

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

낮아진 성장.  
플러스 알파가 필요

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

# 낮아진 성장. 플러스 알파가 필요

## 인터넷/게임

종목	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	260,000원
카카오 (035720)	Buy	51,000원
크래프톤 (259960)	Buy	430,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	350,000원
시프트업 (462870)	Buy	90,000원

## 인터넷/게임

Analyst 이효진  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr



## Contents



### 산업

Part 1	Platform	09
Part 2	Game	37

### 기업

NAVER (035420)	66
카카오 (035720)	69
크래프톤 (259960)	73
엔씨소프트 (036570)	78
시프트업 (462870)	84



# 낮아진 성장. 플러스 알파가 필요

## 1 성장 둔화된 데 반해 주주환원 소극적

: 산업 내 경쟁이 아닌, 타 산업과의 경쟁으로

- 국내 플랫폼/게임 부진 이어진 지 3년차. 2021년까지 고성장 보였으나 이후 크게 둔화되었고 금리 인상되며 매력도 하락
- 2024년 국내 주식 시장 내 주주 환원 요구 높아지는데 반해 타 산업 대비 대응도 약했던 점도 매력도를 하락시킴
- 실적 개선은 물론이거니와 타 산업 대비 Total return에서 열위 벗어나려면 2025년 보다 적극적인 주주 환원 정책 필요
- 연말/연초 대부분 업체가 신규 주주 친화 정책 및 사업 방향성 공개 예정으로 시장 평가가 주가에 반영되기 시작할 것

## 2 플랫폼

- 네이버는 AI 수익화 및 비용 컨트롤로 24년 30% 이익 성장. 흠피드가 DA 성장률을 끌어 올리며 핵심 사업 이익도 견조
- 카카오는 2023년 비상장 자회사 구조조정 시작으로 2024년 매각 등 진행 중. 다만 핵심 사업 개선은 아직
- 1H24까지 미국 vs. 非미국 플랫폼 수익률 격차 지속 확대되었다면 7월부터 해소되는 중. 2025년 플랫폼 성장률은 아마존을 제외하면 10%대로 수렴할 것으로 전망됨. 낮아진 성장률에 맞춰 글로벌 플랫폼 수준의 주주 환원 정책 필요
- AI 활용 알고리즘 고도화에 따른 핵심 사업 개선 및 공개된 주주 환원 고려하면 네이버 상대적 우위. 카카오는 연말 공개 예정

## 3 게임

- 22년 후 국내 게임 산업 부진. 방향은 두 가지. 시장을 키우거나(글로벌 진출) 개발 비용(시간/투여인력)을 낮춰야 함
- 시장 확대는 엔터/미디어 서구권 진출 사례 참고해 플랫폼 적극 활용 필요. 해당 게임들은 2024년 초기 성과 예상 상회
- 실제 PC/콘솔 시장 큰 서구권에서 업사이드가 발생함. 실적 뿐 아니라 밸류에이션 확대로도 이어져 중요
- 2025년에도 서구권 PC/콘솔 성과 기대할 수 있는 기업 투자 유호. 더불어 초기 시장 진입인 점을 감안해 네트워크 확보할 수 있는 저명한 글로벌 퍼블리셔 이용도 신작 성공 타율 높일 수 있는 key. <TL>의 국내와 글로벌 성과 차이가 그 예
- 게임사 내부로는 라이브 서비스 유지 위한 조직 슬림화 및 신시장에 맞는 개발 조직 개편 시작. 25년에도 이어질 전망
- EA는 AI 활용해 선수 아바타(그래픽) 빠르게 생성하는 등 이용 시작. 국내는 시프트업 및 크래프톤 신작들에서 시도 활발
- 기존 게임 지역 확장 혹은 서구권 겨냥하는 PC/콘솔 신작으로 밸류에이션 확대 기대되는 업체 매력도 높아
- 크래프톤, 엔씨소프트, 시프트업이 현재 공개된 신작 기준으로 이에 해당. 주주 환원 적극성이 주가 매력도 추가 부양할 것

# 플랫폼 업체들의 배당 및 자사주 취득/소각 등 주주 환원 내역

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(각국통화)	네이버	카카오	마이크로소프트	메타	아마존	알파벳	LY Corp	알리바바	바이두(ADR)
DPS	2020	402	150	2.0			8.9		
	2021	511	53	2.2			5.6		
	2022	914	60	2.5			5.8		
	2023	1,205	61	2.7			5.6	0.9	
	2024E	1,260	62	3.2	2.0	0.4	5.6	0.9	
시가배당률	2020	0.1%	0.2%	0.9%			1.4%		
	2021	0.1%	0.0%	0.7%			0.8%		
	2022	0.5%	0.1%	1.0%			1.8%		
	2023	0.5%	0.1%	0.7%			1.1%	1.3%	
	2024	0.7%	0.2%	0.8%	0.4%	0.3%	1.3%	1.0%	
자사주 취득 (천주)	2020	83		117,102	26,715		430,200		
	2021			89,888	135,562		406,520	36,596	7,168
	2022			91,333	160,778	45,500	530,164	1,009,560	2,163
	2023			51,283	92,069		527,989	897,919	5,333
	2024	2,348		20,142	65,262		292,829	489,598	632,914
기말 발행총수 대비 비중	2020	0.1%		1.5%	1.1%		7.2%		
	2021			1.2%	5.7%		6.8%	0.2%	2.6%
	2022			1.2%	7.1%		8.9%	4.8%	0.8%
	2023			0.7%	4.1%		8.9%	4.4%	1.9%
	2024	1.5%		0.3%	3.0%		5.0%	6.41%	3.3%
취득 금액 (백만)	2020	0.2		22,109	6,297		31,146		
	2021			24,383	44,810		50,274	550	1,181
	2022			24,800	27,925		59,297	10,946	272
	2023			15,560	19,939		62,184	9,547	669
	2024	405,123		8,400	29,651		46,954	5,949	
자사주 소각 (천주)	2020	550							
	2021	214							
	2022								
	2023	1,640							
	2024	3,972						489,598	

주: 1. LY Corp 자사주 매입 및 소각은 도쿄 프라임 마켓 상장 기준에 따라 유통주 비중 35% 이상으로 확대시키기 위함 / 미국은 자사주 매입 후 대부분 소각

2. 2024년 DPS는 컨센서스

자료: QuantWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 35

# Global Platform at a glance

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억달러)	NAVER	카카오	마이크로소프트	알파벳	메타	아마존	Z Holdings	알리바바	바이두
종목코드	035420 KS Equity	035720 KS Equity	MSFT US Equity	GOOGL US Equity	META US Equity	AMZN US Equity	4689 JT Equity	BABA US Equity	BIDU US Equity
최근종가(각국 통화)	169,700	36,150	410	171	567	198	414	98	90
시가총액	19.8	11.6	3,051.1	2,104.9	1,432.3	2,081.2	19.4	233.6	31.6
매출액	2023	7.4	5.8	245.1	307.4	134.9	574.8	12.6	131.3
	2024E	7.6	5.9	279.3	349.7	162.4	637.1	12.8	141.6
	2025E	8.4	6.4	320.0	390.1	186.1	706.1	13.7	153.3
영업이익	2023	1.1	0.4	109.4	84.3	46.8	36.9	1.4	15.8
	2024E	1.4	0.4	123.1	113.7	64.9	65.3	1.8	19.5
	2025E	1.6	0.5	141.7	129.3	75.2	80.2	1.8	21.9
매출액 성장률 (%)	2023	16%	5%	16%	9%	16%	12%	2%	4%
	2024E	3%	2%	14%	14%	20%	11%	2%	8%
	2025E	9%	9%	15%	12%	15%	11%	7%	8%
영업이익 성장률 (%)	2023	13%	-22%	22%	13%	62%	201%	27%	8%
	2024E	21%	10%	12%	35%	39%	77%	26%	23%
	2025E	13%	23%	15%	14%	16%	23%	1%	13%
순이익	2023	0.8	-0.8	88.1	73.8	39.1	30.4	0.8	11.2
	2024E	1.1	0.2	98.6	100.0	58.0	52.8	1.0	14.5
	2025E	1.2	0.3	113.3	110.4	64.6	64.5	1.1	17.3
EPS(달러)	2023	5.2	-1.8	11.8	5.8	15.2	3.0	0.1	4.3
	2024E	7.6	0.5	13.3	7.9	22.5	5.1	0.1	5.8
	2025E	7.9	0.8	15.3	8.7	25.1	6.3	0.1	6.9
PER(배)	2023	36.2	-23.9	31.7	23.8	23.3	51.6	34.6	17.7
	2024E	16.7	47.1	30.9	21.1	24.7	39.4	20.1	16.1
	2025E	16.2	33.7	26.9	19.1	22.2	32.2	18.0	13.5

주: 블룸버그 컨센서스 가준

자료: Bloomberg, 매리츠증권 리서치센터

# 게임 업체들의 배당 및 자사주 취득/소각 등 주주 환원 내역

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(각국통화)	크래프톤	엔씨소프트	더블유 게임즈	네오위즈	컴투스	넥슨	코나미	캡콤	반다이남코	스퀘어 에닉스	EA	Take-two	넷이즈 (ADR)	텐센트
DPS	2020		8,550	350	1,500	5	45	11	44	54			0.8	1.6
	2021		5,860	700	1,300	8	73	18	37	78	0.3		1.1	1.6
	2022		6,680	600	1,300	10	124	23	71	129	0.7		1.4	2.4
	2023		3,130	1,000	245	2,600	10	124	32	69	124	0.8	2.6	3.4
	2024E		2,891	1,135	227	1,857	23	161	37	76	81	0.8	2.1	4.7
시가배당률	2020		0.9%	0.6%	0.9%	0.2%	0.8%	0.7%	1.5%	0.9%			0.8%	0.3%
	2021		0.9%	1.2%	0.8%	0.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	0.3%		1.1%	0.4%
	2022		1.5%	1.3%	2.2%	0.3%	2.1%	1.1%	2.5%	2.1%	0.6%		1.9%	0.8%
	2023		1.3%	2.1%	0.9%	5.3%	0.4%	1.7%	1.4%	2.4%	2.4%	0.6%	2.8%	1.2%
	2024		1.3%	2.1%	1.1%	4.3%	0.9%	1.2%	1.2%	2.4%	1.3%	0.5%	2.6%	1.1%
자사주 취득 (천주)	2020		300	385	150	1,862					5,231			
	2021		351	860	147	7,043					9,387	1,260		5,582
	2022		99	240	26	48,806					10,170		14,672	107,083
	2023	875	240	450	26,305						11,103			149,746
	2024	799	533	480	13,408				6,000		4,513			254,679
기말 발행총수 대비 비중	2020		1.4%	1.8%	1.7%	0.2%					1.8%			
	2021		0.5%	2.4%	0.8%						3.3%	1.1%		0.1%
	2022		3.9%	1.1%	5.6%						3.7%		2.2%	1.1%
	2023	1.7%	1.1%	2.2%	3.1%						4.1%			1.6%
	2024	1.2%	0.2%	3.5%	1.6%				0.9%		1.7%			2.7%
취득 금액 (백만)	2020		184,926	4,591	14,773	2,781					607			
	2021		16,439	19,834	19,834	16,032					1,300	200		2,599
	2022		4,722	24,928	1,586	132,013					1,295		1,187	33,793
	2023	167,904	9,995	12,028	77,447						1,396			48,630
	2024	199,200	9,995	37,754	37,754				17,238		604			90,558
자사주 소각 (천주)	2020													
	2021													
	2022													
	2023	875	184	129										
	2024	478	177											

주: 2024년 DPS는 컨센서스 / 미국은 자사주 매입 후 대부분 소각

자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 63

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

## 기업분석

종목명	투자판단	적정주가
NAVER (035420)	Buy	260,000원
카카오 (035720)	Buy	51,000원
크래프톤 (259960)	Buy	430,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	350,000원
시프트업 (462870)	Buy	90,000원

