레스: 라이즈 오브 가디언즈'를 비롯한 신작 라인업이 하반기에도 포진돼 있다는 점은 여전히 유효하다.

도표 105. 아키에이지 워



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 107. 아레스: 라이즈 오브 가디언즈 (3Q23)



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 109. 카카오게임즈 신작 출시 일정

| 출시일정 | 게임                     | 장르      | 자체개발 / 퍼블리싱 (개발사) | 디바이스      | 출시 지역      |
|------|------------------------|---------|-------------------|-----------|------------|
| 2Q23 | 오딘: 발할라 라이징            | MMORPG  | 자체개발(라이온하트)       | 모바일/PC    | 일본         |
| 3Q23 | 아레스: 라이즈 오브 가디언즈       | MMORPG  | 퍼블리싱(세컨드다이브)      | 모바일/PC    | 국내         |
|      | 보라베틀(6~10종)            | 캐주얼     | 자체개발(메타보라 외)      | 모바일(블록체인) | 글로벌        |
|      | NFT 기반 스포츠팬덤 커뮤니티 프로젝트 | 스포츠컨텐츠  | 자체개발(카카오 VX)      | 모바일(블록체인) | 국내         |
| 4Q23 | 가디스오더                  | 액션 RPG  | 퍼블리싱(로드컴플릿)       | 모바일       | 글로벌(중국 제외) |
|      | 에버소울                   | 수집형 RPG | 퍼블리싱(나인아크)        | 모바일       | 일본         |
|      | 오딘: 발할라 라이징            | MMORPG  | 자체개발(라이온하트)       | 모바일/PC    | 북미, 유럽     |

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 106. 오딘(일본) 사전 예약자 수 50만 돌파



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 108. 가디스오더(4Q23)



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

도표 110. 국내 오딘 매출순위 (플레이스토어)

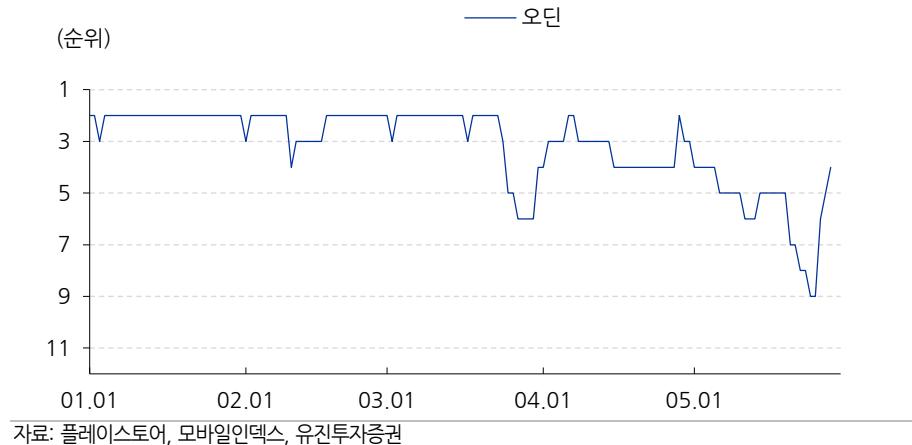


도표 111. 대만 오딘 매출순위 (플레이스토어)



도표 112. 국내 우마무스메 매출순위 (플레이스토어)

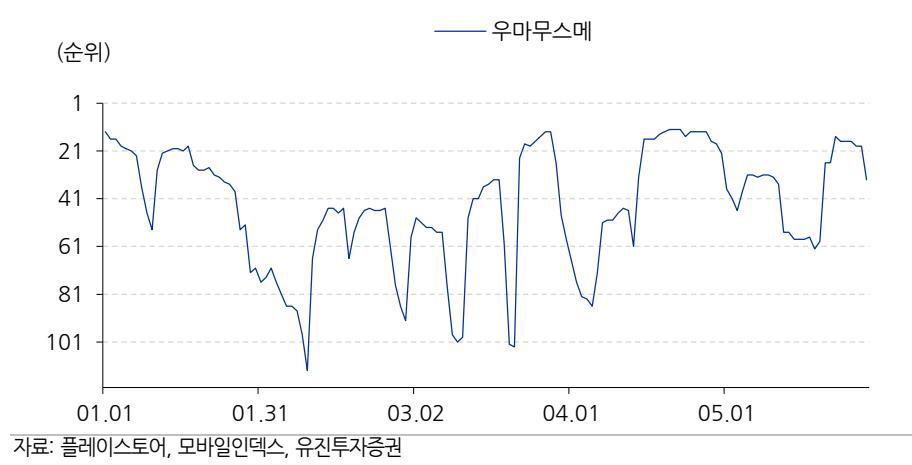
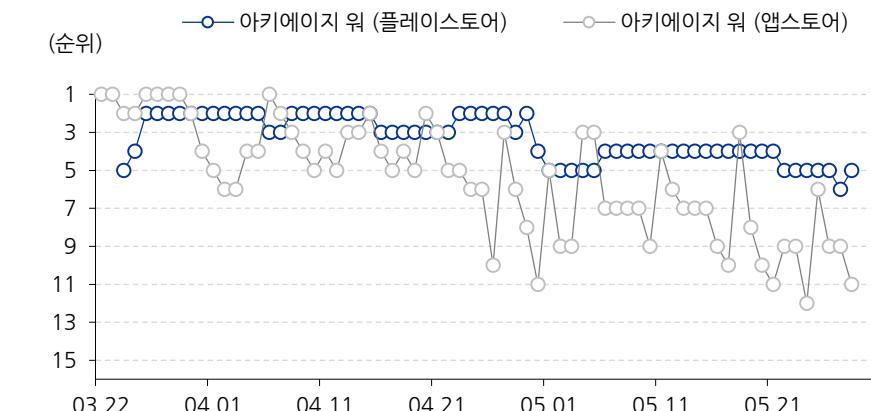


