



인터넷/게임

이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

Contents

I. 인터넷: 성장기에서 성숙기로	6
구글, 메타와 멀어진 네이버, 카카오	6
광고: 점진적 회복	9
커머스: 온라인 쇼핑은 성장 중	16
네카오 생성형 AI	19

II. 게임: 각자도생(各自圖生)	26
자기장에 갇힌 국내 모바일 게임 시장	26
중국 판호, 기대 이하의 성적표	28
2023 년은 콘솔의 해	32
지스타 2023 참관 후기	37

기업분석	45
NAVER(035420)	
카카오(035720)	
크래프톤(259960)	
엔씨소프트(036570)	
더블유게임즈(192080)	
카카오게임즈(293490)	
넷마블(251270)	
펄어비스(263750)	
네오위즈(095660)	

이제는 더 이상 물러날 곳이 없다

TOP PICK

인터넷 섹터에서는 생성형 AI 서비스 및 수익성 개선 가시성이 높은 네이버를, 게임 섹터에서는 국내 모바일 게임 매출 비중이 적고 안정적인 실적과 기대 신작을 보유한 크래프톤을 탑픽으로 선정한다.

인터넷: 성장기에서 성숙기로

2024년에는 인터넷 플랫폼 전반의 사업부문의 외형성장이 제한적일 가운데, 주가 향방은 수익성에 초점이 맞춰질 것으로 전망한다. 이는 상대적으로 다양한 사업 영역에서도 가장 마진율이 높은 광고 매출의 반등 가능성이 더욱 중요해졌음을 의미한다. 국내 온라인 광고경기전망지수는 하반기로 접어들면서는 지난해와 비슷하거나 이를 상회하기도 했다. 물론 국내 광고 시장이 호황이었던 2021년 혹은 그 이전과는 아직 괴리가 나타났지만 개선되는 흐름은 보이고 있다는 점은 긍정적이다.

온라인쇼핑 거래액은 엔데믹 이후 7개 분기 만에 소폭이지만 성장률이 반등하는 추세이고, 이는 온라인쇼핑 내 서비스 거래가 전체 성장률을 견인한 것으로 추정된다. 3분기 기준 소매판매액 대비 온라인쇼핑 거래액 침투율은 36.2%로 내년에도 온라인쇼핑 거래액 성장이 소매판매 거래액 성장을 상회하며 침투율 상승세는 지속될 전망이다.

올해 큰 화두가 됐던 생성형 AI는 서비스의 품질 향상 뿐만 아니라 BM, 즉 수익화 여부에도 관심이 집중되고 있다. 현재 네이버는 CUE: 등 실제 서비스를 런칭했고, 카카오는 오픈채팅 AI 콘텐츠 봇 출시를 준비 중에 있다. 양사 모두 현재로서는 AI 서비스를 통한 직접적인 수익보다는 기존 서비스와의 결합을 통한 시너지 창출 효과를 기대하고 있다.

Executive Summary

by 정의훈

게임: 각자도생

국내 모바일 게임 시장의 매출 천장이 낮아지는 가운데, 대부분의 신작들은 출시 효과를 받는 초기를 지나면 매출 순위가 빠르게 떨어지는 현상이 반복되고 있다. 좁아지고 있는 자기장 속에서 신작들이 기존 MMO 터줏대감들과 경쟁에서 살아남는 것이 더욱 어려워졌다. 내년 게임사들은 올해보다 더 다양한 장르의 게임들을 출시할 예정이지만, 올해와 같은 국내 모바일 시장의 큰 흐름이 단기에 변하기는 어려울 전망이다.

올해 중국에 출시된 다수의 국내 게임들이 받은 성적표는 기대에 훨씬 미치지 못했다. 특히 모바일로 출시된 다섯 게임 중 현재 100 위권 내에 있는 게임은 사전 예약자 수가 1천만을 넘겼던 '메이플 M'이 유일하다. 이는 과거와 달리 중국 게임개발사들의 개발력이 크게 성장하면서 외사 게임에 대한 선호도가 상대적으로 낮아졌고, 중국 게임시장 내 경쟁 심화도 심화됐기 때문이다. 설상가상 중국 게임 시장의 정체가 지속되고 있다. 내년도 중국 시장 게임진출 여건과 전망도 녹록지 않다.

코로나로 인해 개발이 지연됐던 다수의 콘솔 트리플 A 급 게임들이 올해 쏟아져 나오면서 전세계적으로 많은 판매고를 올려 콘솔 시장의 성장률이 유독 도드라진 것으로 파악된다. 그 중 국내 게임인 'P 의거짓'과 '데이브 더 다이버'의 성과도 눈에 띄었다. 국내 게임 개발사들은 장기간 모바일 플랫폼 게임 개발에 익숙해져 있으며, 상대적으로 글로벌 시장과 비교해 제한적인 장르의 게임 개발에만 초점이 맞춰져 있어 글로벌 콘솔 시장 개척에 많은 시간과 비용이 투입되는 어려움이 있을 것이라 예상됐다. 물론 'P 의거짓'과 '데이브 더 다이버'가 기존 국내 모바일 게임 흥행작들의 수익성까지 뛰어넘지는 못했지만, 성장하는 글로벌 콘솔시장 개척 가능성을 열었다고 평가하고 싶다.

I. 인터넷: 성장기에서 성숙기로

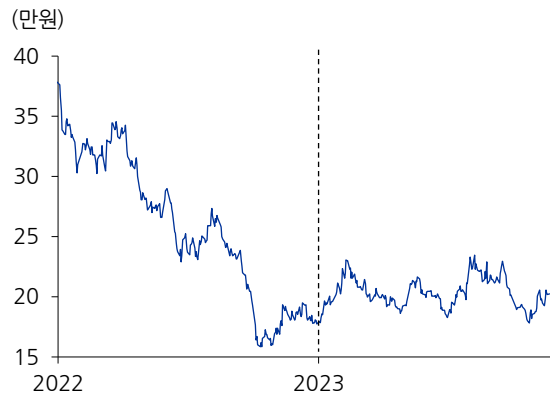
구글, 메타와 떨어진 네이버, 카카오

2022년 한 해 동안 네이버와 카카오는 각각 -57.0%, -66.8%의 주가 하락폭을 기록했다. 지난해는 오프라인 시장이 빠르게 회복하면서 온라인 시장 성장률이 크게 꺾였고, 팬데믹 기간 지속됐던 높은 유동성과 저금리 기조는 치솟는 물가 상승률로 이어졌다. 이로 인해 각국의 통화 당국은 전례 없는 속도로 금리 인상을 단행했다. 여기에 러시아-우크라이나 전쟁 장기화, 미중 무역 갈등으로 인해 글로벌 공급망 혼란까지 깊어지면서 경기침체에 대한 우려도 대두됐다. 이로 인해 광고주들은 광고비 집행을 줄이고, 이커머스 및 온라인 콘텐츠 시장 성장률은 둔화됐다.

이같은 문제는 비단 국내 인터넷 기업뿐만 아니라 알파벳과 메타 등 글로벌 플랫폼 기업에게도 악재로 작용했다. 지난해 알파벳은 -39.1%, 메타는 -64.2% 주가 하락을 기록했다. 하지만 2023년으로 접어들면서 연초 이후 알파벳과 메타의 주가는 크게 반등한 반면, 네이버와 카카오의 주가는 지지부진한 모습을 보였다. 이 같은 차이는 실적 반등 여부와 밸류에이션의 차이에 기인한 것으로 파악된다.

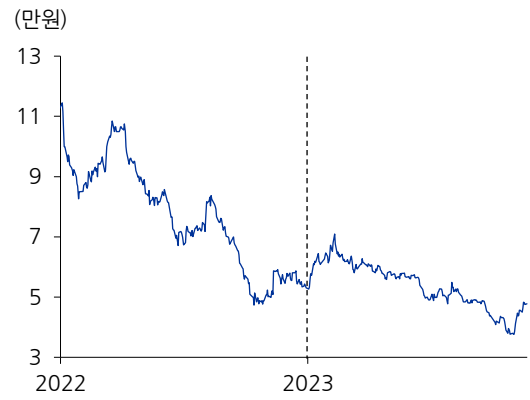
지난해 4분기 +1%까지 떨어진 알파벳의 매출액 yoy 성장률은 올해 3분기 +11%까지 반등했다. 마찬가지로 4분기 -4.5% 매출 역성장을 기록했던 메타의 3분기 성장률은 +23.2%까지 치솟았다. 반면 지난해 4분기 +17.8%의 매출액 성장률인 네이버의 올해 3분기 매출액 성장률은 +18.9%이지만 1분기 연결 편입된 포시마크의 매출을 제외하면 +12.9%로 오히려 성장률이 하락했다. 카카오 또한 지난해 4분기 -0.7% 역성장에서 올해 3분기 +16.3%yoy를 기록했지만, 2분기 연결 편입된 에스엠 매출을 제외하면 +1.9%yoy에 그쳤다. 외형성장뿐만 아니라 수익성 지표에서도 크게 차이가 났는데, 네이버와 카카오가 21년 이후 매년 영업이익률이 감소하는 것에 반해 알파벳과 메타는 인력 감축 및 효율적인 R&D 비용 집행 등 적극적인 비용 통제를 통해 영업이익률이 눈에 띄게 반등하는 모습을 보였다.

도표1. 네이버 주가



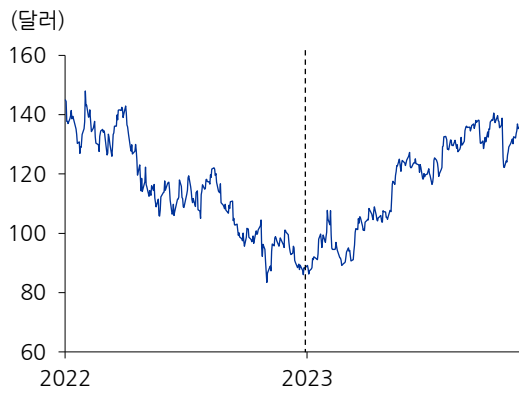
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표2. 카카오 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표3. 알파벳 주가



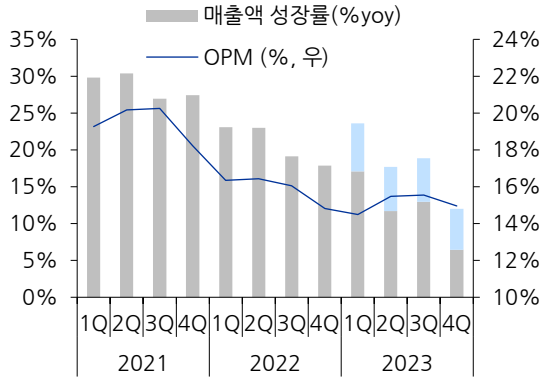
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표4. 메타 주가



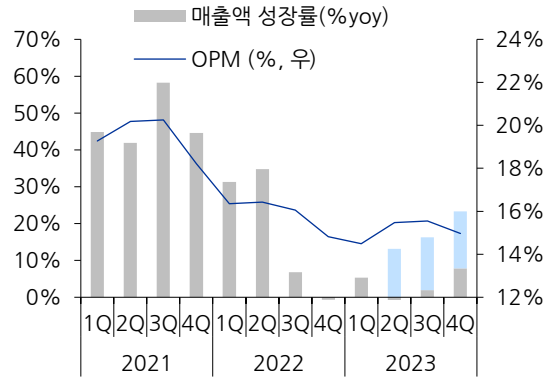
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표5. 네이버 매출액 성장률 및 OPM 추이



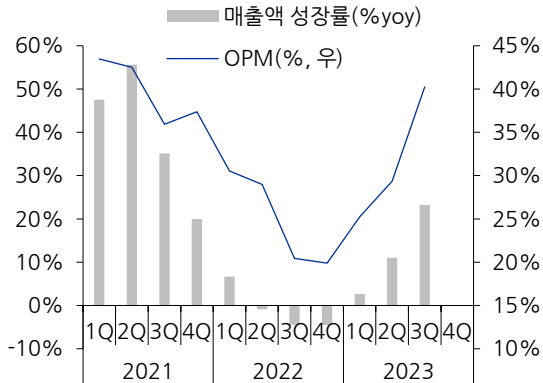
자료: 네이버, 유진투자증권
 주: 하늘색 부분은 포시마크 연결 편입 효과

도표6. 카카오 매출액 성장률 및 OPM 추이



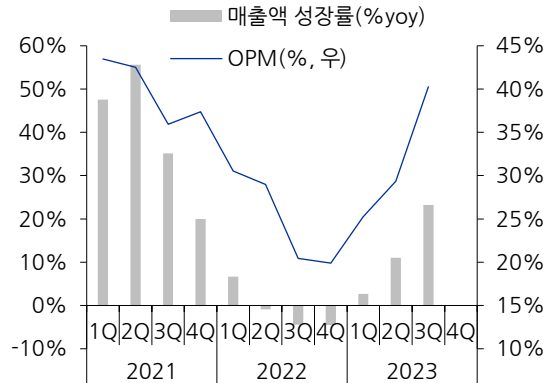
자료: 카카오, 유진투자증권
 주: 하늘색 부분은 에스엠 연결 편입 효과

도표7. 알파벳 매출액 성장률 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표8. 메타 매출액 성장률 및 OPM 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

광고: 점진적 회복

어깨가 무거운 광고 매출

최근 몇 년간 네이버와 카카오는 각자를 대표하는 플랫폼을 활용해 기존의 광고 사업부문을 넘어 커머스나 웹툰(콘텐츠), 페이(금융), 클라우드 등으로 사업영역을 크게 확장시켰다. 카카오는 이밖에도 모빌리티, 게임, 미디어, 엔터 등으로 저변이 특히 확대됐다.

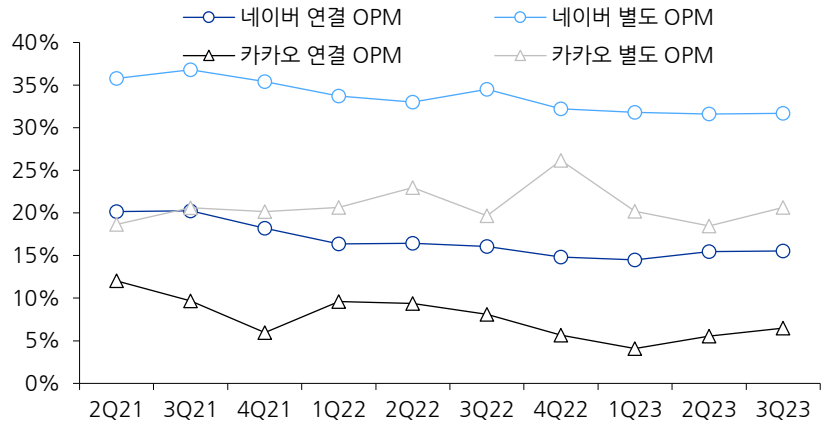
하지만 플랫폼 성장률이 크게 둔화됐기 때문에 내년도 인터넷 기업의 주가 방향성은 외형성장 보다는 수익성에 초점이 맞춰질 가능성이 높다. 이는 상대적으로 다양한 사업 영역에서도 가장 마진율이 높은 광고 매출의 반등 가능성이 더욱 중요해졌음을 의미한다. 3Q23 네이버의 연결과 별도 영업이익률은 각각 15.5%와 31.7%로 16.2%pt 차이가 나며, 동기간 카카오의 연결과 별도 영업이익률은 각각 6.5%와 20.7%로 14.2%pt 차이가 난다. 다시 말해 향후 실적 성장의 관건은 2024년 광고 매출의 회복 여부에 달려있다 해도 과언이 아니다.

올해 네이버와 카카오의 광고 매출 성적표는 그리 좋지 못하다. 2022년 꾸준히 내리막을 걷던 국내 광고시장의 침체는 올해로 넘어오면서 기대와 달리 유의미한 반등에 실패했기 때문이다. 네이버의 경우, 디스플레이광고(DA) 매출 성장률이 올해 3분기까지 4개 분기 연속 역성장을 기록했고, 검색광고(SA) 매출은 성장세는 유지했으나 그 폭이 지속적으로 감소했다.

카카오는 지난해까지 광고 매출을 크게 견인했던 비즈보드 매출이 부진해 특비즈 광고 매출 성장률이 전년 대비 대폭 감소하긴 했으나, 메시지 비즈니스 확대 그리고 친구탭 개편 및 오픈채팅탭 신설 등의 카카오톡 개편을 통해 일부 감소 효과를 상쇄할 수 있었다.

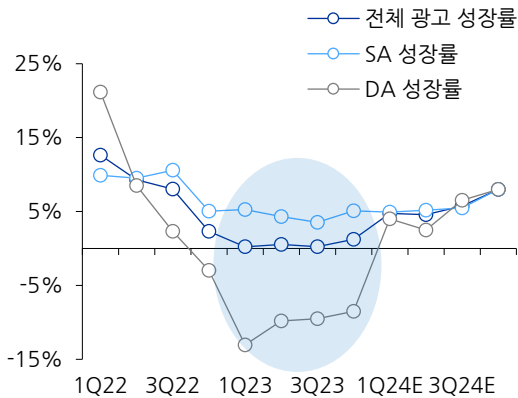
두 회사 모두 디스플레이 광고가 부진하다는 공통점이 있는데, 이는 상대적으로 디스플레이광고가 광고주들의 광고 예산 축소 영향을 더 많이 받기도 하고 두 회사 모두 온라인 광고 지면 확대에 한계에 봉착했기 때문이다.

도표9. 네이버, 카카오의 연결 및 별도 마진을 추이



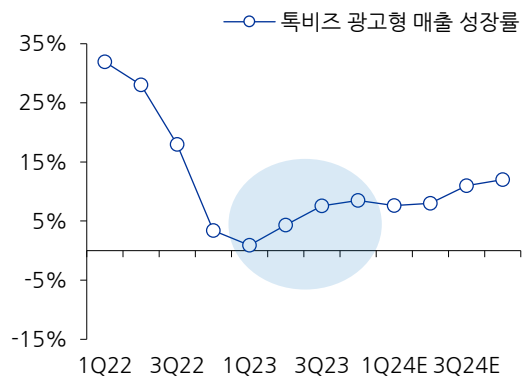
자료: 각 사, 유진투자증권

도표 10. 네이버 광고매출 성장률(%yoy)



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 11. 카카오 광고매출 성장률(%yoy)



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 12. 광고 지면 확대의 어려움

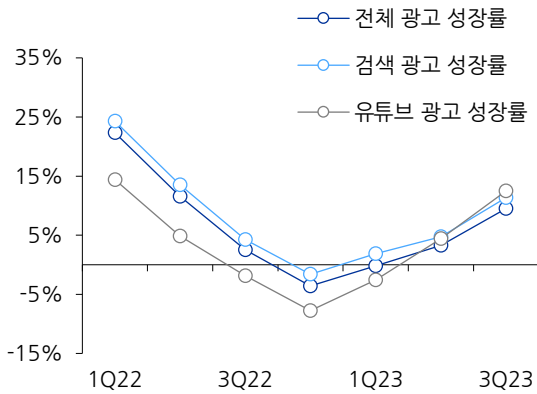


자료: 네이버, 카카오, 유진투자증권

글로벌 온라인 광고 매출은 반등세를 보였다

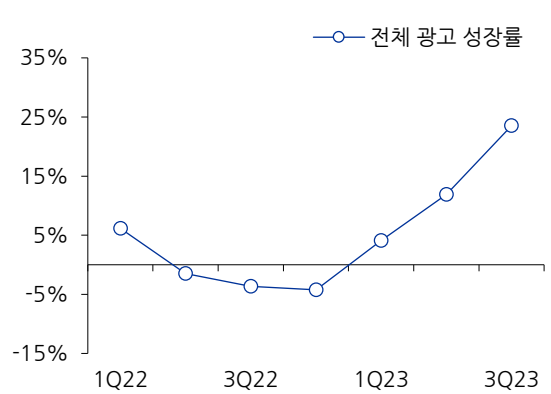
국내 네이버와 카카오의 부진한 광고 매출 회복세와는 달리 구글과 메타 등의 글로벌 플랫폼 기업들은 올해 유의미한 광고 매출 반등에 성공했다. 구글과 메타는 글로벌 전지역에서 광고 매출 성장세를 보였으며, 구글은 광고주들의 광고비 집행 확대로 검색광고와 유튜브광고 모두 성장했는데, 이는 전반적인 광고 경기 회복에 더해 AI 서비스를 활용한 광고를 통해 높은 ROI 를 달성했다. 메타는 특히 부진했던 유럽 매출 성장률이 크게 반등하며 전체 실적을 견인했다.

도표 13. 구글 광고매출 성장률(%yoy)



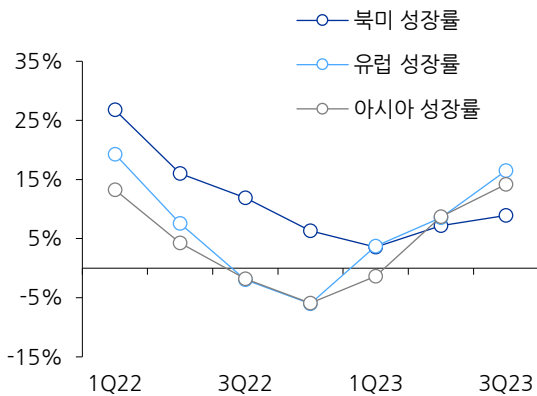
자료: 알파벳, 유진투자증권

도표 14. 메타 광고매출 성장률(%yoy)



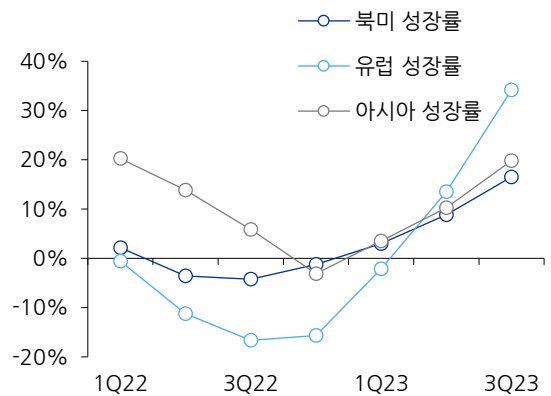
자료: 메타, 유진투자증권

도표 15. 알파벳 매출 지역별 성장률(%yoy)



자료: 알파벳, 유진투자증권

도표 16. 메타 매출 지역별 성장률(%yoy)



자료: 메타, 유진투자증권

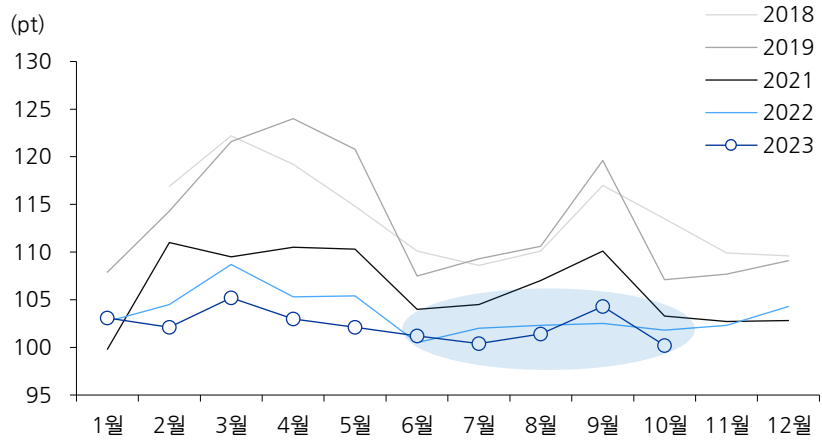
2024년 국내 온라인 광고 전망: 점진적 회복

내년도 국내 온라인 광고 매출 성장률은 대내외 변수 모두를 고려해야 한다. 먼저 내년도 한국 GDP 성장률 전망치는 2.0%로 올해 성장률(1.3%)을 상회하지만 이는 내수(혹은 민간소비) 보다는 수출 회복이 주가 될 것으로 보인다. 그래도 현재 국내 온라인 광고경기전망지수를 보면 올해 상반기까지만 해도 최근 5년간 가장 낮은 지수를 매월 기록했지만, 하반기 접어들면서는 지난해와 비슷하거나 이를 상회하기도 했다. 물론 국내 광고 시장이 호황이었던 2021년 혹은 그 이전과는 아직 괴리가 나타났지만 개선되는 흐름은 보이고 있다는 점은 긍정적이다.

네이버는 3분기 콘텐츠 클립을 추가하는 등 모바일 UI 개편 진행했으며, 내년에는 지난 8월 공개한 하이퍼클로바 X 기반 생성형 AI 서비스 라인업과 수익화 전략이 본격화될 전망이다. 지난 9월 PC 테스트를 시작한 AI 기반 검색서비스인 'CUE:'는 지적 받았던 서비스 품질 향상을 위해 할루시네이션을 줄이고 또한 쇼핑, 로컬 등 네이버 버티컬 서비스와 연동해 이용자와의 접점을 늘릴 예정이다. 11월부터는 PC 네이버 통합검색에도 이를 부분 적용할 예정이며, 내년에는 CUE: 서비스를 모바일로도 런칭할 예정이다.

카카오는 올해 특비즈 광고 매출의 중장기 성장을 위해 다양한 카카오톡 개편 시도를 펼쳤다. 먼저 유저들의 카카오톡 채팅뿐만 아니라 다른 형태의 커뮤니케이션 기능을 확대하기 위해 여러 탭들을 개편했는데, 첫번째탭(친구탭)에서는 생일인 친구나 업데이트된 프로필 외에도 좋아요와 유사한 기능인 공감 스티커와 인스타 스토리와 유사한 평기능을 도입했다. 또한 기존 채팅탭에 존재했던 오픈 채팅 기능을 세번째탭으로 신설해 관심사 기반의 유저 커뮤니케이션 확대를 유도했다. 이같은 친구탭과 오픈채팅탭 개편효과는 올해뿐만 아니라 내년도도 성과로 이어질 전망이다.

