

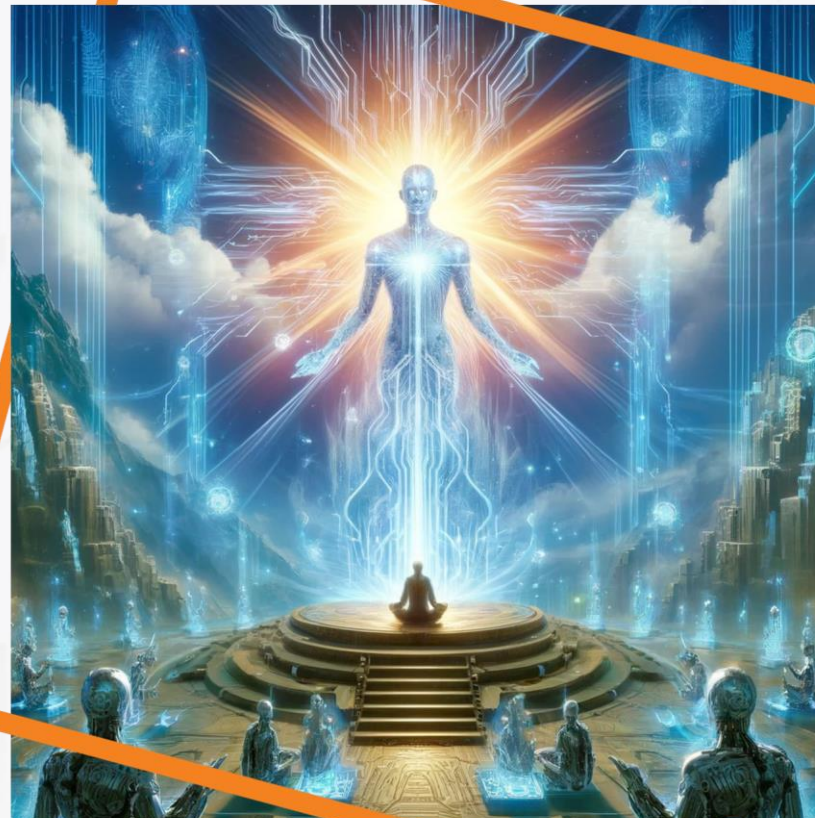
[2024 하반기 전망]

인터넷/게임 (비중확대)

성장주 옥석 가리기

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com





CONTENTS

[요약] 인터넷 불확실성 지속, 게임은 반등 시작	03
I. 광고	04
II. 전자상거래	10
III. 콘텐츠	19
IV. 라이브 스트리밍	22
V. 게임	26
VI . Valuation	34
종목 분석	38
NAVER (035420)	
카카오 (035720)	
SOOP (067160)	
카페24 (042000)	
크래프톤 (259960)	
위메이드 (112040)	
넷마블 (251270)	
넥슨게임즈 (225570)	
유니티 (U US)	

[요약] 인터넷 불확실성 지속, 게임은 반등 시작

구조적 성장성을 살피자

- 2H24 인터넷은 불확실성 지속, 게임은 비용 절감 효과 본격화 전망
 - ① 광고: 미드싱글 수준 성장세 회복. 중국 직구 플랫폼 광고 집행에 따른 DA 수혜 지속 전망
 - ② 전자상거래: 시장 성장률은 10% 수준을 회복. 그러나 NAVER, 쿠팡 GMV는 둔화세 심화
 - ③ 웹툰: Flat 수준으로 성장률 하락 전망. 경쟁 격화로 일본 지역에서의 둔화세 심화될 전망
 - ④ 게임: C 개선에 따른 이익 서프라이즈 하반기 지속 전망. 크래프톤과 위메이드는 기대작 출시 임박
- 최선희주: 카페24, 크래프톤

기업명	투자포인트
카페24	1) 국내 라이브커머스 시장 성장의 최대 수혜주 - 국내 라이브커머스 시장은 23년 3조원 규모에서 26년 10조원까지 연평균 50% 성장 전망 2) 유튜브쇼핑 성장과 함께 동사 수혜 본격화 전망 - 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 것 - 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원(수수료 0.8% 가정) 전망 3) 올해부터 시작되는 턴어라운드 - 24F 매출액 2,910억원(+5% YoY), 영업이익 180억원(흑자전환 YoY) - 23년 6%에 그쳤던 동사 GMV YoY 성장률은 24년 13%까지 회복 전망
크래프톤	1) 여전히 높게 유지 중인 PUBG 트래픽 - 12월 이후 PC 트래픽 높은 수준 유지 중. 5월 최고 동접자는 60만명대로 YoY 50% 이상 성장 2) 2분기 이후에도 탑라인 서프라이즈 가능성 존재 - 높은 수준의 PC 트래픽을 기반으로 한 PC 부문 호조 지속 전망 - 1분기 프로모션 강도 약화로 부진했던 중국도 프로모션 정상화에 돌입 3) 하반기 신작 출시, 인도 확장 스토리 전개 - 다크앤다커 모바일, 인조이 연내 출시 예정. CBT 진행, 출시 일정 구체화로 모멘텀 발생 전망 - 인도 최대 퍼블리셔를 목표로 한 퍼블리싱 사업 확장 본격화. 연내 쿠키런 킹덤 출시 예정

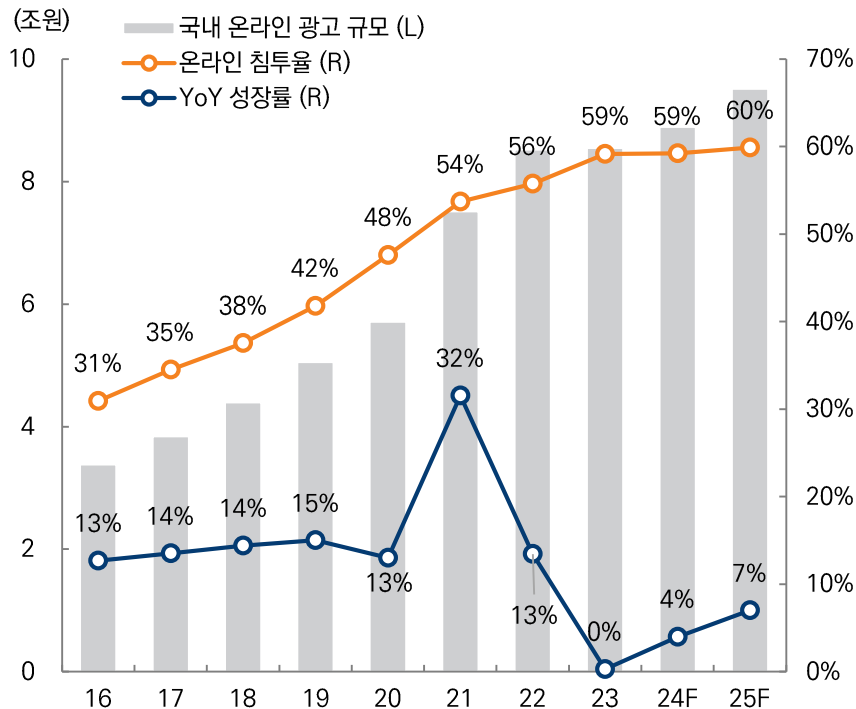
I
—
광고

I. 광고

24년 성장세 회복 전망

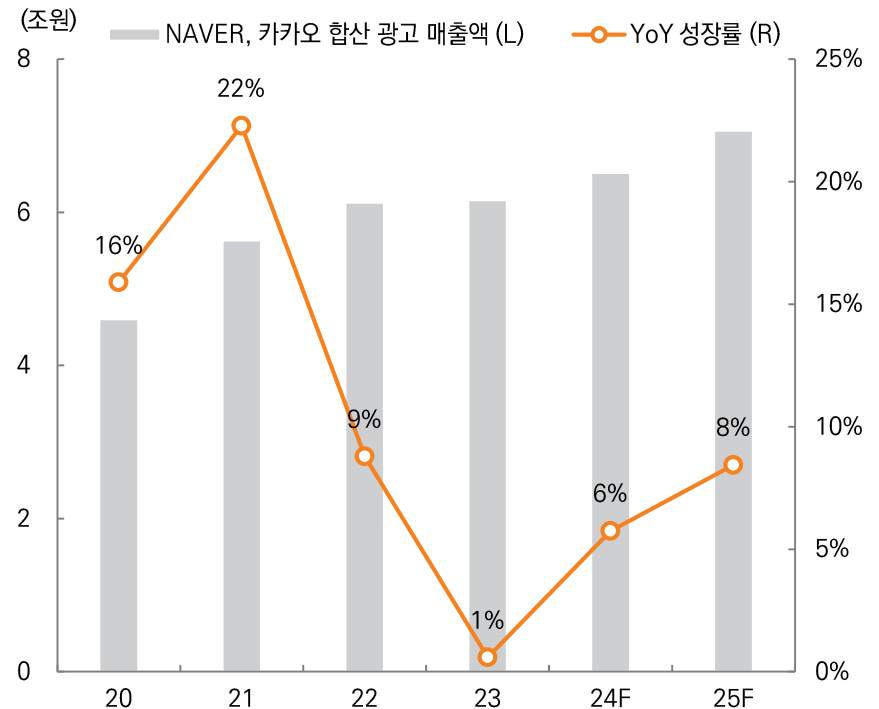
- 23년 전체 광고 시장은 YoY 10% 이상의 역성장. 온라인 광고 시장은 YoY Flat 수준으로 방어
- 24년 온라인 광고 시장 성장률은 4%까지 회복 전망. 광고 집행비 점진적 회복 예상
- 24년 온라인 광고 침투율은 59% 전망. 방송 광고 시장 부진 장기화 영향

국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER, 카카오 합산 광고 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

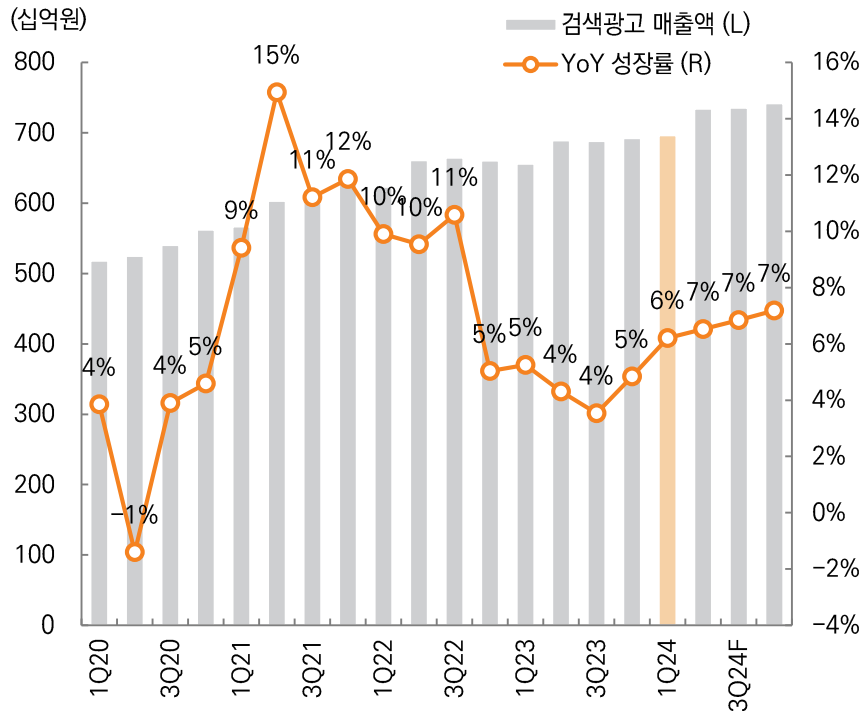
I. 광고

NAVER

: DA 회복이 관건

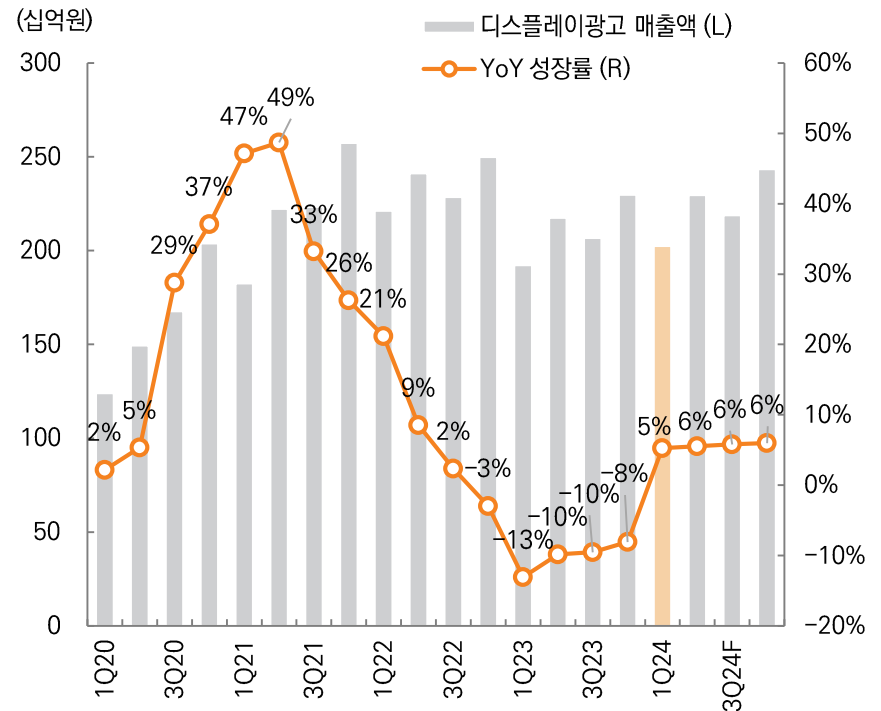
- 구매전환율이 높은 검색 광고는 광고 경기에 비탄력적. 5% 이상의 견조한 성장률을 유지
- 23년 10% 이상의 역성장을 지속한 디스플레이 광고의 회복세 나타나기 시작
- 중국 직구 플랫폼의 국내 시장 공략 본격화에 따른 수혜도 발생하는 중

NAVER 검색 광고 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER 디스플레이 광고 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

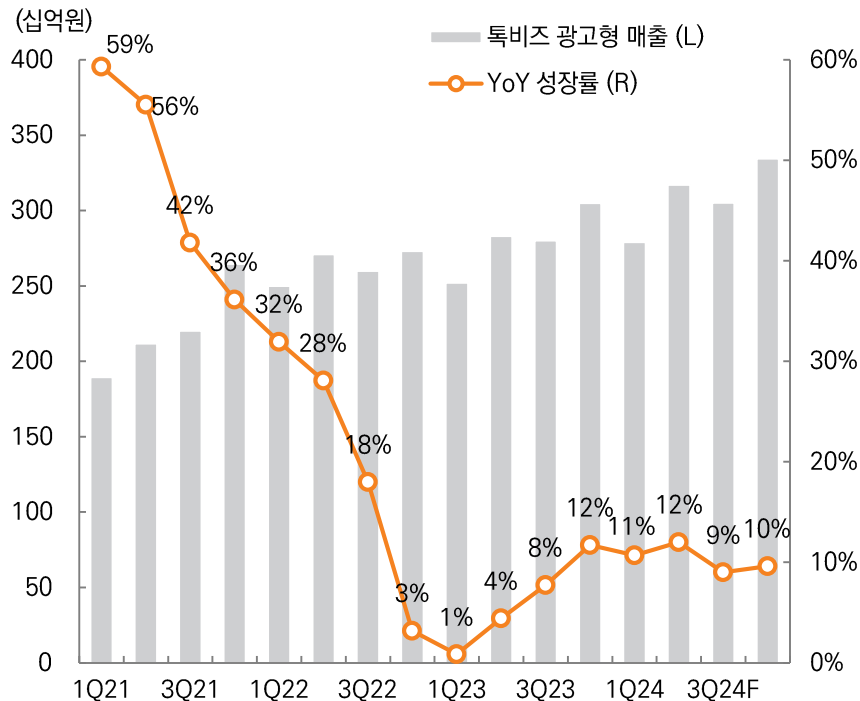
I. 광고

카카오

: 메시지형 광고 고성장

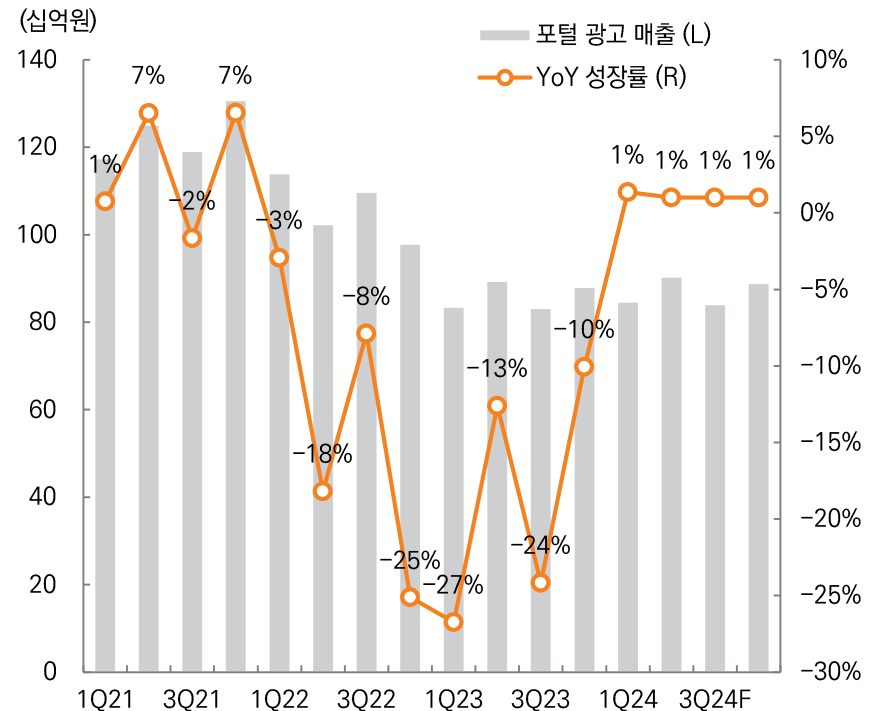
- 비즈보드 광고는 10% 수준의 YoY 성장세, 메시지형 광고는 15% 수준의 성장세 지속
- 포털 광고는 역성장에서 Flat 수준으로 성장세 회복. 중국 광고주 증가 수혜

카카오 특비즈 광고형 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 포털 광고 매출



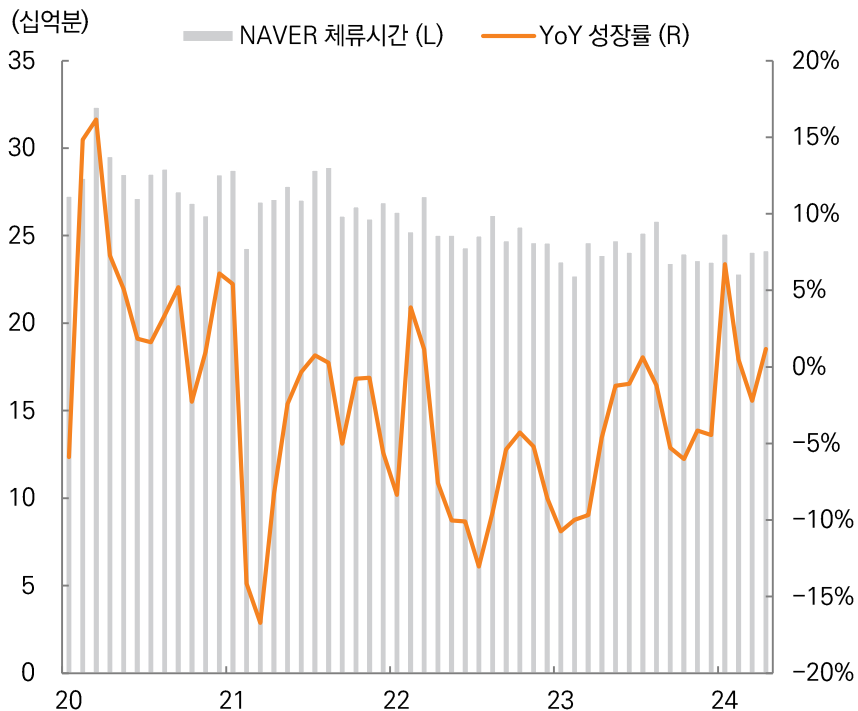
자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 광고

체류시간 추이

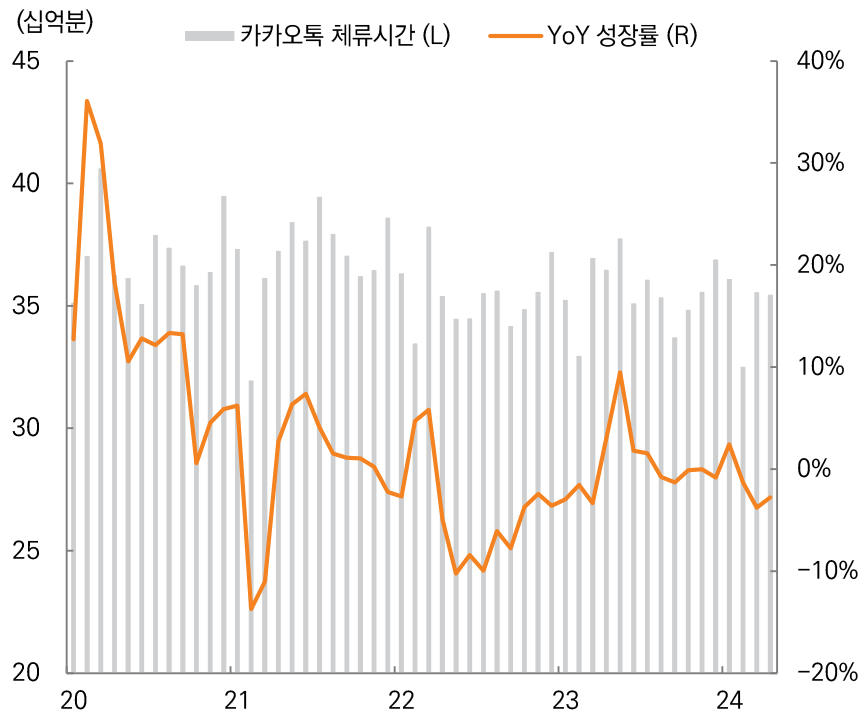
- 20년, 21년: 코로나로 인한 실내 체류시간 증가로 플랫폼 체류시간 급증
- 22년: 리오프닝 효과로 플랫폼 체류시간 감소
- 23년 이후: 체류시간 정상화. 현재는 YoY Flat 수준

NAVER 월간 총체류시간



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오톡 월간 총체류시간



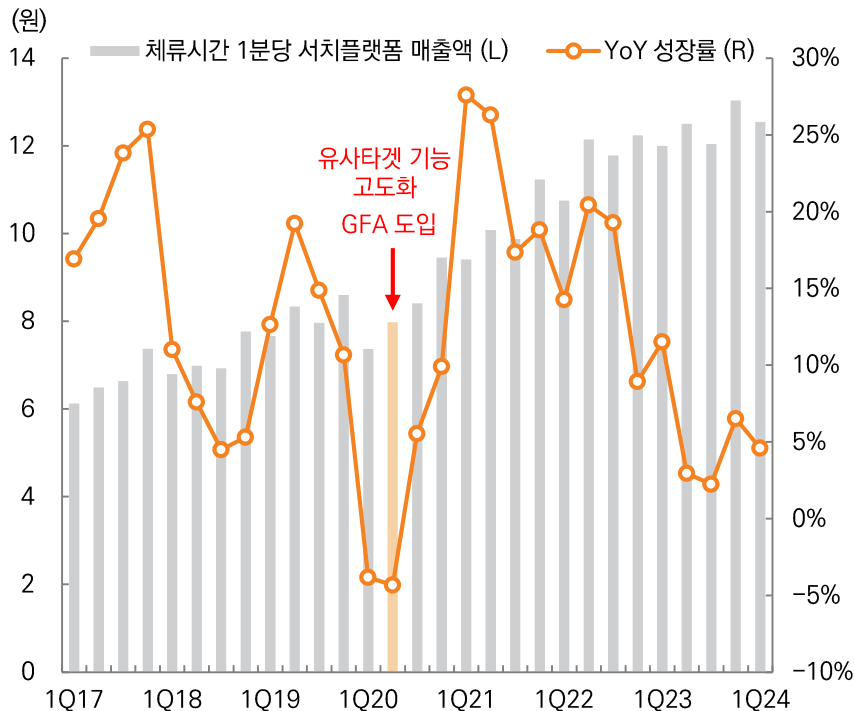
자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 광고

