



유니티 소프트웨어 (U.US)

어려운 숙제를 풀어나가는 중

- Unity 엔진과 Unity Ads 등 게임 엔진과 게임 광고 사업을 영위하는 플랫폼 업체
- FY4Q25 매출은 컨센서스를 +2% 상회. 그러나 가이드언스에 대한 실망감으로 부진
- Vector AI의 높은 성장률을 증명해 불확실한 리스크에 대한 우려를 상쇄할 필요

컨센서스를 상회한 FY4Q25 실적에도 주가는 부진

동사의 FY4Q25 매출액은 \$503M(+7%QoQ, +10%YoY)으로, 시장 전망치 (Bloomberg Consensus: \$493M)를 +2% 상회했다. 게임 엔진 관련 사업부인 Create Solutions 부문의 매출액은 \$165M(+8%QoQ, +8%YoY), 게임 광고 관련 사업부인 Grow Solutions 부문의 매출액은 \$338M(+6%QoQ, +11%YoY)을 기록했다. 그러나 시장 전망치를 상회한 실적에도 불구하고, FY1Q26E 가이드언스가 시장의 컨센서스를 하회한 영향으로 주가는 실적 발표 이후 당일(2/11 일) -26% 급락했다.

Grow Solutions 부문의 성장 둔화 우려를 해소해야

동사의 FY1Q26E 매출액 가이드언스는 \$480~490M(-5%~-3%QoQ, +10%~+13%YoY)으로 제시되어 시장 전망치(Bloomberg Consensus: \$495M)를 하회했다. 경영진은 Grow Solutions 부문과 관련해서, 1)Vector AI가 3분기 연속으로 전분기 대비 10% 중반대의 매출 성장을 기록했으며, 2)2026년 말까지 Vector AI의 분기별 매출 런레이트가 연간 \$1B를 넘어설 것으로 기대한다고 언급했다. 또한 1 분기에 Unity 엔진 내 런타임 데이터의 Vector AI 적용 테스트를 확대하고, 2 분기부터 본격적으로 런타임 데이터를 학습용으로 적용함으로써 ROAS(광고 수익률)를 더욱 개선할 수 있을 것이라는 자신감을 보였다.

그러나 시장은 FY1Q26E Grow Solutions 부문의 가이드언스가 전분기 대비 보합 수준으로 제시된 것에 부정적으로 반응했다. 이는 2025년 동사의 주가를 끌어올렸던 주요 기대가 Grow Solutions 부문 내 Vector AI에 상당 있었기 때문이다. 이에 대해 경영진은 계절성으로 비수기인 1분기 게임 광고 시장의 특성과, 4분기 연휴 특수, 영업 일수의 차이로 인한 보수적인 전망임을 강조하며, Vector AI는 여전히 전분기 대비 10% 성장할 것으로 언급했다. 그러나 실질적인 주가 회복을 위해서는 2분기부터 Vector AI 모델에 학습 데이터로 반영될 Unity 엔진의 런타임 데이터가 실질적으로 Grow Solutions 부문의 높은 매출액 성장률로 반영되는 모습이 가시화되어야 할 것으로 판단한다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.3.10): \$20.67
 목표주가 컨센서스: \$34.65

▶ 투자 의견 컨센서스



Stock Data

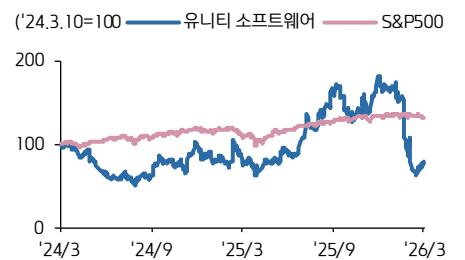
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (3/10)	6,781.48
현재주가/목표주가	20.67 / 34.65
52주 최고/최저 (\$)	52.15 / 15.33
시가총액 (백만\$)	8,950
유통주식 수 (백만)	378
일평균거래량 (3M)	15,928,831