도표 113. 국내 아카이에이지 워 매출순위(플레이스토어, 앱스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 114. 국내 에버소울 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 115. 카카오게임즈 실적 추이

|        | 1Q22   | 2Q22    | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23E  | 2Q23E  | 3Q23E  | 4Q23E  | 2022   | 2023E  |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 266.3  | 338.8   | 306.9  | 235.7  | 249.2  | 340.5  | 372.9  | 413.5  | 1147.7 | 1376.0 |
| (%oy)  | 104.7% | 161.7%  | -34.2% | -17.8% | -6.5%  | 0.5%   | 21.5%  | 75.5%  | 13.4%  | 19.9%  |
| PC 게임  | 14.6   | 15.0    | 13.3   | 10.8   | 14.1   | 12.2   | 11.6   | 11.1   | 53.6   | 49.0   |
| 모바일게임  | 177.2  | 213.1   | 197.0  | 151.7  | 153.9  | 214.8  | 262.7  | 326.6  | 739.0  | 957.9  |
| 기타     | 74.5   | 110.8   | 96.6   | 73.2   | 81.2   | 113.5  | 98.6   | 75.8   | 355.1  | 369.1  |
| 영업비용   | 224.3  | 257.8   | 263.1  | 224.8  | 237.8  | 288.6  | 317.3  | 350.4  | 970.0  | 1194.1 |
| (%oy)  | 95.8%  | 112.4%  | -37.9% | -6.8%  | 6.0%   | 12.0%  | 20.6%  | 55.8%  | 7.7%   | 23.1%  |
| 영업이익   | 42.1   | 81.0    | 43.8   | 10.8   | 11.3   | 51.9   | 55.6   | 63.1   | 177.8  | 182.0  |
| (%oy)  | 169.7% | 900.5%  | 2.5%   | -76.2% | -73.1% | -36.0% | 27.0%  | 483.4% | 58.8%  | 2.4%   |
| OPM(%) | 15.8%  | 23.9%   | 14.3%  | 4.6%   | 4.6%   | 15.2%  | 14.9%  | 15.3%  | 15.5%  | 13.2%  |
| 영업외손익  | -7.9   | 35.9    | -17.3  | -375.9 | -8.6   | 5.5    | 1.0    | -0.9   | -365.2 | -3.0   |
| 세전이익   | 34.2   | 116.9   | 26.5   | -365.1 | 2.7    | 57.4   | 56.6   | 62.2   | -187.5 | 179.0  |
| 지배순이익  | 13.5   | 45.1    | 3.2    | -262.3 | 2.2    | 34.9   | 32.3   | 35.9   | -200.5 | 105.4  |
| (%oy)  | -34.7% | 4455.0% | -93.6% | 적자전환   | -83.5% | -22.6% | 923.9% | 흑자전환   | 적자전환   | 흑자전환   |

자료: 유진투자증권

도표 116. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액    | 1012.5 | 1147.7 | 1376.0 | 1541.2 |
| 영업이익   | 111.9  | 177.8  | 182.0  | 223.5  |
| 세전이익   | 722.1  | -187.5 | 179.0  | 220.5  |
| 지배순이익  | 528.7  | -200.5 | 105.4  | 148.8  |
| EPS(원) | 6,414  | -2,433 | 1,278  | 1,805  |
| PER(배) | 6.1    | -16.2  | 30.7   | 21.8   |
| OPM(%) | 11.1%  | 15.5%  | 13.2%  | 14.5%  |
| NPM(%) | 52.2%  | -17.5% | 7.7%   | 9.7%   |