체류시간당 광고 매출 추이

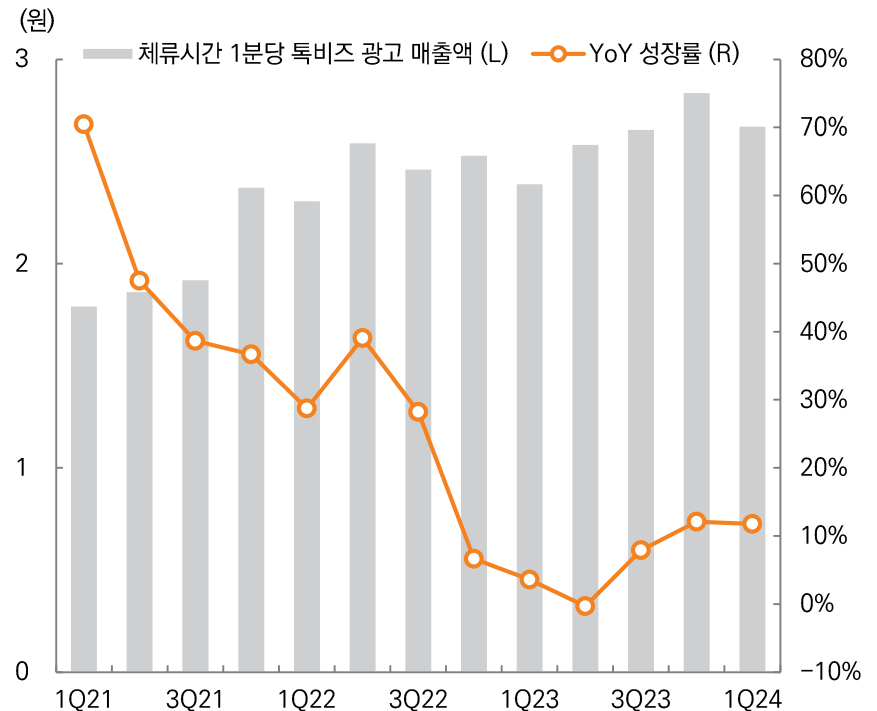
- NAVER의 체류시간당 광고 매출액은 본격적으로 타겟팅을 고도화하기 시작한 2Q20 이후 급증
- 25년 AI 신규 광고 상품(Clova for AD)의 상용화 이후 광고 단가의 상승 기대
- 카카오는 구매전환율이 높은 메시지형 광고가 고성장하며 특비즈 광고 성장을 견인 중
- 하반기 친구탭, 오픈채팅탭 인벤토리 활용률도 크게 올라올 것으로 기대

NAVER 체류시간당 광고 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 체류시간당 광고 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

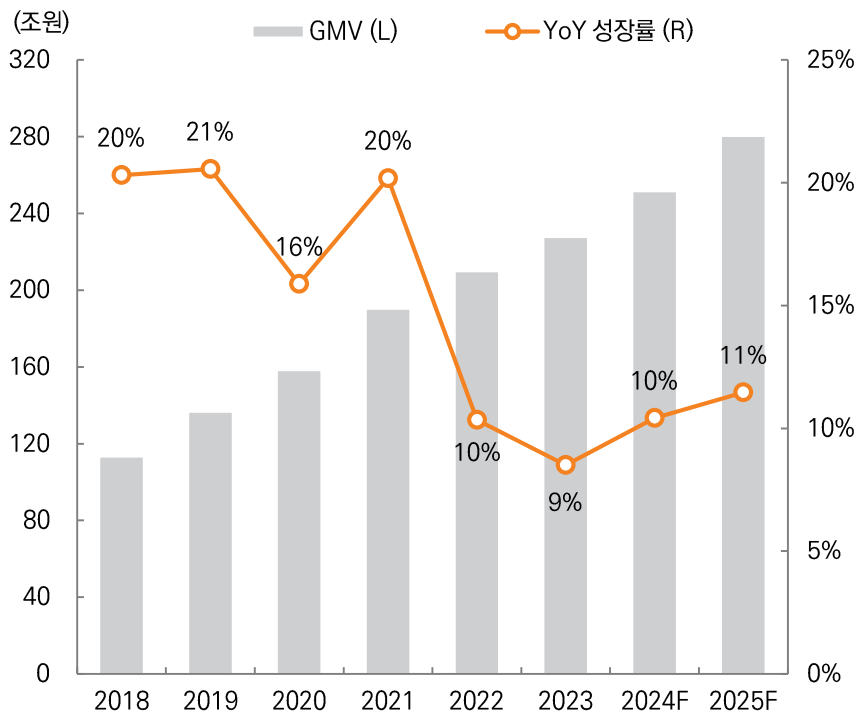
II
—
전자상거래

II. 전자상거래

저성장 국면 지속

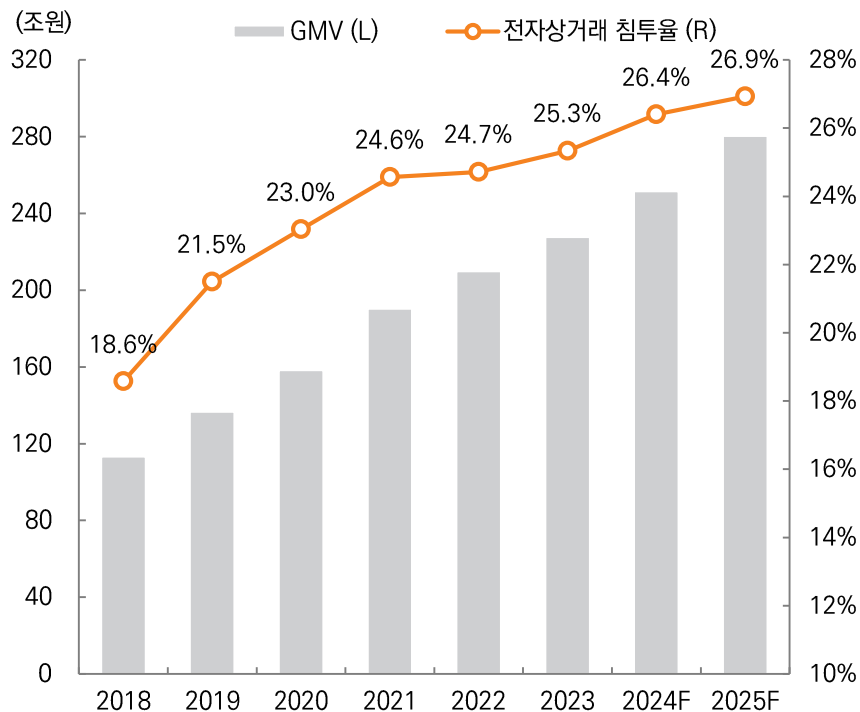
- 24년 국내 전자상거래 시장 YoY 10% 성장 예상. 23년 9% 수준에서 성장세 일부 회복 전망
- 24년 예상 전자상거래 침투율은 26.4%로 상승 전망(23년: 25.3%)

국내 전자상거래 시장 규모



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 전자상거래 시장 침투율



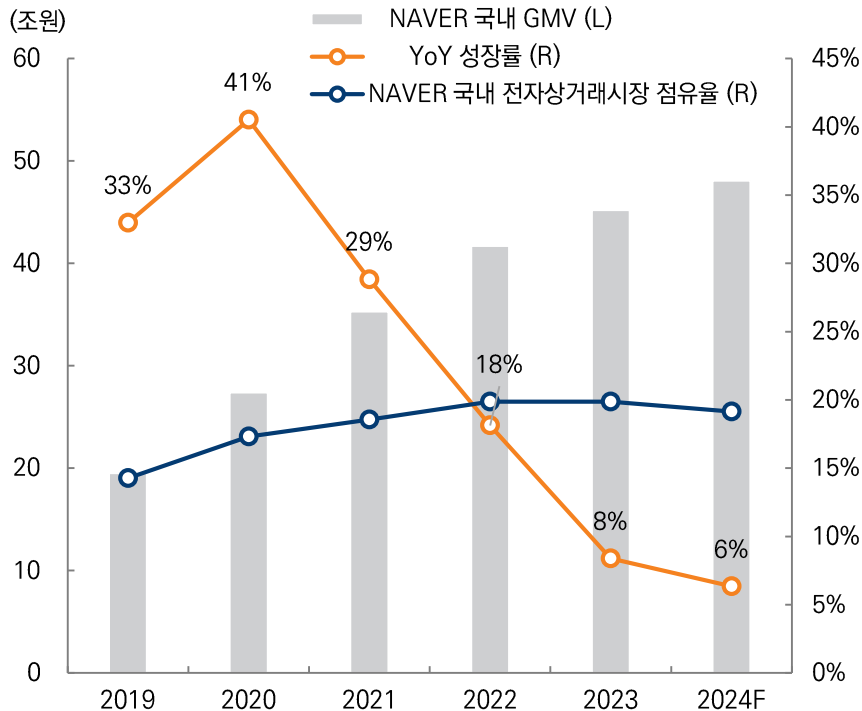
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 전자상거래

NAVER, 쿠팡도 둔화세 심화

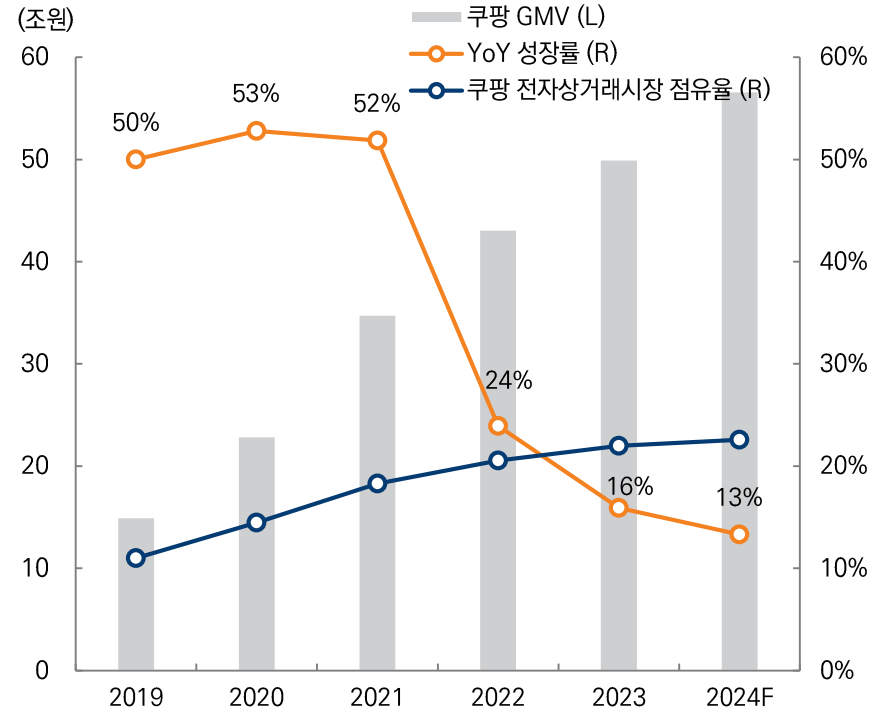
- 24년 NAVER, 쿠팡의 국내 GMV 성장률은 각 6%, 13%를 기록하며 둔화세 지속 전망
- NAVER의 경우 23년 처음으로 국내 시장 YoY 성장률을 하회
- 중국 직구 플랫폼 영향력 확대에 따른 오픈마켓 셀러 이탈로 부진 장기화 전망

NAVER GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터

쿠팡 GMV



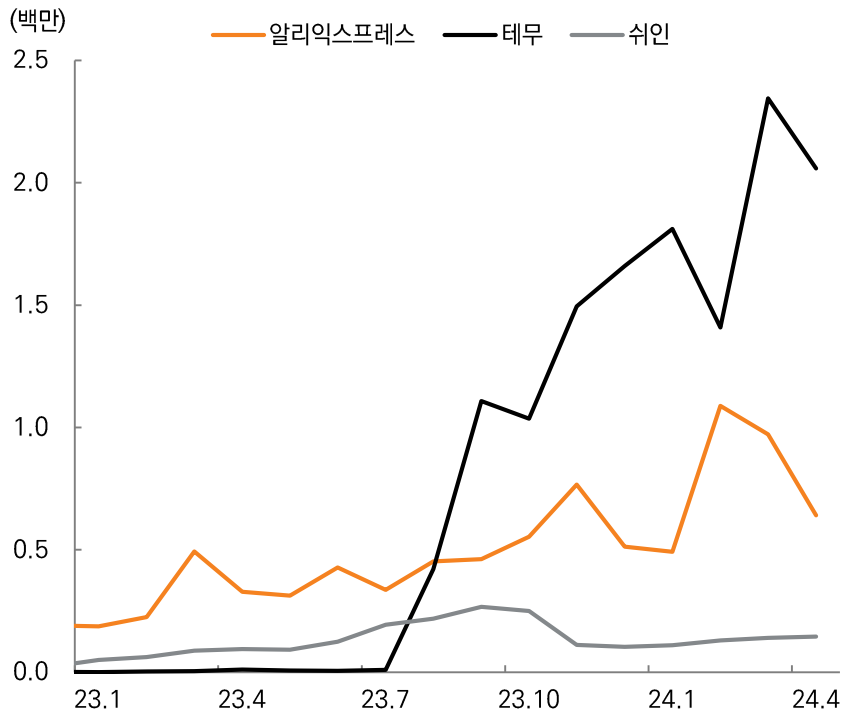
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

중국 직구 열풍

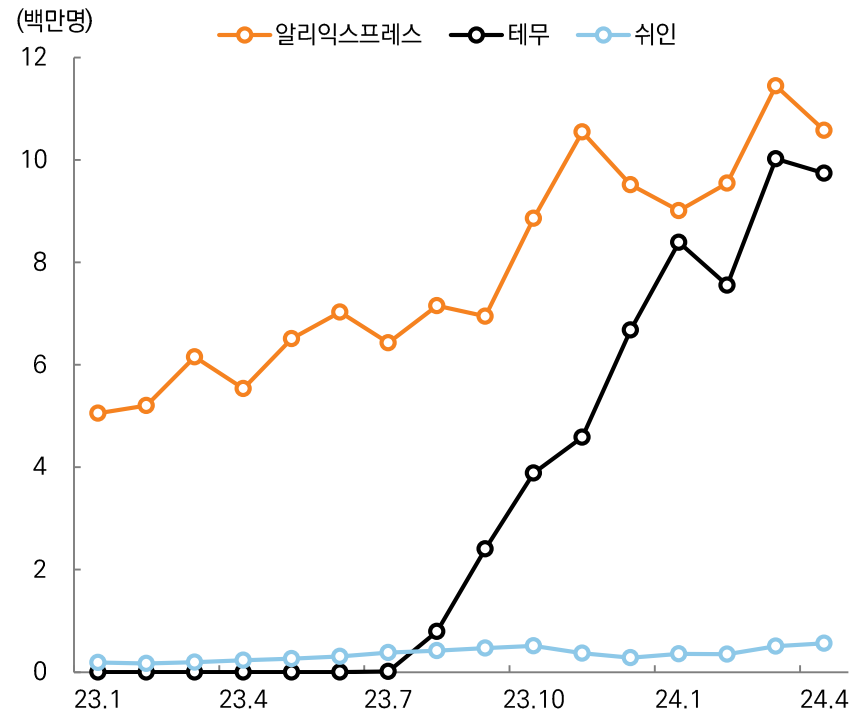
- 중국 직구 플랫폼이 유행하며 중국 직구 열풍이 심화되기 시작
- 알리익스프레스, 테무, 쉬인 합산 이용자 수 천 만명 돌파
- 직구 플랫폼은 중국 생산자와 한국 소비자를 직접 연결하며 중간 유통 과정을 생략

중국 직구 플랫폼 국내 월간 다운로드 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

중국 직구 플랫폼 국내 MAU



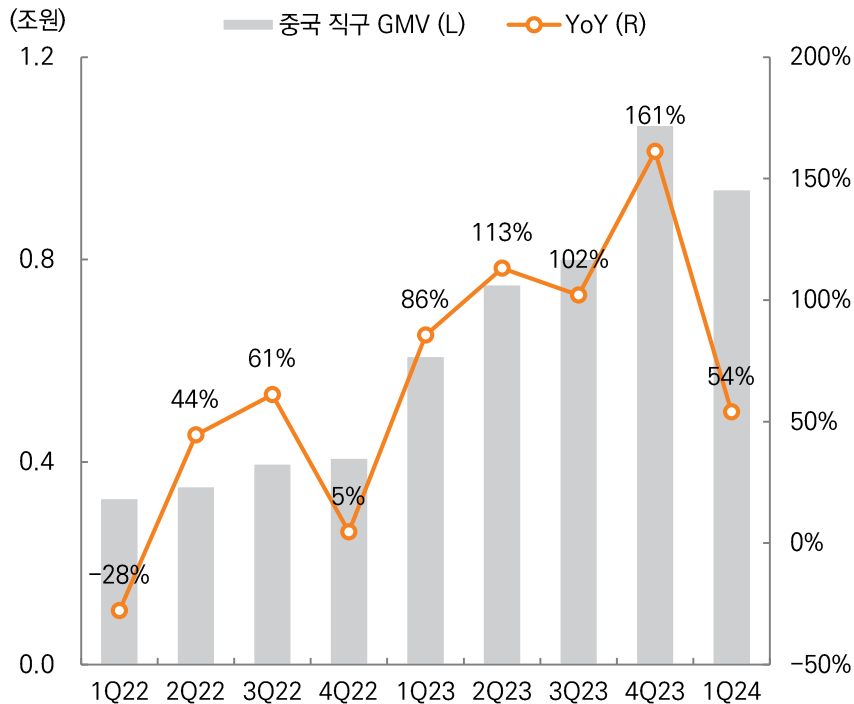
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

중국 직구 열풍

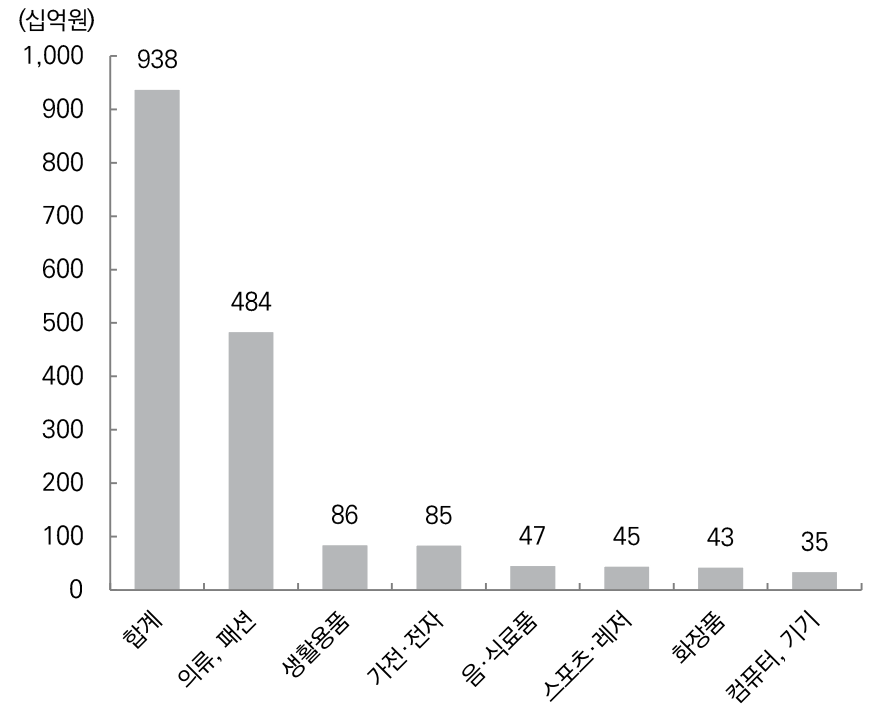
- 한국 유통업자들이 중국 공산품을 네이버쇼핑, 11번가 등 오픈마켓에서 판매하는 방식은 타격 불가피
- 중저가 상품에서의 대체재 등장으로 쿠팡 역시도 타격 불가피
- 중국 생산자와 한국 소비자는 이득을 보는 형태기에 중국 쇼핑앱의 약진 장기화 가능성 존재

중국 직구 분기 GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터

중국 직구 품목별 GMV (1Q24 기준)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

4사 가격 비교

상품	플랫폼	가격(원)	상품	플랫폼	가격(원)
EAFC 자동차 타이어 펌프	네이버	75,400	Qanba N3 드론 2 유선 조이스틱	네이버	224,760
	쿠팡	33,880		쿠팡	176,000
	알리	31,225		알리	138,022
	테무	22,221		테무	142,495
Teclast M50 안드로이드 태블릿	네이버	149,080	P15 휴대용 무선 라벨 프린터	네이버	15,810
	쿠팡	134,500		쿠팡	29,230
	알리	110,679		알리	24,800
	테무	151,973		테무	20,604
E6S TWS 무선 이어폰	네이버	19,600	TOPK D38-S 차량용 휴대폰 홀더 마운트	네이버	6,730
	쿠팡	10,870		쿠팡	15,020
	알리	5,997		알리	1,390
	테무	6,378		테무	5,317
JAVN 앵글 연마기	네이버	46,400	Moosoo 무선 휴대용 진공청소기	네이버	164,900
	쿠팡	47,560		쿠팡	171,600
	알리	32,697		알리	135,907
	테무	24,698		테무	104,847
Popoto 즉석 카메라	네이버	105,010	여행용 Phomemo 휴대용 프린터 무선	네이버	295,700
	쿠팡	146,000		쿠팡	304,500
	알리	82,684		알리	92,532
	테무	97,635		테무	145,042
PGM 골프채 여성용 티타늄 풀 세트	네이버	323,040	SOKANY 휴대용 스테인리스 블렌더	네이버	39,100
	쿠팡	538,000		쿠팡	22,960
	알리	517,582		알리	32,877
	테무	515,262		테무	24,749
BIOLOMIX 콜드프레스, 40-65RPM	네이버	121,070	HY300 프로젝터 4K	네이버	65,950
	쿠팡	96,670		쿠팡	68,000
	알리	78,618		알리	68,928
	테무	66,849		테무	75,050

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

알리익스프레스 K-venue 입점 물품 가격 비교

브랜드	상품	플랫폼	가격(원)	Vs 알리	브랜드	상품	플랫폼	가격(원)	Vs 알리
동원	동원 자연산 콩치 통조림 400g 4캔	네이버	16,500	42%	배스킨라빈스	던킨 미니냉동도넛 10개입 2개	네이버	14,900	45%
		쿠팡	14,850	28%			쿠팡	15,630	52%
		알리	11,600				알리	10,303	
동원	동원 리챔 200g 10캔	네이버	25,500	36%	배스킨라빈스	배스킨라빈스 과즙워터 레인보우샤베트 500ml 24개	네이버	24,900	60%
		쿠팡	27,100	44%			쿠팡	24,220	56%
		알리	18,800				알리	15,540	
동원	동원 양반 죽 285g 24개	네이버	39,400	70%	배스킨라빈스	배스킨라빈스 민트초코 우유 190ml 24개	네이버	17,300	33%
		쿠팡	37,200	61%			쿠팡	13,900	7%
		알리	23,120				알리	12,989	
농심	농심 짜왕 134g X 32봉	네이버	42,460	-8%	광동	광동 비타500젤리 대용량 (27g 35개입)	네이버	19,900	-1%
		쿠팡	36,400	-21%			쿠팡	16,890	-16%
		알리	46,080				알리	20,000	
농심	농심 새우깡 90g X 20봉	네이버	22,110	31%	광동	광동 진한 헛개차 500ml 24개	네이버	19,900	-23%
		쿠팡	18,890	12%			쿠팡	19,080	-27%
		알리	16,864				알리	26,000	
농심	농심 웰치스 청포도 355ml X 24캔	네이버	15,180	10%	광동	제주 삼다수 생수 유라벨 2L 18개	네이버	19,440	11%
		쿠팡	15,180	10%			쿠팡	12,790	-27%
		알리	13,776				알리	17,496	
빙그레	빙그레 봉어싸만코 떡 30개	네이버	36,000	0%	에스브아	에스브아 비글로우 뉴클래스 골든아워 에디션	네이버	32,300	42%
		쿠팡	24,510	-32%			쿠팡	29,870	31%
		알리	36,000				알리	22,800	
빙그레	빙그레 아카페라 스페셜티 460ml X 20페트	네이버	29,900	31%	에스브아	에스브아 노웨어 립스틱 바밍 글로우	네이버	20,400	-15%
		쿠팡	21,340	-7%			쿠팡	19,680	-18%
		알리	22,900				알리	24,000	
빙그레	빙그레 99칼로리칩 오리지널 20봉	네이버	24,500	40%	에스브아	에스브아 리얼 아이 팔레트 올뉴	네이버	30,600	50%
		쿠팡	22,620	29%			쿠팡	27,880	37%
		알리	17,500				알리	20,400	

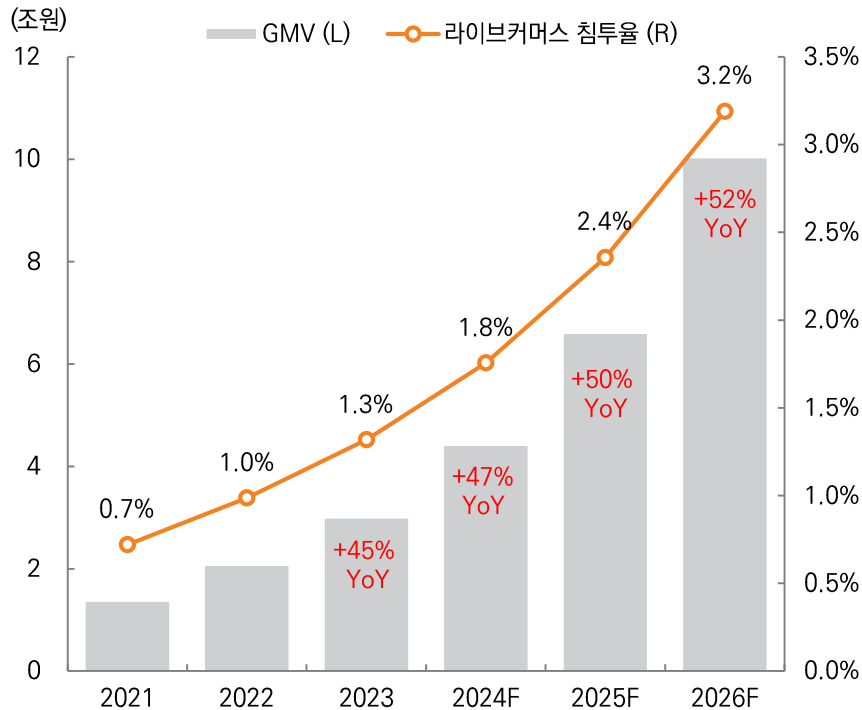
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

