

# 게임 (비중확대/유지)

## AI 전환기, 우월전략에 대한 고민

임희석

Heeseok.lim@miraeasset.com



## CONTENTS

|                                    |           |
|------------------------------------|-----------|
| <b>I. Investment Summary</b>       | <b>3</b>  |
| <b>II. AI로 인한 Q 상승, C 하락 본격화</b>   | <b>4</b>  |
| 글로벌 게임 시장 현황                       | 4         |
| 게임 개발 진입장벽 하락과 Q 상승                | 5         |
| 생산성 향상과 개발 기간의 단축                  | 7         |
| AI가 낮추는 게임 개발비 (C↓)                | 9         |
| <b>III. AI가 창출하는 새로운 게임 수요</b>     | <b>10</b> |
| AI를 통한 게임 이용자 저변 확대                | 10        |
| 게임 이용시간과 결제율의 증가 가능성               | 11        |
| 게임과 AI 엔터테인먼트의 경계 약화               | 12        |
| <b>IV. AI가 바꾸는 게임 유통과 마케팅 구조</b>   | <b>14</b> |
| AI가 개선하는 캐주얼 게임의 사업 구조             | 17        |
| 마케팅 역량 중요성 확대와 퍼블리셔 가치 상승          | 19        |
| <b>V. AI 전환기, 체질 개선의 속도가 가장 중요</b> | <b>20</b> |
| 업종 내 실적 차별화에서 보이는 우월전략             | 20        |
| NC: 가장 먼저, 가장 크게 변화한 기업            | 23        |
| 카카오게임즈: 차기 턴어라운드 후보                | 24        |
| <b>VI. 밸류에이션 및 투자전략</b>            | <b>25</b> |
| 밸류에이션: 제한적인 리레이팅 전망                | 25        |
| 투자전략: 체질 개선 속도에 따른 우선 순위 설정        | 27        |
| <b>Global Company Analysis</b>     | <b>29</b> |
| 크래프톤                               | 30        |
| NC                                 | 33        |
| 넷마블                                | 37        |
| 시프트업                               | 41        |
| 카카오게임즈                             | 44        |
| 네오위즈                               | 49        |

## I. Investment Summary

### AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 게임 제작의 진입장벽이 낮아지면서 신규 개발자 유입과 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

당사는 AI 도입에 따른 신규 게임 프로젝트의 개발비 절감률이 2026년 2%에서 2032년 42%까지 확대될 것으로 추정한다. 중장기적으로는 AI NPC와 개인화된 콘텐츠가 이용시간과 결제율을 높이고, AI 엔터테인먼트와의 결합을 통해 새로운 게임 수요를 창출할 전망이다. AI는 게임산업의 성장성과 수익성을 동시에 개선하는 구조적 변화로 판단한다.

### AI 전환기, 체질 개선을 선행한 게임사가 유리

AI 전환기에는 체질 개선을 추진하는 기존 게임사의 경쟁력이 부각될 전망이다. 게임 제작의 진입장벽 하락으로 경쟁이 심화되면서 검증된 IP와 유통·마케팅 역량의 중요성이 높아지고 있다. 특히 AI를 통한 신작 공급 확대와 신규 수요 창출에는 시간이 필요하지만, 인력 효율화와 마케팅 최적화에 따른 수익성 개선은 상대적으로 빠르게 나타날 수 있다.

이에 따라 기존 사업의 수익성을 개선하면서 AI 개발 체계 전환과 장르 다변화를 동시에 추진하는 기업이 유리할 것으로 판단한다. 특히 구조조정을 통해 고정비 부담을 낮춘 게임사는 향후 신작 매출 증가와 AI 생산성 개선이 맞물리면서 높은 영업 레버리지 효과를 누릴 전망이다.

### 제한적인 리레이팅 전망, 선별적 투자전략 필요

국내 게임 업종에 대한 점진적이고 제한적인 리레이팅을 예상하며, 차별화된 실적 개선이 가능한 기업 중심의 선별적 접근을 추천한다. 국내 주요 게임사의 2027F P/E는 10배 내외로 밸류에이션 부담이 낮지만, AI에 따른 경쟁 심화 우려가 해소되기까지 업종 전반의 급격한 리레이팅은 어려울 전망이다. 다만 AI 활용에 따른 수익성 개선과 2027년 앱 수수료 인하 효과는 긍정적이다.

게임 업종 Top Pick으로 2027년 강력한 실적 턴어라운드가 기대되는 카카오게임즈를 추천한다. 주요 투자포인트는 1) 오딘Q 출시를 중심으로 한 신작 모멘텀 확대, 2) 적극적인 체질 개선과 AI 도입에 따른 영업 레버리지 효과, 3) 미투온 등 캐주얼 게임사 인수를 통한 사업 다변화와 시너지 창출이다. 차선호주로는 성공적인 구조조정과 사업 포트폴리오 재편을 통해 AI 도입 효과를 극대화할 수 있는 NC를 추천한다.

## II. AI로 인한 Q 상승, C 하락 본격화

### 글로벌 게임 시장 현황

글로벌 게임 시장은 2025년 전년 대비 9.1% 성장했으며, 2026년에도 5.7% 성장할 전망이다. 향후에도 연평균 5% 내외의 안정적인 성장이 예상된다. 플랫폼별로는 모바일이 전체 시장의 56%를 차지하고 있으며, 지역별로는 중국과 미국이 글로벌 시장의 절반 이상을 차지하고 있다. AI를 활용한 개발 생산성 개선은 제작 기간 단축과 개발비 절감으로 이어져 신작 공급량(Q) 확대를 촉진할 전망이다. 동시에 개발 및 마케팅 전반의 비용(C) 하락이 예상된다. 중장기적으로는 AI 기반 신규 콘텐츠가 게임 이용자와 이용시간을 확대하면서 시장 성장률 자체를 높일 가능성도 존재한다.

그림 1. 글로벌 게임 시장 전망

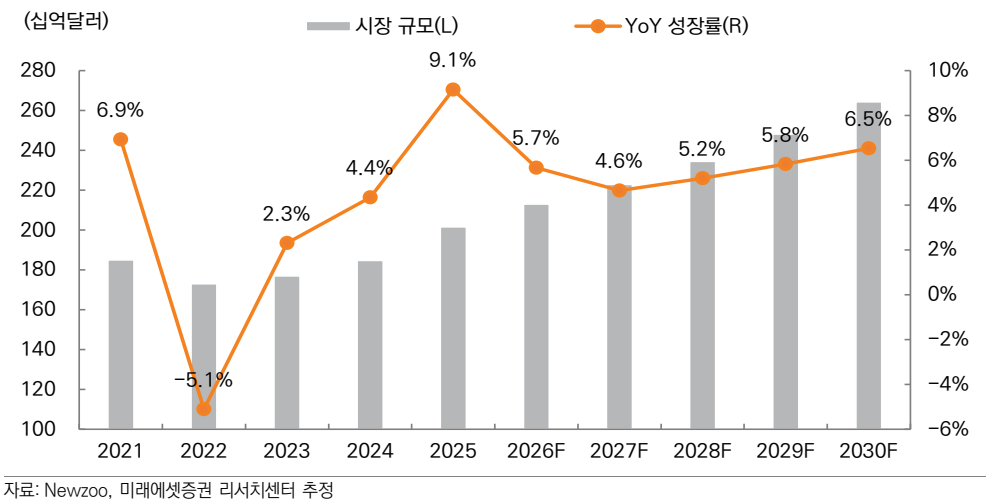
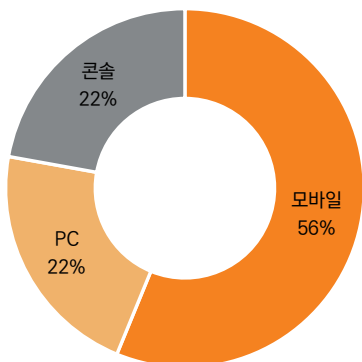
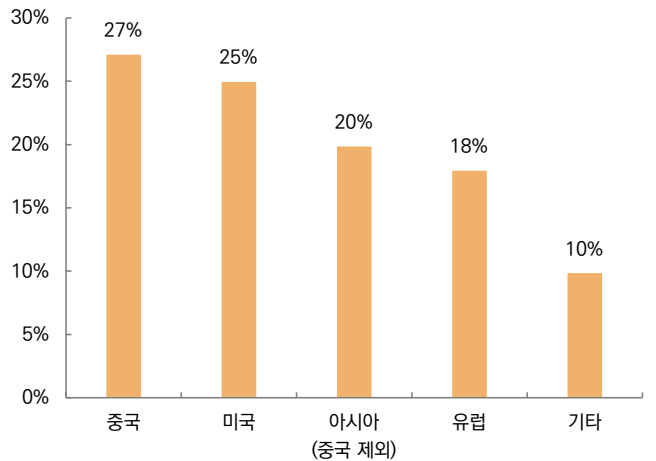


그림 2. 플랫폼별 게임 매출 비중 (2025)



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 지역별 매출 비중 (2025)



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

## 게임 개발 진입장벽 하락과 Q 상승

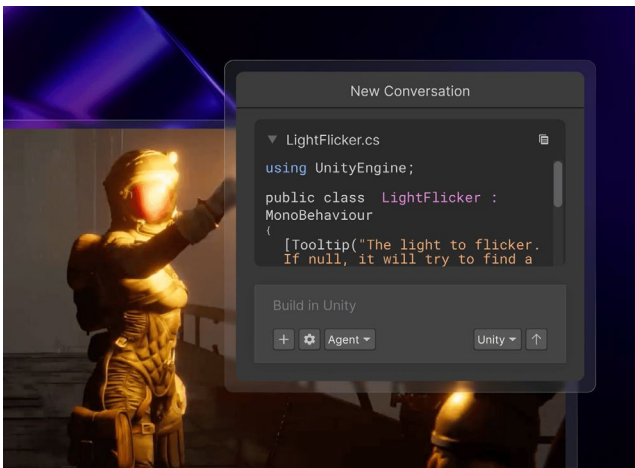
### AI 기반 개발 도구 상용화

생성형 AI의 발전으로 게임 제작의 진입장벽이 빠르게 낮아지고 있다. 과거 게임 개발에는 프로그래밍, 그래픽 디자인, 사운드 등 분야별 전문 인력이 필요했으나, AI가 코드 작성부터 에셋 제작, 애니메이션 생성까지 개발 과정 전반에 활용되면서 소수 인력만으로도 게임 제작이 가능한 환경이 조성되고 있다. 최근에는 자연어 명령만으로 플레이 가능한 게임을 구현하는 기술까지 등장하며 개발 주체가 전문 개발자에서 일반 이용자로 확대되고 있다.

주요 게임 엔진 및 플랫폼 사업자들이 이러한 변화를 주도하고 있다. Unity는 최근 구글과 협력해 자연어 기반 게임 제작 플랫폼 Unity Spark를 발표했다. Meta는 Horizon Worlds에 AI 기반 3D 에셋 및 환경 생성 기능을 도입했다. Roblox는 지난 2월 상호작용이 가능한 3D 오브젝트 생성 도구 Cube 4D를 선보였다. 4월 기준 상위 1,000명 크리에이터의 44%가 AI 개발 도구를 활용하는 등 AI 도입이 빠르게 확산되고 있다.

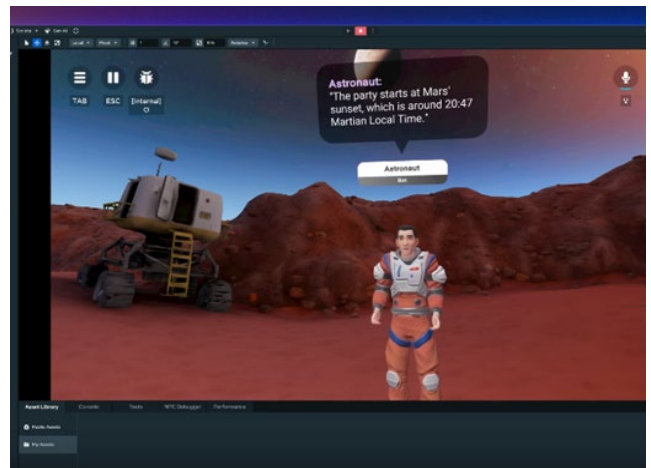
이들 기업의 공통된 전략은 게임 제작에 필요한 전문 기술을 AI로 대체·보완해 개발자 저변을 확대하는 것이다. Unity는 기존 게임 엔진의 이용자 기반을 비개발자로 확장하고 있으며, Meta와 Roblox는 플랫폼 이용자의 콘텐츠 제작 참여를 유도하고 있다. 주요 플랫폼의 AI 제작 도구 고도화는 게임 개발의 기술적·자본적 진입장벽을 낮추고, 특히 캐주얼·인디 게임을 중심으로 신규 개발자 유입과 콘텐츠 공급 확대를 가속할 전망이다.

그림 4. Unity Spark 예시



자료: Unity, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Horizon Worlds 예시



자료: Meta, 미래에셋증권 리서치센터

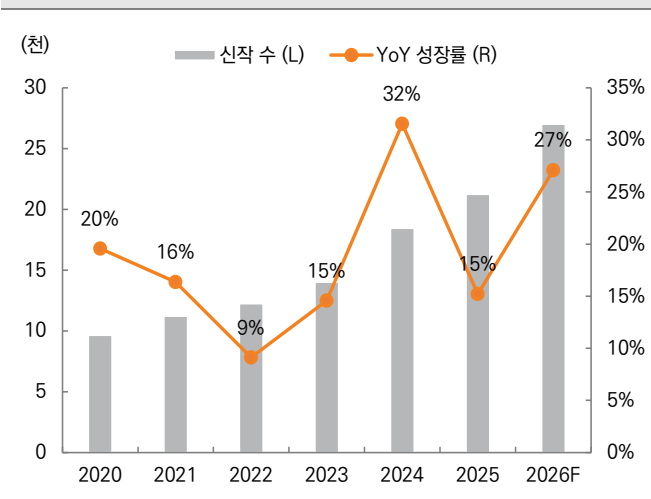
AI 활용 게임 공급량 확대

게임 제작의 진입장벽 하락은 중장기적으로 게임 공급량 증가를 가속할 전망이다. Steam 연간 신규 출시 게임 수는 2021년 약 1.1만 개에서 2025년 약 2.1만 개로 4년간 90% 증가했다. 2026년에는 약 2.7만 개로 전년 대비 27% 증가할 것으로 추정된다. AI 활용도 빠르게 확대되고 있다. Steam 신규 출시 게임 중 AI 활용을 공개한 게임의 비중은 2024년 12.4%에서 2026년 35.0%까지 상승했다. AI를 통한 개발 자동화와 신규 개발자 유입이 게임 공급량 증가를 더욱 가속할 전망이다.

게임 공급량 증가는 콘텐츠 다양성 확대와 함께 이용자 확보 경쟁의 심화로 이어질 전망이다. 기술적 진입장벽이 낮아질수록 게임 출시는 용이해지는 반면, 개별 게임이 이용자의 관심을 확보하기는 더욱 어려워질 수 있다. 이에 따라 콘텐츠 제작 역량뿐 아니라 유통과 마케팅 역량의 중요성이 높아질 전망이다. 특히 대규모 이용자 기반과 유통 채널을 확보한 플랫폼 사업자들이 게임 공급량 증가의 수혜를 상대적으로 크게 누릴 것으로 예상된다.

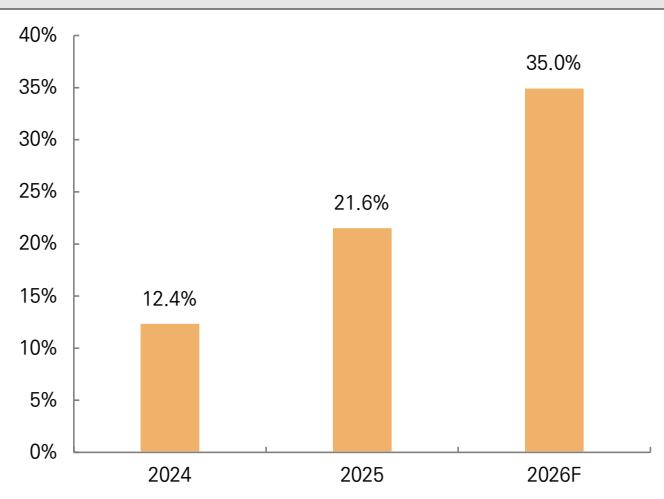
한편 콘텐츠 품질 저하 문제도 대두되고 있다. 최근 AI를 활용해 단기간에 제작한 저품질 게임을 의미하는 '슬롭(Slop)' 게임이 증가하면서 이용자의 양질의 콘텐츠 탐색 부담이 커질 수 있다. 이에 따라 제작 역량만으로 차별화하기는 어려워질 전망이며, 검증된 IP와 브랜드 인지도, 이용자 확보 및 라이브 서비스 운영 역량을 보유한 기존 게임사의 경쟁력이 상대적으로 부각될 것으로 예상된다.

그림 6. Steam 연간 신규 출시 게임 수



자료: Steam, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. Steam 신규 출시 게임 중 AI 활용 공개 비중



자료: Steam, 미래에셋증권 리서치센터

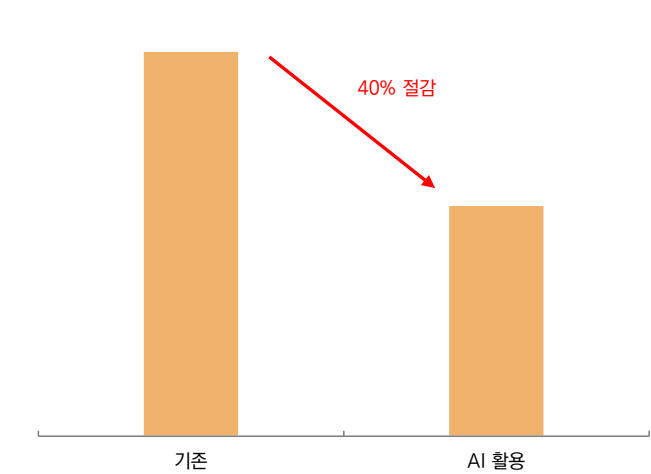
생산성 향상과 개발 기간의 단축

AI 도입에 따른 게임 개발 생산성 개선이 본격화되고 있다. 게임 개발은 기획부터 프로그래밍, 그래픽·애니메이션 제작, 품질 검증까지 다양한 공정으로 구성되며, 대형 게임일수록 개발 기간과 인력 부담이 증가하는 구조다. 최근 생성형 AI의 활용 범위가 코드 작성과 에셋 제작에서 애니메이션, 테스트 등으로 확대되면서 개별 공정의 소요 시간이 단축되고 있다. 특히 반복 작업의 자동화가 개발 인력의 생산성을 높이는 핵심 요인으로 작용하고 있다.

주요 게임사에서도 정량적인 생산성 개선 효과가 확인되고 있다. Tencent는 2026년 GDC에서 AI 제작 솔루션 VISVISE를 공개하며, Photon Studios의 캐릭터 애니메이션 제작 주기가 40% 단축됐다고 밝혔다. 캐릭터 의상 움직임 구현 작업도 기존 1.5~3.5일에서 1.5~4시간으로 감소하며 수작업 부담이 80~90% 줄었다. 캐릭터 능력의 프로토타입 제작과 라이팅 등에서도 작업 시간 단축이 나타나고 있다. 이는 AI가 실제 게임 제작 공정의 효율 개선으로 이어지고 있음을 보여준다.

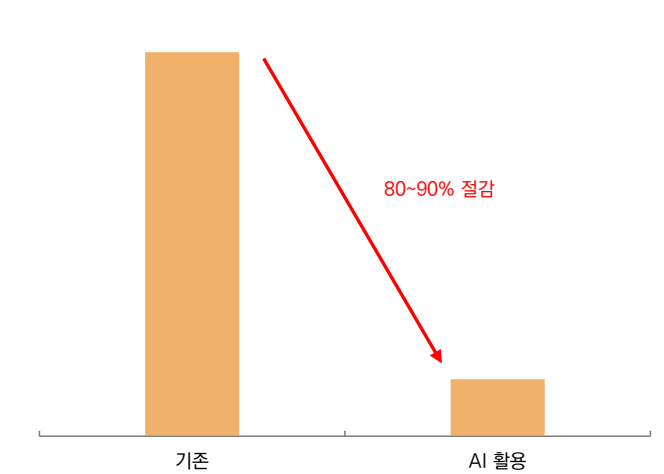
AI 활용은 개별 공정에서 개발 파이프라인 전반으로 확산되고 있다. NetEase는 AI를 기획, 프로그래밍, 아트, 애니메이션, QA 등 개발 전반에 통합했다고 밝혔다. 자체 개발 도구 CodeMaker는 코드 자동완성을 넘어 개발 작업 수행을 지원하며, AI 기반 애니메이션 제작과 100만 개 이상의 플레이어 행동 시뮬레이션을 통해 제작 및 검증 효율을 높이고 있다. Tencent도 AI 전략에서 개별 도구 활용을 넘어 제작 파이프라인 통합을 강조했다.

그림 8. Tencent, 포톤 스튜디오 애니메이션 제작 주기



자료: Tencent, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. Tencent, 캐릭터 의상 애니메이션 작업 소요시간



자료: Tencent, 미래에셋증권 리서치센터

개발 생산성 향상은 중장기적으로 개발 기간 단축과 비용 구조 개선으로 이어질 전망이다. 게임 개발비는 인건비와 외주 제작비 비중이 높아 제작 공정의 효율 개선이 누적 비용 부담을 낮추는 효과가 있다. 특히 반복적인 에셋 제작과 애니메이션 작업이 많은 대형 게임에서 절대적인 비용 절감 효과가 클 것으로 예상된다. 또한 동일한 개발 인력으로 더 많은 콘텐츠를 제작할 수 있게 되면서 신작 개발뿐 아니라 기존 게임의 업데이트 주기 단축에도 기여할 전망이다.

다만 개별 공정의 생산성 개선이 게임 전체 개발 기간 단축으로 이어지는 데에는 시차가 존재할 것으로 판단한다. 대형 게임은 기획, 공정 간 통합, 품질 검증 등 다양한 요인이 출시 일정을 결정하며, 현재까지 주요 게임사의 신작 파이프라인 확대나 출시 연기 감소가 구조적으로 확인되지는 않고 있다. 향후 AI 도입이 개발 파이프라인 전반에 정착되면서 동일 인력 대비 콘텐츠 생산량 증가와 프로젝트별 개발비 절감이 점진적으로 가시화될 전망이다.

표 1. 주요 기업 AI 활용 현황

| 기업          | 주요 AI 활용 현황                                                   |
|-------------|---------------------------------------------------------------|
| Tencent     | 자체 개발 솔루션 VISVISE 도입. 캐릭터 스키닝·애니메이션 자동화, 의상 제작 수작업 80~90% 감소  |
| NetEase     | 코딩, 아트, 애니메이션, QA 전반에 자체 AI 도구 적용. AI로 이용자 행동을 모사해 게임 테스트 자동화 |
| Square Enix | 도쿄대 연구진과 생성형 AI 기반 QA 자동화 공동 개발. 27년 말까지 QA·디버깅 작업 70% 자동화 목표 |
| Capcom      | 생성형 AI를 활용한 개발 공정 생산성 개선 추진. 자체 게임 엔진 연구개발과 병행                |
| Ubisoft     | AI 기반 테스트 봇을 활용한 품질 검증 효율화. AI NPC·게임 개발 파이프라인 적용 확대          |
| Nexon       | AI 중심 게임 개발 프로세스 재설계 추진. 코드 리뷰 및 개발 지식 자산화 등 AI 도구 활용         |
| NetDragon   | 개발 업무 중 AI 수행 비중 25%. 26년 말까지 50% 확대 목표. 25년 R&D 비용 33.2% 감소  |

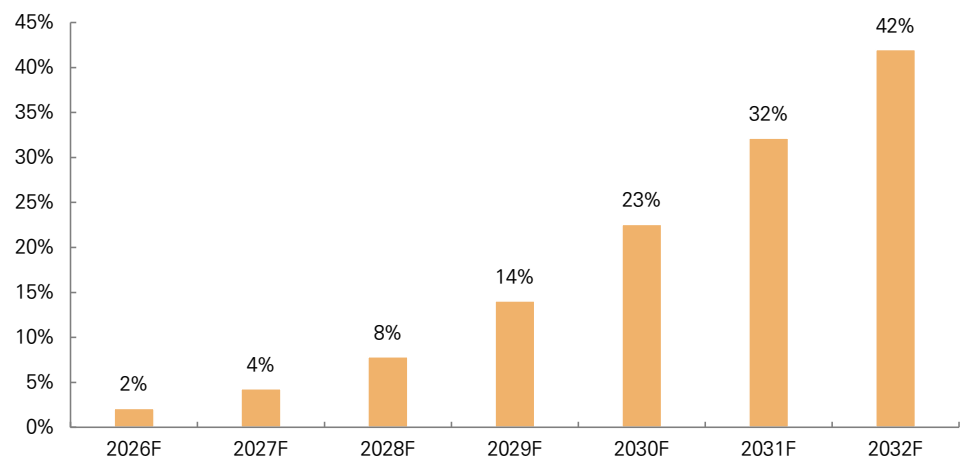
자료: 미래에셋증권 리서치센터

## AI가 낮추는 게임 개발비 (C↓)

당사는 AI 도입에 따른 신규 게임 프로젝트의 개발비 절감률이 2026년 2%에서 2030년 23%, 2032년 42%까지 확대될 것으로 추정한다. 프로그래밍, 아트·애니메이션, 기획, QA 등 개발 공정별 AI 활용에 따른 순비용 절감률을 합산한 결과다. 2032년에는 아트·애니메이션 공정의 비용이 60%, 프로그래밍은 35% 감소할 것으로 가정했다. 두 공정이 전체 개발비의 75%를 차지하는 만큼 AI 도입에 따른 비용 절감 효과의 대부분을 견인할 전망이다.

