

2024년 10월 08일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 인터넷/게임

시간의 활용

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com



Contents



시간의 활용 2

I. AI 진화 조감도 3

> AI-based Ecosystem 4

II. AI 밸류 분석 5

> 글로벌 AI 내재가치 분석 5

> 국내 AI 밸류 변수 6

III. 광고 진화 방향 7

> AI 광고 시대 개화 7

IV. 게임 진화 방향 9

> 콘솔 기반 밸류 주목 9

기업분석 11

> NAVER (035420) 12

> 카카오 (035720) 18

> 펠어비스 (263750) 25

> 크래프톤 (259960) 28

> 엔씨소프트 (036570) 31

> 카카오게임즈 (293490) 34

Compliance Notice

- 당사는 10월 07일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

시간의 활용

>>> 데이터를 둘러싼 이해관계

AGI를 타겟하는 글로벌 빅테크의 움직임이 공격적이지만 생산성 보강을 뛰어넘는 예측과 추론 기반의 밸류 창출은 아직 가시적이지 않다. 이에 해당 단계에 도달하기 위한 개인화된 데이터의 확보는 중요한 화두로 작용하게 될 것이며, 이를 위해 자생적인 유저 데이터의 확보 이외 로컬 플랫폼과의 협력이 성사될 가능성이 클 것으로 판단한다. 글로벌 빅테크와 먼저 제휴하는 로컬 플랫폼이 전략적 제휴 및 사업적 기회 확보 측면에서 우위를 점할 것으로 전망하며, 동 과정을 통해 예측과 추론 기반의 부가가치가 커지면서 유저 데이터 이전의 가속도는 높아질 것으로 판단한다. 결국 자발적 유저 데이터의 이전보다 로컬 플랫폼의 선제적 움직임이 중요한 포인트이며 이는 전적으로 매니지먼트의 전략과 의지에 달려 있다는 판단이다. 또한 미국과 중국 이외 제3지역을 중심으로 한 AI 얼라이언스 구축 가능성을 조망해볼 때 현지 데이터 학습을 통한 LLM과 관련 서비스 개선 및 강화도 로컬 플랫폼에 기회 요인으로 작용하게 될 것이다.

>>> 인터넷/게임 주요 포인트

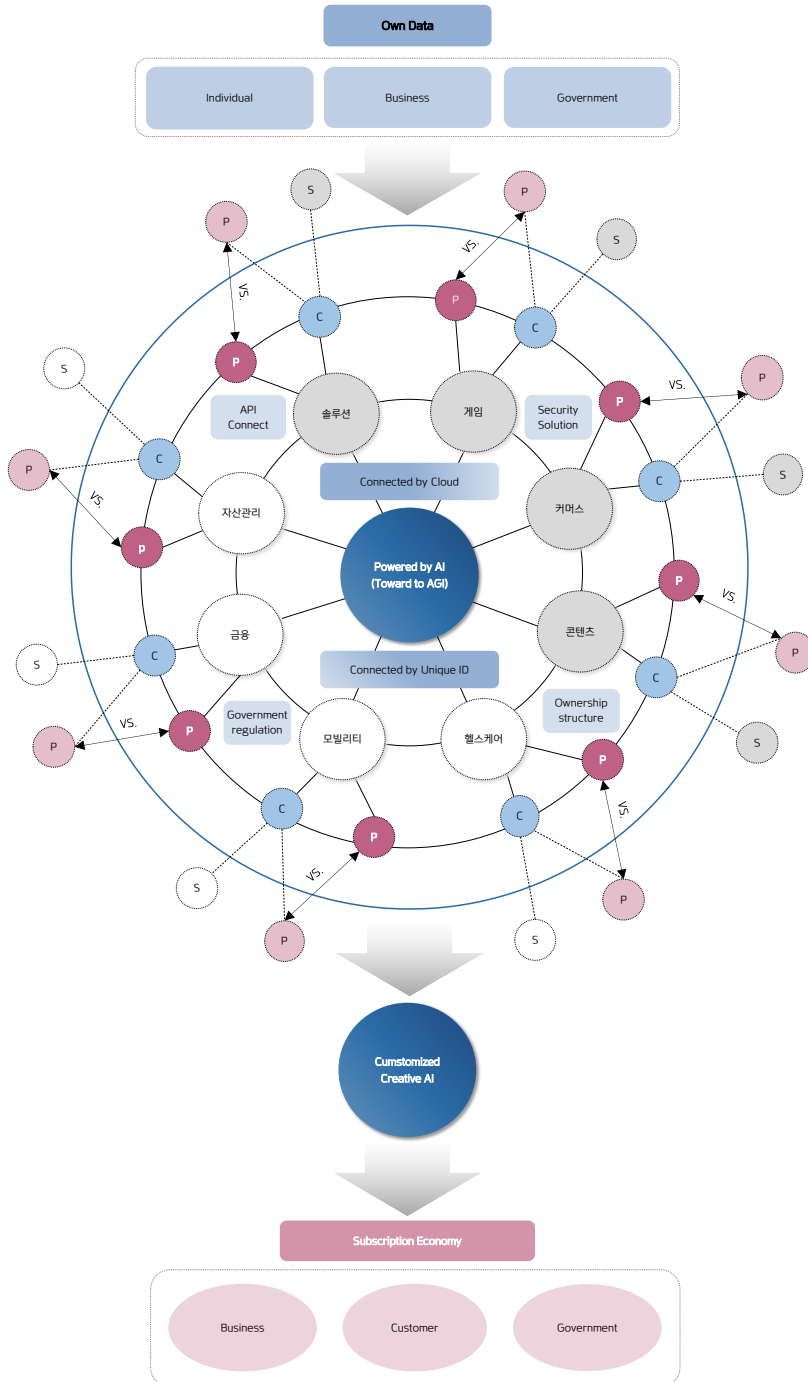
AI 및 내부 이코시스템을 활용한 개인화 타겟팅 기법이 고도화되면서 광고를 비롯한 사업적 기회 잠재력이 커질 것으로 판단하며, 특히 포괄적 디스플레이 광고의 경우 개인별 취향을 매칭한 심리사한 기법 강화로 AI 시대에 그 성장성을 높여갈 것으로 판단한다. 하반기 금리 인하 등 우호적 환경적 요인 변화는 장기 사업가치 기법과 연계해 인터넷 비즈니스에 긍정적으로 작용할 수 있으며, 게임 섹터의 경우 게임 기술력 측면에서 최상위 플랫폼인 콘솔의 경쟁력이 향후 크로스 플랫폼 기반 디바이스 경계가 사라지는 시대에 주목 받으면서 콘솔 기반 트리플 A급 게임 제작 능력 확보가 더욱 중요해지는 시대로 변모해 갈 것으로 판단한다.

>>> NAVER, 펠어비스 추천주로 제시

NAVER는 글로벌 빅테크와 협력 여지, 사우디 협력을 통한 제3지역 AI 얼라이언스 강화 및 디스플레이 광고 성장성 확보를 주요 투자포인트로 제시한다. 펠어비스는 붉은사막을 기점으로 대중적 유저 기반의 트리플 A급 신작을 통한 재무적 잠재력 확보를 주요 투자 포인트로 제시한다.

I. AI 진화 조감도

>>> AI-based Ecosystem



주1: P - Provider, C - Consumer, S - Stakeholder

주2: 회색 음영은 메타버스 세그먼트 영역을 표시, 세그먼트 영역간 검은 연결선은 데이터 인터랙션을 의미

주3: 파란색 연결선은 블록체인 이코노미를 의미, 해당 이코노미 베이스로 공급자, 수요자 및 이해관계자간 경제적 지급 체계가 정립

자료: 키움증권

>>> AI-based Ecosystem

글로벌 빅테크와 로컬 플랫폼간 관계 변수

AGI를 타겟하는 AI 서비스가 고도화될 것으로 예측하나, 아직은 추론과 예측 기반의 부가가치를 올릴 서비스 체계는 구축되지 못했다. 이를 위해선 개인화된 데이터 학습이 필수적이기에, 글로벌 빅테크도 자생적인 유저 데이터 이외 기존 로컬 플랫폼이 확보하고 있는 다양한 세그먼트에서 분절될 데이터의 결합체가 필요하다고 할 수 있으며, 이에 따라 로컬 플랫폼의 전략도 글로벌 빅테크와 대항하는 쪽이 있는 반면 이와 협력하고 전략적 제휴를 가져가는 플랫폼으로 양분될 것으로 판단한다. 글로벌 빅테크와 로컬 플랫폼이 협력하는 구조 하에서는 조인트 벤처 등 특수 형태를 통한 사업 비즈니스 모델을 구축하거나 상호간 지분관계를 형성하는 쪽으로 변화할 것으로 판단하고, 먼저 제휴하는 로컬 플랫폼이 많은 과실을 가져갈 것으로 판단하며, 이는 시간이 지날수록 글로벌 빅테크가 데이터를 통한 예측과 추론 기반의 밸류를 올려갈 것으로 예상된다는 점에서, 나중에 제휴하는 업체일수록 협상력에서 열위에 놓일 것으로 판단한다.

유저 데이터의 이전 속도도 주요 변수

가장 중요한 것은 예측과 추론 기반의 AI 서비스로 판단하며, 해당 기제가 완결될 때 유저 데이터의 이전은 기하급수적으로 나타날 수 있다. 해당 과정이 공고하게 될수록 글로벌 빅테크가 복합적인 유저 데이터를 자발적으로 획득할 수 있기 때문에 이에 기반한 예측과 추론 프로세스의 고도화를 만들 수 있게 되고, 해당 기간을 통해 글로벌 빅테크는 제휴를 맺지 않은 로컬 플랫폼과의 관계에서 절대적인 우위를 가져갈 수 있으며, 이후 상호 전략적 제휴와 지분 관계에 대한 잠재력은 소실될 것으로 판단한다. 결국 로컬 플랫폼의 내재 데이터와 유저들의 데이터 중에 어느 것이 먼저 글로벌 빅테크와 연계를 가져갈지가 중요한 기제일 것으로 판단하며, 해당 과정에서 로컬 플랫폼이 생존하기 위해서는 LLM과 서비스에 기반한 B2C 부가가치를 최우선으로 가져가는 가운데, 내재화와 함께 외부 협력을 가져가야 할 세그먼트를 분배하며, 외부 협력을 가져가야 할 세그먼트에 대한 신속하고 적극적인 움직임을 추구해야 하는 것을 의미한다.

제3지역에 대한 공략과 잠재력

향후 미국과 중국을 중심으로 한 AI 경쟁구도를 경계하는 다국적 기반의 AI 얼라이언스 구축에 대한 니즈가 증가할 것으로 판단하며, 이에 기존 로컬 플랫폼이 확보한 AI 및 서비스를 얼라이언스 국가의 대중적 유저 데이터와 연계시켜 학습하는 과정에서 예측과 추론 기반의 밸류를 증가시킬 수 있다면 특정 국가 및 지역에서 의미있는 밸류 창출이 가능할 것으로 판단한다. 이를 위해서는 현지 규제에 맞는 AI 가이드라인 준수 및 데이터에 대한 현지 국가 기반의 소유권을 명확하게 인정하는 한편, 플랫폼 입장에서 데이터에 근간한 알고리즘의 고도화를 통해 LLM과 서비스를 개선시켜 예측과 추론 기반의 밸류를 레벨업할 수 있는 여지가 존재한다 할 수 있다.

II. AI 밸류 분석

>>> 글로벌 AI 내재가치 분석

글로벌 AI 내재가치로 1.7조달러를 제시

AGI를 타겟하는 글로벌 AI 내재가치로 1.7조달러를 유지하며 이는 승자독식의 대명제 하에 기존 로컬 플랫폼과의 대립 및 협력을 통해 시간이 지날수록 해당 부가가치를 늘려갈 것으로 판단한다. 해당 밸류는 29E 기준 MAU 23억명에 PUR 21%, 월간 구독료 150달러를 결합해 당해 연도 매출액 8,558억 달러를 제시했다. 유료 데이터 처리단가는 데이터 처리 효율성 증가와 블록체인 이코시스템 결합 등을 고려하여 24E 2.5센트에서 29E 4.3센트로 증가를 가정하였다. 유저당 데이터 사용 리미트는 유료 버전의 경우 24E 일간 38개에서 29E 일간 75개로 증가를 가정했으며, 무료 버전의 경우 AI 부가가치 증가에 따른 반대급부 및 유료 전환 프레스에 따라 24E 일간 9개에서 29E 일간 5개로 감소를 전제하면서 데이터 처리 단가도 하위 버전에 적용으로 유료 버전 대비 격차를 보일 것으로 가정했다. 변동비와 고정비를 제외한 29E 영업이익은 1,559억달러로 마진율 18.2%를 예상하였고 동 시점 NOPLAT에 잠재 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 24E 기준 현재가치로 내재가치를 정의했다.

글로벌 AI 내재가치 분석

(USDbn)	24E	25E	26E	27E	28E	29E
MAU(mn)	300.0	600.0	1,050.0	1,575.0	1,968.8	2,264.1
PUR	5.0%	7.8%	10.8%	14.0%	17.5%	21.0%
PU(mn)	15.0	46.5	112.9	220.5	344.5	475.5
NPU(mn)	285.0	553.5	937.1	1,354.5	1,624.2	1,788.6
Monthly subscription fee(USD)	30	45	65	90	120	150
Cost per data_paid version(USD)	0.025	0.030	0.034	0.037	0.040	0.043
Cost per data_free Version(USD)	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020	0.020
Annual data amounts by user_paid version	13,688	16,425	19,163	21,900	24,638	27,375
Annual data amounts by user_free version	3,285	2,920	2,555	2,190	1,825	1,825
Revenues	5.4	25.1	88.0	238.1	496.1	855.8
Total Data costs	23.9	54.9	120.3	238.0	398.8	618.4
Data costs_paid version	5.1	22.5	72.5	178.7	339.5	553.2
Data costs_free Version	18.7	32.3	47.9	59.3	59.3	65.3
Fixed costs	6.3	18.9	37.8	56.7	70.9	81.5
Operating profits	-24.8	-48.6	-70.1	-56.6	26.4	155.9
OPM	-458.5%	-193.7%	-79.6%	-23.8%	5.3%	18.2%
NOPLAT						109.1
Potential PER(x)						25.0
24E Fair Value						1,693.6

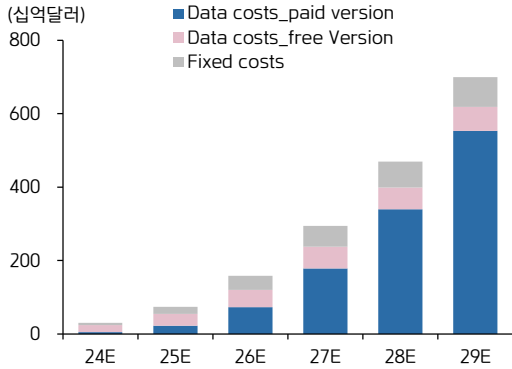
주1: PUR(Paying User Rate), NPU(Non-Paying User)

주2: 24E 매출 대비 고정비율은 117% 적용, 고정비 CAGR(25E-29E) 67% 기준

주3: 한계 법인세율 30% 및 연간 할인율 10% 적용

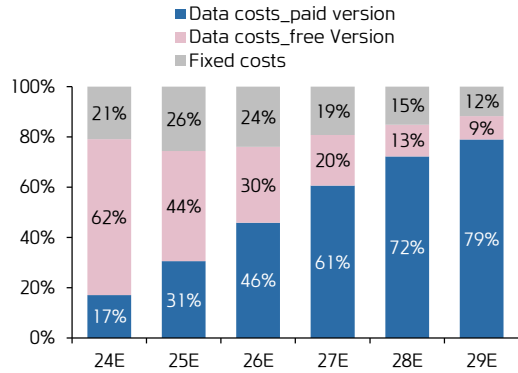
자료: 키움증권

글로벌 AI 비용구조 분석



자료: 키움증권

글로벌 AI 비용구조 분석



자료: 키움증권

>>> 국내 AI 밸류 변수

국내 주요 업체별 기회는 존재

국내 인터넷 업체는 자체 LLM 기반 서비스 개선과 외부 글로벌 빅테크와의 연계 및 사우디 등 글로벌 협력 국가와의 제휴를 통해 AI 부가가치를 높일 수 있는 여지가 존재한다 할 수 있다. 상기 강조했듯이 시간의 가치 측면에서 내재된 로컬 플랫폼의 유저 데이터를 근간으로 글로벌 빅테크와 제휴를 가져가고, 해당 과정이 유저들의 자발적인 데이터 이전보다 신속하게 이루어진다면 관련한 전략적 제휴 및 지분 관계 등을 통해 사업적 비즈니스 기회와 재무적 트리거를 창출할 수 있음을 강조하고자 하며, 제3지역 얼라이언스 확대를 통해 미국과 중국에 치우쳐 있는 AI 구조를 다변화시키는 노력을 경주한다면 관련한 데이터 학습의 기회를 넓혀 LLM과 관련 서비스의 부가가치를 높일 여지가 있음을 긍정적으로 평가하고자 한다. 다만 이 모든 것이 시간과의 싸움이기에 글로벌 빅테크가 자생적인 예측과 추론 기반의 구독경제를 창출하기 전에 데이터를 무기로 경제적인 이해관계를 창출할 필요성이 명확함을 강조하고자 한다.