자료: 유진투자증권

## 카카오게임즈(293490.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계     | 1,310 | 4,305 | 3,874 | 4,011 | 4,163 |
| 유동자산     | 696   | 1,151 | 1,057 | 1,226 | 1,407 |
| 현금성자산    | 590   | 933   | 802   | 810   | 1,016 |
| 매출채권     | 61    | 102   | 85    | 154   | 143   |
| 재고자산     | 12    | 60    | 123   | 214   | 199   |
| 비유동자산    | 614   | 3,154 | 2,817 | 2,784 | 2,756 |
| 투자자산     | 412   | 950   | 690   | 718   | 748   |
| 유형자산     | 49    | 75    | 93    | 88    | 85    |
| 기타       | 153   | 2,128 | 2,033 | 1,977 | 1,923 |
| 부채총계     | 285   | 1,885 | 1,859 | 1,953 | 1,956 |
| 유동부채     | 159   | 843   | 267   | 348   | 338   |
| 매입채무     | 67    | 663   | 86    | 167   | 155   |
| 유동성이자부채  | 30    | 54    | 69    | 69    | 69    |
| 기타       | 63    | 126   | 111   | 112   | 114   |
| 비유동부채    | 125   | 1,042 | 1,592 | 1,605 | 1,618 |
| 비유동이자부채  | 84    | 615   | 1,225 | 1,225 | 1,225 |
| 기타       | 41    | 427   | 367   | 380   | 393   |
| 자본총계     | 1,025 | 2,420 | 2,015 | 2,058 | 2,206 |
| 지배자분     | 1,003 | 2,101 | 1,682 | 1,724 | 1,873 |
| 자본금      | 7     | 8     | 8     | 8     | 8     |
| 자본잉여금    | 728   | 1,054 | 1,133 | 1,133 | 1,133 |
| 이익잉여금    | 179   | 741   | 507   | 612   | 761   |
| 기타       | 88    | 299   | 33    | (29)  | (29)  |
| 비자배지분    | 23    | 319   | 333   | 333   | 333   |
| 자본총계     | 1,025 | 2,420 | 2,015 | 2,058 | 2,206 |
| 총차입금     | 114   | 669   | 1,294 | 1,294 | 1,294 |
| 순차입금     | (476) | (264) | 492   | 484   | 279   |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)         | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금             | 82    | 228   | 134   | 60    | 258   |
| 당기순이익            | 68    | 520   | (196) | 138   | 165   |
| 자산상각비            | 22    | 43    | 93    | 67    | 65    |
| 기타비현금성손익         | (1)   | (595) | 395   | (90)  | (11)  |
| 운전자본증감           | (15)  | 57    | (80)  | (79)  | 14    |
| 매출채권감소(증가)       | (12)  | 79    | 7     | (69)  | 10    |
| 재고자산감소(증가)       | 0     | (11)  | (63)  | (91)  | 15    |
| 매입채무증가(감소)       | 12    | (21)  | 15    | 80    | (11)  |
| 기타               | (15)  | 10    | (39)  | 1     | 1     |
| 투자현금             | (168) | (804) | (964) | (59)  | (60)  |
| 단기투자자산감소         | 7     | (135) | (119) | (7)   | (7)   |
| 장기투자증권감소         | (45)  | (203) | (9)   | (35)  | (36)  |
| 설비투자             | 28    | 11    | 24    | 0     | 0     |
| 유형자산처분           | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산처분           | (2)   | (15)  | 7     | (7)   | (7)   |
| 재무현금             | 409   | 818   | 644   | 0     | 0     |
| 차입금증가            | (31)  | 478   | 612   | 0     | 0     |
| 자본증가             | 411   | 218   | 158   | 0     | 0     |
| 배당금지급            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금 증감            | 320   | 241   | (182) | 1     | 198   |
| 기초현금             | 247   | 567   | 809   | 627   | 628   |
| 기말현금             | 567   | 809   | 627   | 628   | 826   |
| Gross Cash flow  | 88    | (31)  | 292   | 139   | 243   |
| Gross Investment | 190   | 613   | 925   | 131   | 38    |
| Free Cash Flow   | (102) | (644) | (633) | 9     | 205   |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)   | 2020A | 2021A | 2022A   | 2023F | 2024F |
|------------|-------|-------|---------|-------|-------|
| 매출액        | 496   | 1,012 | 1,148   | 1,376 | 1,541 |
| 증가율(%)     | 0.0   | 104.3 | 13.4    | 19.9  | 12.0  |
| 매출원가       | 0     | 0     | 0       | 0     | 0     |
| 매출총이익      | 496   | 1,012 | 1,148   | 1,376 | 1,541 |
| 판매 및 일반관리비 | 429   | 901   | 972     | 1,194 | 1,318 |
| 기타영업손익     | 0     | 110   | 8       | 23    | 10    |
| 영업이익       | 67    | 112   | 176     | 182   | 223   |
| 증가율(%)     | 0.0   | 68.2  | 57.1    | 3.5   | 22.8  |
| EBITDA     | 89    | 155   | 269     | 249   | 288   |
| 증가율(%)     | 0.0   | 74.8  | 73.4    | (7.3) | 15.6  |
| 영업외손익      | 11    | 610   | (371)   | (3)   | (3)   |
| 이자수익       | 3     | 7     | 17      | 13    | 13    |
| 이자비용       | 5     | 7     | 15      | 9     | 9     |
| 지분법손익      | (0)   | 677   | (142)   | (16)  | (16)  |
| 기타영업손익     | 14    | (67)  | (230)   | 9     | 9     |
| 세전순이익      | 78    | 722   | (195)   | 179   | 220   |
| 증가율(%)     | 0.0   | 826.5 | 적전      | 흑전    | 23.2  |
| 법인세비용      | 10    | 202   | 1       | 41    | 55    |
| 당기순이익      | 68    | 520   | (196)   | 138   | 165   |
| 증가율(%)     | 0.0   | 670.5 | 적전      | 흑전    | 20.1  |
| 지배주주지분     | 86    | 529   | (234)   | 105   | 149   |
| 증가율(%)     | 0.0   | 514.9 | 적전      | 흑전    | 41.3  |
| 비자배지분      | (18)  | (9)   | 38      | 32    | 17    |
| EPS(원)     | 1,160 | 6,825 | (2,839) | 1,280 | 1,808 |
| 증가율(%)     | 0.0   | 488.4 | 적전      | 흑전    | 41.3  |
| 수정EPS(원)   | 1,160 | 6,825 | (2,839) | 1,280 | 1,808 |
| 증가율(%)     | 0.0   | 488.4 | 적전      | 흑전    | 41.3  |