개발비 절감 효과는 2029년 이후 본격화될 것으로 예상한다. 현재 게임사들은 AI 생성 콘텐츠에 대한 이용자들의 부정적 인식과 품질 우려로 도입에 신중한 모습을 보이고 있다. 그러나 AI가 게임의 완성도와 이용자 경험을 개선하는 점이 입증되면 AI 활용에 대한 거부감이 완화되고, 게임사들의 도입 속도도 높아질 전망이다. 여기에 AI 활용이 개별 공정의 보조 도구에서 개발 파이프라인 전반의 자동화로 확대되면서 비용 절감 효과가 가속화될 것으로 판단한다.

그림 10. AI 도입에 따른 게임 개발비 절감률 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. 게임 개발비 공정별 비중 및 32년 AI 절감률

|           | 개발비 비중 | 32년 순비용 절감률 | 전체 절감 기여 |
|-----------|--------|-------------|----------|
| 프로그래밍     | 40%    | 35%         | 14%p     |
| 아트·애니메이션  | 35%    | 60%         | 21%p     |
| 기획·레벨 디자인 | 15%    | 20%         | 3%p      |
| QA·테스트 등  | 10%    | 40%         | 4%p      |
| 합계        | 100%   | -           | 42%p     |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### III. AI가 창출하는 새로운 게임 수요

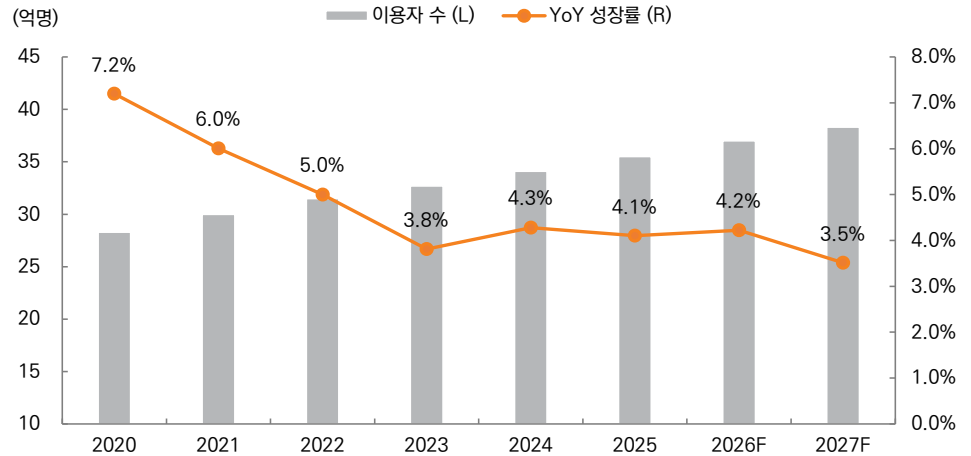
#### AI를 통한 게임 이용자 저변 확대

AI 도입은 글로벌 게임 이용자 수의 성장률 둔화를 방어하는 요인으로 작용할 전망이다. 글로벌 게임 이용자 수는 2020년 28.8억 명에서 2026년 37.0억 명으로 증가했으며, 연평균 성장률은 4.3%를 기록했다. 2026년 기준 글로벌 전체 인구 대비 게임 이용자 침투율은 약 45%에 달한다. Newzoo는 글로벌 게임 이용자 수가 2029년 40.7억 명까지 증가할 것으로 전망하고 있으나, 연평균 성장률은 3.2%로 과거 대비 둔화될 것으로 예상된다.

AI에 따른 콘텐츠 다양화와 게임 진입장벽 하락은 신규 이용자 유입을 촉진할 것으로 기대된다. AI 도입으로 개발비와 제작 기간이 단축되면서 소규모 개발사와 개인 개발자의 시장 진입이 쉬워지고 있다. 이에 따라 기존에는 경제성이 부족했던 니치 장르와 다양한 취향을 겨냥한 게임의 출시가 확대될 전망이다. 또한 AI를 활용한 난이도 조정, 개인화된 튜토리얼, 자연어 기반 상호작용 등은 게임에 익숙하지 않은 이용자의 진입장벽을 낮출 것이다.

다만 AI 도입이 게임 이용자 수의 성장률을 가파르게 끌어올리기는 어려울 것으로 판단된다. 이미 상당한 수준의 시장 침투가 이루어졌으며, 신규 콘텐츠 증가가 기존 이용자의 게임 간 이동으로 이어질 가능성도 존재한다. 따라서 AI는 이용자의 폭발적인 증가보다는 기존 이용자의 이탈을 방어하고 성장률 둔화를 완화하는 효과가 클 전망이다.

그림 11. 글로벌 게임 이용자 수 추이



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

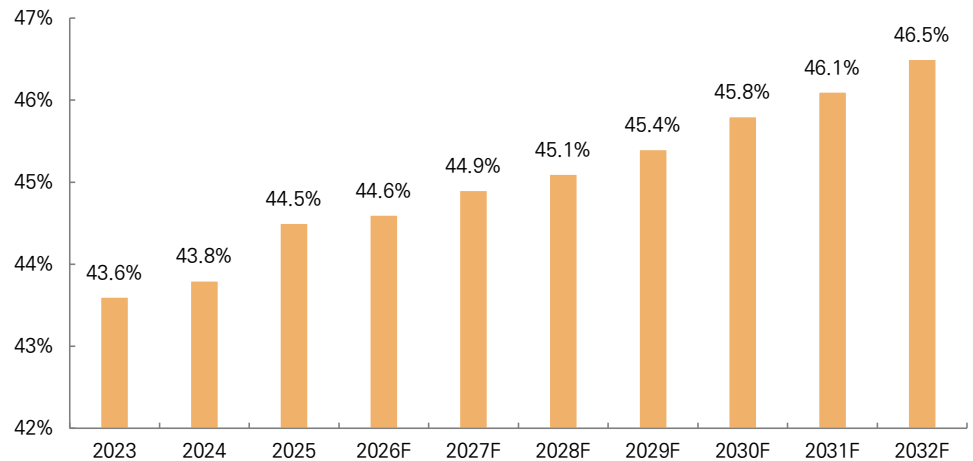
### 게임 이용시간과 결제율의 증가 가능성

AI 도입은 게임 이용시간 확대와 결제율 개선을 통해 이용자당 매출 성장을 촉진할 전망이다. 기존 게임은 사전에 제작된 콘텐츠가 소진되면 이용자의 몰입도와 재방문율이 하락하는 한계가 있었다. 그러나 AI NPC, 실시간 퀘스트 생성, 개인화된 스토리 등은 이용자별로 차별화된 경험을 제공하고 콘텐츠 소비를 지속적으로 유도할 수 있다. 특히 RPG와 시뮬레이션 등 콘텐츠 소비량이 중요한 장르에서 이용시간 확대 효과가 클 것으로 기대된다.

AI 기반 개인화는 실제 게임의 결제 전환율 개선으로도 이어지고 있다. Wooga의 June's Journey는 AI를 활용한 국가별 인앱 상품 가격 최적화로 결제 전환율이 24%, 매출이 13% 증가한 것으로 보고됐다. 넥슨의 카트라이더 러쉬플러스 역시 AI 기반 이용자 리타게팅을 통해 캠페인 전환율이 55%, 인앱 결제액이 16% 개선된 사례가 있다. 다만 이들은 생성형 AI 콘텐츠보다는 기존 머신러닝 기반 수익화 최적화 사례로, 게임산업 전반의 효과로 일반화하기에는 한계가 있다.

2032년 글로벌 게임 결제율은 46.5%로, AI 도입에 따른 추가 개선 효과를 1.5%p로 추정한다. 2026년 결제율 44.6%에서 기존 성장 경로를 반영한 2032년 결제율은 45.0%로 가정했다. 여기에 AI 기반 개인화와 수익화 최적화의 확산을 반영해 추가 개선폭 1.5%p를 적용했다. 이는 2032년 결제 이용자 약 6,570만 명의 추가 유입에 해당한다. 중장기적으로는 이용시간 확대와 결제율 상승이 결합되면서 게임시장 성장률을 높이는 요인으로 작용할 전망이다.

그림 12. 글로벌 게임 이용자 결제율 추정



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터 추정

게임과 AI 엔터테인먼트의 경계 약화

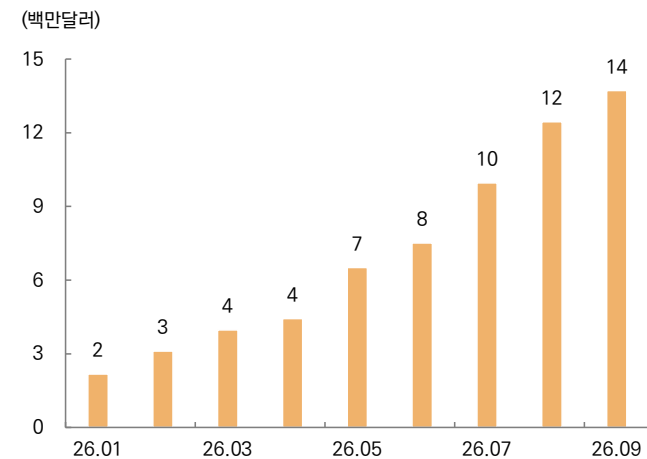
AI 엔터테인먼트, 새로운 콘텐츠 시장으로 부상

AI 엔터테인먼트가 새로운 디지털 콘텐츠 소비시장으로 부상하고 있다. AI 엔터테인먼트는 생성형 AI를 활용해 이용자가 가상 캐릭터와 대화하고, 자신의 선택에 따라 스토리를 만들어가는 참여형 콘텐츠를 의미한다. 기존 웹소설이나 영상과 달리 이용자가 이야기의 주인공이 되어 콘텐츠 전개에 직접 관여한다는 점이 특징이다. 캐릭터와 세계관을 자유롭게 생성할 수 있어 콘텐츠의 다양성과 개인화 수준이 높고, 정해진 결말 없이 상호작용을 지속할 수 있다는 장점이 있다.

국내에서는 스캐터랩의 제타와 뽀빠의 크랙을 중심으로 이용자 수와 매출액이 빠르게 증가하고 있다. 제타는 9월 1,400만 달러 수준의 인앱결제액을 기록한 것으로 추정된다(센서타워 기준). 올해 일본에서 폭발적인 성장세를 보이고 있다. 센서타워 기준 9월 MAU는 620만 명 수준으로 전년 대비 3배 이상 증가했다. 뽀빠는 지난 5월 출시한 OOC가 미국에서 긍정적인 반응을 얻으며 해외 시장 확대를 추진하고 있다.

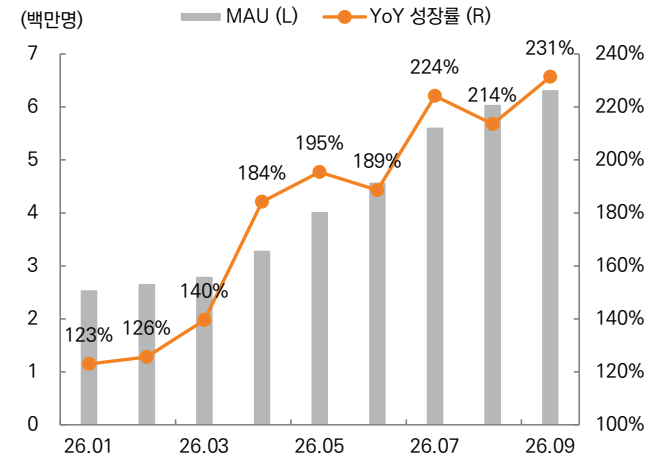
높은 이용자 몰입도는 AI 엔터테인먼트의 시장 확대 가능성을 보여준다. 제타의 일본 이용자 하루 평균 이용시간은 약 4시간으로 알려져 있으며, 2026년 4월 일본 엔터테인먼트 카테고리에서 총 이용시간 기준 넷플릭스를 앞선 것으로 보도됐다. AI 캐릭터와의 대화가 단순한 정보 검색을 넘어 독립적인 여가 활동으로 자리 잡고 있다는 의미다. 다만 높은 이용시간이 반드시 높은 수익성으로 연결되는 것은 아니며, AI 추론 비용과 유료 결제 전환율이 중장기 수익성을 결정할 것으로 판단된다.

그림 13. 제타, 월간 인앱결제 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 제타, MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

## 게임과 결합되는 AI 엔터테인먼트

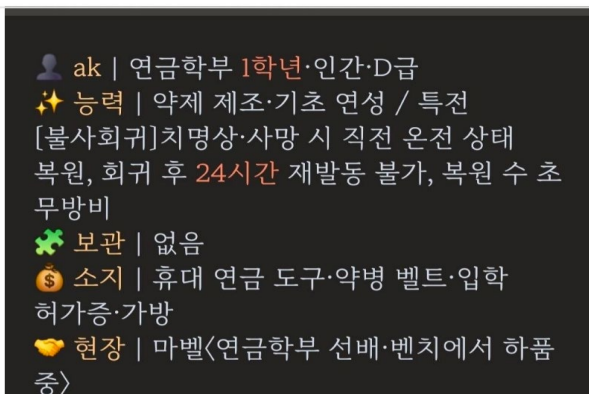
게임과 AI 엔터테인먼트의 경계가 점차 약화되고 있다. 기존 게임은 정해진 규칙과 목표를 중심으로 플레이하는 반면, AI 엔터테인먼트는 캐릭터와의 대화와 스토리 생성에 초점을 맞춰왔다. 그러나 최근 AI 캐릭터 서비스에는 호감도, 능력치, 확률 판정 등 게임 요소가 도입되고 있다. 대표적으로 뤼튼의 크랙은 캐릭터와의 상호작용에 게임 시스템을 결합하고 있으며, 2026년 지스타 메인 스폰서로도 참여할 예정이다. AI 엔터테인먼트가 대화형 콘텐츠에서 게임에 가까운 형태로 진화하고 있는 것이다.

반대로 기존 게임에도 생성형 AI 기반 상호작용이 도입되고 있다. 크래프톤은 2026년 6월 PUBG에 AI 동료와 실시간 음성으로 소통하며 협력하는 'PUBG Ally' 베타 모드를 도입했다. 인공지능에도 설정된 성격에 따라 자율적으로 행동하는 AI 캐릭터 기술을 적용했다. 기존 NPC가 사전에 설정된 대사와 행동을 반복했다면, AI 캐릭터는 이용자의 행동과 게임 상황에 맞춰 반응할 수 있다. 이는 기존 게임 시스템에 AI 엔터테인먼트의 자유로운 상호작용이 결합될 가능성을 보여준다.

특히 서브컬처 게임사는 AI 엔터테인먼트 시장 확대의 주요 수혜가 기대된다. 서브컬처 게임은 캐릭터와 세계관을 중심으로 팬덤을 형성하고 이를 수익화하는 구조를 갖추고 있다. 생성형 AI 도입으로 이용자가 선호하는 캐릭터와 대화하거나 개인화된 스토리를 경험할 수 있어 IP 활용 범위가 확대될 전망이다. 또한 캐릭터와의 상호작용을 독립적인 서비스로 제공해 신규 이용자 확보와 추가 수익모델 구축도 가능할 것으로 예상된다. 중장기적으로는 경쟁력 있는 캐릭터 IP와 팬덤을 확보한 게임사 중심으로 시장 진출이 확대될 전망이다.

그림 15. 뤼튼, 크랙 작품 예시. 게임 요소 가미

< 이 아카데미에는 병의자가 너무 많다



자료: 크랙, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 인조이, AI NPC



자료: 인조이, 미래에셋증권 리서치센터

## IV. AI가 바꾸는 게임 유통과 마케팅 구조

### AI 기반 광고 효율 개선, 마케팅 ROI와 유저 가치 상승

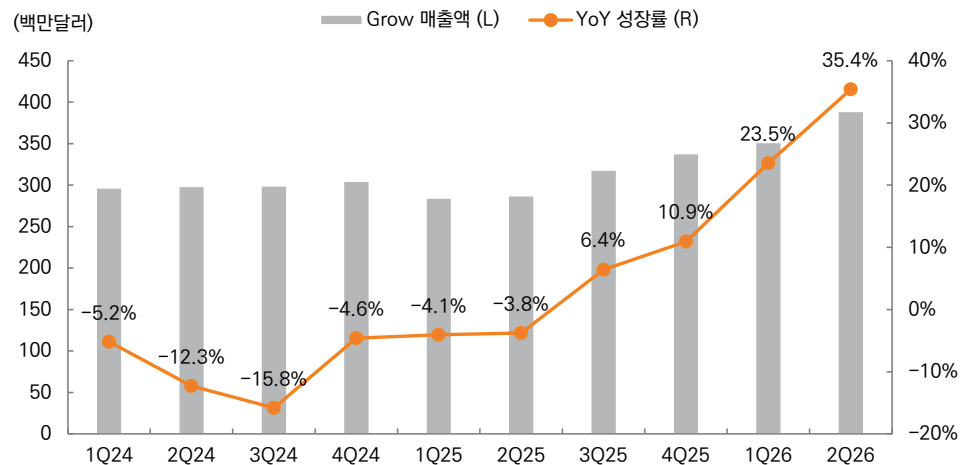
#### AI 광고 최적화, 설치 수에서 유저 가치로

AI 광고 기술의 고도화는 게임사의 이용자 확보 전략을 변화시키고 있다. 광고의 목표가 단순한 설치 수 확대에서 결제와 광고 수익을 창출할 이용자의 확보로 이동하고 있기 때문이다. AI는 설치 가능성뿐 아니라 설치 이후의 결제 확률, 규모, 반복 구매 등을 예측해 광고 노출과 입찰을 최적화한다. 이에 따라 게임사는 동일한 광고 예산으로 매출 기여도가 높은 이용자를 확보하고, 광고비 대비 매출액을 의미하는 ROAS(Return on Ad Spend)를 개선할 수 있다.

AppLovin은 2023년 2분기 AI 광고 엔진 Axon 2를 도입한 이후 가파른 성장을 이어가고 있다. 광고 사업 매출은 2023년 18.4억달러에서 2024년 32.2억달러, 2025년 54.8억달러로 증가했으며, 연간 성장률은 각각 75%, 70%를 기록했다. 2026년 2분기에도 매출은 전년 동기 대비 53% 증가했다. 비게임 광고의 성장도 포함돼 있으나, 광고 성과 개선이 광고주의 추가 집행으로 이어지는 구조는 AI 광고 플랫폼의 성장 가능성을 보여준다.

Unity에서도 AI 기반 이용자 확보 플랫폼 Vector의 성과가 확인된다. 2026년 2분기 광고·수익화 사업인 Grow Solutions 매출은 3.9억달러로 전년 동기 대비 약 35% 증가했다. 축소 중인 사업 등을 제외한 Strategic Grow 매출은 3.3억달러로 63% 증가했다. 기존 사업의 축소에도 핵심 광고 사업은 높은 성장률을 기록하며 AI 광고 최적화의 효과를 나타내고 있다.

그림 17. Unity, Grow Solutions 분기 매출 추이



자료: Unity, 미래에셋증권 리서치센터

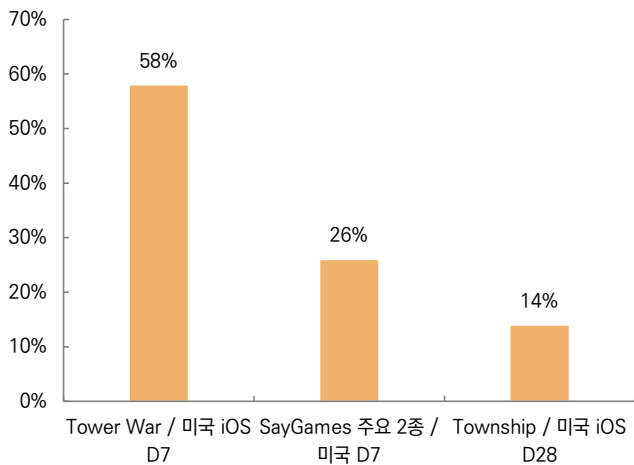
### 실제 게임에서 확인되는 광고 수익률과 이용자 가치 상승

AI 광고 최적화의 효과는 개별 게임의 성과에서도 확인된다. Unity가 공개한 SayGames 사례에서는 주요 게임 2종의 미국 설치 후 7일 누적 광고 수익률(D7 ROAS)이 평균 26% 개선됐다. 개별적으로는 My Perfect Hotel의 미국 Android D7 이용자당 매출(ARPU)이 50%, Tower War의 미국 iOS D7 ROAS가 58% 증가했다. 광고 효율 개선이 설치 비용의 하락뿐 아니라 매출 기여도가 높은 이용자를 확보하는 방식으로 나타나고 있는 것이다.

장기 매출을 목표로 하는 캠페인에서도 성과가 나타난다. Homa의 All in Hole은 D28 최적화 캠페인에서 기존 D7 최적화 캠페인 대비 미국 Android D28 ARPU가 14%, 리텐션이 63% 높았다. Playrix의 Township 역시 미국 iOS D28 ROAS가 14% 개선됐으며, D28 ARPU는 2.4배, 리텐션은 약 38% 높았다. AI 광고의 최적화 범위가 단기 결제 가능성에서 장기간 이용하며 매출을 창출할 이용자의 선별로 확대되고 있음을 시사한다.

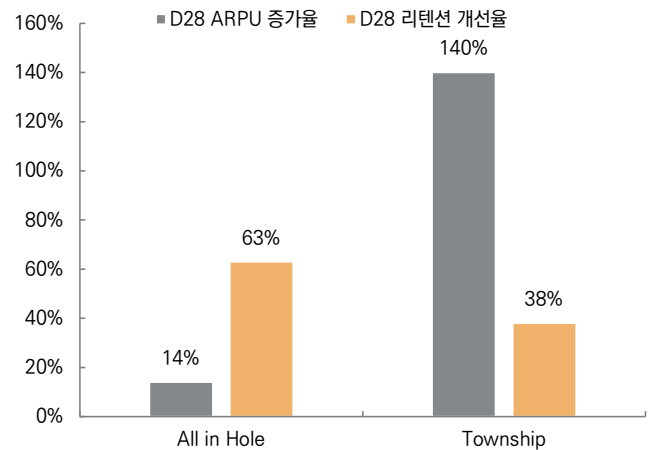
광고 효율 개선은 수익성을 유지하면서 이용자 확보 규모를 확대하는 데에도 활용된다. Unico Studio의 Brain Test는 CPI(설치당 비용)를 유지하면서 iOS 설치 수가 5~6배, Android 설치 수가 2배 증가했다. 광고 단가가 낮아지지 않더라도 목표 수익률을 충족하는 이용자를 추가 발굴하면 광고 집행을 확대할 수 있는 것이다. 다만 공개 사례별 비교 조건이 상이한 만큼 이를 업종 전체의 개선율로 적용하기는 어렵다. 게임사별 수혜는 광고 의존도와 수익화 구조, 이용자 데이터의 축적 수준에 따라 차별화될 전망이다.

그림 18. AI 광고 최적화에 따른 ROAS 개선 사례



자료: Unity, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 장기 가치 최적화 캠페인의 ARPU·잔존율 개선



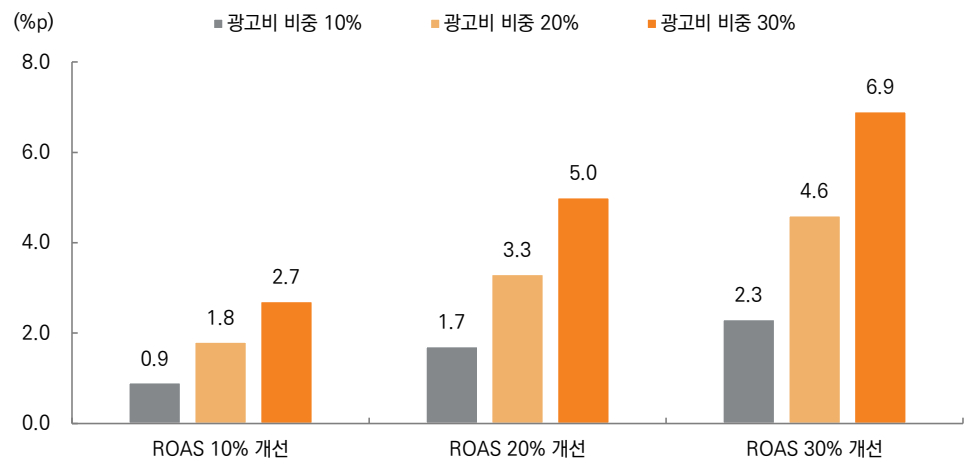
자료: Unity, 미래에셋증권 리서치센터

AI 광고 최적화는 게임사의 이익 개선으로 이어질 수 있다. 기존 매출을 유지하면서 광고비를 줄이면 비용 절감 효과가 발생하며, 광고 예산을 유지하면서 매출을 확대하면 추가 매출의 공헌이익만큼 이익이 증가한다. 따라서 AI 광고의 수혜는 총마케팅비의 감소 여부보다 광고비 대비 매출과 이익의 변화로 판단해야 한다. 특히 유저 확보를 위한 광고 비중이 높을수록 효율 개선에 따른 이익 민감도가 크게 나타날 수 있다.

광고를 통해 발생하는 매출을 유지한다고 가정하면, ROAS가 20% 개선될 때 필요한 광고비는 약 17% 감소한다. 매출 대비 적용 대상 광고비 비중이 10%, 20%, 30%인 게임사의 영업이익률을 개선 효과는 각각 1.7%p, 3.3%p, 5.0%p다. 기존 영업이익률이 10%이고 적용 대상 광고비 비중이 20%인 경우, 기타 조건이 동일하다면 영업이익은 약 33% 증가한다. 광고 효율의 개선 폭보다 이익 증가율이 크게 나타나는 구조다.

광고 예산을 유지하는 경우에도 매출과 이익 확대가 가능하다. ROAS가 개선되면 동일한 광고비로 창출하는 매출이 증가하며, 추가 매출에 기존 영업이익률을 적용하더라도 이익 증가로 연결된다. 전체 매출의 증가 폭은 광고를 통해 발생하는 매출 비중에 따라 달라진다. 이에 따라 광고 기반 이용자 확보 비중이 높은 게임사일수록 AI 광고 최적화에 따른 성장 효과가 크게 나타날 수 있다.