III. 광고 진화 방향

>>> AI 광고 시대 개화

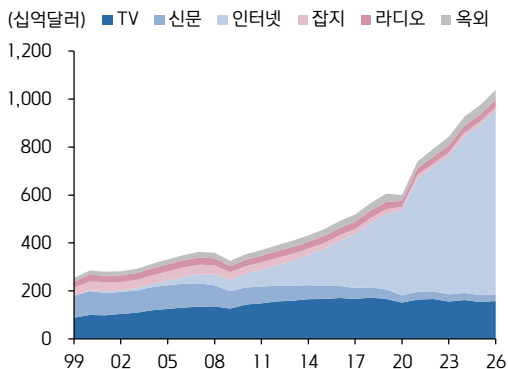
포맷, UI, UX 제한 사라질 것

AI 시대에서 광고는 공급자와 수요자를 심리스하게 연결하는 기제로 해당 의미를 가질 것이며, 기존 검색, 디스플레이, 동영상, 소셜 등 분절된 세그먼트에서 입지가 중요한 것이 아니라 관련 이해관계자의 효율성을 극대화시킬 수 있는 주요 변수를 결합하여 최적의 포맷을 유연하게 결정하는 시스템으로 변모할 것으로 판단한다. 이는 결국 소비자와 공급자의 고유 데이터셋을 AI가 학습 분석하여 이를 기반으로 심리스한 매칭을 통해 구축하는 과정을 의미하며, 향후 유저는 AI를 통해 포맷과 UI, UX 등의 제한 없이 자유로운 과정을 통해 정보를 취득하고 부가가치를 향유하게 될 것이며 해당 과정에서 광고의 부가가치가 작동할 것으로 판단한다.

포괄적 디스플레이 광고의 밸류 증가할 것

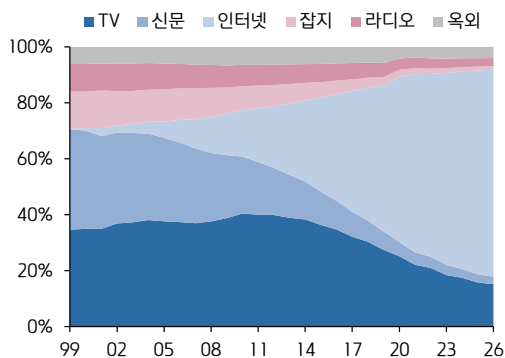
검색은 기본적으로 유저의 인텐션을 근간으로 가져가기에 AI 시대에서도 그 효율성은 개인화 타겟팅과 심리스한 연결을 통해 더욱 극대화될 것으로 판단한다. 당사가 강조하고자 하는 것은 소셜, 동영상 등을 포함한 포괄적 디스플레이 광고의 효율성이 탄력적으로 증가할 것으로 판단된다는 것이며, 이는 플랫폼 내부 데이터 분석을 통해 유저 성향에 기반한 AI의 타겟팅이 고도화되면서 과거와 다른 차원으로 개인화 추천이 심리스하게 이루어질 것이며, 이는 과거 단순히 광고의 노출 빈도를 높여 효율성을 개선시키는 소극적 차원이 아니라 유저별 행태 분석과 이에 기반한 타겟팅 극대화가 가능해질 수 있음을 의미한다. 이에 향후 디스플레이 광고사업에 있어 AI를 통한 고도화에 성공한 업체와 그렇지 못한 업체의 명암이 분명해 질 것으로 판단하며, 해당 과정에서 시장 성장성 대비 업다운이 확연히 구분될 것으로 판단한다.

글로벌 광고 세그먼트



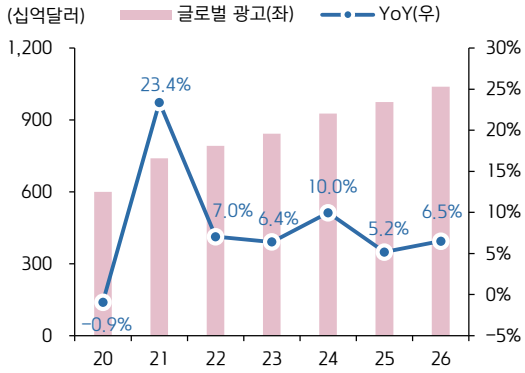
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

글로벌 광고 세그먼트



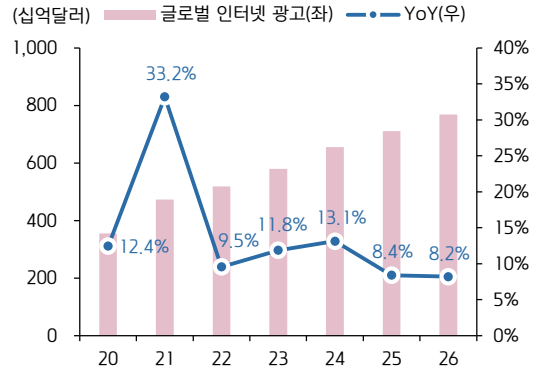
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

글로벌 광고 증가율



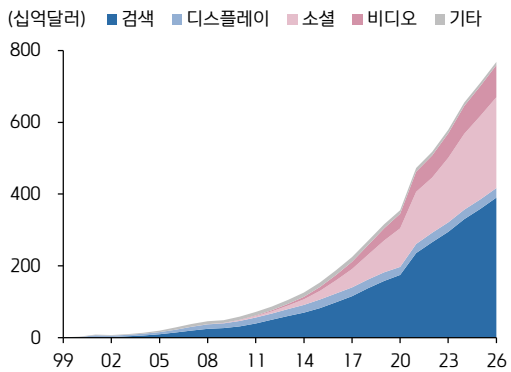
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

글로벌 인터넷 광고 증가율



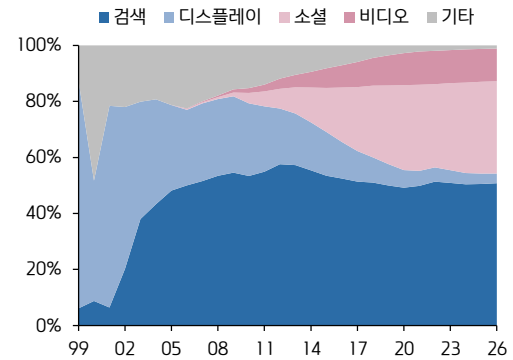
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

글로벌 인터넷 광고 세그먼트



자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

글로벌 인터넷 광고 세그먼트



자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

IV. 게임 진화 방향

>>> 콘솔 기반 밸류 주목

기술적 측면에서 가장 압도적인 플랫폼

향후 게임 시장은 플랫폼의 경계가 사라지고 디바이스의 한계도 없어지면서 특정 디바이스 없이 가상 화면에서 대화면으로 게임을 플레이할 수 있는 시대로 진화할 것으로 판단한다. 향후 모바일에서도 가상 화면을 근간으로 콘솔 구독경제를 통해 대화면으로 게임을 즐길 수 있는 기술적인 진화가 나타날 가능성이 다분할 것으로 판단하며, 동 기제에서 게임성과 컨트롤 및 환경과 상호작용 등을 포괄할 수 있는 콘솔 플랫폼의 개발 역량 내재화가 필요하다고 할 수 있다. 해당 조건이 선결되어야 크로스 플랫폼 환경 하의 기술적 변화에도 글로벌 게임 업체와 대등히 경쟁하면서 시장 내에서의 입지를 유지 및 개선시켜 나갈 수 있을 것으로 판단한다.

대중적 마일스톤 기반 트리플 A급 게임 필요

국내 게임사 중에서는 아직 대중적 유저 기반의 마일스톤을 쌓은 회사는 없다. 소울라이크나 서브컬처 등 특정 세그먼트 취향에 맞는 유수의 신작을 출시한 사례는 있지만 다양한 유저의 취향을 소구하고 유저 자유도를 극대화시키면서 누적 마일스톤 기준 500만장 이상의 판매고를 달성한 경우는 아직 부재하다 할 수 있다. 해당 마일스톤을 쌓기 위해서는 오픈월드 기반의 높은 자유도가 필수적이라고 판단하며, 이와 함께 공방 재미를 기반으로 한 높은 게임성과 타격감, 다양한 생활 콘텐츠 및 탐험 등이 기반이 되어야 하며, 현재 해당 컨셉에 맞는 신작으로는 붉은사막이 가장 유력하다고 할 수 있다.

붉은사막의 차별화된 게임성 주목

붉은사막은 수평적인 전투가 아닌 입체적이고 수직적 전투를 포함하기에 전투가 매우 역동적이며, 특정 기술 기반이 아닌 다양한 콤보 기반의 전투 기술을 가져가기에 유저 컨트롤에 따라 다양한 재미를 경험할 수 있다. 또한 캐릭터 활강을 통해 디테일하고 광범위한 백그라운드를 바라볼 수 있고 탐험의 자유를 경험할 수 있으며 채집 등 다양한 생활 콘텐츠를 즐길 수도 있다. 또한 캐릭터 인벤토리에서 다양한 장비 및 공격속도와 이동속도의 차이 등을 통해 향후 멀티플레이 기반의 시스템을 확보했다고 할 수 있다. 마을 대전 콘텐츠에서 대전 캐릭터 이동에 따라 NPC가 반응하는 상호작용이 실시간으로 구현되며, 필드 전투에서는 일대다 전투의 역동성과 공방의 재미가 부각되는 게임으로 평가할 수 있다. 전반적으로 게임성, 타격감, 오픈월드 퀄리티 등 종합적 측면에서 글로벌 주요 게임들과 대등하게 경쟁할 수 있을 것으로 판단한다.

붉은사막 보스 전투



주: 붉은사막 - '여왕 돌멘게' 보스 전투 게임플레이
자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권

붉은사막 활강 장면



주: 붉은사막 - 50분 초반부 게임플레이 기준
자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권

붉은사막 이동 장면



주: 붉은사막 - 50분 초반부 게임플레이 기준
 자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권

붉은사막 캐릭터 인벤토리



주: 붉은사막 - '하얀불' 보스 전투 게임플레이
 자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권

붉은사막 대전 콘텐츠



주: 붉은사막 - 50분 초반부 게임플레이 기준
 자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권

붉은사막 필드 전투



주: 붉은사막 - 50분 초반부 게임플레이 기준
 자료: Crimson Desert, YouTube, 키움증권



기업분석

NAVER
(035420)

BUY(Maintain)/목표주가 240,000원
시간을 활용할 필요

카카오
(035720)

BUY(Maintain)/목표주가 49,000원
AI 방향성이 관건

펄어비스
(263750)

BUY(Maintain)/목표주가 57,000원
붉은사막 잠재력 주목

크래프톤
(259960)

Outperform(Maintain)/목표주가 370,000원
콘솔 경쟁력 강화 필요

엔씨소프트
(036570)

Outperform(Maintain)/목표주가 260,000원
체질 개선이 필요

카카오게임즈
(293490)

Outperform(Maintain)/목표주가 21,000원
PLC 관리 필요

NAVER (035420)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 166,100원

목표주가 240,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

글로벌 빅테크와의 연계 가정 및 사우디 등 제3국과의 얼라이언스 확대를 통한 데이터 기반의 부가가치 증가 잠재력과 디스플레이 광고 성장성 부각을 통한 서치 플랫폼 성장성 강화 등을 감안해 서치 플랫폼/클라우드 중심 사업부문 타겟 PER을 기존 17.5배에서 20배로 상향했다.

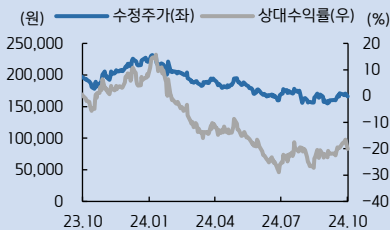
Stock Data

KOSPI (10/7)	2,610.38pt		
시가총액	267,063억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	231,500원	155,000원	
최고/최저가 대비 등락	-28.3%	7.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.7%	3.0%
	6M	-14.0%	-10.6%
	1Y	-13.9%	-19.2%

Company Data

발행주식수	160,785천주
일평균 거래량(3M)	817천주
외국인 지분율	43.0%
배당수익률(24E)	0.6%
BPS(24E)	154,152원
주요 주주	국민연금공단 8.3%

Price Trend



시간을 활용할 필요

>>> 목표주가 24만원 유지

동사 목표주가를 기존 24만원으로 유지한다. 적정가치는 38.5조원으로, 이는 서치플랫폼/클라우드 중심 사업부문 적정가치 21.0조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 6.3조원, 네이버파이낸셜 지분가치 3.8조원, Webtoon Entertainment 지분가치 1.9조원 및 LY Corporation 지분가치 5.4조원을 반영해 산출하였다. 자체 AI 및 관련 서비스를 중심으로 가져가는 동시에 글로벌 빅테크와 협력 여지에 대한 긍정적인 가정을 투영하며, 사우디 등 제3 국가와의 얼라이언스를 통해 AI 밸류를 높일 수 있는 데이터 학습 과정 및 개선 결과를 긍정적으로 평가한다. Webtoon Entertainment 지분가치 산정시 서구권 중심의 GMV 그로스를 기존 대비 하향 조정했으며, 주요 글로벌 영상화 플랫폼과의 전략적 제휴를 통한 헤게모니 창출에 제한적인 상황을 고려해 관련 기업가치를 기존 대비 하향 조정하였다.

>>> 3분기 우호적 실적 예상

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 7,077억원과 4,973억원을 기록할 것으로 예상된다. 이는 홈피드 및 숏폼 등 신규 서비스 기반의 인벤토리 증가와 AI 기반의 개인화 타겟팅 강화 등의 결합으로 디스플레이 광고의 성장성이 부각되면서 서치플랫폼 매출이 전년동기대비 7.5% 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,594.4	11,453.9	12,234.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,903.9	2,037.1	2,173.0
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,495.6	2,654.4	2,818.2
세전이익	1,083.7	1,481.4	2,276.7	2,411.5	1,885.9
순이익	673.2	985.0	1,634.8	1,748.4	1,885.9
지배주주지분순이익	760.3	1,012.3	1,577.2	1,704.7	1,838.7
EPS(원)	4,634	6,180	9,751	10,759	11,605
증감률(% YoY)	-95.4	33.4	57.8	10.3	7.9
PER(배)	38.3	36.2	17.5	15.9	14.7
PBR(배)	1.28	1.57	1.11	1.05	0.99
EV/EBITDA(배)	16.1	18.0	10.9	10.0	9.0
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.0	17.8	17.8
ROE(%)	3.3	4.4	6.6	6.8	6.9
순차입금비율(%)	1.0	-0.9	-4.8	-7.9	-11.2

자료 : 키움증권 리서치센터

NAVER Valuation

(십억원)	산출내역
네이버 서치플랫폼/클라우드 중심 적정가치	20,986.2
4Q FWD 조정 지배주주지분	1,049.3
목표 PER(배)	20.0
네이버쇼핑 사업부문 적정가치	6,323.9
28E 네이버쇼핑 세후 영업이익	462.9
잠재 PER(배)	20.0
연간 할인율(%)	10.0%
네이버파이낸셜 지분가치	3,834.5
네이버파이낸셜 기업가치	5,557.3
NAVER 지분율(%)	69.0%
Webtoon Entertainment 지분가치	1,917.3
Webtoon Entertainment 기업가치	3,780.1
NAVER 지분율(%)	63.4%
LY Corporation 지분가치	5,445.4
24E LY Corporation 지배주주지분	995.7
목표 PER(배)	25.0
LY Corporation 적정가치	24,893.2
NAVER 지분율(%)	31.3%
NAVER 적정가치	38,507.3
발행주식수(천주)	160,785
NAVER 주당 적정가치(원)	239,497
현주가(원)	166,100
업사이드(%)	44.2%

주1: 연간 할인율 10%, 24E 평균 원/엔 환율 9.0원 적용

주2: Webtoon Entertainment 지분가치 할인율 20% 적용

주3: LY Corporation 지분가치 할인율 30% 적용

자료: NAVER, LY Corporation, 키움증권

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	22A	23A	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	1,801.1	2,546.6	2,944.1	3,231.4	3,517.1	3,798.3	4,075.4
수수료	604.0	769.5	878.2	994.0	1,112.3	1,226.5	1,340.1
광고	1,078.4	1,106.9	1,130.1	1,169.9	1,205.0	1,235.2	1,259.9
솔루션		16.7	101.7	164.3	239.8	328.8	430.9
플러스 멤버십	118.7	171.1	194.6	224.6	246.4	265.0	279.5
Poshmark		482.5	639.4	678.6	713.7	742.8	765.1
영업비용	1,422.7	2,360.0	2,677.5	2,936.2	3,148.1	3,322.7	3,459.9
개발/운영	478.2	549.9	618.6	680.5	731.5	768.1	798.8
파트너	168.2	172.0	175.8	182.0	187.5	192.2	196.0
마케팅	304.5	501.9	635.4	776.6	889.6	989.4	1,068.4
기타	471.9	530.8	583.9	627.7	659.1	685.5	706.0
Poshmark		605.3	663.8	669.3	680.4	687.5	690.6
영업이익	378.4	186.7	266.6	295.1	369.1	475.6	615.5
마진율(%)	21.0%	7.3%	9.1%	9.1%	10.5%	12.5%	15.1%
세후 영업이익	284.2	141.5	205.0	227.0	281.5	360.0	462.9
CAGR(24E-28E)							26.7%
잠재 PER(배)							20.0
24E 적정가치							6,323.9