### 주요투자지표

|             | 2020A  | 2021A  | 2022A   | 2023F  | 2024F  |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 주당지표(원)     |        |        |         |        |        |
| EPS         | 1,160  | 6,825  | (2,839) | 1,280  | 1,808  |
| BPS         | 13,529 | 27,129 | 20,435  | 20,954 | 22,762 |
| DPS         | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 밸류에이션(배, %) |        |        |         |        |        |
| PER         | 39.7   | 13.3   | n/a     | 30.4   | 21.5   |
| PBR         | 3.4    | 3.4    | 1.9     | 1.9    | 1.7    |
| EV/EBITDA   | 33.0   | 43.7   | 13.8    | 14.8   | 12.1   |
| 배당수익률       | 0.0    | 0.0    | n/a     | n/a    | n/a    |
| PCR         | 38.6   | n/a    | 11.0    | 23.0   | 13.2   |
| 수익성(%)      |        |        |         |        |        |
| 영업이익률       | 13.4   | 11.1   | 15.3    | 13.2   | 14.5   |
| EBITDA이익률   | 17.9   | 15.3   | 23.4    | 18.1   | 18.7   |
| 순이익률        | 13.6   | 51.4   | (17.1)  | 10.0   | 10.7   |
| ROE         | 12.1   | 34.1   | (12.4)  | 6.2    | 8.3    |
| ROI         | 38.1   | 10.0   | 7.4     | 6.8    | 8.3    |
| 안정성(배, %)   |        |        |         |        |        |
| 순차입금/자기자본   | (46.5) | (10.9) | 24.4    | 23.5   | 12.6   |
| 유동비율        | 436.6  | 136.6  | 396.0   | 352.2  | 416.3  |
| 이자보상배율      | 13.5   | 16.2   | 11.6    | 20.4   | 25.1   |
| 활동성 (회)     |        |        |         |        |        |
| 총자산회전율      | 0.5    | 0.4    | 0.3     | 0.3    | 0.4    |
| 매출채권회전율     | 10.0   | 12.4   | 12.3    | 11.5   | 10.4   |
| 재고자산회전율     | 42.0   | 28.2   | 12.5    | 8.2    | 7.5    |
| 매입채무회전율     | 8.4    | 2.8    | 3.1     | 10.9   | 9.6    |

편집상의 공백페이지입니다

# 펄어비스 (263750)

하반기 개발 완료되는 ‘붉은 사막’

|                        |
|------------------------|
| 투자의견                   |
| <b>BUY(유지)</b>         |
| 목표주가                   |
| <b>52,000 원(유지)</b>    |
| 현재주가                   |
| <b>46,950 원(05/30)</b> |
| 시가총액                   |
| <b>3,016(십억원)</b>      |