# NAVER (035420) 2025년, 보다 적극적 어필이 필요한 때

Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

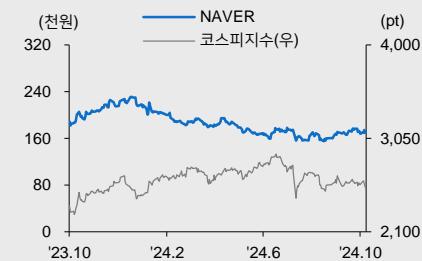
적정주가(12개월)	260,000원
현재주가(11.1)	169,700원
상승여력	53.2%

KOSPI	2,542.36pt
시가총액	272,851억원
발행주식수	15,844만주
유동주식비율	84.29%
외국인비중	42.79%
52주 최고/최저가	231,500원/155,000원
평균거래대금	1,287.9억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.31
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.2	-8.0	-9.6
상대주가	2.2	-2.6	-18.2

## 주가그래프



## Naver's AI in 2024

- 4Q23 커머스 AI 수익화를 시작으로 2024년은 클라우드에서 AI 성과 시작된 시기. 2024년 각각 39%, 23% 성장 추정
- 커머스는 침투율 상승, 클라우드는 B2B 성격으로 인식 초입 단계임을 감안하여 AI 성과는 2025년 각각 9%, 19% 증가 전망
- 두 부문이 생성 AI의 가장 밀접한 적용이라면 AI를 활용한 상품 고도화로 광고 성장을 2024 턴어라운드 성공. 2H24 두 자릿수 예상

## 낮아진 성장, Total Return 제고 위해서는 보다 적극적 주주 환원 정책 필요

- 동사는 B2B 수익화 달성에도 내수 한계(클라우드), 커머스 거래 증가율 상승 실패로 이익 성장을 디레이팅이 상쇄하며 주가 부진
- 특히 LY 매각 이슈는 해외 확장 스토리 저지하며 벌류에이션 하락에 영향을 미쳤음. 투자자 관심 환기를 위해서는 주주환원 강화가 필요. 최근 A홀딩스 배당금의 절반(4천억원, 시총 1.5% 수준)을 자사주 매입 후 전체 소각하며 벌류업에 좀 더 다가가는 모습
- 홈피드 성과 등 광고 고도화로 핵심 영업 환경 개선되고 있으며 지난 2년간 포시마크 인수 및 데이터센터 신규 건설에 따른 대규모 자금 소요 기간 마무리 단계. 주주 환원 여력은 2025년 크게 개선되는 시기
- 2025년 광고/커머스 중심의 핵심 이익 성장 이어가나 현재와 같은 내수 중심에서는 별도 사업 이익 성장을 크게 기대하기 어려움
- 사우디 등 하이퍼클로바X 기반 해외 사업 전개와 더불어 보다 적극적 환원 정책으로 대응한다면 돌아선 투자자 발길 돌릴 수 있을 것
- 또한 투자자 관심은 동사 기술력에 대한 시장의 신뢰도로 이어지며 사업에 긍정적 역할 가져다 줄 수 있어 적극적 어필 필요

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	46.5	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024E	10,542.1	1,939.3	1,459.2	9,021	54.8	150,876	18.8	1.1	10.0	6.1	46.7
2025E	11,297.2	2,120.8	1,415.7	8,971	-1.5	163,333	18.9	1.0	8.4	5.7	41.9
2026E	12,030.8	2,190.3	1,639.1	10,451	16.3	173,317	16.2	1.0	7.9	6.2	40.4

# 네이버 실적 전망

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>6,818</b>	<b>8,220</b>	<b>9,671</b>	<b>10,542</b>	<b>11,297</b>	<b>12,031</b>
서치플랫폼	3,308	3,568	3,589	3,853	4,071	4,285
검색	2,400	2,609	2,725	2,888	3,041	3,193
디스플레이	885	941	846	919	975	1,033
커머스	1,488	1,801	2,547	2,894	3,061	3,270
커머스 광고	944	1,078	1,107	1,104	1,160	1,195
증개 및 판매	476	604	777	1,080	1,179	1,270
포시마크			474	517	519	593
핀테크	979	1,187	1,355	1,474	1,544	1,534
콘텐츠	660	1,262	1,733	1,771	1,969	2,198
클라우드	383	403	447	550	653	743
<b>% YoY</b>						
매출	28.5	20.6	17.6	9.0	7.2	6.5
서치플랫폼	17.3	7.9	0.6	7.3	5.7	5.3
검색	11.9	8.7	4.5	6.0	5.3	5.0
디스플레이	37.3	6.2	-10.0	8.6	6.0	5.9
커머스	36.3	21.0	41.4	13.7	5.8	6.8
커머스 광고	34.5	14.3	2.6	-0.2	5.0	3.0
증개 및 판매	26.4	26.8	28.7	38.9	9.2	7.7
포시마크			N/A	9.1	0.4	14.2
핀테크	44.5	21.2	14.2	8.8	4.8	-0.7
콘텐츠	52.9	91.3	37.4	2.2	11.1	11.7
클라우드	35.2	5.3	11.0	23.0	18.7	13.8
<b>영업비용</b>	<b>5,492</b>	<b>6,915</b>	<b>8,182</b>	<b>8,603</b>	<b>9,176</b>	<b>9,840</b>
<b>% to sales</b>	<b>80.6</b>	<b>84.1</b>	<b>84.6</b>	<b>81.6</b>	<b>81.2</b>	<b>81.8</b>
<b>% YoY</b>	<b>34.3</b>	<b>25.9</b>	<b>18.3</b>	<b>5.1</b>	<b>6.7</b>	<b>7.2</b>
개발/운영비용	1,753	2,070	2,573	2,601	2,723	2,887
주식보상비용	238	96	272	157	157	158
파트너	2,172	2,964	3,534	3,783	4,074	4,415
인프라	496	581	596	702	784	824
마케팅	1,072	1,301	1,480	1,517	1,595	1,715
<b>영업이익</b>	<b>1,325</b>	<b>1,305</b>	<b>1,489</b>	<b>1,939</b>	<b>2,121</b>	<b>2,190</b>
<b>% YoY</b>	<b>9.1</b>	<b>-1.6</b>	<b>14.1</b>	<b>30.3</b>	<b>9.4</b>	<b>3.3</b>
영업이익률(%)	19.4	15.9	15.4	18.4	18.8	18.2
별도 영업이익	1,559	1,554	1,713	1,885	2,041	2,065
자회사 합산	-233	-249	-224	55	80	125
<b>세전이익</b>	<b>2,126</b>	<b>1,084</b>	<b>1,481</b>	<b>2,002</b>	<b>2,030</b>	<b>2,369</b>
<b>% YoY</b>	<b>30.2</b>	<b>-49.0</b>	<b>36.7</b>	<b>35.2</b>	<b>1.4</b>	<b>16.7</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>16,490</b>	<b>760</b>	<b>1,012</b>	<b>1,459</b>	<b>1,416</b>	<b>1,639</b>
<b>% YoY</b>	<b>1,545.6</b>	<b>-95.4</b>	<b>33.2</b>	<b>44.1</b>	<b>-3.0</b>	<b>15.8</b>

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 67

# NAVER(035420)

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>8,220.1</b>	<b>9,670.6</b>	<b>10,542.1</b>	<b>11,297.2</b>	<b>12,030.8</b>
매출액증가율(%)	20.6	17.6	9.0	7.2	6.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,542.1	11,297.2	12,030.8
판매비와관리비	6,915.4	8,181.8	8,602.7	9,176.4	9,840.5
<b>영업이익</b>	<b>1,304.7</b>	<b>1,488.8</b>	<b>1,939.3</b>	<b>2,120.8</b>	<b>2,190.3</b>
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.8	18.2
금융순익	-252.6	-79.5	-140.2	-126.2	61.5
증속/관계기업관련손익	96.8	266.5	-1.5	64.4	143.6
기타영업외손익	-65.1	-194.5	204.6	-29.2	-26.3
세전계속사업이익	1,083.7	1,481.4	2,002.3	2,029.8	2,369.2
법인세비용	410.5	496.4	496.8	582.4	687.2
<b>당기순이익</b>	<b>673.2</b>	<b>985.0</b>	<b>1,505.4</b>	<b>1,447.4</b>	<b>1,672.7</b>
지배주주지분 순이익	760.3	1,012.3	1,459.2	1,415.7	1,639.1

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	6,439.6	7,028.1	8,365.4	9,424.2	10,267.5
매출채권	2,724.2	3,576.5	4,932.4	5,972.8	6,796.4
재고자산	529.6	491.4	535.7	574.0	611.3
<b>비유동자산</b>					
유형자산	27,459.5	28,709.8	28,587.4	28,143.5	28,963.4
무형자산	2,457.8	2,741.6	2,554.2	2,303.2	2,043.8
투자자산	1,481.4	3,445.6	3,386.8	3,328.0	3,267.2
<b>자산총계</b>	<b>33,899.0</b>	<b>35,737.8</b>	<b>36,952.8</b>	<b>37,567.7</b>	<b>39,230.9</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	5,480.6	6,305.6	6,312.7	6,213.7	6,684.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	261.4	333.0	333.0	333.0	333.0
<b>비유동부채</b>					
사채	1,120.0	442.9	250.0	0.0	300.0
장기차입금	4,968.1	5,194.3	5,446.7	4,884.3	4,600.6
<b>부채총계</b>	<b>10,448.7</b>	<b>11,499.8</b>	<b>11,759.4</b>	<b>11,098.0</b>	<b>11,285.5</b>
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,242.6	1,242.6	1,242.6
기타포괄이익누계액	-1,634.8	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,673.2	26,238.9	27,804.8
비지배주주지분	706.2	1,032.0	934.9	854.3	764.2
<b>자본총계</b>	<b>23,450.3</b>	<b>24,238.0</b>	<b>25,193.4</b>	<b>26,469.6</b>	<b>27,945.4</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,453.4</b>	<b>2,002.2</b>	<b>2,380.1</b>	<b>2,365.7</b>	<b>2,603.3</b>
당기순이익(손실)	673.2	985.0	1,505.4	1,447.4	1,672.7
유형자산감가상각비	518.6	528.0	687.4	766.0	789.9
무형자산상각비	42.3	54.3	58.8	58.8	60.8
운전자본의 증감	307.5	359.7	128.6	93.5	80.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,215.9</b>	<b>-949.8</b>	<b>-541.1</b>	<b>-306.5</b>	<b>-1,603.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-700.7	-640.6	-500.0	-515.0	-530.5
투자자산의 감소(증가)	2,364.7	1,379.5	-123.8	134.1	-1,140.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-339.5</b>	<b>-110.0</b>	<b>-483.1</b>	<b>-1,018.9</b>	<b>-175.9</b>
차입금증감	482.7	-70.1	37.1	-870.0	-4.8
자본의증가	66.2	-313.8	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-57.2</b>	<b>852.3</b>	<b>1,356.0</b>	<b>1,040.4</b>	<b>823.6</b>
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	4,932.4	5,972.8
기말현금	2,724.2	3,576.5	4,932.4	5,972.8	6,796.4

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	50,107	59,039	65,172	71,585	76,713
EPS(지배주주)	4,634	6,180	9,021	8,971	10,451
CFPS	12,138	14,118	16,822	17,701	19,956
EBITDAPS	11,372	12,644	16,602	18,665	19,391
BPS	138,642	142,887	150,876	163,333	173,317
DPS	914	1,205	1,000	1,150	1,323
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	38.3	36.2	18.8	18.9	16.2
PCR	14.6	15.9	10.1	9.6	8.5
PSR	3.5	3.8	2.6	2.4	2.2
PBR	1.3	1.6	1.1	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	1,865.6	2,071.2	2,685.5	2,945.6	3,041.0
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.0	8.4	7.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	3.3	4.4	6.1	5.7	6.2
EBITDA이익률	22.7	21.4	25.5	26.1	25.3
부채비율	44.6	47.4	46.7	41.9	40.4
금융비용부담률	0.9	1.3	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	18.2	11.7	15.3	18.3	20.9
매출채권회전율(x)	31.0	18.9	20.5	20.4	20.3
재고자산회전율(x)	1,111.4	824.3	1,006.3	1,527.5	1,346.8