라이브 커머스는 고성장

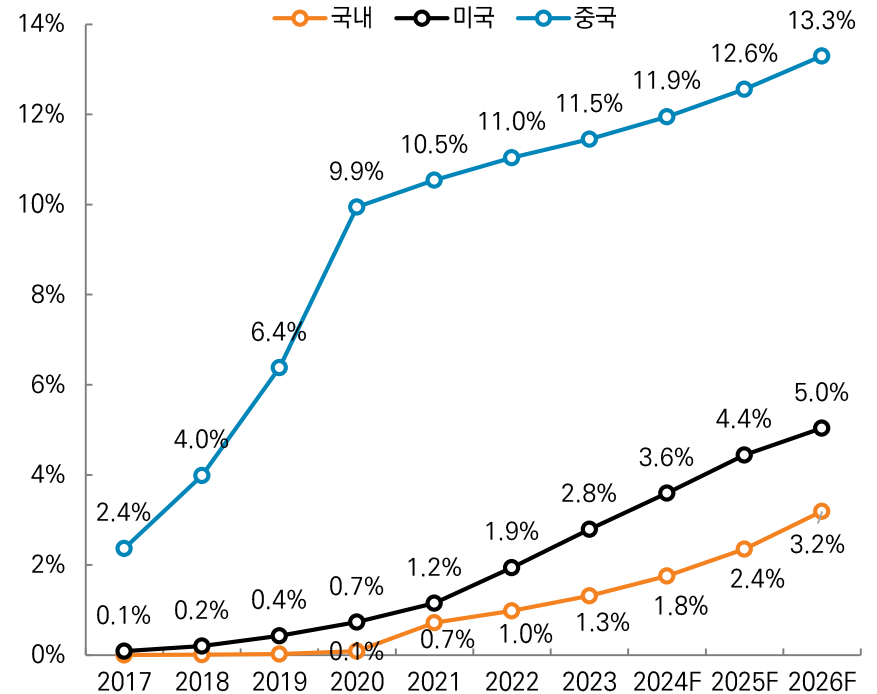
- 24년 국내 라이브커머스 시장 규모는 4.4조원 수준으로 YoY 47% 성장 전망
- 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망
- 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이는 중

국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



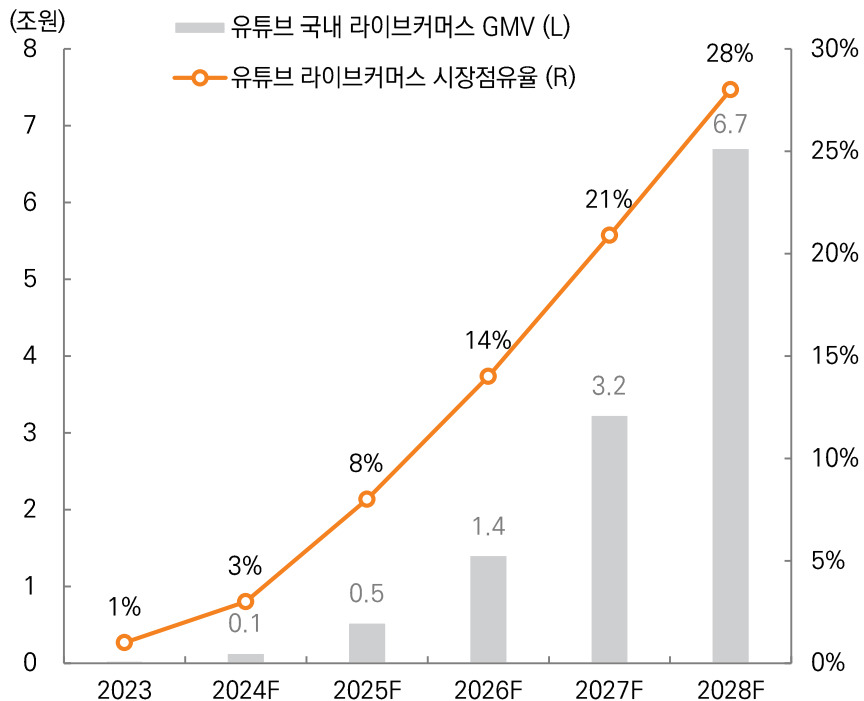
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

유튜브 쇼핑의 잠재력

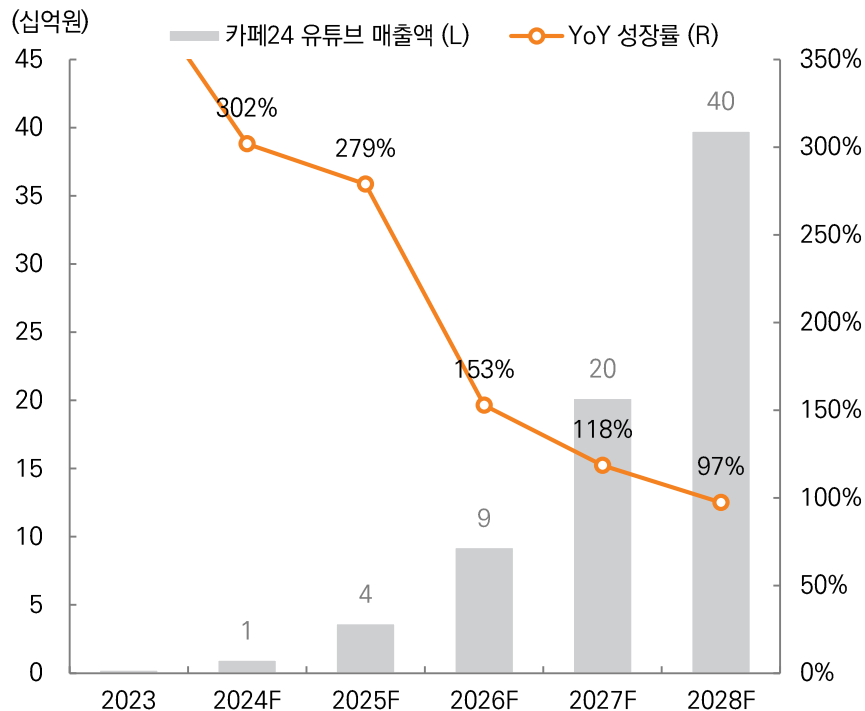
- 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망
- 유튜브의 국내 라이브커머스 점유율은 28년 28%까지 증가해 선두인 NAVER의 아성을 위협할 것
- 유튜브쇼핑 성장의 최대 수혜주인 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원 예상

유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 유튜브 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터



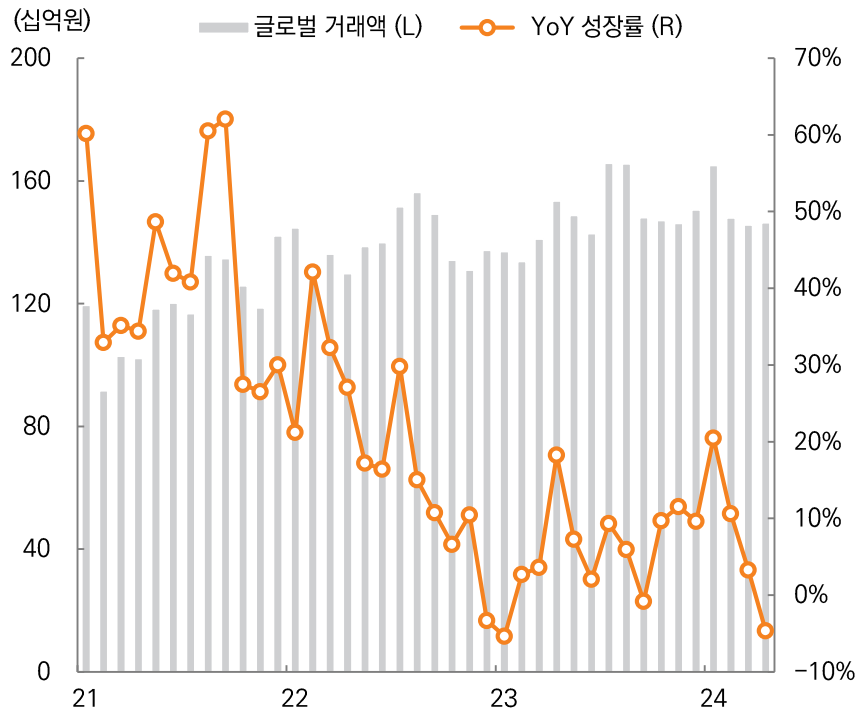
III — 콘텐츠

III. 콘텐츠

웹툰 저성장 지속

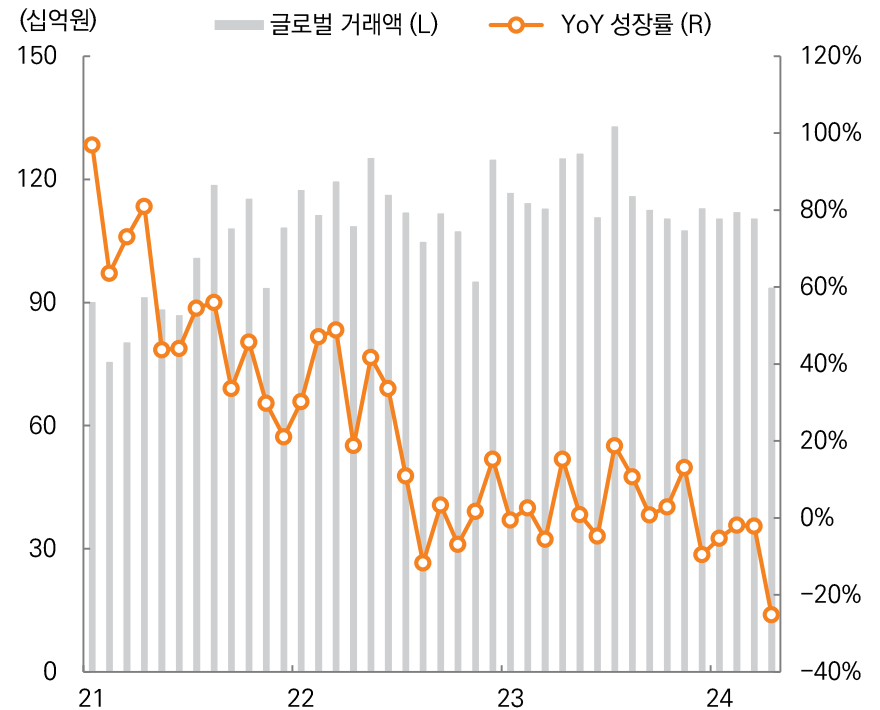
- 웹툰 산업은 20~21년 고성장을 이어갔으나 22년 이후 저성장 국면이 지속되기 시작
- 23년 마케팅 강화했음에도 10% 미만 성장. 24년 역성장도 관찰되는 상황
- 국내의 Q 성장이 끝난 상황 속에서 글로벌 신규 유저 상승세도 둔화 중인 것으로 추정

네이버 웹툰 글로벌 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오 웹툰 글로벌 월거래액



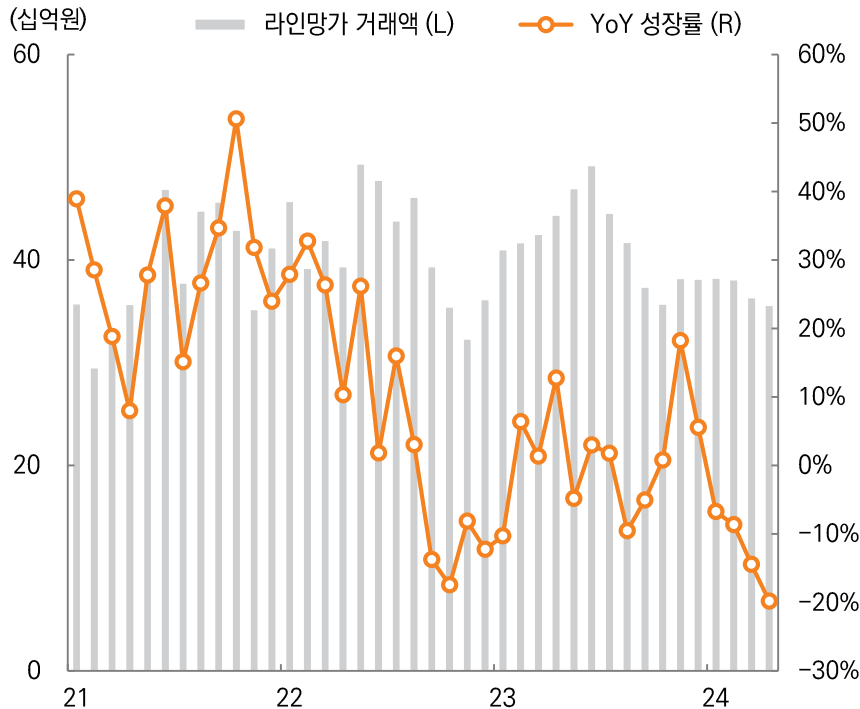
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 콘텐츠

일본 지역 저성장

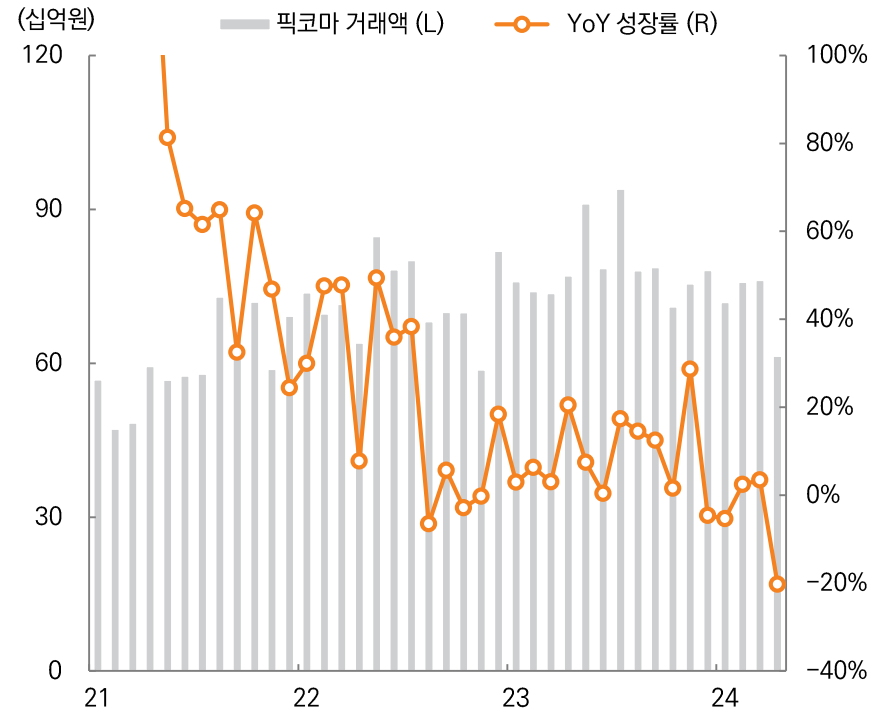
- NAVER, 카카오 모두에서 60% 이상으로 가장 큰 거래액 비중을 차지하는 일본 지역 둔화세 지속
- 리오프닝 이후 오프라인 만화 수요 증가로 웹툰 신규 유저 증가세가 둔화
- 수 년간 쌓여왔던 고퀄리티 K 웹툰 콘텐츠의 소비 완료에 따른 매출 둔화 영향도 존재
- 아마존 플립튼, 애플 북스 등 글로벌 빅테크 업체 진입에 따른 경쟁도 심화 중

라인망가 월거래액

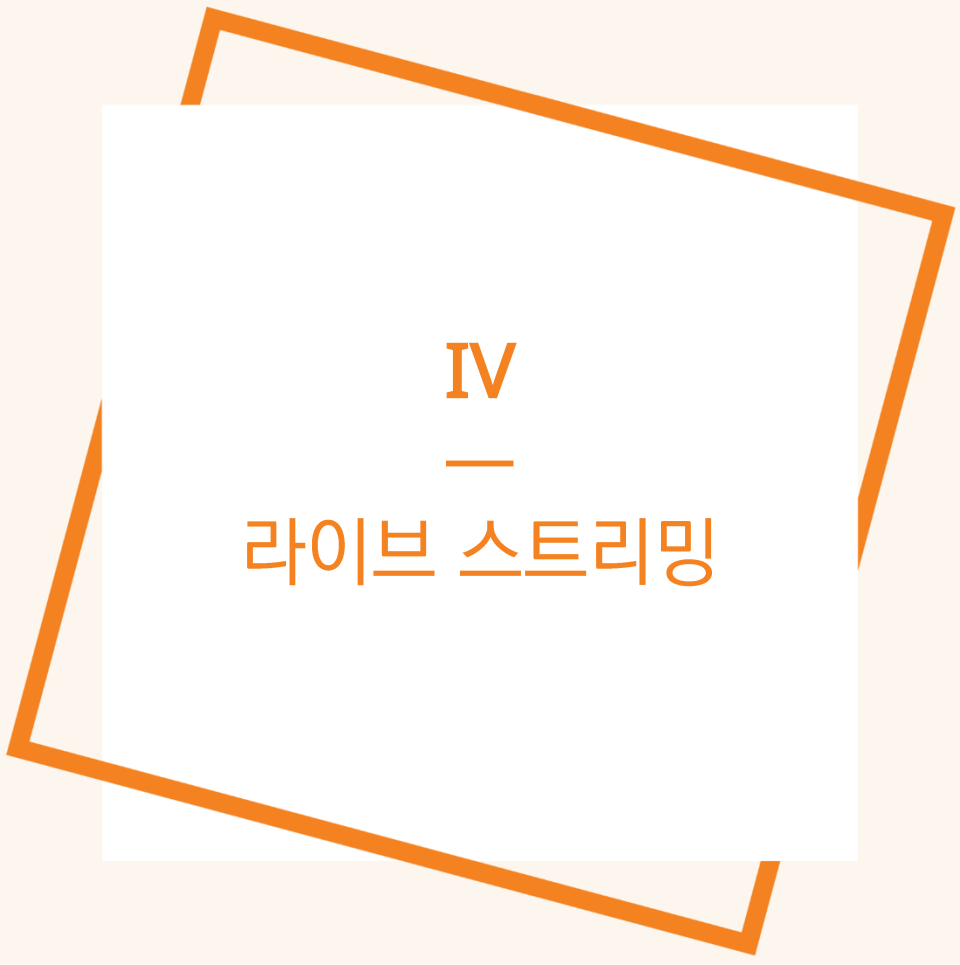


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

픽코마 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정



IV

—

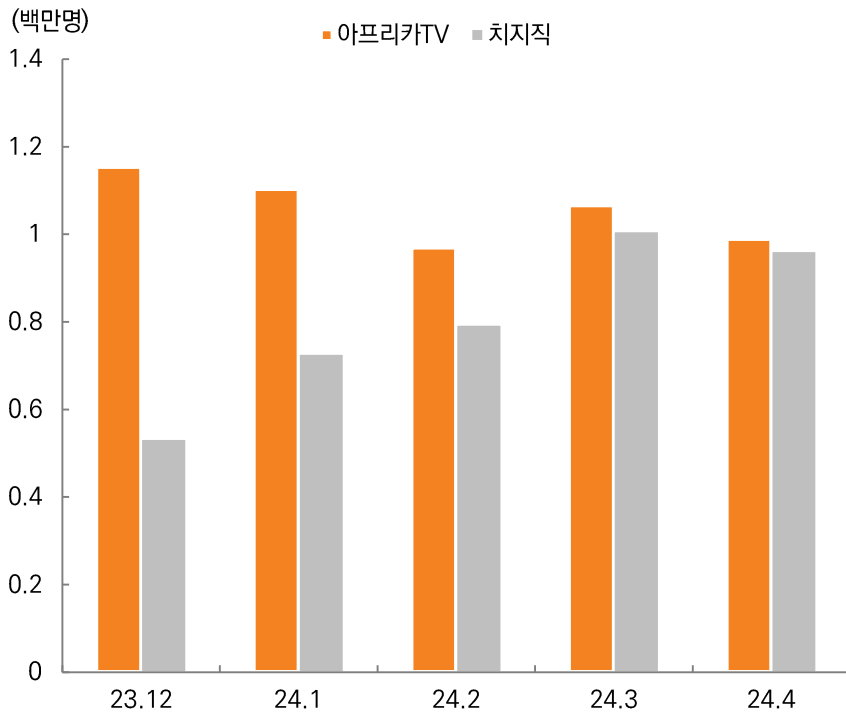
라이브 스트리밍

IV. 라이브 스트리밍

국내 양강구도

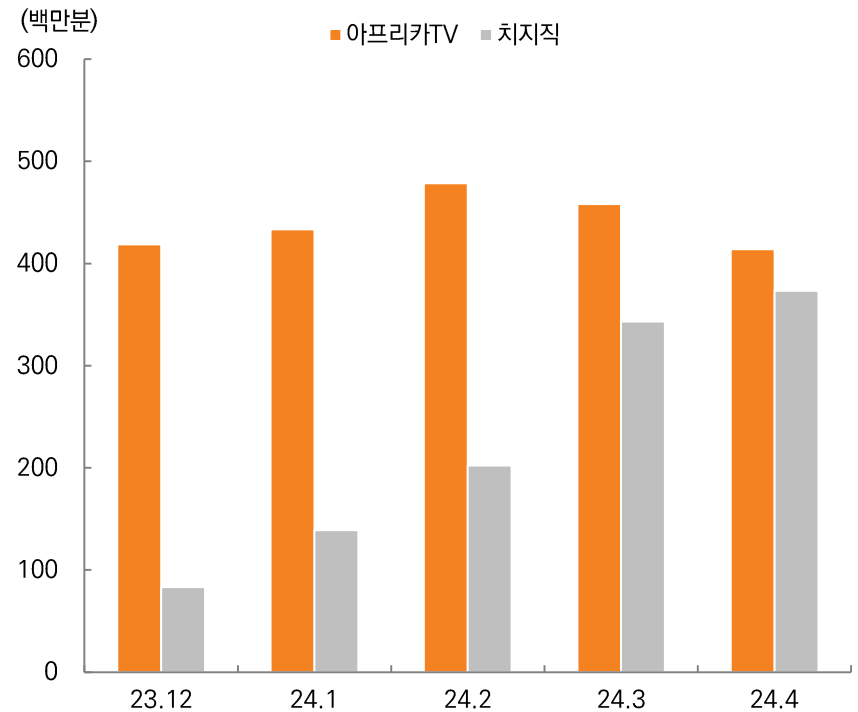
- 2월 말 트위치의 퇴장과 함께 국내 라이브 스트리밍 시장은 아프리카TV와 치지직의 양강구도로 재편
- 트위치 퇴장에 따른 트래픽 수혜의 상당부분을 치지직이 가져간 것으로 추정

아프리카TV, 치지직 MAU(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

아프리카TV, 치지직 월간 총이용시간(안드로이드)



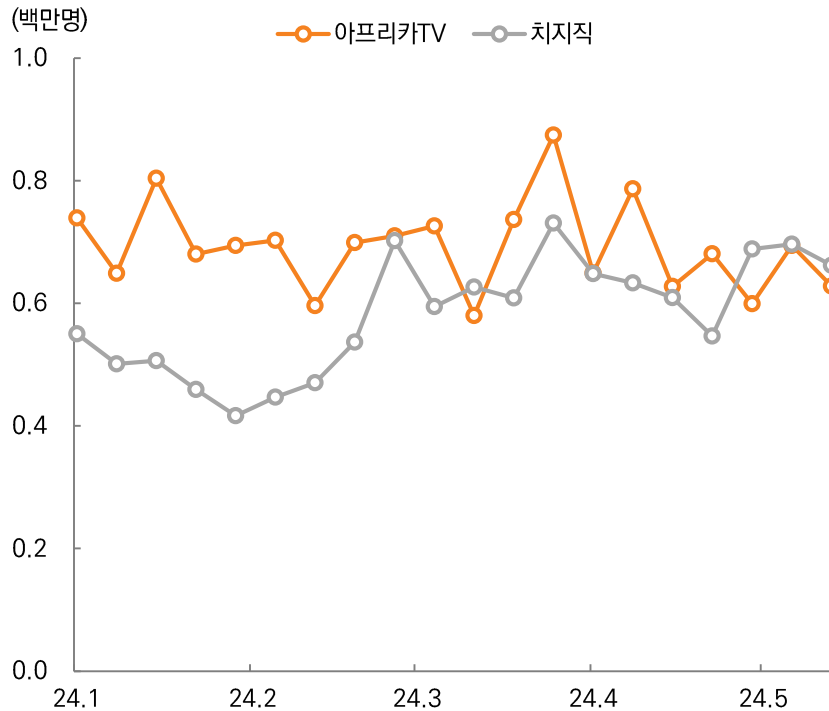
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 라이브 스트리밍