주: 연간 할인율 10%
 자료: NAVER, 키움증권 추정

네이버파이낸셜 Valuation

(십억원)	산출내역	비고
네이버파이낸셜 적정가치	5,557.3	
24E MAU(백만)	20.5	네이버페이 기반 신규 MAU 증가 반영 (스마트스토어 포함)
MAU 당 기업가치(천원)	271	
금융기관 연계대출 BM	193	수익배분율 50% 적용
비은행 사업부문 BM	78	비은행 비중 29% (수익배분율 50% 적용)

주1: 금융기관 연계대출 BM은 카카오뱅크 MAU당 시가총액 57만원에 타겟 고객 비중 68% 적용
 주2: 카카오뱅크 MAU는 24E 연평균 18.0백만명 적용, 이는 23E말 기준 전년비 3% 증가 가정
 주3: 금융기관 연계대출 타겟 고객은 17~19년 1~3등급 대비 50% 및 4~7등급 대상으로 산정
 주4: 비은행 비중은 18년~23년 국내 금융지주사 은행 및 비은행 영업이익을 기준으로 산출
 자료: NAVER, NICE평가정보, KB금융지주, 신한지주, 하나금융지주, 키움증권

Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	1,616.2	1,777.1	1,929.3	2,074.7	2,216.1
영업비용	1,687.1	1,684.1	1,797.7	1,898.7	1,991.8
영업이익	-70.9	93.0	131.7	176.0	224.3
마진율(%)	-4.4%	5.2%	6.8%	8.5%	10.1%
당기순이익	-52.4	73.2	106.6	144.2	184.5
%YoY	적축	흑전	45.7%	35.3%	27.9%
잠재 PER(배)					30.0
24E 적정가치					3,780.1

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NAVER, Webtoon Entertainment, 키움증권 추정

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	22A	23A	24E
매출액	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,526.1	2,610.5	2,707.7	2,750.2	8,220.1	9,670.6	10,594.4
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	978.4	966.1	995.9	3,568.0	3,589.1	3,845.7
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.5	719.0	754.6	767.0	1,801.1	2,546.6	2,944.1
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	368.5	379.6	391.1	1,186.6	1,354.8	1,493.0
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	420.0	476.6	458.8	1,261.5	1,733.0	1,801.8
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	124.6	130.8	137.3	402.9	447.2	509.8
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.8	2,137.8	2,210.4	2,255.6	6,915.4	8,181.8	8,690.5
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	439.3	472.7	497.3	494.6	1,304.7	1,488.8	1,903.9
영업이익률(%)	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	18.1%	18.4%	18.0%	15.9%	15.4%	18.0%
법인세차감전순이익	116.6	421.1	504.5	439.2	660.2	467.4	580.9	568.3	1,083.7	1,481.4	2,276.7
법인세차감전순이익률(%)	5.1%	17.5%	20.6%	17.3%	26.1%	17.9%	21.5%	20.7%	13.2%	15.3%	21.5%
법인세비용	72.9	134.4	148.3	140.7	104.4	135.3	203.3	198.9	410.5	496.4	641.9
법인세율(%)	62.6%	31.9%	29.4%	32.0%	15.8%	28.9%	35.0%	35.0%	37.9%	33.5%	28.2%
계속영업순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	332.1	377.6	369.4	673.2	985.0	1,634.8
중단영업순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	332.1	377.6	369.4	673.2	985.0	1,634.8
당기순이익률(%)	1.9%	11.9%	14.6%	11.8%	22.0%	12.7%	13.9%	13.4%	8.2%	10.2%	15.4%
지배주주지분	55.1	267.7	375.8	313.8	510.6	338.4	368.1	360.1	760.3	1,012.3	1,577.2
비지배주주지분	-11.4	19.0	-19.6	-15.4	45.2	-6.3	9.4	9.2	-87.1	-27.3	57.6

자료: NAVER, LY Corporation, 키움증권

NAVER 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	10,705.1	11,563.7	12,369.0	10,594.4	11,453.9	12,234.7	-1.0%	-0.9%	-1.1%
영업이익	1,813.4	1,952.2	2,095.0	1,903.9	2,037.1	2,173.0	5.0%	4.3%	3.7%
영업이익률	16.9%	16.9%	16.9%	18.0%	17.8%	17.8%	1.0%	0.9%	0.8%
법인세차감전순이익	2,006.1	1,965.0	2,165.3	2,276.7	2,411.5	2,601.2	13.5%	22.7%	20.1%
당기순이익	1,397.0	1,368.4	1,507.8	1,634.8	1,748.4	1,885.9	17.0%	27.8%	25.1%
지배주주지분	1,330.7	1,334.2	1,470.1	1,577.2	1,704.7	1,838.7	18.5%	27.8%	25.1%

자료: 키움증권

NAVER 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	2,736.3	2,773.3	2,742.1	2,875.9	2,707.7	2,750.2	2,741.1	2,823.1	-1.0%	-0.8%	0.0%	-1.8%
영업이익	468.6	466.3	465.7	470.1	497.3	494.6	481.8	488.4	6.1%	6.1%	3.5%	3.9%
영업이익률	17.1%	16.8%	17.0%	16.3%	18.4%	18.0%	17.6%	17.3%	1.2%	1.2%	0.6%	1.0%
법인세차감전순이익	462.2	449.2	469.5	478.0	580.9	568.3	576.6	587.0	25.7%	26.5%	22.8%	22.8%
당기순이익	288.9	280.8	327.0	332.9	377.6	369.4	418.0	425.6	30.7%	31.6%	27.9%	27.8%
지배주주지분	281.6	273.7	318.8	324.6	368.1	360.1	407.6	414.9	30.7%	31.6%	27.9%	27.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,594.4	11,453.9	12,234.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,594.4	11,453.9	12,234.7
판매비	6,915.4	8,181.8	8,690.5	9,416.8	10,061.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,903.9	2,037.1	2,173.0
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,495.6	2,654.4	2,818.2
영업외손익	-220.9	-7.4	372.8	374.4	428.2
이자수익	59.2	101.1	121.0	139.3	159.9
이자비용	71.7	127.1	122.1	122.2	122.3
외환관련이익	117.3	112.0	117.6	123.5	129.6
외환관련손실	196.4	154.7	162.4	170.6	179.1
중속 및 관계기업손익	96.8	266.5	146.1	344.4	398.2
기타	-226.1	-205.2	272.6	60.0	41.9
법인세차감전이익	1,083.7	1,481.4	2,276.7	2,411.5	2,601.2
법인세비용	410.5	496.4	641.9	663.2	715.3
계속사업손익	673.2	985.0	1,634.8	1,748.4	1,885.9
당기순이익	673.2	985.0	1,634.8	1,748.4	1,885.9
지배주주순이익	760.3	1,012.3	1,577.2	1,704.7	1,838.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.6	17.6	9.6	8.1	6.8
영업이익 증감율	-1.6	14.1	27.9	7.0	6.7
EBITDA 증감율	6.1	11.0	20.5	6.4	6.2
지배주주순이익의 증감율	-95.4	33.1	55.8	8.1	7.9
EPS 증감율	-95.4	33.4	57.8	10.3	7.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.0	17.8	17.8
EBITDA Margin(%)	22.7	21.4	23.6	23.2	23.0
지배주주순이익률(%)	9.2	10.5	14.9	14.9	15.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,481.2	2,429.1	2,571.8
당기순이익	673.2	985.0	1,634.8	1,748.4	1,885.9
비현금항목의 가감	1,318.1	1,327.5	1,389.8	1,226.2	1,238.1
유형자산감가상각비	518.6	528.0	531.0	545.2	561.7
무형자산감가상각비	42.3	54.3	60.7	72.1	83.5
지분법평가손익	-864.4	-751.8	-322.2	-424.4	-458.2
기타	1,621.6	1,497.0	1,120.3	1,033.3	1,051.1
영업활동자산부채증감	307.5	359.7	55.9	56.9	81.9
매출채권및기타채권의감소	-56.4	42.8	-148.2	-150.4	-136.6
채고자산의감소	16.5	-2.2	-1.4	-1.3	-1.2
매입채무및기타채무의증가	132.7	346.8	193.6	203.3	213.5
기타	214.7	-27.7	11.9	5.3	6.2
기타현금흐름	-845.4	-670.0	-599.3	-602.4	-634.1
투자활동 현금흐름	-1,215.9	-949.8	-812.5	-851.8	-885.2
유형자산의 취득	-700.7	-640.6	-535.9	-562.0	-583.9
유형자산의 처분	12.2	7.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-54.6	-51.0	-223.3	-234.4	-243.8
투자자산의감소(증가)	2,365.6	1,378.4	-22.8	-24.3	-25.8
단기금융자산의감소(증가)	-696.2	461.4	-30.5	-31.1	-31.7
기타	-2,142.2	-2,105.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-339.5	-110.0	-179.0	-146.0	-183.1
차입금의 증가(감소)	-213.2	23.9	0.0	2.8	2.8
자본금 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-213.4	-62.4	-181.4	-148.8	-186.0
기타	87.1	-71.5	2.8	0.0	0.1
기타현금흐름	44.7	-90.1	-519.0	-538.0	-494.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-57.2	852.3	970.7	893.4	1,008.9
기초현금 및 현금성자산	2,781.4	2,724.2	3,576.5	4,547.1	5,440.5
기말현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,547.1	5,440.5	6,449.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,179.8	9,257.1	10,436.6
현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,547.1	5,440.5	6,449.4
단기금융자산	1,985.7	1,524.3	1,554.8	1,585.9	1,617.6
매출채권 및 기타채권	1,515.4	1,705.9	1,854.0	2,004.4	2,141.1
채고자산	8.7	14.8	16.2	17.5	18.7
기타유동자산	205.6	206.6	207.7	208.8	209.8
비유동자산	27,459.5	28,709.8	29,072.1	29,646.2	30,279.5
투자자산	22,343.0	21,231.1	21,400.1	21,768.8	22,192.8
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,746.6	2,763.4	2,785.5
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,608.1	3,770.4	3,930.8
기타비유동자산	1,177.3	1,291.5	1,317.3	1,343.6	1,370.4
자산총계	33,899.0	35,737.8	37,251.9	38,903.3	40,716.1
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,521.3	6,747.1	6,983.6
매입채무 및 기타채무	2,935.4	3,872.7	4,066.3	4,269.6	4,483.1
단기금융부채	1,646.7	1,465.5	1,468.2	1,471.0	1,473.9
기타유동부채	898.5	967.4	986.8	1,006.5	1,026.6
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,217.6	5,241.5	5,265.8
장기금융부채	3,306.4	3,417.5	3,417.5	3,417.5	3,417.5
기타비유동부채	1,661.7	1,776.8	1,800.1	1,824.0	1,848.3
부채총계	10,448.7	11,499.8	11,738.9	11,988.6	12,249.4
자본지분	22,744.7	23,206.0	24,423.4	25,781.5	27,286.3
자본금	16.5	16.5	16.1	16.1	16.1
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,242.6	1,242.6	1,242.6
기타자본	-839.7	-607.3	-607.3	-607.3	-607.3
기타포괄손익누계액	-1,634.8	-1,990.2	-2,200.8	-2,361.5	-2,472.1
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	25,972.8	27,491.5	29,107.0
비지배자본	706.2	1,032.0	1,089.5	1,133.2	1,180.4
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,513.0	26,914.7	28,466.7
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
주당지표(원)					
EPS	4,634	6,180	9,751	10,759	11,605
BPS	138,642	142,887	154,152	162,724	172,222
CFPS	12,138	14,117	18,699	18,774	19,717
DPS	914	1,205	1,000	1,250	1,500
주가배수(배)					
PER	38.3	36.2	17.5	15.9	14.7
PER(최고)	82.2	39.1	24.2		
PER(최저)	33.4	28.1	15.5		
PBR	1.28	1.57	1.11	1.05	0.99
PBR(최고)	2.75	1.69	1.53		
PBR(최저)	1.12	1.21	0.98		
PSR	3.54	3.79	2.61	2.36	2.21
PCFR	14.6	15.9	9.1	9.1	8.7
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.9	10.0	9.0
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	20.4	18.4	9.1	10.6	11.8
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
ROA	2.0	2.8	4.5	4.6	4.7
ROE	3.3	4.4	6.6	6.8	6.9
ROIC	22.0	27.3	32.9	34.5	35.9
매출채권회전율	5.8	6.0	6.0	5.9	5.9
채고자산회전율	1,111.4	824.3	682.7	678.4	674.4
부채비율	44.6	47.4	46.0	44.5	43.0
순차입금비율	1.0	-0.9	-4.8	-7.9	-11.2
이자보상배율, 현금	18.2	11.7	15.6	16.7	17.8
총차입금	4,953.1	4,883.0	4,885.7	4,888.5	4,891.3
순차입금	243.3	-217.8	-1,216.2	-2,137.9	-3,175.6
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,495.6	2,654.4	2,818.2
FCF	599.1	1,197.6	1,269.0	1,368.4	1,488.8

카카오 (035720)



BUY(Maintain)

주가(10/7) 36,750원

목표주가 49,000원(하향)

인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

동사는 아직 AI LLM 및 서비스를 공개하지 않은 상태이지만 조만간 별도의 자리를 통해 해당 전략을 오픈할 것으로 관측된다. 당사는 유저 기반의 밸류를 높일 수 있는 과정 또는 글로벌 빅테크와의 데이터 얼라이언스를 통해 전략적 제휴 및 사업적 협력을 가져가는 것이 중요한 선결 조건으로 판단한다.

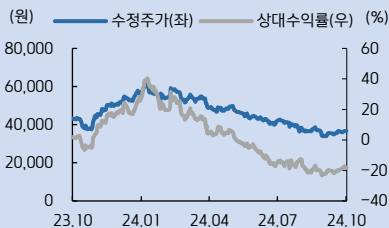
Stock Data

KOSPI (10/7)	2,610.38pt	
시가총액	162,996억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	61,100원	34,000원
최고/최저가 대비 등락	-39.9%	8.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	8.1%
	6M	-24.6%
	1Y	-13.8%

Company Data

발행주식수	443,527천주	
일평균 거래량(3M)	1,331천주	
외국인 지분율	26.4%	
배당수익률(24E)	0.20%	
BPS(24E)	23,191원	
주요 주주	김범수 외 92인	24.2%

Price Trend



AI 방향성이 관건

>>> 목표주가 4.9만원으로 하향

동사 목표주가를 기존 5.6만원에서 4.9만원으로 하향한다. 동 목표주가 산출은 본사 및 기타 부문 적정가치 4.4조원, 커머스 사업부문 적정가치 6.0조원,페이 지분가치 1.2조원, 은행 지분가치 1.4조원, 모빌리티 지분가치 3.0조원, 엔터테인먼트 지분가치 4.0조원, Kakao Piccoma 지분가치 1.2조원 및 게임즈 지분가치 0.6조원을 합산한 결과이다. 커머스 사업 부문 산출시 최근 성장성 둔화를 감안해 타겟 PER을 기존 22.5배에서 20배로 하향 조정했으며, 유료 콘텐츠 사업부문의 경우 글로벌 GMV 성장성 둔화 등을 반영해 밸류를 기존 대비 하향 조정하였다. 당사는 동사가 경쟁력을 유지 또는 개선시키기 위해서는 다수의 신규 버티컬 서비스에 대한 시도가 필요하다는 판단이며 이를 통한 개인화 데이터를 톡 플랫폼에 연계하는 작업을 통해 타겟팅 고도화 및 이에 기반한 광고사업의 성장성 강화를 도모해야 할 필요가 있을 것으로 판단한다.