# 카카오 (035720) 이제는 카카오가 풀어낸 AI를 보여줘야 할 때

Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

**Buy**

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	51,000원
현재주가(11.1)	36,150원
상승여력	41.1%

KOSPI	2,542.36pt
시가총액	160,336억원
발행주식수	44,353만주
유동주식비율	74.73%
외국인비중	26.74%
52주 최고/최저가	61,100원/34,000원
평균거래대금	452.6억원

주요주주(%)	
김범수 외 92 인	24.22
MAXIMO PTE	6.31
국민연금공단	5.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-25.6	-3.9
상대주가	2.0	-21.2	-13.0

## 주가그래프



AI 참전: 2023년 5월 그 후

- 2023년 2월 카카오는 생성 AI 시장에 대한 적극적 대응을 하지 않겠다 밝혔으나 5월 이를 선회하며 본격 참전
- 그러나 지난 1년간 동사는 뚜렷한 방향성을 제시하지 못했고 투자자의 호응을 얻는데도 실패함
- 최근 AI 성과가 B2B 중심으로 수익화에 초점이 맞춰졌는데 B2C를 중심으로 성과를 보여온 동사의 성격과 상이해 불리했을 것
- 지난 10월 <If Kakao> 행사를 통해 제시한 카카오식 AI는 역시 B2C 중심
- 다만 글로벌 내 아직 생성 AI B2C 시장 본격화되지 않아 공개된 상품들이 전사 방향성 바꾸기에는 역부족

어려운 숙제 두 가지를 안고 있는 카카오

- 카카오에 대한 투자자 대응은 매크로 플레이 정도에 그침. 이렇다 할 영업 개선이 포착되지 않고 주주 환원 정책도 열위이기 때문
- 다만 연내 주주 환원 정책 발표를 예고한 바 있어 기대감은 당분간 유효할 것
- B2B 위주로 진행되는 현재의 AI시장은 카카오에게 불리. B2C 시대 열릴 때까지 기존 사업을 재정비할 필요 있음
- M&A가 근 3년간 성장의 동인이었으나 지금은 기존 사업과 인수 사업 모두 부진한 상황. 동사가 잘 할 수 있는 사업 중심으로 구조를 단순화하는 개편 작업 진행되고 핵심 사업 부문의 반등이 AI를 통해 이루어진다면 투자자 공감 얻으며 주가 상승 가능할 것

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	6,798.7	569.4	1,358.0	3,049	-35.1	22,414	17.4	2.4	21.5	13.6	69.9
2023	7,557.0	460.9	-1,012.6	-2,277	적전	21,948	-23.9	2.5	21.0	-10.3	81.7
2024E	8,019.8	482.1	335.6	756	흑전	22,711	47.8	1.6	13.4	3.4	71.4
2025E	8,504.8	610.1	568.7	1,282	98.9	23,935	28.2	1.5	11.3	5.5	68.1
2026E	8,959.2	654.9	697.9	1,574	10.1	25,449	23.0	1.4	10.4	6.4	66.8

# <If Kakao> 소개 상품

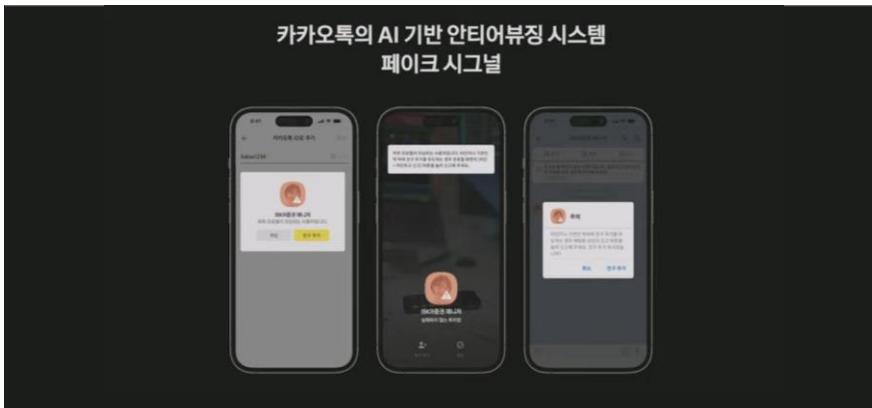
2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

AI 도입 대화 서비스 <카나나>는 카카오톡과 별도 앱으로 진행될 예정



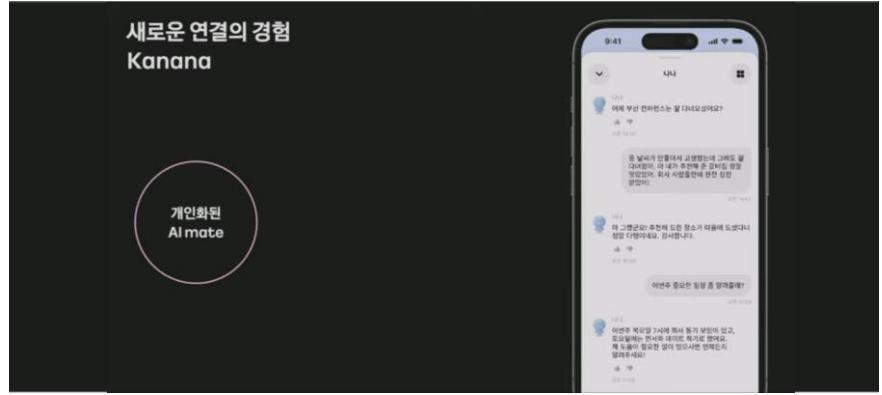
자료: 카카오

안티어뷰징 시스템 도입



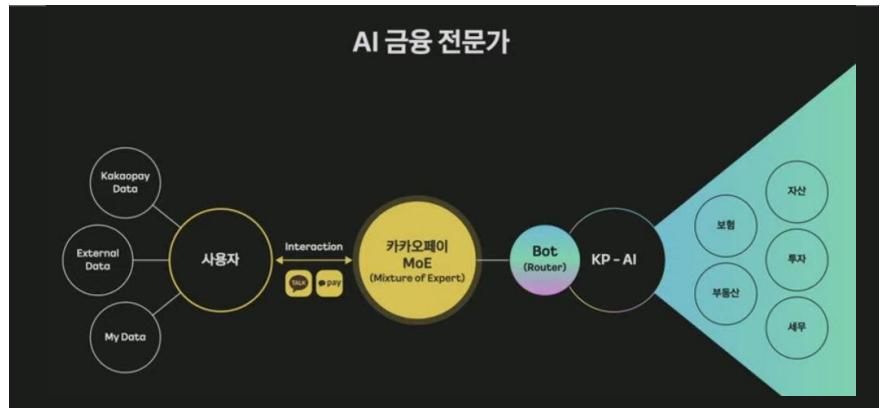
자료: 카카오

대화 맥락을 읽고 적절한 답을 찾아주는 카나나



자료: 카카오

금융과 연관된 카카오의 AI 서비스는 카카오페이를 통해



자료: 카카오

# 카카오 실적 전망

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>5,911</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>8,020</b>	<b>8,505</b>	<b>8,959</b>
플랫폼부문	3,241	3,463	3,554	3,888	4,144	4,367
특비즈	1,644	1,902	1,982	2,110	2,231	2,319
포털비즈	493	424	344	338	323	315
플랫폼 기타	1,104	1,137	1,228	1,439	1,589	1,732
콘텐츠부문	2,896	3,336	4,003	4,132	4,361	4,592
게임	999	1,110	1,010	825	836	878
뮤직	773	894	1,724	2,008	2,153	2,330
에스엠			757	985	1,093	1,260
스토리	792	921	922	903	945	943
미디어	333	412	347	396	428	440
% YoY						
매출	45.2	15.0	11.1	6.1	6.0	5.3
플랫폼부문	44.2	6.8	2.7	9.4	6.6	5.4
특비즈	43.1	15.7	4.2	6.5	5.7	4.0
포털비즈	3.0	-13.9	-18.8	-1.7	-4.4	-2.5
플랫폼 기타	77.8	2.9	8.0	17.2	10.4	9.0
콘텐츠부문	51.7	15.2	20.0	3.2	5.6	5.3
게임	101.6	11.1	-9.0	-18.2	1.3	5.1
뮤직	9.5	15.7	92.8	16.5	7.2	8.2
스토리	49.9	16.3	0.1	-2.1	4.7	-0.2
미디어	84.8	23.7	-15.8	14.0	8.1	3.0
<b>영업비용</b>	<b>5,323</b>	<b>6,230</b>	<b>7,096</b>	<b>7,538</b>	<b>7,895</b>	<b>8,304</b>
% to sales	90.1	91.6	93.9	94.0	92.8	92.7
% YoY	47.0	17.0	13.9	6.2	4.7	5.2
인건비	1,417	1,701	1,860	1,943	2,032	2,112
매출연동비	2,477	2,654	2,986	3,129	3,211	3,314
외주/인프라비	741	684	835	927	1,014	1,102
마케팅비	435	417	406	415	464	489
상각비	367	580	751	801	829	924
금융영업비용	9	12	30	54	48	53
<b>영업이익</b>	<b>588</b>	<b>569</b>	<b>461</b>	<b>482</b>	<b>610</b>	<b>655</b>
% YoY	30.5	-3.2	-19.1	4.6	26.5	7.3
영업이익률(%)	9.9	8.4	6.1	6.0	7.2	7.3
별도	397	544	533	523	519	523
% YoY	32.4	36.9	-2.0	-1.9	-0.7	0.8
영업이익률(%)	18.8	22.1	21.3	19.9	19.1	18.7
자회사	191	25	-72	-41	91	132
% YoY	26.6	-86.7	적전	적자	흑전	45.0
영업이익률(%)	5.0	0.6	-1.4	-0.8	1.6	2.1
상장 자회사 제외 OP	503	439	421	523	552	543
% YoY	31.0	-12.8	-4.1	24.3	5.4	-1.7

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 71

# 카카오(035720)

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>6,798.7</b>	<b>7,557.0</b>	<b>8,019.8</b>	<b>8,504.8</b>	<b>8,959.2</b>
매출액증가율(%)	15.0	11.2	6.1	6.0	5.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,798.7	7,557.0	8,019.8	8,504.8	8,959.2
판매비와관리비	6,229.4	7,096.1	7,537.7	7,894.8	8,304.3
<b>영업이익</b>	<b>569.4</b>	<b>460.9</b>	<b>482.1</b>	<b>610.1</b>	<b>654.9</b>
영업이익률(%)	8.4	6.1	6.0	7.2	7.3
금융순익	-144.9	9.0	26.2	85.1	88.7
증속/관계기업관련손익	-57.6	4.0	76.3	88.1	100.0
기타영업외손익	902.1	-2,122.1	-45.3	-35.1	-24.3
세전계속사업이익	1,268.9	-1,648.2	539.2	748.2	819.3
법인세비용	201.9	168.4	258.4	190.3	172.5
<b>당기순이익</b>	<b>1,067.0</b>	<b>-1,816.7</b>	<b>280.8</b>	<b>557.8</b>	<b>614.4</b>
지배주주지분 순이익	1,358.0	-1,012.6	335.6	568.7	697.9