국내 양강구도

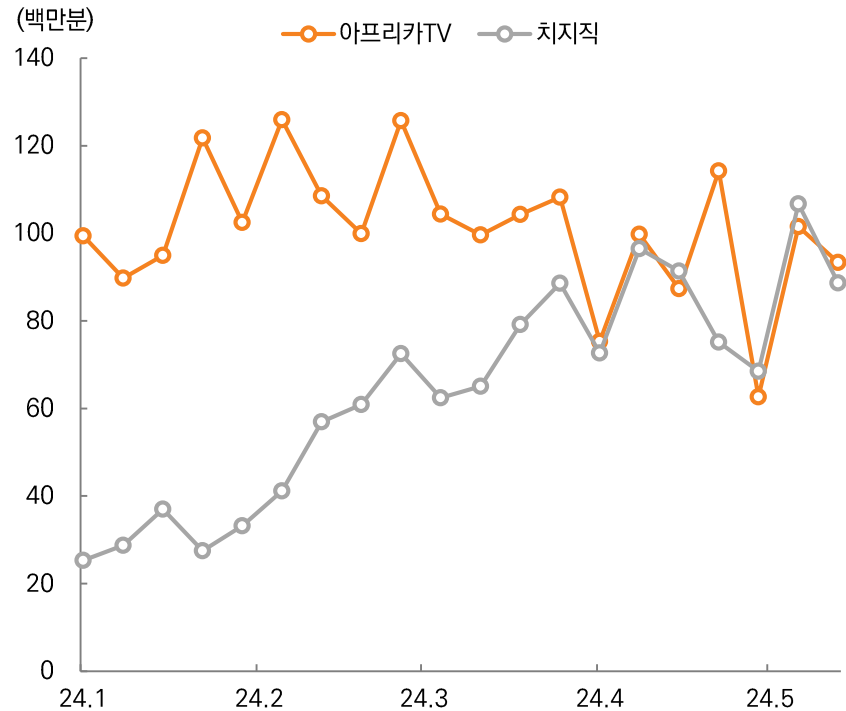
- 2월 말 트위치의 퇴장과 함께 국내 라이브 스트리밍 시장은 아프리카TV와 치지직의 양강구도로 재편
- 트위치 퇴장에 따른 트래픽 수혜의 상당부분을 치지직이 가져간 것으로 추정

아프리카TV, 치지직 WAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

아프리카TV, 치지직 주간 총이용시간 (안드로이드)



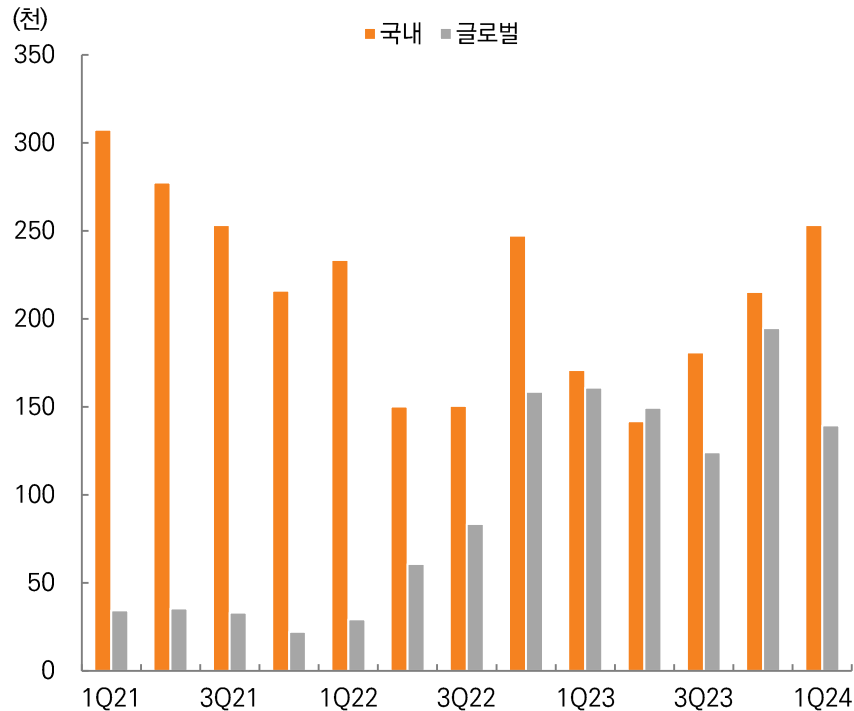
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 라이브 스트리밍

글로벌 확장

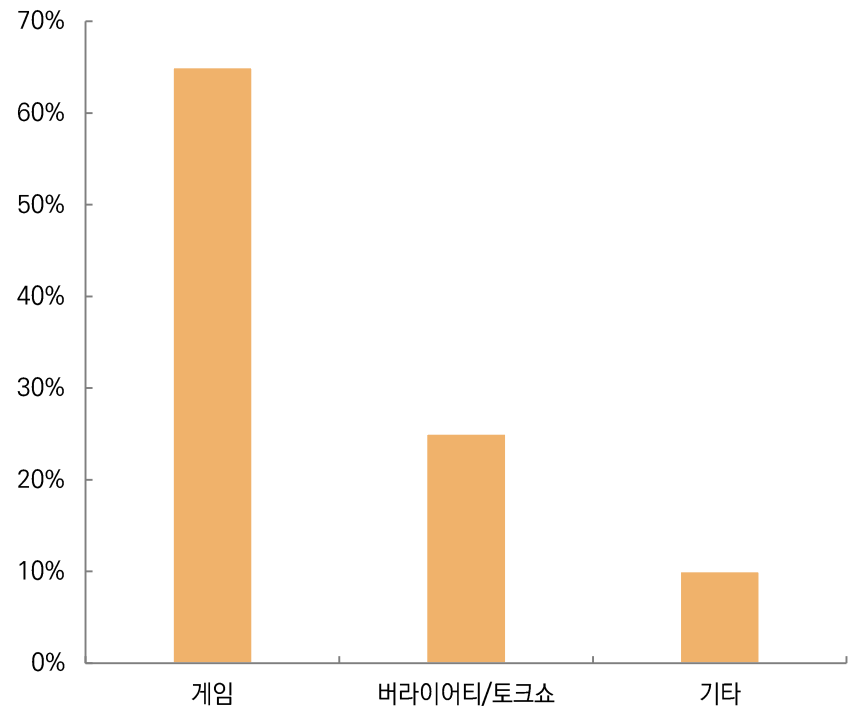
- SOOP의 경우 동남아로의 확장이 기대되는 중. 6월 SOOP 글로벌 출시 예정
- 동남아에서 커지고 있는 이스포츠 인기를 고려 시 게임에 특화된 SOOP의 잠재력이 높다는 판단

아프리카TV 분기 다운로드 국내/해외 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

아프리카TV 콘텐츠별 트래픽 비중(추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터



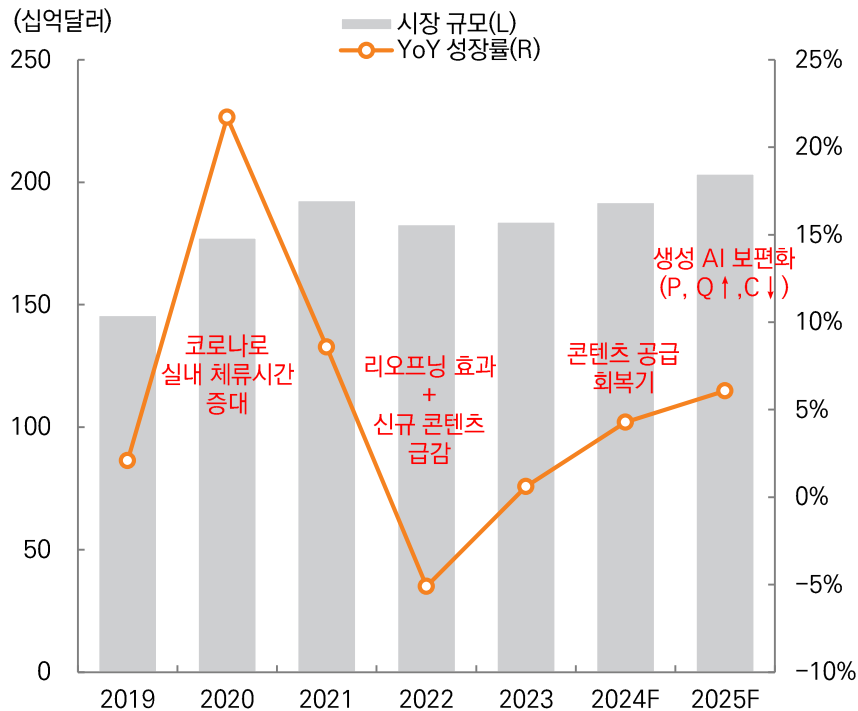
V
—
게임

V. 게임

시장 회복세 본격화

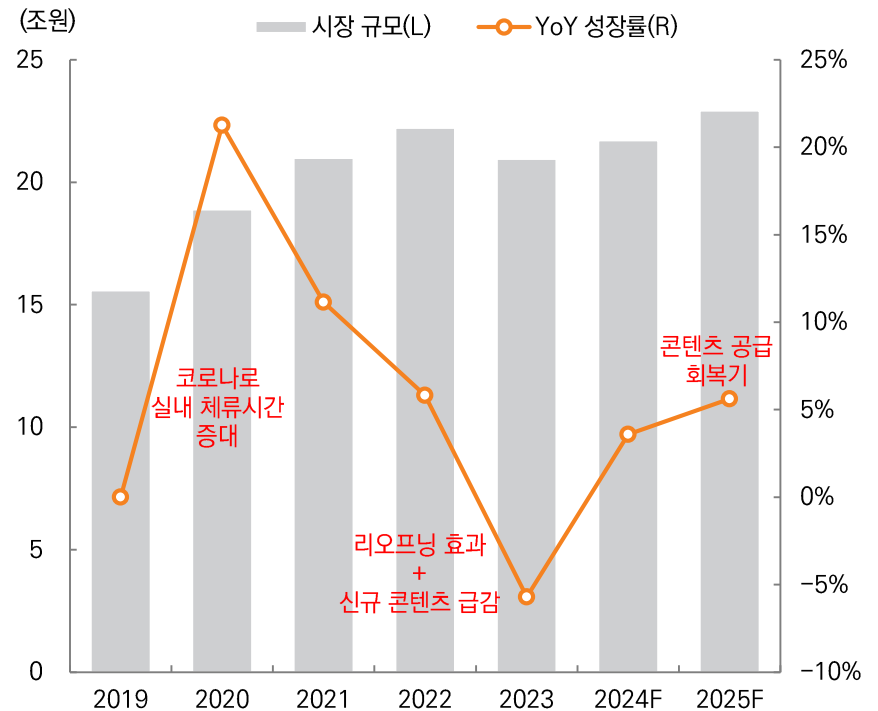
- 22~23년 글로벌 게임 시장은 ① 이용자 측면의 Q(체류시간) 정상화에, ② 콘텐츠 공급 측면의 Q(신작 수) 감소가 동시에 발생하며 부진
- 24년 이후 콘텐츠 공급 증가하며 글로벌 게임 시장 회복세. 생성 AI 도입으로 25년 공급 확대 전망
- 국내는 콘텐츠 공급 회복이 늦어지며 글로벌 대비 더딘 회복세. 25년 이후를 기대

글로벌 게임 시장 규모 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 게임 시장 규모 전망



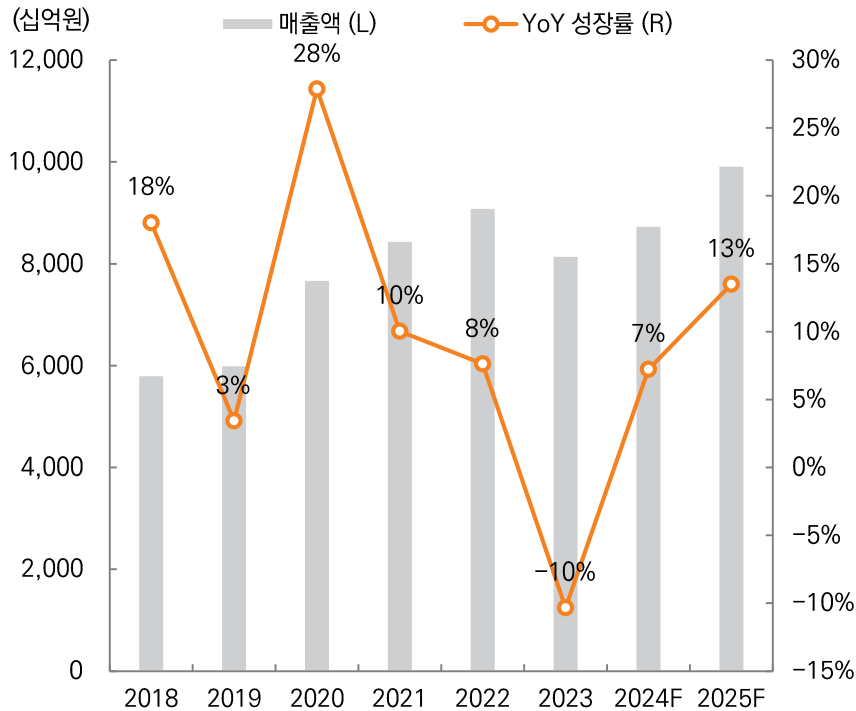
자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. 게임

탐라인, 바텀라인 개선

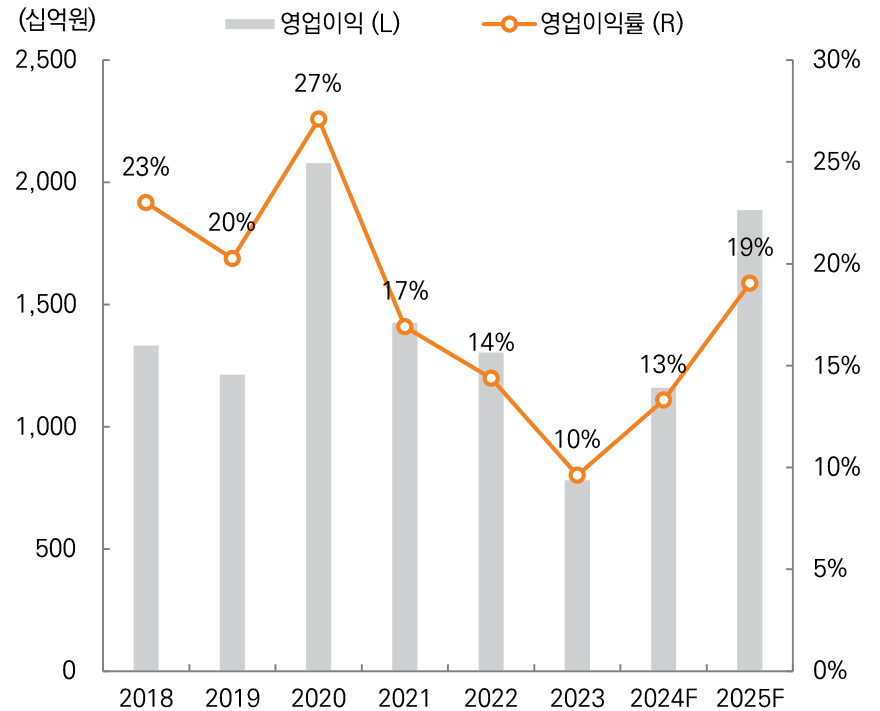
- 24년 게임 시장 회복세 접어들며 탐라인 성장세 회복
- 인건비 절감을 중심으로 한 비용 효율화 작업 지속되며 수익성 개선 중

시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

시총 상위 6개사 연간 영업이익률 추이



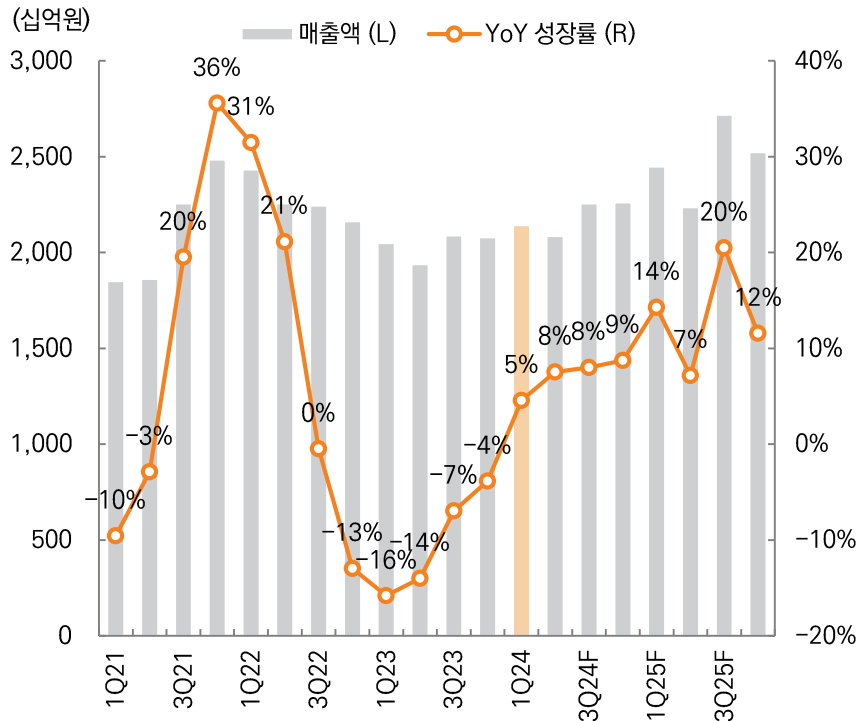
자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. 게임

탑라인, 바텀라인 개선

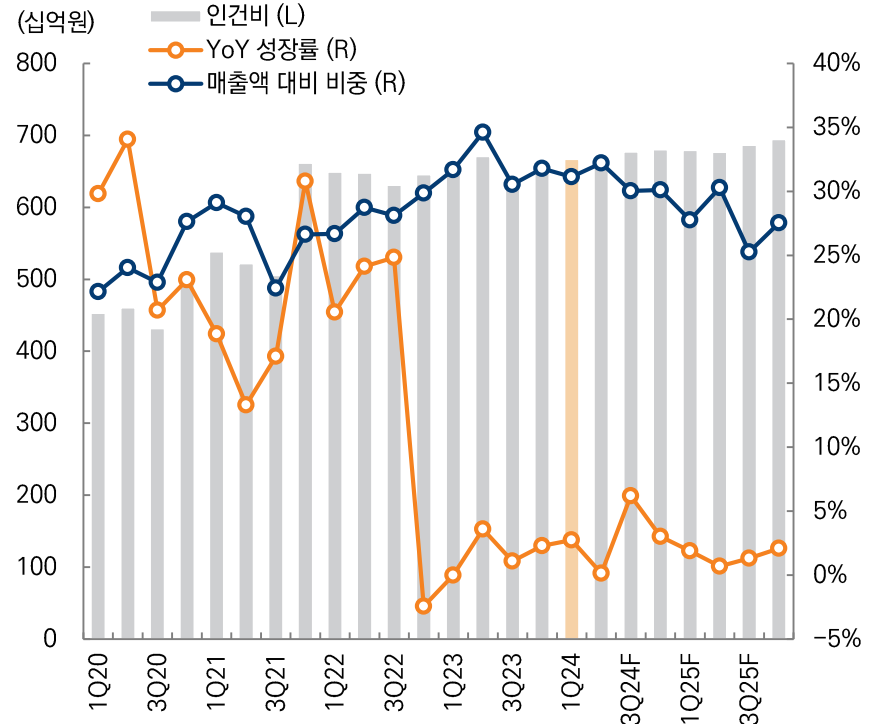
- 게임사 전반 1분기 이익 서프라이즈 시현. 비용 효율화 본격화
- 생성AI 접목에 따른 생산성 향상은 이제 시작. 비용 절감 효과는 중장기로 지속될 것
- 하반기 유의미한 기대작이 있는 곳은 크래프톤과 위메이드. 대형 신작 공급은 25년 이후 본격화

시총 상위 6개사 합산 분기 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

시총 상위 6개사 분기 인건비 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

V. 게임

주요 게임사 기대작 타임라인

	1Q24	2Q24	2H24	2025	시기미정
크래프톤	-	-	다크앤다커M 인조이 블랙버짓	서브노티카2 프로젝트 골드러쉬	눈물을 마시는 새
엔씨소프트	-	BSS 배틀크러쉬	TL 글로벌 B&S2 중국	프로젝트G	아이온2(MMO) LLL(슈팅) 프로젝트E(멀티유니버스) 프로젝트 M
넷마블	제2의나라 중국(2/28)	아스달연대기(4/24) 나혼자만레벨업(5/8) 레이븐2(5/29)	일곱개의대죄 키우기 킹아서: 레전드 라이즈 RF 온라인 넥스트 데미스리본	-	일곱개의대죄 오리진
카카오게임즈	ROM(2/27)	에버소울 일본(5/29) 아키에이지워 대만/일본 외	프로젝트 V(로그라이크) 가디소더(액션RPG) 프로젝트 C(수집형 RPG) 오딘 북미/유럽 블랙아웃 프로토크(슈터) 로스트아이돌론스(SRPG)	크로노오디세이(MMO) 아키에이지2(MMO) 프로젝트 Q(MMO) 아레스 글로벌(MMO) 프로젝트 S(루트슈터)	검술명가 막내아들(액션RPG)
펄어비스	-	-	-	붉은사막	도깨비 플랜8
위메이드	나이트크로우 글로벌(3/12)	-	미르4 중국(판호 발급 필요) 3Q: 이미르 국내 4Q: 미르M 중국	-	디스민즈워(콘솔) 이미르 글로벌 미르5
넥슨게임즈	-	-	퍼스트디센던트	프로젝트DW(던파 IP)	프로젝트DX(듀랑고 IP)
네오위즈	-	고양이와스프 중국(4/25)	P의거짓 DLC	-	-
조이시티	스타시드(3/28)	-	디즈니나이츠사가	프리스타일 풋볼2	-
데브시스터즈	쿠키런: 마녀의 성(3/15)	쿠키런: 모험의 탑(6/26)	쿠키런: 오븐스매시 쿠키런 인도	-	-

V. 게임

생성 AI 도입 현황

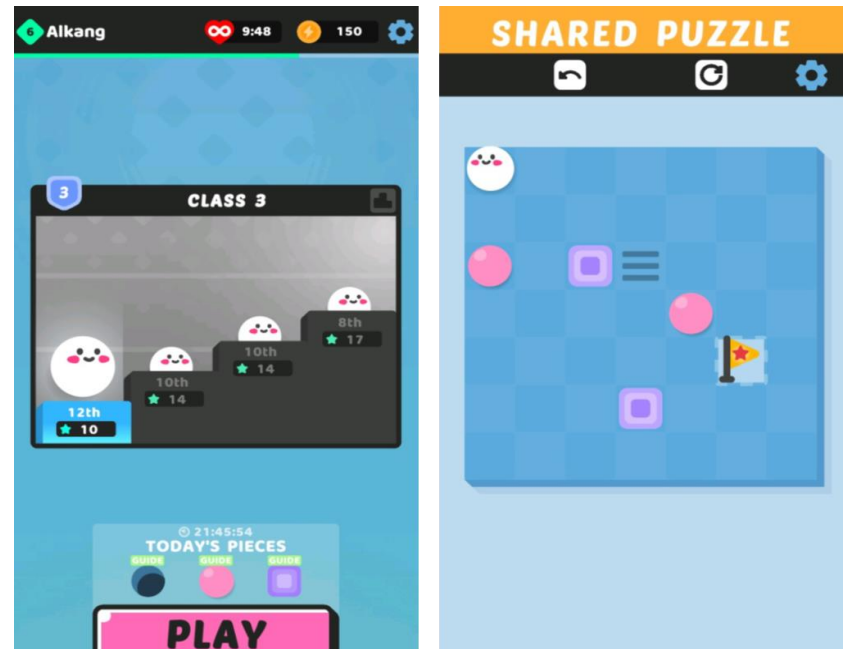
- 중국에서 출시된 역수한(네티즈 개발)은 생성 AI를 NPC에 전격적으로 도입
- 생성 AI를 적용해 세계관 자체를 플레이어가 함께 만들고 모험을 진행하는 게임도 등장
- 생성 AI의 도입은 스테이지형 게임의 진화를 이끌 것으로 기대. 퍼즐, 로그라이크 게임 등
- 생성 AI의 고도화로 멀티플레이어 게임의 재미가 극대화될 것으로 판단

역수한 예시



자료: 미래에셋증권 리서치센터

폰다: AI 퍼즐 예시



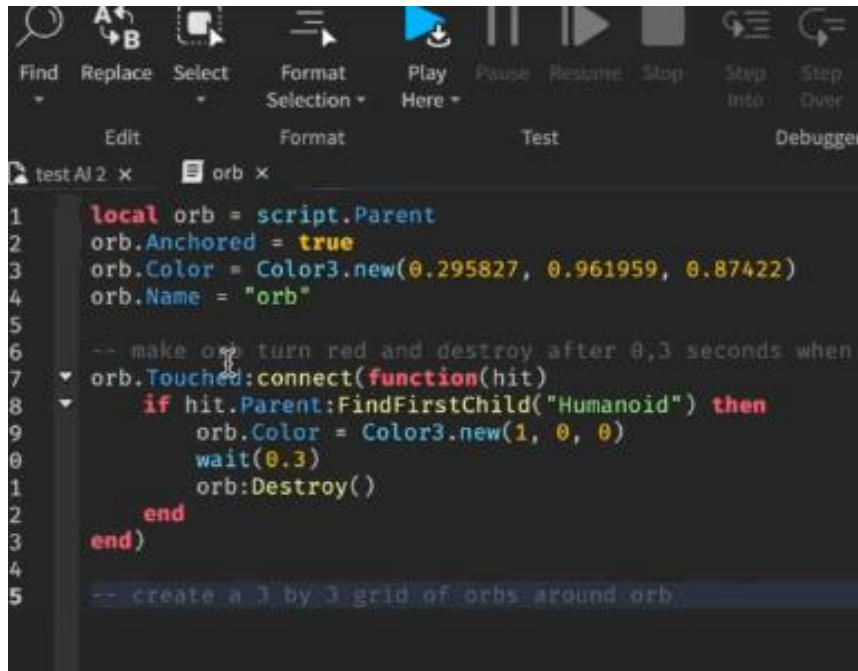
자료: 본인 화면, 미래에셋증권 리서치센터

V. 게임

생산성 향상에 따른 컨텐츠 공급 증대

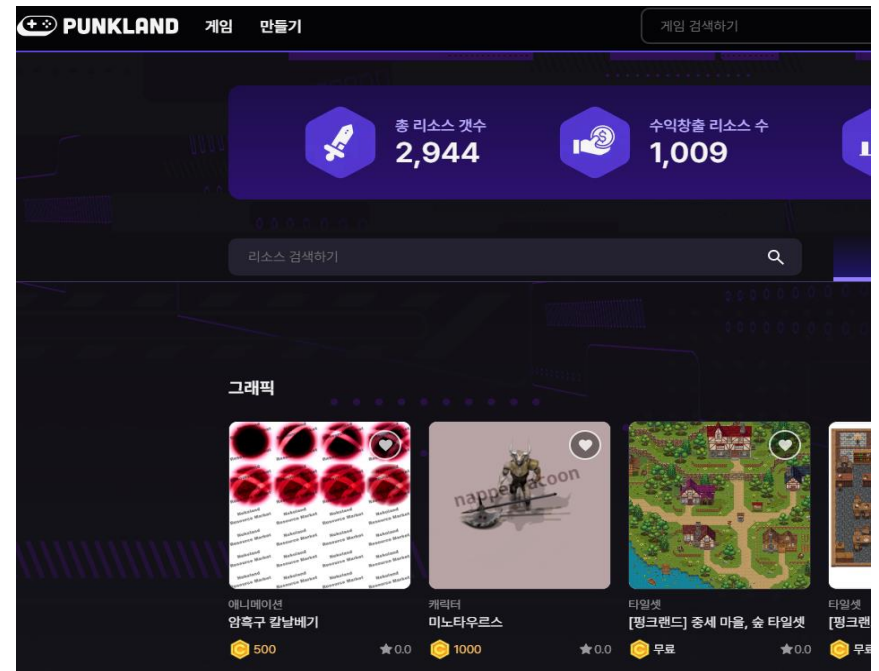
- 생성 AI 적용은 생산성을 극대화해 코로나 이후 둔화된 게임 업종 내 컨텐츠 공급을 가속화할 전망
- 개발자들이 리소스를 수급하는데 사용한 시간과 비용의 상당 부분이 컨텐츠 개발로 전환될 것
- 생성 AI의 도입으로 노코드 개발 툴이 보편화되고 개발자 저변이 확대될 것
- 아트 리소스 수급에 큰 부담을 가진 1인 또는 소규모 개발자들의 개발 편의성을 대폭 향상시켜 컨텐츠 공급 증가로 이어질 전망

로블록스 코드어시스트 예시



자료: 미래에셋증권 리서치센터

슈퍼캐트의 노코드 게임 개발 플랫폼 펑크랜드



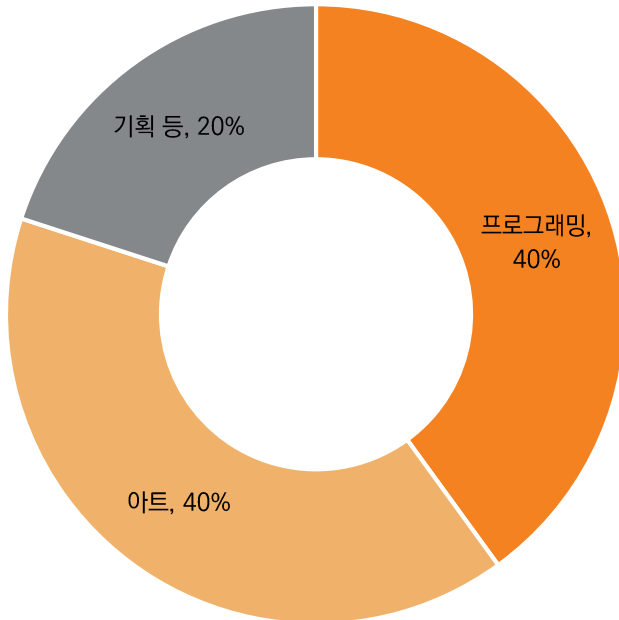
자료: 슈퍼캐트, 미래에셋증권 리서치센터

V. 게임

생성 AI 도입 효과는?