그림 20. ROAS 개선에 따른 영업이익률 상승 효과 (%p)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## AI가 개선하는 캐주얼 게임의 사업 구조

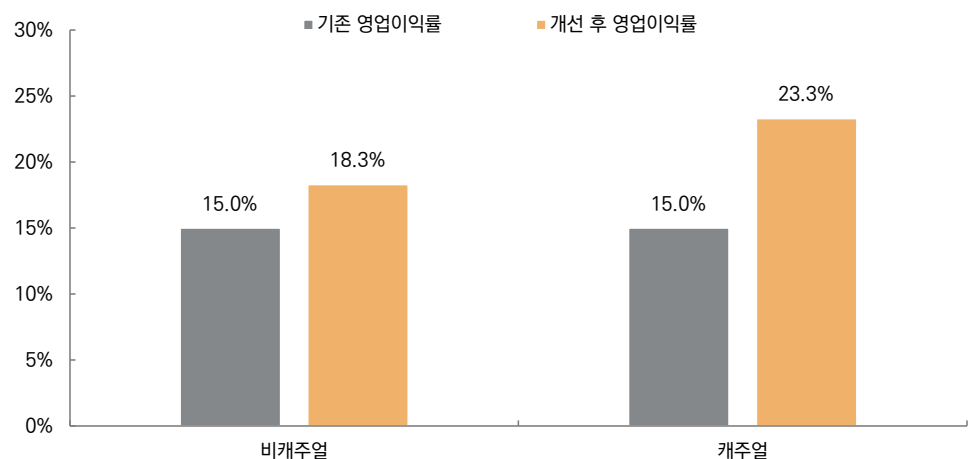
### ROAS 상승에 따른 레버리지 차이

캐주얼 게임은 AI 도입에 따른 사업 구조 개선 효과가 빠르게 나타날 수 있는 장르다. MMORPG 등 코어 장르와 달리 개발 기간이 짧고, 다수의 게임을 출시한 뒤 이용자 반응에 따라 흥행작을 선별하는 구조다. 특히 하이퍼캐주얼에서 하이브리드캐주얼로 시장의 중심이 이동하면서 광고뿐 아니라 인앱결제(IAP)를 통한 수익화도 중요해지고 있다. AI를 활용한 개발 기간 단축과 제작비 절감은 동일한 예산으로 출시할 수 있는 게임 수를 늘리고 실패 비용을 낮춘다. 개별 게임의 흥행 확률이 높아지지 않더라도 출시 횟수 증가만으로 포트폴리오 전체의 기대수익이 개선될 수 있다.

광고 효율 개선에 따른 수익성 상승 효과도 크다. 캐주얼 게임은 이용자 획득을 위한 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 공격적인 이용자 확보에 나서는 게임은 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 영업이익이 크게 증가할 수 있다. 생성형 AI를 활용한 광고 소재 제작과 타게팅 최적화는 이용자 획득 비용(CAC)을 낮추고, 결제 가능성과 장기 리텐션이 높은 이용자를 선별해 생애가치(LTV)를 높인다. 특히 이용자 데이터와 광고 집행 규모가 큰 퍼블리셔일수록 효과가 클 전망이다.

결과적으로 AI는 캐주얼 게임의 사업 구조를 소수 흥행작에 의존하는 모델에서 다수의 게임을 저비용으로 출시하고 데이터를 기반으로 성장시키는 모델로 변화시킬 전망이다. 개발비 절감은 신작 출시 비용을 낮추고, 광고 효율 개선은 흥행작의 매출 확대와 수익성 개선으로 연결된다. 특히 광고와 인앱결제를 병행하는 하이브리드캐주얼은 리텐션 개선에 따른 LTV 상승 효과도 기대할 수 있다. 이에 따라 게임 개발 역량뿐 아니라 흥행작을 빠르게 발굴하고 이용자를 장기간 유지하며 수익화하는 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

**그림 21. ROAS 개선에 따른 영업이익률 상승 효과 비교. 캐주얼 vs. 비캐주얼**



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

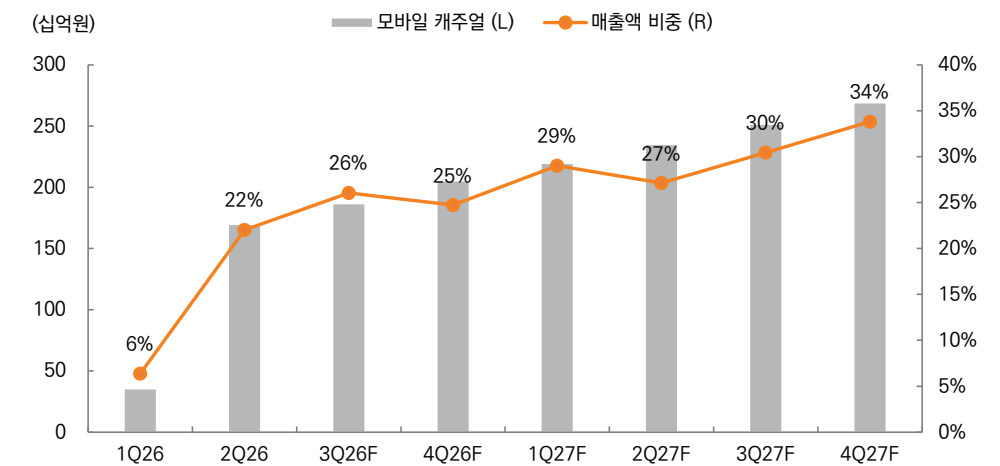
### AI 시대, 캐주얼 사업 경쟁력 확보에 나선 게임사들

NC는 개발 스튜디오와 유통 플랫폼을 함께 확보하며 캐주얼 사업을 확대하고 있다. 리후 후, 스프링컴즈 등 개발사 인수에 이어, 2026년 4월에는 약 2억달러를 투자해 모바일 게임 플랫폼 저스트플레이 지분 70%를 확보했다. 저스트플레이는 40여 종의 캐주얼 게임을 서비스하며 매출의 약 70%가 북미에서 발생한다. 개발사의 신작 공급 능력에 이용자 확보와 광고 수익화 역량을 결합하며, 개별 타이틀의 흥행을 넘어 포트폴리오 전반의 성장 기반을 구축한 것으로 판단한다.

NC의 데이터 기반 사업 체계는 AI 효율 개선을 다수의 게임으로 확산할 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 동사는 연간 수십 종의 콘셉트 테스트와 프로토타입 제작, A/B 테스트를 거쳐 핵심 지표에 따라 투자 확대와 종료를 결정할 계획이다. 중앙 데이터 플랫폼은 각 스튜디오에 이용자 확보, ROAS 분석, 라이브 운영 및 AI 기능 등을 지원한다. 제작·테스트 비용 감소와 광고 효율 개선이 결합되면 동일한 예산으로 검증 가능한 신작 수와 흥행작의 확장 속도가 높아질 전망이다. 인수에 따른 외형 성장 이후에는 공통 플랫폼을 통한 운영 효율 개선이 추가적인 이익 성장의 핵심이 될 것으로 판단한다.

카카오게임즈도 미투온 인수를 통해 캐주얼·소셜카지노 사업을 확대할 계획이다. 동사는 2026년 9월 미투온 지분 39.56%를 약 980억원에 인수하기로 결정했다. 미투온의 해외 매출 비중은 80% 이상이다. NC가 개발·유통·데이터 기반을 결합하고 있다면, 카카오게임즈는 검증된 게임과 해외 이용자 기반을 확보하는 단계다. 소셜카지노 역시 결제 가능성과 장기 이용자 가치에 기반한 광고 최적화가 중요하다. 인수 이후 데이터·마케팅 역량의 결합은 기존 이익 기반에 추가적인 성장 동력을 제공할 수 있을 것으로 판단한다.

**그림 22. NC, 모바일 캐주얼 매출액, 비중 추이**



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 마케팅 역량 중요성 확대와 퍼블리셔 가치 상승

AI 도입으로 게임 제작 장벽이 낮아지면서 퍼블리셔의 중요성이 높아질 전망이다. 생성형 AI를 활용한 개발비 절감과 제작 기간 단축은 소규모 개발사와 개인 개발자의 시장 진입을 촉진하고 있다. 그러나 게임 공급 확대가 개별 게임의 흥행 가능성까지 높이는 것은 아니다. 오히려 이용자가 선택할 수 있는 게임이 많아지면서 신작이 주목받기는 더욱 어려워질 수 있다. 과거에는 게임을 개발하는 역량 자체가 중요한 경쟁력이었다면, 앞으로는 완성된 게임을 이용자에게 노출하고 흥행으로 연결하는 유통·마케팅 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

특히 AI 도입은 게임 개발과 유통 사이의 경쟁 구도를 변화시킬 가능성이 높다. 게임 제작비가 하락하면 개발사가 부담하는 초기 투자 위험은 낮아지지만, 게임 공급이 빠르게 증가하면서 이용자 확보 경쟁은 심화될 수 있다. 이러한 환경에서는 글로벌 유통망과 광고 집행 역량, 이용자 데이터를 보유한 퍼블리셔의 협상력이 높아질 전망이다. 퍼블리셔는 다수의 게임을 대상으로 흥행 가능성을 검증하고, 성과가 확인된 게임에 마케팅 자원을 집중할 수 있다. 또한 AI 기반 광고 최적화와 크로스 프로모션을 통해 개별 개발사보다 효율적으로 이용자를 확보할 수 있다는 강점도 있다.

결과적으로 게임산업의 가치사슬에서 개발 역량뿐 아니라 유통·마케팅 역량이 차지하는 비중이 확대될 전망이다. 특히 자체 이용자 기반과 다수의 게임 포트폴리오를 확보한 퍼블리셔는 신작 출시 비용 감소와 마케팅 효율 개선의 수혜를 동시에 누릴 수 있다. AI를 활용해 개발된 게임이 증가할수록 경쟁력 있는 게임을 발굴하고 흥행을 확대할 수 있는 퍼블리셔의 역할은 더욱 중요해질 것이다. 이는 기존 대형 게임사뿐 아니라 캐주얼 게임 중심의 퍼블리싱 플랫폼을 구축하는 기업에도 새로운 성장 기회가 될 전망이다.

## V. AI 전환기, 체질 개선의 속도가 가장 중요

### 업종 내 실적 차별화에서 보이는 우월전략

#### AI 도입에 따른 탑라인 개선 효과는 아직 미미

2023년 생성형 AI가 화두로 떠오르면서 시장에서는 AI가 레거시 게임사에 가져올 긍정적인 변화를 기대하기 시작했다. 당시 기대했던 주요 변화는 다음과 같다.

- 1) 생성형 AI 활용을 통한 게임 개발 생산성 향상 → 신작 공급 급증 (Q ↑)
- 2) 게임 내 AI 적용에 따른 재미 향상 → 유저 수 확대(Q ↑)와 인당 결재액의 상승 (P ↑)
- 3) 생산성 향상에 따른 게임 개발비 감소 → 불필요 인력 감원을 통한 인건비 감소 (C ↓)
- 4) AI를 통한 마케팅 효율성 상승. ROAS 상승 → 마케팅비 감소 (C ↓)

이러한 AI 도입 효과가 가시화되면서 게임사들의 실적 개선이 본격화될 것이라는 기대감이 업종 전반에 형성되었다. 그러나 실제 AI 도입을 통해 유의미한 실적 개선을 경험한 게임사는 글로벌 시장에서도 찾아보기 어렵다.

가장 큰 이유는 바텀라인 개선을 이끌 수 있는 3), 4) 항목의 효과는 일부 나타나고 있지만, 탑라인 개선을 이끌 수 있는 1), 2) 항목의 효과는 아직 제한적이기 때문이다. 게임 제작 전반에 AI 활용을 확대하는 것은 쉽지 않다. 특히 기존 게임사들은 생성형 AI 콘텐츠에 대한 유저들의 거부감과 기존 IP의 가치 훼손 가능성을 우려해 AI 도입에 보수적인 태도를 유지하고 있으며, 이러한 기조가 단기간 내 변화하기는 어려울 것으로 판단한다. 이에 따라 AI 활용은 개발 보조 업무에 집중되어 있으며, 개발 생산성 향상이 신작 공급 확대로 이어지거나 게임 내 AI 적용이 새로운 수요를 창출하는 사례는 아직 드물다.

표 3. 글로벌 주요 게임사의 생성형 AI 도입 관련 입장

| 기업         | 시기      | 주요 발언 및 대응                                                               |
|------------|---------|--------------------------------------------------------------------------|
| 테이크투       | 2026.02 | GTA6 제작에 생성형 AI를 사용하지 않았다고 밝힘. 업무 효율화에는 적극 활용하나 콘텐츠 제작에서는 인간의 창의성 강조     |
| 캡콤         | 2026.02 | 생성형 AI로 제작한 에셋을 게임 콘텐츠에 사용하지 않겠다고 발표. 개발 생산성 향상을 위한 AI 활용은 적극 추진         |
| 레메디        | 2026.02 | 신작 Control Resonant에 생성형 AI 콘텐츠를 사용하지 않았다고 발표. AI 활용 시 윤리적 적합성과 유저 가치 고려 |
| 워호스 스튜디오   | 2026.05 | AI를 초기 개발 보조 도구로 활용하지만 최종 게임 콘텐츠에는 사용하지 않는다는 방침                          |
| CD 프로젝트    | 2026.09 | AI 활용을 실험하고 있지만, 위쳐4 등 주요 게임 제작에서는 인간 개발자의 창의성과 역할을 강조                   |
| 프론티어 디벨롭먼트 | 2025.06 | 쥬라기 월드 에볼루션 3의 AI 생성 이미지에 대한 유저 반발 이후 해당 콘텐츠 사용 계획 철회                    |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

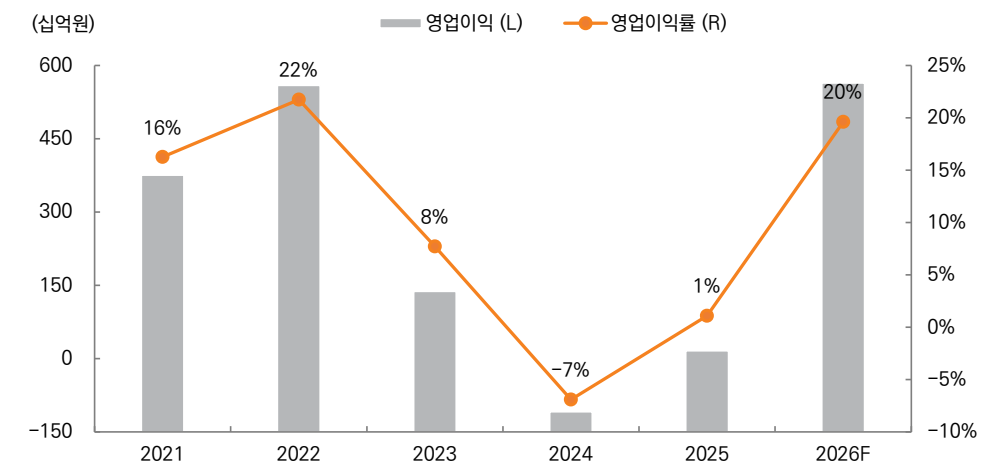
### AI 시기에 대응하는 적극적인 구조조정

게임 내 AI 활용은 유저들의 거부감이 완화되기 전까지 기존 게임사들이 추진하기 어려울 전망이다. 반면 AI를 통한 개발 생산성 향상에 따른 비용 절감 효과는 빠르게 나타날 수 있다. 마케팅 효율 개선에 따른 퍼블리싱 조직 효율화도 추진 가능한 영역이다. 특히 이러한 비용 구조 개선은 신작 흥행 여부와 관계없이 수익성 개선으로 직결될 수 있다는 점에서 중요하다.

AI 시대에는 선제적이고 적극적인 인력 효율화를 추진하는 게임사가 경쟁사 대비 높은 영업 레버리지를 확보할 것이다. 장기적으로 레거시 게임사의 가장 큰 경쟁자는 기존 대형 게임사가 아닌, AI 기반의 효율적인 개발 구조를 갖춘 신생 게임사가 될 가능성이 높다. AI 중심으로 게임 제작 방식이 변화하면서 기존의 대규모 개발 조직은 오히려 경쟁력 약화 요인으로 작용할 수 있다. 결국 핵심 인력 중심의 조직 재편과 비용 구조 효율화 여부가 게임사 간 실적을 크게 차별화할 전망이다.

다만 레거시 게임사들이 이러한 변화를 추진하기는 쉽지 않다. 대규모 인력 감축과 조직 개편에는 내부 저항이 따르기 때문이다. 오히려 최근 2~3년간 실적이 급격히 악화되며 적자로 전환한 게임사들이 유리하다고 판단한다. 수익성 악화가 과감한 구조조정의 명분이 될 수 있기 때문이다. 대표적으로 NC는 2024년 적자 전환을 계기로 대규모 인력 감축과 조직 개편을 단행했으며, 2026년 영업이익률은 20% 수준까지 회복될 전망이다. AI 도입에 따른 생산성 개선까지 고려하면 추가적인 수익성 개선도 기대할 수 있다.

그림 23. NC 영업이익, 영업이익률 추이



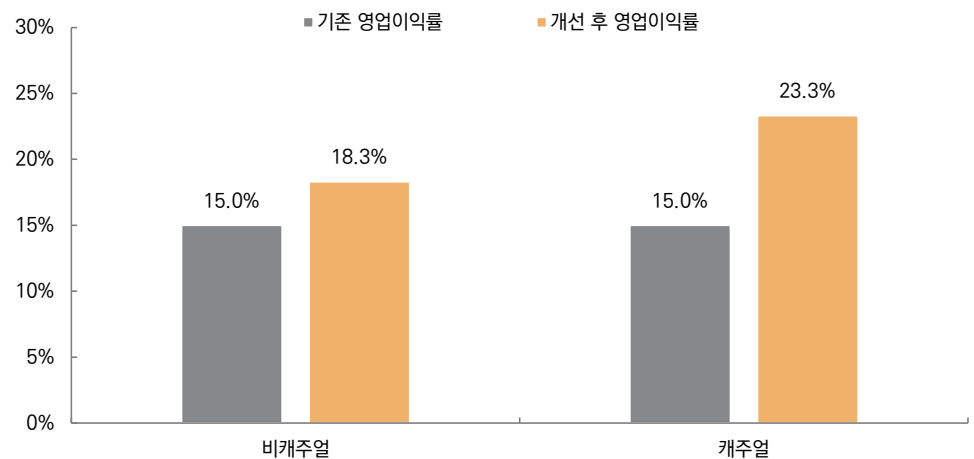
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 캐주얼 장르에 대한 공격적 확장

AI 시대에는 캐주얼 게임으로의 적극적인 사업 확장이 유효한 전략이 될 것으로 판단한다. AI 기반 광고 기술의 발전은 유저 획득 비용(CAC)을 낮추고 광고 수익률(ROAS)을 높인다. 특히 캐주얼 게임은 마케팅비 비중이 높고 지속적인 유저 유입이 중요한 만큼 광고 효율 개선에 따른 수익성 상승 효과가 상대적으로 크다. 또한 개발 기간이 짧고 제작비 부담이 낮아 AI를 통한 개발 생산성 향상 효과도 빠르게 반영될 수 있다.

따라서 비캐주얼 장르 중심의 게임사들도 캐주얼 게임 비중을 확대할 필요가 있다. 자체 개발뿐 아니라 캐주얼 게임사 인수를 통한 시장 진입도 효과적인 전략이다. 기존 게임사의 자본력과 퍼블리싱 역량에 인수 기업의 개발 역량을 결합하고, AI 기반 광고 최적화 기술과 유저 데이터를 공동 활용하면서 시너지 창출이 가능하기 때문이다. 결국 캐주얼 장르 확장은 단순한 포트폴리오 다변화를 넘어 AI 도입에 따른 수익성 개선을 극대화하는 전략이 될 것으로 판단한다.

그림 24. ROAS 개선에 따른 영업이익률 상승 효과 비교. 캐주얼 vs. 비캐주얼



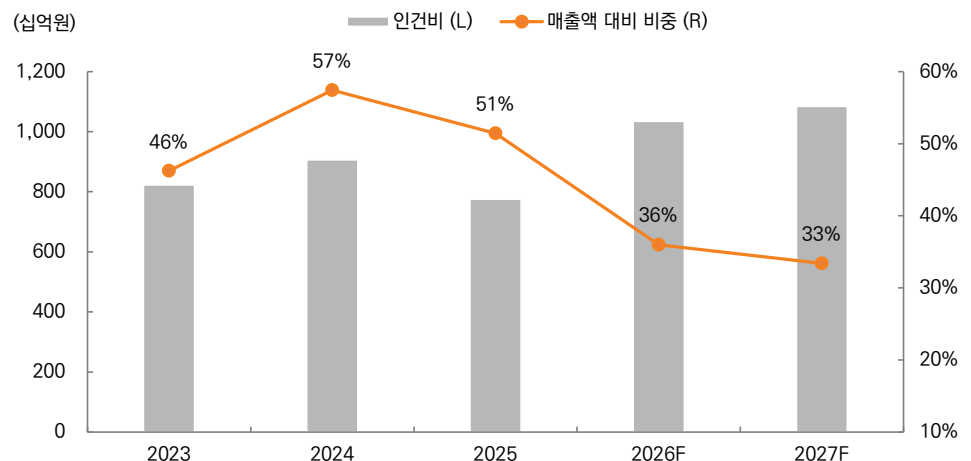
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## NC: 가장 먼저, 가장 크게 변화한 기업

NC의 26년 영업이익은 약 5천억원으로, 24년 약 천억원 적자와 25년 손익분기점 수준에서 가파른 턴어라운드가 예상된다. 최근 3년간 글로벌 주요 게임사에서도 유례를 찾기 어려운 개선이다. 특히 단순한 신작 흥행이 아닌, AI 시대를 대비한 선제적이고 적극적인 체질 개선에 기반한다는 점이 고무적이다. NC는 인력 효율화와 개발 조직 재편으로 고정비를 낮췄으며, 매출액 대비 인건비 비중도 2024년 57%에서 2026년 36%까지 하락할 전망이다. 이러한 인건비 부담의 감소는 신작 레버리지 효과의 극대화로 이어지고 있다.

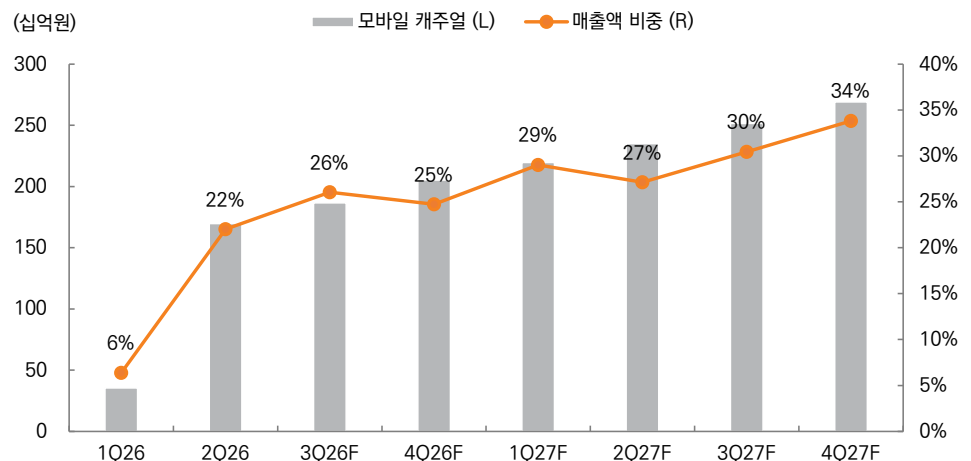
글로벌 캐주얼 게임사에 대한 공격적인 인수 역시 AI 시대의 우월전략에 부합한다. NC는 인수를 통해 장르 다변화와 신규 이익원 확보를 추진하고 있으며, 27년 캐주얼 게임 매출 비중은 30%까지 상승할 전망이다. 특히 저스트플레이의 데이터 기반 마케팅 역량은 NC의 퍼블리싱 사업과 시너지를 창출할 수 있다. 향후 AI 기반 광고 최적화 기술을 MMORPG 등 기존 장르에도 적용한다면, ROAS 상승에 따른 추가적인 수익성 개선이 기대된다.

그림 25. NC 연간 인건비, 매출액 대비 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. NC, 모바일 캐주얼 게임 매출액, 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

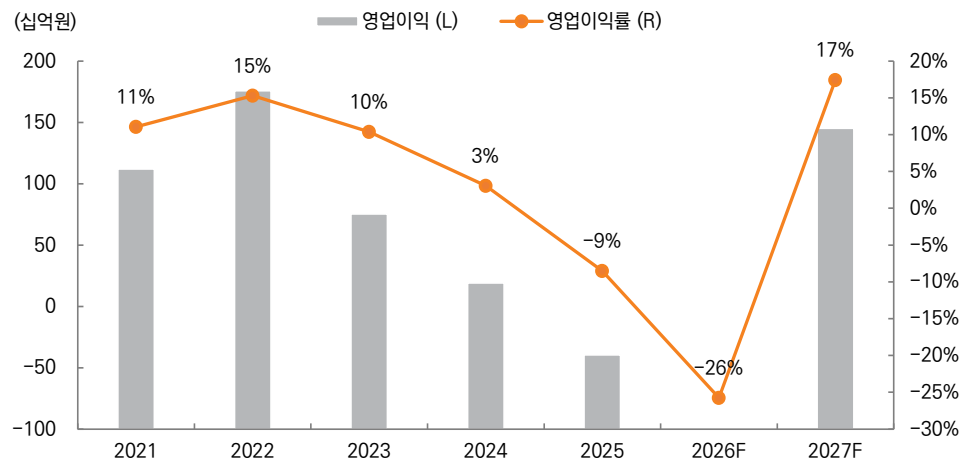
## 카카오게임즈: 차기 턴어라운드 후보

적극적인 체질 개선을 추진 중인 카카오게임즈가 차기 턴어라운드 게임사가 될 것으로 전망한다. 2026년 연간 영업손실 천억원에서 2027년 영업이익 1,450억원으로 흑자 전환이 예상된다. 신작 공급 확대가 실적 개선의 주요 동력이다. 10월 8일 '도깨비의 세계'를 성공적으로 출시했으며, 연내 '아키에이지 크로니클' 출시를 계획하고 있다. 2027년에는 기대작 '오딘Q'(1분기)를 포함한 신작 4종을 선보일 예정이다. 특히 경영진이 신작 출시 일정에 대한 높은 자신감을 보이고 있다는 점이 긍정적이다.