>>> 3분기 실적은 중립적

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2조 532억원과 1,373억원을 기록할 것으로 예상된다. 광고 경기의 탄력적 회복이 더딘 시점에서 비수기 등 계절성 영향 등의 복합적 영향 등으로 특비즈 광고 매출은 전년동기대비 7.5% 증가하면서 상반기 대비 낮은 성장성을 시현할 것으로 전망된다. 이외 콘텐츠 및 미디어 사업부문의 성장성 회복이 필요한 상황으로 부연 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	6,798.7	7,557.0	8,183.2	8,869.9	9,423.7
영업이익	569.4	460.9	569.5	809.6	926.8
EBITDA	1,150.8	1,221.5	1,428.4	1,664.7	1,790.5
세전이익	1,268.9	-1,648.2	652.5	928.6	1,077.8
순이익	1,067.0	-1,816.7	415.5	693.4	803.2
지배주주지분순이익	1,358.0	-1,012.6	453.2	566.1	654.1
EPS(원)	3,049	-2,276	1,021	1,276	1,475
증감률(%, YoY)	-2.3	적전	흑전	25.1	15.5
PER(배)	17.4	-23.9	36.0	28.8	24.9
PBR(배)	2.37	2.47	1.58	1.49	1.40
EV/EBITDA(배)	21.5	20.9	12.1	10.2	9.2
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.0	9.1	9.8
ROE(%)	13.6	-10.3	4.5	5.3	5.8
순차입금비용(%)	-17.9	-19.2	-21.0	-23.6	-26.3

자료 : 키움증권 리서치센터

카카오 Valuation

(십억원)	산출내역
카카오 본사 및 기타 사업부문 적정가치	4,398.6
4Q FWD 조정 지배주주지분	219.9
목표 PER(배)	20.0
카카오커머스 사업부문 적정가치	6,001.5
28E 거래형 사업부문 당기순이익	439.3
잠재 PER(배)	20.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오페이 지분가치	1,219.6
카카오페이 적정가치	3,291.1
지분율(%)	46.3%
카카오뱅크 지분가치	1,379.5
카카오뱅크 적정가치	10,159.3
지분율(%)	27.2%
카카오모빌리티 지분가치	3,003.7
카카오모빌리티 기업가치	5,242.4
지분율(%)	57.3%
카카오엔터테인먼트 지분가치	3,987.4
카카오엔터테인먼트 기업가치	6,038.7
지분율(%)	66.0%
Kakao Piccoma 지분가치	1,207.9
Kakao Piccoma 적정가치	1,656.9
지분율(%)	72.9%
카카오게임즈 지분가치	559.4
카카오게임즈 기업가치	1,713.9
지분율(%)	40.8%
카카오 적정가치	21,757.6
발행주식수(천주)	443,527
카카오 주당 적정가치(원)	49,056
현주가(원)	36,750
업사이드(%)	33.5%

주1: 연간 할인율 10%, 지분가치 할인율은 카카오뱅크 50%, 카카오페이 및 카카오게임즈 20% 적용

주2: 카카오페이 및 카카오뱅크 적정가치는 2024년 10월 7일 시가총액 적용

자료: 카카오, 키움증권

카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	22A	23A	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	993.5	865.4	914.8	979.1	1,037.3	1,086.7	1,130.4
선물하기	700.5	729.9	790.1	849.9	904.3	950.4	991.4
톡스토어	92.9	95.6	89.6	92.7	95.5	97.9	99.9
메이커스	200.1	39.8	35.2	36.4	37.5	38.4	39.2
영업비용	650.9	457.7	482.6	510.9	534.6	552.5	564.9
인건비	70.8	88.5	101.8	114.5	125.9	135.4	142.1
지급수수료	327.1	338.0	344.9	356.1	364.3	369.3	372.7
상품매입원가	226.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	26.6	31.2	35.9	40.4	44.4	47.7	50.1
영업이익	342.7	407.7	432.3	468.1	502.7	534.2	565.5
마진율(%)	34.5%	47.1%	47.2%	47.8%	48.5%	49.2%	50.0%
당기순이익	262.9	310.9	335.4	363.3	390.2	414.9	439.3
%YoY	21.4%	18.3%	7.9%	8.3%	7.4%	6.3%	5.9%
CAGR(24E-28E)							7.2%
잠재 PER(배)							20.0
24E 적정가치							6,001.5

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	22A	23A	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	483.7	601.8	688.7	747.6	806.1	857.8	903.2
택시	232.5	244.7	242.6	268.9	297.0	320.7	339.5
대리	106.2	134.0	147.2	164.7	182.6	200.8	219.0
기타	144.9	223.1	299.0	313.9	326.5	336.3	344.7
영업비용	464.2	563.1	629.1	661.1	689.3	713.1	734.1
인건비	154.5	161.7	186.4	193.8	200.6	206.6	211.8
보험료	25.7	27.4	29.6	33.0	36.4	39.9	43.3
지급수수료	167.8	204.5	234.4	247.8	259.6	269.5	278.4
마케팅비	8.2	16.2	12.8	13.6	14.3	14.9	15.4
기타	107.9	153.2	166.0	172.9	178.3	182.2	185.1
영업이익	19.5	38.7	59.6	86.5	116.9	144.7	169.1
마진율(%)	4.0%	6.4%	8.7%	11.6%	14.5%	16.9%	18.7%
당기순이익	-27.7	-124.2	-4.5	55.2	81.6	106.1	127.9
%YoY	적전	적확	적속	흑전	47.9%	30.0%	20.6%
CAGR(26E-28E)							32.4%
잠재 PER(배)							60.0
24E 적정가치							5,242.4

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: 카카오모빌리티, 키움증권 추정

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	22A	23A	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	1,040.4	1,065.4	1,068.0	1,181.4	1,295.6	1,404.0	1,509.8
카카오페이지	541.2	537.5	554.0	610.3	674.8	737.4	798.9
Kakao Piccoma	499.2	527.9	514.0	571.1	620.9	666.7	710.9
영업비용	937.7	963.8	1,000.3	1,091.6	1,177.9	1,256.2	1,328.8
카카오페이지	498.7	501.9	524.9	577.5	634.6	689.6	742.3
Kakao Piccoma	438.9	461.9	475.4	514.0	543.3	566.7	586.5
영업이익	102.7	101.6	67.7	89.8	117.8	147.8	181.0
마진율(%)	9.9%	9.5%	6.3%	7.6%	9.1%	10.5%	12.0%
카카오페이지	42.5	35.6	29.1	32.7	40.2	47.8	56.6
Kakao Piccoma	60.2	66.0	38.5	57.1	77.6	100.0	124.4
당기순이익	81.8	82.2	61.9	78.7	99.6	122.0	146.5
%YoY	52.3%	0.5%	-24.7%	27.1%	26.6%	22.5%	20.1%
CAGR(24E-28E)							12.3%
잠재 PER(배)							30.0
24E 적정가치							3,002.2
카카오페이지	42.6	39.3	36.8	41.5	49.2	57.0	65.7
%YoY	7.7%	-7.8%	-6.3%	12.7%	18.4%	15.9%	15.2%
CAGR(24E-28E)							10.8%
잠재 PER(배)							30.0
24E 적정가치							1,345.3
Kakao Piccoma	39.1	42.9	25.1	37.1	50.4	65.0	80.9
%YoY	177.8%	9.6%	-41.6%	48.2%	35.9%	28.9%	24.4%
CAGR(24E-28E)							13.5%
잠재 PER(배)							30.0
24E 적정가치							1,656.9

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	22A	23A	24E
매출액	1,623.8	1,923.3	2,011.5	1,998.5	1,988.4	2,004.9	2,053.2	2,136.7	6,799.0	7,557.0	8,183.2
플랫폼부문	848.1	869.5	880.0	956.8	954.8	955.3	979.0	1,069.8	3,462.6	3,554.4	3,958.8
특비즈	484.7	480.4	479.5	537.6	522.1	513.9	517.4	582.1	1,901.7	1,982.2	2,135.5
포털비즈	83.6	89.5	83.2	88.1	84.7	87.9	85.3	90.3	424.1	344.3	348.1
플랫폼 기타	279.8	299.6	317.3	331.2	348.0	353.5	376.3	397.4	1,136.8	1,227.9	1,475.2
콘텐츠부문	775.6	1,053.8	1,131.5	1,041.7	1,033.6	1,049.6	1,074.3	1,066.9	3,336.5	4,002.6	4,224.4
게임	247.3	268.6	262.0	231.6	243.1	233.5	226.0	185.7	1,109.5	1,009.5	888.4
뮤직	232.0	480.7	513.3	497.9	468.2	510.9	529.2	547.8	894.1	1,723.9	2,056.2
스토리	228.6	231.0	249.1	213.4	227.0	215.7	233.4	227.2	920.9	922.1	903.2
미디어	67.7	73.5	107.0	98.8	95.2	89.6	85.6	106.2	412.0	347.0	376.6
영업비용	1,561.2	1,810.2	1,887.2	1,837.6	1,868.1	1,870.9	1,915.9	1,958.8	6,229.7	7,096.1	7,613.7
영업이익	62.6	113.1	124.3	160.9	120.3	134.0	137.3	177.9	569.4	460.9	569.5
영업이익률(%)	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.0%	6.7%	6.7%	8.3%	8.4%	6.1%	7.0%
영업외손익	2.2	-1.4	-11.8	-2,098.1	20.3	30.9	27.1	4.7	699.5	-2,109.1	83.0
법인세차감전순이익	64.8	111.7	112.5	-1,937.3	140.6	164.9	164.4	182.6	1,268.9	-1,648.2	652.5
법인세차감전순이익률(%)	4.0%	5.8%	5.6%	-96.9%	7.1%	8.2%	8.0%	8.5%	18.7%	-21.8%	8.0%
법인세비용	56.5	56.9	75.7	-20.6	72.9	77.7	40.9	45.4	201.9	168.4	237.0
법인세율(%)	87.1%	51.0%	67.2%	1.1%	51.9%	47.1%	24.9%	24.9%	15.9%	-10.2%	36.3%
당기순이익	8.3	54.8	36.9	-1,916.6	67.7	87.1	123.5	137.2	1,067.0	-1,816.7	415.5
당기순이익률(%)	0.5%	2.8%	1.8%	-95.9%	3.4%	4.3%	6.0%	6.4%	15.7%	-24.0%	5.1%
지배주주지분	22.2	55.9	20.9	-1,111.5	73.7	101.3	121.8	156.3	1,358.0	-1,012.6	453.2
비배주주지분	-13.9	-1.2	16.0	-805.1	-6.1	-14.1	1.7	-19.1	-291.0	-804.1	-37.7

자료: 카카오, 키움증권

카카오 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	8,535.6	9,398.7	9,974.3	8,183.2	8,869.9	9,423.7	-4.1%	-5.6%	-5.5%
영업이익	656.7	860.2	1,048.6	569.5	809.6	926.8	-13.3%	-5.9%	-11.6%
영업이익률	7.7%	9.2%	10.5%	7.0%	9.1%	9.8%	-0.7%	0.0%	-0.7%
법인세차감전순이익	751.4	1,004.2	1,224.6	652.5	928.6	1,077.8	-13.2%	-7.5%	-12.0%
당기순이익	525.3	749.0	911.2	415.5	693.4	803.2	-20.9%	-7.4%	-11.9%
지배주주지분	541.9	686.0	799.7	453.2	566.1	654.1	-16.4%	-17.5%	-18.2%

자료: 키움증권

카카오 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	2,164.1	2,297.1	2,271.6	2,348.9	2,053.2	2,136.7	2,101.2	2,146.7	-5.1%	-7.0%	-7.5%	-8.6%
영업이익	161.4	209.6	195.7	244.0	137.3	177.9	164.6	206.7	-14.9%	-15.1%	-15.9%	-15.3%
영업이익률	7.5%	9.1%	8.6%	10.4%	6.7%	8.3%	7.8%	9.6%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
법인세차감전순이익	195.3	218.7	234.3	284.1	164.4	182.6	196.7	239.8	-15.8%	-16.5%	-16.1%	-15.6%
당기순이익	146.3	163.8	174.8	211.9	123.5	137.2	146.9	179.1	-15.6%	-16.3%	-16.0%	-15.5%
지배주주지분	140.5	181.0	161.2	185.3	121.8	156.3	126.2	148.3	-13.3%	-13.7%	-21.7%	-20.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	6,798.7	7,557.0	8,183.2	8,869.9	9,423.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,798.7	7,557.0	8,183.2	8,869.9	9,423.7
판매비	6,229.4	7,096.1	7,613.7	8,060.3	8,496.9
영업이익	569.4	460.9	569.5	809.6	926.8
EBITDA	1,150.8	1,221.5	1,428.4	1,664.7	1,790.5
영업외손익	699.5	-2,109.1	83.0	119.1	151.0
이자수익	122.7	190.2	199.4	214.0	230.8
이자비용	109.9	162.8	162.8	162.8	162.8
외환관련이익	66.4	18.1	12.8	13.5	14.1
외환관련손실	92.7	22.2	19.1	20.0	21.0
중속 및 관계기업손익	-57.6	4.0	86.1	114.1	141.0
기타	770.6	-2,136.4	-33.4	-39.7	-51.1
법인세차감전이익	1,268.9	-1,648.2	652.5	928.6	1,077.8
법인세비용	201.9	168.4	237.0	235.3	274.6
계속사업손익	1,067.0	-1,816.7	415.5	693.4	803.2
당기순이익	1,067.0	-1,816.7	415.5	693.4	803.2
지배주주순이익	1,358.0	-1,012.6	453.2	566.1	654.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	15.0	11.2	8.3	8.4	6.2
영업이익 증감율	-3.1	-19.1	23.6	42.2	14.5
EBITDA 증감율	19.7	6.1	16.9	16.5	7.6
지배주주순이익 증감율	-2.1	-174.6	-144.8	24.9	15.5
EPS 증감율	-2.3	적진	흑진	25.1	15.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.0	9.1	9.8
EBITDA Margin(%)	16.9	16.2	17.5	18.8	19.0
지배주주순이익률(%)	20.0	-13.4	5.5	6.4	6.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	678.4	1,341.1	1,444.7	1,687.6	1,813.8
당기순이익	0.0	0.0	415.5	693.4	803.2
비현금항목의 가감	126.5	3,000.8	2,706.8	2,658.7	2,663.0
유형자산감가상각비	377.7	489.2	574.9	585.8	606.5
무형자산감가상각비	203.8	271.4	284.0	269.3	257.2
지분법평가손익	-2,127.8	-404.9	-86.1	-114.1	-141.0
기타	1,672.8	2,645.1	1,934.0	1,917.7	1,940.3
영업활동자산부채증감	-460.2	248.0	126.2	123.0	157.7
매출채권및기타채권의감소	-69.0	-1,080.0	-94.0	-103.0	-83.1
채고자산의감소	-73.4	43.5	-11.5	-12.6	-10.2
매입채무및기타채무의증가	64.2	363.8	181.1	190.2	199.7
기타	-382.0	-51.3	50.6	48.4	51.3
기타현금흐름	1,012.1	-1,907.7	-1,803.8	-1,787.5	-1,810.1
투자활동 현금흐름	-1,574.1	-1,779.9	-1,490.4	-1,522.6	-1,555.1
유형자산의 취득	-452.9	-575.1	-600.0	-625.0	-650.0
유형자산의 처분	14.3	13.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-90.6	-135.2	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-16.9	-495.2	-143.3	-149.3	-155.6
단기금융자산의감소(증가)	126.4	-77.4	-47.1	-48.3	-49.5
기타	-1,154.4	-510.9	-500.0	-500.0	-500.0
재무활동 현금흐름	411.8	1,019.6	473.1	467.1	456.1
차입금의 증가(감소)	413.0	140.3	0.0	0.0	0.0
자본금 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-23.0	-54.6	-26.7	-32.9	-43.9
기타	21.8	933.9	499.9	500.0	500.0
기타현금흐름	-5.9	-27.5	-246.7	-130.5	-134.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-489.8	553.3	180.7	501.6	579.9
기초현금 및 현금성자산	5,325.7	4,835.9	5,389.2	5,569.9	6,071.5
기말현금 및 현금성자산	4,835.9	5,389.2	5,569.9	6,071.5	6,651.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,755.7	8,943.3	9,407.3	10,083.4	10,816.8
현금 및 현금성자산	4,780.2	5,268.8	5,569.9	6,071.5	6,651.4
단기금융자산	1,806.7	1,884.1	1,931.2	1,979.5	2,029.0
매출채권 및 기타채권	771.9	1,133.9	1,227.8	1,330.8	1,413.9
채고자산	160.3	138.6	150.1	162.7	172.9
기타유동자산	236.6	517.9	528.3	538.9	549.6
비유동자산	14,451.1	15,090.2	15,397.2	15,773.7	16,207.1
투자자산	4,850.7	5,349.8	5,579.2	5,842.6	6,139.2
유형자산	885.4	1,322.1	1,347.2	1,386.4	1,429.9
무형자산	6,022.4	5,688.5	5,604.5	5,535.2	5,478.0
기타비유동자산	2,692.6	2,729.8	2,866.3	3,009.5	3,160.0
자산총계	22,963.5	25,180.0	25,979.7	27,061.7	28,258.7
유동부채	4,767.9	6,245.1	6,461.5	6,688.7	6,927.3
매입채무 및 기타채무	1,641.9	3,622.9	3,804.0	3,994.2	4,193.9
단기금융부채	1,341.8	1,917.1	1,917.1	1,917.1	1,917.1
기타유동부채	1,784.2	705.1	740.4	777.4	816.3
비유동부채	3,797.9	3,737.2	3,768.9	3,801.8	3,836.0
장기금융부채	2,821.1	2,577.5	2,577.5	2,577.5	2,577.5
기타비유동부채	976.8	1,159.7	1,191.4	1,224.3	1,258.5
부채총계	9,447.8	11,321.4	11,636.5	11,966.9	12,313.4
자본지분	9,983.7	9,763.7	10,286.0	10,910.3	11,611.7
자본금	44.6	44.5	44.4	44.4	44.4
자본잉여금	8,116.4	8,839.9	8,839.9	8,839.9	8,839.9
기타자본	41.0	7.6	7.6	7.6	7.6
기타포괄손익누계액	-1,249.7	-1,050.4	-948.3	-846.2	-744.0
이익잉여금	3,031.4	1,922.1	2,342.4	2,864.6	3,463.8
비지배자본	3,532.0	4,094.9	4,057.2	4,184.5	4,333.6
자본총계	13,515.7	13,858.6	14,343.2	15,094.8	15,945.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,049	-2,276	1,021	1,276	1,475
BPS	22,414	21,948	23,191	24,599	26,180
CFPS	2,679	2,662	7,032	7,558	7,815
DPS	60	61	75	100	125
주가배수(배)					
PER	17.4	-23.9	36.0	28.8	24.9
PER(최고)	38.4	-31.3	60.7		
PER(최저)	15.3	-16.4	32.2		
PBR	2.37	2.47	1.58	1.49	1.40
PBR(최고)	5.22	3.25	2.67		
PBR(최저)	2.07	1.70	1.42		
PSR	3.48	3.20	1.99	1.84	1.73
PCFR	19.8	20.4	5.2	4.9	4.7
EV/EBITDA	21.5	20.9	12.1	10.2	9.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	2.5	-1.5	7.9	6.3	6.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
ROA	4.7	-7.5	1.6	2.6	2.9
ROE	13.6	-10.3	4.5	5.3	5.8
ROIC	-1.3	8.2	5.3	9.0	10.4
매출채권회전율	9.5	7.9	6.9	6.9	6.9
재고자산회전율	53.9	50.6	56.7	56.7	56.2
부채비율	69.9	81.7	81.1	79.3	77.2
순차입금비율	-17.9	-19.2	-21.0	-23.6	-26.3
이자보상배율, 현금	5.2	2.8	3.5	5.0	5.7
총차입금	4,162.9	4,494.6	4,494.6	4,494.6	4,494.6
순차입금	-2,424.1	-2,658.3	-3,006.5	-3,556.4	-4,185.8
EBITDA	1,150.8	1,221.5	1,428.4	1,664.7	1,790.5
FCF	-496.1	860.5	536.1	745.0	848.4



BUY(Maintain)

주가(10/7) 38,400원

목표주가 57,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

콘솔 기반의 높은 무게감 및 자체 엔진을 기반으로 한 게임의 독창성과 차별성을 긍정적으로 평가하며, 붉은사막의 경우 오픈월드 기반의 높은 자유도를 통해 대중적 유저 기반의 트리플 A급 게임으로 자리매김할 것으로 기대한다.