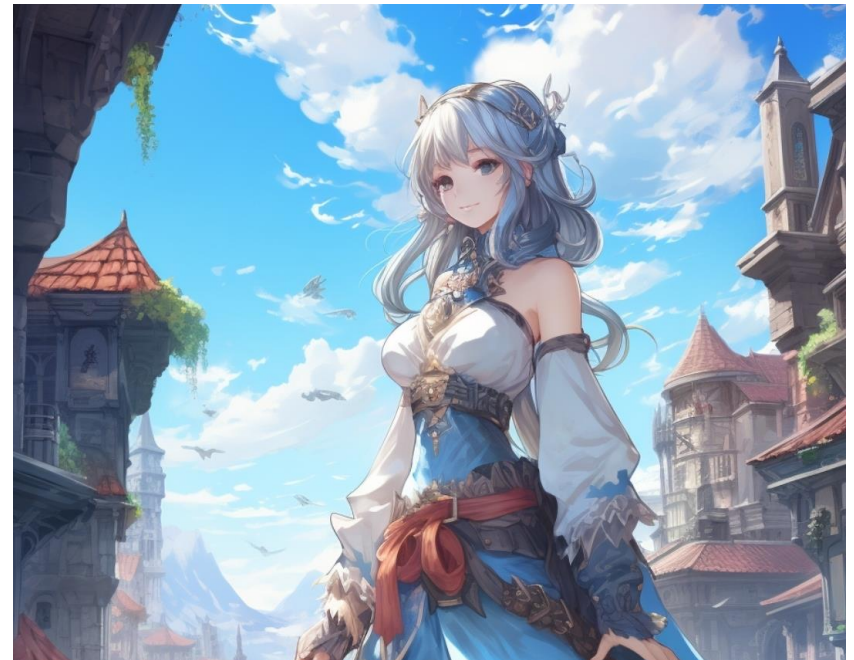
- 생성 AI 도입을 통한 생산성 혁신은 아트와 프로그래밍 부문의 비용을 절감시켜 제작비 부담 완화될 것
- 중국은 생성 AI 도입 이후 캐릭터 외주 비용이 8,000위안에서 2,000위안 수준까지 하락 추정
- 생성 AI의 도입이 본격화되면서 개발자 임금의 급격한 상승기는 일단락될 것으로 판단
- 단순 코딩 작업 및 리소스 수급을 AI가 대체하기 시작하며 고급 개발 인력에 대해서만 수요가 집중될 것

게임 제작비 비중 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

미드저니 작업 예시



자료: 본인 작업, 미래에셋증권 리서치센터

A thick orange line forms a square frame that is slightly rotated and offset from the center, creating a layered effect. It surrounds a white square containing the text.

VI

—

Valuation

VI. Valuation

글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, %, 배)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
NAVER (KR)	27,674	17.6	16.4	2.6	2.4	1.1	1.0	11.2	9.9	16.9	17.3
카카오	19,351	43.8	34.3	2.2	2.0	1.9	1.8	14.5	13.2	7.5	8.6
쿠팡	56,215	132.8	37.5	1.4	1.2	9.4	7.6	29.5	18.2	2.2	4.1
SOOP	1,314	13.9	12.2	3.1	2.8	3.4	2.7	7.1	6.3	27.0	27.5
Alphabet (US)	3,004,778	23.1	20.1	7.3	6.7	6.3	5.1	14.8	13.0	36.1	38.1
Amazon	2,607,462	33.6	27.7	3.0	2.7	7.0	5.3	13.9	12.1	9.9	11.0
Meta	1,656,493	22.6	19.7	7.6	6.7	6.4	4.9	13.2	11.4	38.9	40.4
Shopify	103,397	59.0	46.3	8.8	7.3	7.6	6.5	57.7	41.3	13.6	16.1
eBay	36,282	11.1	10.4	2.6	2.5	4.0	3.8	9.4	9.1	28.1	28.5
Snap	34,246	66.2	39.9	4.6	4.0	11.4	9.8	56.5	31.4	-10.6	-3.4
Yahoo Japan (JP)	23,807	20.7	17.7	1.4	1.3	0.9	0.8	6.9	6.3	11.8	12.6
Rakuten	15,033	-	393.3	0.8	0.7	2.1	1.9	0.8	0.6	-2.3	2.2
Mercari	2,538	25.3	18.5	1.5	1.4	4.3	3.5	16.1	12.3	9.2	11.3
Tencent (CN)	610,368	16.5	14.7	4.8	4.4	3.3	2.8	13.1	11.8	31.7	32.8
Alibaba	263,169	9.3	8.3	1.4	1.3	1.4	1.3	4.8	4.4	12.9	13.4
JD	61,760	9.8	8.8	0.3	0.3	1.4	1.3	4.1	3.5	2.8	3.1
Baidu	47,530	9.0	8.5	1.8	1.7	0.9	0.9	4.8	4.4	19.4	19.8
Weibo	2,882	4.8	4.5	1.2	1.1	0.6	0.5	2.8	2.6	29.4	30.0
PDD	289,183	12.7	9.9	3.6	2.8	5.0	3.7	10.8	7.9	28.8	30.0
KuaiShou	42,485	12.5	9.5	1.7	1.6	3.5	2.7	7.5	5.7	12.1	15.4
Huya	1,681	30.0	19.3	1.3	1.2	0.9	0.9	-	6.2	-1.0	3.5
Bilibili	7,915	-	41.5	1.6	1.5	2.9	2.7	47.4	16.5	-5.5	0.9
DouYu	449	38.9	22.9	0.5	0.5	0.4	0.3	-	-	-4.4	-2.3
Joyy	2,625	8.6	8.1	0.8	0.8	0.5	0.4	-	-	4.3	5.3

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

VI. Valuation

글로벌 게임 기업 Valuation

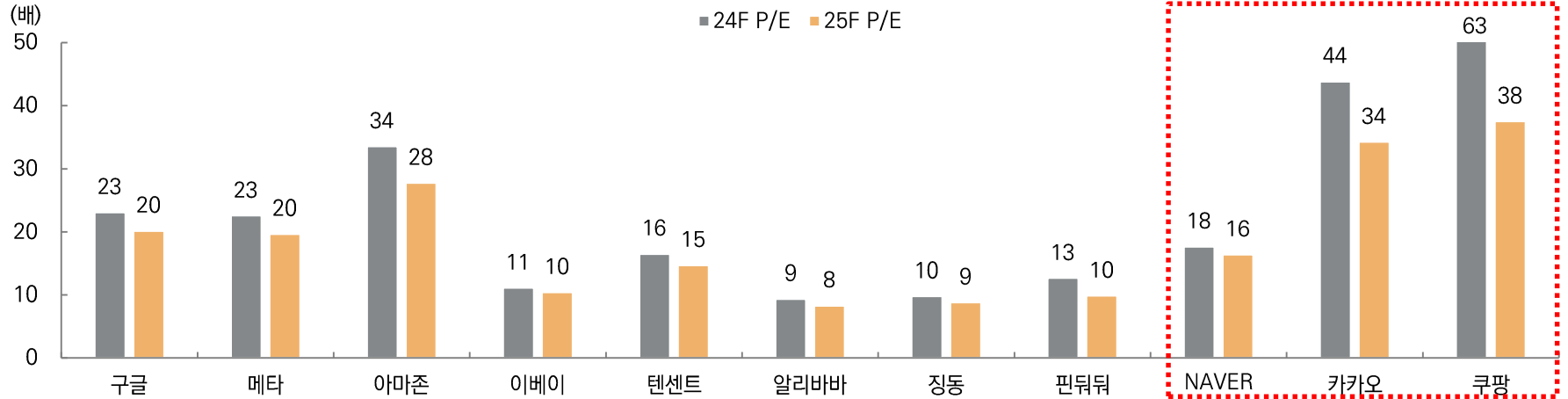
(십억원, %, 배)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	12,140	15.9	14.5	5.2	4.6	1.9	1.7	9.3	8.2	37.0	38.1
엔씨소프트	4,222	23.3	15.8	2.5	2.1	1.2	1.1	12.4	7.5	6.8	13.2
넷마블	5,174	62.0	45.1	1.8	1.7	1.0	1.0	21.0	19.3	4.7	5.7
카카오게임즈	1,706	29.8	16.9	1.5	1.3	1.1	1.1	13.8	11.0	9.1	12.4
넥슨게임즈	909	31.9	15.9	3.9	3.1	3.1	2.6	18.1	10.0	14.9	24.9
펄어비스	2,666	344.2	20.9	7.9	4.4	3.7	3.1	313.7	14.0	-6.4	23.4
위메이드	1,431	27.4	9.2	1.5	1.3	4.7	3.7	23.5	8.6	5.9	15.1
NHN	741	11.5	9.5	0.3	0.3	0.4	0.4	3.0	2.7	3.9	4.5
네오위즈	457	12.9	9.6	1.2	1.0	0.9	0.8	4.4	3.3	9.1	11.7
컴투스	527	19.4	9.5	0.7	0.6	0.5	0.5	13.9	7.9	2.0	5.8
더블유게임즈	933	5.7	5.5	1.4	1.4	0.9	0.8	3.0	2.9	37.3	37.0
웹젠	564	7.9	6.5	2.3	2.0	0.8	0.7	5.8	4.7	26.5	28.8
조이시티	168	14.2	10.8	1.0	0.9	1.4	1.3	11.2	8.7	10.4	12.4
Electronic Arts (US)	48,391	17.9	15.8	4.7	4.4	4.5	4.2	13.4	12.1	29.8	30.8
Take Two Interactive	37,672	61.1	21.9	4.8	3.4	5.1	4.4	50.7	17.1	10.6	19.1
Nintendo (JP)	95,285	27.0	23.9	7.2	6.1	3.7	3.4	20.2	17.8	29.2	27.8
Nexon	19,254	21.6	18.7	5.0	4.6	2.2	2.0	12.2	10.2	28.6	31.9
Bandai Namco	16,860	19.4	18.1	1.8	1.7	2.6	2.4	9.8	9.2	12.3	12.8
Konami	13,743	23.3	21.2	4.1	3.8	3.2	2.9	12.2	11.2	23.1	23.7
Cyber Agent	4,221	32.2	23.1	0.6	0.6	3.2	2.9	9.6	8.8	4.9	5.2
Square Enix	4,889	14.5	14.5	1.6	1.6	1.5	1.4	5.5	5.5	15.3	15.4
Tencent (CH)	610,368	16.5	14.7	4.8	4.4	3.3	2.8	13.1	11.8	31.7	32.8
NetEase	79,317	12.5	11.7	3.7	3.4	2.9	2.6	8.9	7.9	28.2	29.5
Kingsoft	5,977	25.9	19.8	3.2	2.8	1.3	1.2	5.6	4.6	27.3	28.6
Youzu Interactive	1,512	25.2	19.5	4.3	3.7	1.6	1.5	19.4	15.6	9.5	4.7
Ubisoft (FR)	4,208	14.2	11.5	1.2	1.1	1.4	1.3	4.2	3.7	15.6	18.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

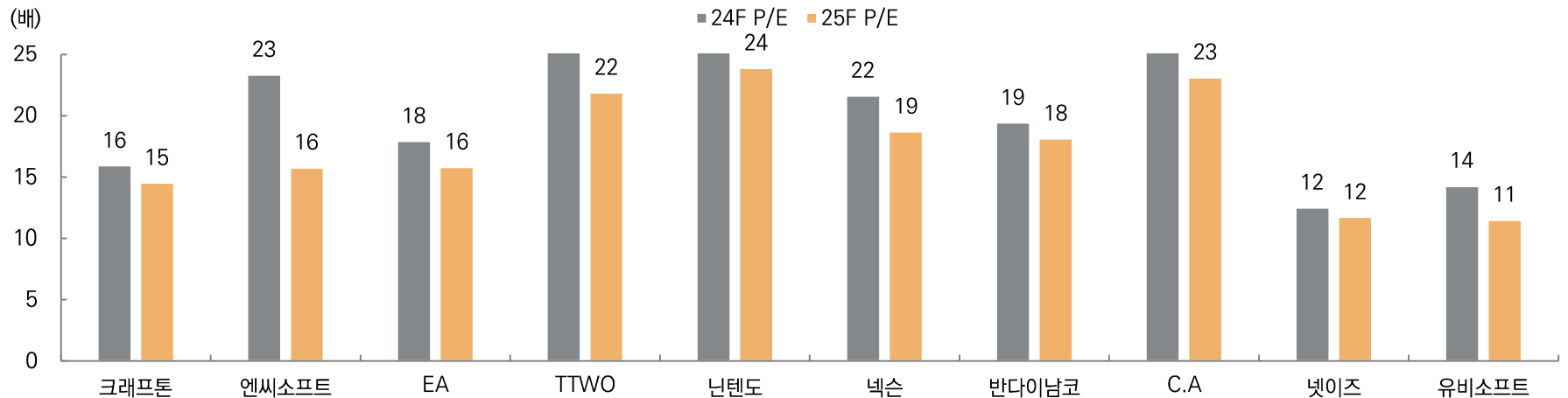
VI. Valuation

글로벌 인터넷 기업 Valuation



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 게임 기업 Valuation



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



COMPANY

—

종목분석

중장기 관점으로 바라볼 때

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	255,000원
현재주가(24/5/30)	170,400원
상승여력	49.6%

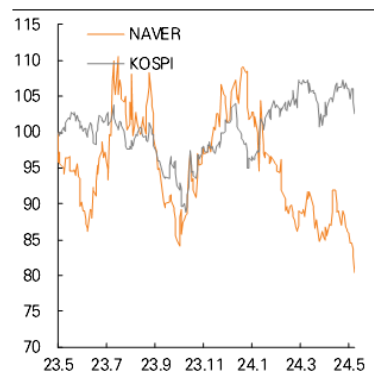
영업이익(24F, 십억원)	1,809
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,817
EPS 성장률(24F, %)	42.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	-
P/E(24F, x)	19.3
MKT P/E(24F, x)	-
KOSPI	2,635.44
시가총액(십억원)	27,674
발행주식수(백만주)	162
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	45.2
베타(12M) 일간수익률	0.91
52주 최저가(원)	170,400
52주 최고가(원)	234,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-7.6 -18.1 -15.4
상대주가	-5.6 -21.2 -17.0

투자포인트

- 23년 Flat 수준으로 성장세가 둔화된 서치플랫폼 부문 회복세가 나타나기 시작
- -10% 수준의 YoY 역성장을 지속하던 디스플레이 광고가 1분기 성장 반전(+5% YoY)
- 중국 직구 플랫폼의 국내 시장 공략 본격화에 따른 광고 집행비 수혜가 하반기까지 이어질 전망
- 24F 서치플랫폼 YoY 성장률은 7%까지 회복하며 광고 시장 성장률 4%를 능가할 것

투자 의견 '매수', 목표주가 255,000원 유지

- 24F 19배 수준으로 16년 이후 밸류에이션 최하단에서 거래 중이나 단기 모멘텀은 부재
- 광고 부문 회복에 따른 수익성 개선은 긍정적이나 커머스 부문, 일본 사업 불확실성이 존재
- 일본 불확실성은 라인야후가 일본 정부에 보고서를 제출하는 7월까지의 지속될 전망



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,818	8,220	9,671	10,671	11,730	12,945
영업이익 (십억원)	1,325	1,305	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.4	17.0	17.0	17.4
순이익 (십억원)	16,490	760	1,012	1,432	1,577	1,873
EPS (원)	100,400	4,634	6,180	8,815	9,711	11,532
ROE (%)	106.7	3.3	4.4	6.0	6.3	7.0
P/E (배)	3.8	38.3	36.2	19.3	17.5	14.8
P/B (배)	2.5	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,652	2,708	2,785	8,220	9,671	10,671	11,730
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	10.2%	10.7%	9.8%	20.6%	17.6%	10.3%	9.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	970	961	992	3,568	3,589	3,829	4,155
검색	656	689	688	692	696	734	735	742	2,609	2,725	2,908	3,145
디스플레이	192	217	207	230	202	229	219	243	941	846	894	981
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	29
커머스	606	633	647	660	703	721	736	788	1,801	2,547	2,949	3,264
커머스 광고	264	280	282	280	265	270	274	293	1,078	1,107	1,102	1,194
중개 및 판매	303	310	321	334	391	401	409	440	604	1,269	1,640	1,820
멤버십	39	42	44	46	48	50	53	56	119	171	207	249
핀테크	318	340	341	356	354	374	382	405	1,187	1,355	1,515	1,699
콘텐츠	411	420	435	466	446	468	505	473	1,262	1,733	1,893	2,078
웹툰	353	370	380	401	395	415	452	419	1,066	1,503	1,680	1,851
스노우	45	36	39	49	36	36	37	38	128	169	147	159
기타	13	15	16	16	16	16	17	17	67	60	66	69
클라우드	93	104	124	126	117	120	123	126	403	447	485	535
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	111	114	116	118	370	415	459	497
클로바/랩스	2	5	13	12	6	6	7	8	33	32	26	39
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,216	2,241	2,319	6,915	8,182	8,862	9,734
개발/운영비용	635	644	631	661	636	672	663	694	2,070	2,573	2,665	2,859
파트너	832	866	886	950	913	963	983	1,011	2,964	3,534	3,870	4,258
인프라	133	142	157	164	170	180	186	193	581	596	729	834
마케팅	350	383	390	357	367	401	409	421	1,301	1,480	1,598	1,783
영업이익	330	373	380	405	439	437	467	466	1,305	1,489	1,809	1,997
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	32.9%	17.2%	22.7%	15.0%	-1.6%	14.1%	21.5%	10.4%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	16.5%	17.2%	16.7%	15.9%	15.4%	16.9%	17.0%
지배주주순이익	55	268	376	314	511	310	305	306	760	1,012	1,432	1,577
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	20.2%	11.7%	11.3%	11.0%	9.2%	10.5%	13.4%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,652	2,708	2,785	8,220	9,671	10,671	11,730
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	10.8%	10.2%	10.7%	9.8%	20.6%	17.6%	10.3%	9.9%
서치플랫폼	852	910	899	928	905	970	961	992	3,568	3,589	3,829	4,155
(% YoY)	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	6.3%	6.6%	6.9%	6.9%	7.9%	0.6%	6.7%	8.5%
검색	656	689	688	692	696	734	735	742	2,609	2,725	2,908	3,145
(% YoY)	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.2%	6.5%	6.8%	7.2%	8.7%	4.5%	6.7%	8.1%
디스플레이	192	217	207	230	202	229	219	243	941	846	894	981
(% YoY)	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	5.3%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%	-10.0%	5.7%	9.7%
기타 연관 서비스	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	29
(% YoY)	-34.4%	3.4%	19.2%	0.9%	73.4%	73.6%	87.4%	7.3%	-17.4%	-6.4%	52.2%	8.2%
커머스	606	633	647	660	703	721	736	788	1,801	2,547	2,949	3,264
(% YoY)	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	16.1%	13.9%	13.8%	19.4%	21.0%	41.4%	15.8%	10.7%
커머스 광고	264	280	282	280	265	270	274	293	1,078	1,107	1,102	1,194
(% YoY)	1.4%	2.5%	5.5%	1.2%	0.3%	-3.7%	-2.9%	4.7%	14.3%	2.6%	-0.4%	8.4%
중개 및 판매	303	310	321	334	391	401	409	440	604	1,269	1,640	1,820
(% YoY)	129.0%	118.3%	105.0%	93.3%	28.9%	29.1%	27.4%	31.5%	26.8%	110.0%	29.3%	11.0%
멤버십	39	42	44	46	48	50	53	56	119	171	207	249
(% YoY)	64.0%	77.4%	29.7%	23.5%	24.0%	19.7%	20.5%	20.3%	72.5%	44.1%	21.0%	20.1%
핀테크	318	340	341	356	354	374	382	405	1,187	1,355	1,515	1,699
(% YoY)	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	11.2%	10.0%	12.2%	13.8%	21.2%	14.2%	11.8%	12.1%
콘텐츠	411	420	435	466	446	468	505	473	1,262	1,733	1,893	2,078
(% YoY)	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	8.5%	11.3%	16.2%	1.5%	91.3%	37.4%	9.2%	9.8%
웹툰	353	370	380	401	395	415	452	419	1,066	1,503	1,680	1,851
(% YoY)	115.5%	47.2%	41.5%	4.6%	11.7%	12.4%	18.9%	4.6%	116.9%	41.0%	11.8%	10.2%
스노우	45	36	39	49	36	36	37	38	128	169	147	159
(% YoY)	35.5%	30.4%	36.1%	28.7%	-20.7%	1.3%	-6.3%	-23.7%	51.6%	32.5%	-13.6%	8.2%
기타	13	15	16	16	16	16	17	17	67	60	66	69
(% YoY)	-11.5%	-30.5%	8.5%	1.2%	21.3%	9.0%	5.7%	2.3%	-19.5%	-10.3%	9.1%	4.1%
클라우드	93	104	124	126	117	120	123	126	403	447	485	535
(% YoY)	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	25.5%	14.7%	-0.7%	-0.1%	5.3%	11.0%	8.5%	10.3%
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	111	114	116	118	370	415	459	497
(% YoY)	6.6%	8.2%	19.9%	13.7%	22.0%	14.5%	4.8%	3.5%	12.3%	12.2%	10.6%	8.2%
클로바/랩스	2	5	13	12	6	6	7	8	33	32	26	39
(% YoY)	-69.7%	-59.9%	389.0%	9.8%	187.5%	18.5%	-47.7%	-35.6%	-38.0%	-2.8%	-17.9%	46.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,671	11,730	12,945
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,671	11,730	12,945
판매비와관리비	8,182	8,862	9,734	10,695
조정영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
영업이익	1,489	1,809	1,997	2,250
비영업손익	-8	258	235	351
금융손익	-26	-4	28	62
관계기업등 투자손익	267	227	171	253
세전계속사업손익	1,481	2,067	2,232	2,601
계속사업법인세비용	496	527	580	650
계속사업이익	985	1,541	1,651	1,951
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,541	1,651	1,951
지배주주	1,012	1,432	1,577	1,873
비지배주주	-27	109	74	78
총포괄이익	724	1,541	1,651	1,951
지배주주	749	1,593	1,707	2,017
비지배주주	-24	-52	-56	-66
EBITDA	2,071	2,347	2,511	2,750
FCF	1,362	1,860	1,779	2,023
EBITDA 마진율 (%)	21.4	22.0	21.4	21.2
영업이익률 (%)	15.4	17.0	17.0	17.4
지배주주 귀속 순이익률 (%)	10.5	13.4	13.4	14.5