비용 구조 개선도 본격화되고 있다. 카카오게임즈는 비핵심 사업 정리와 조직 효율화를 통해 게임 중심으로 사업 구조를 재편하고 있으며, 인력 및 고정비 부담을 점진적으로 낮추고 있다. 특히 기존 개발 조직의 효율성을 높이고 핵심 프로젝트에 자원을 집중하는 전략은 AI 시대에 적합한 변화로 판단한다. 향후 AI 기반 개발 도구 도입이 확대되면 추가적인 생산성 향상과 비용 절감이 가능할 전망이다. 신작 매출 증가와 고정비 축소가 맞물리면서 2027년부터 영업 레버리지 효과가 본격화될 것으로 기대한다.

캐주얼 게임으로의 장르 다변화 역시 긍정적이다. 카카오게임즈는 미투온 인수를 통해 기존 MMORPG 중심의 포트폴리오를 다변화하고 신규 이익원을 확보할 계획이다. 또한 AI 기반 백엔드 개발 자동화 기업인 백엔드엑스에 전략적 투자를 단행하며 AI 역량도 강화하고 있다. 이를 통해 소규모 개발사의 제작 부담을 낮추고 유망 개발사를 조기에 발굴해 인수 및 퍼블리싱으로 연결하는 시너지가 기대된다. 결국 캐주얼 장르 확대와 AI 기술 투자가 맞물리면서 중장기 성장 기반이 강화될 것으로 판단한다.

그림 27. 카카오게임즈 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

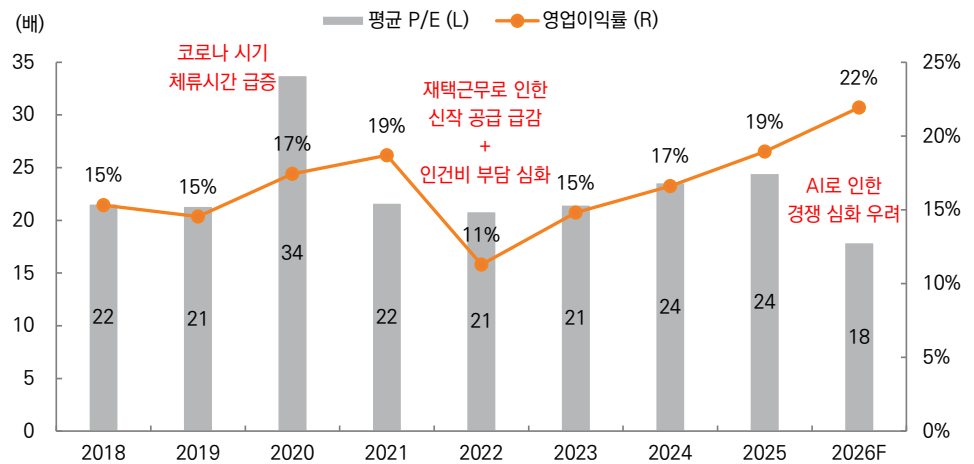
## VI. 밸류에이션 및 투자전략

### 밸류에이션: 제한적인 리레이팅 전망

글로벌 게임사들의 밸류에이션은 2020~2021년 1) 코로나에 따른 실내 체류시간 급증과 게임 수요 확대에 따른 실적 개선, 2) 메타버스 플랫폼으로의 성장 기대감이 반영되며 리레이팅이 진행되었으나, 2022~2023년 신작 공급 감소와 인건비 부담 심화로 수익성이 급격히 악화되며 디레이팅이 진행되었다. 이후 2024~2025년 신작 공급 정상화와 구조조정에 따른 인건비 부담 완화로 수익성이 개선되며 리레이팅이 재개되었다.

2026년에는 AI 활용에 따른 게임 개발 진입장벽 하락과 신규 개발사 증가에 따른 경쟁 심화 우려로 디레이팅이 진행되었다. 기존 게임사들의 전면적인 AI 개발 체계 전환과 실질적인 성과가 확인되기 전까지 이러한 우려를 완전히 해소하기는 어려울 전망이다. 다만 1) AI 도입 확대에 따른 인건비 부담 완화와 가시화되기 시작한 수익성 개선, 2) 2027년부터 본격화될 앱 수수료 인하에 따른 이익 증가 효과 등을 고려하면 점진적이고 제한적인 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

그림 28. 글로벌 주요 게임사 P/E, 영업이익률 추이



주: 글로벌 주요 9개 게임사 코나미, 넥슨, 반다이남코, 캡콤, 사이버에이전트, 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터테인먼트로 계산  
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

|           | 시가총액    | PER  |      | PSR  |      | PBR |     | OPM   |      |
|-----------|---------|------|------|------|------|-----|-----|-------|------|
|           |         | 26F  | 27F  | 26F  | 27F  | 26F | 27F | 26F   | 27F  |
| 크래프톤 (KR) | 9,032   | 10.8 | 8.3  | 1.9  | 1.8  | 1.2 | 1.0 | 29.5  | 29.0 |
| 엔씨소프트     | 4,750   | 10.1 | 10.0 | 1.7  | 1.5  | 1.2 | 1.1 | 18.4  | 17.5 |
| 시프트업      | 1,809   | 12.5 | 14.0 | 8.4  | 8.5  | 1.7 | 1.8 | 50.7  | 48.5 |
| 넷마블       | 2,890   | 6.1  | 9.7  | 1.0  | 1.0  | 0.5 | 0.5 | 11.0  | 11.9 |
| 펄어비스      | 2,137   | 7.2  | 20.6 | 2.8  | 5.1  | 1.9 | 1.8 | 47.6  | 28.3 |
| 카카오게임즈    | 1,087   | -    | 22.5 | 2.9  | 1.6  | 0.9 | 0.9 | -20.6 | 8.3  |
| 더블유게임즈    | 1,186   | 5.9  | 5.4  | 1.4  | 1.3  | 0.8 | 0.7 | 33.4  | 34.0 |
| 네오위즈      | 399     | 8.5  | 9.3  | 1.0  | 0.9  | 0.7 | 0.6 | 8.5   | 10.4 |
| 테이크투 (US) | 50,948  | 29.2 | 20.2 | 4.5  | 4.2  | 9.6 | 6.9 | 19.0  | 25.0 |
| 닌텐도 (JP)  | 93,895  | 23.5 | 22.9 | 4.8  | 4.4  | 3.2 | 3.1 | 19.6  | 18.9 |
| 코나미       | 30,418  | 26.3 | 23.9 | 6.4  | 5.9  | 5.2 | 4.6 | 31.7  | 32.6 |
| 넥슨        | 18,476  | 19.8 | 19.8 | 4.3  | 4.2  | 2.5 | 2.3 | 25.6  | 25.8 |
| 반다이남코     | 34,592  | 25.9 | 23.8 | 2.9  | 2.7  | 4.2 | 3.8 | 15.2  | 15.6 |
| 캡콤        | 20,546  | 29.9 | 26.2 | 11.1 | 10.0 | 6.1 | 5.3 | 40.5  | 42.1 |
| 스퀘어에닉스    | 9,351   | 27.4 | 25.5 | 3.5  | 3.3  | 2.9 | 2.7 | 18.4  | 18.3 |
| 코에이테크모홀딩스 | 4,919   | 16.0 | 15.7 | 6.5  | 6.2  | 2.0 | 1.9 | 38.8  | 39.7 |
| 사이버에이전트   | 5,677   | 15.7 | 14.6 | 0.7  | 0.7  | 3.2 | 2.6 | 8.7   | 8.6  |
| 디엔에이      | 2,199   | 6.2  | 15.1 | 1.8  | 1.8  | 1.0 | 1.0 | 12.3  | 12.5 |
| 강호        | 1,104   | 32.4 | 29.9 | 1.4  | 1.4  | 1.1 | 1.1 | 8.6   | 9.4  |
| 텐센트 (CH)  | 631,145 | 11.9 | 11.3 | 3.8  | 3.5  | 2.4 | 2.1 | 32.0  | 30.7 |
| 넷이즈       | 106,046 | 13.3 | 11.6 | 4.4  | 4.1  | 2.8 | 2.6 | 38.4  | 38.7 |
| 세기화통      | 17,830  | 10.0 | 8.3  | 1.9  | 1.7  | 2.3 | 1.9 | 23.5  | 25.8 |
| 자이언트네트워크  | 8,013   | 9.3  | 8.2  | 4.4  | 3.9  | 2.2 | 1.9 | 53.8  | 53.7 |
| 킹넷네트워크    | 6,510   | 12.1 | 10.7 | 3.9  | 3.5  | 2.8 | 2.3 | 34.0  | 35.9 |
| 37인터랙티브   | 7,423   | 12.5 | 11.3 | 2.3  | 2.1  | 2.5 | 2.3 | 21.1  | 21.2 |
| 킹소프트      | 6,002   | 15.2 | 19.5 | 2.9  | 2.6  | 1.0 | 0.9 | 18.4  | 20.3 |
| XD        | 3,342   | 10.8 | 9.1  | 2.6  | 2.3  | 3.2 | 2.4 | 27.8  | 29.1 |
| 완미세계      | 3,902   | 14.0 | 10.0 | 2.4  | 2.2  | 2.5 | 2.2 | 20.7  | 26.7 |
| 지비터네트워크   | 4,854   | 12.3 | 11.4 | 3.6  | 3.4  | 3.9 | 3.5 | 41.0  | 41.2 |

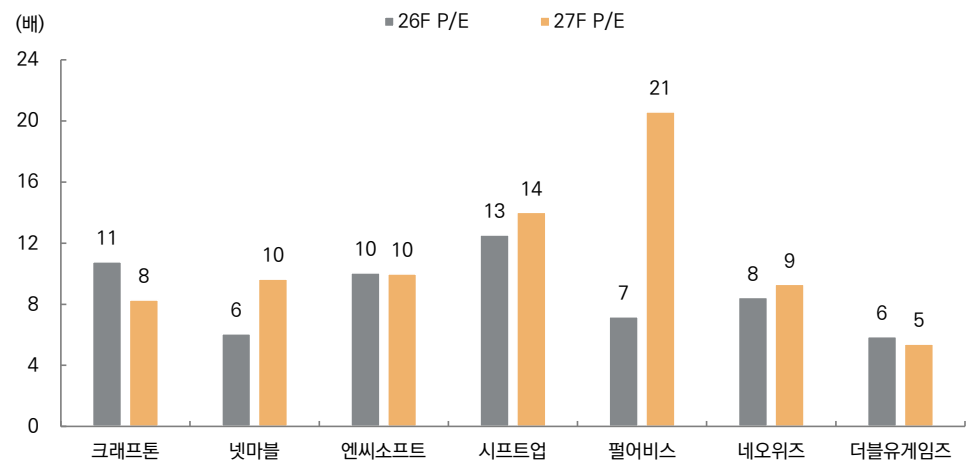
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### 투자전략: 체질 개선 속도에 따른 우선 순위 설정

국내 게임사 전반의 27F P/E는 10배 내외로 밸류에이션 부담은 그 어느 때보다 낮은 상황이다. 일본 게임사들은 최근 리레이팅 흐름이 두드러지게 나타나는데, 이는 술한 게임이 넘쳐나는 AI 시대에 기보유하고 있는 다수의 메가 IP에 대한 가치를 인정받고 있는 데 기인한다. 단일 IP 의존도가 높은 국내 게임 업종의 급격한 리레이팅을 기대하기 어려운 구간으로 판단하며, AI 시대에 차별화된 경쟁력을 확보한 기업을 중심으로 접근할 것을 추천한다.

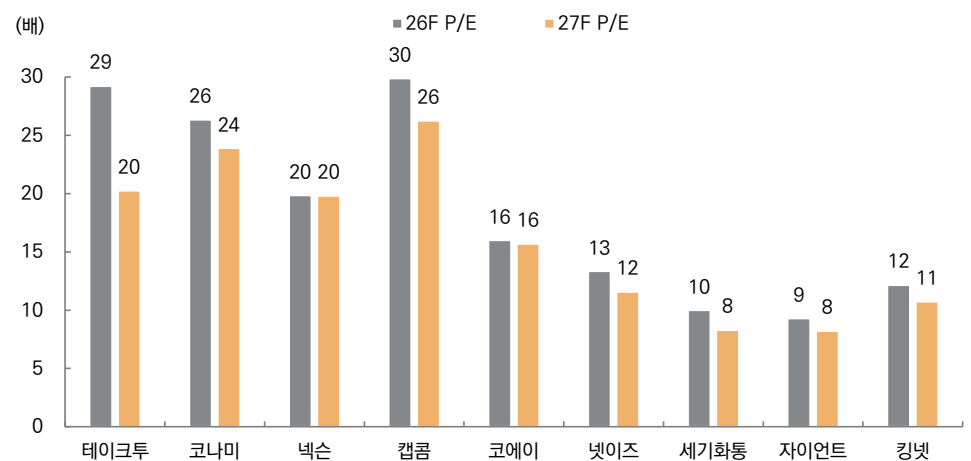
게임 업종 Top Pick으로 27년 강력한 턴어라운드를 기대할 수 있는 카카오게임즈를 추천한다. 투자포인트는 1) 27년 오딘Q 출시가 가져올 신작 및 실적 모멘텀, 2) AI 시대를 맞는 체질 개선 작업과 그로 인한 이익 레버리지 효과, 3) 미투온 등 캐주얼 게임사 인수가 가져올 시너지 효과다. 차선후주로는 이미 성공적인 구조조정과 사업 포트폴리오 재편을 통해 AI 도입 효과를 극대화할 수 있는 NC를 추천한다.

그림 29. 국내 주요 게임사 26F, 27F P/E 컨센서스



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 글로벌 주요 게임사 26F, 27F P/E



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 국내 주요 게임사 기대작 타임라인 (추정)

|        | 1H26                                                | 2H26                                 | 2027                                               | 시기미정                                                                                                    |
|--------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 크래프톤   | 5/15 서브노타카2                                         | 팻월드 모바일                              | 타래<br>NO LAW<br>프로젝트 제타<br>에이지트위스터<br>PUBG: 데드넷    | 눈물을 마시는 새                                                                                               |
| 시프트업   | -                                                   | 11월 스텔라블레이드 스위치                      | -                                                  | 스텔라 블레이드2<br>스피릿(서브컬처)                                                                                  |
| NC     | 2/11 리니지 클래식                                        | 9/30 아이온2 글로벌<br>브레이커스, 타임테이커즈, 신더시티 | 1H 호라이즌 스틸 프론티어스<br>아스트라에 오라티오(서브컬처)               | -                                                                                                       |
| 넷마블    | 3/17 7대죄 오리진<br>4/15 문갈: STAR DIVE<br>6/18 SOL: 인챈트 | 나훈렘 카르마<br>하반기 상그릴라 프론티어<br>프로젝트 이지스 | 이블베인<br>펄인블루(서브컬처)                                 | -                                                                                                       |
| 카카오게임즈 | -                                                   | 10/8 도깨비의 세계<br>아키에이지 크로니클(MMO)      | 1Q 오딘 Q(MMO)<br>2Q 크로노 오디세이(MMO)<br>2Q 아키에이지S(MMO) | 프로젝트 C(수집형 RPG)<br>프로젝트 S(루트슈터)                                                                         |
| 펄어비스   | 3/20 붉은사막                                           | 10/30 붉은사막 DLC                       | -                                                  | 도깨비(28년 이후)<br>플랜8                                                                                      |
| 넥슨게임즈  | -                                                   | -                                    | 던파키우기<br>파레이돌리아(서브컬처)                              | 던파아라드(오픈월드RPG)<br>우치 더 웨이퍼러(액션어드벤처)                                                                     |
| 네오위즈   | -                                                   | -                                    | -                                                  | 프로젝트 CF(라이프 시뮬레이션)<br>프로젝트 Rubicon(스토리 중심 RPG)<br>P의거짓 차기작(소울라이크)<br>프로젝트 FN(서브컬처)<br>프로젝트 Windi(소울라이크) |

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

# Global Company Analysis

| 투자 의견(유지)      | 매수         |
|----------------|------------|
| 목표주가(하향)       | ▼ 280,000원 |
| 현재주가(26/10/20) | 196,700원   |
| 상승여력           | 42.3%      |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(26F, 십억원)           | 1,331    |
| Consensus 영업이익(26F, 십억원) | 1,385    |
| EPS 성장률(26F, %)          | 3.6      |
| MKT EPS 성장률(26F, %)      | 277.0    |
| P/E(26F, x)              | 12.3     |
| MKT P/E(26F, x)          | 5.4      |
| KOSPI                    | 5,552.74 |
| 시가총액(십억원)                | 9,032    |
| 발행주식수(백만주)               | 45       |
| 유동주식비율(%)                | 56.5     |
| 외국인 보유비중(%)              | 43.6     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.11     |
| 52주 최저가(원)               | 186,900  |
| 52주 최고가(원)               | 293,500  |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | -4.0 | -24.8 | -31.7 |
| 상대주가 | 19.1 | -15.8 | -53.1 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

259960 · 게임

## 크래프톤

## 잠시 쉬어가는 구간

## AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

실제로 크래프톤은 자동화 솔루션 및 AI 기반 개발 시스템을 도입하여 인프라 관리 및 연동 생산성을 50% 이상 향상시키는 등 가시적인 효율성 개선을 이뤄내고 있다. 개발 부문에서도 AI 활용을 통한 외주 용역비 축소, 에셋 제작과 QA 등에서 비용 효율화가 진행되고 있다.

## 크래프톤이 가진 AI 경쟁력

크래프톤은 게임 콘텐츠에도 AI를 선제적으로 도입하고 있다. 인조이에는 AI NPC를 도입했으며, PUBG에는 이용자와 실시간 음성으로 소통하고 협력 플레이를 수행하는 AI 동료 PUBG Ally를 적용했다. AI 기반 상호작용 확대는 게임의 몰입도와 이용 시간을 높이고, 신규 이용자 유입과 수익화 기회 확대에 이어질 전망이다.

피지컬 AI 분야로의 사업 확장도 주목된다. 크래프톤은 게임 개발 과정에서 축적한 AI 및 시뮬레이션 기술을 로봇 분야로 확장하고 있다. 피지컬 AI 전문 법인 '루도 로보틱스'를 설립했으며, 서울대학교와 월드모델 공동 연구에도 착수했다. 게임 기반 가상환경을 로봇 학습에 활용하며 신규 사업 기회를 모색하고 있다.

## 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 하향

실적 기준 연도 변경(26F→27F) 및 멀티플 변경(타겟 P/E 기준 18배→15배)으로 목표주가를 360,000원에서 280,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 15배는 26년 P/E 평균으로, 주요 신작 출시 타임라인을 고려 시 단기간에 유의미한 리레이팅이 이어지기는 어려울 전망이다. 27F P/E 10.5배에서 거래 중이다.

지난 8월 게임스컴에서 PUBG IP 기반 신작 'PUBG: DED.NET'을 비롯해 'NO LAW', '프로젝트 체타', '에이지 트위스터', '타래: 언바운드' 등 5종을 공개했다. 이들 신작은 2027년까지 출시를 목표로 개발 중이며, 이외에도 '팰월드 모바일', '눈물을 마시는 새' IP 기반 신작 등을 준비하고 있다.

| 결산기 (12월)  | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 2,710  | 3,327  | 4,822  | 4,869  | 5,342  |
| 영업이익 (십억원) | 1,182  | 1,054  | 1,331  | 1,163  | 1,285  |
| 영업이익률 (%)  | 43.6   | 31.7   | 27.6   | 23.9   | 24.1   |
| 순이익 (십억원)  | 1,306  | 735    | 741    | 849    | 938    |
| EPS (원)    | 27,162 | 15,438 | 15,987 | 18,667 | 20,629 |
| ROE (%)    | 21.1   | 10.6   | 10.2   | 10.8   | 10.9   |
| P/E (배)    | 11.5   | 15.9   | 12.3   | 10.5   | 9.5    |
| P/B (배)    | 2.2    | 1.6    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 배당수익률 (%)  | 0.0    | 0.9    | 1.3    | 1.4    | 1.5    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|           | 1Q26  | 2Q26   | 3Q26F  | 4Q26F | 1Q27F | 2Q27F  | 3Q27F | 4Q27F  | 2024  | 2025   | 2026F | 2027F  |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 매출액       | 1,371 | 1,290  | 1,156  | 1,004 | 1,415 | 1,159  | 1,227 | 1,068  | 2,710 | 3,327  | 4,822 | 4,869  |
| (% YoY)   | 56.9% | 94.9%  | 32.8%  | 9.2%  | 3.1%  | -10.2% | 6.1%  | 6.4%   | 41.8% | 22.8%  | 45.0% | 1.0%   |
| PC        | 364   | 560    | 385    | 316   | 383   | 391    | 405   | 336    | 942   | 1,185  | 1,625 | 1,515  |
| (% YoY)   | 12.5% | 155.1% | 8.8%   | 9.9%  | 5.2%  | -30.2% | 5.3%  | 6.4%   | 61.3% | 25.8%  | 37.2% | -6.8%  |
| 모바일       | 703   | 451    | 499    | 335   | 723   | 492    | 543   | 366    | 1,690 | 1,741  | 1,988 | 2,124  |
| (% YoY)   | 32.0% | 5.5%   | 2.2%   | 14.7% | 2.9%  | 9.1%   | 8.8%  | 9.2%   | 35.7% | 3.0%   | 14.2% | 6.8%   |
| 콘솔        | 14    | 24     | 15     | 12    | 11    | 11     | 11    | 11     | 44    | 43     | 64    | 43     |
| ADK 등     | 291   | 255    | 258    | 341   | 298   | 265    | 268   | 356    | 34    | 358    | 1,145 | 1,187  |
| 영업비용      | 810   | 879    | 879    | 924   | 845   | 907    | 955   | 999    | 1,527 | 2,272  | 3,492 | 3,706  |
| 인건비       | 276   | 237    | 244    | 251   | 264   | 267    | 271   | 275    | 517   | 735    | 1,009 | 1,077  |
| 앱수수료/매출원가 | 115   | 166    | 122    | 104   | 122   | 125    | 129   | 112    | 349   | 421    | 507   | 488    |
| 지급수수료     | 297   | 342    | 365    | 423   | 317   | 367    | 392   | 453    | 316   | 712    | 1,428 | 1,530  |
| 광고선전비     | 42    | 45     | 55     | 50    | 47    | 50     | 62    | 56     | 101   | 144    | 192   | 215    |
| 주식보상비용    | 13    | 14     | 14     | 14    | 16    | 16     | 16    | 16     | 102   | 50     | 56    | 65     |
| 기타        | 66    | 74     | 79     | 81    | 79    | 82     | 84    | 87     | 141   | 210    | 301   | 331    |
| 영업이익      | 562   | 411    | 278    | 80    | 569   | 252    | 273   | 69     | 1,182 | 1,054  | 1,331 | 1,163  |
| (% YoY)   | 22.8% | 67.0%  | -20.3% | -     | 1.4%  | -38.6% | -1.8% | -14.3% | 54.0% | -10.8% | 26.2% | -12.6% |
| 영업이익률     | 40.9% | 31.8%  | 24.0%  | 8.0%  | 40.2% | 21.8%  | 22.2% | 6.5%   | 43.6% | 31.7%  | 27.6% | 23.9%  |
| 지배주주순이익   | 515   | -27    | 168    | 86    | 416   | 184    | 199   | 50     | 1,306 | 735    | 741   | 849    |
| 순이익률      | 37.5% | -2.3%  | 14.5%  | 8.5%  | 29.4% | 15.9%  | 16.2% | 4.7%   | 48.1% | 22.1%  | 15.3% | 17.4%  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|       | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 괴리율   |       | 변경 사유       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|
|       | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |             |
| 매출액   | 4,923 | 5,084 | 4,822 | 4,869 | -2%   | -4%   | 4,781 | 5,075 | 1%    | -4%   | PUBG 매출액 하향 |
| 영업이익  | 1,471 | 1,377 | 1,331 | 1,163 | -10%  | -16%  | 1,386 | 1,468 | -4%   | -21%  |             |
| 순이익   | 913   | 1,080 | 741   | 849   | -19%  | -21%  | 791   | 1,101 | -6%   | -23%  |             |
| 영업이익률 | 29.9% | 27.1% | 27.6% | 23.9% | -     | -     | 29.0% | 28.9% | -     | -     |             |
| 순이익률  | 18.5% | 21.2% | 15.4% | 17.4% | -     | -     | 16.5% | 21.7% | -     | -     |             |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 밸류에이션