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	7,755.7	8,943.3	8,350.1	8,963.5	9,768.5
매출채권	4,780.2	5,268.8	6,113.7	6,702.8	7,429.1
재고자산	440.9	622.0	660.1	700.0	737.4
<b>비유동자산</b>					
유형자산	160.3	138.6	147.1	156.0	164.4
무형자산	14,451.1	15,090.2	14,351.9	14,084.2	14,001.3
투자자산	885.4	1,322.1	1,325.3	1,311.4	1,307.8
<b>자산총계</b>	<b>22,963.5</b>	<b>25,180.0</b>	<b>24,191.1</b>	<b>24,611.4</b>	<b>25,411.6</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	4,767.9	6,245.1	5,054.2	5,090.5	5,329.3
단기차입금	94.4	241.9	256.7	272.2	286.7
유동성장기부채	1,055.1	1,052.6	452.6	252.6	252.6
<b>비유동부채</b>					
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	560.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>615.5</b>	<b>845.6</b>	<b>845.6</b>	<b>845.6</b>	<b>845.6</b>
<b>자본금</b>	<b>9,447.8</b>	<b>11,321.4</b>	<b>10,078.0</b>	<b>9,966.5</b>	<b>10,178.4</b>
자본잉여금	44.6	44.5	44.5	44.5	44.5
기타포괄이익누계액	8,116.4	8,839.9	8,839.9	8,839.9	8,839.9
이익잉여금	-1,249.7	-1,050.4	-1,050.4	-1,050.4	-1,050.4
비지배주주지분	3,031.4	1,922.1	2,133.1	2,675.7	3,347.5
<b>자본총계</b>	<b>13,515.7</b>	<b>13,858.6</b>	<b>14,113.1</b>	<b>14,644.9</b>	<b>15,233.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>678.4</b>	<b>1,341.1</b>	<b>612.5</b>	<b>1,551.3</b>	<b>1,548.6</b>
당기순이익(손실)	1,067.0	-1,816.7	280.8	557.8	614.4
유형자산감가상각비	377.7	489.2	496.7	513.9	503.6
무형자산상각비	203.8	271.4	304.5	319.7	335.7
운전자본의 증감	-460.2	248.0	-469.5	159.8	94.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,574.1</b>	<b>-1,779.9</b>	<b>1,179.2</b>	<b>-615.9</b>	<b>-812.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-452.9	-575.2	-500.0	-500.0	-500.0
투자자산의 감소(증가)	-23.2	-501.4	14.2	-66.0	-256.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>411.8</b>	<b>1,019.6</b>	<b>-946.7</b>	<b>-346.3</b>	<b>-9.8</b>
차입금증감	346.1	302.3	-920.0	-320.0	16.2
자본의증가	334.7	723.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-489.8</b>	<b>553.3</b>	<b>844.9</b>	<b>589.1</b>	<b>726.3</b>
기초현금	5,325.7	4,835.9	5,389.2	6,234.1	6,823.2
기말현금	4,835.9	5,389.2	6,234.1	6,823.2	7,549.5

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	15,262	16,990	18,062	19,175	20,200
EPS(지배주주)	3,049	-2,277	756	1,282	1,574
CFPS	2,679	2,662	2,867	3,364	3,485
EBITDAPS	2,583	2,746	2,890	3,255	3,369
BPS	22,414	21,948	22,711	23,935	25,449
DPS	60	61	60	59	59
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	17.4	-23.9	47.8	28.2	23.0
PCR	19.8	20.4	12.6	10.7	10.4
PSR	3.5	3.2	2.0	1.9	1.8
PBR	2.4	2.5	1.6	1.5	1.4
EBITDA(십억원)	1,150.8	1,221.5	1,283.3	1,443.7	1,494.2
EV/EBITDA	21.5	21.0	13.4	11.3	10.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.6	-10.3	3.4	5.5	6.4
EBITDA이익률	16.9	16.2	16.0	17.0	16.7
부채비율	69.9	81.7	71.4	68.1	66.8
금융비용부담률	1.6	2.2	1.9	1.5	1.4
이자보상배율(x)	5.2	2.8	3.2	4.8	5.4
매출채권회전율(x)	16.2	14.2	12.5	12.5	12.5
재고자산회전율(x)	53.9	50.6	56.1	56.1	55.9

# 크래프톤 (259960) 2025년, Stage 2가 열린다

Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	430,000원
현재주가(11.1)	333,500원
상승여력	28.9%

KOSPI	2,542.36pt
시가총액	159,747억원
발행주식수	4,790만주
유동주식비율	59.18%
외국인비중	41.54%
52주 최고/최저가	349,000원/166,000원
평균거래대금	441.2억원

### 주요주주(%)

장병규 외 31 인	21.29
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.87
국민연금공단	6.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	39.2	100.9
상대주가	-0.7	47.4	81.9

### 주가그래프



### 기존 게임 좋고: 펍지 IP의 선순환

- One IP에 집중된 탓에 실적 peak out 우려는 상당 기간 동사를 따라다녔음. 그럼에도 지난 2년간 실적은 지속 성장
- 배경은 기존 메가 IP <펍지>. 1H24까지 성장의 주요 배경은 PC. 최근 모바일로 성장세가 전이. 텐센트 실적 발표에서도 중국 내수가 아닌 글로벌에서 성과였음을 알 수 있었는데 PC에서 유저 반응도 높았던 콘텐츠를 모바일로 이식시키며 IP 선순환 효과 발휘
- 특히 침투율 높지 않았고 모바일 성장세 가장 좋은 아프리카/중동 등에서 <펍지M> 성과 드러나고 있어 성장세 당분간 유지될 전망

### 신작도 불는다: <인조이>, <다크앤파커M>

- 2024년 연결 이익 성장률은 60%를 전망. 동사의 올해 주가 상승은 실적 상승분을 정확히 반영
- One IP 및 아시아 중심 성과로 밸류에이션 확대로 이어지지 못한 점이 아쉬움. 그러나 2025년부터 신작이 실적에 본격 반영될 시기
- 1Q <인조이> 얼리액세스를 시작으로 2Q <다크앤파커M> 및 지스타 참가 게임 중 일부가 2025 라인업에 포함될 것으로 추정
- <인조이>는 게임스컴을 통해 서구권 소비자에게 눈도장을 찍었고 2025 멀티 IP 확보 가능해진다는 면에서 밸류에이션 확대 예상
- 동사는 상장 자금을 활용하여 M&A 등 적극적으로 진행함에도 양호한 본업으로 주주 환원에 적극적
- 적정주가 43만원으로 상향. 신작에 대한 보수적 추정에도 펍지 성장 및 대상 시기를 2025년으로 변경한 효과. 실적 상향 여력 존재
- 2024년 주가 상승에도 PER 15배에 불과. 신작까지 기존 게임 흐름 무너지지 않는다면 주가는 2025년에도 우상향 이어갈 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,137	16.5	1.6	6.3	10.3	18.0
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,839.2	1,232.7	1,044.5	21,723	77.8	133,615	15.4	2.5	9.9	17.5	12.8
2025E	3,240.2	1,263.5	1,029.3	21,490	-0.9	148,937	15.5	2.2	9.2	15.2	11.5
2026E	3,826.3	1,511.8	1,064.9	22,232	3.5	158,418	15.0	2.1	7.7	14.5	11.2

## 크래프톤 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사(지분율)	형태
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리액세스	PC	서바이벌	플라이웨이게임즈(100%)	자회사 개발
24.04.05	블릿 에코 인도 소프트런칭	모바일	배틀로얄 슈팅	제토랩	퍼블리싱
24.05.23	마법소녀 루루핑	PC	역할 시뮬레이션	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	추리	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.09.09	민간군사기업 매니저 체험판	PC	전략	5만랩(100%)	자회사개발
24.10.31	리액티드	PC, 콘솔	SF 로그라이크 던전 크롤러	스트라이킹 디스턴스 스튜디오(100%)	자회사개발
	쿠키런 인도	모바일	캐주얼	데브시스터즈	퍼블리싱
	언더스티드: 과거에서 온 편지	PC	캐주얼	5만랩(100%)	자회사 개발
1Q25	프로젝트 인조이	PC	인생 시뮬레이션	크래프톤	자체개발
2Q25	다크 앤 다커 모바일	모바일	생존 어드벤처	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
2025 이후	딩컴 모바일	모바일	생활 시뮬레이션	5만랩(100%)	자회사 개발
	프로젝트 아크		PvP 슈팅	크래프톤	자체개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔	루트슈터	크래프톤	자체개발
	서브노티카2	PC, 콘솔	서바이벌 어드벤처	언노운월즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	액션 어드벤처	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스		액션 RPG	크래프톤	자체개발

주: 상기 출시 일정은 크래프톤의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

## 게임스컴 통해 서구권 게이머에게 눈도장 찍었던 &lt;인조이&gt;



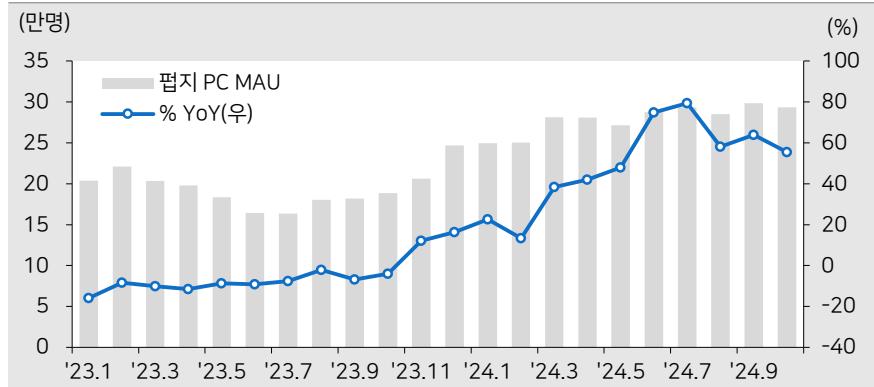
자료: 게임스컴

## 크래프톤 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	21,490 2025E EPS
적정배수(X)	20.0 원게임 게임사 PER 17x에 신작 발매 전임을 감안해 20% 할증
<b>적정주가</b>	<b>430,000</b> 429,793원 반올림
현재주가	333,500
<b>상승여력(%)</b>	<b>28.9</b>

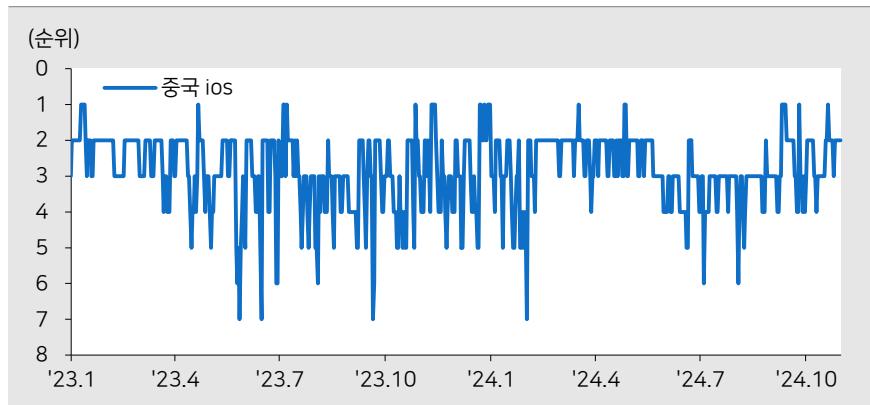
자료: 메리츠증권 리서치센터

## <펍지> PC MAU



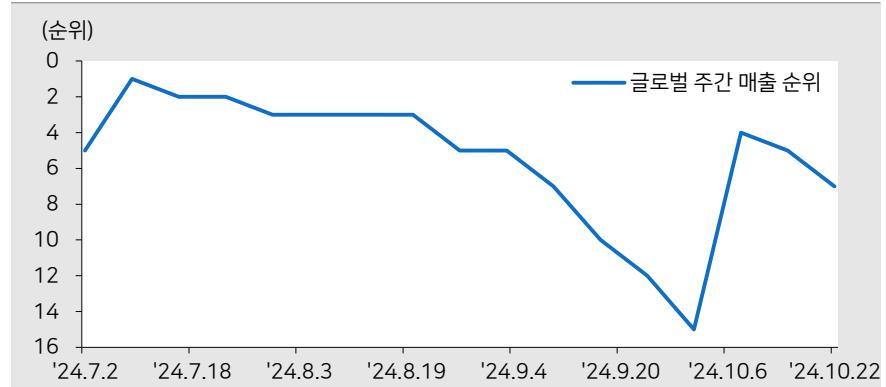
자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