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	8,662	10,330	12,253
현금 및 현금성자산	3,576	5,179	6,695	8,449
매출채권 및 기타채권	1,683	1,687	1,811	1,951
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	1,781	1,809	1,838
비유동자산	28,710	28,528	28,424	28,370
관계기업투자등	17,589	17,589	17,589	17,589
유형자산	2,742	2,558	2,449	2,384
무형자산	3,446	3,446	3,452	3,461
자산총계	35,738	37,190	38,754	40,623
유동부채	6,306	6,372	6,440	6,509
매입채무 및 기타채무	1,313	1,340	1,366	1,394
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,562	3,599	3,635
비유동부채	5,194	5,220	5,247	5,278
장기금융부채	3,168	3,417	3,417	3,417
기타비유동부채	2,026	1,803	1,830	1,861
부채총계	11,500	11,593	11,687	11,787
지배주주지분	23,206	24,456	25,851	27,542
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,243	1,243	1,243
이익잉여금	24,544	25,794	27,190	28,881
비지배주주지분	1,032	1,141	1,216	1,294
자산총계	24,238	25,597	27,067	28,836

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	19.3	17.5	14.8
P/CF (x)	15.9	10.8	10.4	9.2
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	18.0	11.5	10.2	8.7
EPS (원)	6,180	8,815	9,711	11,532
CFPS (원)	14,117	15,799	16,463	18,443
BPS (원)	148,137	155,833	164,424	174,836
DPS (원)	1,205	1,205	1,205	1,205
배당성향 (%)	18.4	11.8	11.0	9.3
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	10.3	9.9	10.4
EBITDA증가율 (%)	11.0	13.3	7.0	9.5
조정영업이익증가율 (%)	14.1	21.5	10.4	12.7
EPS증가율 (%)	33.4	42.6	10.2	18.8
매출채권 회전율 (회)	18.9	21.6	23.5	25.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	716.9	780.2	852.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	4.2	4.3	4.9
ROE (%)	4.4	6.0	6.3	7.0
ROIC (%)	28.8	34.1	38.6	44.1
부채비율 (%)	47.4	45.3	43.2	40.9
유동비율 (%)	111.5	135.9	160.4	188.2
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-7.2	-12.5	-17.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	14.3	15.8	17.8

AI 사업 구체화 필요

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	70,000원
현재주가(24/5/30)	43,650원
상승여력	60.4%

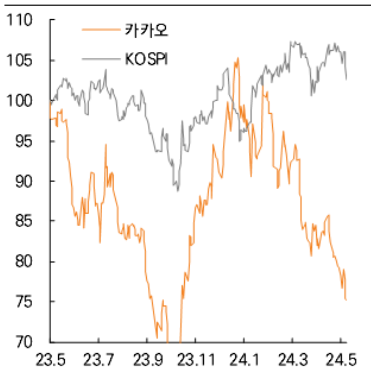
영업이익(24F,십억원)	625
Consensus 영업이익(24F,십억원)	632
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	42.3
MKT P/E(24F,x)	-
KOSPI	2,635.44
시가총액(십억원)	19,351
발행주식수(백만주)	443
유동주식비율(%)	74.7
외국인 보유비중(%)	27.3
베타(12M) 일간수익률	1.10
52주 최저가(원)	37,600
52주 최고가(원)	61,100
(%)	1M6M12M
절대주가	-10.2-13.6-23.2
상대주가	-8.3-16.8-24.6

투자포인트

- 광고 부문 회복세 지속. 메시지형, 비즈보드 광고 모두 YoY 10% 이상의 성장세 기록 중
- 친구탭과 오픈채팅탭 인벤토리 활용률 증가에 따른 비즈보드 광고 성장률 가속화 예상
- 중국 직구 플랫폼의 국내 커머스 시장 공략에 따른 수혜도 확대될 전망
- 24F 특비즈 광고 YoY 성장률은 10%로 시장 성장률 4%를 능가할 전망

투자의견 '매수', 목표주가 70,000원 유지

- 24F 42배 수준으로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이나 단기 모멘텀은 부재
- 비용 효율화에 따른 24년 폭발적인 이익 개선이 기존에 예상되었으나 AI 투자 불확실성이 대두
- AI 사업에 대한 투자 방향성과 서비스 타임라인에 대한 구체화가 필요한 시기로 판단



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	5,911	6,799	7,557	8,689	9,642	10,637
영업이익 (십억원)	588	569	461	625	787	948
영업이익률 (%)	9.9	8.4	6.1	7.2	8.2	8.9
순이익 (십억원)	1,387	1,358	-1,013	458	567	683
EPS (원)	3,121	3,049	-2,276	1,033	1,279	1,540
ROE (%)	17.1	13.6	-10.3	4.6	5.4	6.2
P/E (배)	36.0	17.4	-	42.3	34.1	28.3
P/B (배)	5.0	2.4	2.5	1.9	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

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

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,095	2,255	2,350	6,799	7,557	8,689	9,642
(% YoY)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	8.9%	12.1%	17.6%	10.8%	11.1%	15.0%	11.0%
플랫폼부문	848	869	880	957	955	981	985	1,068	3,463	3,554	3,989	4,429
1) 독비즈	485	480	479	538	522	527	521	586	1,902	1,982	2,156	2,359
2) 포털비즈	84	89	83	88	85	90	84	89	424	344	348	338
3) 플랫폼 기타	280	300	317	331	348	363	380	393	1,137	1,228	1,484	1,732
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,114	1,270	1,282	3,336	4,003	4,701	5,214
1) 뮤직	232	481	513	498	468	519	533	576	894	1,724	2,097	2,338
2) 스토리	229	231	249	213	227	238	257	222	921	922	944	982
3) 게임	247	269	262	232	243	258	347	351	1,110	1,010	1,199	1,316
4) 미디어	68	73	107	99	95	99	134	133	412	347	462	577
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,957	2,094	2,145	6,230	7,096	8,064	8,855
인건비	448	472	468	472	479	489	498	508	1,701	1,860	1,974	2,085
매출연동비	642	780	849	714	820	874	966	985	2,654	2,986	3,645	4,077
외주/인프라비	174	205	199	257	202	213	230	241	684	835	887	1,000
마케팅비	97	100	105	104	89	93	95	97	417	406	373	406
상각비	150	192	198	210	198	208	224	234	580	751	865	959
기타	50	60	69	80	80	80	80	81	192	258	321	327
영업이익	63	113	124	161	120	138	161	205	569	461	625	787
(% YoY)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	92.2%	22.3%	29.5%	27.7%	-4.3%	-19.1%	35.6%	26.0%
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.6%	7.1%	8.7%	8.4%	6.1%	7.2%	8.2%
지배주주순이익	22	56	21	-1,112	74	105	123	157	1,358	-1,013	458	567
NPM	1.4%	2.9%	1.0%	-55.6%	3.7%	5.0%	5.4%	6.7%	20.0%	-13.4%	5.3%	5.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,095	2,255	2,350	6,799	7,557	8,689	9,642
(% YoY)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	22.5%	8.9%	12.1%	17.6%	10.8%	11.1%	15.0%	11.0%
플랫폼부문	848	869	880	957	955	981	985	1,068	3,463	3,554	3,989	4,429
(% YoY)	4.0%	2.2%	-3.2%	7.9%	12.6%	12.8%	11.9%	11.6%	6.8%	2.7%	12.2%	11.0%
1) 톡비즈	485	480	479	538	522	527	521	586	1,902	1,982	2,156	2,359
(% YoY)	5.2%	6.0%	2.6%	3.4%	7.7%	9.7%	8.6%	9.1%	15.7%	4.2%	8.8%	9.4%
커머스	233	197	199	233	244	210	215	252	848	862	922	981
(% YoY)	10.2%	8.4%	-3.9%	-5.9%	4.8%	6.5%	8.0%	8.4%	11.9%	1.7%	6.9%	6.5%
광고	252	283	280	305	279	317	305	334	1,054	1,120	1,236	1,377
(% YoY)	0.9%	4.4%	7.7%	11.7%	10.7%	12.0%	9.0%	9.6%	19.0%	6.3%	10.3%	11.5%
일매출	2.8	3.1	3.1	3.4	3.1	3.5	3.4	3.7	2.9	3.1	3.4	3.8
2) 포털비즈	84	89	83	88	85	90	84	89	424	344	348	338
(% YoY)	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-10.1%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	-13.9%	-18.8%	1.1%	-3.0%
3) 플랫폼 기타	280	300	317	331	348	363	380	393	1,137	1,228	1,484	1,732
(% YoY)	16.3%	1.6%	-4.4%	23.1%	24.3%	21.3%	19.8%	18.5%	2.9%	8.0%	20.9%	16.7%
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,114	1,270	1,282	3,336	4,003	4,701	5,214
(% YoY)	1.3%	18.2%	29.8%	29.0%	33.3%	5.8%	12.3%	23.1%	15.2%	20.0%	17.4%	10.9%
1) 뮤직	232	481	513	498	468	519	533	576	894	1,724	2,097	2,338
(% YoY)	13.5%	129.7%	105.2%	116.3%	101.8%	8.0%	3.8%	15.7%	15.7%	92.8%	21.6%	11.5%
2) 스토리	229	231	249	213	227	238	257	222	921	922	944	982
(% YoY)	-4.9%	1.5%	7.7%	-3.7%	-0.7%	3.0%	3.0%	4.1%	16.3%	0.1%	2.3%	4.1%
픽코마	128	133	129	116	122	137	133	122	482	507	515	540
(% YoY)	3.8%	11.9%	6.5%	-1.3%	-4.8%	3.0%	3.0%	5.0%	14.8%	5.2%	1.5%	5.0%
엔터테인먼트	100	98	120	97	105	101	123	100	439	415	429	442
(% YoY)	-14.2%	-9.9%	9.0%	-6.5%	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	18.2%	-5.5%	3.4%	3.0%
3) 게임	247	269	262	232	243	258	347	351	1,110	1,010	1,199	1,316
(% YoY)	0.6%	-20.3%	-11.5%	0.4%	-1.7%	-3.9%	32.5%	51.4%	11.1%	-9.0%	18.8%	9.8%
4) 미디어	68	73	107	99	95	99	134	133	412	347	462	577
(% YoY)	-9.7%	-37.7%	13.6%	-20.8%	40.6%	35.0%	25.0%	35.0%	23.7%	-15.8%	33.0%	25.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,557	8,689	9,642	10,637
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,557	8,689	9,642	10,637
판매비와관리비	7,096	8,064	8,855	9,689
조정영업이익	461	625	787	948
영업이익	461	625	787	948
비영업손익	-2,109	20	0	0
금융손익	27	42	65	86
관계기업등 투자손익	4	-51	-94	-116
세전계속사업손익	-1,648	645	787	948
계속사업법인세비용	168	204	220	265
계속사업이익	-1,817	441	567	683
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	441	567	683
지배주주	-1,013	458	567	683
비지배주주	-804	-17	0	0
총포괄이익	-1,715	441	567	683
지배주주	-884	227	292	352
비지배주주	-831	214	275	331
EBITDA	1,222	1,207	1,273	1,383
FCF	766	1,013	934	960
EBITDA 마진율 (%)	16.2	13.9	13.2	13.0
영업이익률 (%)	6.1	7.2	8.2	8.9
지배주주 귀속 순이익률 (%)	-13.4	5.3	5.9	6.4

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,943	9,849	10,724	11,603
현금 및 현금성자산	5,269	6,149	6,925	7,702
매출채권 및 기타채권	1,094	1,090	1,158	1,230
재고자산	139	146	153	160
기타유동자산	2,441	2,464	2,488	2,511
비유동자산	15,090	14,736	14,544	14,467
관계기업투자등	2,941	2,971	3,000	3,030
유형자산	1,322	1,107	1,000	958
무형자산	5,689	5,512	5,389	5,315
자산총계	25,180	25,732	26,415	27,217
유동부채	6,245	6,334	6,424	6,517
매입채무 및 기타채무	1,794	1,848	1,903	1,960
단기금융부채	1,923	1,934	1,944	1,954
기타유동부채	2,528	2,552	2,577	2,603
비유동부채	3,737	3,786	3,838	3,891
장기금융부채	2,577	2,577	2,577	2,577
기타비유동부채	1,160	1,209	1,261	1,314
부채총계	11,321	11,459	11,601	11,748
지배주주지분	9,764	10,195	10,735	11,391
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,840	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,922	2,354	2,894	3,550
비지배주주지분	4,095	4,078	4,078	4,078
자본총계	13,859	14,273	14,813	15,469

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	42.3	34.1	28.3
P/CF (x)	20.4	17.0	16.6	15.5
P/B (x)	2.5	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	21.1	16.5	15.0	13.2
EPS (원)	-2,276	1,033	1,279	1,540
CFPS (원)	2,662	2,569	2,625	2,825
BPS (원)	21,951	23,007	24,226	25,706
DPS (원)	61	61	61	61
배당성향 (%)	-1.5	6.0	4.7	3.9
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	11.2	15.0	11.0	10.3
EBITDA증가율 (%)	6.1	-1.2	5.5	8.7
조정영업이익증가율 (%)	-19.1	35.6	26.0	20.4
EPS증가율 (%)	-	-	23.9	20.4
매출채권 회전율 (회)	14.2	13.8	14.8	15.9
재고자산 회전율 (회)	50.6	61.1	64.6	67.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-7.5	1.7	2.2	2.5
ROE (%)	-10.3	4.6	5.4	6.2
ROIC (%)	7.5	7.2	10.0	12.3
부채비율 (%)	81.7	80.3	78.3	75.9
유동비율 (%)	143.2	155.5	166.9	178.0
순차입금/자기자본 (%)	-18.0	-24.8	-29.2	-33.0
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	3.7	4.7	5.6

글로벌 출시 임박

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	170,000원
현재주가(24/5/30)	114,300원
상승여력	48.7%

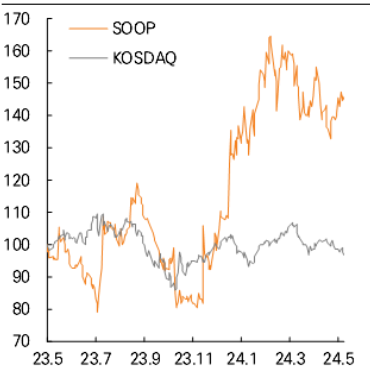
영업이익(24F, 십억원)	116
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	115
EPS 성장률(24F, %)	30.2
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.1
P/E(24F, x)	13.5
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSDAQ	831.99
시가총액(십억원)	1,314
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	66.3
외국인 보유비중(%)	37.3
베타(12M) 일간수익률	0.24
52주 최저가(원)	62,200
52주 최고가(원)	129,900
(%)	1M6M12M
절대주가	1.371.450.6
상대주가	5.871.354.1

투자포인트

- 결제 유저 비중의 증가가 나타나는 상황. 1분기 Pay Rate는 기존 3.5%에서 4.5%로 증가
- 결제 유저 수 증가에 따른 플랫폼 서비스 매출의 고성장세가 하반기까지 이어질 전망
- 브랜드 광고주 카테고리 다변화에 따른 콘텐츠형 광고 성장세도 가속화될 전망
- 하반기 글로벌 스토리도 본격화될 전망. 6월 초 SOOP 글로벌 출시 예정

투자 의견 '매수', 목표주가 170,000원 유지

- 24F 13배로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중
- 경쟁 플랫폼인 치치직이 동사와 비슷한 트래픽을 유지함에 따라 국내 사업에 대한 시장 우려 지속
- SOOP 출시 이후 글로벌에서 유의미한 트래픽을 보여줘야 리레이팅 가능할 전망
- 동남아에 게임에 특화된 라이브 스트리밍 플랫폼이 마땅한 곳이 없음을 고려 시 잠재력은 충분



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	272	315	348	420	475	533
영업이익 (십억원)	89	82	90	116	133	149
영업이익률 (%)	32.7	26.0	25.9	27.6	28.0	28.0
순이익 (십억원)	71	60	75	97	109	122
EPS (원)	6,179	5,197	6,489	8,448	9,486	10,608
ROE (%)	39.9	26.5	28.0	29.0	25.4	22.8
P/E (배)	32.8	13.7	13.2	13.5	12.0	10.8
P/B (배)	10.6	3.0	2.9	3.1	2.5	2.1
배당수익률 (%)	0.4	1.0	1.0	0.7	0.7	0.7

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

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	73	87	88	100	95	105	105	115	315	348	420	475
(% YoY)	-3.4%	11.2%	7.4%	25.6%	30.7%	20.9%	19.4%	14.5%	15.7%	10.4%	20.7%	13.2%
플랫폼 서비스	60	65	65	69	79	80	82	83	230	259	324	371
기부경제선물	58	63	62	66	76	78	79	81	220	249	314	360
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	9	9
플랫폼-기타	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2
광고	11	20	22	30	15	23	22	30	80	83	91	99
플랫폼광고	4	4	3	4	2	3	3	3	15	15	11	13
콘텐츠형광고	7	15	13	19	8	15	13	21	57	54	57	64
광고기타	1	1	6	6	5	5	6	7	9	14	22	23
기타	1	2	1	2	1	1	1	1	4	6	4	4
영업비용	54	63	66	74	66	75	77	85	233	257	304	342
인건비	18	19	20	20	22	23	24	24	63	77	94	108
지급수수료 (중계권+기타)	6	5	7	8	6	8	8	9	27	25	31	35
지급수수료 (광고)	6	8	7	15	7	11	10	14	47	36	42	45
과금수수료	8	10	10	11	12	13	13	13	30	39	51	57
회선사용료	4	3	3	4	4	4	4	4	15	14	17	18
BJ지원금	1	2	2	2	2	2	2	3	5	7	9	11
콘텐츠제작비	3	7	7	3	2	3	4	6	14	20	15	19
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	6	6	6	17	20	23	25
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
행사비	0	1	0	1	1	1	1	1	2	2	3	3
기타	3	4	5	5	4	5	5	5	13	18	19	21
영업이익	18	24	22	26	29	29	28	30	82	90	116	133
(% YoY)	-20.5%	1.9%	6.0%	70.8%	56.0%	24.4%	28.1%	12.0%	-7.2%	9.6%	28.1%	14.8%
영업이익률	25.3%	27.3%	24.9%	26.3%	30.2%	28.1%	26.7%	25.7%	26.2%	26.0%	27.6%	28.0%
지배주주순이익	17	23	19	16	25	24	23	25	60	75	97	109
순이익률	22.9%	26.2%	22.0%	15.9%	26.0%	23.3%	22.3%	21.4%	19.0%	21.4%	23.1%	23.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	73	87	88	100	95	105	105	115	315	348	420	475
(% YoY)	-3%	11%	7%	26%	31%	21%	19%	15%	16%	10%	21%	13%
플랫폼 서비스	60	65	65	69	79	80	82	83	230	259	324	371
(% YoY)	1%	12%	12%	26%	30%	23%	26%	22%	8%	12%	25%	14%
기부경제선물	58	63	62	66	76	78	79	81	220	249	314	360
(% YoY)	1%	12%	13%	28%	31%	24%	27%	22%	8%	13%	26%	15%
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	9	9
(% YoY)	0%	-2%	-8%	-7%	5%	8%	15%	17%	20%	-4%	11%	4%
플랫폼-기타	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	2
(% YoY)	42%	-18%	-5%	35%	1%	22%	12%	1%	-3%	9%	8%	4%
광고	11	20	22	30	15	23	22	30	80	83	91	99
(% YoY)	-19%	9%	-7%	21%	33%	18%	2%	2%	50%	3%	10%	9%
플랫폼광고	4	4	3	4	2	3	3	3	15	15	11	13
(% YoY)	20%	14%	-20%	-6%	-37%	-20%	-11%	-25%	31%	0%	-23%	11%
콘텐츠형광고	7	15	13	19	8	15	13	21	57	54	57	64
(% YoY)	-30%	15%	-26%	13%	22%	3%	5%	7%	64%	-6%	7%	11%
광고기타	1	1	6	6	5	5	6	7	9	14	22	23
(% YoY)	-31%	-37%	206%	99%	349%	280%	3%	3%	16%	65%	54%	3%
기타	1	2	1	2	1	1	1	1	4	6	4	4
(% YoY)	-29%	24%	43%	96%	29%	-32%	-28%	-47%	-29%	32%	-28%	4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	348	420	475	533
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	348	420	475	533
판매비와관리비	257	304	342	383
조정영업이익	90	116	133	149
영업이익	90	116	133	149
비영업손익	6	9	8	8
금융손익	6	8	10	12
관계기업등 투자손익	0	1	-2	-4
세전계속사업손익	96	125	141	157
계속사업법인세비용	21	27	31	35
계속사업이익	75	98	110	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	75	98	110	123
지배주주	75	97	109	122
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	73	98	110	123
지배주주	73	98	110	123
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	110	129	145	162
FCF	111	104	103	114
EBITDA 마진율 (%)	31.6	30.7	30.5	30.4
영업이익률 (%)	25.9	27.6	28.0	28.0
지배주주 귀속 순이익률 (%)	21.6	23.1	22.9	22.9

자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	481	570	669	777
현금 및 현금성자산	136	221	306	400
매출채권 및 기타채권	110	113	125	137
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	234	235	237	239
비유동자산	97	99	105	114
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	36	32	31	31
무형자산	18	24	31	39
자산총계	578	669	773	891
유동부채	274	276	279	282
매입채무 및 기타채무	38	39	40	40
단기금융부채	10	9	9	9
기타유동부채	226	228	230	233
비유동부채	11	11	12	13
장기금융부채	6	6	6	6
기타비유동부채	5	5	6	7
부채총계	285	287	291	295
지배주주지분	291	379	480	592
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	66	66	66	66
이익잉여금	288	376	476	589
비지배주주지분	2	3	3	4
자본총계	293	382	483	596

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	13.2	13.5	12.0	10.8
P/CF (x)	8.3	10.1	9.2	8.3
P/B (x)	2.9	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA (x)	7.2	6.9	5.5	4.3
EPS (원)	6,489	8,448	9,486	10,608
CFPS (원)	10,336	11,299	12,471	13,755
BPS (원)	29,091	36,747	45,445	55,265
DPS (원)	850	850	850	850
배당성향 (%)	12.2	9.3	8.3	7.4
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	10.4	20.7	13.2	12.2
EBITDA증가율 (%)	11.1	16.6	12.8	11.5
조정영업이익증가율 (%)	9.6	28.1	14.8	12.5
EPS증가율 (%)	24.9	30.2	12.3	11.8
매출채권 회전율 (회)	15.7	17.2	19.1	21.0
재고자산 회전율 (회)	780.6	426.9	414.5	412.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.3	15.7	15.2	14.7
ROE (%)	28.0	29.0	25.4	22.8
ROIC (%)	-106.2	-120.4	-154.4	-230.9
부채비율 (%)	97.1	75.2	60.3	49.4
유동비율 (%)	175.4	206.6	239.6	275.5
순차입금/자기자본 (%)	-66.1	-113.7	-107.9	-103.4
조정영업이익/금융비용 (x)	113.6	109.5	130.8	146.2

불어오는 성장의 향기. 하반기 업종 Top Pick

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	34,000원
현재주가(24/5/30)	22,950원
상승여력	48.1%

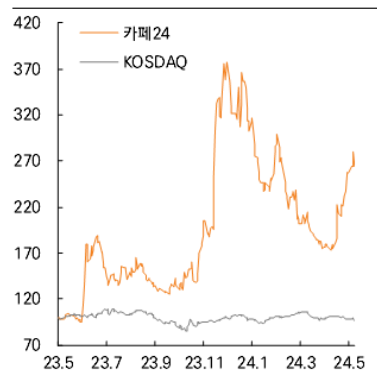
영업이익(24F, 십억원)	18
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	19
EPS 성장률(24F, %)	37.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	75.9
P/E(24F, x)	39.0
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSDAQ	831.99
시가총액(십억원)	557
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	69.1
외국인 보유비중(%)	10.7
베타(12M) 일간수익률	0.97
52주 최저가(원)	8,250
52주 최고가(원)	32,750
(%)	1M6M12M
절대주가	52.239.3168.7
상대주가	58.939.2175.0

투자포인트

- 연평균 50%씩 성장하고 있는 라이브커머스 시장 성장의 최대 수혜주
- 국내 라이브커머스 시장은 23년 3조원 규모에서 26년 10조원까지 연평균 50% 성장 전망
- 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 것. 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원(수수료 0.8% 가정) 전망
- 24년 턴어라운드 시작. 24F 매출액 2,910억원(+5% YoY), 영업이익 180억원(흑자전환 YoY)

투자 의견 '매수', 목표주가 34,000원 유지

- 하반기 인터넷 업종 Top Pick 제시. GMV 성장세 회복과 함께 모멘텀 지속 전망
- 24F 타겟 EV/GMV는 0.064배. 동사 GMV YoY 성장률이 시장을 상회하기 시작한 20년 평균
- 23년 6%에 그쳤던 동사 GMV YoY 성장률은 24년 13%, 25년 19%로 성장세가 가속화될 전망



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	276	266	278	291	315	348
영업이익 (십억원)	-20	-21	-3	18	27	44
영업이익률 (%)	-7.2	-7.9	-1.1	6.2	8.6	12.6
순이익 (십억원)	-19	-37	10	14	22	35
EPS (원)	-933	-1,664	429	588	907	1,454
ROE (%)	-10.5	-19.6	6.1	8.1	11.3	15.8
P/E (배)	-	-	65.3	39.0	25.3	15.8
P/B (배)	2.6	1.5	3.7	3.0	2.7	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