| 구분                | 내용      | 비고         |
|-------------------|---------|------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 849     |            |
| Target P/E (배)    | 15      | 26년 P/E 평균 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 12,735  |            |
| 주식 수 (천주)         | 45,483  |            |
| 목표주가 (원)          | 280,000 |            |
| 현재주가 (원)          | 196,700 |            |
| 상승여력              | 42.3%   |            |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 3,327 | 4,822 | 4,869 | 5,342 |
| 매출원가            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익           | 3,327 | 4,822 | 4,869 | 5,342 |
| 판매비와관리비         | 2,272 | 3,492 | 3,706 | 4,057 |
| 조정영업이익          | 1,054 | 1,331 | 1,163 | 1,285 |
| 영업이익            | 1,054 | 1,331 | 1,163 | 1,285 |
| 비영업손익           | -95   | -161  | 0     | 0     |
| 금융손익            | 13    | 6     | 7     | 12    |
| 관계기업등 투자손익      | -46   | -166  | -7    | -12   |
| 세전계속사업손익        | 959   | 1,170 | 1,163 | 1,285 |
| 계속사업법인세비용       | 225   | 433   | 314   | 347   |
| 계속사업이익          | 734   | 738   | 849   | 938   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 734   | 738   | 849   | 938   |
| 지배주주            | 735   | 741   | 849   | 938   |
| 비지배주주           | -1    | -3    | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 688   | 738   | 849   | 938   |
| 지배주주            | 690   | 740   | 852   | 941   |
| 비지배주주           | -2    | -3    | -3    | -3    |
| EBITDA          | 1,200 | 1,473 | 1,298 | 1,419 |
| FCF             | 968   | 556   | 902   | 968   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 36.1  | 30.5  | 26.7  | 26.6  |
| 영업이익률 (%)       | 31.7  | 27.6  | 23.9  | 24.1  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 22.1  | 15.4  | 17.4  | 17.6  |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2025  | 2026F | 2027F  | 2028F  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산        | 4,866 | 5,084 | 5,790  | 6,533  |
| 현금 및 현금성자산  | 597   | 1,327 | 2,013  | 2,734  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,361 | 1,670 | 1,687  | 1,706  |
| 재고자산        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 기타유동자산      | 2,908 | 2,087 | 2,090  | 2,093  |
| 비유동자산       | 4,567 | 4,902 | 4,957  | 5,055  |
| 관계기업투자등     | 806   | 919   | 928    | 937    |
| 유형자산        | 579   | 576   | 554    | 552    |
| 무형자산        | 1,804 | 1,844 | 1,911  | 2,000  |
| 자산총계        | 9,434 | 9,986 | 10,748 | 11,588 |
| 유동부채        | 1,583 | 1,477 | 1,491  | 1,505  |
| 매입채무 및 기타채무 | 572   | 578   | 584    | 589    |
| 단기금융부채      | 362   | 164   | 165    | 167    |
| 기타유동부채      | 649   | 735   | 742    | 749    |
| 비유동부채       | 666   | 887   | 891    | 894    |
| 장기금융부채      | 209   | 535   | 535    | 535    |
| 기타비유동부채     | 457   | 352   | 356    | 359    |
| 부채총계        | 2,250 | 2,364 | 2,382  | 2,400  |
| 지배주주지분      | 7,041 | 7,483 | 8,227  | 9,049  |
| 자본금         | 5     | 5     | 5      | 5      |
| 자본잉여금       | 1,477 | 1,477 | 1,477  | 1,477  |
| 이익잉여금       | 5,637 | 6,279 | 7,022  | 7,845  |
| 비지배주주지분     | 143   | 139   | 139    | 139    |
| 자본총계        | 7,184 | 7,622 | 8,366  | 9,188  |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 1,045 | 661   | 982   | 1,068 |
| 당기순이익               | 734   | 738   | 849   | 938   |
| 비현금수익비용가감           | 517   | 568   | 441   | 467   |
| 유형자산감가상각비           | 110   | 108   | 102   | 102   |
| 무형자산상각비             | 36    | 34    | 33    | 32    |
| 기타                  | 371   | 426   | 306   | 333   |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | 241   | -219  | -2    | -4    |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | 153   | -308  | -16   | -17   |
| 재고자산 감소(증가)         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 81    | 5     | 5     | 5     |
| 법인세납부               | -457  | -433  | -314  | -347  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -580  | -241  | -183  | -223  |
| 유형자산처분(취득)          | -76   | -105  | -80   | -100  |
| 무형자산감소(증가)          | -21   | -74   | -100  | -120  |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -46   | -3    | -3    | -3    |
| 기타투자활동              | -437  | -59   | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -452  | -289  | -104  | -115  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | 374   | 11    | 1     | 1     |
| 자본의 증가(감소)          | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | 0     | -100  | -105  | -116  |
| 기타재무활동              | -825  | -200  | 0     | 0     |
| 현금의 증가              | 15    | 731   | 686   | 721   |
| 기초현금                | 582   | 597   | 1,327 | 2,013 |
| 기말현금                | 597   | 1,327 | 2,013 | 2,734 |

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

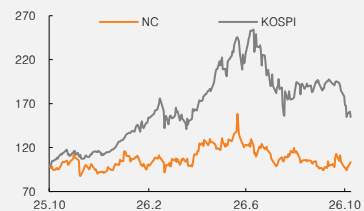
예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 15.9    | 12.3    | 10.5    | 9.5     |
| P/CF (x)        | 9.4     | 7.0     | 6.9     | 6.4     |
| P/B (x)         | 1.6     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA (x)   | 9.7     | 4.5     | 4.6     | 3.7     |
| EPS (원)         | 15,438  | 15,987  | 18,667  | 20,629  |
| CFPS (원)        | 26,279  | 28,176  | 28,359  | 30,902  |
| BPS (원)         | 156,646 | 177,361 | 193,712 | 211,792 |
| DPS (원)         | 2,240   | 2,464   | 2,710   | 2,981   |
| 배당성향 (%)        | 13.6    | 14.3    | 13.7    | 13.6    |
| 배당수익률 (%)       | 0.9     | 1.2     | 1.3     | 1.5     |
| 매출액증가율 (%)      | 22.8    | 45.0    | 1.0     | 9.7     |
| EBITDA증가율 (%)   | -6.9    | 22.7    | -11.9   | 9.3     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | -10.8   | 26.2    | -12.6   | 10.5    |
| EPS증가율 (%)      | -43.2   | 3.6     | 16.8    | 10.5    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 2.8     | 3.2     | 2.9     | 3.2     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 8.5     | 7.6     | 8.2     | 8.4     |
| ROE (%)         | 10.6    | 10.2    | 10.8    | 10.9    |
| ROIC (%)        | 36.3    | 27.3    | 26.1    | 28.2    |
| 부채비율 (%)        | 31.3    | 31.0    | 28.5    | 26.1    |
| 유동비율 (%)        | 307.4   | 344.3   | 388.4   | 434.0   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -2.6    | -33.4   | -38.6   | -43.0   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 90.5    | 77.8    | 66.8    | 73.7    |

| 투자 의견(유지)      | 매수         |
|----------------|------------|
| 목표주가(하향)       | ▼ 300,000원 |
| 현재주가(26/10/20) | 220,500원   |
| 상승여력           | 36.1%      |

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| 영업이익(26F, 십억원)           | 564      |
| Consensus 영업이익(26F, 십억원) | 545      |
| EPS 성장률(26F, %)          | 30.6     |
| MKT EPS 성장률(26F, %)      | 277.0    |
| P/E(26F, x)              | 10.5     |
| MKT P/E(26F, x)          | 5.4      |
| KOSPI                    | 5,552.74 |
| 시가총액(십억원)                | 4,750    |
| 발행주식수(백만주)               | 22       |
| 유동주식비율(%)                | 78.0     |
| 외국인 보유비중(%)              | 38.3     |
| 베타(12M) 일간수익률            | 0.47     |
| 52주 최저가(원)               | 187,000  |
| 52주 최고가(원)               | 338,000  |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 5.5  | -17.6 | 9.2   |
| 상대주가 | 31.0 | -7.7  | -25.0 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

036570 · 게임

NC

## AI 시대, 우월전략을 갖춘 게임사

## AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

NC의 26년 영업이익은 약 5천억원으로, 25년 손익분기점 수준에서 급격한 턴어라운드 진행되고 있다. NC는 인력 효율화와 개발 조직 재편으로 고정비를 낮췄으며, 매출액 대비 인건비 비중도 2024년 57%에서 2026년 36%까지 하락할 전망이다. 이러한 인건비 부담의 감소는 신작 레버리지 효과의 극대화로 이어지고 있다.

## AI 시대에 가치가 커지는 캐주얼 게임

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

동사의 공격적인 글로벌 캐주얼 게임사 인수는 AI 시대의 우월전략에 부합한다. 리후후, 스프링컴즈 등 개발사와 저스트플레이 플랫폼을 확보하며 장르 다변화를 추진하고 있다. 2027년 캐주얼 게임 매출 비중은 30%까지 상승할 전망이다. 특히 저스트플레이의 데이터 기반 마케팅 역량을 활용한 퍼블리싱 시너지가 기대된다.

## 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 300,000원으로 하향

실적 기준 연도 변경(26F→27F) 및 멀티플 조정(타겟 P/E 22배→15배)으로 목표주가를 400,000원에서 300,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 15배는 26년 12MF P/E 밴드 상단이다. 27년에도 호라이즌 IP 신작 기대감이 이어지겠지만, 아이온2 글로벌 등 주요 신작의 매출 지속성 우려가 밸류에이션 상승을 제한할 전망이다.

호라이즌 IP 신작 외에도 '신더시티', '리밋 제로 브레이커스', '타임 테이커즈' 등 다양한 장르의 신작을 준비 중이다. 이후 '아스트라에 오라티오', '디펙트' 등으로 라인업이 확대될 전망이다. 자체 개발과 외부 퍼블리싱을 통한 신작 공급 확대가 긍정적이며, 신규 IP의 흥행이 추가적인 밸류에이션 상승의 핵심 변수가 될 전망이다.

| 결산기 (12월)  | 2024  | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 (십억원)  | 1,578 | 1,507  | 2,875  | 3,246  | 3,480  |
| 영업이익 (십억원) | -109  | 16     | 564    | 575    | 626    |
| 영업이익률 (%)  | -6.9  | 1.1    | 19.6   | 17.7   | 18.0   |
| 순이익 (십억원)  | 94    | 347    | 451    | 431    | 488    |
| EPS (원)    | 4,291 | 16,023 | 20,930 | 20,001 | 22,672 |
| ROE (%)    | 3.0   | 10.8   | 12.7   | 11.0   | 11.2   |
| P/E (배)    | 42.7  | 12.6   | 10.5   | 11.0   | 9.7    |
| P/B (배)    | 1.0   | 1.1    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| 배당수익률 (%)  | 0.8   | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NC, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|         | 1Q26  | 2Q26    | 3Q26F | 4Q26F  | 1Q27F | 2Q27F | 3Q27F | 4Q27F  | 2024   | 2025  | 2026F | 2027F |
|---------|-------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액     | 557   | 771     | 716   | 830    | 757   | 867   | 826   | 796    | 1,578  | 1,507 | 2,875 | 3,246 |
| (% YoY) | 54.7% | 101.5%  | 99.0% | 105.5% | 35.8% | 12.5% | 15.3% | -4.1%  | -11.3% | -4.5% | 90.8% | 12.9% |
| PC      | 318   | 344     | 307   | 438    | 353   | 444   | 391   | 346    | 352    | 509   | 1,407 | 1,535 |
| 리니지     | 100   | 205     | 185   | 134    | 128   | 122   | 116   | 110    | 98     | 101   | 623   | 475   |
| 리니지2    | 29    | 26      | 25    | 24     | 24    | 24    | 24    | 23     | 85     | 116   | 103   | 95    |
| 아이온     | 9     | 8       | 7     | 7      | 7     | 7     | 7     | 7      | 50     | 36    | 31    | 28    |
| B&S     | 12    | 10      | 9     | 8      | 8     | 8     | 8     | 8      | 25     | 81    | 39    | 32    |
| 길드워2    | 33    | 24      | 23    | 23     | 23    | 23    | 23    | 22     | 93     | 86    | 103   | 91    |
| 아이온2    | 137   | 72      | 59    | 236    | 141   | 113   | 92    | 85     | -      | 77    | 503   | 431   |
| 기타      | -     | -       | -     | 5      | 23    | 149   | 122   | 91     | -      | -     | 5     | 384   |
| 모바일 기존  | 183   | 185     | 170   | 166    | 162   | 166   | 162   | 158    | 920    | 835   | 704   | 648   |
| 리니지M    | 113   | 117     | 100   | 98     | 96    | 101   | 99    | 97     | 493    | 433   | 428   | 392   |
| 리니지2M   | 37    | 37      | 41    | 39     | 38    | 38    | 37    | 36     | 183    | 178   | 154   | 149   |
| 리니지W    | 32    | 31      | 30    | 29     | 28    | 27    | 26    | 26     | 244    | 183   | 122   | 107   |
| 모바일 캐주얼 | 36    | 170     | 187   | 205    | 220   | 235   | 252   | 269    | -      | -     | 597   | 976   |
| 기타      | 21    | 72      | 52    | 22     | 22    | 22    | 22    | 22     | 307    | 163   | 166   | 87    |
| 영업비용    | 444   | 597     | 612   | 658    | 640   | 676   | 671   | 684    | 1,687  | 1,491 | 2,311 | 2,671 |
| 인건비     | 244   | 260     | 261   | 270    | 267   | 270   | 272   | 275    | 906    | 775   | 1,035 | 1,084 |
| 마케팅비    | 38    | 163     | 182   | 201    | 191   | 214   | 205   | 215    | 128    | 106   | 584   | 824   |
| D&A     | 23    | 25      | 25    | 26     | 26    | 26    | 26    | 26     | 108    | 94    | 99    | 104   |
| 지급수수료   | 93    | 104     | 101   | 113    | 110   | 120   | 119   | 120    | 380    | 356   | 411   | 469   |
| 기타      | 47    | 45      | 43    | 48     | 46    | 47    | 48    | 49     | 164    | 161   | 182   | 190   |
| 영업이익    | 113   | 174     | 105   | 172    | 118   | 191   | 156   | 112    | -109   | 16    | 564   | 575   |
| (% YoY) | -     | 1053.0% | 흑전    | -      | 3.8%  | 9.6%  | 48.7% | -35.1% | 적전     | 흑전    | -     | 2.1%  |
| 영업이익률   | 20.3% | 22.6%   | 14.6% | 20.7%  | 15.5% | 22.0% | 18.8% | 14.0%  | -6.9%  | 1.1%  | 19.6% | 17.7% |
| 지배주주순이익 | 149   | 125     | 64    | 114    | 89    | 141   | 116   | 85     | 94     | 347   | 451   | 431   |
| 순이익률    | 26.7% | 16.2%   | 8.9%  | 13.7%  | 11.7% | 16.3% | 14.1% | 10.6%  | 6.0%   | 23.0% | 15.7% | 13.3% |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|       | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 과리율   |       | 변경 사유         |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|
|       | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |               |
| 매출액   | 2,654 | 2,993 | 2,875 | 3,246 | 8%    | 8%    | 2,828 | 3,206 | 2%    | 1%    | 기존작 트래픽 추이 반영 |
| 영업이익  | 499   | 586   | 564   | 575   | 13%   | -2%   | 545   | 590   | 3%    | -3%   |               |
| 순이익   | 465   | 505   | 451   | 431   | -3%   | -15%  | 480   | 500   | -6%   | -14%  |               |
| 영업이익률 | 18.8% | 19.6% | 19.6% | 17.7% | -     | -     | 19.3% | 18.4% | -     | -     |               |
| 순이익률  | 17.5% | 16.9% | 15.7% | 13.3% | -     | -     | 17.0% | 15.6% | -     | -     |               |

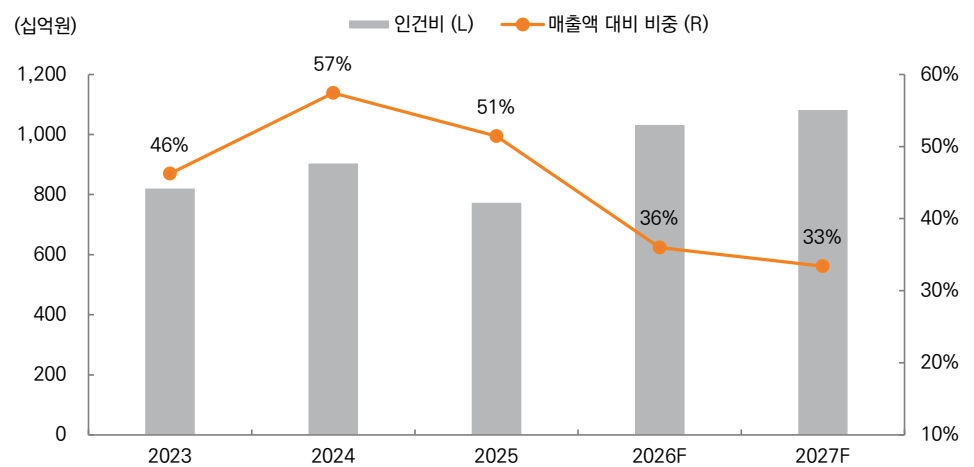
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 밸류에이션

| 구분                | 내용      | 비고              |
|-------------------|---------|-----------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 431     |                 |
| Target P/E (배)    | 15      | 26년 12MF P/E 상단 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 6,463   |                 |
| 주식 수 (천주)         | 21,544  |                 |
| 목표주가 (원)          | 300,000 |                 |
| 현재주가 (원)          | 220,500 |                 |
| 상승여력              | 36.1%   |                 |

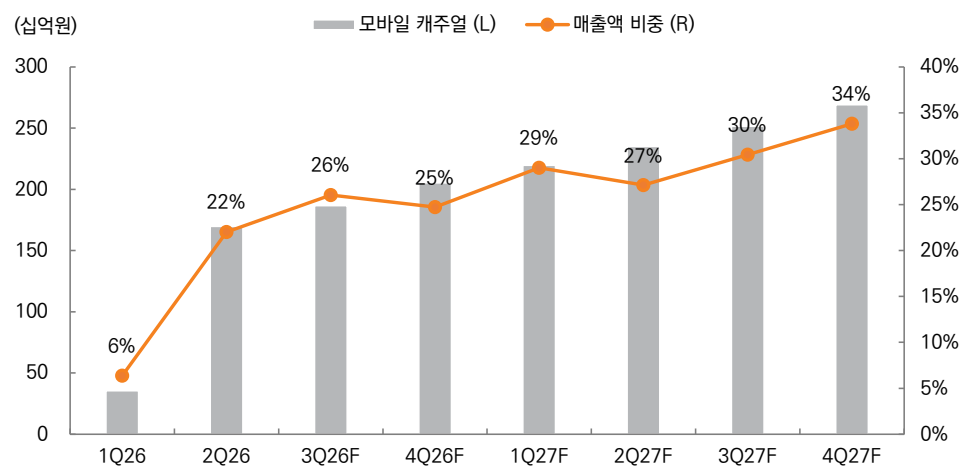
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. NC 연간 인건비, 매출액 대비 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. NC, 모바일 캐주얼 게임 매출액, 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NC (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 1,507 | 2,875 | 3,246 | 3,480 |
| 매출원가            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익           | 1,507 | 2,875 | 3,246 | 3,480 |
| 판매비와관리비         | 1,491 | 2,311 | 2,671 | 2,854 |
| 조정영업이익          | 16    | 564   | 575   | 626   |
| 영업이익            | 16    | 564   | 575   | 626   |
| 비영업손익           | 445   | 57    | 23    | 25    |
| 금융손익            | 52    | 62    | 69    | 82    |
| 관계기업등 투자손익      | -20   | -17   | -59   | -69   |
| 세전계속사업손익        | 461   | 621   | 598   | 651   |
| 계속사업법인세비용       | 114   | 147   | 150   | 163   |
| 계속사업이익          | 347   | 474   | 449   | 488   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 347   | 474   | 449   | 488   |
| 지배주주            | 347   | 451   | 431   | 488   |
| 비지배주주           | 1     | 23    | 18    | 0     |
| 총포괄이익           | 337   | 474   | 449   | 488   |
| 지배주주            | 336   | 473   | 448   | 488   |
| 비지배주주           | 1     | 1     | 1     | 1     |
| EBITDA          | 112   | 691   | 697   | 747   |
| FCF             | 59    | 425   | 504   | 528   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 7.4   | 24.0  | 21.5  | 21.5  |
| 영업이익률 (%)       | 1.1   | 19.6  | 17.7  | 18.0  |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 23.0  | 15.7  | 13.3  | 14.0  |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 2,267 | 2,406 | 2,806 | 3,180 |
| 현금 및 현금성자산  | 504   | 829   | 1,219 | 1,584 |
| 매출채권 및 기타채권 | 193   | 244   | 246   | 249   |
| 재고자산        | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타유동자산      | 1,569 | 1,332 | 1,340 | 1,346 |
| 비유동자산       | 2,067 | 2,428 | 2,458 | 2,553 |
| 관계기업투자등     | 72    | 63    | 64    | 64    |
| 유형자산        | 1,035 | 1,133 | 1,100 | 1,086 |
| 무형자산        | 111   | 529   | 591   | 699   |
| 자산총계        | 4,333 | 4,834 | 5,264 | 5,733 |
| 유동부채        | 641   | 720   | 726   | 732   |
| 매입채무 및 기타채무 | 106   | 122   | 123   | 124   |
| 단기금융부채      | 179   | 180   | 180   | 181   |
| 기타유동부채      | 356   | 418   | 423   | 427   |
| 비유동부채       | 322   | 362   | 364   | 365   |
| 장기금융부채      | 178   | 212   | 212   | 212   |
| 기타비유동부채     | 144   | 150   | 152   | 153   |
| 부채총계        | 963   | 1,082 | 1,089 | 1,097 |
| 지배주주지분      | 3,364 | 3,723 | 4,127 | 4,589 |
| 자본금         | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 자본잉여금       | 433   | 433   | 433   | 433   |
| 이익잉여금       | 3,669 | 4,098 | 4,502 | 4,963 |
| 비지배주주지분     | 6     | 29    | 47    | 47    |
| 자본총계        | 3,370 | 3,752 | 4,174 | 4,636 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 162   | 634   | 574   | 613   |
| 당기순이익               | 347   | 474   | 449   | 488   |
| 비현금수익비용가감           | -203  | 200   | 189   | 190   |
| 유형자산감가상각비           | 91    | 111   | 103   | 99    |
| 무형자산상각비             | 5     | 17    | 18    | 22    |
| 기타                  | -299  | 72    | 68    | 69    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -7    | 33    | 4     | 4     |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -40   | -51   | -2    | -2    |
| 재고자산 감소(증가)         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 법인세납부               | -23   | -147  | -150  | -163  |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -832  | -780  | -157  | -222  |
| 유형자산처분(취득)          | -103  | -209  | -70   | -85   |
| 무형자산감소(증가)          | 52    | -435  | -80   | -130  |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -353  | -136  | -7    | -7    |
| 기타투자활동              | -428  | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -82   | 12    | -26   | -26   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | -24   | 35    | 0     | 1     |
| 자본의 증가(감소)          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -28   | -22   | -27   | -27   |
| 기타재무활동              | -30   | -1    | 1     | 0     |
| 현금의 증가              | -757  | 325   | 390   | 365   |
| 기초현금                | 1,260 | 504   | 829   | 1,219 |
| 기말현금                | 504   | 829   | 1,219 | 1,584 |

자료: NC, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 12.6    | 10.5    | 11.0    | 9.7     |
| P/CF (x)        | 30.1    | 7.1     | 7.4     | 7.0     |
| P/B (x)         | 1.1     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| EV/EBITDA (x)   | 33.1    | 4.5     | 3.9     | 3.1     |
| EPS (원)         | 16,023  | 20,930  | 20,001  | 22,672  |
| CFPS (원)        | 6,694   | 31,276  | 29,612  | 31,483  |
| BPS (원)         | 187,076 | 203,722 | 222,475 | 243,900 |
| DPS (원)         | 1,150   | 1,380   | 1,380   | 1,380   |
| 배당성향 (%)        | 6.4     | 5.7     | 6.0     | 5.5     |
| 배당수익률 (%)       | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| 매출액증가율 (%)      | -4.5    | 90.8    | 12.9    | 7.2     |
| EBITDA증가율 (%)   | 흑전      | 518.7   | 0.8     | 7.2     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 흑전      | 3,406.0 | 2.1     | 8.8     |
| EPS증가율 (%)      | 273.4   | 30.6    | -4.4    | 13.4    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 9.5     | 13.5    | 13.6    | 14.4    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1,285.9 | 2,214.7 | 2,476.1 | 2,627.8 |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 8.4     | 10.3    | 8.9     | 8.9     |
| ROE (%)         | 10.8    | 12.7    | 11.0    | 11.2    |
| ROIC (%)        | 1.1     | 33.3    | 27.8    | 29.2    |
| 부채비율 (%)        | 28.6    | 28.8    | 26.1    | 23.7    |
| 유동비율 (%)        | 353.5   | 334.2   | 386.6   | 434.6   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -19.2   | -45.4   | -50.3   | -53.3   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 3.6     | 125.0   | 121.9   | 132.4   |

|                |           |
|----------------|-----------|
| 투자의견(유지)       | 매수        |
| 목표주가(하향)       | ▼ 46,000원 |
| 현재주가(26/10/20) | 34,750원   |
| 상승여력           | 32.4%     |

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(26F,십억원)           | 265      |
| Consensus 영업이익(26F,십억원) | 308      |
| EPS 성장률(26F,%)          | 139.7    |
| MKT EPS 성장률(26F,%)      | 277.0    |
| P/E(26F,x)              | 5.5      |
| MKT P/E(26F,x)          | 5.4      |
| KOSPI                   | 5,552.74 |
| 시가총액(십억원)               | 2,890    |
| 발행주식수(백만주)              | 83       |
| 유동주식비율(%)               | 41.6     |
| 외국인 보유비중(%)             | 14.5     |
| 베타(12M) 일간수익률           | -0.12    |
| 52주 최저가(원)              | 33,650   |
| 52주 최고가(원)              | 57,900   |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 0.3  | -32.5 | -36.4 |
| 상대주가 | 24.5 | -24.4 | -56.3 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

251270 · 게임

## 넷마블

## 길어지는 모멘텀 부재 구간

## AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

넷마블도 AI 기반 개발 및 운영 효율화에 나서고 있다. 2025년 AI전략실을 신설하고, 2026년에는 전 직원이 AI 에이전트를 활용하는 '1직원 1 AI 에이전트' 체계를 도입했다. 게임 아트 제작과 밸런싱, 이용자 분석에도 AI 활용을 확대하고 있다. 전사적 AI 전환에 따른 생산성 향상과 비용 절감이 수익성 개선에 기여할 전망이다.