업종/업종 홍길동\_02)368-0000\_aaa@eugenefn.com

- 지난해 4분기 개최된 글로벌 오프라인 행사 효과로 반등했던 PC검은사막 유저 트래픽이 유의미한 수익화로 이어지지 못하며 1분기 실적 시장 컨센서스 하회
- 다만 2분기는 국내 PC검은사막, 3분기에는 글로벌 PC검은사막에서의 대규모 업데이트(아침의 나라) 효과 반영되어 매출에 긍정적으로 작용할 전망
- 자사 인턴십 종료 및 자회사 팩토리얼게임즈 사업 정리 영향으로 3분기 이후 인건비 감소할 것으로 전망
- 1분기 축소된 마케팅비용은 PC검은사막 업데이트 및 신작 ‘붉은사막’ 홍보 등으로 점차 확대될 것으로 예상
- ‘붉은사막’의 하반기 개발 완료 및 내년 상반기 출시라는 목표는 여전히 유효한 것으로 판단하고 향후 인게임 영상 공개 등의 신작 출시 기대감이 주가에 더 민감하게 반응할 것으로 전망

|             |        |
|-------------|--------|
| 주가(원, 5/30) | 46,950 |
| 시가총액(십억원)   | 3,016  |

|              |          |
|--------------|----------|
| 발행주식수        | 64,248천주 |
| 52주 최고가      | 63,900원  |
| 최저가          | 37,350원  |
| 52주 일간 Beta  | 0.98     |
| 60일 일평균거래대금  | 140억원    |
| 외국인 지분율      | 14.5%    |
| 배당수익률(2023F) | 0.0%     |

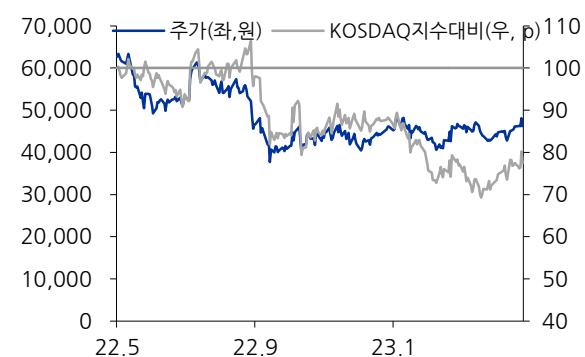
|             |       |
|-------------|-------|
| 주주구성        |       |
| 김대일 (외 13인) | 44.2% |
| 서용수 (외 1인)  | 5.2%  |

|      |      |       |        |
|------|------|-------|--------|
| 주가상승 | 1M   | 6M    | 12M    |
| 상대기준 | 8.0% | -8.8% | -21.2% |
| 절대기준 | 9.1% | 7.9%  | -25.1% |

|          |        |        |    |
|----------|--------|--------|----|
| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 52,000 | 52,000 | -  |
| 영업이익(23) | 11     | 23     | ▼  |
| 영업이익(24) | 185    | 211    | ▼  |

| 12 월 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 404   | 386   | 381   | 663   |
| 영업이익         | 43    | 16    | 11    | 185   |
| 세전손익         | 78    | -56   | 41    | 215   |
| 당기순이익        | 59    | -43   | 31    | 167   |
| EPS(원)       | 896   | -669  | 480   | 2,605 |
| 증감률(%)       | -41.9 | 적전    | 흑전    | 442.4 |
| PER(배)       | 154.3 | na    | 97.8  | 18.0  |
| ROE(%)       | 8.8   | -6.1  | 4.4   | 21.3  |
| PBR(배)       | 12.7  | 3.9   | 4.3   | 3.5   |
| EV/EBITDA(배) | 137.9 | 63.5  | 119.8 | 14.2  |

자료: 유진투자증권



펄어비스는 1분기 영업이익 11억원을 기록했는데, 이는 컨센서스(58억원)를 하회하는 실적이다. 실적 부진의 원인은 PC매출 부진에 기인하는데, 지난해 4분기 글로벌 오프라인 행사 개최 등의 효과로 반등했던 검은사막 유저 트래픽이 1분기까지 이어지지 못하며 시장의 기대치를 하회했다.

다만 2분기에는 3월 29일 국내 PC검은사막 대규모 업데이트(아침의나라) 효과가 온기 반영되며 PC 매출의 반등이 예상된다. 또한 2분기 중으로 글로벌 PC 검은사막에도 아침의나라 업데이트가 진행되어 3분기까지 매출에 긍정적으로 작용할 전망이다.

1분기에는 인턴십 종료, 팩토리얼게임즈 사업정리 영향으로 인력 감소가 있어 인센티브가 반영되는 2분기를 기점으로 인건비는 감소할 전망이다. 1분기 축소된 마케팅 비용은 PC 검은사막 업데이트 및 하반기 신작 '붉은사막' 홍보 등으로 점차 확대될 것으로 예상된다.