## <화평정영> 매출 순위



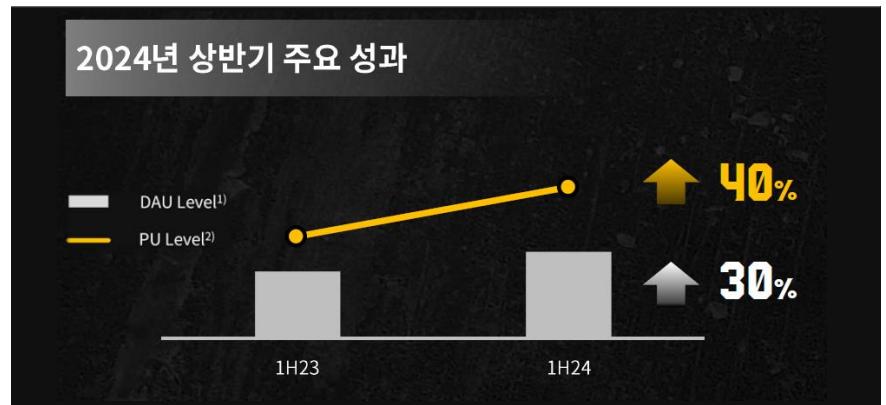
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

## <펍지> 글로벌 스팀 매출 순위



자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

## 펍지 1H24 DAU 및 PU level 전년 대비 크게 상승



자료: 크래프톤

# 크래프톤 실적 전망

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>1,885.4</b>	<b>1,854.0</b>	<b>1,910.6</b>	<b>2,839.2</b>	<b>3,240.2</b>	<b>3,826.3</b>
PC	398.4	465.0	583.9	900.5	1,226.9	1,731.4
모바일	1,417.2	1,252.8	1,244.8	1,861.4	1,937.4	2,019.4
콘솔	19.6	104.1	55.7	44.9	43.5	43.0
기타	50.1	32.2	26.2	32.5	32.5	32.5
<b>% YoY</b>						
매출	12.9	-1.7	3.1	48.6	14.1	18.1
PC	50.4	16.7	25.6	54.2	36.2	41.1
모바일	5.6	-11.6	-0.6	49.5	4.1	4.2
콘솔	-33.4	430.2	-46.5	-19.3	-3.2	-1.1
기타	44.6	-35.8	-18.6	24.0	0.0	0.0
<b>영업비용</b>	<b>1,234.7</b>	<b>1,102.4</b>	<b>1,142.5</b>	<b>1,606.5</b>	<b>1,976.7</b>	<b>2,314.5</b>
% to sales	65.5	59.5	59.8	56.6	61.0	60.5
% YoY	37.7	-10.7	3.6	40.6	23.0	17.1
인건비	512.0	301.3	454.9	719.6	867.5	977.5
주식보상비용	167.0	-63.6	27.6	177.8	226.2	240.6
앱수수료/매출원가	192.9	207.1	226.8	350.7	465.2	620.8
지급수수료	359.4	325.3	258.9	277.1	320.0	363.2
광고선전비	82.2	129.7	66.1	116.0	163.1	172.5
기타	88.2	139.1	135.9	143.0	160.8	180.5
<b>영업이익</b>	<b>650.6</b>	<b>751.6</b>	<b>768.0</b>	<b>1,232.7</b>	<b>1,263.5</b>	<b>1,511.8</b>
% YoY	-15.9	15.5	2.2	60.5	2.5	19.7
영업이익률(%)	34.5	40.5	40.2	43.4	39.0	39.5
<b>세전이익</b>	<b>761.2</b>	<b>683.9</b>	<b>828.6</b>	<b>1,431.4</b>	<b>1,410.0</b>	<b>1,485.6</b>
% YoY	14.2	-10.2	21.2	72.7	-1.5	5.4
<b>지배주주순이익</b>	<b>519.9</b>	<b>500.2</b>	<b>595.4</b>	<b>1,044.5</b>	<b>1,029.3</b>	<b>1,064.9</b>
% YoY	-6.5	-3.8	19.0	75.4	-1.5	3.5

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

# 크래프톤(259960)

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,854.0</b>	<b>1,910.6</b>	<b>2,839.2</b>	<b>3,240.2</b>	<b>3,826.3</b>
매출액증가율(%)	-1.7	3.1	48.6	14.1	18.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,839.2	3,240.2	3,826.3
판매비와관리비	1,102.4	1,142.5	1,606.5	1,976.7	2,314.5
<b>영업이익</b>	<b>751.6</b>	<b>768.1</b>	<b>1,232.7</b>	<b>1,263.5</b>	<b>1,511.8</b>
영업이익률(%)	40.5	40.2	43.4	39.0	39.5
금융순익	26.1	28.6	27.3	27.5	27.5
증속/관계기업관련손익	-35.3	-44.2	-44.8	-37.5	-36.5
기타영업외손익	-58.6	76.1	216.2	156.5	-17.3
세전계속사업이익	683.9	828.6	1,431.4	1,410.1	1,485.6
법인세비용	168.7	234.6	388.7	380.8	408.4
<b>당기순이익</b>	<b>500.2</b>	<b>594.1</b>	<b>1,042.6</b>	<b>1,029.3</b>	<b>1,064.9</b>
지배주주지분 순이익	500.2	595.4	1,044.5	1,029.3	1,064.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>3,892.6</b>	<b>3,964.4</b>	<b>4,126.9</b>	<b>4,682.8</b>	<b>4,985.2</b>
현금및현금성자산	674.7	721.1	642.9	1,038.9	1,107.2
매출채권	525.6	700.4	1,040.8	1,187.8	1,402.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>	<b>2,145.2</b>	<b>2,476.0</b>	<b>3,095.6</b>	<b>3,272.6</b>	<b>3,451.9</b>
유형자산	223.4	257.0	640.8	644.6	644.4
무형자산	867.7	607.8	685.8	659.1	632.4
투자자산	693.3	918.2	1,418.2	1,618.2	1,824.4
<b>자산총계</b>	<b>6,037.8</b>	<b>6,440.5</b>	<b>7,222.4</b>	<b>7,955.4</b>	<b>8,437.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>411.5</b>	<b>520.7</b>	<b>543.2</b>	<b>543.2</b>	<b>555.2</b>
매입채무	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>509.9</b>	<b>361.0</b>	<b>277.0</b>	<b>276.0</b>	<b>291.7</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
<b>부채총계</b>	<b>921.4</b>	<b>881.6</b>	<b>820.2</b>	<b>819.3</b>	<b>846.9</b>
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,820.0	5,642.5	6,279.8
비지배주주지분	5.2	4.4	2.5	2.5	2.5
<b>자본총계</b>	<b>5,116.4</b>	<b>5,558.8</b>	<b>6,402.3</b>	<b>7,136.1</b>	<b>7,590.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>512.7</b>	<b>662.4</b>	<b>695.4</b>	<b>1,010.8</b>	<b>998.8</b>
당기순이익(손실)	500.2	594.1	1,042.6	1,029.3	1,064.9
유형자산감가상각비	75.6	77.2	86.2	116.2	126.2
무형자산상각비	31.8	30.8	22.0	26.7	26.7
운전자본의 증감	-134.4	-139.5	-455.4	-161.5	-219.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-2,863.0</b>	<b>-394.2</b>	<b>-604.4</b>	<b>-319.3</b>	<b>-331.7</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.6	-34.4	-470.0	-120.0	-126.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	-269.1	-500.0	-200.0	-206.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-56.1</b>	<b>-225.3</b>	<b>-169.2</b>	<b>-295.4</b>	<b>-598.9</b>
차입금증감	57.8	-151.2	30.0	0.0	11.9
자본의증가	-2,390.5	23.5	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>-2,344.6</b>	<b>46.4</b>	<b>-78.1</b>	<b>396.0</b>	<b>68.3</b>
기초현금	3,019.3	674.7	721.1	642.9	1,038.9
기말현금	674.7	721.1	642.9	1,038.9	1,107.2
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,789	39,217	59,047	67,649	79,887
EPS(지배주주)	10,194	12,221	21,723	21,490	22,232
CFPS	17,542	18,854	31,427	31,814	33,547
EBITDAPS	17,509	17,982	27,886	29,365	34,757
BPS	104,137	114,849	133,615	148,937	158,418
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	16.5	15.8	15.4	15.5	15.0
PCR	9.6	10.3	10.6	10.5	9.9
PSR	4.4	4.9	5.6	4.9	4.2
PBR	1.6	1.7	2.5	2.2	2.1
EBITDA(십억원)	859.0	876.1	1,340.9	1,406.5	1,664.8
EV/EBITDA	6.3	7.4	9.9	9.2	7.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	10.3	11.2	17.5	15.2	14.5
EBITDA이익률	46.3	45.9	47.2	43.4	43.5
부채비율	18.0	15.9	12.8	11.5	11.2
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	99.2	86.2	166.0	162.2	190.5
매출채권회전율(x)	3.5	3.1	3.3	2.9	3.0
재고자산회전율(x)					

# 엔씨소프트 (036570) 새 시장에 맞는 새 몸으로 체질 개선 중

Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	350,000원
현재주가(11.1)	217,000원
상승여력	61.3%

KOSPI	2,542.36pt
시가총액	47,640억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	78.07%
외국인비중	35.22%
52주 최고/최저가	281,000원/160,400원
평균거래대금	213.8억원

주요주주(%)	
김택진 외 12 인	12.01
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.6	23.2	-7.7
상대주가	15.9	30.5	-16.4

## 주가그래프



## 살기 위해 본격적으로 빼기 시작한 2024

- 동사는 2022년 이후 공개한 신작 모두 시장 안착에 실패. 지난 4월 비개발 중심 권고 사직에 이어 현재는 전 직군 대상으로 확대
- 글로벌 게임사들은 이미 2023년부터 구조조정이 활발하며 수익 측면에서 라이브 서비스 조직도 최근 조직 개편 대상
- 동사는 모바일 MMORPG 라이브 서비스 유지 위한 조직이 비대하기 때문에 개편에 따른 손익 개선 효과는 상당할 것

## 신작 성과에서 얻은, 앞으로 가야할 방향성: 글로벌 런칭 서비스는 저명한 퍼블리셔 이용이 신작 성공 가능성 높일 수 있어

- 2024년 동사는 <배틀 크러쉬> 얼리액세스와 <호연> 두 가지 신작을 직접 퍼블리싱하며 내놓았으나 시장 안착에 실패
- 2023년 12월 국내 서비스를 시작한 <TL>은 부진했으나 지난 10월 아마존 게임즈가 퍼블리싱을 맡은 <글로벌 TL>은 20만 전후의 DAU 기록하며 순조로운 출발 기록하며 상반된 성과를 기록함. 큰 변수 없다면 공성전 계기로 반등 예상
- 4Q24 TL 총매출은 1,700억원 예상. 순매출(RS+계약금 인식 금액) 기준 550억원에 달할 것으로 추정됨
- <호연>과 글로벌 <TL> 성과는 마케팅에서 갈렸다고 판단됨. 2025년 이후 신작은 대부분 글로벌 시장을 겨냥하는 만큼 네트워크를 보유한 유명 퍼블리셔 통한 출시가 신작 성공 가능성 높일 수 있는 key. 관련 뉴스 체크가 중요해진 시기
- <저니 오브 모나크>는 주가 반등 매개로 부족하나 20만원은 PBR 1배 수준으로 추가하락 가능성 낮음. 체질 개선 집중할 때
- 개발 중심으로 슬림화된 조직 갖추어 신작 개발 속도 및 타율 높인다면 2025년 주가는 지난 2년과 다른 모습 보일 수 있을 것