## 캐주얼 게임의 수익성 개선 극대화

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

2Q26 기준 캐주얼 게임 매출 비중이 35%인 동사도 AI 도입에 따른 수익성 개선이 기대된다. 스피엑스를 중심으로 안정적인 수익 기반을 확보했으며, AI 광고 소재 제작에도 나서고 있다. 스피엑스는 머지·타워디펜스 등 신규 장르로 확장 중이다. AI 마케팅 효율 개선과 포트폴리오 확대가 이익 성장에 기여할 전망이다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 46,000원으로 하향

타겟 멀티플 하향(27F P/E 19배→13배)을 반영해 목표주가를 기존 50,000원에서 46,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 13배는 26년 12MF P/E 평균이다. 27F P/E 9.8배 수준에서 거래 중이다. 27년 이후 신작 라인업에 대한 공개가 필요한 시점이다. 대형 기대작 출시 가시화 전까지 모멘텀 부재 구간이 길어질 전망이다.

'나 혼자만 레벨업: 카르마'(로그라이트 액션RPG, 글로벌), '상그릴라 프론티어: 일곱 최강종'(수집형 RPG, 일본) 등이 출시를 앞두고 있다. 27년 신작으로는 '펄 인 블루', '이블베인' 등이 있으나, 구체적인 출시 일정은 확정되지 않았다. 특히 '펄 인 블루'는 도코게임쇼에서 시연 버전을 선보이며 기대감을 높인 바 있다.

| 결산기 (12월)  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 2,664 | 2,835 | 2,892 | 2,645 | 2,606 |
| 영업이익 (십억원) | 216   | 352   | 265   | 236   | 252   |
| 영업이익률 (%)  | 8.1   | 12.4  | 9.2   | 8.9   | 9.7   |
| 순이익 (십억원)  | 26    | 225   | 520   | 294   | 314   |
| EPS (원)    | 298   | 2,618 | 6,276 | 3,539 | 3,777 |
| ROE (%)    | 0.5   | 4.1   | 9.1   | 4.8   | 4.9   |
| P/E (배)    | 173.3 | 18.4  | 5.5   | 9.8   | 9.2   |
| P/B (배)    | 0.8   | 0.7   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| 배당수익률 (%)  | 0.8   | 1.8   | 2.6   | 2.8   | 2.5   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|                     | 1Q26       | 2Q26       | 3Q26F      | 4Q26F      | 1Q27F      | 2Q27F      | 3Q27F      | 4Q27F      | 2024         | 2025         | 2026F        | 2027F        |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>652</b> | <b>749</b> | <b>765</b> | <b>725</b> | <b>630</b> | <b>679</b> | <b>651</b> | <b>685</b> | <b>2,664</b> | <b>2,835</b> | <b>2,892</b> | <b>2,645</b> |
| (% YoY)             | 4.5%       | 4.4%       | 9.9%       | -9.1%      | -3.3%      | -9.4%      | -14.9%     | -5.6%      | 6.5%         | 6.4%         | 2.0%         | -8.5%        |
| 마블 콘테스트 오브 챔피언스     | 52         | 67         | 48         | 88         | 52         | 67         | 48         | 88         | 253          | 257          | 256          | 256          |
| 잭팟월드(Jackpot World) | 52         | 52         | 51         | 52         | 52         | 52         | 53         | 53         | 217          | 205          | 208          | 210          |
| 랏처 슬롯(Lotsa Slots)  | 52         | 52         | 52         | 52         | 52         | 51         | 51         | 51         | 197          | 197          | 209          | 205          |
| 캐시프렌지(Cash Frenzy)  | 52         | 52         | 51         | 51         | 50         | 50         | 49         | 49         | 190          | 190          | 207          | 198          |
| 나 혼자만 레벨업           | 26         | 22         | 19         | 18         | 17         | 16         | 16         | 15         | 280          | 153          | 86           | 64           |
| 세븐나이츠 리버스           | 46         | 30         | 25         | 23         | 21         | 19         | 17         | 15         | -            | 297          | 124          | 71           |
| RF온라인               | 26         | 22         | 22         | 20         | 18         | 16         | 15         | 13         | -            | 150          | 91           | 62           |
| 뱀피르                 | 39         | 37         | 36         | 30         | 27         | 25         | 22         | 20         | -            | 118          | 142          | 94           |
| 일곱개의대죄: 그랜드 크로스     | 33         | 37         | 34         | 33         | 32         | 32         | 31         | 30         | 131          | 120          | 137          | 126          |
| 레이븐2                | 20         | 22         | 19         | 18         | 17         | 16         | 16         | 15         | 103          | 113          | 79           | 64           |
| 7대죄 오리진             | 20         | 52         | 31         | 25         | 23         | 21         | 19         | 17         | -            | -            | 129          | 79           |
| 몬길                  | -          | 22         | 22         | 18         | 14         | 13         | 11         | 10         | -            | -            | 62           | 48           |
| SOL                 | -          | 22         | 135        | 88         | 53         | 45         | 38         | 32         | -            | -            | 245          | 168          |
| 기타                  | 235        | 255        | 218        | 210        | 268        | 256        | 266        | 277        | 1,294        | 1,037        | 917          | 1,001        |
| <b>영업비용</b>         | <b>599</b> | <b>669</b> | <b>693</b> | <b>666</b> | <b>589</b> | <b>609</b> | <b>603</b> | <b>609</b> | <b>2,448</b> | <b>2,483</b> | <b>2,627</b> | <b>2,410</b> |
| 지급수수료               | 201        | 236        | 267        | 238        | 176        | 186        | 175        | 178        | 947          | 939          | 942          | 715          |
| 인건비                 | 168        | 183        | 183        | 184        | 185        | 186        | 187        | 188        | 720          | 696          | 718          | 747          |
| 마케팅비                | 168        | 184        | 175        | 175        | 166        | 170        | 173        | 176        | 470          | 574          | 701          | 685          |
| 기타                  | 62         | 68         | 68         | 68         | 61         | 67         | 67         | 67         | 311          | 271          | 265          | 263          |
| <b>영업이익</b>         | <b>53</b>  | <b>80</b>  | <b>72</b>  | <b>60</b>  | <b>41</b>  | <b>70</b>  | <b>49</b>  | <b>76</b>  | <b>216</b>   | <b>353</b>   | <b>265</b>   | <b>236</b>   |
| (% YoY)             | 6.8%       | -20.8%     | -20.8%     | -46.1%     | -22.3%     | -12.4%     | -32.5%     | 26.4%      | 흑전           | 63.5%        | -24.8%       | -11.1%       |
| 영업이익률               | 8.1%       | 10.7%      | 9.4%       | 8.2%       | 6.5%       | 10.3%      | 7.5%       | 11.0%      | 8.1%         | 12.4%        | 9.2%         | 8.9%         |
| <b>지배주주순이익</b>      | <b>210</b> | <b>198</b> | <b>7</b>   | <b>106</b> | <b>59</b>  | <b>82</b>  | <b>66</b>  | <b>87</b>  | <b>26</b>    | <b>239</b>   | <b>520</b>   | <b>294</b>   |
| 순이익률                | 32.2%      | 26.4%      | 0.9%       | 14.6%      | 9.4%       | 12.0%      | 10.2%      | 12.8%      | 1.0%         | 8.4%         | 18.0%        | 11.1%        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|         | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 괴리율   |       | 변경 사유     |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
|         | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |           |
| 매출액     | 2,891 | 2,588 | 2,892 | 2,645 | 0%    | 2%    | 2,893 | 2,960 | 0%    | -11%  | 27년 신작 반영 |
| 영업이익    | 251   | 166   | 265   | 236   | 6%    | 42%   | 308   | 355   | -14%  | -34%  |           |
| 지배주주순이익 | 541   | 217   | 520   | 294   | -4%   | 35%   | 495   | 280   | 5%    | 5%    |           |
| 영업이익률   | 8.7%  | 6.4%  | 9.2%  | 8.9%  | -     | -     | 10.6% | 12.0% | -     | -     |           |
| 순이익률    | 18.7% | 8.4%  | 18.0% | 11.1% | -     | -     | 17.1% | 9.5%  | -     | -     |           |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 밸류에이션

| 구분                | 내용     | 비고              |
|-------------------|--------|-----------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 294    |                 |
| Target P/E (배)    | 13     | 26년 12MF P/E 평균 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 3,826  |                 |
| 주식 수 (천주)         | 83,158 |                 |
| 목표주가 (원)          | 46,000 |                 |
| 현재주가 (원)          | 34,750 |                 |
| 상승여력              | 32.4%  |                 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 사전 등록 진행 중인 나 혼자만 레벨업: 카르마



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 상그릴라 프론티어, 도쿄 게임쇼 시연



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 펄인블루, 도쿄 게임쇼 시연



자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액             | 2,835 | 2,892 | 2,645 | 2,606 |
| 매출원가            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익           | 2,835 | 2,892 | 2,645 | 2,606 |
| 판매비와관리비         | 2,483 | 2,627 | 2,410 | 2,354 |
| 조정영업이익          | 352   | 265   | 236   | 252   |
| 영업이익            | 352   | 265   | 236   | 252   |
| 비영업손익           | -6    | 427   | 151   | 161   |
| 금융손익            | -56   | -39   | -23   | -17   |
| 관계기업등 투자손익      | 106   | 463   | 172   | 175   |
| 세전계속사업손익        | 346   | 692   | 387   | 413   |
| 계속사업법인세비용       | 115   | 164   | 93    | 99    |
| 계속사업이익          | 231   | 528   | 294   | 314   |
| 중단사업이익          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익           | 231   | 528   | 294   | 314   |
| 지배주주            | 225   | 520   | 294   | 314   |
| 비지배주주           | 6     | 8     | 0     | 0     |
| 총포괄이익           | 221   | 528   | 294   | 314   |
| 지배주주            | 216   | 515   | 287   | 307   |
| 비지배주주           | 5     | 12    | 7     | 7     |
| EBITDA          | 484   | 377   | 338   | 348   |
| FCF             | 290   | 743   | 386   | 369   |
| EBITDA 마진율 (%)  | 17.1  | 13.0  | 12.8  | 13.4  |
| 영업이익률 (%)       | 12.4  | 9.2   | 8.9   | 9.7   |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 7.9   | 18.0  | 11.1  | 12.0  |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)       | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 1,257 | 1,411 | 1,702 | 1,969 |
| 현금 및 현금성자산  | 689   | 876   | 1,163 | 1,438 |
| 매출채권 및 기타채권 | 296   | 277   | 279   | 274   |
| 재고자산        | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 기타유동자산      | 270   | 256   | 258   | 255   |
| 비유동자산       | 6,837 | 6,884 | 6,827 | 6,787 |
| 관계기업투자등     | 2,535 | 2,548 | 2,573 | 2,599 |
| 유형자산        | 402   | 326   | 313   | 310   |
| 무형자산        | 2,858 | 2,969 | 2,900 | 2,836 |
| 자산총계        | 8,094 | 8,295 | 8,529 | 8,756 |
| 유동부채        | 1,901 | 1,517 | 1,525 | 1,513 |
| 매입채무 및 기타채무 | 131   | 128   | 129   | 127   |
| 단기금융부채      | 1,166 | 716   | 716   | 716   |
| 기타유동부채      | 604   | 673   | 680   | 670   |
| 비유동부채       | 701   | 637   | 640   | 636   |
| 장기금융부채      | 425   | 359   | 359   | 359   |
| 기타비유동부채     | 276   | 278   | 281   | 277   |
| 부채총계        | 2,601 | 2,154 | 2,165 | 2,149 |
| 지배주주지분      | 5,429 | 6,071 | 6,294 | 6,537 |
| 자본금         | 9     | 9     | 9     | 9     |
| 자본잉여금       | 3,061 | 3,061 | 3,061 | 3,061 |
| 이익잉여금       | 1,338 | 1,786 | 2,009 | 2,252 |
| 비지배주주지분     | 63    | 70    | 70    | 70    |
| 자본총계        | 5,492 | 6,141 | 6,364 | 6,607 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)               | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름      | 338  | 743   | 406   | 399   |
| 당기순이익               | 231  | 528   | 294   | 314   |
| 비현금수익비용가감           | 258  | 263   | 166   | 160   |
| 유형자산감가상각비           | 48   | 36    | 33    | 33    |
| 무형자산상각비             | 84   | 76    | 69    | 63    |
| 기타                  | 126  | 151   | 64    | 64    |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동    | -47  | 103   | 9     | -11   |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -12  | 20    | -3    | 4     |
| 재고자산 감소(증가)         | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -4   | -5    | 0     | 0     |
| 법인세납부               | -107 | -164  | -93   | -99   |
| 투자활동으로 인한 현금흐름      | -74  | -149  | -22   | -28   |
| 유형자산처분(취득)          | -47  | 40    | -20   | -30   |
| 무형자산감소(증가)          | 6    | -187  | 0     | 0     |
| 장단기금융자산의 감소(증가)     | -38  | -2    | -2    | 2     |
| 기타투자활동              | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 재무활동으로 인한 현금흐름      | -146 | -502  | -71   | -71   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)     | -102 | -516  | 0     | 0     |
| 자본의 증가(감소)          | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급             | -41  | -72   | -71   | -71   |
| 기타재무활동              | -9   | 86    | 0     | 0     |
| 현금의 증가              | 111  | 187   | 288   | 275   |
| 기초현금                | 578  | 689   | 876   | 1,163 |
| 기말현금                | 689  | 876   | 1,163 | 1,438 |

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 18.4    | 5.5     | 9.8     | 9.2     |
| P/CF (x)        | 8.5     | 3.6     | 6.3     | 6.1     |
| P/B (x)         | 0.7     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| EV/EBITDA (x)   | 10.3    | 7.9     | 8.0     | 7.0     |
| EPS (원)         | 2,618   | 6,276   | 3,539   | 3,777   |
| CFPS (원)        | 5,689   | 9,537   | 5,539   | 5,702   |
| BPS (원)         | 67,887  | 76,850  | 79,532  | 82,452  |
| DPS (원)         | 876     | 920     | 966     | 876     |
| 배당성향 (%)        | 31.1    | 13.5    | 24.2    | 22.7    |
| 배당수익률 (%)       | 1.8     | 2.6     | 2.8     | 2.5     |
| 매출액증가율 (%)      | 6.4     | 2.0     | -8.5    | -1.5    |
| EBITDA증가율 (%)   | 30.8    | -22.0   | -10.3   | 3.0     |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 63.5    | -24.8   | -11.1   | 7.1     |
| EPS증가율 (%)      | 777.7   | 139.7   | -43.6   | 6.7     |
| 매출채권 회전율 (회)    | 10.2    | 10.7    | 10.1    | 10.0    |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1,557.4 | 1,890.5 | 1,712.4 | 1,691.2 |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 2.8     | 6.4     | 3.5     | 3.6     |
| ROE (%)         | 4.1     | 9.1     | 4.8     | 4.9     |
| ROIC (%)        | 7.2     | 6.7     | 6.1     | 6.5     |
| 부채비율 (%)        | 47.4    | 35.1    | 34.0    | 32.5    |
| 유동비율 (%)        | 66.1    | 93.0    | 111.6   | 130.1   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 13.8    | 0.4     | -4.1    | -8.1    |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 4.9     | 4.5     | 5.0     | 5.3     |

|                |         |
|----------------|---------|
| 투자의견(유지)       | 매수      |
| 목표주가(유지)       | 45,000원 |
| 현재주가(26/10/20) | 30,800원 |
| 상승여력           | 46.1%   |

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 영업이익(26F,십억원)           | 94       |
| Consensus 영업이익(26F,십억원) | 97       |
| EPS 성장률(26F,%)          | -41.8    |
| MKT EPS 성장률(26F,%)      | 277.0    |
| P/E(26F,x)              | 17.2     |
| MKT P/E(26F,x)          | 5.4      |
| KOSPI                   | 5,552.74 |
| 시가총액(십억원)               | 1,809    |
| 발행주식수(백만주)              | 59       |
| 유동주식비율(%)               | 55.5     |
| 외국인 보유비중(%)             | 36.9     |
| 베타(12M) 일간수익률           | -0.01    |
| 52주 최저가(원)              | 28,200   |
| 52주 최고가(원)              | 39,650   |

| (%)  | 1M   | 6M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 절대주가 | 0.0  | -8.7 | -19.1 |
| 상대주가 | 24.2 | 2.2  | -44.4 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

## 시프트업

## AI 시대, 차별화되는 성장 잠재력

## AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

동사도 AI 도입에 적극적인 게임사다. 자체 조직인 AI Labs를 운영하며 게임 개발에 적용할 기술을 연구하고 있다. 특히 주력 장르인 서브컬처 게임은 제작비에서 캐릭터 및 그래픽 등 아트 비용이 차지하는 비중이 높다. 이에 AI 기반 제작 공정 효율화를 통한 개발 기간 단축과 비용 절감 효과가 상대적으로 클 전망이다.

## AI 시대, 시프트업의 구조적 우위

동사의 소수 정예 개발 조직에 기반한 인력 구조는 큰 강점이다. 레거시 게임사들은 방대한 인력과 경직된 고용 구조로 AI 도입 효과를 비용 절감으로 연결하기까지 시간이 필요하다. 반면 동사는 조직 확대 단계에서 AI에 최적화된 인력 구조를 구축해, 인건비 부담을 억제하면서 신작 개발 역량을 빠르게 확대할 전망이다.

두 번째 경쟁력은 서브컬처에 특화된 캐릭터 IP다. AI 엔터테인먼트 확대로 캐릭터와의 대화와 개인화된 스토리가 새로운 콘텐츠로 부상하고 있다. 동사는 '승리의 여신: 니케'를 중심으로 강력한 IP와 팬덤을 확보하고 있다. 생성형 AI를 통한 캐릭터 상호작용은 이용자 몰입도 향상과 신규 수익모델 창출로 이어질 전망이다.

## 투자의견 '매수', 목표주가 45,000원 유지

중장기 관점에서의 접근이 필요한 시기다. 현재 27F P/E 16.4배 수준에서 거래 중이다. '승리의 여신: 니케'의 견조한 글로벌 매출 흐름은 긍정적이나, 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 출시 초기 매출 효과도 소멸하면서 단기 모멘텀은 제한적인 상황이다.

차기작들에 대한 구체적인 정보가 공개되고 출시 가시권으로 들어오는 시점부터 모멘텀이 점진적으로 발생할 전망이다. 연내 프로젝트 스피릿에 대한 정보 공개가 있을 예정이다. 이번 TGS에서 공개한 스텔라 블레이드 닌텐도 스위치2는 11월 6일 출시할 계획이다.

| 결산기 (12월)  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 224   | 295   | 208   | 232   | 355   |
| 영업이익 (십억원) | 153   | 181   | 94    | 101   | 192   |
| 영업이익률 (%)  | 68.3  | 61.4  | 45.2  | 43.5  | 54.1  |
| 순이익 (십억원)  | 148   | 181   | 106   | 110   | 181   |
| EPS (원)    | 2,717 | 3,084 | 1,796 | 1,875 | 3,074 |
| ROE (%)    | 31.3  | 21.6  | 11.0  | 10.3  | 14.9  |
| P/E (배)    | 23.3  | 11.5  | 17.2  | 16.4  | 10.0  |
| P/B (배)    | 4.8   | 2.2   | 1.7   | 1.5   | 1.3   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|                | 1Q26      | 2Q26      | 3Q26F     | 4Q26F     | 1Q27F     | 2Q27F     | 3Q27F     | 4Q27F     | 2024       | 2025       | 2026F      | 2027F      |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>     | <b>47</b> | <b>56</b> | <b>52</b> | <b>54</b> | <b>43</b> | <b>53</b> | <b>50</b> | <b>86</b> | <b>224</b> | <b>295</b> | <b>208</b> | <b>232</b> |
| (% YoY)        | 12.0%     | -50.4%    | -31.5%    | -16.9%    | -8.4%     | -4.5%     | -3.2%     | 60.4%     | 32.9%      | 31.4%      | -29.3%     | 11.6%      |
| 니케             | 33        | 43        | 40        | 42        | 32        | 42        | 39        | 41        | 152        | 165        | 158        | 155        |
| 글로벌            | 29        | 39        | 36        | 38        | 28        | 38        | 36        | 38        | 152        | 144        | 142        | 141        |
| 중국             | 4         | 5         | 3         | 4         | 4         | 4         | 3         | 3         | 0          | 23         | 16         | 14         |
| 스텔라 블레이드       | 13        | 9         | 9         | 8         | 7         | 7         | 7         | 6         | 68         | 118        | 38         | 27         |
| 신작             | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 34        | 0          | 0          | 0          | 34         |
| IP 수수료 등       | 2         | 4         | 3         | 3         | 4         | 4         | 4         | 5         | 4          | 12         | 12         | 16         |
| <b>영업비용</b>    | <b>26</b> | <b>28</b> | <b>27</b> | <b>33</b> | <b>34</b> | <b>30</b> | <b>30</b> | <b>37</b> | <b>71</b>  | <b>113</b> | <b>114</b> | <b>131</b> |
| 인건비            | 16        | 16        | 16        | 17        | 17        | 18        | 19        | 19        | 55         | 54         | 64         | 73         |
| 변동비            | 5         | 6         | 6         | 6         | 5         | 6         | 6         | 7         | 7          | 43         | 22         | 23         |
| 고정비            | 5         | 6         | 6         | 11        | 11        | 6         | 6         | 11        | 9          | 16         | 28         | 35         |
| <b>영업이익</b>    | <b>22</b> | <b>28</b> | <b>24</b> | <b>20</b> | <b>10</b> | <b>24</b> | <b>20</b> | <b>49</b> | <b>153</b> | <b>181</b> | <b>94</b>  | <b>101</b> |
| (% YoY)        | -18.1%    | -58.8%    | -51.0%    | -45.8%    | -55.3%    | -16.2%    | -19.2%    | 139.7%    | 37.5%      | 18.8%      | -48.1%     | 7.6%       |
| 영업이익률          | 45.5%     | 50.5%     | 47.0%     | 37.8%     | 22.2%     | 44.3%     | 39.2%     | 56.5%     | 68.1%      | 61.6%      | 45.2%      | 43.6%      |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>38</b> | <b>42</b> | <b>-1</b> | <b>27</b> | <b>15</b> | <b>26</b> | <b>23</b> | <b>46</b> | <b>148</b> | <b>191</b> | <b>106</b> | <b>110</b> |
| 순이익률           | 79.9%     | 74.9%     | -1.1%     | 49.7%     | 34.5%     | 49.1%     | 45.9%     | 53.7%     | 66.0%      | 65.0%      | 50.7%      | 47.4%      |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|       | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 과리율   |       | 변경 사유            |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
|       | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |                  |
| 매출액   | 211   | 236   | 208   | 232   | -1%   | -1%   | 214   | 211   | -3%   | 10%   | 환율 변동에 따른 환손실 반영 |
| 영업이익  | 97    | 104   | 94    | 101   | -3%   | -3%   | 106   | 100   | -12%  | 2%    |                  |
| 순이익   | 133   | 110   | 106   | 110   | -21%  | 0%    | 140   | 128   | -25%  | -14%  |                  |
| 영업이익률 | 45.9% | 44.3% | 45.2% | 43.6% | -     | -     | 49.8% | 47.3% | -     | -     |                  |
| 순이익률  | 63.2% | 46.7% | 50.7% | 47.4% | -     | -     | 65.5% | 61.0% | -     | -     |                  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 밸류에이션

| 구분                | 내용     | 비고                                       |
|-------------------|--------|------------------------------------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 110    |                                          |
| Target P/E (배)    | 24     | 넥슨 2022년 P/E 평균<br>기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 2,644  |                                          |
| 주식 수 (천주)         | 58,742 |                                          |
| 목표주가 (원)          | 45,000 |                                          |
| 현재주가 (원)          | 30,800 |                                          |
| 상승여력              | 46.1%  |                                          |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 시프트업 (462870)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025       | 2026F      | 2027F      | 2028F      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>      | <b>295</b> | <b>208</b> | <b>232</b> | <b>355</b> |
| 매출원가            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>매출총이익</b>    | <b>295</b> | <b>208</b> | <b>232</b> | <b>355</b> |
| 판매비와관리비         | 113        | 114        | 131        | 163        |
| <b>조정영업이익</b>   | <b>181</b> | <b>94</b>  | <b>101</b> | <b>192</b> |
| <b>영업이익</b>     | <b>181</b> | <b>94</b>  | <b>101</b> | <b>192</b> |
| <b>비영업손익</b>    | <b>38</b>  | <b>39</b>  | <b>37</b>  | <b>34</b>  |
| 금융손익            | 10         | 8          | 10         | 12         |
| 관계기업등 투자손익      | 0          | 28         | 24         | 19         |
| 세전계속사업손익        | 219        | 133        | 138        | 226        |
| 계속사업법인세비용       | 38         | 27         | 28         | 45         |
| 계속사업이익          | 181        | 106        | 110        | 181        |
| 중단사업이익          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>181</b> | <b>106</b> | <b>110</b> | <b>181</b> |
| 지배주주            | 181        | 106        | 110        | 181        |
| 비지배주주           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>195</b> | <b>106</b> | <b>110</b> | <b>181</b> |
| 지배주주            | 195        | 106        | 110        | 181        |
| 비지배주주           | 0          | 0          | 0          | 0          |
| EBITDA          | 187        | 108        | 119        | 213        |
| FCF             | 154        | 95         | 114        | 187        |
| EBITDA 마진율 (%)  | 63.4       | 51.9       | 51.3       | 60.0       |
| 영업이익률 (%)       | 61.4       | 45.2       | 43.5       | 54.1       |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 61.4       | 51.0       | 47.4       | 51.0       |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2025         | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>759</b>   | <b>785</b>   | <b>891</b>   | <b>1,079</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 110          | 153          | 255          | 426          |
| 매출채권 및 기타채권    | 178          | 152          | 156          | 169          |
| 재고자산           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 기타유동자산         | 471          | 480          | 480          | 484          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>312</b>   | <b>357</b>   | <b>361</b>   | <b>370</b>   |
| 관계기업투자등        | 162          | 153          | 153          | 153          |
| 유형자산           | 4            | 10           | 10           | 11           |
| 무형자산           | 2            | 5            | 9            | 13           |
| <b>자산총계</b>    | <b>1,071</b> | <b>1,142</b> | <b>1,252</b> | <b>1,449</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>95</b>    | <b>58</b>    | <b>58</b>    | <b>71</b>    |
| 매입채무 및 기타채무    | 31           | 19           | 19           | 29           |
| 단기금융부채         | 4            | 4            | 4            | 6            |
| 기타유동부채         | 60           | 35           | 35           | 36           |
| <b>비유동부채</b>   | <b>65</b>    | <b>69</b>    | <b>69</b>    | <b>72</b>    |
| 장기금융부채         | 59           | 60           | 60           | 60           |
| 기타비유동부채        | 6            | 9            | 9            | 12           |
| <b>부채총계</b>    | <b>160</b>   | <b>126</b>   | <b>127</b>   | <b>143</b>   |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>911</b>   | <b>1,015</b> | <b>1,125</b> | <b>1,306</b> |
| 자본금            | 12           | 12           | 12           | 12           |
| 자본잉여금          | 532          | 533          | 533          | 533          |
| 이익잉여금          | 400          | 506          | 616          | 796          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>자본총계</b>    | <b>911</b>   | <b>1,015</b> | <b>1,125</b> | <b>1,306</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2025        | 2026F      | 2027F      | 2028F      |
|-----------------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>157</b>  | <b>110</b> | <b>124</b> | <b>198</b> |
| 당기순이익                 | 181         | 106        | 110        | 181        |
| 비현금수익비용가감             | 6           | 32         | 35         | 54         |
| 유형자산감가상각비             | 4           | 9          | 10         | 11         |
| 무형자산상각비               | 1           | 4          | 8          | 11         |
| 기타                    | 1           | 19         | 17         | 32         |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -13         | -9         | -3         | -4         |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -57         | -1         | -1         | -1         |
| 재고자산 감소(증가)           | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 28          | 0          | 0          | 0          |
| 법인세납부                 | -25         | -27        | -28        | -45        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-283</b> | <b>-20</b> | <b>-22</b> | <b>-30</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -3          | -15        | -10        | -12        |
| 무형자산감소(증가)            | 0           | -8         | -12        | -14        |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -5          | 0          | 0          | -4         |
| 기타투자활동                | -275        | 3          | 0          | 0          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-52</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   | <b>2</b>   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 52          | 1          | 0          | 2          |
| 자본의 증가(감소)            | 5           | 1          | 0          | 0          |
| 배당금의 지급               | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 기타재무활동                | -109        | -2         | 0          | 0          |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-179</b> | <b>43</b>  | <b>102</b> | <b>171</b> |
| 기초현금                  | 289         | 110        | 153        | 255        |
| 기말현금                  | 110         | 153        | 255        | 426        |