현재 동사의 기대 신작인 '붉은사막'은 하반기 개발 완료를 앞두고 있고 글로벌 출시는 내년도 상반기로 전망된다. 6월 개최 예정이던 글로벌 게임쇼 'E3'가 취소되면서 8월 개최 예정인 독일 '게임스컴'에 붉은사막의 인게임 영상 공개 가능성이 높아졌다. 붉은사막은 출시후 PC/콘솔 플랫폼에서 패키지 형태로 판매되다가 일정 시간이 경과한 뒤부터는 멀티플레이 형태로 라이브 서비스될 예정이다. 이를 통해 '붉은 사막'으로부터 중장기적인 수익구조를 기대해볼 수 있다. 관계사인 빅게임스튜디오(지분율 38.1%)에서 5월 25일 '블랙클로버 M'을 출시됐으며, 2분기부터 지분법으로 반영될 예정이다.

장기간 개발이 지연된 '붉은사막'의 개발 완료 시점이 현재 하반기로 가시화가 됐다고 판단돼 추가적인 개발 지연 가능성도 낮다. 또한 하반기 '붉은사막' 개발이 완료될 경우 투입된 개발인력들이 '도깨비(DokeV)' 등의 신작으로 재배치돼 차기 신작 개발도 진행될 것으로 보인다. 동사의 기존 게임들이 안정적으로 서비스되고 있으며, 동사의 주가를 얹눌러온 신작 개발 지연 리스크보다 인게임 영상 공개 등을 통한 신작 출시 기대감이 주가에 더 민감하게 반응할 것으로 전망한다.

도표 117. 검은사막 대규모 업데이트 '아침의 나라'



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 118. 블랙클로버 M (5/25 출시)



자료: 빅게임스튜디오, 유진투자증권  
주: 블랙클로버 M 의 실적은 지분법으로 반영된다

도표 119. 하반기 개발 완료 예정인 '붉은 사막'



자료: 펠어비스, 유진투자증권

도표 120. '도깨비(DokeV)' 개발도 속도를 낼까



자료: 펠어비스, 유진투자증권

## 실적전망 및 밸류에이션

도표 121. 펠어비스 실적 추이

|        | 1Q22   | 2Q22    | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   | 2Q23E  | 3Q23E  | 4Q23E | 2022   | 2023E  |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액    | 91.4   | 94.0    | 97.3   | 103.2  | 85.8   | 97.9   | 94.6   | 102.5 | 385.9  | 380.8  |
| (%oy)  | -9.4%  | 6.2%    | 0.9%   | -12.5% | -6.2%  | 4.1%   | -2.7%  | -0.7% | -4.4%  | -1.3%  |
| 게임부문   | 89.4   | 91.9    | 96.0   | 88.8   | 84.4   | 95.7   | 93.3   | 89.9  | 366.1  | 363.3  |
| PC 게임  | 62.6   | 66.2    | 73.9   | 68.4   | 62.5   | 73.8   | 71.6   | 69.1  | 271.1  | 276.9  |
| 모바일게임  | 21.5   | 19.3    | 15.4   | 14.2   | 16.9   | 15.8   | 15.5   | 15.1  | 70.3   | 63.3   |
| 콘솔     | 5.4    | 6.4     | 6.7    | 6.2    | 5.1    | 6.1    | 6.2    | 5.7   | 24.7   | 23.1   |
| 기타부문   | 2.0    | 2.1     | 1.3    | 14.4   | 1.4    | 2.2    | 1.3    | 12.6  | 19.8   | 17.5   |
| 영업비용   | 86.3   | 98.2    | 85.3   | 99.6   | 84.7   | 95.7   | 92.7   | 96.7  | 369.4  | 369.7  |
| (%oy)  | -1.8%  | 3.9%    | -1.0%  | 7.9%   | -1.8%  | -2.6%  | 8.6%   | -2.9% | 2.4%   | 0.1%   |
| 영업이익   | 5.2    | -4.2    | 12.0   | 3.6    | 1.1    | 2.2    | 2.0    | 5.8   | 16.5   | 11.1   |
| (%oy)  | -60.4% | 격자지속    | 17.0%  | -86.0% | -78.9% | 흑자전환   | -83.5% | 62.2% | -61.6% | -32.9% |
| OPM(%) | 5.7%   | -4.5%   | 12.3%  | 3.5%   | 1.3%   | 2.2%   | 2.1%   | 5.7%  | 4.3%   | 2.9%   |
| 영업외순익  | 1.2    | 19.9    | 18.0   | -107.5 | 12.5   | 5.4    | 7.2    | 4.7   | -684   | 29.7   |
| 세전이익   | 6.3    | 15.7    | 29.9   | -103.9 | 13.6   | 7.5    | 9.1    | 10.5  | -51.9  | 40.7   |
| 법인세    | 5.8    | 32.0    | 21.3   | -100.4 | 9.4    | 6.0    | 7.2    | 8.3   | -41.2  | 30.9   |
| 당기순이익  | -71.9% | 1028.1% | -20.4% | 격자전환   | 61.9%  | -81.4% | -66.2% | 흑자전환  | 격자전환   | 흑자전환   |
| (%oy)  | 91.4   | 94.0    | 97.3   | 103.2  | 85.8   | 97.9   | 94.6   | 102.5 | 385.9  | 380.8  |