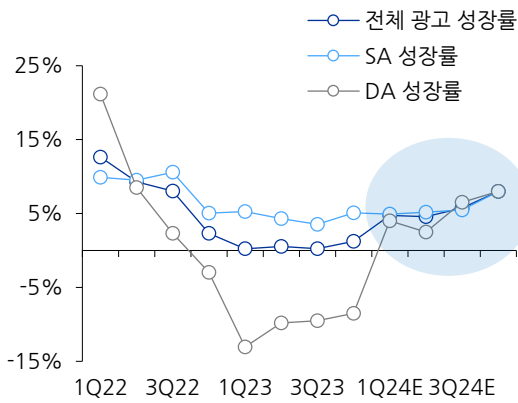
도표 17. 연도별 당월대비 익월 온라인-모바일 광고경기전망지수



자료: KOSIS, 유진투자증권

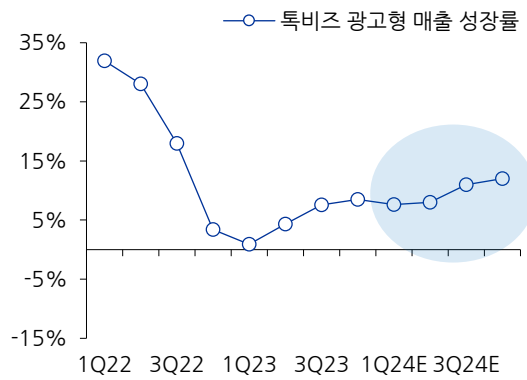
주: 지수가 기준치인 100 인 경우 광고비 증가 응답업체수와 광고비 감소 응답업체수가 같음을 의미하며, 100 초과인 경우에는 광고비 증가 응답업체수가 광고비 감소 응답 업체 수보다 많음을, 100 미만인 경우에는 그 반대임을 나타냄

도표 18. 네이버 광고매출 성장률(%yoy)



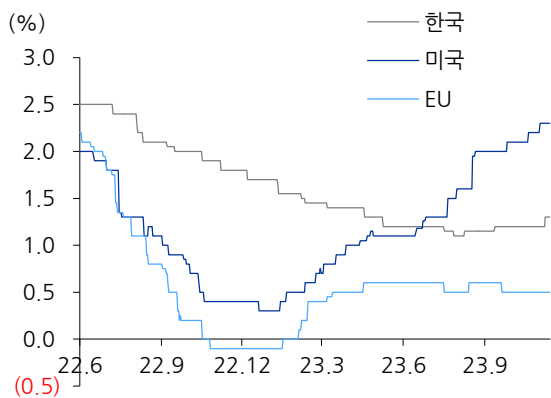
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 19. 카카오 광고매출 성장률(%yoy)



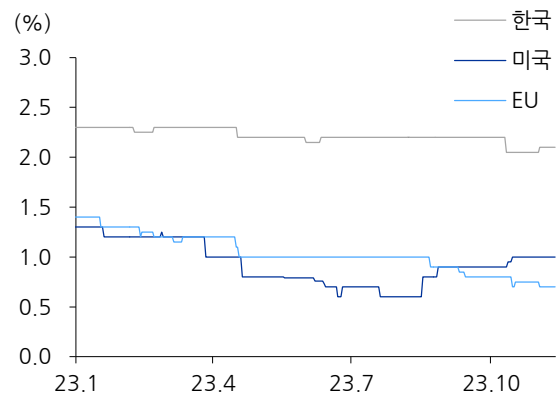
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 20. 2023년 GDP 성장률 전망치 추이



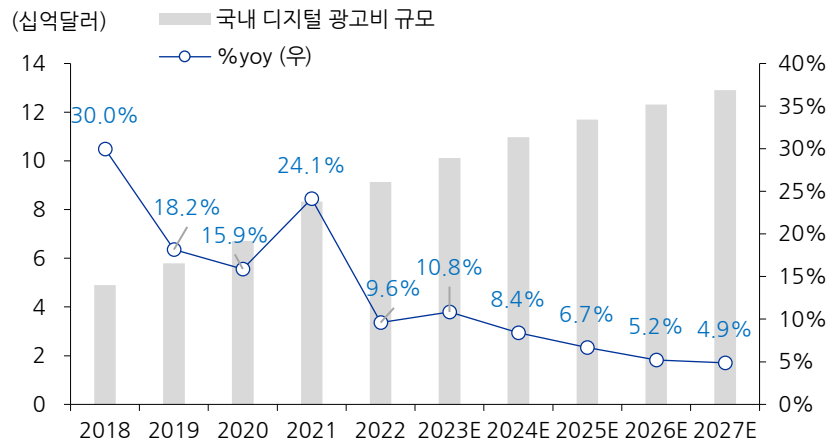
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 21. 2024년 GDP 성장률 전망치 추이



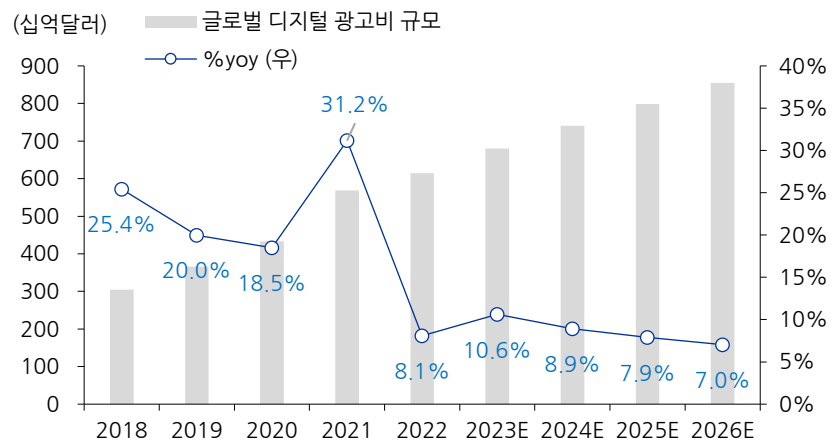
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표22. 국내 디지털 광고비 규모 추이 및 전망



자료: Statista, 유진투자증권

도표23. 글로벌 디지털 광고비 규모 추이 및 전망



자료: Statista, 유진투자증권

커머스: 온라인 쇼핑은 성장 중

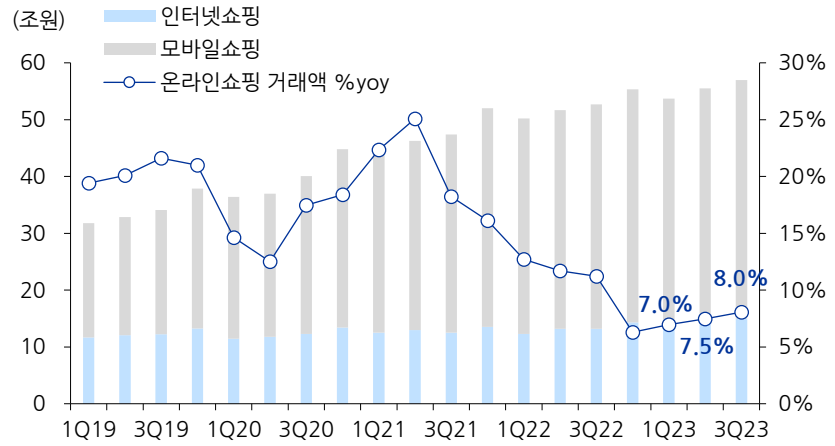
국내 소매판매 부진이 이어지고 있다. 소매판매 거래액 성장률은 2020 년 이후 꾸준히 하락세를 기록하다가 올해 3 분기 -0.6%yoy 를 기록하며 역성장으로 전환됐다. 내년도 국내 경기전망은 회복세가 예측되지만 앞서 언급했듯 내수 보다는 수출 중심일 것으로 전망되기 때문에 내수시장 성장률은 상대적으로 저조할 것으로 보인다.

반면 온라인쇼핑 거래액은 엔데믹 이후 7 개 분기 만에 소폭이지만 성장률이 반등하는 추세이고, 이는 온라인쇼핑 내 서비스 거래가 전체 성장률을 견인한 것으로 추정된다. 3 분기 기준 소매판매액 대비 온라인쇼핑 거래액 침투율은 36.2% 로 내년에도 온라인쇼핑 거래액 성장이 소매판매 거래액 성장을 상회하며 침투율 상승세는 지속될 전망이다.

네이버는 올해 1 월 북미 C2C 플랫폼 '포시마크'의 실적이 연결로 편입되며 3 분기 누적 커머스 부문 매출 성장률은 +43.5%yoy 를 달성했다. 다만, 포시마크를 제외한 커머스 매출 성장률은 +15.8%yoy 로 전년대비 성장률이 둔화되는 모습을 보였다. 내년에는 포시마크 연결 편입 효과 제거로 올해와 같은 큰 폭의 외형 성장 보다는 브랜드스토어 확대, 다양한 커머스 솔루션 take rate 상승 등 매출 성장 등을 통해 수익성 중심의 성장이 전망된다. 포시마크는 1p 광고 성장 및 라이브 스트리밍 방송 포시쇼(Posh Shows)의 매출 비중이 더욱 확대될 것으로 예상된다.

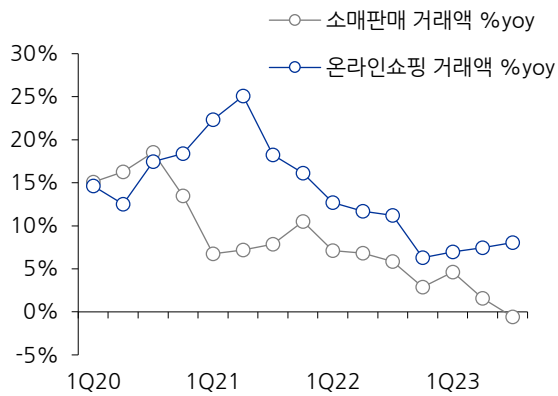
카카오의 커머스 사업부문인 특비즈 거래형 매출은 우호적이지 못한 시장 환경에도 3 분기 누적 매출 성장률 +20.1%yoy 를 기록했고, 이는 지난해 연간 매출 성장률 +11.8%yoy 를 크게 상회했다. 지난해부터 카카오는 자체 물류센터를 갖추고 선물하기 직매입 품목을 확대했으며 그 외에도 명품뷰티 카테고리 확대, 선물하기 예약하기 기능 도입 등으로 매출과 이익률의 동반 성장을 달성했다. 또한 카카오톡 네번째탭인 쇼핑탭은 라이브커머스 등의 기능을 추가해 카카오의 주된 커머스 서비스인 선물하기 영역을 확장해 쇼핑 플랫폼으로 영역 확장을 준비하고 있다.

도표24. 월별 온라인쇼핑 거래액 및 성장률 추이



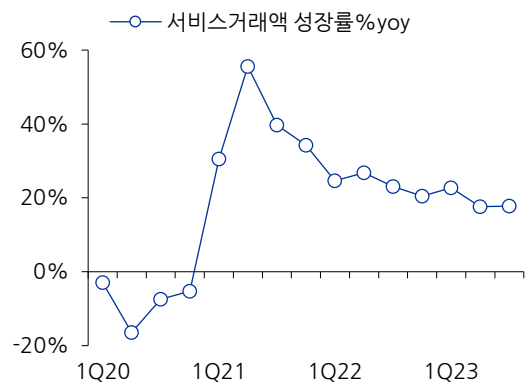
자료: 통계청, 유진투자증권

도표25. 소매판매 및 온라인쇼핑 거래액 성장률



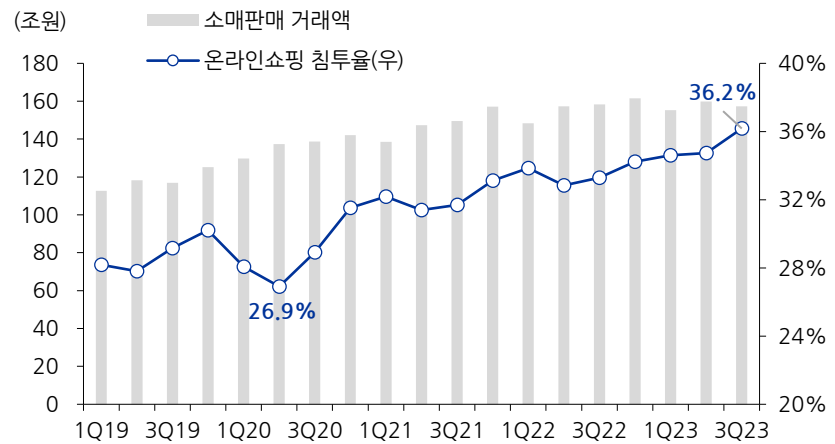
자료: 통계청, 유진투자증권

도표26. 온라인쇼핑 서비스 거래액 성장률



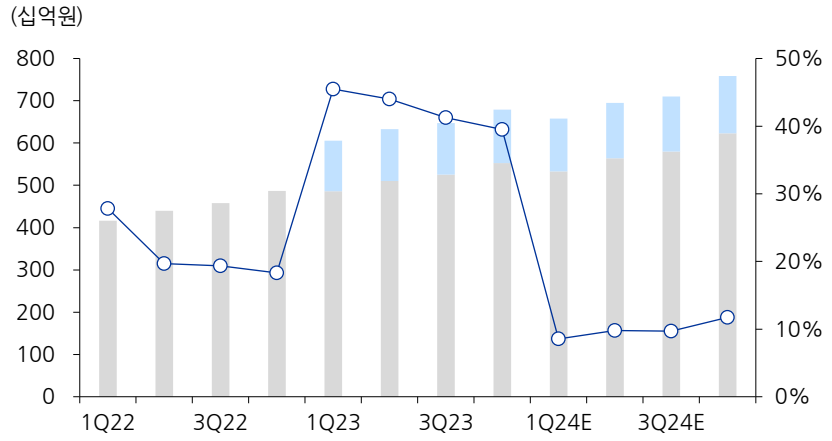
자료: 통계청, 유진투자증권

도표27. 전체 소매판매액 대비 온라인쇼핑 거래액 침투율



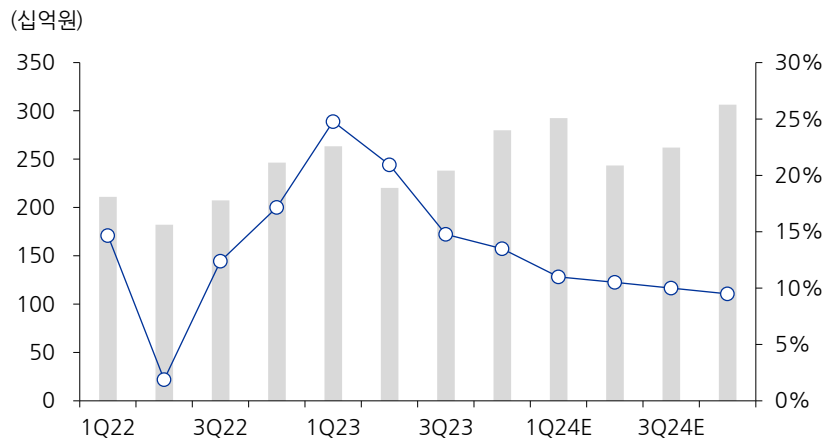
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 28. 네이버 커머스 매출 및 성장률



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 29. 카카오 특비즈 거래형 매출 및 성장률



자료: 유진투자증권

네카오 생성형 AI

GPT가 세상에 등장한지 1년이 되어가는 가운데, 시작은 다소 늦었지만 네이버의 AI 청사진이 어느정도 가시화된 듯 하다. 네이버는 자체개발 파운데이션 모델 '하이퍼클로바 X'를 네이버 생태계에 적용해 B2B 및 B2C 대상의 서비스를 준비했다. 반면 카카오는 'koGPT'와 'karlo' 공개 이후 아직까진 더딘 사업 진척도를 보이고 있다. 다만 방향성은 제시되었는데, 카카오는 강력한 연결 플랫폼인 '카카오톡' 기반의 마이크로 버티컬 AI 서비스를 전개하고자 한다. 다양한 크기의 자체 개발 모델과 파인튜닝을 거친 글로벌 오픈소스 모델을 준비했으며, 구현하고자 하는 서비스의 특성과 비용 효율성을 고려하여 적합한 모델을 적용할 것으로 보인다.

네이버는 일반 이용자부터 창작자, 판매자, 광고주, 기업 등 다양한 고객군을 대상으로 AI 서비스를 준비했다. 8월 AI 챗봇 '클로바 X'를 시작으로 9월 서치 AI 'Cue' 등의 AI 베타 서비스를 순차적으로 출시하고 있다. '클로바 스튜디오'와 '뉴로 클라우드 for 하이퍼클로바 X' 등의 B2B 서비스 출시에 이어 최근 데이터센터 '각 세종'이 완공됨에 따라 네이버는 B2B 고객 확보에 적극 나설 것으로 보인다.

카카오는 연내 오픈채팅을 시작으로 AI 콘텐츠 봇을 도입할 예정이다. AI 콘텐츠 봇은 세분화된 관심사로 커뮤니티가 형성된 오픈채팅에서 사용자의 관심사에 맞는 큐레이션 콘텐츠를 제공한다. 오픈채팅 콘텐츠 봇의 유용성 및 확장성이 검증이 될 경우, 일반 개인톡 및 단체톡방까지의 확장 가능성도 열어두고 있다. 일례로 NEMO 2023에서 카카오톡은 'koGPT'기반의 버티컬 AI 봇이 단체톡에 탑재된 모습을 공개하였다. 영상에서는 채팅방에서 친구를 태그하듯이, @카카오톡을 태그해 카카오톡 AI 챗봇을 호출하여 택시를 예약하는 등의 기능을 수행하는 모습을 보여주었다.

도표 30. 네이버 AI 현황

대상	이름	구분	출시 시점	특징
일반	하이퍼클로바 X	파운데이션 모델	2023.08	<ul style="list-style-type: none"> 모든 네이버 AI 서비스의 기반이 되는 백본 모델 글로벌 피어 대비 양질의 한국어 데이터 학습 네이버 블로그, 카페, 지식인 등 네이버 고유의 데이터 학습
사용자/창작자	클로바 X	챗봇 AI	2023.08	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 AI 챗봇 네이버 서비스 및 서드파티 서비스 API와 연동되는 '스킬' 기능 탑재. 현재 사용 가능 스킬은 네이버 쇼핑, 네이버 여행, 쏘카 '스킬'을 통해 별도의 모델 업데이트 없이 실시간 정보를 반영 가능 텍스트 외 문서, 이미지 등 여러 파일과 상호작용이 가능한 멀티모달 기능 탑재
	Cue:	서치 AI	2023.09	<ul style="list-style-type: none"> 네이버 검색에 언어 모델이 결합된 AI 생성형 검색 서비스 플레이스/쇼핑/페이 등의 버티컬 서비스와 연계된 입체적인 대화형 답변 제공 연내 네이버 검색과 통합될 예정
	클로바 for Writing	창작 AI	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> 네이버 콘텐츠 제작 툴 '스마트에디터'에 하이퍼클로바 X가 결합된 글쓰기 도구 키워드에 따른 초안 제시, 제목 및 태그 생성, 글감 추천 등의 기능 수행
판매자/광고주	클로바 for AD	광고 AI	2023.11 (파일럿) 2024.03	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 생성 AI 광고 플랫폼 광고주가 제공한 데이터를 학습해 사용자와 AI 대화 중 적절한 맥락에서 광고 제공 DA, SA, Cue: 등 네이버 내 다양한 진입 지점과 연계가 가능 데이터 분석 및 AI가 생성한 광고 시안 등의 솔루션 제공
	클로바 X 스마트 스토어센터	커머스 AI	2023.12	<ul style="list-style-type: none"> 스마트스토어 관리 플랫폼에 탑재되는 AI 비서(클로바 X) 판매 증진에 도움이 될 추가 요소 점검 및 제안, 상품 상세 초안 작성, 효율 높은 광고 프로모션 옵션 및 적절한 판매 가격대 제안 등의 기능 수행
기업	클로바 스튜디오	AI 모델 제작 툴	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 No-Code AI 툴 기업이 보유한 대량의 고유 데이터셋을 하이퍼클로바 X와 결합해 전용 AI 모델을 구현할 수 있게 해주는 도구 클로바 스튜디오 exclusive 는 전용 인프라와 SFT 튜닝기법을 제공 다양한 제휴사 확보. 폴라리스 오피스 AI, 워튼, 레터비, 킵그로우 등의 생성형 AI 서비스는 클로바 스튜디오를 사용함
	뉴로클라우드 for 하이퍼클로바 X	하이브리드 클라우드	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> GPU 클러스트와 AI 모델을 학습 및 운영하는 도구가 하이브리드 클라우드 전용 하드웨어로 제공되는 상품 고객사 데이터센터 내 폐쇄된 사내망으로 네트워크 환경 구성. 보안이 중요한 금융, 테크 등의 업종에서의 수요가 있을 것으로 예상 데이터센터와 전산실을 보유한 고객사에겐 Rack 과 뉴로클라우드 하드웨어 제공. 별도의 전산 공간이 없는 고객에겐 컨테이너 형태의 데이터센터와 뉴로클라우드 하드웨어 제공
	프로젝트 커넥트 X	오피스 툴 AI	2024	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 업무 생산성 향상 툴 할 일 자동 생성, 메일 초안 작성, 코딩 보조, 보고서 작성, 데이터 시각화 등의 작업 수행

자료: 네이버, 유진투자증권

도표 31. AI 챗봇 ‘클로바X’



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 32. 서치 AI ‘Cue’



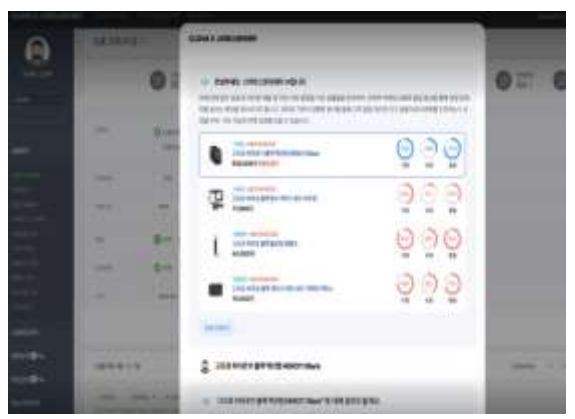
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 33. 생성형 AI 광고 플랫폼 ‘클로바 for AD’



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 34. ‘클로바 X 스마트스토어센터’



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 35. 카카오 AI 현황

대상	이름	구분	특징
B2C	KoGPT	파운데이션 모델	<ul style="list-style-type: none"> 카카오 자체개발 AI 모델 메타의 Llama와 같이 여러 규모의 매개변수 모델이 준비됨 구현하고자 하는 서비스의 특성과 비용 효율성을 고려하여 적합한 모델을 적용할 예정
B2C	Karlo 2.0	이미지 생성 AI 모델	<ul style="list-style-type: none"> 입력한 텍스트에 따라 이미지를 생성하는 AI 모델 편집 및 합성이 가능한 AI 포토샵 기능도 구현됨
	AI 콘텐츠 봇	AI 챗봇	<ul style="list-style-type: none"> 세분화된 관심사로 커뮤니티가 형성된 오픈채팅에서 사용자의 관심사에 맞는 큐레이션 콘텐츠를 제공

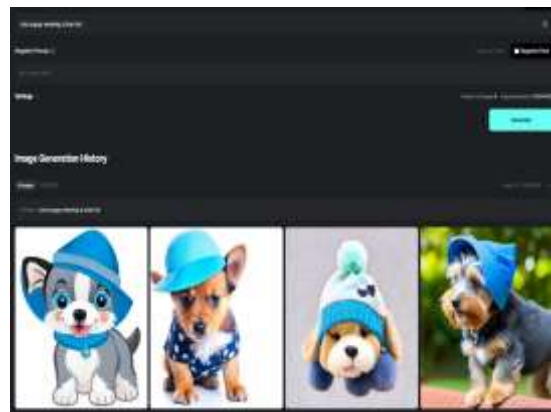
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 36. 카카오 AI 모델 'KoGPT'



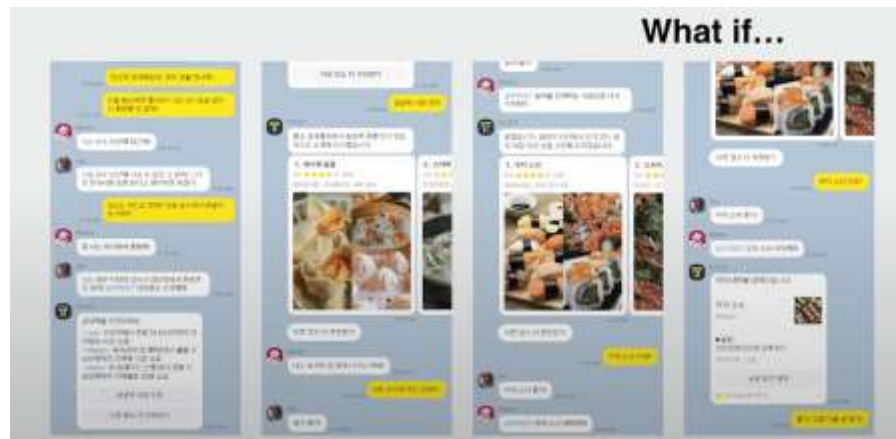
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 37. 카카오 이미지 생성 AI 모델 'Karlo 2.0'



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 38. NEMO2023에서 보여준 버티컬 AI 챗봇 예시



자료: 카카오모빌리티, 유진투자증권

아직은 직접 수익보다는 간접 수익

생성형 AI는 서비스의 품질 향상뿐만 아니라 BM, 즉 수익화 여부에도 관심이 집중되고 있다. 현재로서는 AI 서비스를 통한 직접적인 수익보다는 기존 서비스와의 결합을 통한 시너지 창출 효과를 기대하고 있다.

네이버와 카카오는 모두 파운데이션 모델을 확보하고, 최근 자사 데이터센터까지 완공을 앞두고 AI 서비스에 필요한 인프라를 모두 갖추었다. 준비 기간이 길었던 만큼, 향후 성능 검증 단계를 넘어 자사의 플랫폼 서비스와 생성형 AI 서비스를 잘 결합하여 수익을 창출할 필요가 있다.

네이버는 먼저 광고, 커머스, 콘텐츠 등 전반적인 사업부문에서는 직간접적인 수혜를 볼 것으로 예상된다. 광고의 경우 'Cue' 및 '클로바 for AD'를 통한 광고 인벤토리의 증가와 단가 인상, 커머스는 스마트스토어 대비 수수료율이 약 2 배 높은 브랜드스토어에서 AI 솔루션 도입을 통해 현재 10% 미만의 브랜드스토어 페네트레이션 비율이 증가해 수익성이 확대될 것으로 전망한다. 또한 네이버는 '클로바 스튜디오', '뉴로클라우드 for 하이퍼클로바 X', '프로젝트 커넥트 X' 등 B2B 향 AI 상품을 앞세워 적극적인 고객 확보에 나설 계획이다.

카카오는 AI 사업의 수익화 방안이 아직 불투명하다. 오픈채팅 AI 콘텐츠 봇을 통한 직접적인 수익 창출은 어렵지만, 관심사 기반의 높은 응집력을 형성한 오픈채팅 커뮤니티는 매력적인 잠재 광고지면으로 여겨져 제휴 기회 확대와 함께 특비즈 광고의 성장을 기대할 수 있다. 다만 경기에 민감한 광고 업황 속에서 이런 사업의 효과는 제한적일 것으로 보이며, 광고 이외의 새로운 수익 모델 발굴이 카카오는 필요하다.

도표 39. AI 모델 제작 툴 클로바 스튜디오



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 40. 생성형 AI 오피스 툴 '프로젝트 커넥트 X'



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 41. 뉴로클라우드 상품 Rack



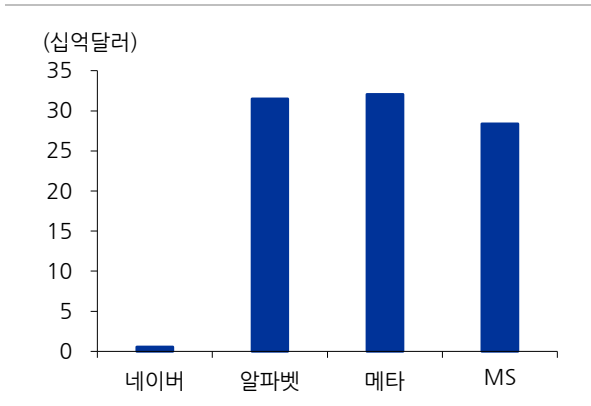
자료: 네이버, 유진투자증권

도표 42. 뉴로클라우드 상품 Rack + 데이터센터



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 43. 빅테크 CAPEX 비교 (2022Y)



자료: 각 사, 유진투자증권
 주: CAPEX는 AI 이외의 투자 포함

도표 44. 파운데이션 모델 비교

모델	제작사	파라미터 규모	학습 토큰 수
하이퍼클로바	네이버	82B	561B
GPT 3	오픈 AI	175B	300B
LaMDA	구글	137B	2.8T
LLaMA 2(70B)	메타	70B	2T

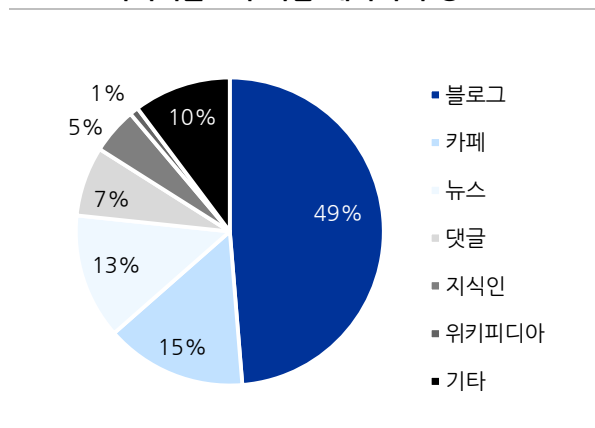
자료: 유진투자증권
 주: 하이퍼클로바는 하이퍼클로바 X의 이전 모델

도표 45. '스킬' 기능이 탑재된 클로바 X



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 46. 하이퍼클로바 학습 데이터 구성



자료: 네이버, 유진투자증권
 주: 하이퍼클로바는 하이퍼클로바 X의 이전 모델

도표 47. 클로바 스튜디오 JP



자료: 네이버, 유진투자증권

도표 48. 사우디아라비아와 MOU 체결



자료: 네이버, 유진투자증권

II. 게임: 각자도생(各自圖生)

자기장에 갇힌 국내 모바일 게임 시장

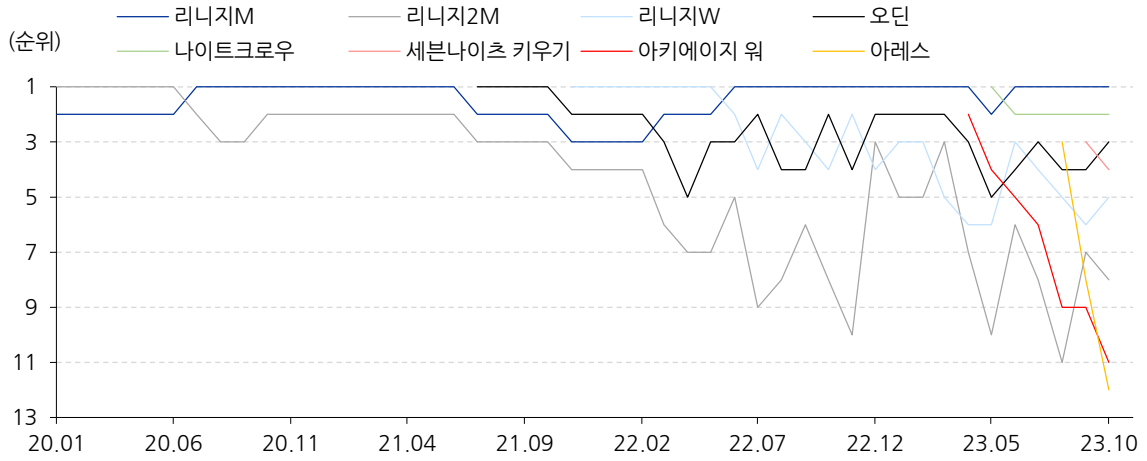
올해 국내 모바일 게임 매출 1위는 '리니지 M'이 차지했다. 월 매출 기준 5월(당시 나이트크로우가 1위를 차지)을 제외한 모든 달에서 매출 1위를 기록했으며, 특별한 변수가 없는 한 올해 남은 기간도 1위 수성이 확실해 보인다. 문제는 출시된 지 7년차를 맞이한 리니지 M의 매출은 매년 감소하고 있고, 이는 국내 모바일 게임 시장의 매출 천장이 낮아지고 있음을 의미한다.