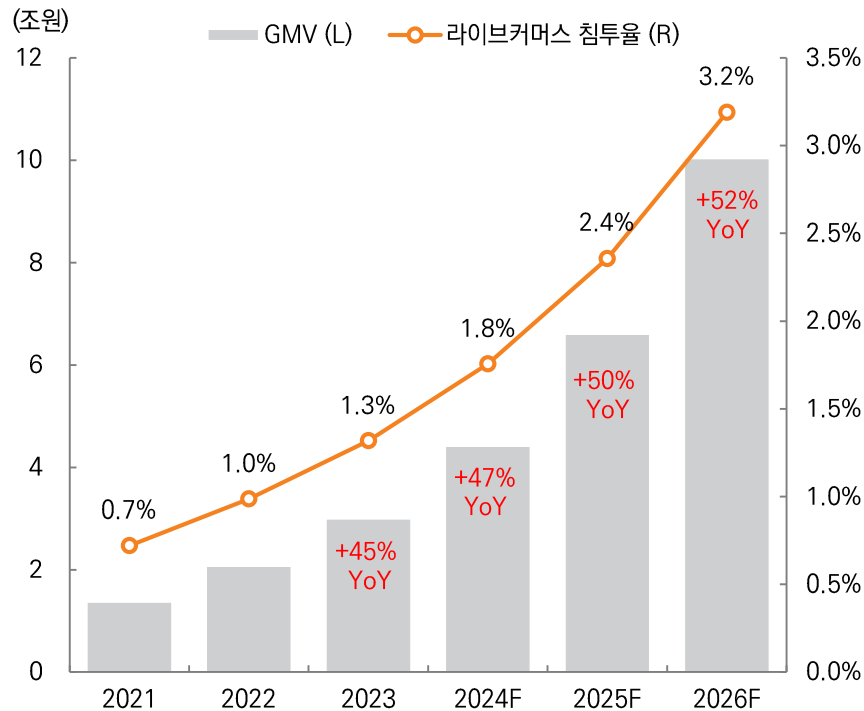
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	66	73	65	75	67	75	70	80	279	278	291	315	348
(% YoY)	1.9%	3.6%	-7.2%	0.1%	1.6%	2.2%	8.4%	7.0%	1.1%	-0.4%	4.8%	8.2%	10.3%
EC플랫폼	55	62	56	65	57	65	60	70	234	238	252	275	307
결제솔루션	20	23	22	25	23	27	26	30	80	89	105	125	151
EC솔루션	7	7	6	8	7	7	6	8	35	28	28	29	30
비즈니스솔루션	4	5	3	4	3	3	3	3	18	16	13	13	14
공급망서비스	16	19	17	19	16	19	17	19	65	71	71	72	73
마케팅솔루션	7	8	8	10	8	9	8	10	31	33	35	36	39
인프라	9	9	7	8	8	8	9	9	34	33	34	35	36
기타(거래중개)	2	2	1	1	1	1	1	1	10	7	5	5	5
영업비용	76	70	65	71	65	68	66	74	309	281	273	288	304
인건비	29	29	28	25	25	25	25	25	121	111	100	104	110
지급수수료	15	15	13	16	15	16	15	17	55	59	63	69	76
감가상각비	9	8	8	8	8	9	8	9	31	33	34	37	39
통신비	5	5	4	5	5	5	4	5	17	18	18	18	19
기타	18	13	12	17	13	13	13	18	85	60	57	60	60
영업이익	-7	7	-7	4	2	7	4	6	-30	-3	18	27	44
(% YoY)	적지	흑전	적지	흑전	흑전	2.0%	흑전	40.1%	적지	적지	흑전	50.7%	60.3%
영업이익률	-10.8%	9.0%	-10.2%	5.3%	3.2%	9.0%	5.4%	6.9%	-10.6%	-1.1%	6.3%	8.7%	12.7%
지배주주순이익	-7	-1	24	-5	1	5	3	4	-37	10	14	22	35
순이익률	-11.3%	-1.8%	36.3%	-6.9%	2.0%	7.2%	4.3%	5.6%	-13.4%	3.5%	4.9%	7.0%	10.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

라이브 커머스는 고성장

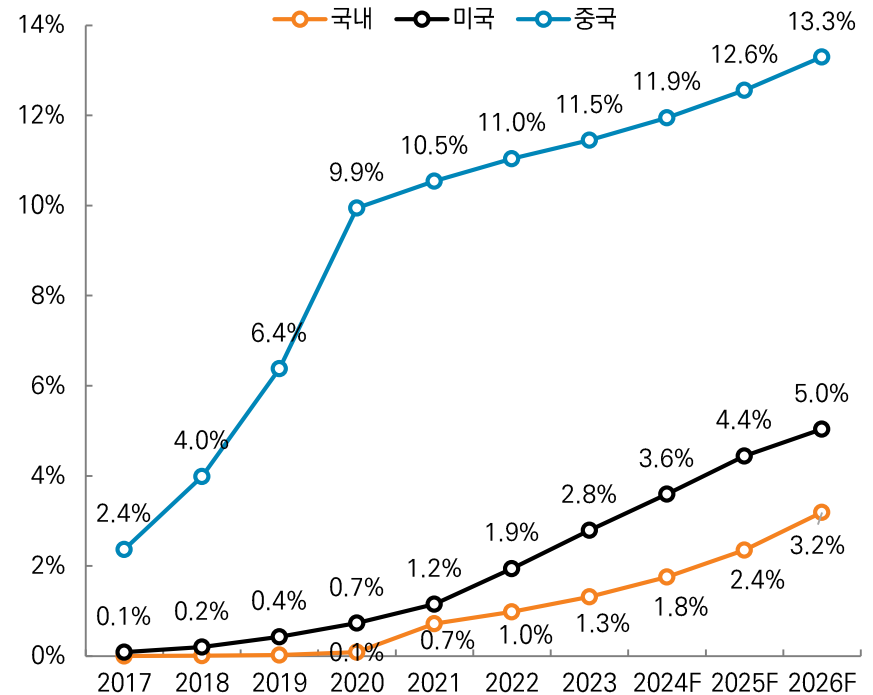
- 24년 국내 라이브커머스 시장 규모는 4.4조원 수준으로 YoY 47% 성장 전망
- 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망
- 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이는 중

국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이

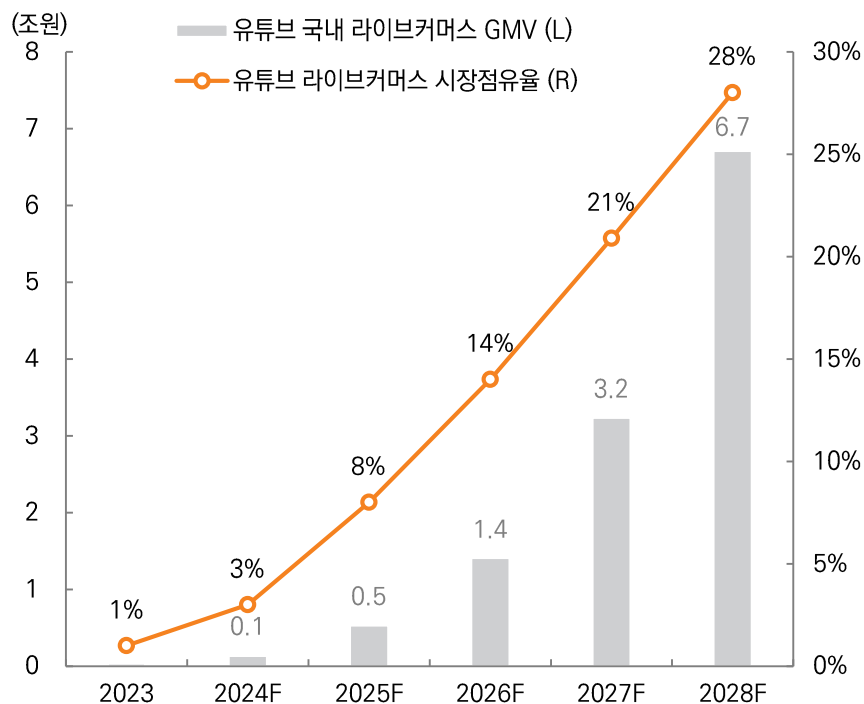


자료: 미래에셋증권 리서치센터

유튜브 쇼핑의 잠재력

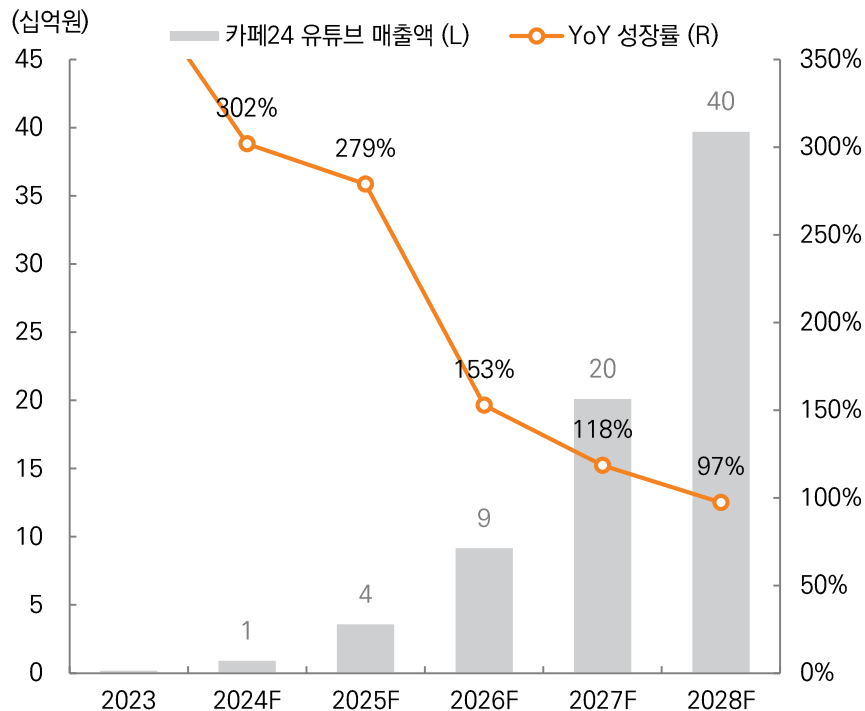
- 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망
- 유튜브의 국내 라이브커머스 점유율은 28년 28%까지 증가해 선두인 NAVER의 아성을 위협할 것
- 유튜브쇼핑 성장의 최대 수혜주인 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원 예상

유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 유튜브 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	278	291	315	348
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	278	291	315	348
판매비와관리비	281	273	288	304
조정영업이익	-3	18	27	44
영업이익	-3	18	27	44
비영업손익	-15	1	0	0
금융손익	-3	-2	-1	0
관계기업등 투자손익	0	2	1	0
세전계속사업손익	-18	19	27	44
계속사업법인세비용	-1	5	5	9
계속사업이익	-17	14	22	35
중단사업이익	19	0	0	0
당기순이익	2	14	22	35
지배주주	10	14	22	35
비지배주주	-8	-1	0	0
총포괄이익	13	14	22	35
지배주주	21	21	35	55
비지배주주	-8	-8	-13	-20
EBITDA	32	44	47	59
FCF	28	30	32	40
EBITDA 마진율 (%)	11.5	15.1	14.9	17.0
영업이익률 (%)	-1.1	6.2	8.6	12.6
지배주주 귀속 순이익률 (%)	3.6	4.8	7.0	10.1

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	119	151	187	231
현금 및 현금성자산	31	60	92	132
매출채권 및 기타채권	41	43	47	51
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	46	47	47	47
비유동자산	203	183	170	163
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	60	44	34	28
무형자산	29	26	24	22
자산총계	322	334	357	394
유동부채	121	120	121	122
매입채무 및 기타채무	34	33	33	33
단기금융부채	41	41	42	42
기타유동부채	46	46	46	47
비유동부채	26	26	26	26
장기금융부채	19	18	18	18
기타비유동부채	7	8	8	8
부채총계	147	146	147	148
지배주주지분	170	183	205	240
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	235	235	235	235
이익잉여금	-22	-8	14	50
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	175	188	210	245

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.3	39.0	25.3	15.8
P/CF (x)	20.9	12.2	11.7	9.4
P/B (x)	3.7	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA (x)	19.6	11.9	10.4	7.5
EPS (원)	429	588	907	1,454
CFPS (원)	1,337	1,887	1,959	2,443
BPS (원)	7,659	7,691	8,598	10,052
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 (%)	4.5	4.8	8.2	10.3
EBITDA증가율 (%)	151.8	37.3	6.8	27.2
조정영업이익증가율 (%)	-	-	50.7	60.3
EPS증가율 (%)	-	37.3	54.1	60.3
매출채권 회전율 (회)	9.4	9.3	8.9	9.1
재고자산 회전율 (회)	253.0	378.7	405.7	443.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.6	4.1	6.4	9.4
ROE (%)	6.1	8.1	11.3	15.8
ROIC (%)	-3.0	21.1	43.4	81.3
부채비율 (%)	84.3	77.6	70.0	60.4
유동비율 (%)	98.2	125.5	154.0	188.9
순차입금/자기자본 (%)	-6.5	-21.9	-34.9	-46.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.6	4.4	6.6	10.6

하반기도 믿고 가시면 됩니다

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	370,000원
현재주가(24/5/30)	251,000원
상승여력	47.4%

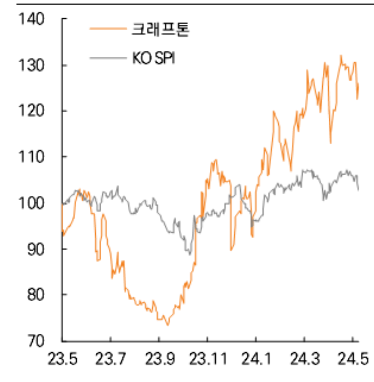
영업이익(24F, 십억원)	801
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	862
EPS 성장률(24F, %)	25.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.1
P/E(24F, x)	16.4
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSPI	2,635.44
시가총액(십억원)	12,140
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	58.6
외국인 보유비중(%)	37.2
베타(12M) 일간수익률	0.71
52주 최저가(원)	146,500
52주 최고가(원)	263,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	4.8 17.8 32.8
상대주가	7.1 13.4 30.3

투자포인트

- PUBG PC는 여전히 높은 트래픽 유지 중. 최고 동접자는 60만명대로 YoY 50% 이상 증가한 상태
- 2분기 PC 매출 호조 예상. 중국 프로모션이 정상화되는 중인 모바일 부문도 긍정적인 상황
- 인도 퍼블리싱 사업도 순조롭게 확장 중. 24년 6개의 신규 게임 퍼블리싱 목표

투자 의견 '매수', 목표주가 370,000원 유지

- 게임 업종 내 Top Pick 유지. 하반기 실적 호조에 신작 모멘텀도 극대화될 전망
- 연초 이후 지속적인 주가 상승에도 불구하고 지속적인 이익 추정치 상향으로 24F 16배에 불과
- 하반기 다크앤다커M 정식 출시, 쿠키런 인도 퍼블리싱, 인조이 소프트웨어 출시 예정
- 국내외 게임쇼 참여를 통한 신작 시연, 일정 구체화도 기대해볼 만한 시기



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,885	1,854	1,911	2,192	2,597	2,964
영업이익 (십억원)	651	752	768	801	1,029	1,204
영업이익률 (%)	34.5	40.6	40.2	36.5	39.6	40.6
순이익 (십억원)	520	500	595	740	840	969
EPS (원)	11,442	10,194	12,221	15,294	17,359	20,033
ROE (%)	17.9	10.3	11.2	12.5	12.5	12.7
P/E (배)	40.2	16.5	15.8	16.4	14.5	12.5
P/B (배)	4.9	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	539	387	450	535	666	454	511	561	1,854	1,911	2,192	2,597
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	12.8%	23.6%	17.3%	13.4%	5.0%	-1.7%	3.1%	14.7%	18.5%
PC	178	117	121	167	244	150	151	183	465	584	728	857
모바일	348	245	309	343	402	286	342	360	1,253	1,245	1,390	1,561
콘솔	7	19	12	17	11	10	9	9	104	56	39	139
기타	5	6	8	7	8	9	9	9	32	26	35	40
영업비용	256	256	261	370	355	337	344	355	1,102	1,143	1,391	1,568
인건비	101	103	102	121	121	125	129	133	365	427	508	572
앱수수료/매출원가	47	32	60	88	86	65	72	79	207	227	302	413
지급수수료	62	71	65	62	61	74	68	65	325	259	268	282
광고선전비	5	9	18	34	12	17	22	25	130	66	76	74
주식보상비용	10	9	-20	28	42	23	20	20	-64	28	105	91
기타	31	32	36	37	32	33	33	33	139	136	131	136
영업이익	283	131	189	164	311	117	166	207	752	768	801	1,029
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	30.3%	9.7%	-10.9%	-12.1%	25.8%	15.5%	2.2%	4.3%	28.5%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	30.7%	46.6%	25.8%	32.6%	36.8%	40.5%	40.2%	36.5%	39.6%
지배주주순이익	267	129	212	-13	350	97	131	162	500	595	740	840
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	-2.5%	52.4%	21.3%	25.6%	28.9%	27.0%	31.1%	33.7%	32.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,911	2,192	2,597	2,964
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,192	2,597	2,964
판매비와관리비	1,143	1,391	1,568	1,760
조정영업이익	768	801	1,029	1,204
영업이익	768	801	1,029	1,204
비영업손익	61	184	90	88
금융손익	29	34	43	52
관계기업등 투자손익	-44	291	-20	36
세전계속사업손익	829	985	1,119	1,292
계속사업법인세비용	235	247	280	323
계속사업이익	594	738	840	969
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	594	738	840	969
지배주주	595	740	840	969
비지배주주	-1	-1	0	0
총포괄이익	593	738	840	969
지배주주	594	740	841	971
비지배주주	-1	-1	-2	-2
EBITDA	876	899	1,120	1,291
FCF	628	773	869	989
EBITDA 마진율 (%)	45.8	41.0	43.1	43.6
영업이익률 (%)	40.2	36.5	39.6	40.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	31.1	33.8	32.3	32.7

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,964	4,681	5,477	6,383
현금 및 현금성자산	721	1,414	2,192	3,080
매출채권 및 기타채권	717	735	747	759
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	2,532	2,538	2,544
비유동자산	2,476	2,505	2,556	2,627
관계기업투자등	571	577	583	589
유형자산	257	237	225	220
무형자산	608	650	706	774
자산총계	6,440	7,186	8,033	9,009
유동부채	521	527	533	539
매입채무 및 기타채무	35	36	37	38
단기금융부채	73	73	74	75
기타유동부채	413	418	422	426
비유동부채	361	362	364	365
장기금융부채	131	215	215	215
기타비유동부채	230	147	149	150
부채총계	882	889	896	904
지배주주지분	5,555	6,294	7,134	8,103
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금	3,895	4,635	5,474	6,443
비지배주주지분	4	3	3	3
자본총계	5,559	6,297	7,137	8,106

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	15.8	16.4	14.5	12.5
P/CF (x)	10.3	11.6	10.4	9.2
P/B (x)	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	10.0	9.5	6.9	5.3
EPS (원)	12,221	15,294	17,359	20,033
CFPS (원)	18,854	21,666	24,129	27,406
BPS (원)	114,849	130,139	147,497	167,530
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 (%)	3.1	14.7	18.5	14.2
EBITDA증가율 (%)	2.0	2.6	24.6	15.3
조정영업이익증가율 (%)	2.2	4.3	28.5	17.0
EPS증가율 (%)	19.9	25.1	13.5	15.4
매출채권 회전율 (회)	3.1	3.1	3.7	4.1
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.5	10.8	11.0	11.4
ROE (%)	11.2	12.5	12.5	12.7
ROIC (%)	41.3	47.6	59.0	66.0
부채비율 (%)	15.9	14.1	12.6	11.2
유동비율 (%)	761.4	889.0	1,028.5	1,185.2
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	-57.2	-61.4	-65.1
조정영업이익/금융비용 (x)	86.2	113.3	145.3	169.7

3분기 이미르 모멘텀을 기대

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	70,000원
현재주가(24/5/30)	42,150원
상승여력	66.1%

영업이익(24F, 십억원)	103
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	94
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.1
P/E(24F, x)	13.2
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSDAQ	831.99
시가총액(십억원)	1,431
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	58.6
외국인 보유비중(%)	6.2
베타(12M) 일간수익률	0.91
52주 최저가(원)	33,550
52주 최고가(원)	76,100
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-10.9 -21.4 -10.9
상대주가	-6.9 -21.4 -8.8

투자포인트

- 나이트크로우 글로벌 흥행 장기화될 전망. 동접자 수는 여전히 40만명 전후를 유지
- 2분기 흑자 전환 기대. 나이트크로우 글로벌 매출 온기 반영 영향
- 하반기 이미르 국내(3Q), 미르4 중국(미정), 미르M 중국(4Q) 출시 예정

투자 의견 '매수', 목표주가 70,000원 유지

- 게임 업종 내 중소형주 Top Pick 유지. 24F 13배로 밸류에이션 부담 낮은 상황
- 3분기 출시 예정인 이미르 사전예약, 출시 일정 확정과 함께 신작 모멘텀 발생할 전망
- 미르4, 미르M 모두 중국 퍼블리셔 선정 완료됨에 따라 출시 불확실성도 일부 해소
- 미르4의 경우 판호 미발급으로 당초 목표였던 2분기 출시는 어려울 것으로 예상



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	335	463	605	981	1,009	1,069
영업이익 (십억원)	97	-85	-110	103	187	206
영업이익률 (%)	29.0	-18.4	-18.2	10.5	18.5	19.3
순이익 (십억원)	307	-185	-200	108	166	178
EPS (원)	9,217	-5,510	-5,931	3,187	4,904	5,258
ROE (%)	69.7	-37.1	-62.5	34.1	36.6	28.4
P/E (배)	19.3	-	-	13.2	8.6	8.0
P/B (배)	9.3	2.7	7.4	3.7	2.6	2.0
배당수익률 (%)	0.4	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	94	159	236	117	161	244	336	240	463	605	981	1,009
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	1.1%	71.8%	53.3%	42.6%	105.8%	38.4%	30.6%	62.1%	2.8%
게임	84	150	133	112	152	237	228	232	382	480	849	871
라이선스	6	6	99	-1	1	1	101	1	67	111	104	104
블록체인	2	1	1	4	6	4	5	5	7	9	20	24
기타	1	1	1	1	2	2	2	2	7	5	9	9
영업비용	141	200	190	185	199	235	229	215	550	716	878	822
인건비	55	63	65	59	63	63	64	61	205	242	251	251
지급수수료	48	85	87	88	96	129	118	107	184	307	449	381
마케팅비	12	21	15	25	15	15	20	21	78	73	72	77
D&A	7	16	5	-5	5	5	5	5	19	23	19	20
세금과 공과	2	1	1	2	4	4	4	4	5	7	16	19
기타	16	15	17	16	17	19	18	17	58	64	71	74
영업이익	-47	-40	45	-69	-38	9	107	25	-86	-110	103	187
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	134.9%	흑전	적전	적지	흑전	81.5%
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-59.0%	-23.3%	3.9%	31.7%	10.3%	-18.6%	-18.2%	10.5%	18.5%
지배주주순이익	-30	-29	42	-183	-56	28	102	34	-185	-200	108	166
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-156.6%	-34.6%	11.4%	30.4%	14.1%	-40.0%	-33.1%	11.0%	16.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	605	981	1,009	1,069
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	605	981	1,009	1,069
판매비와관리비	716	878	822	863
조정영업이익	-110	103	187	206
영업이익	-110	103	187	206
비영업손익	-50	31	11	7
금융손익	-2	-2	2	7
관계기업등 투자손익	19	32	8	-1
세전계속사업손익	-160	134	198	213
계속사업법인세비용	47	42	40	43
계속사업이익	-207	92	158	170
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-207	92	158	170
지배주주	-200	108	166	178
비지배주주	-6	-16	-8	-8
총포괄이익	-160	92	158	170
지배주주	-153	88	152	163
비지배주주	-7	4	7	7
EBITDA	-89	123	206	226
FCF	-17	118	189	200
EBITDA 마진율 (%)	-14.7	12.5	20.4	21.1
영업이익률 (%)	-18.2	10.5	18.5	19.3
지배주주 귀속 순이익률 (%)	-33.1	11.0	16.5	16.7

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	422	531	715	907
현금 및 현금성자산	315	414	594	783
매출채권 및 기타채권	59	68	70	73
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	48	49	51	51
비유동자산	1,010	1,007	1,008	1,013
관계기업투자등	90	92	95	98
유형자산	79	75	74	74
무형자산	170	166	165	166
자산총계	1,432	1,538	1,723	1,920
유동부채	889	903	930	957
매입채무 및 기타채무	98	101	104	107
단기금융부채	145	137	140	144
기타유동부채	646	665	686	706
비유동부채	127	127	128	128
장기금융부채	120	120	120	120
기타비유동부채	7	7	8	8
부채총계	1,017	1,031	1,057	1,085
지배주주지분	263	371	537	715
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	172	172	172	172
이익잉여금	30	138	304	482
비지배주주지분	152	136	128	120
자본총계	415	507	665	835