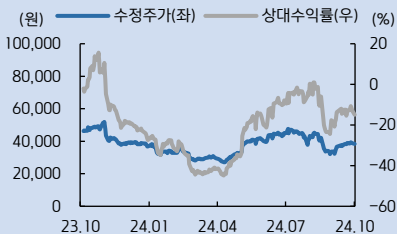
Stock Data

KOSDAQ (10/7)	781.01pt		
시가총액	24,671억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	51,900원	27,000원	
최고/최저가 대비 등락	-26.0%	42.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	13.9%	3.1%
	6M	30.4%	45.6%
	1Y	-17.1%	-13.2%

Company Data

발행주식수	64,248천주
일평균 거래량(3M)	319천주
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	11,638원
주주	김대일 외 11인
주주	44.1%

Price Trend



붉은사막 잠재력 주목

>>> 목표주가 5.7만원 유지

동사의 목표주가를 5.7만원으로 유지한다. 목표주가는 25E 지배주주지분 1,608억원에 타겟 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 게임스컴 및 IGN 제휴에 따른 장시간 인게임 영상 공개를 통한 붉은사막 게임성 검증은 일단락되었으며 이에 당사는 3Q25E 초기 분기 패키지 판매고 375만장과 이후 4년간 누적 판매고 750만장에 대한 추정치를 유지한다. 다만 지스타 또는 TGA 등 특정 이벤트를 통한 추가 게임성 및 이에 연동한 대중적 유저 피드백 확산시 판매 추정치에 대한 업사이드 포텐셜을 추가로 열어두고 있음을 강조하며, 베이직 프라이스는 기존 75달러에서 80달러로 상향 적용하였음도 밝힌다. 또한 연내 붉은사막에 대한 출시 관련 개략적인 타임라인이 공개될 가능성을 유력히 관측하며, 해당 일정 공개시 출시 불확실성 해소에 따른 기업가치 레벨업이 나타날 것으로 조망한다.

>>> 3분기 실적 및 포인트

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 754억원과 128억원 적자를 예상한다. 검은사막 장기간 서비스에 따른 자연감소가 부각되면서 영업적자가 전기대비 확대되며, 동 환경에서 사측이 지속 성장하기 위해서는 붉은사막에 대한 차질없는 출시와 함께 도깨비의 추가 준비를 통해 멀티 IP를 확보하여 연간 지속 성장성에 대한 잠재력을 높일 필요성이 커졌다는 점이며, 이에 대한 모니터링을 할 필요가 존재한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	330.3	621.0	583.7
영업이익	16.4	-16.4	-29.5	158.1	95.8
EBITDA	42.1	9.7	-5.2	183.0	121.1
세전이익	-55.8	22.1	25.0	209.1	153.8
순이익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
지배주주지분순이익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
EPS(원)	-662	237	314	2,503	1,840
증감률(%, YoY)	적전	흑전	32.6	697.5	-26.5
PER(배)	-63.4	163.7	122.4	15.3	20.9
PBR(배)	3.85	3.43	3.30	2.71	2.39
EV/EBITDA(배)	60.2	229.1	-415.6	11.2	15.8
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-8.9	25.5	16.4
ROE(%)	-6.1	2.1	2.7	19.4	12.2
순차입금비율(%)	-23.1	-37.0	-39.8	-46.3	-53.7

자료 : 키움증권 리서치센터

필어비스 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	75.4	87.7	333.5	330.3	621.0
게임부문	84.4	76.7	84.4	80.0	84.8	81.6	74.8	83.1	325.5	324.3	614.7
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	61.2	54.5	63.3	257.8	237.5	376.4
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.3	3.3	2.6	18.0	13.4	206.1
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	17.1	17.0	17.2	49.7	73.4	32.2
기타부문	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.2	0.6	4.7	8.0	6.0	6.3
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.6	88.1	99.3	349.8	359.9	462.9
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-5.8	-12.8	-11.5	-16.4	-29.5	158.1
영업이익률(%)	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-7.1%	-16.9%	-13.2%	-4.9%	-8.9%	25.5%
영업외손익	12.5	9.0	20.6	-3.6	16.6	15.9	11.0	11.0	38.5	54.5	51.0
법인세차감전순이익	13.6	-5.1	22.8	-9.1	17.2	10.1	-1.8	-0.5	22.1	25.0	209.1
법인세차감전순이익률(%)	15.8%	-6.6%	26.8%	-10.7%	20.1%	12.3%	-2.3%	-0.6%	6.6%	7.6%	33.7%
법인세비용	4.2	-0.7	7.9	-4.5	4.4	0.9	-0.4	-0.1	6.9	4.8	48.3
법인세율(%)	30.8%	13.9%	34.8%	49.3%	25.6%	9.4%	23.1%	23.1%	31.3%	19.3%	23.1%
당기순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-1.4	-0.4	15.2	20.2	160.8
당기순이익률(%)	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.4%	15.0%	11.2%	-1.8%	-0.5%	4.6%	6.1%	25.9%
지배주주지분	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-1.4	-0.4	15.2	20.2	160.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 필어비스, 키움증권

필어비스 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	345.7	614.9	592.9	330.3	621.0	583.7	-4.4%	1.0%	-1.6%
영업이익	-15.6	152.5	103.7	-29.5	158.1	95.8	적합	3.6%	-7.6%
영업이익률	-4.5%	24.8%	17.5%	-8.9%	25.5%	16.4%	-4.4%	0.7%	-1.1%
법인세차감전순이익	44.4	209.5	162.7	25.0	209.1	153.8	-43.7%	-0.2%	-5.5%
당기순이익	35.1	161.1	125.1	20.2	160.8	118.2	-42.5%	-0.2%	-5.5%
지배주주지분	35.1	161.1	125.1	20.2	160.8	118.2	-42.5%	-0.2%	-5.5%

자료: 키움증권

필어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	82.8	95.7	73.3	73.8	75.4	87.7	73.3	73.8	-9.0%	-8.3%	0.0%	0.0%
영업이익	-6.0	-4.4	-22.8	-31.5	-12.8	-11.5	-22.4	-31.1	적합	적합	적속	적속
영업이익률	-7.3%	-4.6%	-31.1%	-42.7%	-16.9%	-13.2%	-30.6%	-42.2%	-9.7%	-8.6%	0.5%	0.5%
법인세차감전순이익	7.7	9.4	-8.5	-17.3	-1.8	-0.5	-9.7	-18.4	적전	적전	적합	적합
당기순이익	5.9	7.2	-6.5	-13.3	-1.4	-0.4	-7.4	-14.1	적전	적전	적합	적합
지배주주지분	5.9	7.2	-6.5	-13.3	-1.4	-0.4	-7.4	-14.1	적전	적전	적합	적합

자료: 키움증권

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	330.3	621.0	583.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	330.3	621.0	583.7
판매비	369.3	349.8	359.9	462.9	487.9
영업이익	16.4	-16.4	-29.5	158.1	95.8
EBITDA	42.1	9.7	-5.2	183.0	121.1
영업외손익	-72.2	38.5	54.5	51.0	58.0
이자수익	6.2	15.0	15.9	19.5	23.4
이자비용	9.3	12.7	12.7	12.7	12.7
외환관련이익	38.1	22.0	17.5	18.3	19.2
외환관련손실	26.2	19.1	10.7	11.2	11.7
중속 및 관계기업손익	-8.0	-6.4	-4.7	-4.0	-3.0
기타	-73.0	39.7	49.2	41.1	42.8
법인세차감전이익	-55.8	22.1	25.0	209.1	153.8
법인세비용	-12.8	6.9	4.8	48.3	35.5
계속사업손익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
당기순이익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
지배주주순이익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.5	-13.5	-1.0	88.0	-6.0
영업이익 증감율	-61.8	-200.0	79.9	-635.9	-39.4
EBITDA 증감율	-37.5	-77.0	-153.6	-3,619.2	-33.8
지배주주순이익 증감율	-172.4	-135.3	32.9	696.0	-26.5
EPS 증감율	적전	흑전	32.6	697.5	-26.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-8.9	25.5	16.4
EBITDA Margin(%)	10.9	2.9	-1.6	29.5	20.7
지배주주순이익률(%)	-11.1	4.6	6.1	25.9	20.3

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.6	32.4	20.3	115.5	123.1
당기순이익	-43.0	15.2	20.2	160.8	118.2
비현금항목의 가감	118.4	18.1	-4.3	35.4	18.2
유형자산감가상각비	16.1	16.9	16.1	16.5	16.8
무형자산감가상각비	9.5	9.1	8.2	8.4	8.5
지분법평가손익	-22.7	-6.5	4.7	4.0	3.0
기타	115.5	-1.4	-33.3	6.5	-10.1
영업활동자산부채증감	-15.1	8.3	5.7	-39.5	11.3
매출채권및기타채권의감소	4.6	1.5	0.5	-44.8	5.8
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	1.1	1.2	1.2
기타	-19.7	6.8	4.1	4.1	4.3
기타현금흐름	-12.7	-9.2	-1.3	-41.2	-24.6
투자활동 현금흐름	-108.0	134.3	17.2	17.1	16.9
유형자산의 취득	-93.9	-9.1	-20.0	-20.0	-20.0
유형자산의 처분	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	11.8	35.8	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-19.0	4.9	2.8	2.8	2.7
단기금융자산의감소(증가)	71.7	51.3	-5.6	-5.7	-5.8
기타	-79.2	51.3	50.0	50.0	50.0
재무활동 현금흐름	-22.6	-89.6	-5.0	-5.0	-5.0
차입금의 증가(감소)	-17.4	-85.3	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-5.2	-4.3	-5.0	-5.0	-5.0
기타현금흐름	-1.3	-1.0	-8.6	-8.6	-8.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-84.3	76.1	24.0	119.0	126.4
기초현금 및 현금성자산	243.9	159.6	235.7	259.6	378.6
기말현금 및 현금성자산	159.6	235.7	259.6	378.6	505.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	556.5	582.8	612.1	782.0	908.8
현금 및 현금성자산	159.6	235.7	259.6	378.6	505.1
단기금융자산	331.3	280.0	285.6	291.3	297.1
매출채권 및 기타채권	51.6	51.4	50.9	95.8	90.0
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.0	15.7	16.0	16.3	16.6
비유동자산	666.1	630.1	629.0	628.2	628.0
투자자산	179.1	167.8	160.2	153.5	147.7
유형자산	209.8	194.4	198.4	201.9	205.0
무형자산	231.3	227.0	228.8	230.4	231.9
기타비유동자산	45.9	40.9	41.6	42.4	43.4
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,241.2	1,410.2	1,536.8
유동부채	236.2	315.9	319.7	323.6	327.6
매입채무 및 기타채무	46.9	45.4	46.6	47.7	48.9
단기금융부채	93.7	162.9	162.9	162.9	162.9
기타유동부채	95.6	107.6	110.2	113.0	115.8
비유동부채	287.0	172.0	173.8	175.5	177.4
장기금융부채	235.3	84.8	84.8	84.8	84.8
기타비유동부채	51.7	87.2	89.0	90.7	92.6
부채총계	523.3	487.9	493.5	499.2	505.0
자본지분	699.3	725.0	747.7	911.1	1,031.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타자본	-35.2	-31.7	-31.7	-31.7	-31.7
기타포괄손익누계액	29.6	32.1	34.7	37.2	39.8
이익잉여금	482.5	498.2	518.4	679.2	797.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	747.7	911.1	1,031.9

투자지표 (단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-662	237	314	2,503	1,840
BPS	10,887	11,284	11,638	14,180	16,061
CFPS	1,160	519	247	3,053	2,124
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-63.4	163.7	122.4	15.3	20.9
PER(최고)	-214.2	252.6	151.8		
PER(최저)	-56.4	159.5	84.8		
PBR	3.85	3.43	3.30	2.71	2.39
PBR(최고)	13.03	5.30	4.09		
PBR(최저)	3.43	3.35	2.29		
PSR	7.06	7.47	7.47	3.97	4.23
PCFR	36.1	74.7	155.2	12.6	18.1
EV/EBITDA	60.2	229.1	-415.6	11.2	15.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-3.3	1.2	1.6	12.1	8.0
ROE	-6.1	2.1	2.7	19.4	12.2
ROIC	1.5	-4.3	-7.0	33.3	19.1
매출채권회전율	7.0	6.5	6.5	8.5	6.3
채고자산회전율					
부채비율	74.8	67.3	66.0	54.8	48.9
순차입금비율	-23.1	-37.0	-39.8	-46.3	-53.7
이자보상배율, 현금	1.8	-1.3	-2.3	12.4	7.5
총차입금	329.0	247.7	247.7	247.7	247.7
순차입금	-161.8	-267.9	-297.5	-422.2	-554.5
EBITDA	42.1	9.7	-5.2	183.0	121.1
FCF	-65.5	45.8	-23.9	76.8	80.1

크래프톤 (259960)



Outperform(Maintain)

주가(10/7) 319,000원

목표주가 370,000원(상향)

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

현재 국내 게임사 기준 최고 수준의 기업 가치를 형성하고 있는 상황에서 추가적인 레벨업을 견인하기 위해서는 대중적 유저 기반의 트리플 A급 콘솔 게임 제작 능력 강화가 필수적이며 무게감 있는 스튜디오 및 게임사에 대한 연결 통제 범위 흡수를 통해 해당 과정을 실현할 필요가 있을 것으로 판단한다.

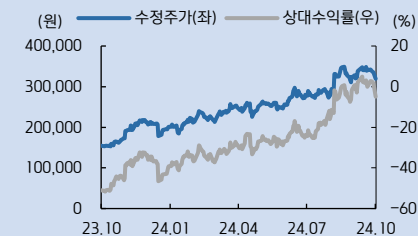
Stock Data

KOSPI (10/7)	2,610.38pt	
시가총액	152,791억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	349,000원	149,400원
최고/최저가 대비 등락	-8.6%	
	113.5%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-1.2%
	6M	27.9%
	1Y	108.2%
	-3.7%	95.4%

Company Data

발행주식수	47,897천주
일평균 거래량(3M)	138천주
외국인 지분율	41.2%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	136,112원
주요 주주	장병규 외 31인
	21.3%

Price Trend



콘솔 경쟁력 강화 필요

>>> 목표주가 37만원으로 상향

동사의 목표주가를 33만원에서 37만원으로 상향한다. 신규 목표주가는 25E 지배주주지분 8,651억원에 타겟 PER 22.5배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 펍지 IP 기반의 유저 리텐션 및 사업적 BM 강화에 따른 매출의 레벨업을 긍정적으로 평가하나, 단일 IP 기반의 높은 실적 의존도는 내년 실적의 성장성 둔화로 이어질 수 있는 개연성이 상존한다. 인조이는 베이스 프라이스 50달러 기준으로 1Q25E 기준 초기 분기 패키지 판매고 100만장과 이후 4개년 누적 판매고 200만장 추정치를 신규로 산입했으며, 다크앤다커 모바일은 25E 일평균 매출 추정치로 4.4억원을 추정 반영하고 있는 상황이다. 다만 인조이는 최적화와 인게임 콘텐츠의 다양성 강화가 필요하기에 해당 변수에 대한 검증이 필요하다고 총평할 수 있다.