올해 모바일 신작들 중 가장 좋은 성과를 보인건 4월에 출시된 위메이드의 '나이트크로우'다. 언리얼 엔진 5를 기반으로 제작돼 광원 효과, 질감, 그림자 등 극사실적인 연출로 시각적 완성도를 극대화하며 유저들로부터 호평을 받았다. 나이트크로우는 출시 후 약 한달간 모바일 게임 매출 1위를 차지했으며, 최근까지도 2위 자리를 고수하고 있다.

하지만 나이트크로우를 제외한 거의 대부분의 신작들은 출시 효과를 받는 초기를 지나면 매출 순위가 빠르게 떨어지는 현상이 반복됐는데 '아키에이지 워', '프라시아 전기', '아레스: 라이즈 오브 가디언즈' 등이 대표적이다. 짧아진 모바일 게임 매출 수명은 지난해도 유사했는데, 지난해 상위권의 매출 순위를 기록했던 '던전앤파이터 모바일', '우마무스메', '히트 2' 등도 현재 10위권 밖으로 밀려났다.

낮아지고 있는 국내 모바일 게임 시장의 매출 천장과 짧아진 매출 수명에도 불구하고 여전히 국내 모바일 게임 매출 순위 상위권은 MMORPG가 상당부분을 차지하고 있다. 지난해부터 많은 게임사들이 비 MMO 장르로 도전장을 내밀고 있지만, 원신 등 몇몇 예외를 제외하면 상위권에 자리잡은 비 MMO는 없다고 봐도 무방하다. 좁아지고 있는 자기장 속에서 신작들이 기존 MMO 터줏대감들과 경쟁에서 살아남는 것이 더욱 어려워졌다. 내년 게임사들은 올해보다 더 다양한 장르의 게임들을 출시할 예정이지만, 올해와 같은 국내 모바일 시장의 큰 흐름이 단기에 변하기는 어려울 전망이다.

도표 49. 국내 주요 모바일 게임 순위 (월간, 2020년 1월 ~ 2023년 10월)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 50. 2023년 주요 콘솔 신작

순위	게임	장르	출시시점	퍼블리셔	개발사
1	리니지M	MMORPG	2017.06	엔씨소프트	엔씨소프트
2	나이트 크로우	MMORPG	2023.04	위메이드	매드엔진
3	오딘	MMORPG	2021.06	카카오게임즈	라이온하트 스튜디오
4	세븐나이츠 키우기	방치형 RPG	2023.09	넷마블	넷마블
5	리니지W	MMORPG	2021.11	엔씨소프트	엔씨소프트
6	EASPORTS FC 온라인 M	스포츠	2023.09	넥슨	EA 코리아
7	원신	오픈월드 RPG	2020.09	호요버스	호요버스
8	리니지 2M	MMORPG	2019.11	엔씨소프트	엔씨소프트
9	붕괴: 스타레일	턴제 RPG	2023.04	호요버스	호요버스
10	WOS: 화이트 아웃 서바이벌	서바이벌 전략	2023.02	센추리 게임즈	센추리 게임즈

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

중국 판호, 기대 이하의 성적표

판호 발급으로 기대를 한 몸에 받았지만,

2017 년 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 펠어비스의 '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 흐름이 변한 건 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 내외자 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(제 2 의나라: 크로스월드, A3: 스틸 어라이브), 넥슨(메이플스토리 M, 메이플스토리 IP 모바일게임, 넥슨게임즈(블루아카이브), 데브시스터즈(쿠키런: 킹덤), 벨로프(뮤 레전드), 엔픽셀(그랑사가), 티쓰리엔터테인먼트(클럽오디션), 카밤(샵 타이탄)

메이플 M 을 제외하면 글썄

2022 년 기준 전세계 게임시장에서 중국이 차지하는 비중은 24.8%로 세계에서 가장 규모가 크다. 중국 텐센트 산하 티미스튜디오가 2015 년에 개발한 '왕자영 요'가 출시 6 년이 지난 2021 년 한해 동안 올린 매출은 약 28 억달러(약 3.7 조 원)로 평균 일매출은 100 억원 수준이다. 통상적으로 국내 매출 1 위 게임의 일매출이 20 억원에 못 미치는 점을 감안하면 시장 규모가 확연히 차이가 난다는 것을 알 수 있고, 그만큼 중국 판호 발급은 시사하는 바가 컸다.

하지만 올해 중국에 출시된 다수의 국내 게임들이 받은 성적표는 기대에 훨씬 미치지 못했다. 특히 모바일로 출시된 다섯 게임 중 현재 100 위권 내에 있는 게임은 사전 예약자 수가 1 천만을 넘겼던 '메이플 M'이 유일하다. 메이플 M 은 출시 약 한 달 만에 앱스토어 기준 약 740 억원의 매출(중국 자체 스토어 제외)을 올리는 등 앱스토어 최고 매출 3 위까지 기록했으나, 현재는 10~20 위권에 머물러 있다. 그 외 게임들은 모두 100 위권 밖으로 밀려났다.

이는 과거와 달리 중국 게임개발사들의 개발력이 크게 성장하면서 외사 게임에 대한 선호도가 상대적으로 낮아졌고, 중국 게임시장 내 경쟁 심화도 심화됐기 때문이다. 또 다른 원인은 중국 게임 시장의 정체가 지속되고 있다는 것인데, 지난해 중국 경제 불황에 더해 중국정부의 자국 게임산업 규제까지 겹치면서 게임시장 매출은 2,659 억위안으로 2021 년 매출액 2,965 억위안 대비 10.3% 감소했다. 올해는 이같은 기조가 완화되긴 했으나, 중국 게임시장 규모는 소폭 회복하는 것에 그친 것으로 파악된다(+0.7%yoy).

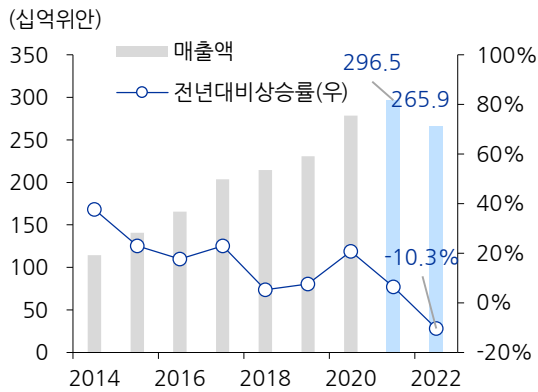
물론 연말 '뮤레전드'를 비롯해 내년도 '쿠키런 킹덤', '제2의나라: 크로스월드' 등의 중국 출시 게임에 대한 기대감은 존재하지만, 연초 대비 많이 감소한 것도 사실이다. 또한 3 월 이후 추가적인 외사판호 발급도 지연되고 있기 때문에 내년도 중국 시장 게임진출 여건과 전망도 녹록지 않다.

도표 51. 중국 판호 발급 게임

게임	퍼블리셔	IP 보유 회사	장르	승인시점	출시시점	비고
로스트아크	텐센트	스마일게이트알피지	MMORPG	2022.12	3Q23	-
제2의나라: 크로스월드	텐센트	넷마블	MMORPG		1H24	사전예약 진행 중
메이플스토리 M	텐센트	넥슨	RPG		3Q23	앱스토어 최고 매출 3위 11/18일 기준 16위
에픽세븐	즈롱게임즈	스마일게이트	턴제 RPG		2Q23	앱스토어 최고 매출 9위 11/18일 기준 100위 밖
A3: 스틸 얼라이브	넥스트조이	넷마블	MMORPG		2Q23	100위권 진입 실패
샹타이탄	-	넷마블	타이쿤		미정	-
그랑사가	쿠카게임즈(알리버바)	엔픽셀	MMORPG		미정	-
뮤레전드	스마일게임	웹젠	MMORG		4Q23	-
메이플스토리 H5	라스타	넥슨	방치형	2023.03	미정	-
쿠키런 킹덤	텐센트	데브시스템즈	수집형 RPG		미정	사전예약 진행 중
블루 아카이브	요스타	넥슨게임즈	서브컬처 RPG		3Q23	앱스토어 최고 매출 19위 11/18일 기준 100위 밖
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	Wuxi Qiku	고단샤(넷마블)	MMORPG		4Q23	앱스토어 최고 매출 33위 11/18일 기준 100위 밖

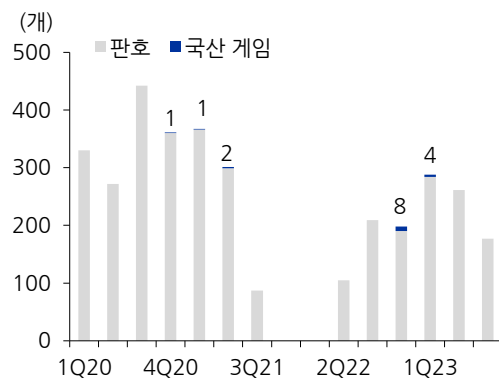
자료: NPPA, 유진투자증권

도표 52. 중국 게임 시장 매출 추이



자료: 중국음수협게임공위(GPC), 유진투자증권

도표 53. 중국 분기별 판호 발급 추이



자료: NPPA, 유진투자증권

도표 54. 중국 모바일 게임 순위 (11/20 기준)

등수	게임명	출시일	퍼블리셔	개발사
1	왕자영요	2015.11.26	텐센트	티미 스튜디오(텐센트)
2	화평정영	2018.02.09	텐센트	펍지 스튜디오(크래프톤)
3	역수한 모바일	2023.06.30	넷이즈	넷이즈
4	단자파대	2022.05.27	넷이즈	넷이즈
5	원신	2020.09.28	미요호	호요버스
6	영웅연맹수유(와일드드리프트)	2020.10.27	텐센트	라이엇 게임즈
7	삼국지 전략판	2019.09.20	알리게임즈	알리게임즈
8	행성: 리부트	2023.11.16	Beijing Zhaoxiguangnian Information Technology Co. Ltd	MMC 스튜디오
9	포어대작전	2016년	투유 온라인	투유 온라인
10	몽환서유	2015.03.26	넷이즈	넷이즈

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

2023 년은 콘솔의 해

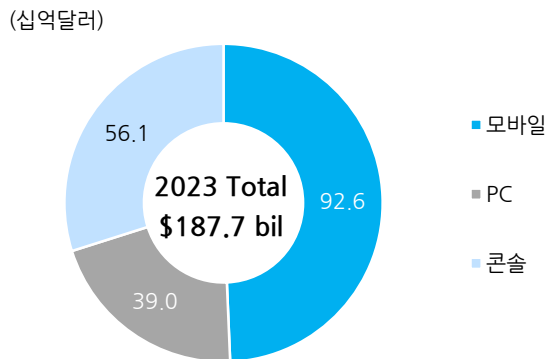
글로벌 게임시장 조사기관 newzoo 는 지난 8 월 2023 년 글로벌 게임시장 규모를 전년 대비 +2.6% 성장한 1,877 억달러(약 243 조원)로 전망했다. 이는 코로나 엔데믹 이후 외부활동이 증가한 2021 년과 2022 년의 역성장 이후 2 년만에 다시 성장세로 돌아선 것이다.

플랫폼 별로 살펴보면 모바일 926 억달러(비중 49.3%), PC 390 억달러(비중 20.8%), 콘솔 561 억달러(비중 29.9%)로 여전히 모바일 비중이 가장 높았다. 하지만 플랫폼별 시장 성장률은 콘솔이 +7.4%yoy 로 가장 높은 반면 모바일은 +0.8%yoy 로 가장 낮은 성장률을 기록했다.

모바일 플랫폼 성장률이 낮은 이유는 가장 큰 비중을 차지하고 있는 아시아 지역의 게임시장 성장률이 저조했기 때문인데, 2023 년 아시아 게임시장은 1.2% 성장하는 것에 그쳤다. 반면 콘솔시장의 비중이 가장 높은 지역인 북미(+3.8%yoy)·유럽(+3.2%yoy)은 전체 평균을 상회하는 성장률을 기록했다.

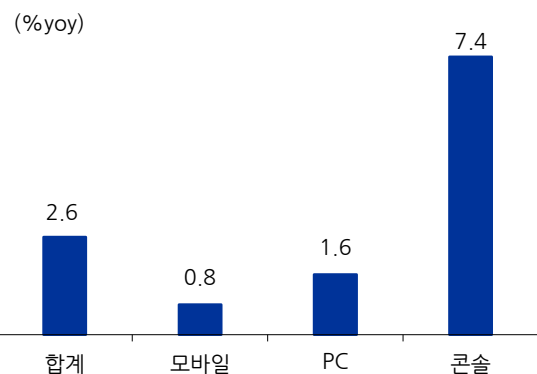
코로나로 인해 개발이 지연됐던 다수의 콘솔 트리플 A 급 게임들이 올해 쏟아져 나오면서 전세계적으로 많은 판매고를 올려 콘솔 시장의 성장률이 유독 도드라진 것으로 파악된다. 반면 모바일 게임 시장의 가장 큰 비중을 차지하는 아시아 지역 특히 중국의 게임시장 성장률 둔화가 이어지면서 모바일 시장의 성장률은 저조한 모습을 보였다.

도표 55. 2023 년 게임시장 플랫폼별 규모



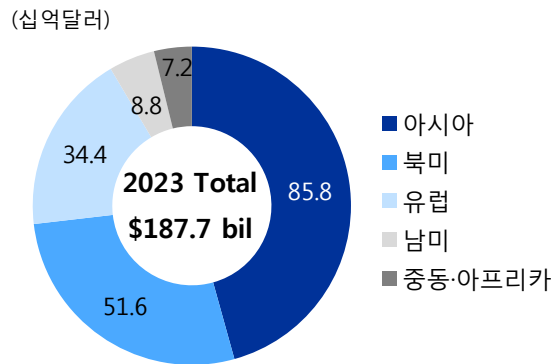
자료: newzoo, 유진투자증권

도표 56. 2023 년 게임시장 플랫폼별 성장률



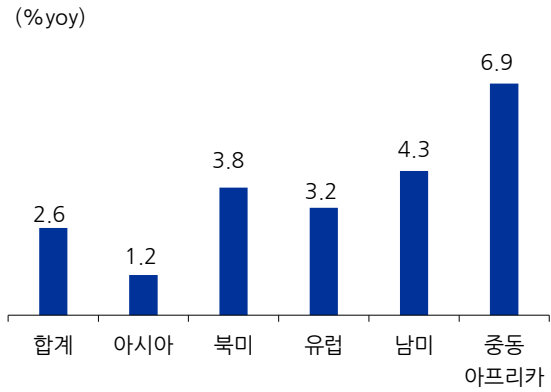
자료: newzoo, 유진투자증권

도표 57. 2023년 게임시장 지역별 규모



자료: newzoo, 유진투자증권

도표 58. 2023년 게임시장 지역별 성장률



자료: newzoo, 유진투자증권

도표 59. 글로벌 플랫폼별 시장 규모(2020년 기준)

구분	북미	유럽	아시아	남미
모바일	35.1%	27.8%	57.6%	37.9%
PC	11.7%	9.8%	22.9%	14.1%
콘솔	39.4%	39.6%	9.9%	33.2%
아케이드	13.8%	22.8%	9.5%	14.8%
합계(금액)	50,163	65,313	90,648	3,535

자료: newzoo, 유진투자증권

도표 60. 2023년 주요 콘솔 신작

게임	퍼블리셔	개발사	출시시점	장르	추정 판매량	메타크리틱
데드스페이스 리메이크	EA	모티브 스튜디오	2023.01	호러 TPS	200 만장 (출시 0개월)	
호그와트 레거시	위너 브라더스	아발란체 소프트웨어	2023.02	오픈월드 ARPG	1,500 만장 (출시 3개월)	
옥토파스 트래블러 2	스퀘어 에닉스	스퀘어 에닉스	2023.02	RPG		
와룡: 폴른 다이너스티	코웨이 테크모	팀 닌자	2022.03	소울라이크	100 만장 (출시 2개월)	
레지던트이블 4 리메이크	캡콤	캡콤	2023.03	서바이벌 호러, 액션 어드벤처	500 만장	
데드 아일랜드 2	딥실버	딥실버		서바이벌 호러, FPS, ARPG	200 만장	
스타워즈 제다이: 서바이버	EA	Respawn Entertainment	2023.04	소울라이크, 스페이스 오페라	-	
젤다의 전설: 티어스 오브 더 킹덤	닌텐도	닌텐도	2023.05	오픈월드 액션 어드벤처	1,950 만장	
데이브 더 다이버	넥슨	민트로켓	2023.06	경영 시뮬레이션, 어드벤처	200 만장	
스트리트파이터 6	캡콤	캡콤	2023.06	오픈월드 격투	247 만장	
디아블로 4	블리자드	블리자드	2023.06	오픈월드 액션	1,000 만장	
파이널판타지 16	스퀘어에닉스	스퀘어에닉스	2023.06	ARPG	348 만장	
피크민 4	닌텐도	닌텐도	2023.07	전략 퍼즐	261 만장	
발더스게이트 3	라리안 스튜디오	라리안 스튜디오	2023.08	턴제 RPG	1,000 만장	
아머드 코어 6	반다이 남코	프롬소프트웨어	2023.08	메카닉 액션	280 만장	
스타필드	베다스다	베다스다	2023.09	SF 오픈월드 ARPG	-	
P의 거짓	네오위즈	라운드 8	2023.09	소울라이크	100 만장 (출시 1개월)	
모탈 컴бат 1 리부트	위너 브라더스 게임	네더필름 스튜디오	2023.09	대전 액션	300 만장	
페이데이 3	딥 실버	스타브리즈 스튜디오	2023.09	액션, FPS	150 만장	
사이버펑크 2077: 팬텀 리버티	CD Projekt	CD Projekt	2023.09	오픈월드 액션 RPG	300 만장	
어쌔신 크리드 미라지	유비소프트	유비소프트	2023.10	오픈월드 액션 RPG	-	
슈퍼 마리오브라더스 원더	닌텐도	닌텐도	2023.10	액션 플랫폼머	430 만장	
마블 스파이더맨 2	소니 인터랙티브	인섬니악 게임즈	2023.10	오픈월드 액션	500 만장	
앨런 웨이크 2	에픽 게임즈	레미디	2023.10	3인칭 서바이벌 호러	-	
슈퍼 마리오 RPG	닌텐도	닌텐도	2023.11	ARPG	-	
콜 오브 듀티: 모던 워페어 III	액티비전 블리자드	슬레지해머 게임스	2023.11	FPS	-	
용과 같이 7 외전: 이름을 지운자	세가	용과 같이 스튜디오	2023.11	액션 어드벤처	-	

자료: 각 사, 유진투자증권

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

게임 어워즈 후보로 오른 '피구라'와 '데이브'

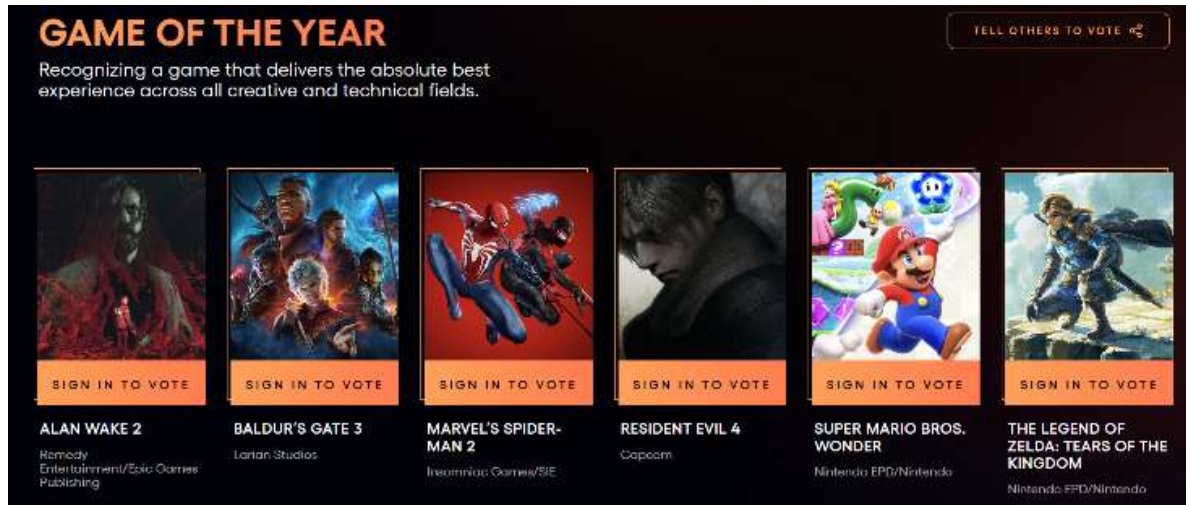
닌텐도의 '젤다의 전설: 눈물의왕국', 라리안 스튜디오의 '발더스 게이트 3' 등 올해 유독 수작 콘솔게임이 많이 나왔다. 그러다 보니 올해 GOTY(Game of the Year)를 어느 게임이 받을 것인지에 대한 관심도 더 뜨겁다. 'The Game Awards(TGA)'는 2023년 '올해의 게임(Game of the Year, GOTY)'을 포함 게임 부문 상 25 개와 E 스포츠 부문 5 개, 크리에이터 부문을 포함 총 31 개 상에 대한 후보를 발표했다. 이 중에서 눈에 띄는 것은 'P 의거짓'이 '최고의 RPG'부문과 '최고의 아트 디렉션' 부문 후보로 올랐고, '데이브 더 다이버'는 '인디(Independent) 게임' 부문 수상 후보에 올랐다는 것이다.

9월 19일 출시된 네오위즈의 'P 의거짓'은 원작 피노키오를 소재를 활용한 소울라이크 RPG 장르로 출시 후 메타크리틱 80 점, 스팀 유저 90%의 긍정 리뷰로 높은 평가를 받았다. 출시 한 달 만에 100 만장의 판매량을 돌파해 라이프타임 200 만장 달성이 전망된다. 이는 신규 IP 라는 점과 엑스박스 게임패스로 등록돼 실제 플레이 유저 대비 판매량이 낮게 나왔음을 감안하면 성공적이라는 평가다. 불모지에 가까웠던 글로벌 콘솔시장에서 국내 게임의 성공은 국내 게임업계에도 신선한 충격으로 다가왔고, 이를 반영하듯 '2023 대한민국 게임대상'에서 'P 의거짓'은 대상을 포함해 기술·창작 등 6 관왕을 차지했다.

'데이브 더 다이버'는 넥슨의 서브 브랜드인 민트로켓에서 개발한 어드벤처와 타이쿤이 결합된 형태의 캐주얼 게임이다. 6월 28일 출시 이후 11/20 기준 메타크리틱 90 점, 스팀 유저 평가는 총 5.6 만명의 긍정 평가(긍정 비율 97%)로 압도적(압도적 긍정) 평가를 받았다. 국내 최초로 싱글 패키지 누적 판매량 200 만장을 돌파했으며, 2023 대한민국 게임대상에서 P 의거짓의 뒤를 이은 최우수상을 수상했다.

국내 게임 개발사들은 장기간 모바일 플랫폼 게임 개발에 익숙해져 있으며, 상대적으로 글로벌 시장과 비교해 제한적인 장르의 게임 개발에만 초점이 맞춰져 있어 글로벌 콘솔 시장 개척에 많은 시간과 비용이 투입되는 어려움이 있을 것이라 예상됐다. 물론 'P 의거짓'과 '데이브 더 다이버'가 기존 국내 모바일 게임 흥행작들의 수익성까지 뛰어넘지는 못했지만, 성장하는 글로벌 콘솔시장 개척 가능성을 열었다고 평가하고 싶다.

도표 61. 2023 년 GOTY 후보



자료: the game awards, 유진투자증권

도표 62. 네오위즈 'P 의거짓'



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 63. 2023 대한민국 게임대상 수상



자료: 네오위즈, 유진투자증권

도표 64. 민트로켓 '데이브 더 다이버'



자료: 넥슨, 유진투자증권

도표 65. 민트로켓 '데이브 더 다이버'



자료: 넥슨, 유진투자증권

지스타 2023 참관 후기

역대 최대 규모로 개최된 지스타 2023

국내 최대 게임 전시회 지스타 2023 은 11 월 16 일부터 19 일까지 4 일간 부산 벡스코에서 개최되었다. 엔씨소프트, 크래프톤, 스마일게이트 RPG 등 총 1,037 개의 국내외 게임업체들이 참여한 가운데 설치된 부스는 3,328 개로 역대 최대 규모로 금번 지스타는 진행되었다.

작년에 이어 이번 지스타도 많은 유저가 참관했다. 주요 인기 게임들이 통상 2 시간, 많게는 4 시간 이상의 대기열을 형성하는 등 올해도 게임 산업에 대한 유저들의 관심이 여전히 강하다는 것을 체감할 수 있었다. 이번 지스타의 최고 인기 부스는 스마일게이트 RPG 의 '로스트아크 모바일' 부스였고, 그 외 대형사들 역시 신작에 대한 기대가 반영되며 긴 대기줄이 형성되었다.

이번 지스타 2023의 키워드는 '장르 다변화'와 '언리얼 엔진 5' 두 가지를 꼽을 수 있다. 최근 몇 년간 모바일 게임 위주로 지스타 구성됐던 것과는 대비되게 다양한 장르의 게임들이 출품되었다. 특히 올해 글로벌 콘솔 시장에서 'P의 거짓'과 '데이브 더 다이버' 등 국내 콘솔게임들이 글로벌 유저 호평을 얻었고, 국내 게임사들도 더 과감하게 장르 다변화를 시도하며 해외 시장을 공략하려는 모습이 보였다. 그리고 이번 지스타에서는 언리얼 엔진 5 를 활용한 게임들이 출품됐는데, 생생한 현실감을 전달하는 압도적인 그래픽 품질이 인상 깊었으며 향후 언리얼 엔진 5 를 활용한 높은 그래픽 품질의 신작들이 출시될 것으로 예상된다.

도표 66. 지스타 2023



자료: 유진투자증권

도표 67. 올해도 많은 유저의 관심이 확인된 지스타



자료: 아시아경제, 유진투자증권

크래프톤

크래프톤은 '다크앤다커 모바일'과 'inZOI'의 시연을 준비했다. '다크앤다커 모바일'은 배틀로얄과 던전크롤러 요소를 융합한 게임이다. 개인적으로 재미있게 플레이했지만 호불호가 작용할만한 요소도 일부 보였다. 우선 타 플레이어들뿐만 아니라 던전 부비트랩 및 일반 던전몹까지 있기 때문에 신경 써야 할 요소가 많아 난이도에 대한 의견이 분분할 것 같다. 그리고 '다크소울'이 연상되는 공격 속도 및 조작감도 다소 호불호가 갈릴 만한 요소로 판단된다. 'inZOI'는 '심즈'를 연상시키는 인생 시뮬레이션 게임이다. 언리얼 엔진 5 를 활용한 높은 그래픽 퀄리티와 커스터마이징 자유도에서 유저의 호평을 받았다고 한다.

크래프톤의 배틀로얄 라이브 서비스 노하우로 '다크앤다커 모바일'은 트래픽 기반의 수익화에서 강점을 보일 것으로 예상된다. 또한 원작이 모바일에 완벽하게 구현이 됨에 따라 원작을 즐겼던 46 만명의 유저도 좋은 반응을 보일 것 같다. 'inZOI'는 '심즈' 대비 높은 품질의 그래픽을 보이고 있기 때문에 상호작용 자유도를 확대하면 충분한 경쟁력을 갖출 수 있다고 생각된다.