자료: 유진투자증권

도표 122. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

| (십억원)  | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E |
|--------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액    | 403.8 | 385.9  | 380.8 | 662.7 |
| 영업이익   | 43.0  | 16.5   | 11.1  | 185.1 |
| 세전이익   | 77.7  | -51.9  | 40.7  | 214.6 |
| 지배순이익  | 59.4  | -41.1  | 30.9  | 167.4 |
| EPS(원) | 924   | -640   | 480   | 2,605 |
| PER(배) | 49.8  | -      | 95.9  | 17.7  |
| OPM(%) | 10.6% | 4.3%   | 2.9%  | 27.9% |
| NPM(%) | 14.7% | -10.7% | 8.1%  | 25.3% |

자료: 유진투자증권

## 펄어비스(263750.KQ) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원) | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 자산총계     | 897   | 1,357 | 1,223 | 1,224 | 1,407 |
| 유동자산     | 482   | 722   | 557   | 563   | 748   |
| 현금성자산    | 410   | 316   | 351   | 351   | 520   |
| 매출채권     | 53    | 58    | 52    | 56    | 71    |
| 재고자산     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산    | 415   | 635   | 666   | 662   | 658   |
| 투자자산     | 49    | 195   | 225   | 234   | 244   |
| 유형자산     | 97    | 137   | 210   | 205   | 201   |
| 기타       | 270   | 302   | 231   | 222   | 214   |
| 부채총계     | 260   | 638   | 523   | 524   | 539   |
| 유동부채     | 182   | 274   | 236   | 235   | 248   |
| 매입채무     | 40    | 49    | 47    | 44    | 56    |
| 유동성이자부채  | 90    | 135   | 94    | 94    | 94    |
| 기타       | 52    | 90    | 96    | 97    | 98    |
| 비유동부채    | 79    | 363   | 287   | 289   | 291   |
| 비유동성이자부채 | 33    | 304   | 235   | 235   | 235   |
| 기타       | 45    | 59    | 52    | 54    | 56    |
| 자본총계     | 637   | 719   | 699   | 701   | 868   |
| 지배지분     | 637   | 719   | 699   | 701   | 868   |
| 자본금      | 7     | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 자본잉여금    | 202   | 211   | 216   | 216   | 216   |
| 이익잉여금    | 490   | 549   | 483   | 513   | 681   |
| 기타       | (62)  | (48)  | (6)   | (35)  | (35)  |
| 비지배지분    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계     | 637   | 719   | 699   | 701   | 868   |
| 총차입금     | 123   | 440   | 329   | 329   | 329   |
| 순차입금     | (287) | 123   | (22)  | (22)  | (191) |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)         | 2020A | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금             | 157   | 64    | 48    | 4     | 171   |
| 당기순이익            | 101   | 59    | (43)  | 31    | 167   |
| 자산상각비            | 22    | 24    | 26    | 14    | 13    |
| 기타비현금성손익         | 56    | (21)  | 93    | (122) | (78)  |
| 운전자본증감           | 23    | 25    | (15)  | (8)   | (4)   |
| 매출채권감소(증가)       | 18    | 1     | 5     | (5)   | (15)  |
| 재고자산감소(증가)       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무증가(감소)       | 0     | 0     | 0     | (2)   | 12    |
| 기타               | 5     | 25    | (20)  | (1)   | (1)   |
| 투자현금             | (70)  | (238) | (108) | (11)  | (10)  |
| 단기투자자산감소         | (38)  | (110) | (30)  | (8)   | (8)   |
| 장기투자증권감소         | (3)   | (56)  | 1     | (1)   | 1     |
| 설비투자             | 27    | 47    | 94    | 0     | 0     |
| 유형자산처분           | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 무형자산처분           | (2)   | (1)   | 12    | (0)   | (0)   |
| 재무현금             | (56)  | 211   | (23)  | 0     | 0     |
| 차입금증가            | (15)  | 210   | (23)  | 0     | 0     |
| 자본증가             | (41)  | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금 증감            | 26    | 42    | (84)  | (8)   | 161   |
| 기초현금             | 176   | 202   | 244   | 160   | 152   |
| 기말현금             | 202   | 244   | 160   | 152   | 313   |
| Gross Cash flow  | 179   | 63    | 75    | 11    | 175   |
| Gross Investment | 10    | 102   | 93    | 11    | 6     |
| Free Cash Flow   | 169   | (40)  | (18)  | 0     | 169   |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)   | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023F   | 2024F  |
|------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 매출액        | 404    | 386    | 381    | 663     | 669    |
| 증가율(%)     | (17.4) | (4.5)  | (1.3)  | 74.0    | 1.0    |
| 매출원가       | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| 매출총이익      | 404    | 386    | 381    | 663     | 669    |
| 판매 및 일반관리비 | 361    | 369    | 370    | 478     | 578    |
| 기타영업손익     | 9      | 2      | 0      | 29      | 21     |
| 영업이익       | 43     | 16     | 11     | 185     | 92     |
| 증가율(%)     | (72.7) | (61.9) | (32.3) | 1,569.4 | (50.4) |
| EBITDA     | 67     | 42     | 25     | 198     | 105    |
| 증가율(%)     | (62.4) | (37.5) | (40.6) | 694.0   | (47.3) |
| 영업외손익      | 35     | (72)   | 30     | 30      | 19     |
| 이자수익       | 3      | 7      | 10     | 3       | 11     |
| 이자비용       | 4      | 9      | 14     | 4       | 4      |
| 지분법손익      | (3)    | 6      | 6      | 8       | 8      |
| 기타영업손익     | 39     | (76)   | 28     | 23      | 4      |
| 세전순이익      | 78     | (56)   | 41     | 215     | 111    |
| 증가율(%)     | (45.2) | 적전     | 흑전     | 426.6   | (48.2) |
| 법인세비용      | 18     | (13)   | 10     | 47      | 24     |
| 당기순이익      | 59     | (43)   | 31     | 167     | 87     |
| 증가율(%)     | (41.1) | 적전     | 흑전     | 442.4   | (48.2) |
| 지배주주지분     | 59     | (43)   | 31     | 167     | 87     |
| 증가율(%)     | (41.1) | 적전     | 흑전     | 442.4   | (48.2) |
| 비자배지분      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0      |
| EPS(원)     | 896    | (669)  | 480    | 2,605   | 1,349  |
| 증가율(%)     | (41.9) | 적전     | 흑전     | 442.4   | (48.2) |
| 수정EPS(원)   | 896    | (669)  | 480    | 2,605   | 1,349  |
| 증가율(%)     | (41.9) | 적전     | 흑전     | 442.4   | (48.2) |