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
매출액	1,813	1,850	2,084	2,342
영업이익	-755	-479	-271	-146
OPM(%)	-41.6	-25.9	-13.0	-6.2
순이익	-664	-403	-136	-88
EPS	-1.7	-1.0	-0.8	-0.3
증가율(%)	적지	적지	적지	적지
PER(배)	-	-	-	-
PBR(배)	2.9	5.9	2.6	2.4
ROE(%)	-	-	-	5.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-53.2	-28.9	-52.0	-3.9
S&P Index	-0.7	-2.4	4.4	17.8



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

Project Genie 3 의 Unity 엔진 대체 가능성

Create Solutions 부문은 Unity 6 엔진의 도입 확대와 더불어 FY1Q26E 가이드런스 역시 전년 동기 대비 두 자릿수 성장이라는 긍정적인 가이드نس가 제시되었다. 특히 경영진은 중국에서의 성장을 강조했는데, 작년부터 ‘Escape from Duckov’와 같이 Unity 엔진을 이용해 개발된 중국 게임들이 흥행하는 모습이 나오고 있다는 점을 감안하면 향후 성장 동력으로 기대해볼만 하다고 판단한다.

다만, 자본 시장 참여자들은 Google Deepmind 가 공개한 월드모델 생성 툴인 Project Genie 3 가 Unity 엔진을 대체할 것이라는 우려에 보다 무게를 두는 모습을 보였다. 이번 실적 발표 컨퍼런스 콜에서도 관련 질문이 이어졌으나, 경영진은 1)Project Genie 3 는 월드 모델에 불과하기 때문에 게임 엔진을 대체할 수 없으며, 2)게임 엔진과 월드 모델은 상호 보완적인 관계이고, 3)생성형 AI로 인해 잠재 시장 규모가 훨씬 더 커진다면 오히려 더 큰 기회로 작용할 수 있다고 언급했다. 그러나 당사는 게임 엔진 솔루션의 경우, 중장기적으로 AI 에게 대체될 우려를 완전히 배제하기는 어려울 것으로 전망한다. 또한 동사가 과거 2023년 9월 일정 매출과 다운로드 기준을 초과한 게임에 대해 다운로드 건 수 기준의 Runtime Fee 를 부과하겠다는 새로운 수수료 정책을 발표한 이후, 개발사들의 강력한 반발과 보이콧 선언, 계약 갱신 지연 등의 플랫폼 이탈 움직임으로 인해 2024년 9월 정책을 취소한 바 있는데, 동사의 Create Solutions 부문의 일회성 요인을 제외한 매출액은 해당 이슈로 6 개 분기 연속 전년 대비 역성장 하는 등 큰 타격을 입었다. 이러한 점을 살펴봤을 때, 동사의 상대적 시장 영향력은 Unity 엔진의 상당 점유율 대비 크지 않다고 판단해 볼 수 있다.

성장성은 숫자로 증명하고 리스크 우려는 불식해야 하는 숙제

결론적으로 현재 동사는 1)Grow Solutions 부문의 Vector AI 내 런타임 데이터 적용 확대를 통한 ROAS 개선 본격화, 2)Create Solutions 부문의 Unity 6 도입 확대 및 중국 성장 기대라는 긍정적 방향성에도 불구하고, 아직까지 해당 기대감이 구체적인 수치로 드러나지 못한 상황이다. 동시에 1)Grow Solutions 부문에서는 글로벌 빅테크들이 AI 등을 활용해 게임 광고 사업 점유율을 잠식해 갈 것이라는 우려와 함께, 2)Create Solutions 부문 내에서도 생성형 AI가 Unity 엔진 솔루션을 대체할 수 있다는 중장기적 리스크에 대한 우려가 시장에서 부각 받고 있다. 동사의 성장성과 리스크 해소 모두에 확신을 갖기에는 불투명한 부분이 많은 상황에서, 소프트웨어 업종センチ먼트 약세가 겹치며 불확실한 구간에 대한 시장 리스크 회피 성향이 강해져 있다고 판단한다.