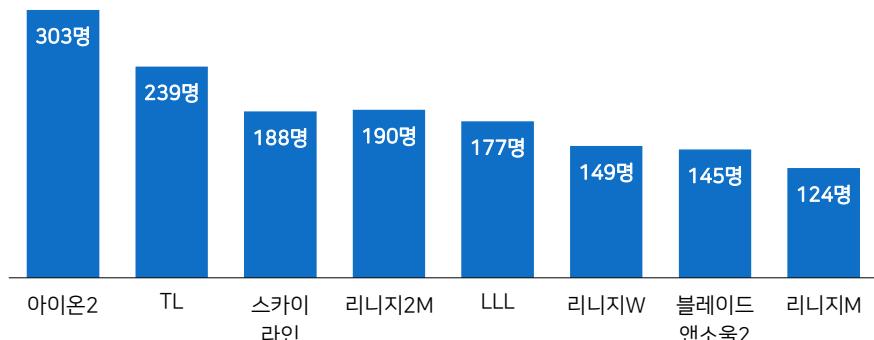
(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024E	1,638.5	62.5	271.1	12,350	26.8	154,016	17.6	1.4	17.4	8.2	25.7
2025E	2,031.9	276.3	342.4	15,594	26.2	167,335	13.9	1.3	6.8	9.7	21.9
2026E	2,352.2	389.2	430.0	19,588	25.6	184,648	11.1	1.2	5.0	11.1	22.9

## 엔씨소프트 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사(지분율)	형태
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	난투형 대전액션	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	스위칭 RPG	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	MMORPG	엔씨소프트	자체개발
4Q24	블레이드 앤 소울 2 중국 저니 오브 모나크	모바일	MMORPG	엔씨소프트	자체개발/중국 퍼블리셔
	모바일	방치형 RPG	엔씨소프트		자체개발
2025	브레이커스: 언락 더 월드 리니지2M 중국 프로젝트LLL 아이온2	PC, 모바일 모바일 PC, 콘솔 모바일	애니메이션 RPG MMORPG 루트 슈터 MMORPG	빅게임스튜디오(16.8%) 엔씨소프트 엔씨소프트 엔씨소프트	퍼블리싱 자체개발/중국 퍼블리셔 자체개발 자체개발
미정	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP) 택탄(프로젝트G)	PC, 모바일 모바일	MMORPG MMORTS	엔씨소프트 엔씨소프트	자체개발 자체개발

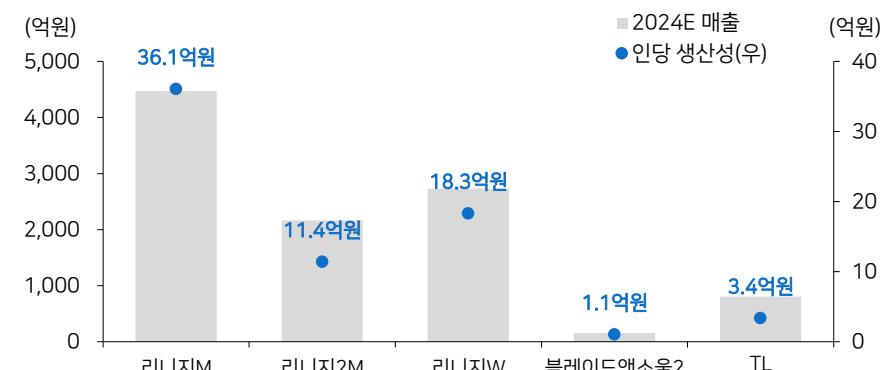
주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

## 프로젝트 팀당 인원



자료: MTN뉴스 '대마불사' 게임 엔씨 살릴까...'아이온2' 개발진 300명 넘어서' 기사 참조 정리

## 프로젝트 별 매출 및 인당 생산성



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

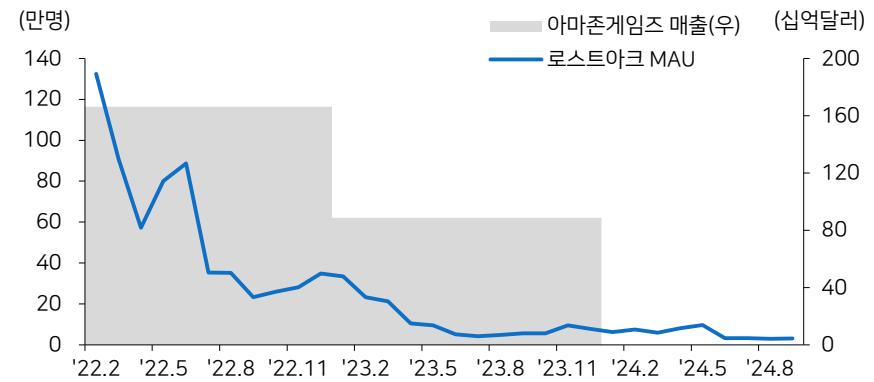
## 스팀 주간 글로벌 매출 순위

	9/17-9/24	9/24-10/1	10/1-10/8	10/8-10/15	10/15-10/22	10/22-10/29
1	EA SPORTS FC™ 25	EA SPORTS FC™ 25	Counter-Strike 2	Counter-Strike 2	Counter-Strike 2	Call of Duty®: Black Ops 6
2	Counter-Strike 2	Counter-Strike 2	드래곤볼 스파킹! 제로	드래곤볼 스파킹! 제로	THRONE AND LIBERTY	Counter-Strike 2
3	Warhammer 40,000: Space Marine 2	THRONE AND LIBERTY	THRONE AND LIBERTY	메타포: 리판타지오	드래곤볼 스파킹! 제로	THRONE AND LIBERTY
4	Steam Deck	Steam Deck	Dota 2	PUBG: BATTLEGROUNDS	Steam Deck	Factorio
5	프로스트펑크2	Monster Hunter Wilds	EA SPORTS FC™ 25	THRONE AND LIBERTY	PUBG: BATTLEGROUNDS	Factorio: Space Age
6	갓 오브 워 라그나로크	Warhammer 40,000: Space Marine 2	SILENT HILL 2	EA SPORTS FC™ 25	Liar's Bar	Steam Deck
7	FINAL FANTASY XVI	Once Human	Steam Deck	SILENT HILL 2	EA SPORTS FC™ 25	PUBG: BATTLEGROUNDS
8	검은 신화: 오공	Crusader Kings III	Warhammer 40,000: Space Marine 2	Steam Deck	DayZ	War Thunder
9	Apex 레전드™	검은 신화: 오공	디아블로® IV	Dota 2	Dota 2	Liar's Bar
10	PUBG: BATTLEGROUNDS	드래곤볼 스파킹! 제로	검은 신화: 오공	디아블로® IV	Call of Duty®: Black Ops 6	EA SPORTS FC™ 25

주: 패키지 게임은 회색 음영, 한국 게임은 파란색 음영 표시. 글로벌 <TL>은 9월 26일 멀리액세스, 10월 1일 정식 서비스 시작

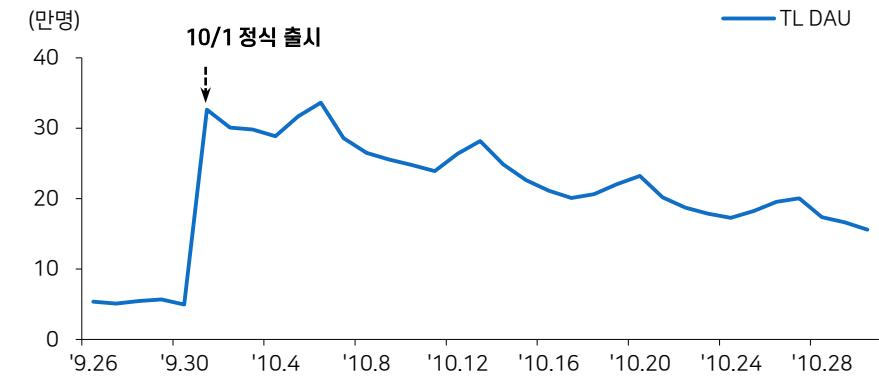
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

## <로스트아크> 스팀 MAU 및 아마존게임즈 매출



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터 추정

## <TL> 스팀 DAU

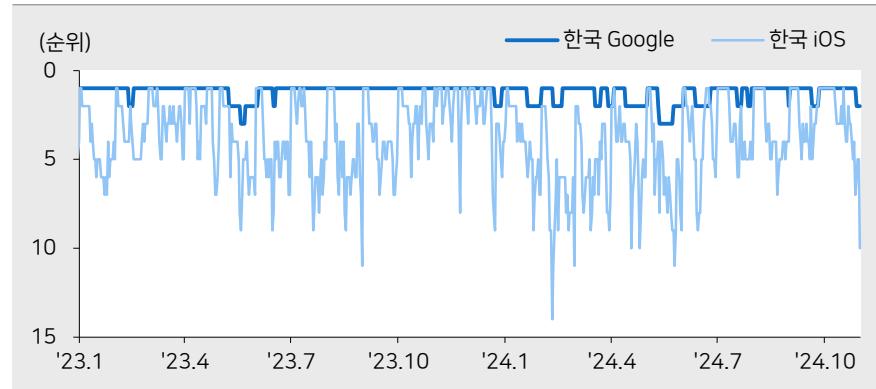


자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

# 엔씨소프트 모바일 게임 매출 순위

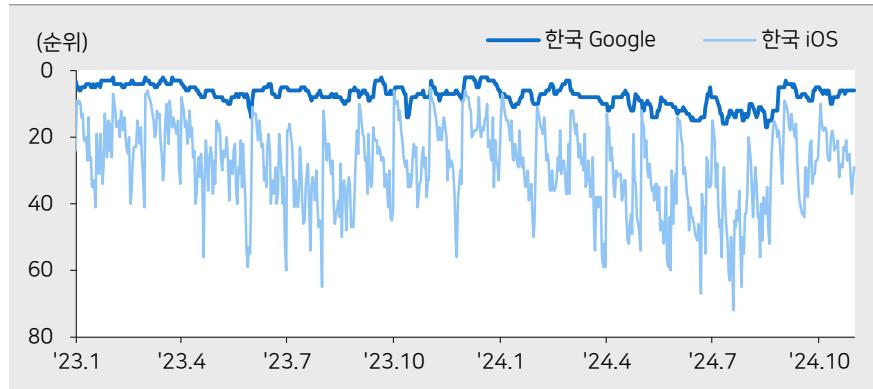
2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

## <리니지M> 국내 매출 순위



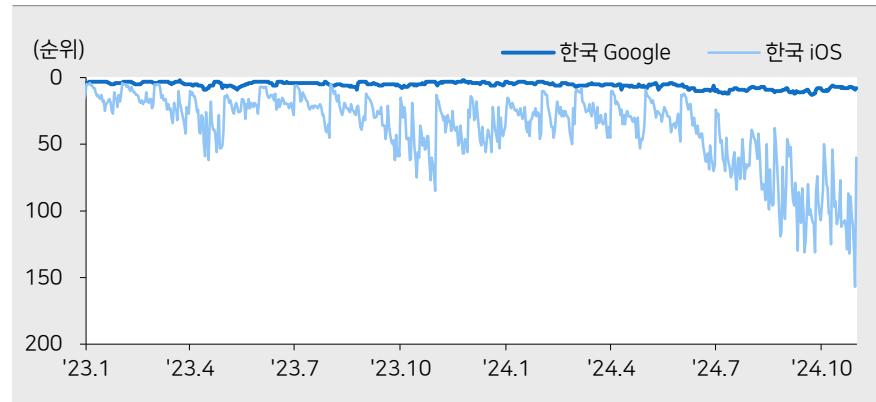
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