도표 68. 긴 대기줄을 형성한 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 69. 다크앤다커 모바일



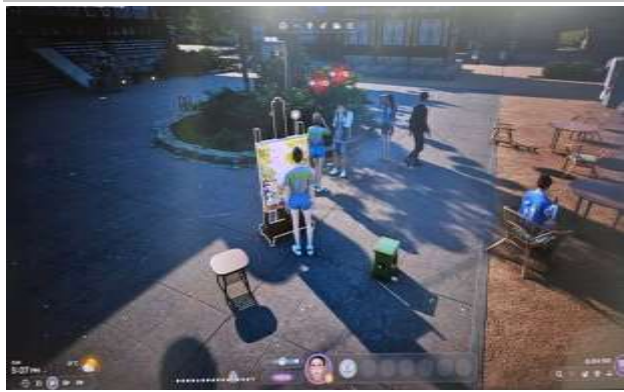
자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 70. 다크소울과 배그가 연상되는 다크앤다커



자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 71. inZOI



자료: 크래프톤, 유진투자증권

엔씨소프트

8 년만에 지스타에 참가한 엔씨소프트는 총 7 종의 게임들을 준비해왔다. 이 중 '프로젝트 LLL', '프로젝트 BSS', '배틀크러쉬'는 시연 부스가 설치되어 직접 플레이를 할 수 있는 기회가 제공되었다.

'프로젝트 LLL'은 3 인칭으로 진행되는 MMO 슈팅 게임으로 높은 그래픽 퀄리티와 몰입도 있는 맵 디자인이 인상적이었다. 다만 점프를 비롯한 일부 모션에서 불편함이 느껴졌고 슈팅 게임에서 중요한 타격감에 대한 아쉬움이 있었다. 하지만 예상되는 출시 시점이 2025 년으로 출시까지 이같은 피드백을 반영해 개선될 여지는 충분하다.

'프로젝트 BSS'는 블레이드앤소울 IP 를 재해석한 카툰형 그래픽의 수집형 RPG 다. 적 속성 약점에 따라 파티 조합을 다양하게 편성하는 기존 수집형 RPG와 유사한 점들이 많았다. 기존 수집형 RPG와는 다르게 게임플레이 과정에서 일부 컨텐츠는 턴제 전투 형식으로 진행됐던 점이 새로웠다.

마지막으로 '배틀크러쉬'는 배틀로얄 요소가 가미된 난투형 대전 게임이다. '브롤스타즈'가 연상되는 캐주얼한 그래픽이 인상적이다. 조작감에 대한 아쉬운 후기도 존재하지만 판 당 짧은 플레이타임으로 가볍게 즐길 수 있었다.

세 게임 모두 이전 시도하지 않았던 비 MMO 장르로 아쉬운 부분은 분명 있었으나, 라이트 유저까지 고객층을 확대할 수 있는 기회는 유효하다고 판단된다. 다만 장르를 고려한 라이트한 BM 이 도입될 시 유의미한 매출 기여로 이어지는 것은 어려울 것으로 전망된다.

도표 72. 엔씨소프트 부스



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 73. 프로젝트 LLL



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 74. 프로젝트 BSS



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 75. 배틀크러쉬



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

넷마블

넷마블은 '일곱개의 대죄: 오리진', 'RF 온라인 넥스트', '데미스 리본'으로 총 3종의 게임 시연을 준비해왔다. '일곱개의 대죄: 오리진'은 '일곱개의 대죄' IP에 기반한 오픈월드 RPG 다. 장르 특성상 '원신'과 비교될 수 밖에 없는데 오픈월드에서 중요한 원소 간의 상호작용이 부재해서 다소 아쉬웠다. 다만 원작의 캐릭터들이 자유롭게 필드를 모험하는 모습이나, 스타일리시한 전투 연출은 원작 팬들에게 큰 호응을 얻을 요소로 보인다.

'RF 온라인 넥스트'는 자사 IP인 'RF 온라인'을 계승한 SF MMORPG 다. SF 세계관 속에서 착용 슈트에 따라 캐릭터의 성능이 바뀌고, 메카에 탑승이 가능하고, 자동전투가 있다는 점이 '아레스'와 유사하다고 느껴졌다. 언리얼 엔진 5에 기반한 높은 그래픽 퀄리티와 화려한 전투 연출은 인상적이지만 콘텐츠 요소가 부족했던 점은 아쉬운 부분으로 남았다.

'데미스 리본'은 자사 IP '그랜드크로스'에 기반한 서브컬처 수집형 RPG 다. 그래픽, 전투 컷신 연출, 최적화 모두 양호했다. 다만 유사한 장르의 경쟁작이 많다 보니 '그랜드크로스' IP에 익숙치 않은 유저층에는 매력이 다소 부족하다고 느껴졌다.

도표 76. 넷마블 부스



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 77. 일곱개의 대죄: 오리진



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 78. RF 온라인 넥스트



자료: 넷마블, 유진투자증권

도표 79. 데미스 리본



자료: 넷마블, 유진투자증권

위메이드

지스타 2023 메인 스폰서 위메이드는 '레전드 오브 이미르'와 '판타스틱 4 베이 스폴'으로 2종의 게임을 준비해왔다. '레전드 오브 이미르'는 언리얼 엔진 5에서 제작된 MMORPG다. 자동 사냥 및 퀘스트 이동 등 기존 MMORPG에서 볼 수 있는 요소가 존재하지만 그래픽만큼은 압도적인 품질을 보여주었다. '나이트크로우' 대비 높은 그래픽 퀄리티와 역동적인 카메라 워크가 인상적이었다. '오딘'과 '나이트크로우'를 즐겼던 유저들에게는 좋은 반응을 이끌어 낼 것으로 전망한다

스마일게이트 RPG

9년만에 지스타에 참석한 '스마일게이트 RPG'는 자사 최고의 IP '로스트아크'의 모바일 버전 게임을 준비해왔다. '로아 모바일'은 약 3-4시간의 지스타에서 가장 긴 대기줄을 형성하며 '로아'의 인기를 확인시켜주었다.

긴 대기열에 '로아 모바일'을 직접 시현할 기회는 없었지만 유저들의 종합 후기는 대체로 긍정적이었다. 우선 스킬 연출, 타격감, 액션 등 원작의 요소가 모바일로 잘 이식됨과 동시에 모바일 플랫폼을 고려한 UI 및 편의 기능이 호평을 받았다. 그래픽 또한 언리얼 엔진 5을 활용해 언리얼 엔진 3을 사용한 원작 대비 높은 품질의 그래픽을 보여주었다. 다만 PC 원작과 큰 차이점이 없기 때문에 일부 유저는 아쉬움을 표현하기도 했다.

도표 80. 위메이드 부스



자료: 위메이드, 유진투자증권

도표 81. 레전드 오브 이미르



자료: 위메이드, 유진투자증권

도표 82. 스마일게이트 RPG 부스



자료: 스마일게이트 RPG, 유진투자증권

도표 83. 로아 모바일



자료: 스마일게이트 RPG, 유진투자증권

도표 84. 가장 많은 인기를 보여준 로스트 아크 모바일 부스



자료: 유진투자증권

기업분석

NAVER(035420)

BUY(유지) / TP 289,000 원
내실을 다지는 2024 년

카카오(035720)

BUY(유지) / TP 65,000 원
돌고 돌아 카카오톡

크래프톤(259960)

BUY(유지) / TP 220,000 원
실적과 신작을 모두 갖췄다

엔씨소프트(036570)

BUY(유지) / TP 340,000 원
걱정 반, 기대 반

더블유게임즈(192080)

BUY(유지) / TP 61,000 원
슈퍼네이션과의 시너지 효과 기대

카카오게임즈(293490)

HOLD(유지) / TP 24,000 원
오딘만 살아남았다

넷마블(251270)

HOLD(유지) / TP 47,000 원
수익성 개선이 숙제

펄어비스(263750)

HOLD(하향) / TP 42,000 원
구슬이 서 말이라도 꿰어야 보배

네오위즈(095660)

HOLD(유지) / TP 30,000 원
2024 년 실적 성장은 부담

NAVER

(035420)

내실을 다지는 2024년

투자의견

BUY(유지)

목표주가

289,000 원(유지)

현재주가

204,500 원(11/21)

시가총액

33,213(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 10.5조원(+8.4%yoy), 영업이익 1조 6,761억원(+13.9%yoy, OPM +16.0%) 전망
- 올해 대비 내년 외형성장은 둔화되지만, 마진을 높은 서치플랫폼의 점진적 회복과 take rate이 인상된 커머스 매출 성장, 그리고 비용통제 기조가 지속되며 영업이익 성장률은 확대될 것
- 서치플랫폼 매출에서 본격적 반등보다는 점진적 회복이 나타날 것으로 전망. 하이퍼클로바X 기반 생성형 AI 서비스의 광고 매출 기여에 따라 향후 추정치 상향 가능성 유효
- 커머스는 브랜드스토어 확대, 다양한 커머스 솔루션 take rate 인상 등 수익성 중심의 성장 전망
- 내년부터 하이퍼클로바X 기반 생성형 AI 서비스 라인업과 수익화 전략이 본격화 될 것으로 전망. 9월 PC 테스트를 시작한 AI 검색 서비스 'Cue'는 성능 향상과 함께 쇼핑, 로컬 등 네이버 버티컬 서비스와의 연동을 통해 이용자와의 접점 늘릴 예정. 11월 PC 통합검색과 내년 모바일 검색에 'Cue'를 적용할 예정

주가(원, 11/21)	204,500
시가총액(십억원)	33,213

발행주식수	162,409천주
52주 최고가	241,500원
최저가	173,500원
52주 일간 Beta	1.10
60일 일평균거래대금	1,521억원
외국인 지분율	47.3%
배당수익률(2023E)	0.0%

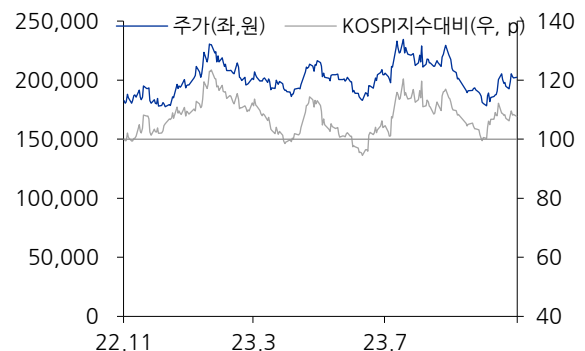
주주구성	
국민연금공단 (외 1인)	9.3%
자사주 (외 1인)	7.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	7.8%	-4.5%	8.3%
절대기준	13.5%	-5.5%	12.1%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	289,000	289,000	-
영업이익(23)	1,470	1,464	▲
영업이익(24)	1,676	1,576	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	6,818	8,220	9,685	10,500
영업이익	1,325	1,305	1,470	1,676
세전손익	2,126	1,084	1,537	1,719
당기순이익	16,478	673	1,030	1,169
EPS(원)	100,518	4,634	6,467	7,159
증감률(%)	1,547.7	-95.4	39.6	10.7
PER(배)	3.8	38.3	31.6	28.6
ROE(%)	106.7	3.3	4.4	4.5
PBR(배)	2.6	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	18.4	16.9

자료: 유진투자증권



내실을 다지는 2024년

네이버의 2024년 매출액은 10.5조원(+8.4%yoy), 영업이익은 1조 6761억원(+13.9%yoy, OPM +16.0%)을 전망한다. 2023년과 비교해 매출액 성장률은 둔화되지만, 마진율이 높은 서치플랫폼 매출의 점진적 회복과 take rate 인상을 통한 커머스 매출의 성장 그리고 동사의 내년에도 지속될 비용통제 기조를 감안하면 영업이익 성장률은 확대될 전망이다.

서치플랫폼 매출 성장률의 부진이 3분기까지 이어졌다. 특히 경기 부진 영향을 많이 받은 디스플레이 광고의 역성장(3Q23 -9.5%yoy) 뿐만 아니라 안정적인 성장률을 기록했던 검색광고 또한 성장률이 둔화되었다(3Q23, +3.5%yoy). 지난해 4분기 낮은 기저를 감안하면 올해 4분기 서치플랫폼 매출 반등은 기대가 되지만, 내년도 서치플랫폼 매출은 본격적인 반등 보다는 점진적 회복에 가까울 전망이다. 물론 올해 발표한 하이퍼클로바 X 기반 생성형 AI 서비스의 광고 매출 기여에 따라 향후 성장률 추정치 상향 가능성도 존재한다.

내년 커머스 부문에서는 올해와 같은 큰 폭의 외형성장 보다는 브랜드스토어 확대, 다양한 커머스 솔루션 take rate 상승 등 매출 성장 등을 통해 수익성 중심의 성장이 전망된다. 포시마크는 1p 광고 성장 및 라이브 스트리밍 방송 포시쇼(Posh Shows)의 매출 비중이 더욱 확대될 것으로 예상된다. 국내 온라인쇼핑거래액은 올해 3분기까지 3개 분기 연속 성장률이 반등하며 국내 커머스 시장 환경 또한 개선되는 모습을 이어갔다.

내년에는 지난 8월 공개한 하이퍼클로바X 기반 생성형 AI 서비스 라인업과 수익화 전략이 본격화될 전망이다. 지난 9월 PC 테스트를 시작한 AI 기반 검색서비스인 'CUE:'는 지적 받았던 서비스 퀄리티 향상을 위해 할루시네이션을 줄이고 또한 쇼핑, 로컬 등 네이버 버티컬 서비스와 연동해 이용자와의 접점을 늘릴 예정이다. 11월부터는 PC 네이버 통합검색에도 이를 부분 적용할 예정이며, 내년에는 CUE: 서비스를 모바일로도 런칭할 예정이다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 85. 네이버 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	2280.4	2407.9	2445.3	2551.1	2471.2	2592.8	2635.7	2800.5	9684.7	10500.1
(%yoy)	23.6%	17.7%	18.9%	12.3%	8.4%	7.7%	7.8%	9.8%	17.8%	8.4%
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	927.6	892.3	952.1	950.2	1001.8	3588.3	3796.4
커머스	605.9	632.9	647.4	679.2	657.7	695.0	710.2	758.8	2565.4	2821.7
핀테크	318.2	339.7	340.8	360.3	358.7	366.8	364.7	392.7	1359.0	1482.9
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	468.4	450.3	455.4	470.7	510.3	1735.0	1886.7
클라우드	93.2	104.5	123.6	115.6	112.3	123.4	139.9	136.9	436.9	512.4
영업비용	1950.0	2035.2	2065.1	2164.0	2093.7	2173.7	2216.1	2340.6	8214.3	8824.0
(%yoy)	26.3%	19.0%	19.6%	11.8%	7.4%	6.8%	7.3%	8.2%	18.8%	7.4%
영업이익	330.5	372.7	380.2	387.1	377.5	419.1	419.6	459.9	1470.4	1676.1
(%yoy)	9.5%	10.9%	15.1%	15.0%	14.2%	12.5%	10.4%	18.8%	12.7%	14.0%
OPM(%)	14.5%	15.5%	15.5%	15.2%	15.3%	16.2%	15.9%	16.4%	15.2%	16.0%
세전이익	116.6	421.1	504.5	494.4	429.7	429.7	429.7	429.7	1536.6	1718.6
당기순이익	43.7	286.7	356.2	343.6	292.2	292.2	292.2	292.2	1030.2	1168.7
NPM(%)	1.9%	11.9%	14.6%	13.5%	11.8%	11.3%	11.1%	10.4%	10.6%	11.1%

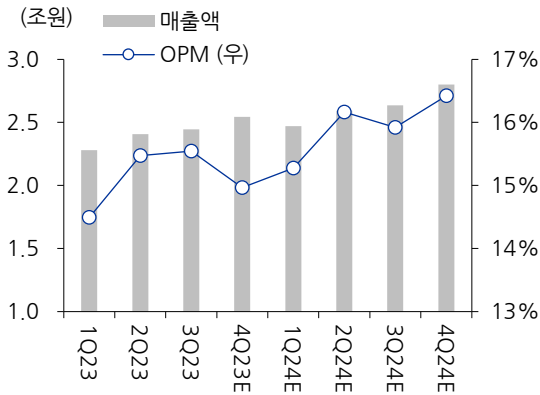
자료: 유진투자증권

도표 86. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6817.6	8220.1	9684.7	10500.1
영업이익	1325.5	1304.7	1470.4	1676.1
세전이익	2126.4	1056.1	1536.6	1718.6
지배순이익	16489.8	752.3	1060.9	1174.5
EPS(원)	100,518	4,634	6,467	7,159
PER(배)	3.8	38.3	31.6	28.6
OPM(%)	19.4%	15.9%	15.2%	16.0%
NPM(%)	241.9%	9.2%	11.0%	11.2%

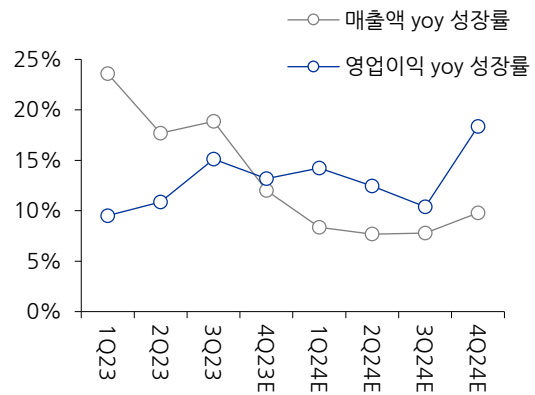
자료: 유진투자증권

도표 87. 네이버 매출액 및 영업이익률 전망



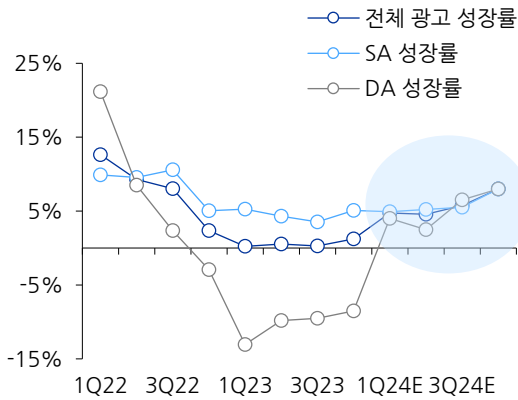
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 88. 네이버 매출액 및 영업이익 yoy 성장률



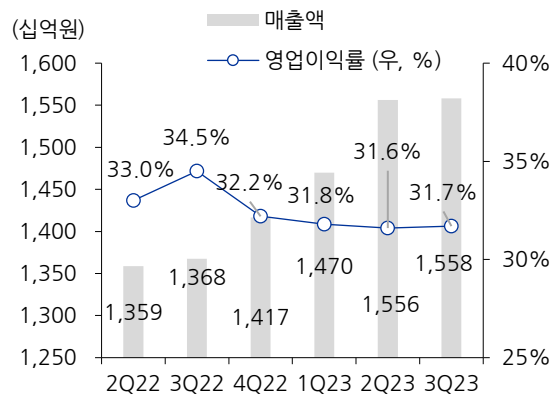
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 89. 네이버 전체



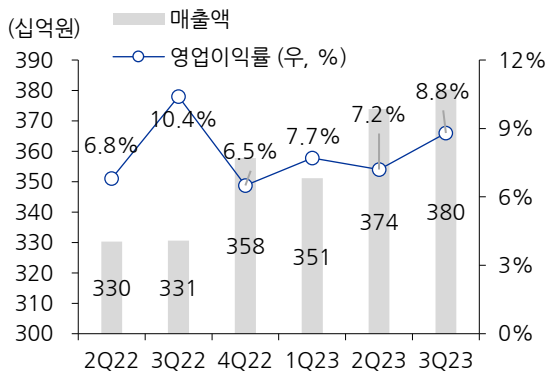
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 90. 서치플랫폼 및 커머스



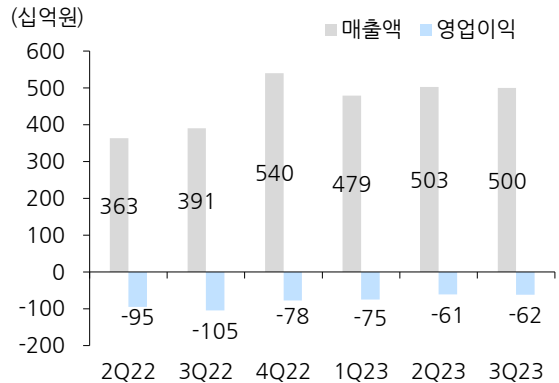
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 91. 핀테크



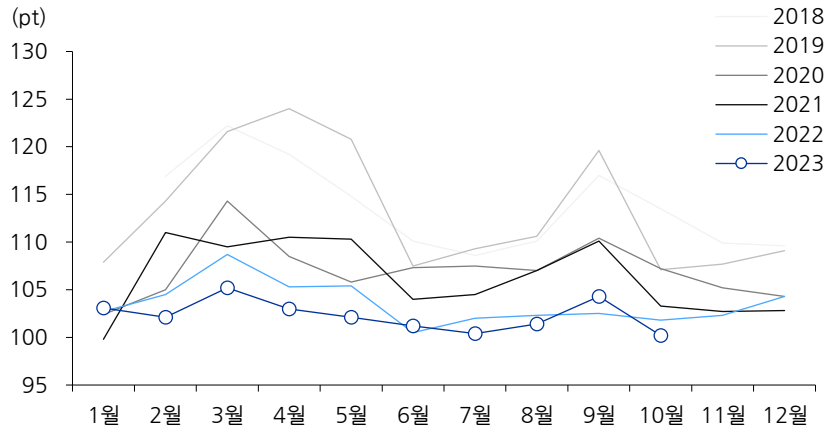
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 92. 콘텐츠



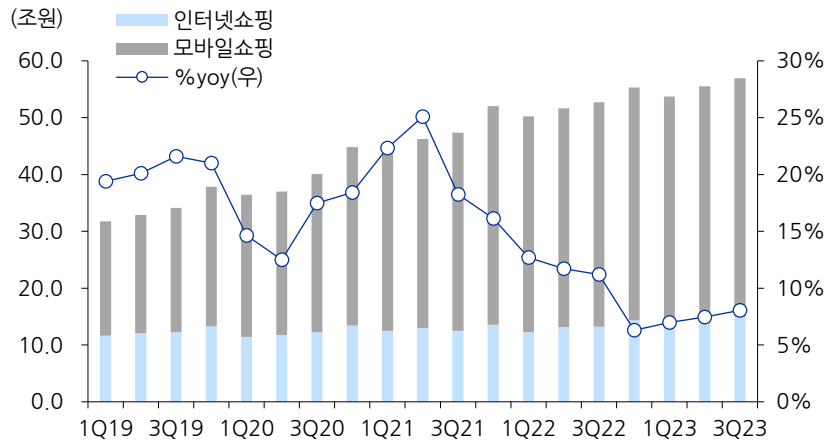
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 93. 국내 온라인, 모바일 광고경기전망지수



자료: 통계청, 유진투자증권
 주: 전년동월대비 온라인, 모바일 광고경기전망지수

도표 94. 국내 온라인쇼핑거래액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 95. 네이버 AI 현황

대상	이름	구분	출시 시점	특징
일반	하이퍼클로바 X	파운데이션 모델	-	<ul style="list-style-type: none"> 모든 네이버 AI 서비스의 기반이 되는 백본 모델 글로벌 피어 대비 양질의 한국어 데이터 학습 네이버 블로그, 카페, 지식인 등 네이버 고유의 데이터 학습
사용자/창작자	클로바 X	챗봇 AI	2023.08	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 AI 챗봇 네이버 서비스 및 서드파티 서비스 API와 연동되는 '스킬' 가능 탑재. 현재 사용 가능 스킬은 네이버 쇼핑, 네이버 여행, 쓰기 '스킬'을 통해 별도의 모델 업데이트 없이 실시간 정보를 반영 가능 텍스트 외 문서, 이미지 등 여러 파일과 상호작용이 가능한 멀티모달 기능 탑재
	Cue'	서치 AI	2023.09	<ul style="list-style-type: none"> 네이버 검색에 언어 모델이 결합된 AI 생성형 검색 서비스 플레이스/쇼핑/페이 등의 버티컬 서비스와 연계된 입체적인 대화형 답변 제공 연내 네이버 검색과 통합될 예정
	클로바 for Writing	창작 AI	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> 네이버 콘텐츠 제작 툴 '스마트에디터'에 하이퍼클로바 X가 결합된 글쓰기 도구 키워드에 따른 초안 제시, 제목 및 태그 생성, 글감 추천 등의 기능 수행
판매자/광고주	클로바 for AD	광고 AI	2023.11 (파일럿) 2024.03	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 생성 AI 광고 플랫폼 광고주가 제공한 데이터를 학습해 사용자와 AI 대화 중 적절한 맥락에서 광고 제공 DA, SA, Cue' 등 네이버 내 다양한 진입 지점과 연계가 가능 데이터 분석 및 AI가 생성한 광고 시안 등의 솔루션 제공
	클로바 X 스마트스토어센터	커머스 AI	2023.12	<ul style="list-style-type: none"> 스마트스토어 관리 플랫폼에 탑재되는 AI 비서(클로바 X) 판매 증진에 도움이 될 추가 요소 점검 및 제안, 상품 상세 초안 작성, 효율 높은 광고 프로모션 옵션 및 적절한 판매 가격대 제안 등의 기능 수행
기업	클로바 스튜디오	AI 모델 제작 툴	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 No-Code AI 툴 기업이 보유한 대량의 고유 데이터셋을 하이퍼클로바 X와 결합해 전용 AI 모델을 구현할 수 있게 해주는 도구 클로바 스튜디오 exclusive는 전용 인프라와 SFT 튜닝기법을 제공 다양한 제휴사 확보. 플라리스 오피스 AI, 워튼, 레터비, 캡스로우 등의 생성형 AI 서비스는 클로바 스튜디오를 사용함
	뉴로클라우드 for 하이퍼클로바 X	하이브리드 클라우드	2023.10	<ul style="list-style-type: none"> GPU 클러스터와 AI 모델을 학습 및 운영하는 도구가 하이브리드 클라우드 전용 하드웨어로 제공되는 상품 고객사 데이터센터 내 폐쇄된 사내망으로 네트워크 환경 구성. 보안이 중요한 금융, 테크 등의 업종에서의 수요가 있을 것으로 예상 데이터센터와 전산실을 보유한 고객사에게 Rack과 뉴로클라우드 하드웨어 제공. 별도의 전산 공간이 없는 고객에게 컨테이너 형태의 데이터센터와 뉴로클라우드 하드웨어 제공
	프로젝트 커넥트 X	오피스 툴 AI	2024	<ul style="list-style-type: none"> 하이퍼클로바 X에 기반한 업무 생산성 향상 툴 할 일 자동 생성, 메일 초안 작성, 코딩 보조, 보고서 작성, 데이터 시각화 등의 작업 수행

자료: 네이버, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	17,014	33,691	33,899	35,943	37,409
유동자산	10,545	5,528	6,440	7,817	8,506
현금성자산	1,893	3,585	3,967	5,243	5,765
매출채권	985	1,325	1,515	1,606	1,763
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
부채총계	8,759	9,664	10,449	9,797	10,089
유동부채	7,912	3,923	5,481	4,764	4,989
매입채무	1,856	2,383	2,935	2,210	2,426
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
비유동이자부채	251	3,903	3,306	3,306	3,306
기타	597	1,837	1,662	1,726	1,793
자본총계	8,255	24,027	23,450	26,146	27,321
지배지분	7,367	23,536	22,744	25,440	26,614
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,793	1,490	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	6,655	23,080	23,646	24,707	25,881
기타	(1,097)	(1,051)	(2,475)	(840)	(840)
비지배지분	888	492	706	706	706
자본총계	8,255	24,027	23,450	26,146	27,321
총차입금	898	4,470	4,953	4,953	4,953
순차입금	(996)	885	986	(290)	(812)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	1,447	1,380	1,453	1,956	1,521
당기순이익	845	16,478	673	1,030	1,169
자산상각비	495	433	561	317	245
기타비현금성손익	474	(14,831)	757	(44)	(695)
운전자본증감	227	(10)	307	(817)	58
매출채권감소(증가)	(110)	(40)	(56)	(91)	(157)
재고자산감소(증가)	0	0	0	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	214	76	133	(725)	216
기타	123	(46)	231	(0)	(1)
투자현금	(2,503)	(13,999)	(1,216)	(730)	(1,052)
단기투자자산감소	(1,229)	(687)	(920)	(82)	(43)
장기투자증권감소	(379)	(565)	445	(571)	(931)
설비투자	759	754	701	0	0
유형자산처분	9	7	12	0	0
무형자산처분	(103)	(52)	(55)	(28)	(28)
재무현금	1,192	11,642	(339)	0	0
차입금증가	1,131	10,619	(392)	0	0
자본증가	(70)	156	(152)	0	0
배당금지급	55	60	213	0	0
현금 증감	(2,140)	(1,064)	(57)	1,226	469
기초현금	3,741	3,846	2,781	2,724	3,950
기말현금	1,600	2,781	2,724	3,950	4,419
Gross Cash flow	1,815	2,080	1,991	2,774	1,464
Gross Investment	1,048	13,322	(11)	1,465	952
Free Cash Flow	767	(11,242)	2,003	1,308	512