### 주요투자자지표

|             | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)     |        |        |        |        |        |
| EPS         | 896    | (669)  | 480    | 2,605  | 1,349  |
| BPS         | 10,857 | 10,887 | 10,907 | 13,512 | 14,861 |
| DPS         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 밸류에이션(배, %) |        |        |        |        |        |
| PER         | 154.3  | n/a    | 97.8   | 18.0   | 34.8   |
| PBR         | 12.7   | 3.9    | 4.3    | 3.5    | 3.2    |
| EV/EBITDA   | 137.9  | 63.5   | 119.8  | 15.1   | 27.0   |
| 배당수익률       | 0.0    | 0.0    | n/a    | n/a    | n/a    |
| PCR         | 145.8  | 35.8   | 268.0  | 17.3   | 32.2   |
| 수익성(%)      |        |        |        |        |        |
| 영업이익률       | 10.6   | 4.2    | 2.9    | 27.9   | 13.7   |
| EBITDA이익률   | 16.7   | 10.9   | 6.6    | 29.9   | 15.6   |
| 순이익률        | 14.7   | (11.1) | 8.1    | 25.3   | 13.0   |
| ROE         | 8.8    | (6.1)  | 4.4    | 21.3   | 9.5    |
| ROI         | 6.5    | 2.0    | 1.7    | 29.5   | 14.9   |
| 안정성 (배, %)  |        |        |        |        |        |
| 순차입금/자기자본   | 17.2   | (3.2)  | (3.2)  | (22.0) | (29.5) |
| 유동비율        | 263.2  | 235.6  | 239.7  | 302.2  | 337.5  |
| 이자보상배율      | 10.0   | 1.8    | 0.8    | 42.8   | 21.2   |
| 활동성 (회)     |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율      | 0.4    | 0.3    | 0.3    | 0.5    | 0.5    |
| 매출채권회전율     | 7.3    | 7.0    | 7.1    | 10.4   | 9.4    |
| 재고자산회전율     | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| 매입채무회전율     | 9.1    | 8.0    | 8.3    | 13.1   | 11.8   |

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당시의 등의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 94% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 5%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 1%  |

(2023.03.31 기준)