## <리니지2M> 국내 매출 순위



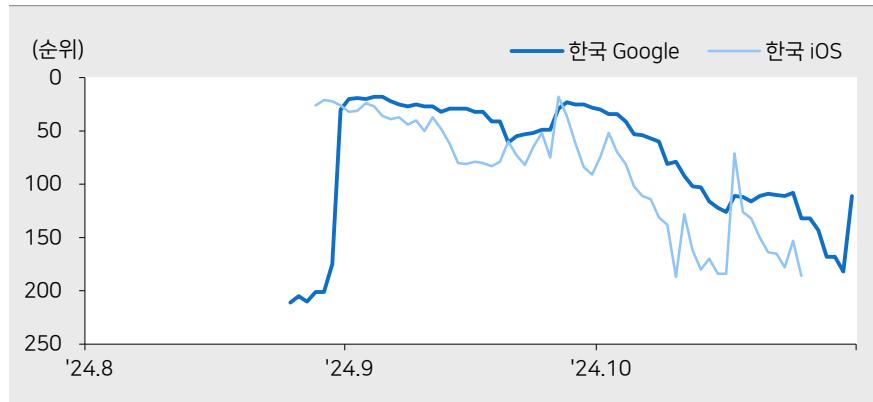
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

## <리니지W> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

## <호연> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

# 엔씨소프트 실적 전망

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	<b>2,308.8</b>	<b>2,571.8</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,638.5</b>	<b>2,031.8</b>	<b>2,352.2</b>
온라인	426.1	390.4	360.5	404.0	407.3	368.0
모바일	1,610.5	1,934.3	1,200.4	990.2	1,372.4	1,728.9
기타	99.9	90.1	74.5	108.0	122.7	132.3
로열티	172.4	157.0	144.5	136.2	129.4	122.9
<b>% YoY</b>						
매출	-4.4	11.4	-30.8	-7.9	24.0	15.8
온라인	-7.2	-8.4	-7.7	12.1	0.8	-9.6
모바일	-4.0	20.1	-37.9	-17.5	38.6	26.0
기타	64.7	-9.8	-17.3	45.0	13.5	7.9
로열티	-21.0	-8.9	-8.0	-5.7	-5.0	-5.0
<b>영업비용</b>	<b>1,931.7</b>	<b>2,012.8</b>	<b>1,642.5</b>	<b>1,576.0</b>	<b>1,755.6</b>	<b>1,963.1</b>
% to sales	83.7	78.3	92.3	96.2	86.4	83.5
% YoY	21.4	4.2	-18.4	-4.1	11.4	11.8
매출변동비 및 기타	707.9	870.7	622.8	550.4	675.6	799.8
상각비	93.6	106.0	111.9	115.1	135.0	145.4
마케팅비	282.6	188.6	85.0	94.3	144.0	230.7
인건비	849.5	847.4	822.9	816.2	801.0	787.2
<b>영업이익</b>	<b>375.2</b>	<b>559.0</b>	<b>137.3</b>	<b>62.5</b>	<b>276.3</b>	<b>389.1</b>
% YoY	-54.5	49.0	-75.4	-54.5	342.3	40.9
영업이익률(%)	16.3	21.7	7.7	3.8	13.6	16.5
<b>세전이익</b>	<b>491.3</b>	<b>609.1</b>	<b>206.2</b>	<b>409.9</b>	<b>462.9</b>	<b>581.8</b>
% YoY	-38.8	24.0	-66.1	98.8	12.9	25.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>396.9</b>	<b>435.7</b>	<b>212.1</b>	<b>271.1</b>	<b>342.4</b>	<b>430.0</b>
% YoY	-32.4	9.8	-51.3	27.8	26.3	25.6

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

# 엔씨소프트(036570)

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>2,571.8</b>	<b>1,779.8</b>	<b>1,638.5</b>	<b>2,031.9</b>	<b>2,352.2</b>
매출액증가율(%)	11.4	-30.8	-7.9	24.0	15.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,638.5	2,031.9	2,352.2
판매비와관리비	2,012.8	1,642.6	1,576.0	1,755.6	1,963.1
<b>영업이익</b>	<b>559.0</b>	<b>137.3</b>	<b>62.5</b>	<b>276.3</b>	<b>389.2</b>
영업이익률(%)	21.7	7.7	3.8	13.6	16.5
금융순익	-31.8	91.1	80.6	62.7	62.7
증속/관계기업관련손익	-8.1	4.1	11.2	10.6	10.1
기타영업외손익	90.0	-26.2	255.7	113.3	119.9
세전계속사업이익	609.1	206.2	409.9	462.9	581.8
법인세비용	173.1	-7.7	138.8	120.5	108.9
<b>당기순이익</b>	<b>436.0</b>	<b>213.9</b>	<b>271.2</b>	<b>342.4</b>	<b>430.0</b>
지배주주지분 순이익	435.7	212.1	271.1	342.4	430.0

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	2,691.1	2,336.8	2,258.0	2,527.1	2,761.4
매출채권	285.6	365.2	105.6	419.3	699.1
재고자산	175.5	132.7	193.0	239.4	277.1
<b>비유동자산</b>					
유형자산	1,746.6	2,057.0	1,995.3	1,956.1	2,226.8
무형자산	930.2	1,000.5	938.9	903.8	1,168.8
투자자산	43.4	96.1	101.8	97.7	93.8
<b>자산총계</b>	<b>4,437.6</b>	<b>4,393.8</b>	<b>4,253.3</b>	<b>4,483.2</b>	<b>4,988.2</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	515.4	614.3	354.3	429.8	497.6
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	240.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>					
사채	723.7	526.5	514.3	376.3	433.5
장기차입금	349.4	169.7	169.7	39.7	39.7
<b>부채총계</b>	<b>1,239.1</b>	<b>1,140.8</b>	<b>868.7</b>	<b>806.2</b>	<b>931.1</b>
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-34.8	-44.5	-44.5	-44.5	-44.5
이익잉여금	3,409.4	3,472.7	3,704.2	3,996.6	4,376.7
비지배주주지분	2.3	3.3	3.4	3.4	3.4
<b>자본총계</b>	<b>3,198.6</b>	<b>3,253.0</b>	<b>3,384.7</b>	<b>3,677.1</b>	<b>4,057.2</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>736.0</b>	<b>139.9</b>	<b>116.2</b>	<b>488.7</b>	<b>649.3</b>
당기순이익(손실)	436.0	213.9	271.2	342.4	430.0
유형자산감가상각비	104.0	110.1	115.1	135.0	135.0
무형자산상각비	1.9	1.8	4.3	4.1	3.9
운전자본의 증감	49.5	-95.6	-41.2	-3.5	69.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-392.2</b>	<b>113.0</b>	<b>27.7</b>	<b>-5.5</b>	<b>-325.8</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-249.7	-117.4	-100.0	-100.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	663.5	-134.7	5.7	0.1	-9.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-303.7</b>	<b>-177.3</b>	<b>-403.5</b>	<b>-169.6</b>	<b>-43.6</b>
차입금증감	-151.6	14.4	-240.0	-130.0	6.3
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>29.6</b>	<b>79.6</b>	<b>-259.6</b>	<b>313.7</b>	<b>279.9</b>
기초현금	255.9	285.6	365.2	105.6	419.3
기말현금	285.6	365.2	105.6	419.3	699.1

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	117,145	81,071	74,631	92,550	107,142
EPS(지배주주)	19,847	9,663	12,350	15,594	19,588
CFPS	36,228	13,017	10,417	24,567	29,580
EBITDAPS	30,288	11,350	8,284	18,922	24,056
BPS	145,587	148,023	154,016	167,335	184,648
DPS	6,680	3,130	2,000	2,525	2,525
배당수익률(%)	1.5	1.3	0.9	1.2	1.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	22.6	24.9	17.6	13.9	11.1
PCR	12.4	18.5	20.8	8.8	7.3
PSR	3.8	3.0	2.9	2.3	2.0
PBR	3.1	1.6	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	664.9	249.2	181.9	415.4	528.1
EV/EBITDA	12.1	15.3	17.4	6.8	5.0
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	13.7	6.6	8.2	9.7	11.1
EBITDA이익률	25.9	14.0	11.1	20.4	22.5
부채비율	38.7	35.1	25.7	21.9	22.9
금융비용부담률	0.4	0.8	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	59.0	9.4	5.2	35.5	61.2
매출채권회전율(x)	11.3	11.6	10.1	9.4	9.1
재고자산회전율(x)	653.2	1,590.1	2,104.4	1,757.0	1,456.3

# 시프트업 (462870) 1H25까지 편안하다

Analyst 이효진 02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

## Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	90,000원
현재주가(11.1)	66,600원
상승여력	35.1%

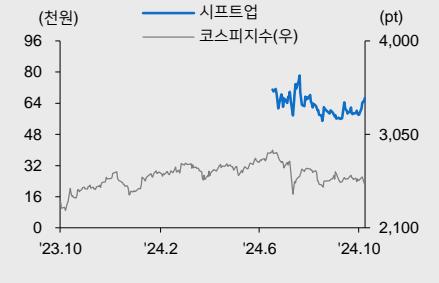
KOSPI	2,542.36pt
시가총액	38,851억원
발행주식수	5,833만주
유동주식비율	17.80%
외국인비중	1.79%
52주 최고/최저가	78,300원/55,000원
평균거래대금	314.5억원

### 주요주주(%)

김형태 외 9 인	43.17
ACEVILLE PTE. LTD.	34.85
국민연금공단	6.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.9	0.0	0.0
상대주가	20.2	0.0	0.0

### 주가그래프



### <스텔라 블레이드> 런칭으로 2024년 멀티 IP 확보 성공. 2025년 예상되는 변화는?

- 2022년 11월 텐센트 퍼블리싱 통해 공개된 동사의 신작 <승리의 여신: 니케>는 1Q24 누적 1조원 매출 돌파
- 현재 일본 비중이 50% 이상으로 여름 에반게리온 콜라보는 예상 대비 낮은 ARPU 기록했으나 11월 2주년 컨텐츠는 순항 중
- 지난 10월 중국 외자 판호도 확보. 당사는 2Q25 중국 출시를 가정하며 글로벌 성과의 30%를 중국 시장에서 기대
- <니케> 출시 18개월 후 신작이었던 <스텔라 블레이드>는 PS5 독점이라는 핸디캡에도 양호한 초반 성적 기록
- 2025년 상반기 내 동 게임의 스팀 및 PS/Xbox 등 플랫폼 확대를 기대함. 같은 시기 확장팩 가능하다면 시차에도 판매량 양호할 것

### 차별점

- <데스티니 차일드> 이후 동사는 퍼블리싱에 손을 떼고 개발에 집중하는 조직으로 개편
- 덕분에 라이트한 인력 구성(300명)으로 신작 출시 가능하며 글로벌 퍼블리셔를 적극 활용하며 마케팅 효과를 누릴 수 있었음
- AI 등 기술의 활용으로 신작 개발 속도 빠른 점이 강점. 특히 준비중인 신작에는 AI 적극 활용하고 있어 2025년 관련 정보 기대
- 동사는 최근 신작 2개 모두 글로벌 성과를 얻었으며 1) One IP, 2) 동아시아 일부, 3) 모바일 중심이라는 국내 상장사 디스카운트 벗어난 회사. 1H25 예상된 이벤트까지 양호한 주가 흐름 예상