동사의 주가 회복을 기대하기 위해서는, 1)Vector AI 모멘텀이 강화될 2~3 분기 실적 가이드نس가 시장의 기대치를 상회하고, 2)상대적으로 높은 마진을 갖고 있는 Vector AI 의 높은 성장성이 낮은 마진의 IronSource 를 상쇄하여 수익성이 더욱 개선되는 모습을 보이면서, 3)Unity 6 엔진의 도입 확대와 함께 Create Solutions 부문의 턴어라운드도 지속되는 것이 구체적 수치로 드러나야 할 것으로 판단한다.

유니티 소프트웨어 실적 추이 및 전망 (GAAP, FY 기준)

(단위: USDmn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	435	441	471	503	491	508	529	560	1,813	1,850	2,088
%YoY	-6%	-2%	5%	10%	13%	15%	12%	11%	-17%	2%	13%
%QoQ	-5%	1%	7%	7%	-2%	3%	4%	6%			
Create Solutions	150	154	152	165	153	160	165	176	614	621	653
%YoY	-8%	2%	3%	8%	2%	4%	8%	6%	-29%	1%	5%
%QoQ	-1%	3%	-1%	8%	-7%	5%	3%	7%			
Grow Solutions	285	287	318	338	337	346	361	379	1,199	1,228	1,423
%YoY	-4%	-4%	6%	11%	18%	20%	14%	12%	-10%	2%	16%
%QoQ	-7%	1%	11%	6%	0%	3%	5%	5%			
매출총이익	321	327	350	374	367	380	397	420	1,332	1,372	1,564
판매비와 관리비	228	231	232	231	229	232	232	237	1,163	921	930
R&D	221	215	244	250	240	241	240	243	925	930	964
영업이익	-128	-119	-126	-107	-102	-92	-76	-61	-755	-479	-331
%YoY	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
%QoQ	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축			
영업이익률	-29%	-27%	-27%	-21%	-21%	-18%	-14%	-11%	-42%	-26%	-16%
세전순이익	-76	-105	-117	-97	-93	-83	-66	-51	-667	-395	-294
법인세	2	4	9	-7	10	3	3	2	-3	8	18
당기순이익	-78	-109	-126	-90	-103	-86	-69	-53	-664	-403	-312
순이익률	-18%	-25%	-27%	-18%	-21%	-17%	-13%	-10%	-37%	-22%	-15%
EPS (USD)	-0.19	-0.26	-0.30	-0.21	-0.24	-0.19	-0.15	-0.12	-1.68	-0.96	-0.70

주1: 컨센서스는 Bloomberg 전망치 기준 (기준일 3/10)

주2: 2026E 주요 항목별 수치는 해당 분기 합산 기준

주3: 조정순이익은 GAAP 기준

자료: Bloomberg, Unity Software, Unity Technologies, 키움증권 리서치

유니티 소프트웨어 FY1Q26E 가이드نس 지표 분석

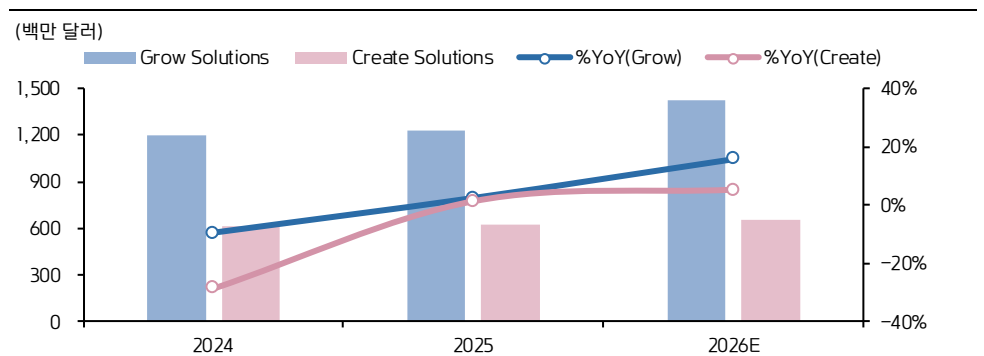
(USDmn)	Guidance	Consensus	%differ
Revenue	485	495	-2%
EBITDA	108	117	-8%