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| P/E (x)         | 11.5   | 17.2    | 16.4    | 10.0    |
| P/CF (x)        | 11.1   | 13.2    | 12.5    | 7.7     |
| P/B (x)         | 2.2    | 1.7     | 1.5     | 1.3     |
| EV/EBITDA (x)   | 10.9   | 11.6    | 9.7     | 4.6     |
| EPS (원)         | 3,084  | 1,796   | 1,875   | 3,074   |
| CFPS (원)        | 3,185  | 2,332   | 2,463   | 3,989   |
| BPS (원)         | 16,295 | 18,170  | 20,045  | 23,119  |
| DPS (원)         | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 배당성향 (%)        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 배당수익률 (%)       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매출액증가율 (%)      | 31.4   | -29.3   | 11.6    | 52.6    |
| EBITDA증가율 (%)   | 19.1   | -42.5   | 10.3    | 79.8    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 18.8   | -48.1   | 7.6     | 89.6    |
| EPS증가율 (%)      | 13.5   | -41.8   | 4.4     | 63.9    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 2.5    | 1.6     | 1.8     | 2.7     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 19.3   | 9.5     | 9.2     | 13.4    |
| ROE (%)         | 21.6   | 11.0    | 10.3    | 14.9    |
| ROIC (%)        | 105.4  | 42.8    | 41.5    | 75.7    |
| 부채비율 (%)        | 17.6   | 12.4    | 11.3    | 10.9    |
| 유동비율 (%)        | 795.3  | 1,365.0 | 1,534.1 | 1,527.8 |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -5.1   | -55.3   | -59.0   | -63.7   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 138.2  | 42.0    | 44.9    | 83.7    |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 투자의견(상향)       | <b>매수</b>        |
| 목표주가(상향)       | <b>▲ 15,000원</b> |
| 현재주가(26/10/20) | 10,180원          |
| 상승여력           | 47.3%            |

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| 영업이익(26F,십억원)           | -100   |
| Consensus 영업이익(26F,십억원) | -90    |
| EPS 성장률(26F,%)          | 적지     |
| MKT EPS 성장률(26F,%)      | 277.0  |
| P/E(26F,x)              | -      |
| MKT P/E(26F,x)          | 5.4    |
| KOSDAQ                  | 781.97 |
| 시가총액(십억원)               | 1,087  |
| 발행주식수(백만주)              | 107    |
| 유동주식비율(%)               | 66.2   |
| 외국인 보유비중(%)             | 4.7    |
| 베타(12M) 일간수익률           | 0.75   |
| 52주 최저가(원)              | 6,930  |
| 52주 최고가(원)              | 17,760 |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 11.1 | -18.4 | -33.3 |
| 상대주가 | 17.6 | 22.6  | -25.3 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

# 카카오게임즈

## 기다림의 끝, 턴어라운드의 시작

### 신작 출시와 체질 개선 작업이 가져올 턴어라운드

26년 연간 영업손실 1,000억원에서 27년 영업이익 1,450억원으로 흑자 전환에 성공할 전망이다. 신작 공급 확대가 실적 개선의 주요 동력이다. 10월 8일 출시한 '도깨비의 세계' 초기 흥행 성과가 확인된 가운데, 1분기에는 오딘 Q가 출시된다. 오딘 Q의 27년 일평균 매출액으로 8억원 수준을 가정했다.

비용 구조 개선도 본격화되고 있다. 카카오게임즈는 비핵심 사업 정리와 조직 효율화를 통해 게임 중심으로 사업 구조를 재편하고 있으며, 인력 및 고정비 부담을 점진적으로 낮추고 있다. 기존작 매출 감소가 이어지며 26년 43% 수준까지 치솟은 매출액 대비 인건비 비중은 27년 23% 수준까지 감소할 전망이다.

### 캐주얼 게임사에 대한 투자도 긍정적

AI 기반 타겟팅 고도화와 광고 소재 제작 자동화로 모바일 게임의 CAC가 하락하고 ROAS가 개선되고 있다. 특히 캐주얼 게임은 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 매출 대비 마케팅비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 큰 폭의 이익 증가가 가능하다.

동사는 미투온 인수를 통해 MMORPG 중심의 포트폴리오를 다변화하고 신규 이익원을 확보할 계획이다. AI 기반 백엔드 개발 자동화 기업 백엔드엑스에도 전략적 투자를 단행하며 AI 역량을 강화하고 있다. 이를 통해 소규모 개발사의 제작 부담을 낮추고 유망 개발사 발굴과 인수, 퍼블리싱으로 연결하는 시너지 효과가 기대된다.

### 투자의견 '매수'로 상향, 게임 업종 Top Pick 제시

투자의견을 '중립'에서 '매수'로 상향하며 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 27F 실적 추정치 상향을 반영해 목표주가를 기존 9,000원에서 15,000원(27F 타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 27F P/E 14.2배 수준에서 거래 중이다. 27년 턴어라운드 기대감이 본격화되며 리레이팅이 나타날 전망이다.

1) 27년 오딘 Q 출시에 따른 신작 및 실적 모멘텀, 2) 체질 개선에 따른 이익 레버리지 확대, 3) 캐주얼 게임사 인수를 통한 사업 다변화가 투자포인트다. 27년 오딘 Q 외에도 크로노 오디세이, 아키에이지S 등 주요 신작이 출시될 예정이다. 고질적인 신작 출시 지연 우려가 완화되고 있다는 점도 긍정적이다.

| 결산기 (12월)  | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F | 2028F |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 627    | 465    | 388    | 833   | 917   |
| 영업이익 (십억원) | 19     | -40    | -100   | 145   | 173   |
| 영업이익률 (%)  | 3.0    | -8.6   | -25.8  | 17.4  | 18.9  |
| 순이익 (십억원)  | -109   | -100   | -128   | 76    | 93    |
| EPS (원)    | -1,318 | -1,186 | -1,294 | 714   | 872   |
| ROE (%)    | -8.0   | -7.9   | -10.5  | 5.9   | 6.7   |
| P/E (배)    | -      | -      | -      | 14.2  | 11.7  |
| P/B (배)    | 1.0    | 1.1    | 0.8    | 0.8   | 0.7   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|         | 1Q26   | 2Q26   | 3Q26F  | 4Q26F  | 1Q27F  | 2Q27F  | 3Q27F  | 4Q27F | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 83     | 75     | 89     | 141    | 222    | 207    | 220    | 184   | 627    | 465    | 388    | 833    |
| (% YoY) | -32.5% | -35.2% | -30.4% | 42.6%  | 168.2% | 176.1% | 147.4% | 30.3% | -13.6% | -25.9% | -16.6% | 114.8% |
| 모바일     | 55     | 53     | 51     | 110    | 155    | 153    | 124    | 111   | 540    | 351    | 268    | 544    |
| PC      | 28     | 22     | 38     | 31     | 42     | 28     | 70     | 46    | 87     | 114    | 119    | 186    |
| 미투온 관련  | -      | -      | -      | -      | 25     | 26     | 26     | 27    | -      | -      | -      | 103    |
| 영업비용    | 108    | 98     | 117    | 164    | 180    | 165    | 180    | 162   | 608    | 505    | 487    | 688    |
| 인건비     | 39     | 39     | 43     | 44     | 41     | 41     | 41     | 41    | 155    | 150    | 166    | 165    |
| 지급수수료   | 46     | 37     | 46     | 80     | 82     | 70     | 89     | 70    | 329    | 234    | 208    | 311    |
| 마케팅비    | 5      | 4      | 9      | 21     | 18     | 15     | 11     | 11    | 41     | 37     | 38     | 54     |
| 미투온 관련  | -      | -      | -      | -      | 20     | 20     | 21     | 21    | -      | -      | -      | 83     |
| 기타      | 19     | 19     | 19     | 19     | 19     | 19     | 19     | 19    | 83     | 83     | 75     | 75     |
| 영업이익    | -25    | -23    | -28    | -23    | 42     | 42     | 39     | 22    | 19     | -40    | -100   | 145    |
| (% YoY) | 적지     | 적지     | 적지     | 적지     | 흑전     | 흑전     | 흑전     | 흑전    | -74.6% | 적전     | 적지     | 흑전     |
| 영업이익률   | -30.7% | -30.7% | -31.5% | -16.6% | 19.0%  | 20.1%  | 17.9%  | 11.9% | 3.1%   | -8.5%  | -25.7% | 17.4%  |
| 지배주주순이익 | -30    | -49    | -26    | -23    | 23     | 22     | 22     | 9     | -109   | -100   | -128   | 76     |
| 순이익률    | -36.1% | -65.3% | -29.7% | -16.1% | 10.5%  | 10.4%  | 10.1%  | 5.0%  | -17.4% | -21.5% | -33.0% | 9.2%   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|         | 변경전    |       | 변경후    |       | 변경률   |       | 컨센서스   |       | 과리율   |       | 변경 사유            |
|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|------------------|
|         | 2026F  | 2027F | 2026F  | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F  | 2027F | 2026F | 2027F |                  |
| 매출액     | 352    | 732   | 388    | 833   | 10%   | 14%   | 343    | 662   | 13%   | 26%   | 오딘 Q 매출 1분기부터 반영 |
| 영업이익    | -82    | 57    | -100   | 145   | -     | 154%  | -90    | 68    | -     | 115%  |                  |
| 지배주주순이익 | -105   | 46    | -128   | 76    | -     | 67%   | -126   | 36    | -     | 112%  |                  |
| 영업이익률   | -23.1% | 7.8%  | -25.7% | 17.4% | -     | -     | -26.3% | 10.2% | -     | -     |                  |
| 순이익률    | -29.9% | 6.2%  | -33.0% | 9.2%  | -     | -     | -36.8% | 5.4%  | -     | -     |                  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 밸류에이션

| 구분                | 내용      | 비고                                           |
|-------------------|---------|----------------------------------------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 76      |                                              |
| Target P/E (배)    | 21      | 넥슨 2021년 P/E 평균<br>기존작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 1,602   |                                              |
| 주식 수 (천주)         | 106,745 |                                              |
| 목표주가 (원)          | 15,000  |                                              |
| 현재주가 (원)          | 10,180  |                                              |
| 상승여력              | 47.3%   |                                              |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

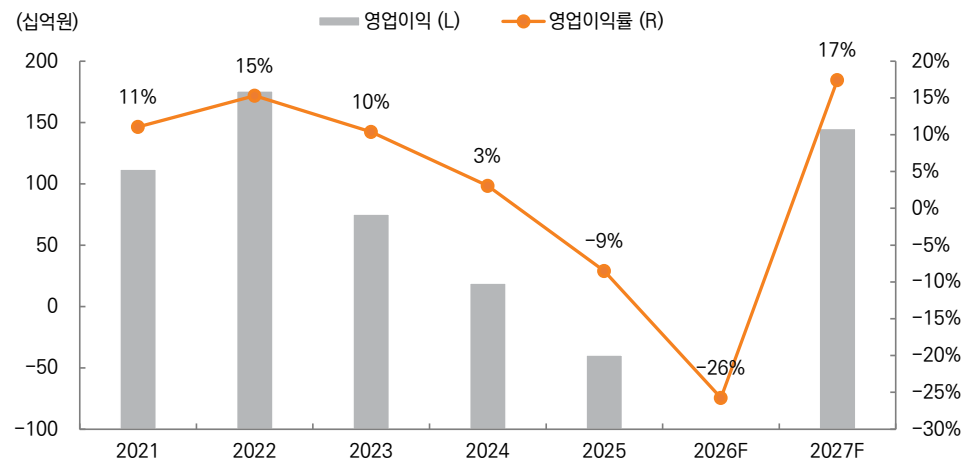
### 2027년 턴어라운드 본격화

2026년 연간 영업손실 1,000억원에서 2027년 영업이익 1,450억원으로 흑자 전환이 예상된다. 신작 공급 확대가 실적 개선의 주요 동력이다. 10월 8일 '도깨비의 세계'를 성공적으로 출시했으며, 연내 '아키에이지 크로니클' 출시를 계획하고 있다. 2027년에는 기대작 '오딘 Q'(1분기)를 포함한 신작 4종을 선보일 예정이다. 특히 경영진이 신작 출시 일정에 대한 높은 자신감을 보이고 있다는 점이 긍정적이다.

비용 구조 개선도 본격화되고 있다. 카카오게임즈는 비핵심 사업 정리와 조직 효율화를 통해 게임 중심으로 사업 구조를 재편하고 있으며, 인력 및 고정비 부담을 점진적으로 낮추고 있다. 특히 기존 개발 조직의 효율성을 높이고 핵심 프로젝트에 자원을 집중하는 전략은 AI 시대에 적합한 변화로 판단한다. 향후 AI 기반 개발 도구 도입이 확대되면 추가적인 생산성 향상과 비용 절감이 가능할 전망이다. 신작 매출 증가와 고정비 축소가 맞물리면서 2027년부터 영업 레버리지 효과가 본격화될 것으로 기대한다.

캐주얼 게임으로의 장르 다변화 역시 긍정적이다. 카카오게임즈는 미투온 인수를 통해 기존 MMORPG 중심의 포트폴리오를 다변화하고 신규 이익원을 확보할 계획이다. 또한 AI 기반 백엔드 개발 자동화 기업인 백엔드엑스에 전략적 투자를 단행하며 AI 역량도 강화하고 있다. 이를 통해 소규모 개발사의 제작 부담을 낮추고 유망 개발사를 조기에 발굴해 인수 및 퍼블리싱으로 연결하는 시너지가 기대된다. 결국 캐주얼 장르 확대와 AI 기술 투자가 맞물리면서 중장기 성장 기반이 강화될 것으로 판단한다.

그림 36. 카카오게임즈 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

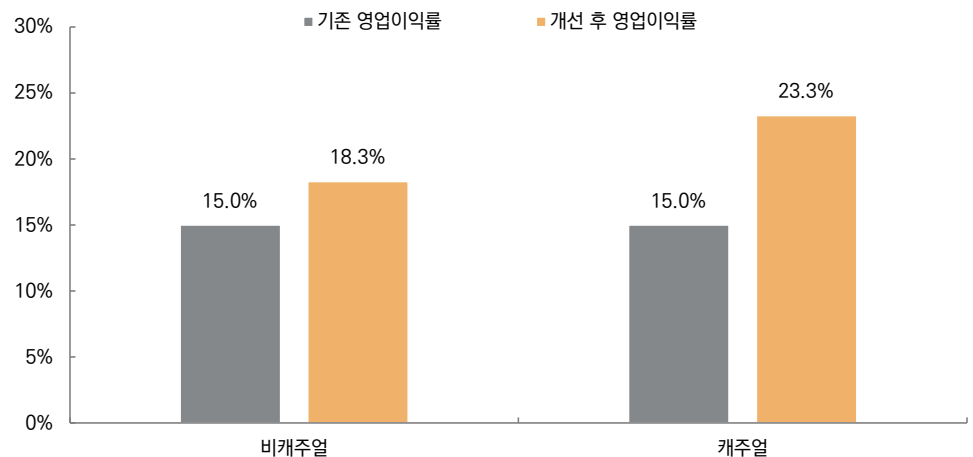
### AI가 개선하는 캐주얼 게임의 사업 구조

캐주얼 게임은 AI 도입에 따른 사업 구조 개선 효과가 빠르게 나타날 수 있는 장르다. MMORPG 등 코어 장르와 달리 개발 기간이 짧고, 다수의 게임을 출시한 뒤 이용자 반응에 따라 흥행작을 선별하는 구조다. 특히 하이퍼캐주얼에서 하이브리드캐주얼로 시장의 중심이 이동하면서 광고뿐 아니라 인앱결제(IAP)를 통한 수익화도 중요해지고 있다. AI를 활용한 개발 기간 단축과 제작비 절감은 동일한 예산으로 출시할 수 있는 게임 수를 늘리고 실패 비용을 낮춘다. 개별 게임의 흥행 확률이 높아지지 않더라도 출시 횟수 증가만으로 포트폴리오 전체의 기대수익이 개선될 수 있다.

광고 효율 개선에 따른 수익성 상승 효과도 크다. 캐주얼 게임은 이용자 획득을 위한 광고 집행이 매출 성장의 핵심 변수로, 공격적인 이용자 확보에 나서는 게임은 매출 대비 마케팅 비 비중이 40~60%에 달하기도 한다. 따라서 광고 효율의 소폭 개선만으로도 영업이익이 크게 증가할 수 있다. 생성형 AI를 활용한 광고 소재 제작과 타게팅 최적화는 이용자 획득 비용(CAC)을 낮추고, 결제 가능성과 장기 리텐션이 높은 이용자를 선별해 생애가치(LTV)를 높인다. 특히 이용자 데이터와 광고 집행 규모가 큰 퍼블리셔일수록 효과가 클 전망이다.

결과적으로 AI는 캐주얼 게임의 사업 구조를 소수 흥행작에 의존하는 모델에서 다수의 게임을 저비용으로 출시하고 데이터를 기반으로 성장시키는 모델로 변화시킬 전망이다. 개발비 절감은 신작 출시 비용을 낮추고, 광고 효율 개선은 흥행작의 매출 확대와 수익성 개선으로 연결된다. 특히 광고와 인앱결제를 병행하는 하이브리드캐주얼은 리텐션 개선에 따른 LTV 상승 효과도 기대할 수 있다. 이에 따라 게임 개발 역량뿐 아니라 흥행작을 빠르게 발굴하고 이용자를 장기간 유지하며 수익화하는 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

**그림 37. ROAS 개선에 따른 영업이익률 상승 효과 비교. 캐주얼 vs. 비캐주얼**



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 카카오게임즈 (293490)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025        | 2026F       | 2027F      | 2028F      |
|-----------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>      | <b>465</b>  | <b>388</b>  | <b>833</b> | <b>917</b> |
| 매출원가            | 0           | 0           | 0          | 0          |
| <b>매출총이익</b>    | <b>465</b>  | <b>388</b>  | <b>833</b> | <b>917</b> |
| 판매비와관리비         | 505         | 487         | 688        | 744        |
| <b>조정영업이익</b>   | <b>-40</b>  | <b>-100</b> | <b>145</b> | <b>173</b> |
| <b>영업이익</b>     | <b>-40</b>  | <b>-100</b> | <b>145</b> | <b>173</b> |
| <b>비영업손익</b>    | <b>-144</b> | <b>-72</b>  | <b>-9</b>  | <b>-7</b>  |
| 금융손익            | -37         | -34         | -33        | -30        |
| 관계기업등 투자손익      | -3          | -38         | 23         | 22         |
| 세전계속사업손익        | -184        | -172        | 136        | 166        |
| 계속사업법인세비용       | -44         | -26         | 27         | 33         |
| 계속사업이익          | -140        | -146        | 108        | 132        |
| 중단사업이익          | -3          | 0           | 0          | 0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>-143</b> | <b>-146</b> | <b>108</b> | <b>132</b> |
| 지배주주            | -100        | -128        | 76         | 93         |
| 비지배주주           | -43         | -17         | 32         | 39         |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>-212</b> | <b>-146</b> | <b>108</b> | <b>132</b> |
| 지배주주            | -169        | -116        | 87         | 106        |
| 비지배주주           | -43         | -29         | 22         | 27         |
| EBITDA          | 8           | -65         | 174        | 193        |
| FCF             | -52         | -165        | 130        | 185        |
| EBITDA 마진율 (%)  | 1.7         | -16.8       | 20.9       | 21.0       |
| 영업이익률 (%)       | -8.6        | -25.8       | 17.4       | 18.9       |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | -21.5       | -33.0       | 9.1        | 10.1       |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2025         | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>941</b>   | <b>1,043</b> | <b>1,181</b> | <b>1,377</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 492          | 673          | 804          | 978          |
| 매출채권 및 기타채권    | 31           | 30           | 37           | 41           |
| 재고자산           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 기타유동자산         | 418          | 340          | 340          | 358          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>1,736</b> | <b>1,692</b> | <b>1,671</b> | <b>1,653</b> |
| 관계기업투자등        | 10           | 10           | 10           | 11           |
| 유형자산           | 13           | 8            | 7            | 4            |
| 무형자산           | 1,348        | 1,323        | 1,303        | 1,285        |
| <b>자산총계</b>    | <b>2,677</b> | <b>2,735</b> | <b>2,852</b> | <b>3,030</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>514</b>   | <b>947</b>   | <b>951</b>   | <b>974</b>   |
| 매입채무 및 기타채무    | 66           | 67           | 69           | 76           |
| 단기금융부채         | 354          | 783          | 784          | 790          |
| 기타유동부채         | 94           | 97           | 98           | 108          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>965</b>   | <b>527</b>   | <b>531</b>   | <b>554</b>   |
| 장기금융부채         | 717          | 302          | 302          | 302          |
| 기타비유동부채        | 248          | 225          | 229          | 252          |
| <b>부채총계</b>    | <b>1,479</b> | <b>1,474</b> | <b>1,482</b> | <b>1,528</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>1,184</b> | <b>1,265</b> | <b>1,341</b> | <b>1,434</b> |
| 자본금            | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 자본잉여금          | 1,119        | 1,307        | 1,307        | 1,307        |
| 이익잉여금          | 137          | 9            | 85           | 179          |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>14</b>    | <b>-4</b>    | <b>29</b>    | <b>68</b>    |
| <b>자본총계</b>    | <b>1,198</b> | <b>1,261</b> | <b>1,370</b> | <b>1,502</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2025        | 2026F       | 2027F      | 2028F      |
|-----------------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-44</b>  | <b>-160</b> | <b>137</b> | <b>185</b> |
| 당기순이익                 | -143        | -146        | 108        | 132        |
| 비현금수익비용가감             | 209         | 42          | 88         | 83         |
| 유형자산감가상각비             | 19          | 10          | 8          | 3          |
| 무형자산상각비               | 28          | 24          | 21         | 17         |
| 기타                    | 162         | 8           | 59         | 63         |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -23         | -48         | 0          | 32         |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | 12          | 0           | 0          | -3         |
| 재고자산 감소(증가)           | 5           | 0           | 0          | 0          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | -12         | 0           | 0          | 0          |
| 법인세납부                 | -19         | 26          | -27        | -33        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-6</b>   | <b>151</b>  | <b>-7</b>  | <b>-16</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -8          | -5          | -7         | 0          |
| 무형자산감소(증가)            | -1          | 0           | 0          | 0          |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -268        | 158         | 0          | -16        |
| 기타투자활동                | 271         | -2          | 0          | 0          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-89</b>  | <b>223</b>  | <b>1</b>   | <b>6</b>   |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | -10         | 14          | 1          | 6          |
| 자본의 증가(감소)            | 20          | 188         | 0          | 0          |
| 배당금의 지급               | 0           | 0           | 0          | 0          |
| 기타재무활동                | -99         | 21          | 0          | 0          |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-137</b> | <b>180</b>  | <b>131</b> | <b>174</b> |
| 기초현금                  | 630         | 492         | 673        | 804        |
| 기말현금                  | 492         | 673         | 804        | 978        |

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

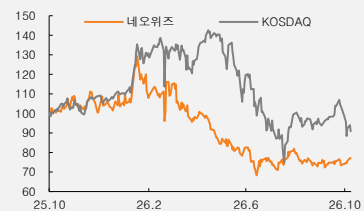
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x)         | -      | -      | 14.2   | 11.7   |
| P/CF (x)        | 19.0   | -      | 5.5    | 5.0    |
| P/B (x)         | 1.1    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| EV/EBITDA (x)   | 200.8  | -      | 6.3    | 5.0    |
| EPS (원)         | -1,186 | -1,294 | 714    | 872    |
| CFPS (원)        | 783    | -1,045 | 1,841  | 2,016  |
| BPS (원)         | 13,756 | 12,325 | 13,040 | 13,912 |
| DPS (원)         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 배당성향 (%)        | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 배당수익률 (%)       | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매출액증가율 (%)      | -25.9  | -16.6  | 114.8  | 10.1   |
| EBITDA증가율 (%)   | -91.1  | 적전     | 흑전     | 11.1   |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 적전     | 적지     | 흑전     | 19.0   |
| EPS증가율 (%)      | 적지     | 적지     | 흑전     | 22.1   |
| 매출채권 회전율 (회)    | 13.7   | 15.6   | 33.3   | 34.7   |
| 재고자산 회전율 (회)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| ROA (%)         | -4.9   | -5.4   | 3.9    | 4.5    |
| ROE (%)         | -7.9   | -10.5  | 5.9    | 6.7    |
| ROIC (%)        | -2.0   | -7.2   | 8.7    | 11.4   |
| 부채비율 (%)        | 123.4  | 116.9  | 108.2  | 101.7  |
| 유동비율 (%)        | 183.0  | 110.2  | 124.2  | 141.4  |
| 순차입금/자기자본 (%)   | 23.4   | 9.3    | -1.0   | -13.0  |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | -0.8   | -1.9   | 2.7    | 3.2    |

|                |           |
|----------------|-----------|
| 투자의견(유지)       | 매수        |
| 목표주가(하향)       | ▼ 24,000원 |
| 현재주가(26/10/20) | 18,450원   |
| 상승여력           | 30.1%     |

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| 영업이익(26F,십억원)           | 32     |
| Consensus 영업이익(26F,십억원) | 33     |
| EPS 성장률(26F,%)          | -3.3   |
| MKT EPS 성장률(26F,%)      | 277.0  |
| P/E(26F,x)              | 8.3    |
| MKT P/E(26F,x)          | 5.4    |
| KOSDAQ                  | 781.97 |
| 시가총액(십억원)               | 399    |
| 발행주식수(백만주)              | 22     |
| 유동주식비율(%)               | 51.3   |
| 외국인 보유비중(%)             | 20.6   |
| 베타(12M) 일간수익률           | 0.51   |
| 52주 최저가(원)              | 16,350 |
| 52주 최고가(원)              | 30,950 |

| (%)  | 1M   | 6M    | 12M   |
|------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 6.5  | -22.6 | -24.1 |
| 상대주가 | 12.7 | 16.2  | -15.0 |



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

095660 · 게임

## 네오위즈

## 기다림의 시기

## AI가 이끄는 게임산업의 구조적 성장

AI는 게임산업의 공급 확대와 비용 절감, 신규 수요 창출을 동시에 이끌 전망이다. 생성형 AI 기반 개발 도구의 확산으로 산업 내 신작 공급량(Q) 증가가 가속화되고 있다. 개발 공정 전반에 걸친 AI 활용과 자동화도 본격화되면서 개발 인력의 생산성 향상과 제작 기간 단축, 개발비 절감(C)이 예상된다.