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	66.1	18.3	20.4	-212	적지	1,357			-0.9	-12.8	12.6
2023	168.6	111.1	106.7	3,004	흑전	3,568			-0.9	86.4	12.6
2024E	213.4	152.3	133.3	2,461	-18.1	12,845	27.1	5.2	20.5	28.6	3.5
2025E	283.6	206.0	180.0	3,086	25.4	15,931	21.6	4.2	14.9	21.4	3.4
2026E	209.7	112.5	103.6	1,776	-42.4	17,707	37.5	3.8	25.4	10.6	2.5

# 시프트업

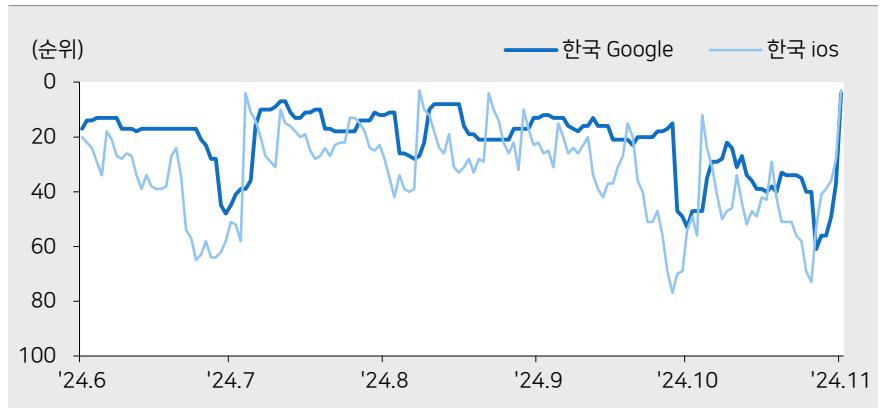
2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

<승리의 여신: 니케> 22년 11월 글로벌 출시. 1H25 중국 출시 예상



자료: 시프트업

<승리의 여신: 니케> 국내 매출 순위



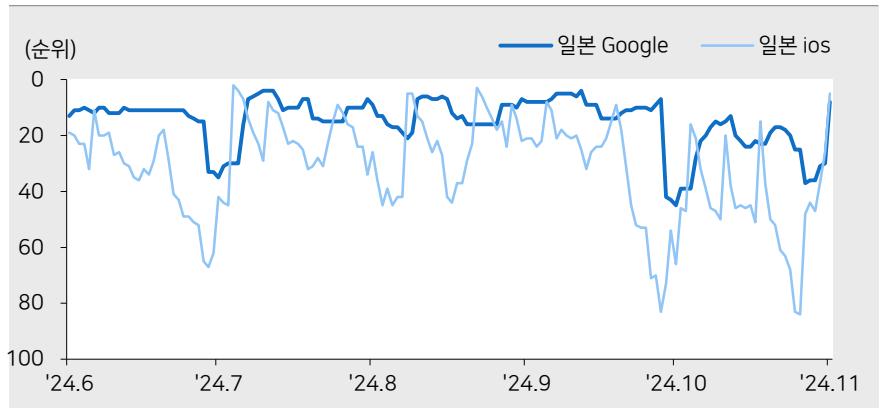
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<스텔라 블레이드> 24년 4월 PS5 출시. 전 플랫폼 1H25 출시 예상



자료: 시프트업

<승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

# 시프트업 실적 전망

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출</b>	66.1	168.6	213.4	283.6	209.7
니케	55.2	163.5	151.1	174.3	176.5
스텔라 블레이드			58.4	105.3	29.2
데스티니 차일드	10.3	4.0			
기타	0.6	1.1	4.0	4.0	4.0
<b>% YoY</b>					
<b>매출</b>	260.0	155.2	26.6	32.9	-26.1
니케	N/A	196.1	-7.6	15.4	1.3
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	80.4	-72.3
데스티니 차일드	-41.0	-61.3			
기타	-39.6	88.5	267.0	0.0	0.0
<b>영업비용</b>	47.8	57.5	61.2	77.6	97.2
% to sales	72.4	34.1	28.7	27.4	46.3
% YoY	27.0	20.3	6.3	26.9	25.2
인건비	19.8	32.8	34.5	41.8	37.2
R&D	19.9	15.8	16.9	17.9	18.9
지급수수료	5.6	4.0	2.7	2.9	3.1
마케팅비	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7
상각비	0.8	2.2	4.0	5.1	5.9
기타	1.5	2.6	2.7	9.4	31.5
<b>영업이익</b>	18.3	111.1	152.2	206.0	112.5
% YoY	흑전	508.1	37.1	35.3	-45.4
영업이익률(%)	27.6	65.9	71.3	72.6	53.7
<b>세전이익</b>	-3.3	114.3	159.4	214.8	124.1
% YoY	적지	흑전	39.4	34.7	-42.2
<b>지배주주순이익</b>	-7.1	106.7	133.2	180.0	103.6
% YoY	적지	흑전	24.9	35.1	-42.4

주: 데스티니차일드는 2023년 9월 서비스 종료

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

# 시프트업(462870)

2025년 전망 시리즈 8  
인터넷/게임

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>66.1</b>	<b>168.6</b>	<b>213.4</b>	<b>283.6</b>	<b>209.7</b>
매출액증가율(%)	284.6	155.2	26.6	32.9	-26.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	66.1	168.6	213.4	283.6	209.7
판매비와관리비	47.8	57.5	61.2	77.6	97.2
<b>영업이익</b>	<b>18.3</b>	<b>111.1</b>	<b>152.3</b>	<b>206.0</b>	<b>112.5</b>
영업이익률(%)	27.6	65.9	71.3	72.6	53.7
금융순익	-19.1	1.1	4.0	6.8	9.5
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	2.2	3.1	2.1	2.2
세전계속사업이익	-3.3	114.4	159.4	214.8	124.1
법인세비용	0.0	7.7	26.1	34.8	20.5
<b>당기순이익</b>	<b>-7.1</b>	<b>106.7</b>	<b>133.3</b>	<b>180.0</b>	<b>103.6</b>
지배주주지분 순이익	-7.1	106.7	133.3	180.0	103.6

Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	69.5	177.2	752.1	841.8	946.0
매출채권	12.4	116.1	674.8	739.1	870.1
재고자산	51.7	59.9	75.8	100.7	74.5
<b>비유동자산</b>					
유형자산	4.6	26.7	23.5	119.3	113.0
무형자산	1.3	0.9	-2.0	93.9	89.0
투자자산	0.5	0.6	-0.1	-0.9	-1.6
<b>자산총계</b>	<b>74.1</b>	<b>203.9</b>	<b>775.6</b>	<b>961.0</b>	<b>1,059.0</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	6.3	11.2	14.2	18.8	13.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>					
사채	2.0	11.7	12.1	12.9	12.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>8.3</b>	<b>22.9</b>	<b>26.3</b>	<b>31.7</b>	<b>26.0</b>
<b>자본금</b>					
자본잉여금	0.8	9.9	11.4	11.4	11.4
기타포괄이익누계액	71.8	95.9	529.5	529.5	529.5
이익잉여금	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
비지배주주지분	-6.8	71.1	204.3	384.4	488.0
<b>자본총계</b>	<b>65.8</b>	<b>181.1</b>	<b>749.3</b>	<b>929.3</b>	<b>1,033.0</b>

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>-22.5</b>	<b>100.4</b>	<b>124.6</b>	<b>165.1</b>	<b>132.2</b>
당기순이익(손실)	-7.1	106.7	133.3	180.0	103.6
유형자산감가상각비	0.9	2.2	4.0	5.1	5.9
무형자산상각비	0.3	0.5	0.7	0.8	0.8
운전자본의 증감	-45.8	-10.4	-13.3	-20.8	21.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>28.5</b>	<b>3.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>-102.0</b>	<b>0.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-0.3	-1.0	-101.0	-1.0
투자자산의 감소(증가)	1.5	-1.2	-0.4	-0.6	0.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.5</b>	<b>435.7</b>	<b>1.2</b>	<b>-1.2</b>
차입금증감	0.0	12.6	0.7	1.2	-1.2
자본의증가	0.0	33.3	435.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>6.0</b>	<b>103.7</b>	<b>558.7</b>	<b>64.2</b>	<b>131.0</b>
기초현금	6.4	12.4	116.1	674.8	739.1
기말현금	12.4	116.1	674.8	739.1	870.1

Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	1,962	4,746	3,942	4,861	3,595
EPS(지배주주)	-212	3,004	2,461	3,086	1,776
CFPS	-124	3,404	2,932	3,599	2,029
EBITDAPS	578	3,201	2,897	3,631	2,043
BPS	1,357	3,568	12,845	15,931	17,707
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	0.0	0.0	27.1	21.6	37.5
PCR	0.0	0.0	22.7	18.5	32.8
PSR	0.0	0.0	16.9	13.7	18.5
PBR	0.0	0.0	5.2	4.2	3.8
EBITDA(십억원)	19.5	113.7	156.9	211.8	119.2
EV/EBITDA	-0.9	-0.9	20.5	14.9	25.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	-12.8	86.4	28.6	21.4	10.6
EBITDA이익률	29.5	67.4	73.5	74.7	56.8
부채비율	12.6	12.6	3.5	3.4	2.5
금융비용부담률	0.0	0.5	0.8	0.7	0.9
이자보상배율(x)		126.6	84.3	106.4	58.2
매출채권회전율(x)	2.5	3.0	3.1	3.2	2.4
재고자산회전율(x)					

## Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이효진은(는)의 시프트업 기업설명회에 시프트업의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.  
본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

#### [기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미

추천기준일 직전 1개월간  
증가대비 3등급

**Buy** 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 +20% 이상

**Hold** 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만

**Sell** 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균증가대비 -20% 미만

#### [산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천

추천기준일 시장지수대비 3등급

**Overweight** (비중확대)

**Neutral** (중립)

**Underweight** (비중축소)

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

### NAVER(035420) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



### 카카오(035720) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2022.11.04	기업브리프	Buy	63,000	이효진	-11.7	-3.0	100,000 75,000 50,000 0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-18.3	-1.5		
2023.07.11	기업브리프	Buy	63,000	이효진	-25.2	-12.9		
2023.11.02	산업분석	Buy	55,000	이효진	-15.8	-8.2		
2023.11.27	기업브리프	Buy	65,000	이효진	-17.3	-6.5		
2024.01.15	기업브리프	Buy	77,000	이효진	-27.2	-20.6		
2024.02.16	기업브리프	Buy	83,000	이효진	-34.8	-29.3		
2024.04.09	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-33.8	-31.8		
2024.05.09	기업브리프	Buy	61,000	이효진	-24.4	-20.3		
2024.05.30	산업분석	Buy	56,000	이효진	-24.0	-20.4		
2024.07.04	기업브리프	Buy	51,000	이효진	-	-		

### 크래프톤(259960) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2022.10.11	Indepth	Hold	250,000	이효진	-24.1	-5.4	600,000 450,000 300,000 150,000 0	
2023.01.10	산업브리프	Hold	190,000	이효진	-6.7	8.2		
2023.10.12	산업브리프	Hold	180,000	이효진	6.0	21.1		
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이효진	-16.8	-4.8		
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-13.8	-1.0		
2024.07.05	기업브리프	Buy	340,000	이효진	-16.5	-13.4		
2024.08.13	기업브리프	Buy	400,000	이효진	-16.3	-12.8		
2024.11.04	산업분석	Buy	430,000	이효진	-	-		

### 엔씨소프트(036570) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2022.11.03	Indepth	Buy	490,000	이효진	-15.7	-5.1		
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이효진	-22.8	-14.4		
2023.04.12	산업브리프	Buy	530,000	이효진	-38.8	-25.4	750,000	—— 엔씨소프트    —— 적정주가
2023.08.10	기업브리프	Buy	430,000	이효진	-44.9	-34.7		
2024.02.13	기업브리프	Buy	350,000	이효진	-	-		

### 시프트업(0462870) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2024.05.27	산업분석	Buy	90,000	이효진				—— 시프트업    —— 적정주가