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	5,304	6,818	8,220	9,685	10,500
증가율(%)	0.0	28.5	20.6	17.8	8.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,304	6,818	8,220	9,685	10,500
판매 및 일반관리비	4,089	5,492	6,915	8,214	8,824
기타영업손익	0	34	26	19	7
영업이익	1,215	1,325	1,305	1,470	1,676
증가율(%)	0.0	9.1	(1.6)	12.7	14.0
EBITDA	1,711	1,759	1,866	1,788	1,921
증가율(%)	0.0	2.8	6.1	(4.2)	7.5
영업외손익	418	801	(221)	66	43
이자수익	40	89	107	59	35
이자비용	22	45	72	80	55
지분법손익	137	532	21	335	13
기타영업외손익	263	226	(277)	(249)	50
세전순이익	1,634	2,126	1,084	1,537	1,719
증가율(%)	0.0	30.2	(49.0)	41.8	11.8
법인세비용	493	649	411	506	550
당기순이익	845	16,478	673	1,030	1,169
증가율(%)	0.0	1,850.0	(95.9)	53.0	13.4
지배주주지분	1,002	16,490	760	1,061	1,174
증가율(%)	0.0	1,545.6	(95.4)	39.6	10.7
비지배지분	(157)	(12)	(87)	(31)	(6)
EPS(원)	6,100	100,518	4,634	6,467	7,159
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	39.6	10.7
수정EPS(원)	6,100	100,518	4,634	6,467	7,159
증가율(%)	0.0	1,547.7	(95.4)	39.6	10.7

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,100	100,518	4,634	6,467	7,159
BPS	44,850	143,467	138,642	155,074	162,234
DPS	402	511	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	47.9	3.8	44.1	31.6	28.6
PBR	6.5	2.6	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	27.5	35.8	18.3	18.4	16.9
배당수익률	0.1	0.1	n/a	n/a	n/a
PCR	26.5	29.9	16.8	12.1	22.9
수익성(%)					
영업이익율	22.9	19.4	15.9	15.2	16.0
EBITDA이익율	32.3	25.8	22.7	18.5	18.3
순이익율	15.9	241.7	8.2	10.6	11.1
ROE	15.2	106.7	3.3	4.4	4.5
ROIC	42.4	56.8	66.7	41.6	45.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(12.1)	3.7	4.2	(1.1)	(3.0)
유동비율	133.3	140.9	117.5	164.1	170.5
이자보상배율	56.1	29.3	18.2	18.5	30.5
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
매출채권회전율	4.9	5.9	5.8	6.2	6.2
재고자산회전율	178.4	1,300.5	1,111.4	1,086.5	1,091.1
매입채무회전율	2.6	3.2	3.1	3.8	4.5

편집상의 공백페이지입니다

카카오

(035720)

돌고 돌아 카카오톡

투자의견

BUY(유지)

목표주가

65,000 원(유지)

현재주가

49,250 원(11/21)

시가총액

21,891(십억원)

인터넷/게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 9.1조원(+11.6%yoy), 영업이익 5,749억원(+26.4%yoy, OPM +6.9%) 전망
- 특비즈 매출의 중장기 성장을 위한 다양한 카카오톡 개편 시도가 있었음. 광고에서는 채팅 외의 커뮤니케이션 기능을 확대하기 위해 친구탭에서 공감 스티커 및 펄 도입. 또한 오픈채팅탭을 신설해 관심사 기반의 유저 커뮤니티 확대 유도. 내년 광고 시장의 회복과 함께 카카오톡 개편 효과를 통한 특비즈의 매출 성장률 반등 기대
- 특비즈 거래형은 선물하기 직매입 상품 및 명품·뷰티 카테고리 확대, 선물 예약하기 기능 도입 등으로 매출과 이익률의 동반 성장 달성. 쇼핑탭 라이브커머스 등의 기능 추가를 통해 쇼핑 플랫폼으로의 영역 확장 준비 중
- 콘텐츠는 에스엠 편입효과 기저로 매출 성장률 감소 예상되나, 올해 부진했던 게임과 미디어에서의 반등이 나타날 것으로 전망. 영업비용에서는 자회사 인력 조정 및 마케팅 효율화 기조가 내년 이어지며 수익성 회복에 기여할 것
- 연내 큐레이션 콘텐츠를 제공하는 AI 콘텐츠 봇을 오픈채팅에 도입할 예정

주가(원, 11/21)	49,250
시가총액(십억원)	21,891

발행주식수	444,496천주
52주 최고가	71,300원
최저가	37,300원
52주 일간 Beta	1.62
60일 일평균거래대금	709억원
외국인 지분율	25.9%
배당수익률(2023E)	0.1%

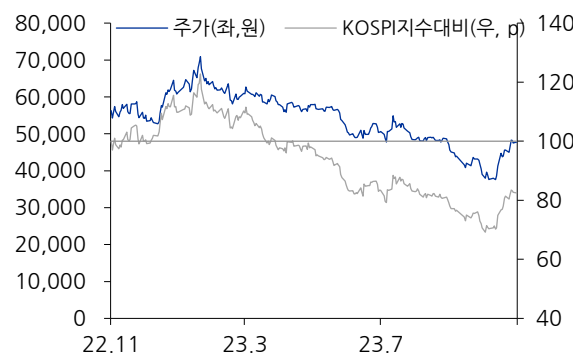
주주구성	
김범수 (외 92인)	24.2%
MAXIMO PTE (외 1인)	6.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	20.4%	-13.9%	-16.3%
절대기준	26.1%	-14.9%	-12.5%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	65,000	65,000	-
영업이익(23)	455	455	-
영업이익(24)	566	562	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	6,137	7,107	8,132	9,058
영업이익	595	580	455	566
세전손익	2,294	1,304	456	626
당기순이익	1,646	1,063	278	391
EPS(원)	3,122	3,037	605	860
증감률(%)	787.7	-2.7	-80.1	42.2
PER(배)	36.0	17.5	81.4	57.2
ROE(%)	17.1	13.5	2.5	3.3
PBR(배)	5.0	2.4	1.9	1.9
EV/EBITDA(배)	48.7	18.8	22.7	20.5

자료: 유진투자증권



돌고 돌아 카카오톡

카카오의 2024년 매출액은 9.1조원(+11.6%yoy), 영업이익은 5,749억원(+26.4%yoy, OPM +6.9%)을 전망한다. 2023년은 에스엠 편입 등의 효과가 반영된 콘텐츠 부문에서 매출 성장을 견인했다면, 2024년은 카카오톡 개편 효과를 통한 특비즈의 매출 성장률 반등이 기대된다.

카카오는 특비즈 매출의 중장기 성장을 위해 다양한 카카오톡 개편 시도를 펼쳤다. 먼저 광고에서는 유저들의 카카오톡 채팅뿐만 아니라 다른 형태의 커뮤니케이션 기능을 확대하기 위해 여러 탭들을 개편했는데, 첫번째탭(친구탭)에서는 생일인 친구나 업데이트된 프로필 외에도 좋아요와 유사한 기능인 공감 스티커와 인스타 스토리와 유사한 평기능을 도입했다. 또한 기존 채팅탭에 존재했던 오픈채팅 기능을 세번째탭으로 신설해 관심사 기반의 유저 커뮤니케이션 확대를 유도했다. 이같은 친구탭과 오픈채팅탭 개편효과는 올해 특비즈 광고형 매출 성장으로도 드러났다. 내년도 광고 시장의 회복과 함께 이같은 효과는 두드러질 전망이다.

특비즈 거래형의 경우 선물하기 직매입 상품 및 명품·뷰티 카테고리 확대, 선물하기 예약하기 기능 도입 등으로 매출과 이익률의 동반 성장을 달성했다. 또한 카카오톡 네번째탭인 쇼핑탭은 라이브커머스 등의 기능을 추가해 카카오의 주된 커머스 서비스인 선물하기 영역을 확장해 쇼핑 플랫폼으로 영역 확장을 준비하고 있다.

2024년 콘텐츠 부문은 전년도 2분기 에스엠 편입효과 기저로 매출 성장률이 감소할 것이나, 매출 역성장으로 크게 부진했던 게임과 미디어의 매출은 반등에 성공할 것으로 예상된다. 영업비용에서는 3분기 자회사 인력 조정 및 마케팅 효율화 기조가 내년에도 지속되면서 마진을 회복에 기여할 것으로 전망한다.

카카오는 연내 오픈채팅을 시작으로 AI 콘텐츠 봇을 도입할 예정이다. AI 콘텐츠 봇은 세분화된 관심사로 커뮤니티가 형성된 오픈채팅에서 사용자의 관심사에 맞는 큐레이션 콘텐츠를 제공한다. 오픈채팅 콘텐츠 봇의 유용성 및 확장성이 검증이 될 경우, 일반 개인톡 및 단체톡방까지의 확장 가능성도 열어두고 있다. 일례로 NEMO 2023에서 카카오톡은 'koGPT'기반의 버티컬 AI 봇이 단체톡에 탑재된 모습을 공개하였다. 영상에서는 채팅방에서 친구를 태그하듯이, @카카오 T를 태그해 카카오톡 챗봇을 호출하여 택시를 예약하는 등의 기능을 수행하는 모습을 보여주었다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 96. 카카오 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	1740.3	2042.5	2160.9	2187.9	2115.0	2203.2	2318.4	2421.1	8131.7	9057.6
(%yoy)	5.4%	12.1%	16.3%	23.3%	21.5%	7.9%	7.3%	10.7%	14.4%	11.4%
플랫폼	964.7	988.7	1029.5	1077.2	1043.2	1054.3	1105.1	1191.8	4060.0	4394.4
특비즈	515.6	503.0	517.7	576.6	563.7	548.7	572.3	638.8	2112.9	2323.5
포털비즈	83.6	89.5	83.2	83.7	82.5	85.5	82.5	84.0	340.0	334.5
플랫폼 기타	365.6	396.3	428.5	416.8	397.0	420.0	450.4	468.9	1607.2	1736.3
콘텐츠	775.6	1053.8	1131.5	1110.8	1071.7	1148.9	1213.3	1229.3	4071.6	4663.2
게임	247.3	268.6	262.0	227.1	260.3	313.9	296.7	286.4	1005.0	1157.3
뮤직	232.0	480.7	513.3	521.9	489.0	510.4	555.6	561.4	1747.9	2116.5
스토리	228.6	231.0	249.1	233.9	242.4	243.1	260.5	246.0	942.6	992.0
미디어	67.7	73.5	107.0	127.9	80.0	81.5	100.5	135.5	376.1	397.5
영업비용	1669.2	1929.0	2020.6	2058.1	2016.6	2084.8	2146.0	2244.0	7677.0	8491.3
(%yoy)	11.8%	16.8%	18.3%	23.0%	20.8%	8.1%	6.2%	9.0%	17.6%	10.6%
인건비	445.8	471.8	467.0	472.5	478.5	482.0	485.5	510.5	1857.1	1956.5
매출연동비	666.8	810.4	872.1	886.1	856.6	892.3	939.0	980.5	3235.4	3668.3
외주/인프라비	242.0	282.3	289.2	303.5	300.5	316.5	318.0	335.5	1117.0	1270.5
마케팅비	114.6	120.0	125.4	135.5	125.5	130.0	135.5	147.5	495.5	538.5
상각비	150.3	185.0	198.4	195.0	195.0	195.5	198.0	200.0	728.6	788.5
기타	49.6	59.6	68.6	65.5	60.5	68.5	70.0	70.0	243.2	269.0
영업이익	71.1	113.5	140.3	129.8	98.4	118.4	172.5	177.1	454.7	566.3
(%yoy)	-55.2%	-33.7%	-6.7%	29.4%	38.3%	4.3%	22.9%	36.4%	-21.6%	24.5%
OPM(%)	4.1%	5.6%	6.5%	5.9%	4.7%	5.4%	7.4%	7.3%	5.6%	6.9%
세전이익	80.0	112.1	128.5	135.2	115.3	129.5	180.8	200.4	455.7	626.0
당기순이익	87.1	56.3	49.5	85.2	72.1	80.9	113.0	125.2	278.0	391.3
(%yoy)	-93.4%	-44.4%	-63.9%	흑자전환	-17.2%	43.9%	128.3%	47.1%	-73.8%	40.7%
NPM(%)	5.0%	2.8%	2.3%	3.9%	3.4%	3.7%	4.9%	5.2%	3.4%	4.3%

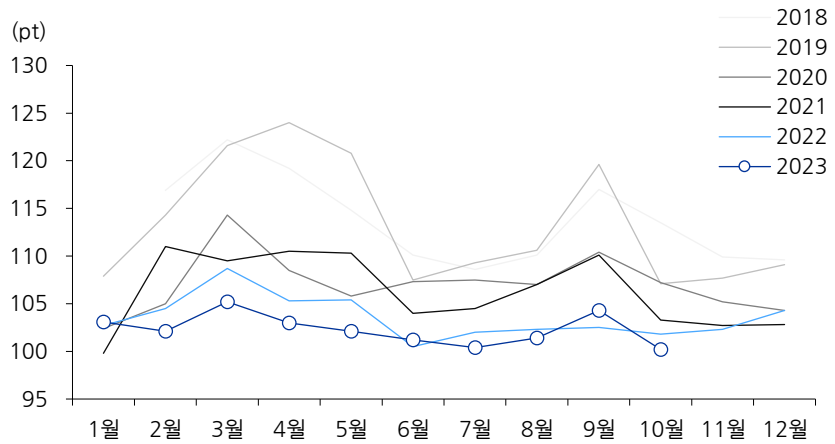
자료: 유진투자증권

도표 97. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6136.7	7106.8	8131.7	9057.6
영업이익	594.9	580.3	454.7	566.3
세전이익	2293.7	1304.4	455.7	626.0
지배순이익	1392.2	1352.9	269.7	383.4
EPS(원)	3,124	3,036	605	860
PER(배)	14.6	17.5	81.4	57.2
OPM(%)	9.7%	8.2%	5.6%	6.3%
NPM(%)	22.7%	19.0%	3.3%	4.2%

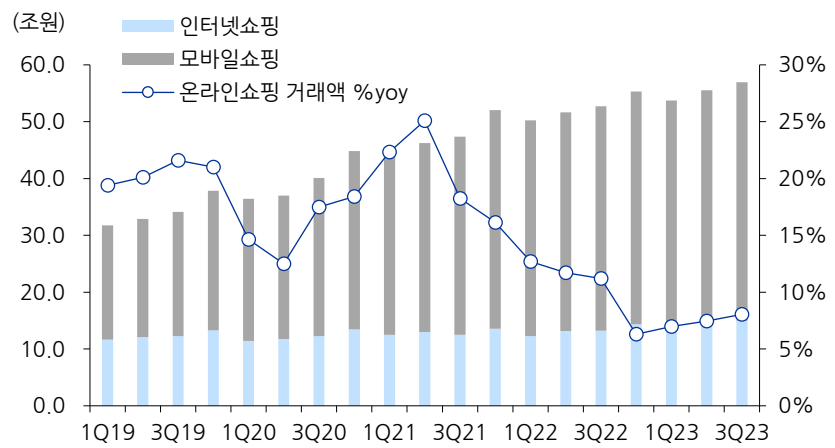
자료: 유진투자증권

도표 98. 국내 온라인, 모바일 광고경기전망지수



자료: 통계청, 유진투자증권
 주: 전년동월대비 온라인, 모바일 광고경기전망지수

도표 99. 국내 온라인쇼핑거래액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 100. 카카오 AI 현황

대상	이름	구분	특징
B2C	KoGPT	파운데이션 모델	<ul style="list-style-type: none"> 카카오 자체개발 AI 모델 메타의 Llama와 같이 여러 규모의 매개변수 모델이 준비됨 구현하고자 하는 서비스의 특성과 비용 효율성을 고려하여 적합한 모델을 적용할 예정
B2C	Karlo 2.0	이미지 생성 AI 모델	<ul style="list-style-type: none"> 입력한 텍스트에 따라 이미지를 생성하는 AI 모델 편집 및 합성이 가능한 AI 포도샵 기능도 구현됨
	AI 콘텐츠 봇	AI 챗봇	<ul style="list-style-type: none"> 세분화된 관심사로 커뮤니티가 형성된 오픈채팅에서 사용자의 관심사에 맞는 큐레이션 콘텐츠를 제공

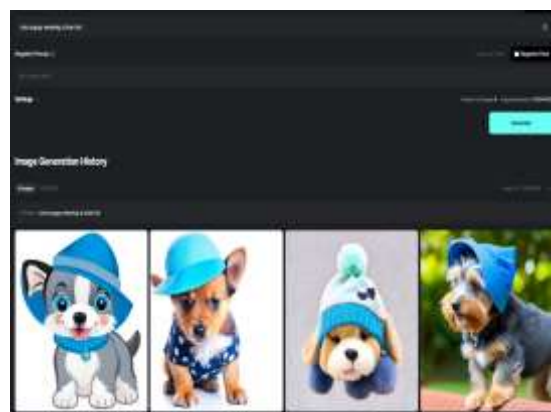
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 101. 카카오 AI 모델 'KoGPT'



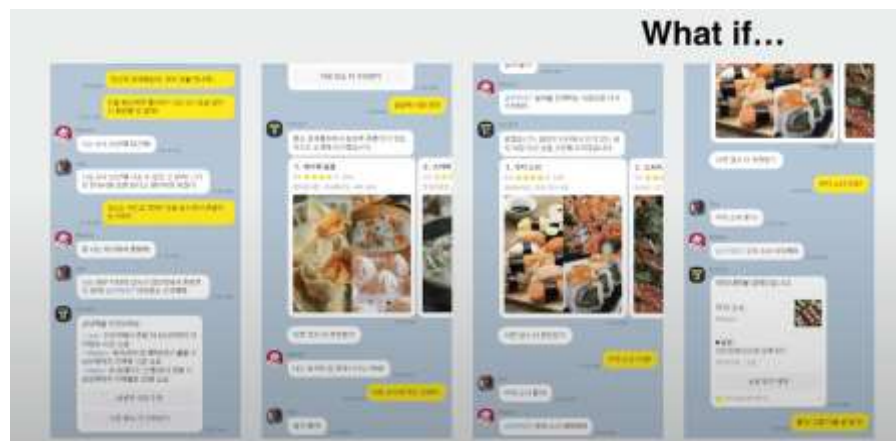
자료: 카카오, 유진투자증권

도표 102. 카카오 이미지 생성 AI 모델 'Karlo 2.0'



자료: 카카오, 유진투자증권

도표 103. NEMO2023에서 보여준 버티컬 AI 챗봇 예시



자료: 카카오, 유진투자증권

카카오(035720.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	11,954	22,780	22,963	24,748	25,393
유동자산	4,463	8,102	7,756	9,668	10,118
현금성자산	3,577	6,860	6,022	7,768	8,095
매출채권	467	663	772	896	992
재고자산	46	92	160	194	214
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
부채총계	4,526	9,190	9,432	9,722	10,010
유동부채	2,628	5,246	4,706	4,924	5,138
매입채무	994	1,556	1,642	1,843	2,040
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
비유동이자부채	704	1,871	2,825	2,825	2,825
기타	462	1,014	1,019	1,055	1,093
자본총계	7,428	13,590	13,532	15,026	15,383
지배지분	6,299	9,984	9,997	11,491	11,848
자본금	44	45	45	45	45
자본잉여금	5,833	7,781	8,116	8,116	8,116
이익잉여금	316	1,710	3,046	3,290	3,647
기타	105	449	(1,210)	41	41
비지배지분	1,129	3,606	3,535	3,535	3,535
자본총계	7,428	13,590	13,532	15,026	15,383
총차입금	988	3,854	4,176	4,176	4,176
순차입금	(2,589)	(3,006)	(1,846)	(3,592)	(3,919)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	971	1,307	678	2,175	827
당기순이익	173	1,646	1,063	278	391
자산상각비	266	373	581	351	311
기타비현금성손익	161	(970)	(490)	1,484	34
운전자본증감	183	(209)	(460)	53	90
매출채권감소(증가)	(60)	(20)	(69)	(124)	(96)
재고자산감소(증가)	(4)	(11)	(73)	(33)	(21)
매입채무증가(감소)	104	458	64	201	196
기타	145	(636)	(382)	9	9
투자현금	(1,261)	(3,341)	(1,574)	(508)	(526)
단기투자자산감소	(664)	(1,158)	(75)	(50)	(52)
장기투자증권감소	(60)	(502)	21	(182)	(194)
설비투자	183	216	453	0	0
유형자산처분	14	4	14	0	0
무형자산처분	(81)	(76)	(91)	(167)	(167)
재무현금	1,305	4,441	412	(26)	(27)
차입금증가	424	1,134	265	0	0
자본증가	66	52	50	(26)	(27)
배당금지급	13	13	23	26	27
현금 증감	976	2,431	(490)	1,696	274
기초현금	1,918	2,894	5,326	4,780	6,477
기말현금	2,894	5,326	4,836	6,477	6,750
Gross Cash flow	601	1,049	1,154	2,122	737
Gross Investment	414	2,392	1,960	404	384
Free Cash Flow	187	(1,343)	(806)	1,717	353

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	4,157	6,137	7,107	8,132	9,058
증가율(%)	0.0	47.6	15.8	14.4	11.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,157	6,137	7,107	8,132	9,058
판매 및 일반관리비	3,701	5,542	6,527	7,677	8,491
기타영업손익	0	50	18	18	11
영업이익	456	595	580	455	566
증가율(%)	0.0	30.5	(2.5)	(21.6)	24.5
EBITDA	722	968	1,162	806	878
증가율(%)	0.0	34.0	20.0	(30.7)	9.0
영업외손익	(42)	1,699	724	1	60
이자수익	38	75	179	94	93
이자비용	19	39	110	107	109
지분법손익	293	2,172	1,603	5	0
기타영업손익	(354)	(509)	(948)	10	76
세전순이익	414	2,294	1,304	456	626
증가율(%)	0.0	453.7	(43.1)	(65.1)	37.4
법인세비용	241	648	242	178	235
당기순이익	173	1,646	1,063	278	391
증가율(%)	0.0	849.6	(35.5)	(73.8)	40.7
지배주주지분	156	1,392	1,353	270	383
증가율(%)	0.0	794.6	(2.8)	(80.1)	42.2
비지배지분	18	254	(290)	8	8
EPS(원)	352	3,122	3,037	605	860
증가율(%)	0.0	787.7	(2.7)	(80.1)	42.2
수정EPS(원)	352	3,122	3,037	605	860
증가율(%)	0.0	787.7	(2.7)	(80.1)	42.2

주요투자지표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	352	3,122	3,037	605	860
BPS	71,173	22,391	22,444	25,785	26,586
DPS	30	53	60	60	60
밸류에이션(배, %)					
PER	221.5	36.0	16.2	81.4	57.2
PBR	1.1	5.0	2.2	1.9	1.9
EV/EBITDA	44.1	48.7	16.7	21.9	19.7
배당수익율	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
PCR	57.4	47.8	19.0	10.3	29.8
수익성(%)					
영업이익율	11.0	9.7	8.2	5.6	6.3
EBITDA이익율	17.4	15.8	16.3	9.9	9.7
순이익율	4.2	26.8	15.0	3.4	4.3
ROE	2.7	17.1	13.5	2.5	3.3
ROIC	6.7	10.2	7.4	4.0	5.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(34.9)	(22.1)	(13.6)	(23.9)	(25.5)
유동비율	169.9	154.4	164.8	196.3	196.9
이자보상배율	24.1	15.1	5.3	4.2	5.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	9.7	10.9	9.9	9.7	9.6
재고자산회전율	87.3	89.2	56.4	46.0	44.4
매입채무회전율	5.0	4.8	4.4	4.7	4.7

크래프톤 (259960)

실적과 신작을 모두 갖췄다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(유지)

현재주가

209,000 원(11/21)

시가총액

10,108(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 1조 9,137억원(+5.8%yoy), 영업이익 6,677억원(-4.3%yoy) 전망
- 악재로 작용했던 BGMI의 서비스 중단과 글로벌 펍지모바일의 부진, 그리고 신작 부재가 점진적으로 해소되는 중
- 5월말 인도 BGMI의 서비스 재개되며 예상을 상회하는 매출 회복세가 확인됨. 4분기에도 콘텐츠 업데이트를 통해 매출 호조는 이어질 것으로 전망되며 글로벌 펍지 모바일 또한 지속적인 매출 및 트랙픽 상승 곡선 그리는 중
- 내년 하반기 출시 예정 신작 '프로젝트 블랙버짓' 외 추가적으로 2종('다크앤다커 모바일', 'InZOI')의 신작 발표.
- 지스타2023에서 '로스트아크 모바일' 다음으로 긴 대기열을 형성했던 '다크앤다커 모바일'은 내년 상반기 출시 예정으로 하반기 대형 신작 '블랙버짓'까지 신작 모멘텀을 이어가며 신작 공백 장기화 우려는 상당부분 해소됨
- 신작 라인업 확보 및 기존 게임들의 안정적인 매출 기대로 크래프톤을 게임 업종 내 최선호주로 추천

주가(원, 11/21)	209,000
시가총액(십억원)	10,108

발행주식수	48,363천주
52주 최고가	237,500원
최저가	145,900원
52주 일간 Beta	1.24
60일 일평균거래대금	216억원
외국인 지분율	32.2%
배당수익률(2023E)	0.0%

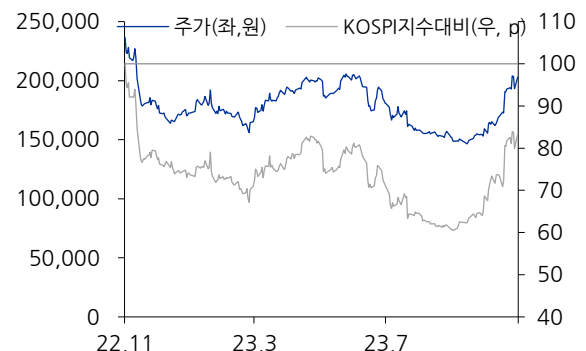
주주구성	
장병규 (외 31인)	34.8%
국민연금공단 (외 1인)	5.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	25.4%	4.3%	-15.4%
절대기준	31.1%	3.2%	-11.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(23)	698	696	▲
영업이익(24)	668	696	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,885	1,854	1,809	1,914
영업이익	651	752	698	668
세전손익	761	684	909	711
당기순이익	520	500	689	541
EPS(원)	10,617	10,190	14,009	10,982
증감률(%)	-18.3	-4.0	37.5	-21.6
PER(배)	43.3	16.5	14.9	19.0
ROE(%)	17.9	10.3	12.7	9.0
PBR(배)	4.9	1.6	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	27.6	9.1	12.0	12.0

자료: 유진투자증권



실적과 신작을 모두 갖췄다

지난해 크래프톤에게는 많은 악재가 작용했다. 지난해 7 월 인도 지역에서 '배틀 그라운드 모바일 인도(BGMI)'의 서비스가 갑작스럽게 중단되면서 하반기 모바일 매출에 구멍이 났고, 중국 게임 시장도 부진하면서 하반기 화평정영 매출도 눈에 띄게 감소했다. 또한 글로벌 펍지모바일도 매출 부진이 이어지면서 지난해 모바일 매출 성장률은 -11.6%yoy 를 기록했다. PC 배그가 무료화 이후 유저 트래픽과 매출이 동반 성장하는 좋은 모습을 보였지만, 연말 PC/콘솔로 출시된 기대 신작 '칼리스토 프로토콜'이 기대에 미치지 못하는 성적을 기록하며 올해 취약했던 신작 라인업이 더욱 눈에 밟혔다.

이같은 부정적인 기류는 올해 3 분기부터 조금씩 바뀌기 시작했다. 먼저 5 월말 중단됐던 인도 BGMI 의 서비스가 재개됐다. 심지어 서비스 재개 후 인도 유저 트래픽을 높이는 데 치중했던 3분기에 예상을 뛰어넘는 매출 회복세까지 보였는데, 4분기에도 신규맵과 성장형 무기 출시 등의 콘텐츠 업데이트를 통해 매출 호조는 이어질 전망이다. 또한 지난해까지 부진했던 글로벌 펍지모바일도 연초 이후 지속적으로 매출과 트래픽이 모두 상승 곡선을 그리고 있다.