주1: 가이드نس는 범위 중간값 기준 (가이드نس 범위: 매출액 \$480~\$490M, EBITDA \$105M~\$110M)

주2: 컨센서스는 2/10일 Bloomberg Consensus 기준

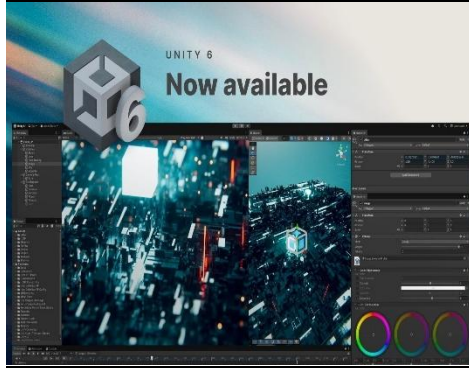
자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

유니티 소프트웨어 사업 부문별 매출 추이 (FY 기준)



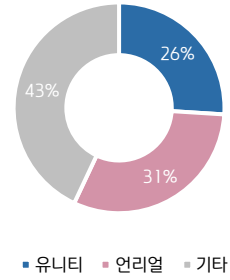
자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

Unity 6 Engine: 2024 년 10 월 출시



자료: Unity Software, Unity Technologies, 키움증권 리서치

판매량 기준 게임 엔진 시장 점유율 (2024)



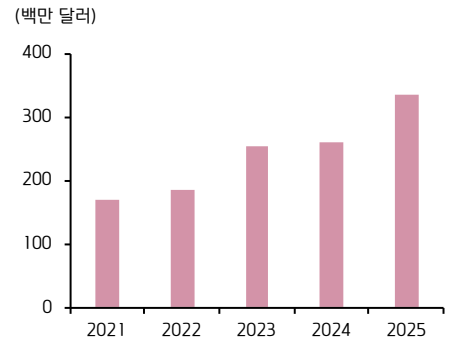
자료: VGinsights, 키움증권 리서치

Unity 엔진 사용: Escape from Duckov



자료: Team Soda, 키움증권 리서치

중국 지역 연간 매출 추이



자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

유니티 소프트웨어 Grow Solutions 내 광고 포트폴리오

포트폴리오	핵심 서비스	타겟 대상	서비스 내용
Unity Ads	인게임 UA 마케팅	마케터	Vector AI 솔루션을 활용해 광고주의 게임에 가장 적합한 고가치 고객에게 광고를 노출
Vector AI	AI 광고 솔루션	마케터	Unity 생태계 내 방대한 학습 데이터를 활용해 AI 로 광고 타겟팅 효율을 높이는 솔루션
LevelPlay (IronSource)	광고 중개	개발자	Unity Ads 뿐만 아니라 타사의 여러 광고 네트워크들을 포함해 가장 비싼 광고를 선정해 인앱 광고에 노출
Aura	온디바이스 마케팅	마케터	온디바이스 솔루션으로 스마트폰 초기 설정 단계, 시스템 알림창 등에서 앱을 추천
Tapjoy	인게임 심화 보상	마케터	게임 내에서 특정 미션을 수행하면 보상을 주는 방식 등으로 고가치 유저 확보
Supersonic	퍼블리싱 솔루션	개발자	고객의 게임 내 지표를 분석해 퍼블리싱 관련 솔루션 및 광고 서비스 제공
CTV	광고 채널 확대	마케터	모바일 게임 유저가 스마트 TV 를 시청할 때 광고를 노출하는 서비스