>>> 3분기 견조한 실적 예상

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 6,175억원과 2,229억원을 예상한다. 펍지 PC 기반의 머니타이제이션 지속으로 전분기대비 관련 매출 증가를 예상하며, 영업이익은 전년동기대비 증가하면서 전분기 인식된 모바일 인센티브를 감안할 때 견조한 실적으로 평가할 수 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854.0	1,910.6	2,602.0	2,719.2	2,659.2
영업이익	751.6	768.0	1,041.8	969.0	844.2
EBITDA	859.0	876.1	1,155.8	1,091.5	972.8
세전이익	683.9	828.6	1,305.1	1,162.0	1,097.7
순이익	500.2	594.1	973.8	865.1	817.8
지배주주지분순이익	500.2	595.4	975.7	865.1	817.8
EPS(원)	10,194	12,221	20,292	18,062	17,074
증감률(% YoY)	-10.9	19.9	66.0	-11.0	-5.5
PER(배)	16.5	15.8	15.7	17.7	18.7
PBR(배)	1.61	1.69	2.34	2.07	1.87
EV/EBITDA(배)	6.3	7.4	10.3	10.4	11.0
영업이익률(%)	40.5	40.2	40.0	35.6	31.7
ROE(%)	10.3	11.2	16.2	12.5	10.5
순차입금비율(%)	-55.5	-52.2	-51.6	-53.4	-55.5

자료 : 키움증권 리서치센터

크래프톤 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	707.0	617.5	611.6	1,910.6	2,602.0	2,719.2
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	191.3	221.7	237.9	583.9	894.6	1,014.4
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	499.9	376.9	354.4	1,244.8	1,633.6	1,613.3
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	8.8	10.2	11.2	55.7	41.6	56.8
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	7.0	8.7	8.1	26.2	32.3	34.7
영업비용	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	374.9	394.6	435.3	1,142.5	1,560.2	1,750.2
영업이익	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	332.1	222.9	176.3	768.0	1,041.8	969.0
영업이익률(%)	52.5%	34.0%	42.0%	30.7%	46.6%	47.0%	36.1%	28.8%	40.2%	40.0%	35.6%
영업외손익	79.4	28.0	91.2	-138.0	154.8	126.0	75.0	-92.5	60.6	263.3	193.0
법인세차감전순이익	362.4	159.5	280.4	26.3	465.3	458.1	297.9	83.8	828.6	1,305.1	1,162.0
법인세차감전순이익률(%)	67.3%	41.2%	62.3%	4.9%	69.9%	64.8%	48.2%	13.7%	43.4%	50.2%	42.7%
법인세비용	95.2	31.0	68.9	39.5	116.7	116.7	76.4	21.5	234.6	331.2	296.9
법인세율(%)	26.3%	19.4%	24.6%	150.3%	25.1%	25.5%	25.6%	25.6%	28.3%	25.4%	25.5%
중단영업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	267.2	128.5	211.6	-13.2	348.6	341.4	221.5	62.3	594.1	973.8	865.1
당기순이익률(%)	49.6%	33.2%	47.0%	-2.5%	52.4%	48.3%	35.9%	10.2%	31.1%	37.4%	31.8%
지배주주지분	267.5	128.8	211.9	-12.8	350.0	341.9	221.5	62.3	595.4	975.7	865.1
비지배주주지분	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-1.4	-0.5	0.0	0.0	-1.3	-1.9	0.0

자료: 크래프톤, 키움증권

크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	2,542.3	2,551.4	2,538.6	2,602.0	2,719.2	2,659.2	2.3%	6.6%	4.7%
영업이익	987.9	865.5	779.0	1,041.8	969.0	844.2	5.5%	12.0%	8.4%
영업이익률	38.9%	33.9%	30.7%	40.0%	35.6%	31.7%	1.2%	1.7%	1.1%
법인세차감전순이익	1,251.2	1,083.5	1,032.5	1,305.1	1,162.0	1,097.7	4.3%	7.2%	6.3%
당기순이익	933.9	807.4	769.8	973.8	865.1	817.8	4.3%	7.2%	6.2%
지배주주지분	935.8	807.4	769.8	975.7	865.1	817.8	4.3%	7.2%	6.2%

자료: 키움증권

크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	579.9	589.5	687.7	585.5	617.5	611.6	761.6	596.1	6.5%	3.7%	10.7%	1.8%
영업이익	190.2	155.2	291.1	172.5	222.9	176.3	338.1	174.2	17.2%	13.6%	16.2%	1.0%
영업이익률	32.8%	26.3%	42.3%	29.5%	36.1%	28.8%	44.4%	29.2%	3.3%	2.5%	2.1%	-0.2%
법인세차감전순이익	265.2	62.7	368.1	249.5	297.9	83.8	415.1	251.2	12.3%	33.8%	12.8%	0.7%
당기순이익	197.3	46.6	274.3	185.9	221.5	62.3	309.1	187.0	12.3%	33.7%	12.7%	0.6%
지배주주지분	197.3	46.6	274.3	185.9	221.5	62.3	309.1	187.0	12.3%	33.7%	12.7%	0.6%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854.0	1,910.6	2,602.0	2,719.2	2,659.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,602.0	2,719.2	2,659.2
판매비	1,102.4	1,142.5	1,560.2	1,750.2	1,815.0
영업이익	751.6	768.0	1,041.8	969.0	844.2
EBITDA	859.0	876.1	1,155.8	1,091.5	972.8
영업외손익	-67.7	60.6	263.3	193.0	253.5
이자수익	33.7	37.5	43.0	49.7	56.8
이자비용	7.6	8.9	8.9	8.9	8.9
외환관련이익	196.6	70.7	70.7	70.7	70.7
외환관련손실	56.8	52.9	52.9	52.9	52.9
중속 및 관계기업손익	-35.3	-44.2	0.0	0.0	0.0
기타	-198.3	58.4	211.4	134.4	187.8
법인세차감전이익	683.9	828.6	1,305.1	1,162.0	1,097.7
법인세비용	168.7	234.6	331.2	296.9	279.9
계속사업손익	515.2	594.1	973.8	865.1	817.8
당기순이익	500.2	594.1	973.8	865.1	817.8
지배주주순이익	500.2	595.4	975.7	865.1	817.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-1.7	3.1	36.2	4.5	-2.2
영업이익 증감율	15.5	2.2	35.7	-7.0	-12.9
EBITDA 증감율	19.6	2.0	31.9	-5.6	-10.9
지배주주순이익 증감율	-3.8	19.0	63.9	-11.3	-5.5
EPS 증감율	-10.9	19.9	66.0	-11.0	-5.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	40.5	40.2	40.0	35.6	31.7
EBITDA Margin(%)	46.3	45.9	44.4	40.1	36.6
지배주주순이익률(%)	27.0	31.2	37.5	31.8	30.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	512.7	662.3	841.8	957.5	983.1
당기순이익	500.2	594.1	973.8	865.1	817.8
비현금항목의 가감	360.5	324.5	411.2	378.6	360.6
유형자산감가상각비	75.6	77.2	82.1	88.3	92.4
무형자산감가상각비	31.8	30.8	31.9	34.2	36.2
지분법평가손익	-39.0	-49.6	0.0	0.0	0.0
기타	292.1	266.1	297.2	256.1	232.0
영업활동자산부채증감	-134.4	-139.5	-247.1	-31.1	35.8
매출채권및기타채권의감소	-42.3	-147.6	-259.7	-44.0	22.5
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	8.2	-61.8	4.5	4.6	4.6
기타	-100.3	69.9	8.1	8.3	8.7
기타현금흐름	-213.6	-116.8	-296.1	-255.1	-231.1
투자활동 현금흐름	-2,863.0	-394.2	-616.8	-619.3	-621.7
유형자산의 취득	-26.6	-34.4	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	4.8	24.7	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-106.7	-268.7	-205.1	-205.9	-206.9
단기금융자산의감소(증가)	-2,564.2	134.9	-61.8	-63.3	-64.9
기타	-170.5	-251.5	-199.9	-200.1	-199.9
재무활동 현금흐름	-56.1	-225.3	-60.0	-60.0	-60.0
차입금의 증가(감소)	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-168.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-62.0	-57.3	-60.0	-60.0	-60.0
기타현금흐름	61.7	3.5	234.3	234.1	233.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-2,344.6	46.4	399.2	512.4	535.2
기초현금 및 현금성자산	3,019.3	674.7	721.0	1,120.3	1,632.6
기말현금 및 현금성자산	674.7	721.0	1,120.3	1,632.6	2,167.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,892.6	3,964.4	4,686.4	5,307.5	5,886.5
현금 및 현금성자산	674.7	721.0	1,120.3	1,632.6	2,167.8
단기금융자산	2,605.2	2,470.3	2,532.1	2,595.4	2,660.2
매출채권 및 기타채권	558.1	717.5	977.1	1,021.1	998.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	54.6	55.6	56.9	58.4	59.9
비유동자산	2,145.2	2,476.0	2,731.0	2,978.6	3,221.3
투자자산	691.5	916.0	1,121.1	1,327.1	1,533.9
유형자산	223.4	257.0	275.0	286.6	294.2
무형자산	867.7	607.8	625.8	641.6	655.5
기타비유동자산	362.6	695.2	709.1	723.3	737.7
자산총계	6,037.8	6,440.5	7,417.5	8,286.1	9,107.9
유동부채	411.5	520.7	529.7	538.9	548.2
매입채무 및 기타채무	223.1	223.6	228.2	232.7	237.4
단기금융부채	64.2	72.7	72.7	72.7	72.7
기타유동부채	124.2	224.4	228.8	233.5	238.1
비유동부채	509.9	360.9	365.9	371.1	376.4
장기금융부채	374.6	214.9	214.9	214.9	214.9
기타비유동부채	135.3	146.0	151.0	156.2	161.5
부채총계	921.4	881.6	895.6	909.9	924.6
자본지분	5,116.2	5,558.9	6,519.3	7,376.2	8,183.3
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타자본	103.6	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄손익누계액	86.5	85.2	74.4	63.6	52.9
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,870.7	5,735.8	6,553.6
비지배자본	5.2	4.4	2.5	2.5	2.5
자본총계	5,116.4	5,558.8	6,521.9	7,376.2	8,183.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,194	12,221	20,292	18,062	17,074
BPS	104,137	114,849	136,112	153,949	170,798
CFPS	17,541	18,854	28,804	25,967	24,602
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	16.5	15.8	15.7	17.7	18.7
PER(최고)	46.0	18.1	17.5		
PER(최저)	16.1	11.9	9.1		
PBR	1.61	1.69	2.34	2.07	1.87
PBR(최고)	4.50	1.93	2.61		
PBR(최저)	1.58	1.27	1.35		
PSR	4.45	4.94	5.89	5.62	5.75
PCFR	9.6	10.3	11.1	12.3	13.0
EV/EBITDA	6.3	7.4	10.3	10.4	11.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	8.5	9.5	14.1	11.0	9.4
ROE	10.3	11.2	16.2	12.5	10.5
ROIC	42.9	40.3	55.8	45.9	39.3
매출채권회전율	3.4	3.0	3.1	2.7	2.6
재고자산회전율					
부채비율	18.0	15.9	13.7	12.3	11.3
순차입금비율	-55.5	-52.2	-51.6	-53.4	-55.5
이자보상배율, 현금	99.2	86.2	116.9	108.8	94.7
총차입금	438.9	287.7	287.7	287.7	287.7
순차입금	-2,841.0	-2,903.7	-3,364.7	-3,940.3	-4,540.4
EBITDA	859.0	876.1	1,155.8	1,091.5	972.8
FCF	508.7	496.8	493.5	662.0	642.4



체질 개선이 필요

Outperform(Maintain)

주가(10/7) 224,500원

목표주가 260,000원(상향)

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

TL의 경우 주요 업데이트를 기점으로 트래픽 우상향이 지속된다면 당사 추정치에 대한 업사이드를 고려할 수 있다. 다만 인게임 BM에 대한 노이즈를 감안할 필요가 있으며 동사가 콘솔에서 역량 강화 등을 더욱 신속히 진행할 필요가 있다는 기존 뷰는 여전히 유지한다.

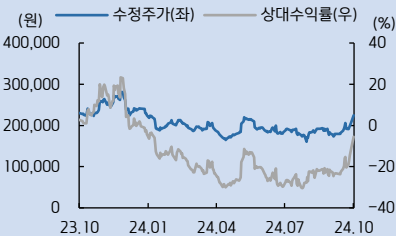
Stock Data

KOSPI (10/7)	2,610.38pt		
시가총액	49,287억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	281,000원	160,400원	
최고/최저가 대비 등락	-20.1%	40.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	24.7%	21.5%
	6M	18.8%	23.5%
	1Y	-1.3%	-7.4%

Company Data

발행주식수	21,954천주	
일평균 거래량(3M)	94천주	
외국인 지분율	36.0%	
배당수익률(24E)	1.1%	
BPS(24E)	153,249원	
주요 주주	김택진 외 12인	12.0%

Price Trend



>>> 목표주가 26만원으로 상향

동사의 목표주가를 23만원에서 26만원으로 상향한다. 신규 목표주가는 25E 지배주주지분 2,782억원에 타겟 PER 22.5배와 연간 할인율 10%를 적용한 결과이다. 올해 구조조정이 일단락되는 상황에서 포커스는 신작을 중심으로 한 내년으로 이전됨을 고려할 때 구조조정의 강도를 감안한 우호적 밸류에이션을 동일하게 적용하기엔 동사가 여전히 인게임 BM 중심의 노이즈가 존재하며 특히 콘솔 플랫폼에서 입지가 제한적인 상황 등을 종합적으로 고려해 타겟 멀티플을 기존 25배에서 하향 적용하였다. TL은 초기 유저 트래픽이 시장 기대 대비 우호적인 상황이며, 관건은 유저 트래픽 지속 및 해당 BM에 대한 유저 수용도에 달려있을 것으로 판단하며, 당사는 25E 국내를 포함한 글로벌 총매출 기준으로 1,279억원을 추정에 반영했으며, 아마존 게임즈가 서비스하는 지역에 대한 RS 30%를 가정해 동사가 손익으로 인식하는 순매출 기준으로 25E 675억원을 추정치에 반영했다.

>>> 3분기 영업이익 제한적

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 3,897억원과 52억원으로 예상된다. 리니지M 호조가 모바일 매출의 전분기대비 증가를 동인할 것으로 예상되지만 호연 등 최근 출시 신작의 마케팅비 집행 영향 등으로 영업이익은 전분기와 유사한 제한적 흐름을 보일 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,555.7	1,887.4	1,838.4
영업이익	559.0	137.3	51.3	242.9	162.3
EBITDA	664.9	249.2	176.6	375.8	301.0
세전이익	609.1	206.2	240.1	364.9	286.3
순이익	436.0	213.9	187.3	278.5	220.2
지배주주지분순이익	435.7	212.1	187.1	278.2	219.9
EPS(원)	19,847	9,663	8,521	12,672	10,018
증감률(% YoY)	9.8	-51.3	-11.8	48.7	-20.9
PER(배)	22.6	24.9	26.3	17.7	22.4
PBR(배)	3.08	1.62	1.46	1.38	1.33
EV/EBITDA(배)	12.1	15.3	19.1	8.6	10.3
영업이익률(%)	21.7	7.7	3.3	12.9	8.8
ROE(%)	13.7	6.6	5.7	8.0	6.0
순차입금비용(%)	-56.6	-45.4	-46.5	-47.6	-48.9

자료 : 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	389.7	399.3	1,779.8	1,555.7	1,887.4
PC 게임	91.4	88.2	93.2	92.3	101.7	95.2	104.9	113.6	365.1	415.4	432.5
모바일 게임	335.6	303.5	279.8	303.0	254.1	225.6	233.7	231.9	1,221.9	945.2	1,216.5
콘솔 게임							0.5	2.6		3.2	23.7
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	37.9	41.1	144.5	149.4	171.4
기타	9.5	12.3	14.8	11.8	9.5	10.4	12.6	10.1	48.4	42.5	43.3
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	384.4	387.8	1,642.5	1,504.4	1,644.4
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	5.2	11.5	137.3	51.3	242.9
영업이익률(%)	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	6.5%	2.4%	1.3%	2.9%	7.7%	3.3%	12.9%
영업외손익	59.7	3.8	29.7	-24.2	52.6	76.1	30.0	30.0	68.9	188.7	122.0
법인세차감전순이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	78.4	84.9	35.2	41.5	206.2	240.1	364.9
법인세차감전순이익률(%)	29.5%	8.9%	10.9%	-4.7%	19.7%	23.0%	9.0%	10.4%	11.6%	15.4%	19.3%
법인세비용	27.1	8.6	2.2	-45.6	21.2	13.8	8.1	9.6	-7.7	52.8	86.4
법인세율(%)	19.2%	21.9%	4.7%	223.7%	27.1%	16.3%	23.1%	23.1%	-3.7%	22.0%	23.7%
당기순이익	114.2	30.5	44.0	25.2	57.1	71.1	27.1	31.9	213.9	187.3	278.5
당기순이익률(%)	23.8%	6.9%	10.4%	5.8%	14.4%	19.3%	7.0%	8.0%	12.0%	12.0%	14.8%
지배주주지분	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	27.0	31.9	212.1	187.1	278.2
비지배주주지분	0.5	0.7	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	1.8	0.2	0.3