동사는 3 분기 실적발표회에서 기존 내년 하반기 예정 신작 '프로젝트 블랙버짓' 외에 추가적으로 익스트랙션 RPG '다크앤다커 모바일', 라이프 시뮬레이션 '프로젝트 inZOI'를 발표했다. 이 두 게임은 지스타 2023 에도 시연됐는데, 특히 상반기 출시 예정인 '다크앤다커 모바일'은 '로스트아크 모바일' 다음으로 많은 유저 대기열을 만들기도 했다. 이를 통해 하반기 대형 신작인 '프로젝트 블랙버짓'까지 신작 모멘텀을 이어가며 신작 공백의 장기화라는 우려를 상당부분 해소시켰다. 부족했던 신작 라인업을 확보했으며 기존 게임들의 안정적인 매출로 밸류에이션 부담도 적기 때문에 크래프톤을 게임 업종 내 최선호주로 추천한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 104. 크래프톤 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	538.7	387.1	450.3	432.7	525.0	405.0	477.2	506.5	1808.7	1913.7
(%yoy)	3.0%	-8.6%	3.8%	-8.7%	-2.5%	4.6%	6.0%	17.1%	-2.4%	5.8%
온라인	178.5	117.0	121.3	123.5	139.2	115.7	140.0	156.8	540.3	551.8
모바일	348.2	244.9	309.1	291.7	372.9	276.0	308.4	291.6	1,193.8	1,248.8
콘솔	7.2	19.0	12.0	10.5	7.7	7.0	22.5	52.0	48.8	89.2
기타	4.8	6.1	7.9	7.0	5.2	6.3	6.4	6.0	25.8	23.9
영업비용	255.7	255.6	261.0	338.6	272.1	283.5	317.1	373.3	1110.9	1246.0
(%yoy)	22.9%	-0.8%	-9.7%	-2.6%	6.4%	10.9%	21.5%	10.2%	0.8%	12.2%
인건비	100.8	103.2	102.3	104.5	105.5	105.0	105.5	108.0	410.9	424.0
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	37.6	55.1	42.5	50.1	53.2	176.5	200.9
지급수수료	61.6	70.6	64.9	98.1	62.0	80.0	87.0	100.0	295.1	329.0
광고선전비	5.1	8.7	18.1	48.5	12.0	12.5	30.5	65.5	80.3	120.5
주식보상비용	10.0	9.1	-19.8	9.0	5.0	10.0	10.0	8.0	8.3	33.0
기타	31.4	31.9	35.6	40.9	32.5	33.5	34.0	38.6	139.9	138.6
영업이익	283.0	131.5	189.3	94.0	252.9	121.5	160.1	133.2	697.7	667.7
(%yoy)	-10.1%	-20.7%	30.9%	-25.5%	-10.6%	-7.6%	-15.4%	41.6%	-7.2%	-4.3%
OPM(%)	52.5%	34.0%	42.0%	21.7%	48.2%	30.0%	33.6%	26.3%	38.6%	34.9%
영업외손익	79.4	28.0	91.2	12.5	9.8	11.3	10.1	12.2	211.1	43.3
세전이익	362.4	159.5	280.4	106.5	262.7	132.7	170.2	145.4	908.8	710.9
당기순이익	267.2	128.5	211.6	81.5	200.9	101.5	128.5	109.8	688.8	540.7
(%yoy)	11.6%	-35.6%	-6.6%	흑자전환	-24.8%	-21.0%	-39.3%	34.7%	37.7%	-21.5%

자료: 유진투자증권

도표 105. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1885.4	1854.0	1808.7	1913.7
영업이익	650.6	751.6	697.7	667.7
세전이익	761.2	683.9	908.8	710.9
지배순이익	519.9	500.2	689.8	540.7
EPS(원)	10,559	10,158	14,010	10,982
PER(배)	43.3	16.5	14.9	19.0
OPM(%)	34.5%	40.5%	38.6%	34.9%
NPM(%)	27.6%	27.0%	38.1%	28.3%

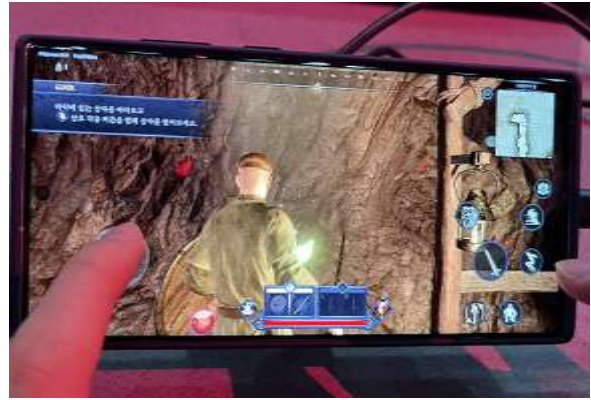
자료: 유진투자증권

도표 106. 긴 대기줄을 형성한 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 107. 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 108. 다크소울과 배그가 연상되는 다크앤다커



자료: 크래프톤, 유진투자증권

도표 109. inZoi



자료: 크래프톤, 유진투자증권

크래프톤(259960.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	1,719	5,718	6,030	6,516	7,079
유동자산	1,293	3,654	3,893	4,402	4,980
현금성자산	763	3,060	829	1,353	1,817
매출채권	474	547	558	519	607
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	801	824
유동부채	407	638	411	291	310
매입채무	196	340	223	102	119
유동성이자부채	34	55	64	64	64
기타	176	244	124	125	126
비유동부채	98	471	506	510	514
비유동이자부채	54	327	374	374	374
기타	45	145	132	135	139
자본총계	1,214	4,608	5,113	5,715	6,255
지배지분	1,214	4,608	5,112	5,714	6,254
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	1,004	3,839	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	38	558	3,468	4,157	4,698
기타	168	206	192	104	104
비지배지분	0	0	1	1	1
자본총계	1,214	4,608	5,113	5,715	6,255
총차입금	88	381	439	439	439
순차입금	(675)	(2,679)	(391)	(915)	(1,379)

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,670	1,885	1,854	1,809	1,914
증가율(%)	0.0	12.9	(1.7)	(2.4)	5.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,670	1,885	1,854	1,809	1,914
판매 및 일반관리비	897	1,235	1,102	1,111	1,246
기타영업손익	0	38	(11)	1	12
영업이익	774	651	752	698	668
증가율(%)	0.0	(15.9)	15.5	(7.2)	(4.3)
EBITDA	818	718	859	768	730
증가율(%)	0.0	(12.2)	19.6	(10.6)	(4.9)
영업외손익	(107)	111	(68)	211	43
이자수익	4	11	34	9	1
이자비용	6	7	8	5	6
지분법손익	1	(1)	(35)	0	0
기타영업외손익	(106)	107	(59)	207	48
세전순이익	667	761	684	909	711
증가율(%)	0.0	14.2	(10.2)	32.9	(21.8)
법인세비용	111	231	169	220	170
당기순이익	556	520	500	689	541
증가율(%)	0.0	(6.5)	(3.8)	37.7	(21.5)
지배주주지분	556	520	500	690	541
증가율(%)	0.0	(6.5)	(3.8)	37.9	(21.6)
비지배지분	0	(0)	(0)	(1)	0
EPS(원)	13,001	10,617	10,190	14,009	10,982
증가율(%)	0.0	(18.3)	(4.0)	37.5	(21.6)
수정EPS(원)	13,001	10,617	10,190	14,009	10,982
증가율(%)	0.0	(18.3)	(4.0)	37.5	(21.6)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	649	714	513	570	512
당기순이익	556	520	500	689	541
자산상각비	44	68	107	70	62
기타비현금성손익	349	368	253	(138)	(62)
운전자본증감	(153)	(35)	(134)	(106)	(95)
매출채권감소(증가)	(124)	(61)	(42)	39	(88)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(8)	61	8	(121)	17
기타	(21)	(34)	(100)	(24)	(24)
투자현금	(1)	(1,200)	(2,863)	(52)	(54)
단기투자자산감소	117	(25)	(2,581)	(6)	(7)
장기투자증권감소	(8)	(378)	(55)	(26)	(28)
설비투자	26	61	27	0	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(3)	9	5	(3)	(3)
재무현금	(27)	2,736	(56)	0	0
차입금증가	(28)	(39)	(46)	0	0
자본증가	0	2,773	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	573	2,299	(2,345)	518	457
기초현금	147	720	3,019	675	1,192
기말현금	720	3,019	675	1,192	1,650
Gross Cash flow	949	955	861	676	607
Gross Investment	270	1,209	417	152	143
Free Cash Flow	679	(254)	444	524	464

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	13,001	10,617	10,190	14,009	10,982
BPS	141,883	94,107	104,151	116,043	127,025
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	43.3	20.5	14.9	19.0
PBR	n/a	4.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	n/a	27.6	11.0	11.6	11.6
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	23.6	11.6	14.8	16.5
수익성(%)					
영업이익률	46.3	34.5	40.5	38.6	34.9
EBITDA이익률	49.0	38.1	46.3	42.5	38.1
순이익률	33.3	27.6	27.0	38.1	28.3
ROE	61.9	17.9	10.3	12.7	9.0
ROIC	147.3	51.4	20.9	12.9	12.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(55.6)	(58.1)	(7.6)	(16.0)	(22.0)
유동비율	317.8	572.5	946.7	1,511.6	1,607.2
이자보상배율	136.6	93.6	99.2	155.1	119.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	0.5	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	11.7	7.0	6.6	11.1	17.3

편집상의 공백페이지입니다

엔씨소프트

(036570)

걱정 반, 기대 반

투자의견

BUY(유지)

목표주가

340,000 원(유지)

현재주가

256,000 원(11/21)

시가총액

5,620(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 1조 9,490억원(+8.9%yoy), 영업이익 2,456억원(+69.1%yoy) 전망
- '리니지M'은 올해 많은 MMO 경쟁작 출시 속에 작년과 유사한 매출을 기록하며 안정된 매출 장기화 실현. 다만 국내 모바일 게임 시장이 둔화되는 점을 감안할 시 소폭의 매출 감소는 불가피함
- 올해 두드러졌던 '리니지W', '2M'의 하향세는 완화될 것으로 전망. 비교적 적은 내년 MMORPG 신작과 게임 서비스 장기화에 따른 유저 이탈 진정에 기인
- 12월 7일 'TL' 국내 출시 시작으로 내년에는 'TL'의 글로벌 출시와 3종의 신작 출시 예정
- 'TL'의 글로벌 서비스는 아마존게임즈가 퍼블리싱을 담당하는 형태로 출시되어 로열티 수익으로 반영될 예정. 과금 유도가 최소화된 BM이 적용된 점을 감안해 2024년 'TL' 매출은 약 2,200억원 전망
- 내년 상반기 출시 예정인 '배틀크러쉬', '블'소S', '프로젝트G'는 매출 성장에 일부 기여하겠지만, 관건은 'TL'이 얼마나 나아진 시장 매출 기대치를 상회할 수 있는가에 달려있다고 판단. 투자의견 BUY 및 목표가 340,000원 유지

주가(원, 11/21)	256,000
시가총액(십억원)	5,620
발행주식수	21,954천주
52주 최고가	481,000원
최저가	212,500원
52주 일간 Beta	0.83
60일 일평균거래대금	249억원
외국인 지분율	41.1%
배당수익률(2023E)	2.6%

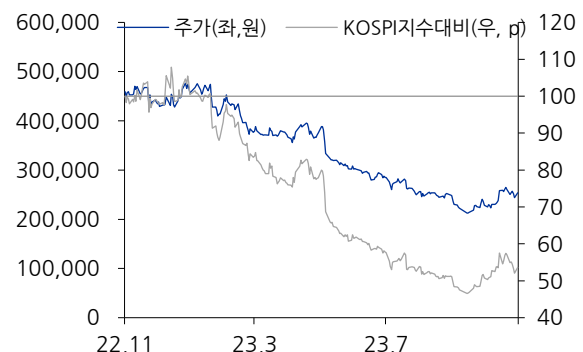
주주구성	
김택진 (외 8인)	12.0%
퍼블릭 인베스트먼트 펀드	9.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6.3%	-30.7%	-48.0%
절대기준	12.0%	-31.7%	-44.2%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	340,000	340,000	-
영업이익(23)	145	145	-
영업이익(24)	246	244	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,309	2,572	1,789	1,949
영업이익	375	559	145	246
세전손익	491	609	247	327
당기순이익	396	436	205	264
EPS(원)	18,078	19,847	9,246	11,957
증감률(%)	-32.4	9.8	-53.4	29.3
PER(배)	35.6	22.6	27.7	21.4
ROE(%)	12.6	13.7	6.3	7.8
PBR(배)	4.5	3.1	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	30.3	13.7	21.6	15.1

자료: 유진투자증권



걱정 반, 기대 반

올해 엔씨소프트의 부진한 주가 하락 요인은 크게 1) 기존 모바일 리니지 게임 매출 하향 및 2) 신작 매출의 부재에 기인한다. 모바일 리니지 3 형제 중 리니지 M 은 올해 4 월에 출시된 경쟁 MMORPG 신작 나이트크로우의 초반 흥행으로 약 한달 가량 매출 1위를 달성했던 기간을 제외하면 줄곧 매출 1위 자리를 지켰다. 올해 많은 MMO 경쟁작 출시 속에 7 년차로 접어든 리니지 M 은 지난해와 유사한 매출을 기록하며 안정된 매출 장기화를 실현시키고 있다. 다만 현재 국내 모바일 게임 시장 성장이 많이 위축됐다는 점을 감안하면 내년도에도 리니지 M 이 1위를 지키더라도 소폭의 매출 감소는 불가피할 전망이다.

반면 올해 리니지 2M 과 리니지 W 의 매출 하락은 두드러졌다. 리니지 2M 은 장르 특성상 신작 MMORPG 영향을 많이 받을 수 밖에 없고, 리니지 W 는 출시 3 년차이긴 하나 2021 년 11 월에 출시된 점을 고려하면 전형적인 매출 하향 구간이었기 때문이다. 그래도 내년도 2M 과 W 의 매출 하락폭은 줄어들 것으로 전망하는데, 첫째는 지금껏 모바일 MMORPG 개발에 열중했던 국내 게임 개발사들이 플랫폼 및 장르 다변화에 나서면서 내년에는 올해만큼 MMORPG 신작 경쟁이 있지는 않을 것으로 전망된다. 둘째는 게임 서비스 장기화 되면서 유저 이탈 또한 어느정도 진정된 것으로 파악되기 때문이다.

12 월 7 일 출시되는 신작 TL 을 시작으로 올해 부재하다시피 했던 신작 라인업이 어느정도 구체화됐다. 2024 년에는 TL 의 글로벌 출시와 함께 3 종의 신작이 출시 예정에 있다. 먼저 상반기에는 MMORPG TL 이 PC/콘솔 플랫폼에서 글로벌 출시될 예정으로 국내와 같은 직접 퍼블리싱이 아닌 아마존게임즈가 퍼블리싱을 담당하기 때문에 로열티 수익으로 반영될 예정이다. 기존 모바일 리니지와는 다르게 과금 유도를 최소화 한 BM 을 적용할 것이라는 점을 감안해 내년도 TL 매출은 약 2.2 천억원을 전망한다.

내년도 상반기에는 대전 액션게임 '배틀크러쉬'와 수집형 RPG '블소 S'가, 하반기에는 MMORTS '프로젝트 G' 출시 예정이다. 이번에 개최된 '지스타 2023'에서는 '배틀크러쉬', '블소 S', 그리고 25 년에 출시 예정인 3 인칭 슈팅 게임 'LLL'을 시연했고, '프로젝트 G'는 트레일러 영상만 공개했다. 올해 신작이 거의 부재했음을 감안하면 이들 신작 출시가 매출 성장에 기여할 것이나, 역시나 관건은 TL 이 낮아진 시장의 매출 기대치를 얼마나 상회하느냐에 달려있다고 판단한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 110. 엔씨소프트 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	478.8	440.2	423.1	447.0	466.9	505.7	492.0	484.4	1,789.1	1,949.0
(%yoy)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-18.4%	-2.5%	14.9%	16.3%	8.4%	-30.4%	8.9%
PC 게임	91.4	88.2	93.2	101.9	122.7	147.2	134.9	118.3	374.6	523.2
모바일게임	330.8	296.9	273.8	289.4	284.8	293.9	294.7	306.3	1,190.9	1,179.8
리니지 M	130.1	127.8	119.6	120.5	124.7	120.1	121.4	117.8	498.0	484.0
리니지 2M	73.1	62.0	54.9	59.8	54.6	50.1	57.0	58.0	249.8	219.7
리니지 W	122.6	102.8	90.1	101.2	100.1	86.5	81.0	92.0	416.7	359.5
기타	14.3	19.0	20.8	20.1	14.3	18.3	19.6	18.7	74.1	70.9
로열티	42.3	36.3	35.3	35.6	45.0	46.3	42.8	41.1	149.5	175.2
영업비용	397.1	405.0	406.6	435.2	422.9	437.9	421.8	420.8	1,643.9	1,703.4
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	158.7	156.4	169.4	164.8	162.3	618.9	652.9
D&A	27.9	27.9	29.3	29.0	29.0	29.5	29.5	30.0	114.1	118.0
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.5	30.5	30.5	20.5	18.5	85.2	100.0
인건비	211.9	208.5	198.3	207.0	207.0	208.5	207.0	210.0	825.6	832.5
영업이익	81.6	35.3	16.5	11.8	44.0	67.8	70.2	63.6	145.2	245.6
(%yoy)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-75.1%	-46.1%	92.2%	324.6%	438.9%	-74.0%	69.1%
OPM(%)	17.0%	8.0%	3.9%	2.6%	9.4%	13.4%	14.3%	13.1%	8.1%	12.6%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	8.3	22.5	15.0	31.5	12.0	101.5	81.0
세전이익	141.3	39.1	46.2	20.1	66.5	82.8	101.7	75.6	246.7	326.6
지배순이익	113.7	29.9	43.6	15.8	53.9	68.0	80.4	60.2	203.0	262.5
(%yoy)	-32.7%	-74.8%	-76.0%	흑자전환	-52.6%	127.5%	84.4%	281.2%	-55.1%	29.3%

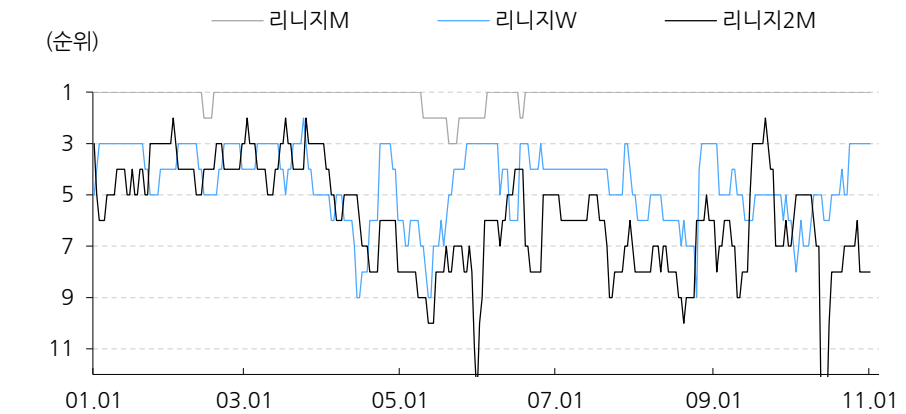
자료: 유진투자증권

도표 111. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2308.8	2571.8	1789.1	1949.0
영업이익	375.2	559.0	145.2	245.6
세전이익	491.3	624.0	246.7	326.6
지배순이익	396.9	452.3	203.0	262.5
EPS(원)	18,079	20,603	9,246	11,957
PER(배)	15.4	13.5	27.7	21.4
OPM(%)	16.3%	21.7%	8.1%	12.6%
NPM(%)	17.2%	17.6%	11.3%	13.5%

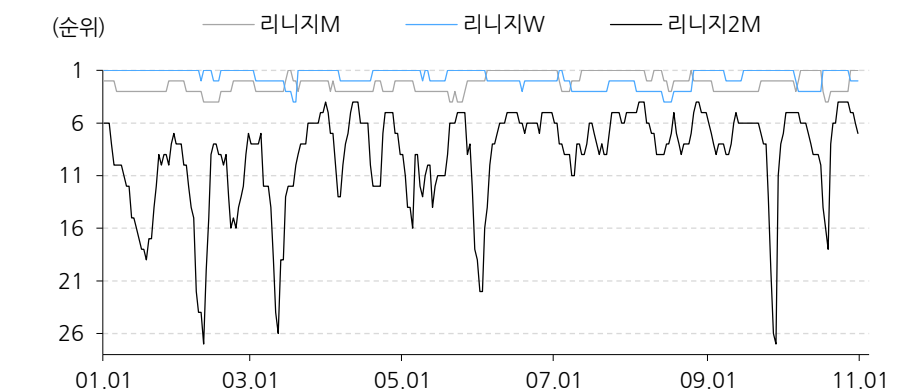
자료: 유진투자증권

도표 112. 주요 모바일 게임 국내 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 113. 주요 모바일 게임 대만 매출순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 114. 12월 출시될 TL의 사전예약



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 115. 지스타 2023 엔씨소프트 부스



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 116. 프로젝트 LLL



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 117. 프로젝트 BSS



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

도표 118. 배틀크러쉬



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	4,081	4,582	4,438	4,482	4,625
유동자산	2,444	2,453	2,691	2,776	2,945
현금성자산	796	677	1,376	1,473	1,614
매출채권	282	327	219	196	212
재고자산	1	6	1	3	3
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
부채총계	937	1,431	1,239	1,181	1,207
유동부채	509	663	515	453	474
매입채무	234	316	292	227	246
유동성이자부채	42	181	35	35	35
기타	233	166	188	190	192
비유동부채	427	767	724	728	733
비유동이자부채	301	599	593	593	593
기타	126	168	130	135	139
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,301	3,418
지배지분	3,142	3,149	3,196	3,298	3,416
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	2,857	3,071	3,409	3,477	3,594
기타	(160)	(367)	(658)	(623)	(623)
비지배지분	3	2	2	2	2
자본총계	3,145	3,151	3,199	3,301	3,418
충차입금	344	780	629	629	629
순차입금	(452)	103	(748)	(844)	(985)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	708	391	736	266	320
당기순이익	587	396	436	205	264
자산상각비	66	94	106	75	61
기타비현금성손익	251	21	253	(76)	(64)
운전자본증감	(46)	35	50	(51)	(7)
매출채권감소(증가)	11	(30)	101	23	(16)
재고자산감소(증가)	0	(0)	5	(1)	(0)
매입채무증가(감소)	3	0	0	(64)	19
기타	(60)	66	(57)	(9)	(9)
투자현금	(696)	(188)	(392)	(78)	(79)
단기투자자산감소	(599)	100	(156)	(44)	(46)
장기투자증권감소	(30)	9	20	(21)	(20)
설비투자	64	287	250	0	0
유형자산처분	2	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	(3)	(3)	(3)
재무현금	(159)	(112)	(304)	(136)	(145)
차입금증가	(40)	249	(185)	0	0
자본증가	(108)	(361)	(119)	(136)	(145)
배당금지급	108	176	119	136	145
현금 증감	(146)	99	30	52	95
기초현금	303	157	256	286	338
기말현금	157	256	286	338	433
Gross Cash flow	904	511	795	317	326
Gross Investment	142	253	187	85	40
Free Cash Flow	761	258	609	232	286

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,416	2,309	2,572	1,789	1,949
증가율(%)	0.0	(4.4)	11.4	(30.4)	8.9
매출원가	0	2	5	0	0
매출총이익	2,416	2,307	2,567	1,789	1,949
판매 및 일반관리비	1,591	1,932	2,008	1,644	1,703
기타영업손익	0	21	4	(18)	4
영업이익	825	375	559	145	246
증가율(%)	0.0	(54.5)	49.0	(74.0)	69.1
EBITDA	891	469	665	221	307
증가율(%)	0.0	(47.3)	41.8	(66.8)	39.1
영업외손익	(22)	116	50	101	81
이자수익	35	49	52	67	67
이자비용	9	13	9	13	13
지분법손익	(6)	16	(8)	0	2
기타영업외손익	(42)	65	16	47	25
세전순이익	803	491	609	247	327
증가율(%)	0.0	(38.8)	24.0	(59.5)	32.4
법인세비용	217	96	173	42	63
당기순이익	587	396	436	205	264
증가율(%)	0.0	(32.5)	10.2	(53.1)	28.9
지배주주지분	587	397	436	203	262
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(53.4)	29.3
비지배지분	(1)	(1)	0	2	1
EPS(원)	26,756	18,078	19,847	9,246	11,957
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(53.4)	29.3
수정EPS(원)	26,756	18,078	19,847	9,246	11,957
증가율(%)	0.0	(32.4)	9.8	(53.4)	29.3

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	26,756	18,078	19,847	9,246	11,957
BPS	143,098	143,429	145,587	150,236	155,593
DPS	8,550	5,860	6,680	6,600	6,600
밸류에이션(배, %)					
PER	34.8	35.6	12.9	27.7	21.4
PBR	6.5	4.5	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	22.4	30.3	7.2	21.4	14.9
배당수익율	0.9	0.9	2.6	2.6	2.6
PCR	22.6	27.6	7.1	17.7	17.2
수익성(%)					
영업이익율	34.1	16.3	21.7	8.1	12.6
EBITDA이익율	36.9	20.3	25.9	12.3	15.7
순이익율	24.3	17.1	17.0	11.4	13.5
ROE	20.8	12.6	13.7	6.3	7.8
ROIC	43.6	16.5	20.1	6.3	10.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(14.4)	3.3	(23.4)	(25.6)	(28.8)
유동비율	479.9	369.7	522.2	613.0	621.5
이자보상배율	91.9	28.5	59.0	11.1	18.8
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.6	0.4	0.4
매출채권회전율	8.8	7.6	9.4	8.6	9.5
재고자산회전율	1,733.4	651.1	653.2	863.5	706.8
매입채무회전율	11.3	8.4	8.5	6.9	8.2

더블유게임즈 (192080)

슈퍼네이션과의 시너지 효과 기대

투자의견

BUY(유지)

목표주가

61,000 원(유지)

현재주가

46,000 원(11/21)

시가총액

837(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 5,950억원(+3.1%yoy), 영업이익 2,090억원(+2.6%yoy) 전망
- 11월 1일 스웨덴 아이게이밍 기업 슈퍼네이션의 최대주주 변경 승인과 함께 최종 인수가 완료되며 신사업 지연 약재는 해소. 4분기부터 연결 실적으로 반영될 예정
- 슈퍼네이션 2022년 연간 매출 약 320억원으로 올해 4분기에는 약 50-60억원, 내년에는 분기별 80-90억원의 매출 기여 전망
- 슈퍼네이션과 아이게이밍 전용 앱 개발 준비 중. 자체 개발 슬롯 콘텐츠 1종을 또한 시장에 출시 준비 중이며 향후 동사의 슬롯 게임 및 모바일 앱 개발 역량과 슈퍼네이션의 아이게이밍 운영 노하우의 시너지를 통해 아이게이밍 시장내 점유율 확대와 함께 수익성 개선이 기대됨
- 기존 소셜카지노 사업의 안정적인 실적과 함께 아이게이밍, 스킬게임 등 외형 확장 및 적극적인 주주환원정책을 통해 밸류에이션 디스카운트의 상당 부분이 해소될 전망

주가(원, 11/21)	46,000
시가총액(십억원)	837

발행주식수	18,191천주
52주 최고가	51,200원
최저가	38,000원
52주 일간 Beta	0.76
60일 일평균거래대금	16억원
외국인 지분율	12.5%
배당수익률(2023E)	1.3%

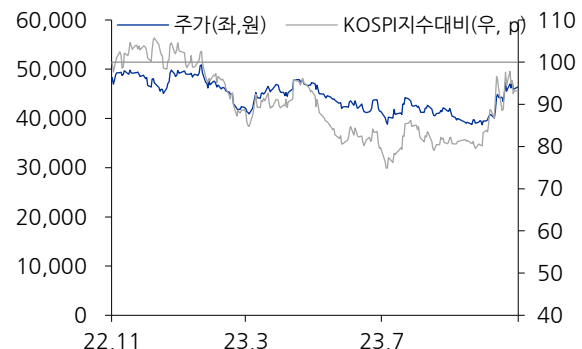
주주구성	
김가람 (외 7인)	43.9%
자사주 (외 1인)	9.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	16.5%	-2.7%	-4.9%
절대기준	10.8%	-1.7%	-8.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	61,000	61,000	-
영업이익(23)	204	204	-
영업이익(24)	209	209	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	624	617	577	595
영업이익	190	184	204	209
세전손익	198	-292	238	231
당기순이익	156	-221	189	182
EPS(원)	6,828	-7,196	7,991	7,711
증감률(%)	11.7	적전	흑전	-3.5
PER(배)	8.5	na	5.8	6.0
ROE(%)	16.5	-16.8	19.5	16.8
PBR(배)	1.3	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	4.6	2.7	1.9	1.3

자료: 유진투자증권



슈퍼네이션과의 시너지 효과 기대

올해 더블유게임즈 3 분기 누적 매출액은 -6.7%yoy 역성장한 반면, 영업이익은 +13.7%yoy 성장했다. 이는 연초 이후 DDI 상각비용 제거 및 중복 광고 제거 등 마케팅 효율화 전략을 통해 수익성을 제고시킨 결과다. 그럼에도 연초 이후 주가는 부진한 모습을 보였는데, 이는 축소된 외형성장을 받쳐줄 신사업의 진행이 더뎠기 때문이다.