네오위즈도 AI 기반 개발 및 운영 효율화에 나서고 있다. 사내 데이터와 AI를 연계해 코드 분석과 시스템 개선에 활용하고 있으며, 테스트와 운영 데이터 분석도 자동화하고 있다. 특히 'P의 거짓' 차기작 등 다수의 PC·콘솔 신작을 개발 중인 만큼, AI 기반 업무 효율화는 개발 기간 단축과 신작 공급 역량 강화에 기여할 전망이다.

## AI 광고 고도화, 새로운 성장 기회

AI 도입에 따른 광고 효율 개선도 새로운 기회 요인이다. AI 기반 이용자 분석과 타겟팅 고도화로 광고 효율이 개선되고 있으며, 광고 소재 제작 자동화도 확산되고 있다. 특히 모바일 게임은 마케팅 지출이 큰 만큼, 이용자 획득 비용(CAC) 절감과 광고 수익화 역량 강화가 수익성 개선의 핵심 변수로 작용할 전망이다.

동사는 자회사 티엔케이팩토리를 통해 모바일 광고 플랫폼을 확보하고 있다. 향후 AI 기반 광고 최적화 기술이 고도화될수록 광고 플랫폼의 경쟁력 강화가 기대된다. 자체 게임의 마케팅 효율 개선뿐 아니라 외부 광고주 확보에도 유리하게 작용해 중장기 성장 기반을 강화할 전망이다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 24,000원으로 하향

타겟 멀티플 하향(17배→13배)을 반영해 목표주가를 26,000원에서 24,000원으로 하향한다. 타겟 P/E 13배는 26년 12MF P/E 평균이다. AI 기반 개발 효율화와 광고 플랫폼 경쟁력 강화에 따른 중장기 수익성 개선 가능성은 긍정적이다. 다만 신작 공백으로 단기적인 주가 모멘텀 발생은 어려울 것으로 판단한다.

27년 이후 신작 성과를 바라보며 중장기 관점에서 접근할 시기다. '브라운더스트2'의 성장만으로 유의미한 실적 반전을 기대하기는 어렵다. 향후 '프로젝트 CF', '프로젝트 Rubicon', 'P의 거짓' 차기작, '프로젝트 Windi', '프로젝트 FN' 등 주요 신작의 구체적인 정보 공개와 출시 일정 가시화가 주가 반등의 핵심 변수가 될 전망이다.

| 결산기 (12월)  | 2024  | 2025  | 2026F | 2027F | 2028F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (십억원)  | 367   | 433   | 416   | 446   | 491   |
| 영업이익 (십억원) | 33    | 60    | 32    | 48    | 66    |
| 영업이익률 (%)  | 9.0   | 13.9  | 7.7   | 10.8  | 13.4  |
| 순이익 (십억원)  | 2     | 50    | 48    | 40    | 55    |
| EPS (원)    | 109   | 2,287 | 2,212 | 1,848 | 2,546 |
| ROE (%)    | 0.5   | 9.8   | 8.7   | 6.8   | 8.7   |
| P/E (배)    | 173.6 | 10.6  | 8.3   | 10.0  | 7.2   |
| P/B (배)    | 0.8   | 0.9   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 배당수익률 (%)  | 0.0   | 1.2   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

|         | 1Q26   | 2Q26   | 3Q26F  | 4Q26F | 1Q27F  | 2Q27F | 3Q27F | 4Q27F | 2024  | 2025  | 2026F  | 2027F |
|---------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액     | 101.4  | 102.1  | 107.1  | 105.5 | 102.0  | 108.2 | 118.9 | 117.2 | 366.8 | 432.7 | 416.1  | 446.3 |
| (% YoY) | 13.9%  | -7.2%  | -15.9% | -0.8% | 0.6%   | 6.0%  | 11.0% | 11.1% | 0.3%  | 18.0% | -3.8%  | 7.3%  |
| PC/콘솔   | 39.5   | 37.3   | 37.1   | 39.7  | 37.5   | 42.9  | 47.1  | 49.8  | 156.3 | 198.5 | 153.6  | 177.2 |
| 모바일     | 51.4   | 53.2   | 56.7   | 52.5  | 53.5   | 53.1  | 57.8  | 53.5  | 173.2 | 195.6 | 213.7  | 217.8 |
| 기타      | 10.5   | 11.6   | 13.3   | 13.3  | 11.0   | 12.2  | 14.0  | 14.0  | 37.3  | 38.7  | 48.8   | 51.2  |
| 영업비용    | 94.5   | 94.1   | 98.7   | 96.4  | 96.6   | 97.6  | 103.4 | 101.1 | 333.9 | 372.7 | 383.7  | 398.7 |
| 인건비     | 39.6   | 36.4   | 36.4   | 36.8  | 37.5   | 37.9  | 38.3  | 38.7  | 157.2 | 159.6 | 149.1  | 152.4 |
| 지급수수료   | 35.0   | 34.5   | 38.8   | 36.1  | 36.8   | 37.2  | 42.4  | 39.6  | 94.4  | 138.1 | 144.4  | 156.1 |
| 마케팅비    | 7.3    | 10.7   | 11.0   | 11.0  | 9.7    | 9.8   | 10.0  | 10.1  | 35.1  | 30.8  | 40.0   | 39.7  |
| D&A     | 3.4    | 3.4    | 3.4    | 3.5   | 3.5    | 3.5   | 3.5   | 3.6   | 17.3  | 15.9  | 13.7   | 14.1  |
| 기타      | 9.1    | 9.1    | 9.1    | 9.1   | 9.1    | 9.1   | 9.1   | 9.1   | 29.9  | 28.3  | 36.4   | 36.4  |
| 영업이익    | 7.0    | 7.9    | 8.4    | 9.1   | 5.4    | 10.6  | 15.5  | 16.1  | 32.9  | 60.0  | 32.4   | 47.6  |
| (% YoY) | -32.0% | -57.3% | -68.1% | 93.0% | -21.8% | 33.2% | 83.8% | 77.5% | 4.2%  | 82.2% | -46.0% | 46.9% |
| 영업이익률   | 6.9%   | 7.8%   | 7.9%   | 8.6%  | 5.3%   | 9.8%  | 13.0% | 13.7% | 9.0%  | 13.9% | 7.8%   | 10.7% |
| 지배주주순이익 | 16.2   | 18.6   | 5.6    | 7.6   | 4.6    | 8.9   | 13.0  | 13.5  | 2.4   | 50.0  | 48.0   | 40.0  |
| 순이익률    | 16.0%  | 18.2%  | 5.2%   | 7.2%  | 4.5%   | 8.2%  | 11.0% | 11.5% | 0.7%  | 11.5% | 11.5%  | 9.0%  |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

|         | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경률   |       | 컨센서스  |       | 과리율   |       | 변경 사유  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|         | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F | 2026F | 2027F |        |
| 매출액     | 418   | 445   | 416   | 446   | 0%    | 0%    | 415   | 479   | 0%    | -7%   | 인건비 하향 |
| 영업이익    | 31    | 39    | 32    | 48    | 4%    | 21%   | 33    | 48    | -2%   | -1%   |        |
| 지배주주순이익 | 36    | 33    | 48    | 40    | 32%   | 21%   | 50    | 46    | -4%   | -13%  |        |
| 영업이익률   | 7.4%  | 8.8%  | 7.8%  | 10.7% | -     | -     | 8.0%  | 10.1% | -     | -     |        |
| 순이익률    | 8.7%  | 7.4%  | 11.5% | 9.0%  | -     | -     | 12.0% | 9.7%  | -     | -     |        |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 밸류에이션

| 구분                | 내용     | 비고              |
|-------------------|--------|-----------------|
| 27F 지배주주순이익 (십억원) | 40     |                 |
| Target P/E (배)    | 13     | 26년 12MF P/E 평균 |
| 목표 시가총액 (십억원)     | 520    |                 |
| 주식 수 (천주)         | 21,636 |                 |
| 목표주가 (원)          | 24,000 |                 |
| 현재주가 (원)          | 18,450 |                 |
| 상승여력              | 30.1%  |                 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 네오위즈 (095660)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원)           | 2025       | 2026F      | 2027F      | 2028F      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>      | <b>433</b> | <b>416</b> | <b>446</b> | <b>491</b> |
| 매출원가            | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>매출총이익</b>    | <b>433</b> | <b>416</b> | <b>446</b> | <b>491</b> |
| 판매비와관리비         | 373        | 384        | 399        | 426        |
| <b>조정영업이익</b>   | <b>60</b>  | <b>32</b>  | <b>48</b>  | <b>66</b>  |
| <b>영업이익</b>     | <b>60</b>  | <b>32</b>  | <b>48</b>  | <b>66</b>  |
| <b>비영업손익</b>    | <b>3</b>   | <b>26</b>  | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 금융손익            | 5          | 6          | 6          | 7          |
| 관계기업등 투자손익      | 0          | 20         | -6         | -7         |
| 세전계속사업손익        | 63         | 58         | 48         | 66         |
| 계속사업법인세비용       | 18         | 12         | 10         | 13         |
| 계속사업이익          | 45         | 46         | 38         | 52         |
| 중단사업이익          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>45</b>  | <b>46</b>  | <b>38</b>  | <b>52</b>  |
| 지배주주            | 50         | 48         | 40         | 55         |
| 비지배주주           | -5         | -2         | -2         | -3         |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>43</b>  | <b>46</b>  | <b>38</b>  | <b>52</b>  |
| 지배주주            | 48         | 52         | 42         | 58         |
| 비지배주주           | -5         | -5         | -4         | -6         |
| EBITDA          | 76         | 46         | 60         | 77         |
| FCF             | 75         | 26         | 44         | 57         |
| EBITDA 마진율 (%)  | 17.6       | 11.1       | 13.5       | 15.7       |
| 영업이익률 (%)       | 13.9       | 7.7        | 10.8       | 13.4       |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 11.5       | 11.5       | 9.0        | 11.2       |

## 예상 재무상태표 (요약)

| (십억원)          | 2025       | 2026F      | 2027F      | 2028F      |
|----------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>유동자산</b>    | <b>381</b> | <b>373</b> | <b>410</b> | <b>457</b> |
| 현금 및 현금성자산     | 72         | 119        | 155        | 201        |
| 매출채권 및 기타채권    | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 재고자산           | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 기타유동자산         | 308        | 253        | 254        | 255        |
| <b>비유동자산</b>   | <b>298</b> | <b>319</b> | <b>315</b> | <b>315</b> |
| 관계기업투자등        | 22         | 33         | 33         | 33         |
| 유형자산           | 85         | 85         | 87         | 89         |
| 무형자산           | 79         | 67         | 62         | 59         |
| <b>자산총계</b>    | <b>679</b> | <b>691</b> | <b>725</b> | <b>772</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>108</b> | <b>81</b>  | <b>82</b>  | <b>82</b>  |
| 매입채무 및 기타채무    | 27         | 25         | 25         | 25         |
| 단기금융부채         | 1          | 1          | 1          | 1          |
| 기타유동부채         | 80         | 55         | 56         | 56         |
| <b>비유동부채</b>   | <b>16</b>  | <b>14</b>  | <b>14</b>  | <b>15</b>  |
| 장기금융부채         | 2          | 2          | 2          | 2          |
| 기타비유동부채        | 14         | 12         | 12         | 13         |
| <b>부채총계</b>    | <b>124</b> | <b>95</b>  | <b>96</b>  | <b>97</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>531</b> | <b>573</b> | <b>607</b> | <b>656</b> |
| 자본금            | 11         | 11         | 11         | 11         |
| 자본잉여금          | 80         | 80         | 80         | 80         |
| 이익잉여금          | 521        | 563        | 597        | 646        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>25</b>  | <b>23</b>  | <b>21</b>  | <b>19</b>  |
| <b>자본총계</b>    | <b>556</b> | <b>596</b> | <b>628</b> | <b>675</b> |

## 예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원)                 | 2025        | 2026F     | 2027F     | 2028F      |
|-----------------------|-------------|-----------|-----------|------------|
| <b>영업활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>76</b>   | <b>31</b> | <b>50</b> | <b>64</b>  |
| 당기순이익                 | 45          | 46        | 38        | 52         |
| 비현금수익비용가감             | 43          | 20        | 16        | 18         |
| 유형자산감가상각비             | 4           | 4         | 5         | 5          |
| 무형자산상각비               | 11          | 9         | 8         | 6          |
| 기타                    | 28          | 7         | 3         | 7          |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동      | -3          | -29       | 0         | 0          |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가)   | -14         | 0         | 0         | 0          |
| 재고자산 감소(증가)           | 0           | 0         | 0         | 0          |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소)   | 12          | -2        | 0         | 0          |
| 법인세납부                 | -13         | -12       | -10       | -13        |
| <b>투자활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-117</b> | <b>57</b> | <b>-9</b> | <b>-12</b> |
| 유형자산처분(취득)            | -1          | -5        | -6        | -7         |
| 무형자산감소(증가)            | -1          | 2         | -2        | -4         |
| 장단기금융자산의 감소(증가)       | -34         | 57        | -1        | -1         |
| 기타투자활동                | -81         | 3         | 0         | 0          |
| <b>재무활동으로 인한 현금흐름</b> | <b>-6</b>   | <b>-6</b> | <b>-6</b> | <b>-6</b>  |
| 장단기금융부채의 증가(감소)       | 0           | 0         | 0         | 0          |
| 자본의 증가(감소)            | -50         | 0         | 0         | 0          |
| 배당금의 지급               | 0           | -6        | -6        | -6         |
| 기타재무활동                | 44          | 0         | 0         | 0          |
| <b>현금의 증가</b>         | <b>-45</b>  | <b>48</b> | <b>35</b> | <b>46</b>  |
| 기초현금                  | 117         | 72        | 119       | 155        |
| 기말현금                  | 72          | 119       | 155       | 201        |

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

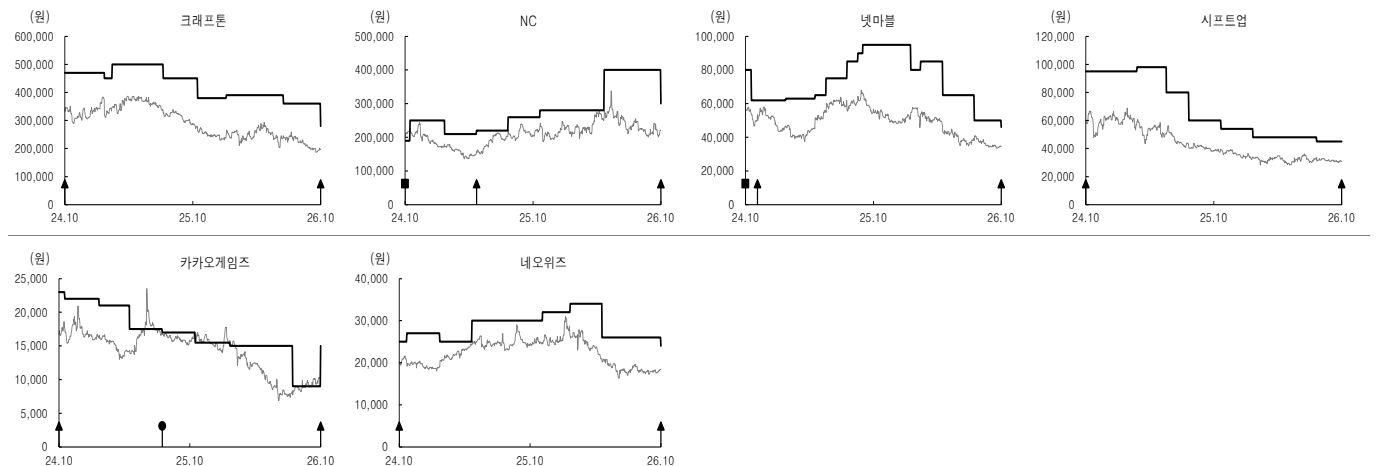
## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

|                 | 2025    | 2026F  | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|---------|--------|---------|---------|
| P/E (x)         | 10.6    | 8.3    | 10.0    | 7.2     |
| P/CF (x)        | 6.0     | 6.1    | 7.4     | 5.7     |
| P/B (x)         | 0.9     | 0.6    | 0.6     | 0.6     |
| EV/EBITDA (x)   | 4.6     | 2.8    | 1.5     | 0.5     |
| EPS (원)         | 2,287   | 2,212  | 1,848   | 2,546   |
| CFPS (원)        | 4,020   | 3,049  | 2,488   | 3,243   |
| BPS (원)         | 26,989  | 29,205 | 30,781  | 33,056  |
| DPS (원)         | 303     | 303    | 303     | 303     |
| 배당성향 (%)        | 13.3    | 12.6   | 15.4    | 11.2    |
| 배당수익률 (%)       | 1.2     | 1.6    | 1.6     | 1.6     |
| 매출액증가율 (%)      | 18.0    | -3.8   | 7.3     | 10.1    |
| EBITDA증가율 (%)   | 51.1    | -39.3  | 29.8    | 28.6    |
| 조정영업이익증가율 (%)   | 82.2    | -46.0  | 46.9    | 37.8    |
| EPS증가율 (%)      | 2,001.2 | -3.3   | -16.4   | 37.8    |
| 매출채권 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| 재고자산 회전율 (회)    | 1,251.0 | 783.6  | 832.1   | 907.3   |
| 매입채무 회전율 (회)    | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 0.0     |
| ROA (%)         | 6.9     | 6.8    | 5.4     | 7.0     |
| ROE (%)         | 9.8     | 8.7    | 6.8     | 8.7     |
| ROIC (%)        | 26.4    | 16.3   | 23.4    | 32.6    |
| 부채비율 (%)        | 22.2    | 16.0   | 15.3    | 14.4    |
| 유동비율 (%)        | 353.4   | 461.7  | 502.4   | 555.1   |
| 순차입금/자기자본 (%)   | -37.8   | -49.5  | -52.7   | -56.0   |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 1,228.8 | 702.5  | 1,029.8 | 1,415.8 |

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

| 제시일자          | 투자의견        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            | 제시일자            | 투자의견        | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|---------------|-------------|---------|--------|------------|-----------------|-------------|---------|--------|------------|
|               |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |                 |             |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 크래프톤 (259960) |             |         |        |            | 2024.11.25      | 매수          | 62,000  | -18.45 | -6.45      |
| 2026.10.22    | 매수          | 280,000 | -      | -          | 2024.11.08      | Trading Buy | 62,000  | -20.59 | -18.39     |
| 2026.07.08    | 매수          | 360,000 | -38.95 | -28.06     | 2024.08.09      | Trading Buy | 80,000  | -26.43 | -21.00     |
| 2026.01.26    | 매수          | 390,000 | -36.11 | -24.74     | 시프트업 (462870)   |             |         |        |            |
| 2025.11.05    | 매수          | 380,000 | -34.67 | -27.63     | 2026.08.12      | 매수          | 45,000  | -      | -          |
| 2025.07.30    | 매수          | 450,000 | -31.17 | -24.67     | 2026.02.11      | 매수          | 48,000  | -33.30 | -24.48     |
| 2025.03.06    | 매수          | 500,000 | -27.47 | -22.80     | 2025.11.12      | 매수          | 54,000  | -33.45 | -27.22     |
| 2025.02.12    | 매수          | 450,000 | -26.63 | -23.56     | 2025.08.12      | 매수          | 60,000  | -33.01 | -27.00     |
| 2024.08.13    | 매수          | 470,000 | -29.55 | -18.51     | 2025.06.09      | 매수          | 80,000  | -42.16 | -29.88     |
| NC (036570)   |             |         |        |            | 2025.03.17      | 매수          | 98,000  | -46.02 | -38.06     |
| 2026.10.22    | 매수          | 300,000 | -      | -          | 2024.09.11      | 매수          | 95,000  | -37.11 | -27.58     |
| 2026.05.13    | 매수          | 400,000 | -40.29 | -15.50     | 카카오게임즈 (293490) |             |         |        |            |
| 2025.11.11    | 매수          | 280,000 | -19.76 | -0.89      | 2026.10.22      | 매수          | 15,000  | -      | -          |
| 2025.08.12    | 매수          | 260,000 | -18.45 | -7.69      | 2026.08.05      | 중립          | 9,000   | 2.10   | 14.44      |
| 2025.05.14    | 매수          | 220,000 | -15.00 | -2.95      | 2026.02.11      | 중립          | 15,000  | -27.57 | 4.73       |
| 2025.02.12    | Trading Buy | 210,000 | -25.64 | -15.05     | 2025.11.06      | 중립          | 15,500  | 1.00   | 14.58      |
| 2024.11.05    | Trading Buy | 250,000 | -20.68 | -2.20      | 2025.08.06      | 중립          | 17,000  | -5.37  | -0.41      |
| 2024.08.06    | Trading Buy | 190,000 | 2.09   | 18.16      | 2025.05.07      | 매수          | 17,500  | -2.88  | 34.29      |
| 넷마블 (251270)  |             |         |        |            | 2025.02.11      | 매수          | 21,000  | -28.58 | -20.57     |
| 2026.10.22    | 매수          | 46,000  | -      | -          | 2024.11.07      | 매수          | 22,000  | -22.40 | -5.00      |
| 2026.08.06    | 매수          | 50,000  | -27.77 | -18.20     | 2024.08.07      | 매수          | 23,000  | -24.34 | -18.52     |
| 2026.05.08    | 매수          | 65,000  | -39.16 | -30.92     | 네오위즈 (095660)   |             |         |        |            |
| 2026.03.06    | 매수          | 85,000  | -39.92 | -35.06     | 2026.10.22      | 매수          | 24,000  | -      | -          |
| 2026.02.06    | 매수          | 80,000  | -31.40 | -27.63     | 2026.05.11      | 매수          | 26,000  | -28.97 | -19.81     |
| 2025.09.22    | 매수          | 95,000  | -44.10 | -31.37     | 2026.02.11      | 매수          | 34,000  | -27.56 | -18.24     |
| 2025.09.08    | 매수          | 90,000  | -28.96 | -24.44     | 2025.11.26      | 매수          | 32,000  | -18.17 | -3.28      |
| 2025.08.08    | 매수          | 85,000  | -29.55 | -26.82     | 2025.05.13      | 매수          | 30,000  | -17.23 | -3.33      |
| 2025.06.09    | 매수          | 75,000  | -19.42 | -14.93     | 2025.02.12      | 매수          | 25,000  | -11.89 | -2.40      |
| 2025.05.09    | 매수          | 65,000  | -20.10 | -14.00     | 2024.11.12      | 매수          | 27,000  | -28.41 | -24.26     |
| 2025.02.14    | 매수          | 63,000  | -32.95 | -24.92     | 2024.08.12      | 매수          | 25,000  | -16.47 | -12.80     |

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

| 기업                                       | 산업                                         |
|------------------------------------------|--------------------------------------------|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상    | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준          |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상  | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화 |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

## 투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도    |
|--------|-----------------|--------|-------|
| 89.66% | 0%              | 9.77%  | 0.57% |

\* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NC, 넷마블, 크래프톤, 카카오게임즈 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.