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	1,769.7	2,091.6	2,047.9	1,555.7	1,887.4	1,838.4	-12.1%	-9.8%	-10.2%
영업이익	142.5	329.9	256.5	51.3	242.9	162.3	-64.0%	-26.4%	-36.7%
영업이익률	8.1%	15.8%	12.5%	3.3%	12.9%	8.8%	-4.8%	-2.9%	-3.7%
법인세차감전순이익	270.1	431.9	360.5	240.1	364.9	286.3	-11.1%	-15.5%	-20.6%
당기순이익	202.5	323.0	271.3	187.3	278.5	220.2	-7.5%	-13.8%	-18.8%
지배주주지분	202.2	322.5	270.8	187.1	278.2	219.9	-7.5%	-13.7%	-18.8%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	492.5	480.0	432.7	480.7	389.7	399.3	419.2	408.4	-20.9%	-16.8%	-3.1%	-15.0%
영업이익	69.4	46.0	32.9	56.0	5.2	11.5	26.9	26.0	-92.4%	-74.9%	-18.3%	-53.6%
영업이익률	14.1%	9.6%	7.6%	11.7%	1.3%	2.9%	6.4%	6.4%	-12.7%	-6.7%	-1.2%	-5.3%
법인세차감전순이익	94.4	71.0	58.4	81.5	35.2	41.5	57.4	56.5	-62.7%	-41.5%	-1.7%	-30.7%
당기순이익	71.6	53.8	43.7	61.0	27.1	31.9	43.8	43.1	-62.1%	-40.6%	0.3%	-29.3%
지배주주지분	71.4	53.6	43.6	60.9	27.0	31.9	43.7	43.1	-62.1%	-40.6%	0.3%	-29.3%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,571.8	1,779.8	1,555.7	1,887.4	1,838.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,555.7	1,887.4	1,838.4
판매비	2,012.8	1,642.5	1,504.4	1,644.4	1,676.1
영업이익	559.0	137.3	51.3	242.9	162.3
EBITDA	664.9	249.2	176.6	375.8	301.0
영업외손익	50.0	68.9	188.7	122.0	124.0
이자수익	47.0	83.8	87.3	92.7	97.3
이자비용	9.5	14.6	14.6	14.6	14.6
외환관련이익	124.0	29.6	29.6	29.6	29.6
외환관련손실	31.8	38.8	38.8	38.8	38.8
중속 및 관계기업손익	-8.1	4.1	11.7	12.0	14.0
기타	-71.6	4.8	113.5	41.1	36.5
법인세차감전이익	609.1	206.2	240.1	364.9	286.3
법인세비용	173.1	-7.7	52.8	86.4	66.1
계속사업손익	436.0	213.9	187.3	278.5	220.2
당기순이익	436.0	213.9	187.3	278.5	220.2
지배주주순이익	435.7	212.1	187.1	278.2	219.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.4	-30.8	-12.6	21.3	-2.6
영업이익 증감율	49.0	-75.4	-62.6	373.5	-33.2
EBITDA 증감율	41.8	-62.5	-29.1	112.8	-19.9
지배주주순이익 증감율	9.8	-51.3	-11.8	48.7	-21.0
EPS 증감율	9.8	-51.3	-11.8	48.7	-20.9
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	21.7	7.7	3.3	12.9	8.8
EBITDA Margin(%)	25.9	14.0	11.4	19.9	16.4
지배주주순이익률(%)	16.9	11.9	12.0	14.7	12.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736.0	139.9	281.2	312.2	295.4
당기순이익	436.0	213.9	187.3	278.5	220.2
비현금항목의 가감	359.3	71.9	18.7	54.3	33.2
유형자산감가상각비	104.0	110.1	120.4	127.8	133.4
무형자산감가상각비	1.9	1.8	4.8	5.1	5.3
지분법평가손익	-34.2	-11.4	-11.7	-12.0	-14.0
기타	287.6	-28.6	-94.8	-66.6	-91.5
영업활동자산부채증감	49.5	-95.6	51.7	-15.8	21.9
매출채권및기타채권의감소	101.5	42.5	21.7	-32.1	4.7
채고자산의감소	4.9	0.7	0.1	-0.1	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	5.4	5.5	5.7
기타	-56.9	-138.8	24.5	10.9	11.5
기타현금흐름	-108.8	-50.3	23.5	-4.8	20.1
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	-189.2	-190.7	-192.3
유형자산의 취득	-249.7	-117.4	-150.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.2	-41.4	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	663.5	-134.7	-10.4	-10.8	-11.2
단기금융자산의감소(증가)	-338.9	390.9	-43.9	-45.0	-46.1
기타	-464.2	15.0	25.1	25.1	25.0
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-105.3	-91.1	-91.1
차입금의 증가(감소)	-144.9	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-119.0	-135.7	-63.6	-49.4	-49.4
기타	-39.8	-41.6	-41.7	-41.7	-41.7
기타현금흐름	-105.5	4.1	59.5	59.4	59.2
현금 및 현금성자산의 순증가	29.6	79.6	46.2	89.7	71.2
기초현금 및 현금성자산	255.9	285.6	365.2	411.4	501.0
기말현금 및 현금성자산	285.6	365.2	411.4	501.0	572.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,407.3	2,576.5	2,691.5
현금 및 현금성자산	285.6	365.2	411.4	501.0	572.2
단기금융자산	2,145.1	1,754.2	1,798.0	1,843.0	1,889.1
매출채권 및 기타채권	219.4	172.3	150.6	182.8	178.0
채고자산	1.5	0.7	0.6	0.8	0.8
기타유동자산	39.5	44.4	46.7	48.9	51.4
비유동자산	1,746.6	2,057.0	2,119.5	2,175.3	2,227.7
투자자산	537.9	672.6	694.6	717.4	742.6
유형자산	930.2	1,000.5	1,030.1	1,052.3	1,068.9
무형자산	43.4	96.1	101.3	106.2	110.9
기타비유동자산	235.1	287.8	293.5	299.4	305.3
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,526.8	4,751.7	4,919.2
유동부채	515.3	614.3	625.6	637.4	649.6
매입채무 및 기타채무	291.7	215.3	220.7	226.2	231.8
단기금융부채	35.3	279.9	279.9	279.9	279.9
기타유동부채	188.3	119.1	125.0	131.3	137.9
비유동부채	723.7	526.5	533.2	540.2	547.6
장기금융부채	585.9	363.1	363.1	363.1	363.1
기타비유동부채	137.8	163.4	170.1	177.1	184.5
부채총계	1,239.1	1,140.8	1,158.8	1,177.6	1,197.2
자본지분	3,196.2	3,249.7	3,364.4	3,570.3	3,717.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8	-622.8
기타포괄손익누계액	-34.8	-44.5	-67.4	-90.3	-113.2
이익잉여금	3,409.4	3,472.6	3,610.3	3,839.0	4,009.5
비지배자본	2.3	3.3	3.5	3.8	4.1
자본총계	3,198.5	3,253.0	3,368.0	3,574.1	3,722.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	19,847	9,663	8,521	12,672	10,018
BPS	145,587	148,023	153,249	162,626	169,349
CFPS	36,227	13,017	9,381	15,160	11,540
DPS	6,680	3,130	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	22.6	24.9	26.3	17.7	22.4
PER(최고)	34.7	49.7	28.3		
PER(최저)	16.0	22.0	18.4		
PBR	3.08	1.62	1.46	1.38	1.33
PBR(최고)	4.73	3.24	1.57		
PBR(최저)	2.19	1.44	1.02		
PSR	3.82	2.97	3.17	2.61	2.68
PCFR	12.4	18.5	23.9	14.8	19.5
EV/EBITDA	12.1	15.3	19.1	8.6	10.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	31.1	29.7	26.4	17.8	22.5
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.5	1.3	1.1	1.1	1.1
ROA	9.7	4.8	4.2	6.0	4.6
ROE	13.7	6.6	5.7	8.0	6.0
ROIC	40.4	10.1	3.5	16.3	10.6
매출채권회전율	9.4	9.1	9.6	11.3	10.2
재고자산회전율	653.2	1,590.1	2,239.0	2,631.5	2,368.7
부채비율	38.7	35.1	34.4	32.9	32.2
순차입금비율	-56.6	-45.4	-46.5	-47.6	-48.9
이자보상배율, 현금	59.0	9.4	3.5	16.6	11.1
총차입금	621.2	643.0	643.0	643.0	643.0
순차입금	-	-	-	-	-
총차입금	1,809.5	1,476.4	1,566.4	1,701.0	1,818.3
EBITDA	664.9	249.2	176.6	375.8	301.0
FCF	224.9	-43.8	55.4	140.8	123.7

카카오게임즈 (293490)



Outperform(Maintain)

주가(10/7) 17,990원

목표주가 21,000원(하향)

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

최근 세나테크놀로지 매각 등으로 게임 중심으로 사업을 재편하고자 하는 사측의 의지를 긍정적으로 평가하며, 올해 지스타를 통해 대중에게 공개될 라이온하트스튜디오 라인업에 대한 긍정적인 유저 피드백 형성 시 기업가치에 대한 업사이드 포텐셜이 열려 있을 수 있음을 부연 제시한다.

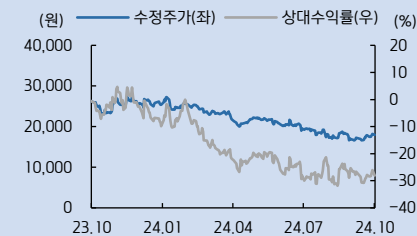
Stock Data

KOSDAQ (10/7)	781.01pt		
시가총액	14,872억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	27,300원	16,620원	
최고/최저가 대비 등락	-34.1%	8.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.4%	-3.7%
	6M	-17.7%	-8.0%
	1Y	-30.4%	-27.2%

Company Data

발행주식수	82,667천주
일평균 거래량(3M)	223천주
외국인 지분율	11.8%
배당수익률(24E)	0.0%
BPS(24E)	16,490원
주요 주주	카카오 외 16인 49.4%

Price Trend



PLC 관리 필요

>>> 목표주가 2.1만원으로 하향

동사의 목표주가를 2.4만원에서 2.1만원으로 하향한다. 신규 목표주가는 25E 지배주주지분 899억원을 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산 305억원과 이를 제외한 594억원으로 구분하였다. 각각의 이익 기준 타겟 PER은 22.5배를 동일하게 적용하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 이중 상장에 따른 할인율 20%를 추가 적용했다. 라이온하트스튜디오를 포함한 동사 신작 라인업에 대한 추정치 미반영분에 대한 반대급부로 멀티플을 기존 20배에서 22.5배로 상향 조정하였다. 다만 동사 아키에이지 워, 아레스 및 롬 등 주요 게임별 매출 하향세를 감안시 출시 신작에 대한 PLC 관리 필요성이 증가한다 할 수 있으며 과금 수준이 높은 인게임 BM에 대한 의존보다는 콘솔 중심의 경쟁력 강화가 필요하다고 판단한다. 아키에이지 크로니클은 베이직 프라이스 60달러를 기준으로 출시 초기 분기 기준 4Q25E 패키지 판매고 100만장과 이후 4년간 누적 판매고 200만장을 추정치에 산입했으며, 향후 연속적인 인게임 영상 중심의 다양한 게임성을 체크한 이후 추정치에 대한 보정 작업을 진행할 예정이다.

>>> 3분기 제한적 영업이익 예상

동사 3분기 매출액과 영업이익은 각각 2,260억원과 42억원을 예상한다. 오딘을 제외한 주요 모바일게임별 매출 하향세가 3분기도 지속되는 것으로 관측되는 가운데 아키에이지 워 대만 출시 등에 따른 마케팅 비용 증가가 영업이익 증가를 제한할 것으로 예상된다.

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,147.7	1,025.1	893.7	997.9	1,001.0
영업이익	175.8	74.5	24.9	144.4	101.8
EBITDA	269.1	170.5	128.7	251.4	216.8
세전이익	-194.7	-365.1	-11.4	121.4	83.8
순이익	-196.1	-322.4	-19.2	93.4	64.4
지배주주지분순이익	-233.6	-228.7	-13.8	89.9	67.0
EPS(원)	-2,929	-2,774	-167	1,087	811
증감률(% YoY)	적전	적지	적지	흑전	-25.4
PER(배)	-15.2	-9.3	-107.8	16.5	22.2
PBR(배)	2.18	1.53	1.09	1.04	1.01
EV/EBITDA(배)	16.6	16.8	17.3	8.7	10.0
영업이익률(%)	15.3	7.3	2.8	14.5	10.2
ROE(%)	-12.4	-14.9	-1.0	6.4	4.6
순차입금비율(%)	22.7	30.6	32.7	29.0	27.1

자료 : 키움증권 리서치센터

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	249.2	271.1	264.7	240.1	246.3	235.6	226.0	185.7	1,025.1	893.7	997.9
PC게임	14.1	11.9	11.5	13.1	15.6	16.3	17.1	23.6	50.7	72.5	148.6
모바일게임	153.9	171.9	183.8	156.8	161.3	134.5	140.9	132.3	666.4	569.1	699.7
콘솔											27.3
기타	81.2	87.3	69.4	70.2	69.4	84.8	68.1	29.8	308.0	252.1	122.4
영업비용	237.8	244.6	242.1	226.0	234.0	232.8	221.8	180.1	950.6	868.8	853.5
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	12.3	2.8	4.2	5.6	74.5	24.9	144.4
영업이익률(%)	4.6%	9.8%	8.5%	5.9%	5.0%	1.2%	1.9%	3.0%	7.3%	2.8%	14.5%
영업외손익	-8.6	-8.4	-8.8	-413.7	-4.2	-11.9	-10.7	-9.4	-439.6	-36.2	-23.0
법인세차감전순이익	2.7	18.0	13.7	-399.6	8.1	-9.1	-6.5	-3.8	-365.1	-11.4	121.4
법인세차감전순이익률(%)	1.1%	6.7%	5.2%	-166.4%	3.3%	-3.9%	-2.9%	-2.1%	-35.6%	-1.3%	12.2%
법인세비용	-1.5	9.4	10.0	-60.6	7.7	2.5	-1.5	-0.9	-42.7	7.8	28.0
법인세율(%)	-56.7%	51.9%	73.1%	15.2%	95.3%	-27.9%	23.1%	23.1%	11.7%	-69.0%	23.1%
당기순이익	4.2	8.7	3.7	-339.0	0.4	-11.7	-5.0	-2.9	-322.4	-19.2	93.4
당기순이익률(%)	1.7%	3.2%	1.4%	-141.2%	0.2%	-5.0%	-2.2%	-1.6%	-31.5%	-2.2%	9.4%
지배주주지분	2.2	3.4	3.0	-237.4	1.0	-9.5	-3.8	-1.5	-228.7	-13.8	89.9
비지배지분	2.0	5.3	0.7	-101.7	-0.6	-2.2	-1.2	-1.4	-93.7	-5.4	3.5