더블유게임즈는 연초 스웨덴 아이게이밍 기업 '슈퍼네이션(SuprNation)' 지분 100%를 취득을 발표했지만, 아이게이밍 사업을 영위하는 국가들의 최대주주 변경 승인 작업이 다소 지연됐다. 하지만 11 월 1 일 영국, 몰타 등에서 최대주주 변경 승인을 받으며 최종 인수를 완료해 신사업 지연 악재는 제거됐다. 슈퍼네이션의 실적은 4 분기부터 연결 실적으로 반영될 예정이다. 슈퍼네이션의 지난해 연간 매출은 약 320 억원으로 4 분기에는 약 50~60 억원의 매출을, 내년에는 분기별 80~90 억원의 매출 기여를 전망한다.

동사는 현재 슈퍼네이션과 아이게이밍 전용 어플리케이션을 개발 준비 중이다. 또한 자체 개발 슬롯 콘텐츠 1 종을 시장에 출시 준비를 하고 있다. 향후에도 동사가 확보한 슬롯 게임 및 모바일 어플 개발 능력을 슈퍼네이션의 아이게이밍 운영 노하우(주로 규제 승인 등)와 접목해 아이게이밍 시장내 점유율 확대와 함께 수익성 개선도 기대된다.

기존 소셜카지노 사업의 안정적인 실적과 함께 아이게이밍, 스킵게임 등의 외형 확장 및 적극적인 주주환원정책을 통해 동사 밸류에이션 디스카운트의 상당부분 해소될 전망이다. 투자 의견 BUY 및 목표주가 61,000 원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 119. 더블유게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	145.3	143.9	139.6	148.3	149.7	148.9	146.7	149.7	577.2	595.0
(%yoy)	-3.1%	-3.8%	-12.7%	-6.0%	3.0%	3.4%	5.1%	0.9%	-6.5%	3.1%
더블다운인터랙티브	99.0	98.9	95.7	98.5	96.0	95.8	94.5	96.0	392.1	382.3
더블유게임즈	46.3	45.1	43.9	44.5	45.2	44.1	43.2	44.5	179.8	177.0
영업비용	99.2	93.7	85.5	94.9	96.3	96.9	95.0	97.8	373.3	386.0
(%yoy)	-7.5%	-13.2%	-23.7%	-10.6%	-2.9%	3.4%	11.1%	3.0%	-13.9%	3.4%
플랫폼	41.6	41.4	40.1	42.6	43.0	42.7	42.1	43.0	165.6	170.8
마케팅	28.2	24.7	18.4	20.8	22.5	22.6	22.0	22.8	92.1	89.8
인건비	18.2	17.8	18.0	20.5	19.5	20.5	20.5	21.0	74.6	81.5
로열티	2.6	2.5	2.0	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5	9.7	9.8
기타운영비용	6.7	5.4	5.1	6.0	6.5	6.0	5.5	6.1	23.2	24.1
유무형자산상각비	1.9	1.9	1.9	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	8.3	10.0
영업이익	46.1	50.3	54.1	53.4	53.4	52.0	51.7	51.9	203.8	209.0
(%yoy)	8.0%	20.3%	13.0%	3.6%	15.9%	3.5%	-4.5%	-2.8%	10.9%	2.5%
OPM(%)	31.7%	34.9%	38.8%	36.0%	35.7%	34.9%	35.2%	34.7%	35.3%	35.1%
영업외손익	14.4	7.4	11.1	1.6	5.6	5.6	5.6	5.6	34.5	22.4
세전이익	60.4	57.7	65.2	55.0	59.0	57.6	57.3	57.5	238.4	231.4
지배순이익	39.3	33.9	39.6	33.9	36.1	35.3	35.1	35.2	146.8	141.7
(%yoy)	51.3%	흑자전환	9724.7%	흑자전환	-8.2%	4.0%	-11.5%	3.7%	흑자전환	-3.5%

자료: 유진투자증권

도표 120. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	624.1	617.3	577.2	595.0
영업이익	190.4	183.9	203.8	209.0
세전이익	197.9	-292.4	238.4	231.4
지배순이익	125.5	-132.2	146.8	141.7
EPS(원)	8,505	-7,196	7,991	7,711
PER(배)	9.1	na	5.8	6.0
OPM(%)	30.5%	29.8%	35.3%	35.1%
NPM(%)	20.1%	-21.4%	25.4%	23.8%

자료: 유진투자증권

더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	1,023	1,382	1,236	1,317	1,450
유동자산	217	528	573	656	790
현금성자산	60	184	406	493	626
매출채권	46	43	52	47	47
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	806	854	663	661	659
투자자산	25	26	79	82	85
유형자산	1	1	2	1	1
기타	779	827	582	578	573
부채총계	95	197	229	261	263
유동부채	55	103	206	237	239
매입채무	29	32	158	189	191
유동성이자부채	7	56	37	37	37
기타	19	15	10	10	10
비유동부채	40	95	24	24	24
비유동이자부채	15	59	22	22	22
기타	25	36	2	2	2
자본총계	928	1,185	1,006	1,056	1,187
지배지분	678	843	729	780	910
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	298	298	298	298	298
이익잉여금	424	543	399	536	667
기타	(53)	(8)	23	(64)	(64)
비지배지분	249	342	277	277	277
자본총계	928	1,185	1,006	1,056	1,187
총차입금	22	115	59	59	59
순차입금	(38)	(69)	(347)	(434)	(566)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	202	189	119	100	147
당기순이익	125	156	(221)	189	182
자산상각비	45	28	12	5	5
기타비현금성손익	77	41	422	(213)	(104)
운전자본증감	(6)	2	(64)	35	0
매출채권감소(증가)	(4)	6	(5)	5	(0)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	(4)	0	(65)	31	2
기타	2	(5)	6	(1)	(1)
투자현금	(23)	(184)	86	(7)	(8)
단기투자자산감소	(22)	(183)	87	(4)	(4)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	0	1	1	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(165)	118	(85)	(10)	(11)
차입금증가	(159)	92	(57)	0	0
자본증가	(6)	(6)	(28)	(10)	(11)
배당금지급	6	6	12	10	11
현금 증감	14	124	119	83	128
기초현금	46	60	184	303	386
기말현금	60	184	303	386	514
Gross Cash flow	247	225	213	65	147
Gross Investment	7	(1)	65	(32)	3
Free Cash Flow	240	226	148	97	144

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	624	617	577	595	601
증가율(%)	(5.2)	(1.1)	(6.5)	3.1	1.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	624	617	577	595	601
판매 및 일반관리비	434	433	373	386	393
기타영업손익	(7)	(0)	(14)	3	2
영업이익	190	184	204	209	208
증가율(%)	(2.0)	(3.4)	10.9	2.5	(0.3)
EBITDA	218	196	209	214	213
증가율(%)	(8.7)	(10.0)	6.5	2.4	(0.4)
영업외손익	7	(476)	35	22	14
이자수익	2	12	1	1	16
이자비용	2	4	1	1	1
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	7	(485)	34	22	(2)
세전순이익	198	(292)	238	231	222
증가율(%)	17.0	적전	흑전	(2.9)	(4.0)
법인세비용	42	(71)	49	50	48
당기순이익	156	(221)	189	182	174
증가율(%)	25.2	적전	흑전	(3.9)	(4.0)
지배주주지분	125	(132)	147	142	136
증가율(%)	11.7	적전	흑전	(3.5)	(4.0)
비지배지분	31	(89)	42	40	38
EPS(원)	6,828	(7,196)	7,991	7,711	7,404
증가율(%)	11.7	적전	흑전	(3.5)	(4.0)
수정EPS(원)	6,828	(7,196)	7,991	7,711	7,404
증가율(%)	11.7	적전	흑전	(3.5)	(4.0)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,828	(7,196)	7,991	7,711	7,404
BPS	45,860	39,699	42,428	49,539	56,342
DPS	700	600	600	600	600
밸류에이션(배, %)					
PER	8.5	n/a	5.8	6.0	6.2
PBR	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8
EV/ EBITDA	4.6	2.7	2.3	1.9	1.3
배당수익율	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
PCR	4.7	4.1	12.9	5.8	6.0
수익성(%)					
영업이익율	30.5	29.8	35.3	35.1	34.7
EBITDA이익율	34.9	31.8	36.2	36.0	35.5
순이익율	25.0	(35.8)	32.7	30.5	29.0
ROE	16.5	(16.8)	19.5	16.8	14.0
ROIC	15.0	15.1	25.4	26.6	26.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(5.8)	(34.4)	(41.0)	(47.7)	(52.8)
유동비율	514.9	278.3	276.8	330.9	381.5
이자보상배율	119.6	50.6	339.7	261.2	260.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
매출채권회전율	13.9	13.0	11.7	12.6	12.6
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	20.5	6.5	3.3	3.1	3.1

카카오게임즈 (293490)

오딘만 살아남았다

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

24,000 원(유지)

현재주가

26,750 원(11/21)

시가총액

2,207(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 1조 1,480억원(+13.4%yoy), 영업이익 1,279억원(+110%yoy) 전망
- 올해 매분기 출시된 '에버소울', '아키에이지 워', '아레스'는 출시 초기 양호한 매출 흐름을 보였지만, 잇따른 경쟁작 출시와 부정적인 국내 모바일 게임 시장 환경으로 짧은 게임수명을 보이며 빠르게 매출이 하락함
- '오딘'은 5위권 이내 안정된 매출 순위를 기록하고 있지만 출시 장기화에 따른 매출 자연 감소는 불가피
- 올해 비게임부문의 매출 부진도 두드러짐. 비용 통제로 대응하며 수익성 하락은 진정될 것이나, 눈에 띄는 매출 회복은 어려울 것으로 전망
- 내년 '가디스오더', 'R.O.M', '프로젝트 V'로 3종의 신작 출시와 '오딘', '에버소울', '아키에이지 워'의 지역확장이 예정됨
- 장르 및 플랫폼의 다각화와 글로벌 지역으로의 매출 확대를 장기 목표로 설정했지만, 본격적인 체질 변화까지는 시간이 다소 걸릴 것으로 전망. 투자의견 HOLD 및 목표가 24,000원 유지

주가(원, 11/21)	26,750
시가총액(십억원)	2,207

발행주식수	82,512천주
52주 최고가	50,000원
최저가	22,600원
52주 일간 Beta	1.18
60일 일평균거래대금	89억원
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(2023E)	0.0%

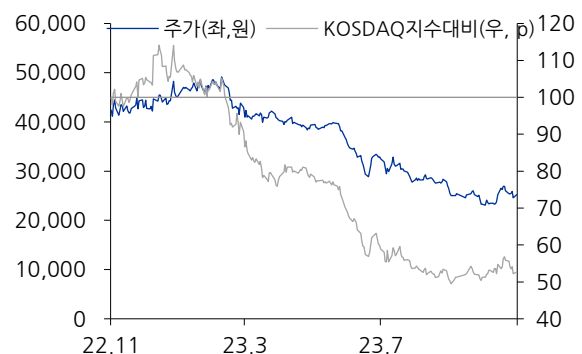
주주구성	
카카오 (외 18인)	53.6%
자사주신탁 (외 1인)	0.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	15.1%	-32.0%	-36.9%
절대기준	8.8%	-29.1%	-50.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	24,000	24,000	-
영업이익(23)	61	61	-
영업이익(24)	128	131	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,012	1,148	1,012	1,148
영업이익	112	176	61	128
세전손익	722	-195	31	136
당기순이익	520	-196	14	107
EPS(원)	6,825	-2,839	80	1,171
증감률(%)	488.4	적전	흑전	1,363.4
PER(배)	13.3	na	334.2	22.8
ROE(%)	34.1	-12.4	0.4	5.8
PBR(배)	3.4	2.2	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	43.7	15.5	21.0	13.4

자료: 유진투자증권



오딘만 살아남았다

지난해 카카오게임즈는 매분기 신작 출시를 통해 실적 반등을 꾀했다. 실제로 4분기 출시 예정이던 '가디스오더'를 제외한 에버소울(1월), 아키에이지 워(3월), 아레스: 라이즈 오브 가디언즈(7월)를 순차적으로 출시했다. 신작들은 출시 직후 양호한 매출 흐름을 보였지만, 잇따른 경쟁작 출시와 부정적인 국내 모바일 게임 시장환경으로 인해 짧은 게임수명을 보이며 매출은 빠르게 하락했다. 현재 올해 출시된 신작들은 매출 10 위권 밖으로 밀려났으며, 오딘은 5 위권 이내 안정된 매출 순위를 기록하고 있지만 출시 장기화에 따른 매출 자연 감소는 불가피하다.

올해 비게임부문 매출 부진도 두드러졌다. 카카오 VX는 주요 수익원인 스크린 골프 사업 매출 감소가 이어지면서 실적 부진이 지속되고 있는데, 현재는 비수익 사업 축소 및 고정비 절감을 통해 수익성 방어에 치중하고 있다. 세나테크놀로지 경우 주력 시장인 북미, 유럽에서 제품 판매 부진이 저조한 실적의 원인으로 꼽힌다. 이를 만회하기 위해 중국 시장 진출 속도를 늦추면서 비용 관리에 초점을 맞춰 수익성 개선에 힘쓰고 있다. 이를 통해 비게임부문의 수익성 하락은 진정될 것이나 그럼에도 내년도 매출 성장률의 눈에 띄는 회복은 어려울 것으로 전망한다.

현재 공개된 내년도 예정 신작은 액션 RPG '가디스오더'(로드컴플릿 개발, 글로벌 출시)MMORPG 'R.O.M'(레드랩게임즈 개발, 글로벌 출시), 로그라이크 캐주얼 RPG 'Project V'(자체개발, 글로벌 출시) 등 3종이 있고 오딘(북미, 유럽), 에버소울(일본), 아키에이지 워(대만, 일본 외) 등 3종의 지역확장이 예정돼 있다. 그 외에 현재 공개된 신작(아키에이지 2, 검술명가 막내아들, 스톱게이트, POE2 등)들은 2025년 이후 출시될 전망이다. 카카오게임즈는 향후 성장 전략에 관련해 장르와 플랫폼의 다각화 그리고 이를 통한 글로벌 지역으로의 매출 확대를 목표로 밝혔다. 현재 내부 게임 개발 프로젝트 또한 이같은 방향성을 유지하고 있으나, 본격적인 체질 변화까지는 시간이 다소 걸릴 것으로 전망한다. 동사에 대한 투자 의견 HOLD 및 목표주가 24,000원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 121. 카카오게임즈 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	249.2	271.1	264.7	227.1	260.3	323.0	278.3	286.4	1012.1	1148.0
(%yoy)	-6.5%	-20.0%	-13.8%	-3.6%	4.5%	19.2%	5.2%	26.1%	-11.8%	13.4%
PC 게임	14.1	11.9	11.5	11.4	12.7	11.3	11.3	11.0	48.9	46.3
모바일게임	153.9	171.9	183.8	156.4	172.9	227.5	193.2	211.6	666.0	805.2
기타	81.2	87.3	69.4	59.3	74.7	84.2	73.9	63.7	297.2	296.6
영업비용	237.8	244.6	242.1	226.7	233.8	271.6	250.8	264.0	951.3	1020.2
(%yoy)	6.0%	-5.1%	-8.0%	0.8%	-1.7%	11.0%	3.6%	16.4%	-1.9%	7.2%
영업이익	11.3	26.5	22.6	0.4	26.5	51.4	27.6	22.4	60.8	127.9
(%yoy)	-73.1%	-67.3%	-48.5%	-96.4%	133.5%	94.1%	22.3%	5642.1%	-65.8%	110.4%
OPM(%)	4.6%	9.8%	8.5%	0.2%	10.2%	15.9%	9.9%	7.8%	6.0%	11.1%
영업외손익	-8.6	-8.4	-8.8	-3.6	2.2	2.2	2.2	2.2	-29.5	8.6
세전이익	2.7	18.1	13.7	-3.3	28.6	53.6	29.7	24.5	31.3	136.5
지배순이익	2.2	3.4	3.0	-2.0	20.4	38.1	20.9	17.2	6.6	96.5
(%yoy)	-83.5%	-92.5%	-5.4%	적자지속	808.0%	1030.6%	599.3%	흑자전환	흑자전환	1363.3%

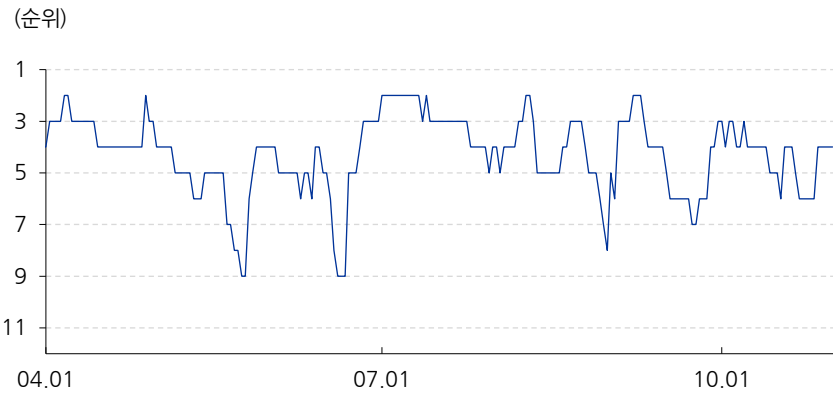
자료: 유진투자증권

도표 122. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1012.5	1147.7	1012.1	1148.0
영업이익	111.9	177.8	60.8	127.9
세전이익	722.1	-187.5	31.3	136.5
지배순이익	528.7	-200.5	6.6	96.5
EPS(원)	6,414	-2,433	80	1,171
PER(배)	13.3	n/a	334.2	22.8
OPM(%)	11.1%	15.5%	6.0%	11.1%
NPM(%)	52.2%	-17.5%	0.7%	8.4%

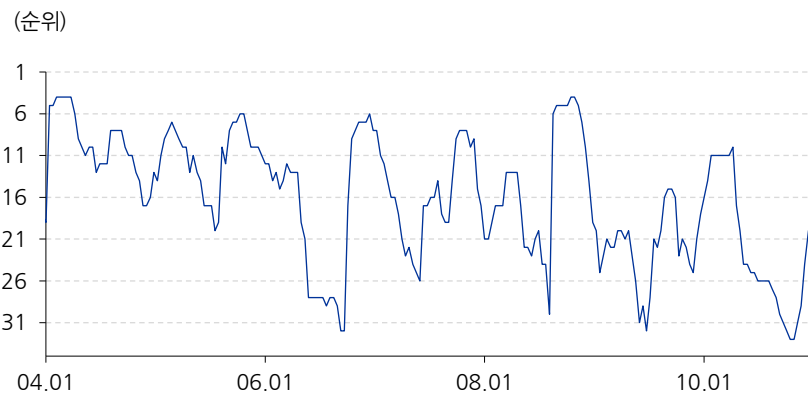
자료: 유진투자증권

도표 123. 국내 오딘 매출 순위 (플레이스토어)



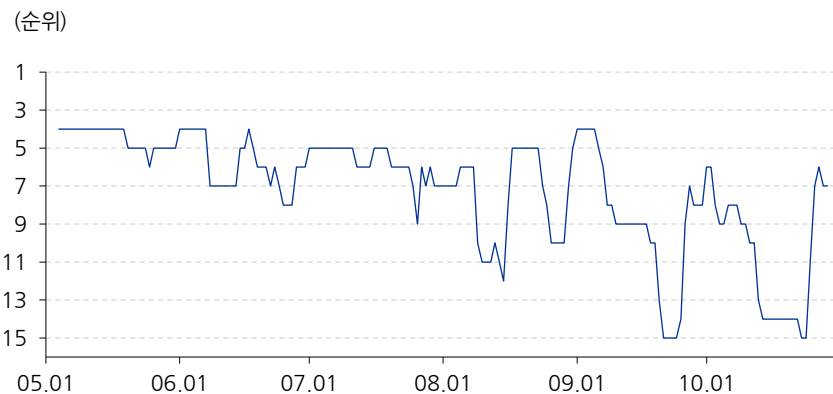
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 124. 대만 오딘 매출 순위 (플레이스토어)



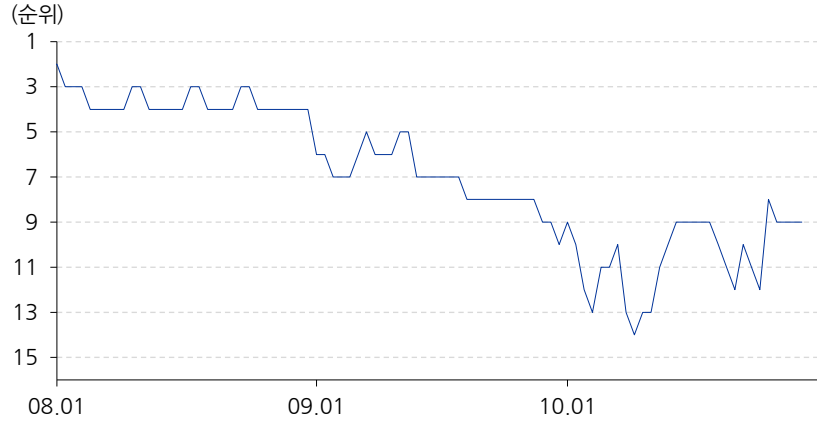
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 125. 아키에이지 워 매출 순위(플레이스토어)



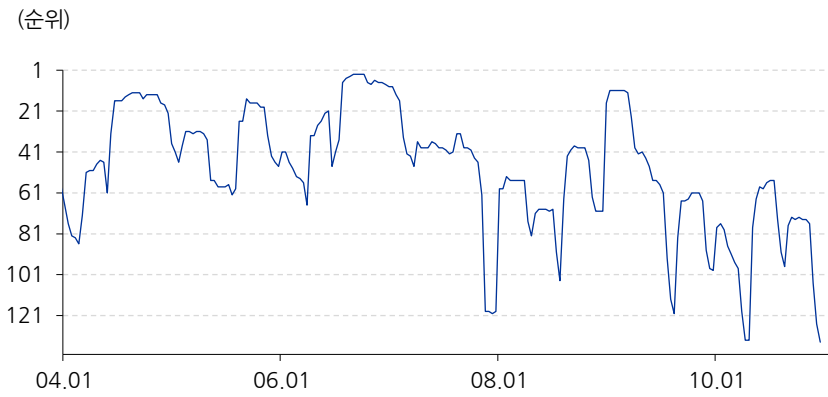
자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 126. 아레스 매출 순위 (플레이스토어)



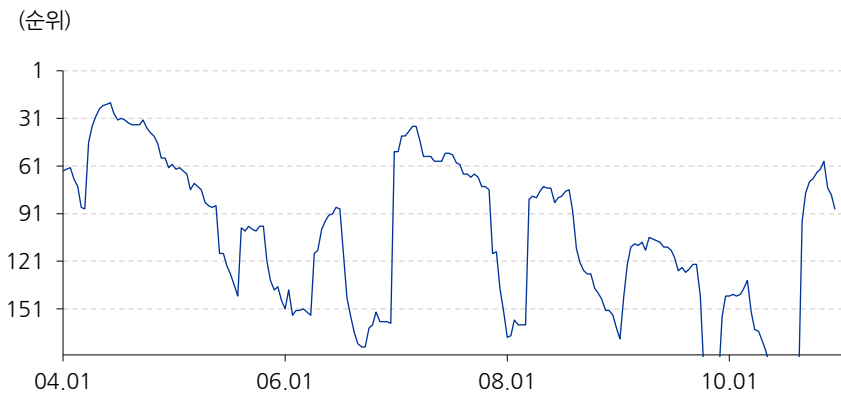
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 127. 우마무스메 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 플레이스토어, 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 128. 에버소울 매출 순위 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

도표 129. 카카오게임즈 신작 출시 일정

출시일정	게임	장르	자체개발 / 퍼블리싱 (개발사)	디바이스	출시 지역
1H24	오단: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발(라이온하트)	모바일/PC	북미, 유럽
	롬(R.O.M)	MMORPG	퍼블리싱(레드랩게임즈)	모바일/PC	글로벌
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱(나인아크)	모바일	일본
	아키에이지 워	MMORPG	자체개발(엑스엘게임즈)	모바일/PC	대만, 일본 외
	가디سو더	액션 RPG	퍼블리싱(로드컴플릿)	모바일	글로벌
	프로젝트 V	로그라이크 캐주얼 RPG	자체개발(라이온하트)	모바일	글로벌

자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

넷마블 (251270)

수익성 개선이 속제

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

47,000 원(유지)

현재주가

52,600 원(11/21)

시가총액

4,521 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 2조 5,967억원(+4.6%yoy), 영업이익 215억원(흑자전환yoy) 전망
- 동사는 흥행 신작 부재와 인건비, 감가상각비 등의 고정비 증가로 1분기 이후 7개 분기 연속 적자 기록
- 2021년 제2의 나라 이후 동사 신작 중 일매출 5억원을 넘긴 게임이 부재. 중국 판호 발급으로 기대 받았던 중국 게임들도 유의미한 성과를 내지 못함
- 스핀엑스 인수로 발생한 고정비 증가도 부담으로 작용. 당시 스팀엑스 인수 금액은 2.5조원으로 매분기 200-300억원의 영업권 상각비용이 발생함. 제한적인 소셜카지노 게임 매출 성장률로 큰 폭의 실적 개선 효과도 부재
- 4분기는 영업흑자 전환 가능성 존재. 9월 출시된 세븐나이츠 키우기가 양호한 매출 순위를 기록하며 올해 가장 높은 분기 매출 달성 전망. 내년 나혼렘, 일곱개의 대죄 오리지널 등 다수의 신작이 포진돼 있어 실적 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망
- 다만 큰 폭의 영업이익 흑자를 전망하기엔 아직 이른 단계라고 판단됨. 투자의견 HOLD 하향조정 및 목표주가 47,000원 유지

주가(원, 11/21)	52,600
시가총액(십억원)	4,521
발행주식수	85,954천주
52주 최고가	73,300원
최저가	36,750원
52주 일간 Beta	1.31
60일 일평균거래대금	122억원
외국인 지분율	23.2%
배당수익률(2020F)	0.0%
주주구성	
방준혁 (외 19인)	64.2%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	34.6%	-9.2%	-2.2%
절대기준	40.3%	-10.2%	1.5%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	47,000	47,000	-
영업이익(23)	-83	-79	▼
영업이익(24)	21	27	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	2,507	2,673	2,482	2,597
영업이익	151	-109	-83	21
세전손익	351	-941	-148	4
당기순이익	249	-886	-116	3
EPS(원)	2,795	-9,531	-949	35
증감률(%)	-23.3	적전	na	흑전
PER(배)	44.7	na	na	1,518.2
ROE(%)	4.3	-14.6	-1.6	0.1
PBR(배)	1.9	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	41.8	58.1	24.0	23.9

자료: 유진투자증권



수익성 개선이 숙제

넷마블은 올해 3 분기 영업적자 219 억원을 기록하며, 지난해 1 분기 이후 7 개 분기 연속 적자를 기록했다. 장기화된 넷마블의 적자 원인은 1) 흥행 신작 부재, 2) 인건비, 감가상각비 등 고정비 증가를 꼽을 수 있다.

동사는 오랫동안 신작 흥행 가뭄에 시달리고 있는데, 실제로 2021 년 '제 2 의 나라' 이후 넷마블 신작 중 분기 기준 일매출 5 억원을 넘긴 게임은 없다(스핀엑스 제외). 지난해 초 NTP(Netmarble Together with Press)를 개최해 대규모 신작 라인업을 발표했지만, 올해 중순까지 매출 성장을 견인할 신작은 나오지 못했다. 올해 3 분기 기준 가장 매출 비중이 높은 게임은 '마블 콘테스트 오브 챔피언스'로 전체 매출의 약 10%를 차지하고 있다. 또한 연초 중국 판호 발급으로 기대를 받았던 중국 신작 게임들도 이렇다 할 성과를 내지 못했다.

두번째는 고정비 부담이다. 소셜카지노 게임사인 '스핀엑스' 지분 100%인수해 2021년 4분기부터 연결 실적으로 반영됐는데, 당시 환율 기준으로 인수 금액이 2.5 조원에 달했다. 문제는 스펀엑스 인수로 영업권 상각비용 약 200~300 억원이 매분기 발생하면서 고정비 부담이 크게 증가했다. 소셜카지노 게임 특성상 안정적인 매출을 창출할 수 있지만, 매출 성장률은 제한적이기 때문에 큰 폭의 실적 개선 효과도 보지 못했다.