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	13.2	8.6	8.0
P/CF (x)	-	9.2	6.7	6.4
P/B (x)	7.4	3.7	2.6	2.0
EV/EBITDA (x)	-	11.2	5.8	4.4
EPS (원)	-5,931	3,187	4,904	5,258
CFPS (원)	-627	4,570	6,320	6,622
BPS (원)	8,186	11,373	16,277	21,534
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 (%)	30.6	62.1	2.8	6.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	68.0	9.4
조정영업이익증가율 (%)	-	-	81.5	10.2
EPS증가율 (%)	-	-	53.8	7.2
매출채권 회전율 (회)	10.1	17.9	17.8	18.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-14.4	6.2	9.7	9.3
ROE (%)	-62.5	34.1	36.6	28.4
ROIC (%)	54.5	-22.2	-44.0	-45.7
부채비율 (%)	244.9	203.2	158.9	129.9
유동비율 (%)	47.4	58.8	76.9	94.8
순차입금/자기자본 (%)	-17.5	-36.7	-54.7	-65.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-9.4	8.2	15.1	16.4

나 혼자만 레벨업은 순항 중

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(유지)	68,000원
현재주가(24/5/30)	60,200원
상승여력	13.0%

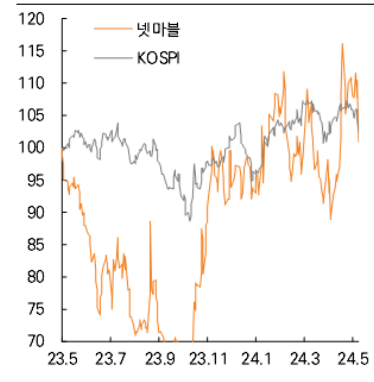
영업이익(24F, 십억원)	91
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	159
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	76.2
P/E(24F, x)	52.3
MKT P/E(24F, x)	10.7
KOSPI	2,635.44
시가총액(십억원)	5,174
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	31.2
외국인 보유비중(%)	24.6
베타(12M) 일간수익률	1.76
52주 최저가(원)	37,200
52주 최고가(원)	69,400
(%)	1M 6M 12M
절대주가	7.7 1.3 6.4
상대주가	10.0 -2.5 4.3

투자포인트

- 나 혼자만 레벨업 글로벌 흥행 지속. 출시 후 3주가 지났음에도 높은 수준의 다운로드 수 유지
- 첫날 일매출 140억원 기록. 완만한 하향 안정화로 여전히 20억 이상의 일매출 유지 추정
- 초반 높은 매출이 반영되는 2분기와 매출 온기 반영되는 3분기 수익성 개선 본격화 전망

투자 의견 'Trading Buy', 목표주가 68,000원 유지

- 나 혼자만 레벨업 흥행에 따른 실적 기대감은 최근 주가 상승에 반영. 단기 모멘텀은 다소 부족
- 하반기 신작 4종 출시 예정(일곱개의 대죄 키우기, 킹아서, RF온라인, 데미스 리본)이나 유의미한 일매출을 기대하기는 힘들다는 판단
- 일곱개의 대죄 오리진 등 25년 예정 신작에 대한 출시 구체화 이후 모멘텀 다시 발생할 전망



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,507	2,673	2,502	2,526	2,563	2,619
영업이익 (십억원)	151	-109	-68	91	104	122
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-2.7	3.6	4.1	4.7
순이익 (십억원)	240	-819	-256	99	105	117
EPS (원)	2,795	-9,531	-2,975	1,151	1,216	1,359
ROE (%)	4.3	-14.6	-4.9	2.0	2.0	2.2
P/E (배)	44.7	-	-	52.3	49.5	44.3
P/B (배)	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	603	603	631	666	585	679	647	615	2,673	2,502	2,526	2,563
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	12.6%	2.6%	-7.6%	6.6%	-6.4%	1.0%	1.4%
제2의나라	30	24	19	20	18	14	14	14	200	93	60	55
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	47	54	53	52	289	269	205	197
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	41	34	33	32	180	150	139	117
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	15	15	114	87	64	51
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	29	26	24	23	0	0	103	82
쿠키잼	18	24	19	20	18	17	16	16	80	81	67	61
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	53	49	50	50	220	206	202	195
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	59	55	56	57	214	237	227	241
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	53	49	49	48	208	206	198	181
기타	259	265	290	273	252	243	253	251	1,168	1,088	999	1,227
EBITDA	20	11	25	62	43	81	70	53	123	117	246	258
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.2%	7.3%	11.9%	10.8%	8.6%	4.6%	4.7%	9.7%	10.0%
영업비용	631	641	652	647	582	637	616	600	2,782	2,571	2,436	2,459
지급수수료	247	240	239	254	227	258	246	234	1,056	980	965	974
인건비	188	193	181	183	180	180	180	180	779	745	719	729
마케팅비	100	113	146	128	102	127	118	115	524	487	462	467
기타	96	94	87	83	73	73	72	72	418	460	290	289
영업이익	-28	-37	-22	19	4	42	31	15	-109	-68	91	104
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-22.9%	적전	적지	흑전	14.6%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	6.1%	4.8%	2.4%	-4.1%	-2.7%	3.6%	4.1%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-172	0	43	35	22	-819	-256	99	105
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	6.4%	5.3%	3.5%	-30.6%	-10.2%	3.9%	4.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,526	2,563	2,619
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,526	2,563	2,619
판매비와관리비	2,571	2,436	2,459	2,497
조정영업이익	-68	91	104	122
영업이익	-68	91	104	122
비영업손익	-91	12	7	11
금융손익	-130	-115	-111	-107
관계기업등 투자손익	113	114	104	105
세전계속사업손익	-159	103	111	133
계속사업법인세비용	145	36	28	33
계속사업이익	-304	66	83	100
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	66	83	100
지배주주	-256	99	105	117
비지배주주	-48	-33	-21	-17
총포괄이익	-590	66	83	100
지배주주	-542	61	76	92
비지배주주	-48	5	7	8
EBITDA	117	246	258	275
FCF	-134	175	190	201
EBITDA 마진율 (%)	4.7	9.7	10.1	10.5
영업이익률 (%)	-2.7	3.6	4.1	4.7
지배주주 귀속 순이익률 (%)	-10.2	3.9	4.1	4.5

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	1,061	1,221	1,359
현금 및 현금성자산	430	576	731	864
매출채권 및 기타채권	269	277	280	283
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	205	207	209
비유동자산	7,010	6,929	6,860	6,830
관계기업투자등	2,386	2,410	2,434	2,487
유형자산	344	337	332	332
무형자산	3,229	3,131	3,043	2,959
자산총계	7,916	7,990	8,081	8,189
유동부채	1,906	1,911	1,916	1,921
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	1,457	1,457	1,458
기타유동부채	332	335	339	342
비유동부채	931	934	937	940
장기금융부채	646	646	646	646
기타비유동부채	285	288	291	294
부채총계	2,837	2,845	2,853	2,861
지배주주지분	4,979	5,078	5,183	5,300
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,227	1,332	1,449
비지배주주지분	100	67	45	28
자본총계	5,079	5,145	5,228	5,328

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	52.3	49.5	44.3
P/CF (x)	36.6	14.4	14.3	13.6
P/B (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	57.3	27.2	25.3	23.1
EPS (원)	-2,975	1,151	1,216	1,359
CFPS (원)	1,587	4,187	4,211	4,422
BPS (원)	62,650	63,801	65,017	66,376
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 (%)	-6.4	1.0	1.4	2.2
EBITDA증가율 (%)	-5.5	110.5	4.6	6.8
조정영업이익증가율 (%)	-	-	14.6	16.8
EPS증가율 (%)	-	-	5.6	11.8
매출채권 회전율 (회)	11.3	9.9	9.9	10.0
재고자산 회전율 (회)	900.4	923.7	927.7	938.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	0.8	1.0	1.2
ROE (%)	-4.9	2.0	2.0	2.2
ROIC (%)	-3.5	1.7	2.3	2.7
부채비율 (%)	55.9	55.3	54.6	53.7
유동비율 (%)	47.5	55.5	63.8	70.8
순차입금/자기자본 (%)	31.6	28.1	24.6	21.7
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	0.7	0.8	0.9

미디어 믹스를 통한 성공적인 IP 확장을 지속 중

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 17,000원
현재주가(24/5/30)	13,810원
상승여력	23.1%

영업이익(24F, 십억원)	-4
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	75.9
P/E(24F, x)	-
MKT P/E(24F, x)	10.9
KOSDAQ	831.99
시가총액(십억원)	909
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.7
외국인 보유비중(%)	2.6
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	24,900
(%)	1M 6M 12M
절대주가	2.4 -12.8 -30.0
상대주가	7.0 -12.8 -28.4

투자포인트

- 상품화와 미디어 믹스를 통한 블루아카이브 IP의 성공적인 확장이 이어지는 중
- 4월 초 애니메이션 방영 시작 후 확인한 다운로드 증가세 관찰. 4~5월 다운로드 수 YoY 57% 증가
- 페스나, 우마무스메처럼 IP 확장을 통한 블루아카이브 게임의 라이프사이클 장기화 예상
- 주요 신작 퍼스트디센던트 출시 임박(여름 내 출시 예상). 5월 파이널 테크니컬 테스트까지 종료

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 17,000원으로 하향

- 블루아카이브 매출 하향에 따른 실적 조정으로 목표주가를 기존 20,000원에서 17,000원(25F 타겟 P/E 24배 적용)으로 15% 하향
- 저조한 블루아카이브 중국 매출은 아쉬우나 일본에서의 장기 흥행 체제를 구축한 부분은 긍정적
- 대형 신작 출시 공백기에 접어들어 따라 하반기 모멘텀은 강하지 않을 전망. 프로젝트DW 등 25년 출시 준비 중인 신작 구체화 이후 모멘텀 다시 발생할 것



결산기 (12월)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	0	132	193	201	270	256
영업이익 (십억원)	0	5	12	-4	53	15
영업이익률 (%)	-	3.8	6.2	-2.0	19.6	5.9
순이익 (십억원)	0	6	11	-5	46	17
EPS (원)	0	107	172	-72	697	256
ROE (%)	0.0	2.6	4.5	-1.8	16.3	5.4
P/E (배)	-	121.3	87.2	-	19.8	53.9
P/B (배)	-	3.2	3.3	3.1	2.7	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	52.2	43.4	56.5	41.2	52.6	42.1	58.5	47.5	132.4	193.3	200.7	270.0
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	-3.1%	3.6%	15.2%	-	46.0%	3.8%	34.6%
모바일	41.3	33.7	46.8	30.6	37.3	27.4	39.6	26.4	103.6	152.4	130.8	124.8
PC	10.5	9.4	9.4	10.2	14.7	14.1	18.3	20.5	27.7	39.4	67.6	142.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	1.1	1.5	2.3	2.3
영업비용	39.4	43.2	46.9	51.7	50.2	50.9	51.6	52.3	127.2	181.3	205.0	217.0
인건비	30.4	33.3	35.6	39.2	37.3	37.9	38.6	39.2	96.6	138.5	153.0	163.7
주식보상비	3.3	3.8	4.8	3.9	4.9	4.9	5.0	5.0	11.8	15.9	19.8	20.6
지급수수료	2.2	2.3	2.6	3.6	3.3	3.3	3.4	3.4	9.3	10.7	13.4	13.9
기타	3.5	3.8	3.9	5.0	4.7	4.7	4.7	4.7	9.5	16.2	18.8	18.8
영업이익	12.7	0.2	9.6	-10.4	2.5	-8.8	6.9	-4.9	5.2	12.0	-4.3	53.0
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	-27.8%	적지	-	133.0%	적전	흑전
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-20.9%	11.8%	-10.2%	3.9%	6.2%	-2.1%	19.6%
지배주주순이익	11.9	-3.0	7.7	-5.3	-0.2	-7.8	6.3	-3.1	6.1	11.3	-4.7	45.8
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-18.5%	10.8%	-6.4%	4.6%	5.8%	-2.3%	17.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

연간 실적 추정치 변경

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액 (십억원)	263	326	201	270	-24%	-17%	216	275	-7%	-2%	블루아카이브 중국 매출 가정치 하향 인건비 상승 반영
영업이익 (십억원)	65	107	-4	53	-	-50%	9	53	-	1%	
순이익 (십억원)	54	87	-5	46	-	-47%	7	41	-	13%	
영업이익률	24.9%	32.7%	-2.1%	19.6%	-	-	4.3%	19.1%	-	-	
순이익률	20.5%	26.7%	-2.3%	17.0%	-	-	3.3%	14.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	46	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,119	
주식 수 (천주)	65,804	
목표주가 (원)	17,000	
현재주가 (원)	13,810	
상승여력	23.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	201	270	256
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	201	270	256
판매비와관리비	181	205	217	241
조정영업이익	12	-4	53	15
영업이익	12	-4	53	15
비영업손익	4	2	4	6
금융손익	4	5	5	6
관계기업등 투자손익	0	-2	-1	0
세전계속사업손익	16	-2	57	21
계속사업법인세비용	4	3	11	4
계속사업이익	11	-5	46	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	-5	46	17
지배주주	11	-5	46	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	-5	46	17
지배주주	11	-5	46	17
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	4	61	23
FCF	33	2	51	21
EBITDA 마진율 (%)	11.4	2.0	22.6	9.0
영업이익률 (%)	6.2	-2.0	19.6	5.9
지배주주 귀속 순이익률 (%)	5.7	-2.5	17.0	6.6

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	240	290	308
현금 및 현금성자산	111	112	160	177
매출채권 및 기타채권	33	34	35	35
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	96
비유동자산	130	124	121	120
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	54	51	49
무형자산	35	35	35	36
자산총계	367	364	412	428
유동부채	66	67	67	68
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	58	58	59
비유동부채	38	39	40	39
장기금융부채	17	17	17	17
기타비유동부채	21	22	23	22
부채총계	104	106	108	107
지배주주지분	263	258	304	321
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	149	194	211
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	258	304	321

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	-	19.8	53.9
P/CF (x)	21.0	447.3	15.2	39.9
P/B (x)	3.3	3.1	2.7	2.6
EV/EBITDA (x)	37.7	178.5	11.2	29.3
EPS (원)	172	-72	697	256
CFPS (원)	715	31	911	346
BPS (원)	4,505	4,433	5,130	5,386
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 (%)	46.0	3.8	34.6	-5.4
EBITDA증가율 (%)	116.2	-80.9	1,385.1	-62.6
조정영업이익증가율 (%)	133.0	-	-	-72.2
EPS증가율 (%)	60.9	-	-	-63.2
매출채권 회전율 (회)	6.8	6.7	8.9	8.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.3	-1.3	11.8	4.0
ROE (%)	4.5	-1.8	16.3	5.4
ROIC (%)	12.0	-15.2	61.8	17.0
부채비율 (%)	39.6	41.0	35.4	33.3
유동비율 (%)	358.7	358.7	430.1	451.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-67.9	-73.7	-75.3
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	-3.0	36.7	10.2

24년은 체질개선에 집중

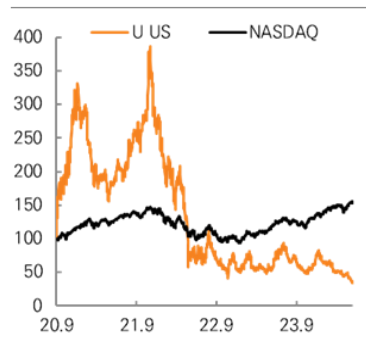
투자조건(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ USD 25.00
현재주가(24/5/30)	USD 18.22
상승여력	37.2%
국가	미국
거래소	NYSE
EPS 성장률(24F, %)	-20.0
P/E(24F, x)	29.1
MKT P/E(24F, x)	21.8
배당수익률(%)	-
시가총액 (백만USD)	7.1
시가총액 (조원)	9.9
유동주식수 (백만주)	278.2
52주 최저가 (USD)	18.03
52주 최고가 (USD)	50.08
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-24.4 -43.8 -41.1
상대주가	-26.5 -51.1 -52.2

투자포인트

- 생성형 AI 기반 솔루션 유니티 뮤즈, 유니티 센티스 출시. 연내 AI 뮤즈 사운드 출시 예정
- AI를 통한 생산성 향상은 업종 내 콘텐츠 공급 증대로 이어져 엔진에 대한 수요를 증가시킬 전망
- 구조 조정 효과는 25년 이후 본격적으로 나타날 전망. 전체 인력의 25% 수준의 인력 해고
- 비용 절감 효과로 영업이익률은 24년 -54%에서 25년 -30%로 개선될 전망

투자조건 '매수' 유지, 목표주가 USD 25로 하향

- 비전략 사업 축소에 따른 실적 조정으로 목표주가를 기존 USD 40에서 USD 25(25F 타겟 P/S 5.8배)로 하향. 타겟 P/S는 탑라인 성장세 둔화가 심화된 23년 평균
- 단기 모멘텀 부재. 24년 성장보다는 체질개선에 집중함에 따라 탑라인 역성장 불가피
- 리레이팅을 위해서는 AI 기반 신규 서비스 뮤즈, 센티스 등에 대한 수요 증가가 확인될 필요성 존재



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (백만USD)	772	1,111	1,391	2,187	1,931	2,059
영업이익 (백만USD)	-275	-532	-882	-833	-1,049	-615
영업이익률 (%)	-35.6	-47.9	-63.4	-38.1	-54.3	-29.8
순이익 (백만USD)	-282	-533	-921	-822	-751	-324
EPS (USD)	-1.7	-1.9	-3	-2.2	-1.9	-0.8
ROE (%)	-13.9	-22.2	-24.5	-24.1	-25.3	-12.3
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	20.4	17.3	3.1	4.6	2.5	2.8

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유니티, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

분기 및 연간 실적 전망

(백만USD)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	500	533	544	609	460	486	499	485	1,391	2,187	1,931	2,059
(% YoY)	56%	80%	69%	35%	-8%	-9%	-8%	-20%	25%	57%	-12%	7%
Grow Solutions	313	340	355	319	297	317	330	297	716	1,328	1,241	1,334
(% YoY)	54%	93%	83%	26%	-5%	-7%	-7%	-7%	-9%	85%	-7%	8%
Create Solutions	187	193	189	290	164	170	168	188	675	859	690	725
(% YoY)	61%	60%	47%	46%	-13%	-12%	-11%	-35%	107%	27%	-20%	5%
매출원가	162	159	151	262	144	150	152	146	443	734	592	594
(% of Sales)	32%	30%	28%	43%	31%	31%	30%	30%	32%	34%	31%	29%
영업비용	593	566	520	607	691	579	566	552	1,831	2,286	2,388	2,080
(% of Sales)	119%	106%	96%	100%	150%	119%	113%	114%	132%	105%	124%	101%
R&D	280	268	240	265	283	254	247	239	959	1,054	1,023	888
마케팅	216	209	194	215	231	215	210	205	498	835	861	812
일반관리비	97	89	86	126	178	110	109	108	373	398	504	380
영업이익	-255	-191	-127	-259	-375	-243	-219	-212	-882	-833	-1,049	-615
영업이익률	-51%	-36%	-23%	-43%	-81%	-50%	-44%	-44%	-63%	-38%	-54%	-30%
지배주주순이익	-253	-192	-124	-253	-291	-172	-147	-140	-921	-822	-751	-324
순이익률	-51%	-36%	-23%	-41%	-63%	-35%	-30%	-29%	-66%	-38%	-39%	-16%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

연간 실적 추정치 변경

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액(백만USD)	2,558	3,128	1,931	2,059	-25%	-34%	1,835	2,005	5%	3%
영업이익(백만USD)	-448	-261	-1,049	-615	-	-	-	-	-	-
지배주주순이익(백만USD)	-451	-253	-751	-324	-	-	-	-	-	-
영업이익률	-17.5%	-8.3%	-54.3%	-29.8%	-	-	-	-	-	-
순이익률	-17.6%	-8.1%	-38.9%	-15.7%	-	-	-	-	-	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

	내용	비고
25F 매출액(백만USD)	2,059	
Target P/S(배)	5.8	23년 P/S 평균. 탑라인 성장세 둔화 시기
목표 시가총액(백만USD)	11,945	
목표주가(USD)	25	
현재주가(USD)	18.22	
상승여력	37.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,391	2,187	1,931	2,059
매출원가	443	734	592	594
매출총이익	949	1,454	1,339	1,465
영업비용	1,831	2,286	2,388	2,080
영업이익	-882	-833	-1,049	-615
비영업손익	0	35	285	290
세전사업손익	-882	-798	-765	-324
법인세비용	37	28	-13	0
비지배주주순이익	2	-4	-1	0
지배주주순이익	-921	-822	-751	-324

주요 지표 및 밸류에이션(요약)

	2022	2023	2024F	2025F
P/E (배)	-	-	-	-
P/S (배)	8.3	7.1	3.8	3.6
P/B (배)	3.1	4.6	2.5	2.8
EV/EBITDA (배)	-	-	-	-
EPS (USD)	-2.96	-2.16	-1.94	-0.84
BPS (USD)	12.09	8.97	7.66	6.82
매출채권회전율 (회)	2.2	3.6	3.1	3.3
매입채무회전율 (회)	6.2	9.4	6.0	6.5
ROA (%)	-11.8	-11.3	-11.0	-4.7
ROE (%)	-24.5	-24.1	-25.3	-12.3
부채비율 (%)	108.7	112.1	130.5	160.4
유동비율 (%)	234.1	260.0	220.3	177.6
순차입금/자기자본 (%)	29.8	32.8	49.5	57.3

자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	2,365	2,325	2,021	2,090
현금 및 현금성 자산	1,506	1,590	1,283	1,349
매출채권 및 기타채권	634	612	615	618
기타유동자산	225	123	123	123
비유동자산	5,469	4,919	4,812	4,786
유형자산	122	141	138	137
영업권	3,201	3,166	3,103	3,087
무형자산	1,922	1,407	1,379	1,372
기타비유동자산	224	205	192	190
자산총계	7,834	7,243	6,832	6,876
유동부채	1,010	894	917	1,177
매입채무	225	231	321	318
단기 부채	0	39	39	39
기타유동부채	785	624	557	820
비유동부채	3,070	2,935	2,951	3,059
장기차입금	2,707	2,712	2,751	2,861
장기이연수익	103	6	9	9
기타비유동부채	259	217	191	189
부채총계	4,080	3,829	3,868	4,236
자본금	5,780	6,259	6,555	6,555
이익잉여금	-2,250	-3,072	-3,823	-4,147
기타	-2	-5	0	0
비지배주주지분	226	232	232	232
자본총계	3,754	3,414	2,964	2,640
부채 및 자본 총계	7,834	7,243	6,832	6,876

Compliance

투자익건 및 목표주가 변동추이

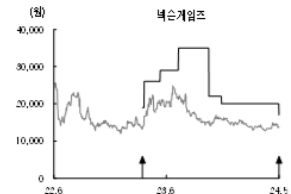
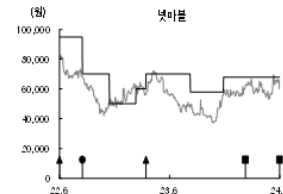
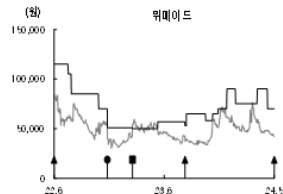
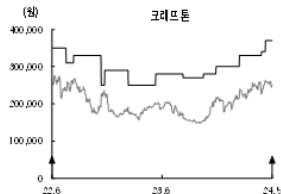
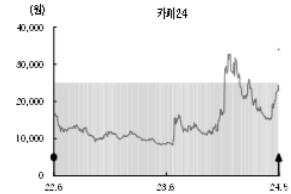
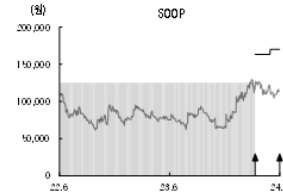
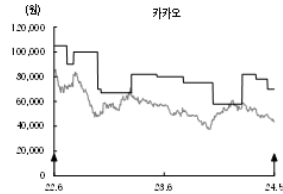
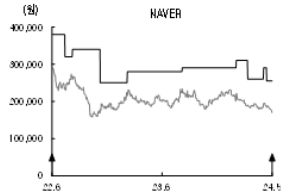
제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2024.05.09	매수	370,000	-	-
2024.05.13	매수	255,000	-	-	2024.04.26	매수	340,000	-26.91	-23.53
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2024.02.13	매수	330,000	-27.89	-21.21
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79	2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60	2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32	2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53	2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68	2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00
카카오 (035720)					2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71
2024.05.09	매수	70,000	-	-	위메이드 (112040)				
2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36	2024.05.09	매수	70,000	-	-
2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41	2024.04.05	매수	90,000	-45.80	-36.78
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34	2024.01.24	매수	75,000	-26.54	1.47
2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38	2023.12.26	매수	90,000	-36.05	-29.56
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17	2023.11.27	매수	70,000	-6.64	2.14
2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60	2023.11.09	매수	65,000	-14.52	-8.00
2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50	2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73	2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2022.11.04	매수	67,000	-12.75	5.82	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2022.10.24	매수	70,000	-28.96	-25.29	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2022.08.05	매수	100,000	-34.44	-16.30	2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
2022.07.14	매수	90,000	-18.30	-9.22	2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2022.05.31	매수	105,000	-29.89	-18.38	2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.07.28	매수	85,000	-34.05	-11.53
SOOP (067160)					2022.07.18	매수	105,000	-41.52	-39.43
2024.04.30	매수	170,000	-	-	2022.05.12	매수	115,000	-40.98	-24.35
2024.03.11	매수	163,000	-27.05	-21.78	넷마블 (251270)				
카페24 (042000)					2024.02.08	Trading Buy	68,000	-	-
2024.05.29	매수	34,000	-	-	2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
크래프톤 (259960)					2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00

Compliance

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67	2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20	2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00
2022.08.16	중립	70,000	-23.04	-2.86	2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2022.05.16	매수	95,000	-23.14	-12.11	2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
넥슨게임즈 (225570)					2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2024.05.31	매수	17,000	-	-	2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74

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



투자익건 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상		
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)			

투자익건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 카카오,넷마블,크래프톤,NAVER 올(클) 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.