자료: 카카오게임즈, 키움증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
매출액	1,047.3	1,273.5	1,276.8	893.7	997.9	1,001.0	-14.7%	-21.6%	-21.6%
영업이익	74.1	144.1	167.5	24.9	144.4	101.8	-66.4%	0.2%	-39.2%
영업이익률	7.1%	11.3%	13.1%	2.8%	14.5%	10.2%	-4.3%	3.2%	-2.9%
법인세차감전순이익	72.1	149.1	177.5	-11.4	121.4	83.8	-115.8%	-18.6%	-52.8%
당기순이익	49.6	114.7	136.5	-19.2	93.4	64.4	-138.7%	-18.6%	-52.8%
지배주주지분	50.9	113.7	126.2	-13.8	89.9	67.0	-127.1%	-21.0%	-46.9%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E
매출액	284.7	277.6	323.3	332.5	226.0	185.7	188.7	210.7	-20.6%	-33.1%	-41.6%	-36.6%
영업이익	28.0	25.8	28.4	42.2	4.2	5.6	5.6	19.1	-85.1%	-78.2%	-80.2%	-54.8%
영업이익률	9.9%	9.3%	8.8%	12.7%	1.9%	3.0%	3.0%	9.1%	-8.0%	-6.3%	-5.8%	-3.6%
법인세차감전순이익	28.8	26.5	29.7	43.5	-6.5	-3.8	-0.1	13.3	적전	적전	적전	-69.3%
당기순이익	22.1	20.4	22.8	33.4	-5.0	-2.9	-0.1	10.3	적전	적전	적전	-69.3%
지배주주지분	22.4	20.2	22.3	33.5	-3.8	-1.5	0.2	11.7	적전	적전	-99.2%	-65.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,147.7	1,025.1	893.7	997.9	1,001.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,147.7	1,025.1	893.7	997.9	1,001.0
판매비	971.9	950.6	868.8	853.5	899.2
영업이익	175.8	74.5	24.9	144.4	101.8
EBITDA	269.1	170.5	128.7	251.4	216.8
영업외손익	-370.5	-439.6	-36.2	-23.0	-18.0
이자수익	16.6	25.8	25.2	26.4	27.0
이자비용	15.1	39.7	39.7	39.7	39.7
외환관련이익	9.5	4.2	4.3	4.4	4.5
외환관련손실	5.8	3.1	3.2	3.2	3.3
중속 및 관계기업손익	-30.9	-21.0	0.0	0.0	0.0
기타	-344.8	-405.8	-22.8	-10.9	-6.5
법인세차감전이익	-194.7	-365.1	-11.4	121.4	83.8
법인세비용	1.4	-42.7	7.8	28.0	19.4
계속사업손익	-196.1	-322.4	-19.2	93.4	64.4
당기순이익	-196.1	-322.4	-19.2	93.4	64.4
지배주주순이익	-233.6	-228.7	-13.8	89.9	67.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	13.4	-10.7	-12.8	11.7	0.3
영업이익 증감율	57.1	-57.6	-66.6	479.9	-29.5
EBITDA 증감율	73.4	-36.6	-24.5	95.3	-13.8
지배주주순이익의 증감율	-144.2	-2.1	-94.0	-751.4	-25.5
EPS 증감율	적진	적지	적지	혹진	-25.4
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	15.3	7.3	2.8	14.5	10.2
EBITDA Margin(%)	23.4	16.6	14.4	25.2	21.7
지배주주순이익율(%)	-20.4	-22.3	-1.5	9.0	6.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	133.8	124.6	237.1	310.8	308.4
당기순이익	0.0	0.0	-19.2	93.4	64.4
비현금항목의 가감	490.4	550.5	517.3	539.4	538.1
유형자산감가상각비	29.7	34.6	37.9	40.3	45.6
무형자산감가상각비	63.6	61.4	65.9	66.7	69.4
지분법평가손익	-246.2	-56.3	0.0	0.0	0.0
기타	643.3	510.8	413.5	432.4	423.1
영업활동자산부채증감	-82.3	5.1	36.0	-6.0	12.5
매출채권및기타채권의감소	7.1	-41.9	13.3	-10.6	-0.3
재고자산의감소	-65.2	41.1	10.3	-8.2	-0.2
매입채무및기타채무의증가	14.8	28.4	4.3	4.6	4.8
기타	-39.0	-22.5	8.1	8.2	8.2
기타현금흐름	-274.3	-431.0	-297.0	-316.0	-306.6
투자활동 현금흐름	-963.6	-54.0	-169.5	-184.7	-200.0
유형자산의 취득	-23.6	-27.6	-40.0	-45.0	-50.0
유형자산의 처분	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	7.4	-7.9	-70.0	-80.0	-90.0
투자자산의감소(증가)	274.2	-14.7	-5.6	-5.7	-5.8
단기금융자산의감소(증가)	-49.5	40.4	-4.0	-4.1	-4.2
기타	-1,172.7	-44.7	-49.9	-49.9	-50.0
재무활동 현금흐름	644.1	-43.9	-25.0	-25.0	-25.0
차입금의 증가(감소)	627.9	-16.5	0.0	0.0	0.0
자본금 자본잉여금의 증가(감소)	196.6	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-49.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-131.4	-27.4	-25.0	-25.0	-25.0
기타현금흐름	3.8	0.2	-67.2	-67.3	-67.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-181.9	26.9	-24.7	33.7	16.1
기초현금 및 현금성자산	808.7	626.8	653.7	629.0	662.8
기말현금 및 현금성자산	626.8	653.7	629.0	662.8	678.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,057.4	1,020.8	976.9	1,033.9	1,055.2
현금 및 현금성자산	626.8	653.7	629.0	662.8	678.8
단기금융자산	198.9	158.6	162.5	166.6	170.8
매출채권 및 기타채권	84.6	104.0	90.7	101.3	101.6
재고자산	123.3	80.4	70.1	78.3	78.5
기타유동자산	23.8	24.1	24.6	24.9	25.5
비유동자산	2,816.6	2,450.3	2,466.3	2,494.3	2,529.6
투자자산	487.8	481.5	487.1	492.8	498.6
유형자산	93.0	115.6	117.6	122.4	126.8
무형자산	2,033.3	1,639.2	1,643.3	1,656.6	1,677.2
기타비유동자산	202.5	214.0	218.3	222.5	227.0
자산총계	3,873.9	3,471.0	3,443.1	3,528.2	3,584.8
유동부채	267.0	710.1	716.7	723.5	730.6
매입채무 및 기타채무	86.4	96.8	101.1	105.7	110.4
단기금융부채	59.7	502.7	502.7	502.7	502.7
기타유동부채	120.9	110.6	112.9	115.1	117.5
비유동부채	1,592.0	1,135.4	1,141.6	1,148.0	1,154.5
장기금융부채	1,222.6	807.0	807.0	807.0	807.0
기타비유동부채	369.4	328.4	334.6	341.0	347.5
부채총계	1,859.0	1,845.5	1,858.3	1,871.5	1,885.1
자본지분	1,681.6	1,398.4	1,363.2	1,431.6	1,477.1
자본금	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,133.0	1,099.4	1,099.4	1,099.4	1,099.4
기타자본	-29.3	-29.1	-29.1	-29.1	-29.1
기타포괄손익누계액	62.7	42.5	21.1	-0.4	-21.9
이익잉여금	507.1	277.4	263.6	353.5	420.5
비지배자본	333.3	227.1	221.7	225.1	222.6
자본총계	2,014.9	1,625.5	1,584.8	1,656.7	1,699.7

투자지표 (단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-2,929	-2,774	-167	1,087	811
BPS	20,435	16,947	16,490	17,317	17,868
CFPS	3,689	2,767	6,028	7,655	7,289
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-15.2	-9.3	-107.8	16.5	22.2
PER(최고)	-32.8	-18.0	-166.0		
PER(최저)	-11.7	-8.1	-98.4		
PBR	2.18	1.53	1.09	1.04	1.01
PBR(최고)	4.71	2.95	1.68		
PBR(최저)	1.68	1.33	1.00		
PSR	3.10	2.08	1.66	1.49	1.49
PCFR	12.1	9.3	3.0	2.4	2.5
EV/EBITDA	16.6	16.8	17.3	8.7	10.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-4.8	-8.8	-0.6	2.7	1.8
ROE	-12.4	-14.9	-1.0	6.4	4.6
ROIC	3.2	-0.5	1.5	5.9	4.2
매출채권회전율	12.3	10.9	9.2	10.4	9.9
재고자산회전율	12.5	10.1	11.9	13.5	12.8
부채비율	92.3	113.5	117.3	113.0	110.9
순차입금비율	22.7	30.6	32.7	29.0	27.1
이자보상배율, 현금	11.6	1.9	0.6	3.6	2.6
총차입금	1,282.3	1,309.6	1,309.6	1,309.6	1,309.6
순차입금	456.6	497.4	518.1	480.3	460.1
EBITDA	269.1	170.5	128.7	251.4	216.8
FCF	60.8	55.8	58.7	91.0	69.9

고지사항

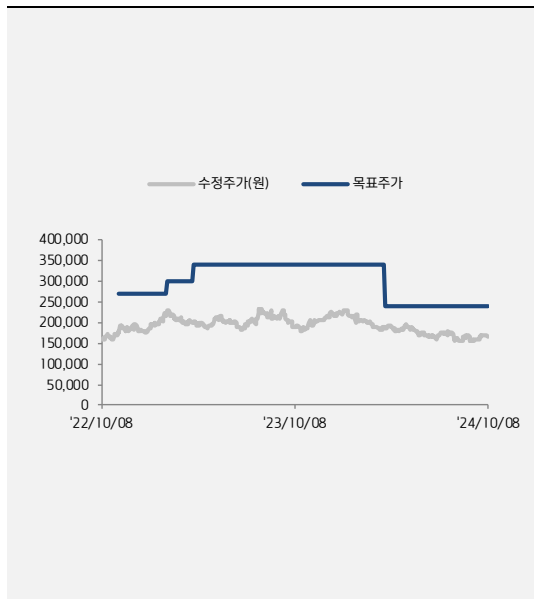
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	과리율(%)	
				가격	평균	최고
				대상	주가	주가
				시점	대비	대비
NAVER (035420)	2022-11-08	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.30	-28.33
	2022-12-01	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.21	-25.74
	2023-01-17	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-29.39	-17.22
	2023-02-08	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-30.37	-23.17
	2023-03-30	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-42.05	-40.59
	2023-04-21	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.97	-36.32
	2023-06-08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-41.64	-36.32
	2023-07-13	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.91	-31.47
	2023-08-07	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.20	-31.03
	2023-08-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.55	-31.03
	2023-09-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.57	-31.03
	2023-10-16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-42.69	-38.97
	2023-11-29	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.46	-33.09
	2024-01-08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.43	-31.91
	2024-02-05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.68	-31.91
	2024-03-27	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-22.12	-18.92
2024-05-07	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-27.72	-18.83	
2024-10-08	BUY(Maintain)	240,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

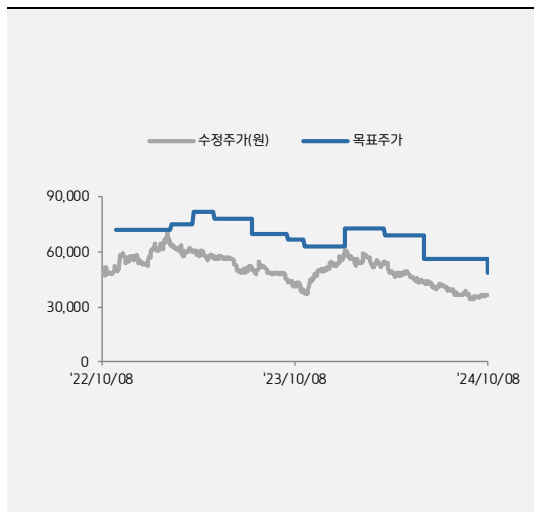


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표	과리율(%)	
				가격	평균	최고
				대상	주가	주가
				시점	대비	대비
카카오 (035720)	2022-11-04	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-22.93	-17.92
	2022-12-01	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-21.92	-10.42
	2023-01-17	Outperform(Downgrade)	72,000원	6개월	-18.64	-1.53
	2023-02-16	Outperform(Maintain)	75,000원	6개월	-18.35	-14.40
	2023-03-30	BUY(Upgrade)	82,000원	6개월	-28.42	-25.49
	2023-05-08	BUY(Maintain)	78,000원	6개월	-30.70	-25.64
	2023-07-19	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-27.29	-21.57
	2023-08-04	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-29.31	-21.57
	2023-09-25	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-37.12	-33.13
	2023-10-26	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-3.49
	2024-01-12	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-23.92	-16.30
	2024-03-27	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-30.91	-20.58
	2024-06-10	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-30.95	-21.61
	2024-10-08	BUY(Maintain)	49,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

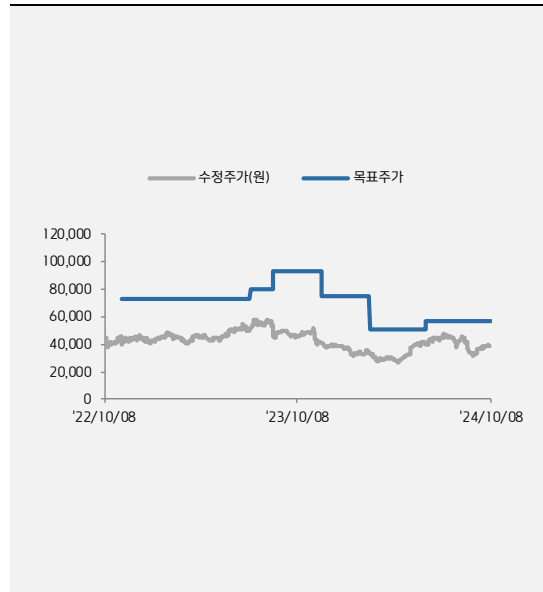


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
필어비스 (263750)	2022-11-10	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-40.96	-38.63
	2022-12-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-39.37	-33.56
	2023-06-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-30.11	-24.66
	2023-07-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.96	-27.25
	2023-08-11	Buy(Maintain)	80,000원	6개월	-30.57	-27.25
	2023-08-23	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-51.23	-50.22
	2023-08-28	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-48.94	-46.02
	2023-10-18	Buy(Maintain)	93,000원	6개월	-49.55	-44.19
	2023-11-24	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-46.87	-45.87
	2023-11-29	Buy(Maintain)	75,000원	6개월	-51.42	-45.87
	2024-02-22	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-40.54	-26.86
	2024-05-13	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-37.74	-19.61
	2024-05-27	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-35.87	-17.84
	2024-06-07	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.22	-16.49
	2024-08-26	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-26.38	-16.49
	2024-09-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-27.81	-16.49
2024-10-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

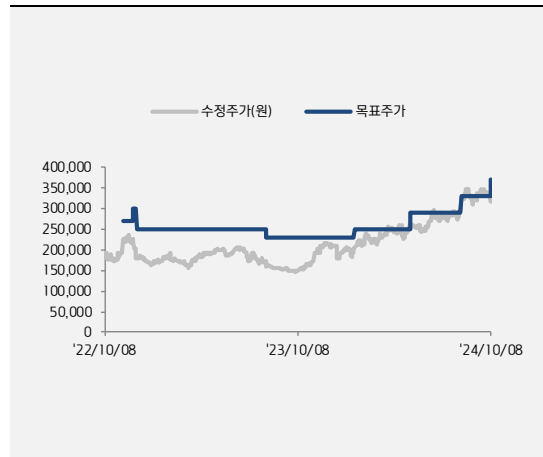


투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
크래프톤 (259960)	2022-11-11	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-16.69	-12.41
	2022-12-01	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-33.94	-26.67
	2022-12-07	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.17	-25.80
	2023-01-31	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-29.65	-23.20
	2023-02-09	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-28.12	-18.80
	2023-05-22	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.78	-18.80
	2023-08-10	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-23.01	-5.22
	2024-01-24	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-14.24	-10.80
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	250,000원	6개월	-6.45	4.00
	2024-05-09	Outperform(Maintain)	290,000원	6개월	-5.98	2.41
	2024-08-13	Outperform(Maintain)	330,000원	6개월	1.24	5.76
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

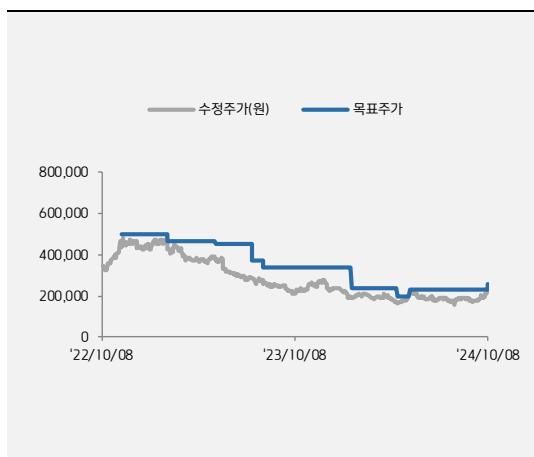


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	2022-11-15	Outperform(Maintain)	500,000원	6개월	-8.61	-4.10
	2022-12-01	Marketperform(Downgrade)	500,000원	6개월	-9.39	-4.10
	2023-01-31	Marketperform(Maintain)	500,000원	6개월	-9.13	-4.10
	2023-02-10	Marketperform(Maintain)	470,000원	6개월	-16.30	-3.72
	2023-05-11	Outperform(Upgrade)	450,000원	6개월	-29.10	-13.67
	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)

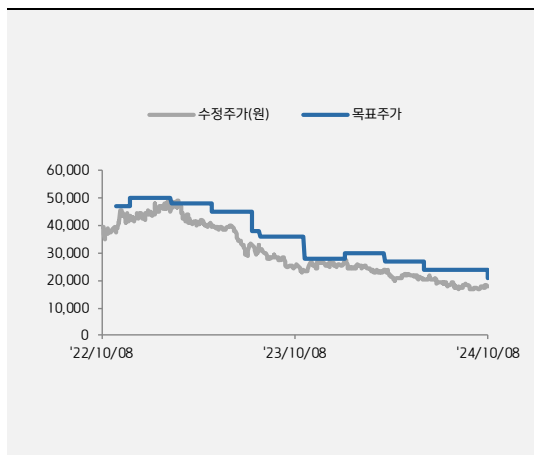


투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오게임즈 (293490)	2022-11-04	Buy(Maintain)	47,000원	6개월	-9.26	-2.98
	2022-12-01	Outperform(Downgrade)	50,000원	6개월	-12.61	-3.50
	2023-01-17	Marketperform(Downgrade)	50,000원	6개월	-10.35	-2.80
	2023-02-16	Marketperform(Maintain)	48,000원	6개월	-10.29	2.40
	2023-05-04	Outperform(Upgrade)	45,000원	6개월	-18.43	-11.33
	2023-07-19	Outperform(Maintain)	38,000원	6개월	-17.30	-13.42
	2023-08-03	Outperform(Maintain)	36,000원	6개월	-24.64	-12.22
	2023-10-26	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-8.23	-2.50
	2024-01-12	Outperform(Maintain)	30,000원	6개월	-18.50	-9.00
	2024-03-27	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-20.11	-12.04
	2024-06-10	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월	-22.82	-9.58
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	21,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음

목표주가 추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%