그럼에도 4 분기에는 영업흑자로 전환될 가능성이 높는데, 9 월 6 일 출시된 방치형 RPG '세븐나이츠 키우기'가 많은 유저 호평을 받으며 10 월 기준 매출 순위 4 위를 기록했기 때문이다. 물론 비용 변수는 있겠지만, 분기 기준으로 올해 가장 높은 매출액 달성이 전망된다. 또한 내년에는 액션 RPG '나혼자만 레벨업:ARISE', MMORPG '아스달 연대기: 세 개의 세력', 오픈월드 RPG '일곱 개의 대죄: Origin' 등 다수의 신작이 포진돼 있어 실적 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망한다. 다만 아직까지 큰 폭의 영업이익 흑자를 전망하기엔 이른 단계라 판단한다. 이에 투자의견 HOLD 와 목표주가 47,000 원을 유지한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 130. 넷마블 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	602.6	603.3	630.6	645.4	632.7	646.2	633.7	684.1	2481.9	2596.7
(%yoy)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-6.0%	5.0%	7.1%	0.5%	6.0%	-7.2%	4.6%
모바일게임	543.6	552.0	574.1	585.4	543.6	519.9	561.8	593.4	2255.0	2218.6
PC 게임	-7.3%	-10.2%	-11.5%	-8.4%	0.0%	-5.8%	-2.1%	1.4%	-9.4%	-1.6%
기타	7.8	7.3	7.1	7.5	7.8	7.4	8.6	8.9	29.6	32.6
영업비용	51.3	44.1	49.4	52.5	51.3	55.1	47.0	50.0	197.3	203.3
(%yoy)	630.8	640.5	652.5	641.3	629.8	640.6	631.4	673.4	2565.1	2575.2
영업이익	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.3%	-0.2%	0.0%	-3.2%	5.0%	-7.7%	0.4%
(%yoy)	-28.2	-37.2	-21.9	4.1	2.9	5.6	2.3	10.7	-83.2	21.5
OPM(%)	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	162.4%	적자지속	흑자전환
영업외손익	-4.7%	-6.2%	-3.5%	0.6%	0.5%	0.9%	0.4%	1.6%	-3.4%	0.8%
세전이익	-25.4	-27.4	-11.1	-1.0	-4.0	-4.2	-4.5	-4.5	-65.0	-17.2
지배순이익	-53.6	-64.6	-33.0	3.1	-1.1	1.4	-2.2	6.2	-148.2	4.3
(%yoy)	-37.7	-27.1	-19.0	2.3	-0.6	0.8	-1.5	4.3	-81.6	3.0

자료: 유진투자증권

도표 131. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2484.8	2506.9	2673.4	2481.9	2596.7
영업이익	272.0	151.0	-108.7	-83.2	21.5
세전이익	474.6	351.2	-941.5	-148.2	4.3
지배순이익	313.0	240.2	-819.2	-81.6	3.0
EPS(원)	3,940	2,795	-9,531	-949	35
PER(배)	36.1	44.7	n/a	n/a	1,518.2
OPM(%)	10.9%	6.0%	-4.1%	-3.4%	0.8%
NPM(%)	12.6%	9.6%	-30.6%	-3.3%	0.1%

자료: 유진투자증권

넷마블(251270.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	8,223	10,664	8,936	8,321	8,334
유동자산	1,821	1,963	997	648	737
현금성자산	1,515	1,541	578	179	267
매출채권	211	233	215	263	263
재고자산	5	4	3	3	3
비유동자산	6,403	8,701	7,938	7,673	7,596
투자자산	4,688	4,279	4,006	3,993	4,155
유형자산	423	323	336	142	45
기타	1,292	4,099	3,596	3,538	3,396
부채총계	2,573	4,656	3,314	3,491	3,500
유동부채	1,634	3,056	2,294	2,515	2,518
매입채무	176	229	213	300	300
유동성이자부채	1,234	2,211	1,783	1,914	1,914
기타	224	616	298	301	304
비유동부채	939	1,600	1,020	976	982
비유동이자부채	361	1,178	795	801	801
기타	578	422	225	175	181
자본총계	5,651	6,008	5,622	4,830	4,833
지배지분	5,407	5,791	5,461	4,676	4,679
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,887	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,226	2,235	1,378	1,296	1,299
기타	286	(349)	177	(526)	(526)
비지배지분	244	216	161	154	154
자본총계	5,651	6,008	5,622	4,830	4,833
총차입금	1,595	3,389	2,577	2,715	2,715
순차입금	80	1,848	1,999	2,536	2,448

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	372	137	(408)	(463)	189
당기순이익	338	249	(886)	(116)	3
자산상각비	112	151	232	378	270
기타비현금성손익	(27)	(60)	855	(1,001)	(270)
운전자본증감	(27)	(116)	(73)	35	1
매출채권감소(증가)	(110)	20	12	(7)	0
재고자산감소(증가)	(0)	(0)	1	0	0
매입채무증가(감소)	21	(99)	(8)	86	0
기타	62	(36)	(78)	(43)	1
투자현금	(1,529)	(1,158)	(40)	(38)	(105)
단기투자자산감소	293	1,333	126	(1)	(4)
장기투자증권감소	(1,737)	(87)	0	(3)	(50)
설비투자	210	86	39	8	0
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(27)	(15)	(82)	(23)	(31)
재무현금	867	1,099	(549)	57	0
차입금증가	898	1,283	(443)	58	0
자본증가	9	(150)	(52)	(0)	0
배당금지급	0	157	52	0	0
현금 증감	(317)	96	(851)	(431)	83
기초현금	1,575	1,257	1,354	503	72
기말현금	1,257	1,354	503	72	156
Gross Cash flow	423	339	201	(469)	188
Gross Investment	1,849	2,606	239	2	100
Free Cash Flow	(1,426)	(2,267)	(38)	(471)	88

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	2,485	2,507	2,673	2,482	2,597
증가율(%)	0.0	0.9	6.6	(7.2)	4.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,485	2,507	2,673	2,482	2,597
판매 및 일반관리비	2,213	2,356	2,782	2,565	2,575
기타영업손익	0	6	18	(8)	0
영업이익	272	151	(109)	(83)	21
증가율(%)	0.0	(44.5)	적전	적지	흑전
EBITDA	384	302	124	294	292
증가율(%)	0.0	(21.4)	(59.0)	138.0	(0.9)
영업외손익	203	200	(833)	(65)	(17)
이자수익	26	24	24	30	16
이자비용	23	36	113	150	80
지분법손익	196	209	79	129	92
기타영업외손익	4	3	(823)	(74)	(45)
세전순이익	475	351	(941)	(148)	4
증가율(%)	0.0	(26.0)	적전	적지	흑전
법인세비용	137	102	(55)	(32)	1
당기순이익	338	249	(886)	(116)	3
증가율(%)	0.0	(26.3)	적전	적지	흑전
지배주주지분	313	240	(819)	(82)	3
증가율(%)	0.0	(23.2)	적전	적지	흑전
비지배지분	25	9	(67)	(34)	0
EPS(원)	3,646	2,795	(9,531)	(949)	35
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전
수정EPS(원)	3,646	2,795	(9,531)	(949)	35
증가율(%)	0.0	(23.3)	적전	적지	흑전

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,646	2,795	(9,531)	(949)	35
BPS	62,986	67,379	63,533	54,407	54,441
DPS	767	528	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	36.1	44.7	n/a	n/a	1,518.2
PBR	2.1	1.9	0.8	1.0	1.0
EV/ EBITDA	29.6	41.8	52.7	24.0	23.9
배당수익율	0.6	0.4	n/a	n/a	n/a
PCR	26.7	31.7	22.4	n/a	24.1
수익성(%)					
영업이익율	10.9	6.0	(4.1)	(3.4)	0.8
EBITDA이익율	15.4	12.0	4.6	11.9	11.2
순이익율	13.6	9.9	(33.2)	(4.7)	0.1
ROE	6.3	4.3	(14.6)	(1.6)	0.1
ROIC	14.5	4.1	(2.0)	(1.5)	0.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	1.4	30.8	35.6	52.5	50.7
유동비율	111.5	64.2	43.5	25.8	29.3
이자보상배율	11.8	4.2	(1.0)	(0.6)	0.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	13.3	11.3	11.9	10.4	9.9
재고자산회전율	509.8	583.8	786.3	901.2	971.8
매입채무회전율	15.3	12.4	12.1	9.7	8.7

펄어비스

(263750)

구슬이 서 말이라도 꿰어야 보배

투자의견

HOLD (하향)

목표주가

42,000 원 (하향)

현재주가

41,900 원 (11/21)

시가총액

2,692 (십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 2024년 매출액 5,227억원(+54.2%yoy), 영업이익 1,010억원(흑자전환yoy) 전망
- 검은사막 유저트래픽 유지를 위해 글로벌 행사를 비롯한 많은 노력이 있었지만 장기화된 IP로 인한 매출 자연 감소는 불가피. 신작 출시의 필요성이 커지고 있음
- 3분기 실적발표에서 붉은사막의 무기한 출시 지연을 암시. 당사는 붉은사막의 출시를 2024년 3분기말로 추정했지만, 추가적인 지연 가능성도 배제할 수 없음. 도깨비, 플랜8의 개발 상황도 더욱 불투명해짐
- 9월 공개된 붉은사막 트레일러 영상 및 긍정적인 테스터 후기를 감안하면 붉은사막의 글로벌 흥행 기대감은 유효
- 다만 기존 게임 실적만 고려한 현재 주가 밸류에이션은 높은 편. 붉은사막의 출시 시점이 가시화되지 않으면 주가 상승 여력도 제한적일 것으로 판단
- 투자의견 HOLD 및 목표주가 42,000원 하향조정

주가(원, 11/21)	41,900
시가총액(십억원)	2,692

발행주식수	64,248천주
52주 최고가	59,800원
최저가	39,550원
52주 일간 Beta	0.61
60일 일평균거래대금	152억원
외국인 지분율	13.8%
배당수익률(2020F)	0.0%

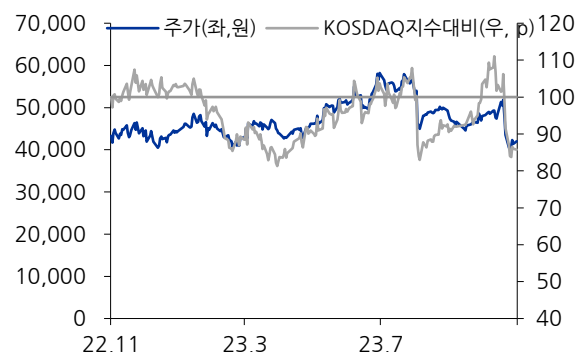
주주구성	
김대일 (외 14인)	44.3%
서용수 (외 1인)	5.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-18.9%	-6.3%	-16.9%
절대기준	-12.7%	-9.2%	-3.2%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	▼
목표주가	42,000	51,000	▼
영업이익(23)	-13	-5	▼
영업이익(24)	132	166	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	404	386	339	563
영업이익	43	16	-13	132
세전손익	78	-56	47	169
당기순이익	59	-43	32	132
EPS(원)	896	-669	500	2,055
증감률(%)	-41.9	적전	흑전	311.4
PER(배)	154.3	na	83.9	20.4
ROE(%)	8.8	-6.1	4.6	17.2
PBR(배)	12.7	3.9	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	137.9	63.5	2,642.2	17.5

자료: 유진투자증권



구슬이 서 말이라도 꿰어야 보배

펄어비스는 검은사막의 유저트래픽을 유지하기 위해 지난해 글로벌 오프라인 유저 행사 개최하고, 올해 초에도 대규모 업데이트(아침의나라)를 진행하는 등 라이브서비스에 많은 공을 들였다. 7월 로스트아크 유저 이탈 사태로 PC 검은사막 유저 DAU 가 크게 증가하고 실제 당시 유저들의 호평도 이어졌지만, 결국 장기화된 IP 로 인한 매출 자연 감소는 불가피했다. 신작 출시의 필요성이 더욱 커진 것이다.

하지만 신작 '붉은사막'의 출시가 다시 한번 지연됐다. 2022년 연말 출시를 목표로 했던 붉은사막은 연이은 개발 지연으로 개발 완료 예상 시점이 올해 연말, 출시 시점은 내년 상반기였지만 이번 3분기 실적발표에서 또 다시 출시 지연을 암시했다. 문제는 지연된 시점 또한 아직 불투명하다는 점이다. 현재 당사는 붉은사막의 출시 시점을 2024년 3분기말로 추정했지만, 실제 출시가 4분기 혹은 2025년까지 지연될 가능성도 배제할 수 없다. 붉은사막 이후 신작인 '도깨비(DokeV)', 'PLAN8'의 개발도 더욱 멀어졌다.

9월에 공개된 붉은사막 트레일러 영상 및 긍정적인 테스터 후기를 감안하면 붉은사막의 글로벌 흥행 기대감은 여전하다. 하지만 이를 제외한 기존 게임 실적만 고려한 현재 주가 수준에서의 밸류에이션은 다소 높다. 구체적인 붉은사막의 출시 시점이 가시화 되지 않으면 주가 상승 여력도 제한적이라 판단한다. 펄어비스에 대한 투자 의견을 기존 BUY 에서 HOLD 로 하향하고, 목표주가 또한 기존 51,000원에서 42,000원으로 하향한다.

실적전망 및 밸류에이션

도표 132. 펠어비스 실적 추이

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E
매출액	85.8	78.4	84.9	89.9	83.2	78.4	122.2	238.8	339.0	522.7
(%yoy)	-6.2%	-16.6%	-12.7%	-12.9%	-2.9%	0.1%	43.9%	165.5%	-12.2%	54.2%
게임부문	84.4	76.7	84.4	82.0	83.2	78.4	122.2	238.8	327.5	522.7
PC 게임	62.5	60.6	68.4	65.3	64.6	63.6	82.3	126.0	256.7	336.6
모바일게임	16.9	12.3	11.0	11.0	13.3	10.8	10.6	10.8	51.1	45.4
콘솔	5.1	3.8	5.1	5.7	5.3	4.0	29.3	102.0	19.7	140.6
기타부문	1.4	1.7	0.5	7.9	1.4	1.7	2.0	15.0	11.5	20.1
영업비용	84.7	92.5	82.8	92.0	87.2	94.0	107.9	132.5	351.9	421.6
(%yoy)	-1.8%	-5.9%	-3.0%	-7.7%	3.0%	1.6%	30.3%	44.1%	-4.7%	19.8%
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-2.0	-4.0	-15.5	14.3	106.3	-12.9	101.0
(%yoy)	-78.9%	적자지속	-82.4%	적자전환	적자전환	적자지속	577.6%	흑자전환	적자전환	흑자전환
OPM(%)	1.3%	-17.9%	2.5%	-2.3%	-4.8%	-19.8%	11.7%	44.5%	-3.8%	19.3%
영업외손익	12.5	9.0	20.8	17.4	9.3	9.3	9.3	9.3	59.6	37.0
세전이익	13.6	-5.1	22.9	15.4	5.2	-6.3	23.5	115.5	46.7	138.0
법인세	4.2	-0.7	7.9	3.2	1.2	-1.4	5.2	25.4	14.6	30.4
당기순이익	9.4	-4.4	14.9	12.2	4.1	-4.9	18.4	90.1	32.1	107.7
(%yoy)	61.9%	적자전환	-30.0%	흑자전환	-56.5%	적자지속	23.0%	641.5%	흑자전환	235.6%

자료: 유진투자증권

도표 133. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	403.8	385.9	339.0	522.7
영업이익	43.0	16.5	-12.9	101.0
세전이익	77.7	-51.9	46.7	138.0
지배순이익	59.4	-41.1	32.1	107.7
EPS(원)	924	-640	500	1,676
PER(배)	154.3	na	83.9	20.4
OPM(%)	10.6%	4.3%	-3.8%	19.3%
NPM(%)	14.7%	-10.7%	9.5%	20.6%

자료: 유진투자증권

도표 134. 펠어비스 목표주가 변경

적용 EPS(원)	1,676	2024년 추정 EPS
적용 PER(배)	25.0	
목표주가(원)	42,000 원	기존 5.1만원 대비 16% 하향

자료: 유진투자증권

펄어비스(263750.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	897	1,357	1,223	1,220	1,420
유동자산	482	722	557	558	761
현금성자산	410	316	351	354	474
매출채권	53	58	52	49	131
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	518	586
유동부채	182	274	236	229	295
매입채무	40	49	47	39	104
유동성이자부채	90	135	94	94	94
기타	52	90	96	97	98
비유동부채	79	363	287	289	291
비유동이자부채	33	304	235	235	235
기타	45	59	52	54	56
자본총계	637	719	699	702	834
지배지분	637	719	699	702	834
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	202	211	216	216	216
이익잉여금	490	549	483	515	647
기타	(62)	(48)	(6)	(35)	(35)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	637	719	699	702	834
총차입금	123	440	329	329	329
순차입금	(287)	123	(22)	(25)	(145)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	157	64	48	15	122
당기순이익	101	59	(43)	32	132
자산상각비	22	24	26	14	13
기타비현금성손익	56	(21)	93	(111)	(117)
운전자본증감	23	25	(15)	(6)	(18)
매출채권감소(증가)	18	1	5	2	(82)
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	0	0	0	(8)	65
기타	5	25	(20)	(1)	(1)
투자현금	(70)	(238)	(108)	(20)	(10)
단기투자자산감소	(38)	(110)	(30)	(8)	(8)
장기투자증권감소	(3)	(56)	1	(10)	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)	(5)	112
기초현금	176	202	244	160	154
기말현금	202	244	160	154	266
Gross Cash flow	179	63	75	21	139
Gross Investment	10	102	93	19	19
Free Cash Flow	169	(40)	(18)	3	120

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	489	404	386	339	563
증가율(%)	0.0	(17.4)	(4.5)	(12.1)	66.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	489	404	386	339	563
판매 및 일반관리비	331	361	369	352	430
기타영업손익	0	9	2	(5)	22
영업이익	157	43	16	(13)	132
증가율(%)	0.0	(72.7)	(61.9)	적전	흑전
EBITDA	179	67	42	1	146
증가율(%)	0.0	(62.4)	(37.5)	(97.6)	14,322
영업외손익	(15)	35	(72)	60	37
이자수익	5	3	7	15	3
이자비용	3	4	9	14	4
지분법손익	0	(3)	6	(3)	8
기타영업외손익	(17)	39	(76)	62	31
세전순이익	142	78	(56)	47	169
증가율(%)	0.0	(45.2)	적전	흑전	262.3
법인세비용	41	18	(13)	15	37
당기순이익	101	59	(43)	32	132
증가율(%)	0.0	(41.1)	적전	흑전	311.4
지배주주지분	101	59	(43)	32	132
증가율(%)	0.0	(41.1)	적전	흑전	311.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,542	896	(669)	500	2,055
증가율(%)	0.0	(41.9)	적전	흑전	311.4
수정EPS(원)	1,542	896	(669)	500	2,055
증가율(%)	0.0	(41.9)	적전	흑전	311.4

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,542	896	(669)	500	2,055
BPS	48,694	10,857	10,887	10,926	12,981
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	33.8	154.3	n/a	83.9	20.4
PBR	1.1	12.7	3.8	3.8	3.2
EV/ EBITDA	17.4	137.9	63.5	2,642.2	17.5
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	19.1	145.8	35.7	126.2	19.3
수익성(%)					
영업이익률	32.2	10.6	4.2	(3.8)	23.5
EBITDA이익률	36.7	16.7	10.9	0.3	25.9
순이익률	20.6	14.7	(11.1)	9.5	23.5
ROE	16.5	8.8	(6.1)	4.6	17.2
ROIC	32.0	6.5	2.0	(1.8)	20.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(45.0)	17.2	(3.2)	(3.5)	(17.3)
유동비율	265.2	263.2	235.6	243.5	258.3
이자보상배율	45.3	10.0	1.8	(0.9)	30.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	8.0	7.3	7.0	6.7	6.3
재고자산회전율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매입채무회전율	11.3	9.1	8.0	7.9	7.9

네오위즈 (263750)

2024년 실적 성장은 부담

투자의견

HOLD(유지)

목표주가

30,000 원(유지)

현재주가

27,800 원(11/21)

시가총액

613(십억원)

인터넷게임/우주 정의훈_02)368-6170_uihoon0607@eugenefn.com

- 9/19 출시된 'P의거짓'의 3분기 판매량은 64만장으로 시장 기대치 하회. 다만 출시 한달째 100만장 판매를 달성한 것을 미뤄 볼 때, 판매량이 4분기로 이연됐음을 확인(4분기 판매량 추정치 약 80만장). 모바일(+17.5%yoy)은 6월 출시된 '브라운더스트2' 매출이 온기 반영됐고, 6월 파우게임즈 연결 편입 효과 반영. 3분기 신작 출시 및 파우게임즈 연결 편입으로 전반의 비용 상승
- P의거짓의 초반 판매량 지표 부진 우려가 있었으나, 올해 150만장 판매량 달성은 무난할 전망. 메타크리틱 80점, 스팀 유저 긍정 평가 비율도 높아 동사의 개발력에 대한 검증은 성공적이었다는 평가. 다만, 플랫폼 특성상 중장기적인 수익을 기대하긴 어려워 내년도 실적에 대한 우려는 존재. 내년 상반기 예정 신작들이 모두 경쟁이 치열한 모바일 게임이라는 점을 감안할 때, 다음 대형 신작 가시화까지 실적 성장의 부담은 존재

주가(원, 11/21)	27,800
시가총액(십억원)	613

발행주식수	22,034천주
52주 최고가	53,000원
최저가	23,350원
52주 일간 Beta	0.47
60일 일평균거래대금	153억원
외국인 지분율	7.3%
배당수익률(2020F)	0.0%

주주구성	
나성군 (외 11인)	37.2%
자사주 (외 1인)	7.5%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0.7%	-34.2%	-41.3%
절대기준	6.9%	-37.1%	-27.6%

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	HOLD	-
목표주가	30,000	30,000	-
영업이익(23)	47	89	▼
영업이익(24)	36	72	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	261	295	377	355
영업이익	21	20	47	36
세전손익	64	19	74	46
당기순이익	57	13	70	37
EPS(원)	2,577	593	3,227	1,688
증감률(%)	-5.7	-77.0	444.2	-47.7
PER(배)	14.0	62.3	8.6	16.5
ROE(%)	13.4	2.9	14.4	6.7
PBR(배)	1.7	1.8	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	17.9	18.8	6.4	7.0

자료: 유진투자증권



실적전망 및 밸류에이션

도표 135. 네오위즈 실적 추이

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
매출액	76.6	70.3	74.9	72.8	68.5	70.1	117.5	121.1	294.6	377.3
(%yoy)	7.3%	19.4%	21.5%	5.0%	-10.5%	-0.2%	56.8%	66.5%	12.8%	28.1%
PC/콘솔게임	33.7	29.2	32.4	31.2	27.5	27.0	54.8	71.5	126.4	180.7
모바일게임	30.7	30.3	33.5	32.3	32.3	33.0	53.2	40.1	126.9	158.7
기타	12.2	10.8	9.0	9.2	8.7	10.1	9.5	9.5	41.2	37.9
영업비용	65.4	64.4	69.7	75.5	67.3	75.0	97.2	91.2	275.0	330.8
(%yoy)	12.8%	20.1%	10.5%	15.8%	2.9%	16.5%	39.5%	20.8%	14.6%	20.3%
영업이익	11.2	5.9	5.2	-2.8	1.3	-4.9	20.2	29.9	19.6	46.5
(%yoy)	-16.6%	13.0%	흑자전환	적자전환	-88.8%	적자전환	286.1%	흑자전환	-7.9%	137.9%
OPM(%)	14.6%	8.4%	7.0%	-3.8%	1.8%	-7.0%	17.2%	24.7%	6.6%	12.3%
영업외손익	4.1	19.2	2.7	-25.2	3.6	18.2	2.0	3.6	0.7	27.4
세전이익	15.2	25.1	7.9	-28.0	4.9	13.3	22.3	33.5	20.3	73.9
지배순이익	-41.9%	142.2%	-7.0%	적자전환	-69.7%	13.4%	129.0%	흑자전환	-71.8%	344.3%
(%yoy)	76.6	70.3	74.9	72.8	68.5	70.1	117.5	121.1	294.6	377.3

자료: 유진투자증권

도표 136. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	261.2	294.6	377.3	354.7
영업이익	21.3	19.6	46.5	36.3
세전이익	64.4	20.3	73.9	45.6
지배순이익	56.8	16.0	71.1	37.2
EPS(원)	2,572	726	3,227	1,688
PER(배)	14.0	46.9	8.6	16.5
OPM(%)	8.1%	6.6%	12.3%	10.2%
NPM(%)	21.7%	5.4%	18.8%	10.5%

자료: 유진투자증권

네오위즈(095660.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
자산총계	479	575	560	680	702
유동자산	248	272	254	380	407
현금성자산	206	223	116	220	259
매출채권	30	33	28	49	36
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	231	303	307	300	295
투자자산	122	142	141	147	153
유형자산	83	80	86	82	78
기타	25	80	79	71	63
부채총계	84	106	101	132	117
유동부채	58	67	87	117	102
매입채무	32	43	29	59	43
유동성이자부채	2	4	21	21	21
기타	24	20	37	37	38
비유동부채	26	39	14	14	15
비유동이자부채	0	19	1	1	1
기타	26	20	13	14	14
자본총계	396	469	459	548	585
지배지분	387	459	449	538	575
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130	130
이익잉여금	311	366	381	452	489
기타	(64)	(48)	(73)	(55)	(55)
비지배지분	8	10	10	10	10
자본총계	396	469	459	548	585
총차입금	2	23	22	22	22
순차입금	(204)	(200)	(94)	(198)	(237)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
영업현금	76	29	43	115	50
당기순이익	62	57	13	70	37
자산상각비	9	12	19	19	17
기타비현금성손익	9	(13)	34	(6)	(19)
운전자본증감	(7)	(21)	(16)	8	(3)
매출채권감소(증가)	2	3	6	(21)	13
재고자산감소(증가)	(0)	0	(0)	(0)	0
매입채무증가(감소)	4	(7)	(7)	30	(16)
기타	(12)	(17)	(15)	(1)	(1)
투자현금	14	(65)	(29)	(12)	(12)
단기투자자산감소	31	(51)	(4)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(7)	(12)	10	(2)	(3)
설비투자	4	1	2	2	2
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)	103	38
기초현금	86	172	113	92	195
기말현금	172	113	92	195	233
Gross Cash flow	80	55	66	107	54
Gross Investment	24	34	41	3	15
Free Cash Flow	57	22	24	104	39

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	290	261	295	377	355
증가율(%)	0.0	(9.8)	12.8	28.1	(6.0)
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	290	261	295	377	355
판매 및 일반관리비	229	240	275	331	318
기타영업손익	0	5	15	20	(4)
영업이익	60	21	20	47	36
증가율(%)	0.0	(64.8)	(8.0)	137.9	(21.9)
EBITDA	69	33	38	65	53
증가율(%)	0.0	(51.9)	15.2	69.6	(18.0)
영업외손익	8	43	(0)	27	9
이자수익	1	1	3	2	2
이자비용	0	0	2	1	1
지분법손익	2	17	(7)	1	1
기타영업외손익	5	25	6	26	8
세전순이익	69	64	19	74	46
증가율(%)	0.0	(6.3)	(69.7)	279.2	(38.3)
법인세비용	7	8	6	4	8
당기순이익	62	57	13	70	37
증가율(%)	0.0	(8.9)	(76.7)	429.9	(46.9)
지배주주지분	60	57	13	71	37
증가율(%)	0.0	(5.7)	(77.0)	444.2	(47.7)
비지배지분	2	(0)	0	(1)	0
EPS(원)	2,734	2,577	593	3,227	1,688
증가율(%)	0.0	(5.7)	(77.0)	444.2	(47.7)
수정EPS(원)	2,734	2,577	593	3,227	1,688
증가율(%)	0.0	(5.7)	(77.0)	444.2	(47.7)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,734	2,577	593	3,227	1,688
BPS	17,586	20,846	20,381	24,429	26,117
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	8.2	14.0	46.9	8.6	16.5
PBR	1.3	1.7	1.4	1.1	1.1
EV/ EBITDA	4.2	17.9	13.5	6.4	7.0
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	6.2	14.4	9.3	5.7	11.4
수익성(%)					
영업이익율	20.8	8.1	6.6	12.3	10.2
EBITDA이익율	23.9	12.8	13.0	17.3	15.0
순이익율	21.5	21.7	4.5	18.5	10.5
ROE	17.0	13.4	2.9	14.4	6.7
ROIC	30.0	10.6	5.5	16.0	11.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(51.4)	(42.7)	(20.5)	(36.1)	(40.5)
유동비율	429.1	404.6	290.3	323.6	399.2
이자보상배율	708.8	515.0	11.5	31.8	24.9
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.5	0.5	0.6	0.5
매출채권회전율	10.1	8.2	9.6	9.8	8.3
재고자산회전율	12,361	11,513	10,872	8,820.9	7,690.3
매입채무회전율	10.4	7.0	8.2	8.6	7.0

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 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: 12개월 (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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)