자료: Unity Software, Unity Technologies, 키움증권 리서치

2023년 9월 Unity Runtime Fee 요금제 발표

	Unity Personal & Plus	Unity Pro	Unity Enterprise
Unity Runtime Fee 수수료 면제 한도			
매출액 기준	\$0.2M (지난 12개월)	\$1M (지난 12개월)	\$1M (지난 12개월)
다운로드 수 기준	200K (라이프타임)	1,000K (라이프타임)	1,000K (라이프타임)
다운로드 수 기준 초과할시 표준 월별 수수료율			
1-100K	다운로드 건수당 \$0.2	다운로드 건수당 \$0.15	다운로드 건수당 \$0.125
100K-500K		다운로드 건수당 \$0.075	다운로드 건수당 \$0.06
500K-1,000K		다운로드 건수당 \$0.03	다운로드 건수당 \$0.02
1000K+		다운로드 건수당 \$0.02	다운로드 건수당 \$0.01
다운로드 수 기준 초과할시 이머징마켓 월별 수수료율			
1+	다운로드 건수당 \$0.02	다운로드 건수당 \$0.01	다운로드 건수당 \$0.005

자료: Unity Software, Unity Technologies, 키움증권 리서치

2024년 9월 Unity Runtime Fee 요금제 취소

ANNOUNCEMENT

A Message to the Unity Community: Cancellation of Runtime Pricing



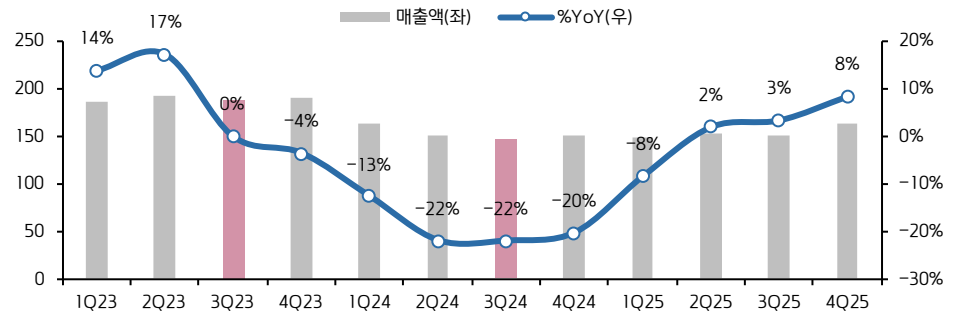
MATT BROMBERG / UNITY TECHNOLOGIES
President and CEO of Unity

SEPTEMBER 12, 2024 | 3 MIN

자료: Unity Software, Unity Technologies, 키움증권 리서치

Runtime Fee 이슈 지속 기간 전후 Create Solutions 부문 매출액 추이 (FY 기준)

(백만 달러)

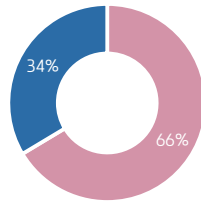


주1: FY3Q23은 Unity Software가 Runtime Fee 정책 변경을 발표한 때, FY3Q24는 Runtime Fee 정책 취소를 발표한 때

주2: FY4Q23 매출액에는 Weta FX와의 서비스 계약 조기 종료로 인한 일회성 매출 \$99M을 제외함

자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

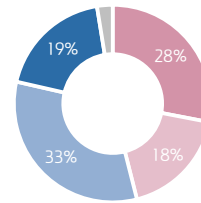
FY2025 사업 부문별 매출 비중



■ Grow Solutions ■ Create Solutions

자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

FY2025 지역별 매출 비중



■ 미국 ■ 중국 ■ EMEA ■ APAC ■ 기타

자료: Unity Software, Unity Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.