

2024년 11월 28일 | 키움증권 리서치센터 | 산업분석
인터넷/게임 2025년 전망

미래지향적 시각

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



AI

Contents

I. Summary	p.03
II. AI 종합 분석	p.05
III. NAVER AI 분석	p.10
IV. 인터넷 광고시장 분석	p.28
V. 붉은사막 잠재력 분석	p.35
VI. 기업분석	p.40

- NAVER(035420)

- 펠어비스(263750)



Part I Summary



Summary

>>> 인터넷: 시간의 가치, AI 밸류 및 데이터 기반 구독경제

- 글로벌 빅테크가 AI 기반 예측과 추천 서비스를 공개하기 전까지 로컬 플랫폼에 기회 존재
- 해당 타임라인까지 로컬 플랫폼은 자사 데이터를 무기로 글로벌 빅테크와 전략적 제휴 맺을 필요
- 단기적으로 AI는 광고에서 실시간 자동화 솔루션 추가로 효율성을 개선하면서 점유율 증가 촉매로 작용
- 해당 과정에서 광고 대행사 기능 내재화로 관련 비용 절감이 이루어지면서 영업이익의 레버리지 달성 가능
- 다만 중기 이상으로 예측과 추천 기반의 구독경제 활성화를 조망하기에 관련 비즈니스 경쟁력 확보가 요구됨

게임: 콘솔 기반 트리플 A급 신작 경쟁력 확보가 포인트

- 이번 지스타에서 게임성과 완결성 기준으로 돋보인 게임은 붉은사막 정도로 판단
- >>> • 대형사를 포함한 국내 업체들은 아직 콘솔 기반 트리플 A급 경쟁력 확보에 소극적 내지 약점 내재
- 신작 출시 이후 초기 분기 판매고 집중 변수를 고려한다면 멀티 IP 신작에 대한 확보 필요성은 명확
- 다만 초동 IP 경우 게임성 기준 유저 어필을 통해 분기별 매출 지속성을 확보할 가능성을 고려할 필요
- 또한 콘솔 기반 마케팅은 모바일 매스 마케팅과 결을 달리함, 이는 영상, 시연 및 빌드 중심 효율적 진행

Top-pick: NAVER/펼어비스

- >>> • NAVER: 인터넷 업종 Top pick으로 지속 제시, 홈페이지, 클립 등 신규 서비스 기반의 인게이지먼트 강화 및 AI 광고 솔루션 탑재로 광고 매출 성장성 부각될 것으로 전망, 예측과 추천 기반 구독경제 강화는 보완할 사안으로 제시
- 펼쳐비스: 게임 업종 Top pick으로 지속 제시, 내년 붉은사막 재무적 기여도 반영되면서 가시적 영업이익의 개선이 가능할 것으로 전망, 올해 12월 TGA에서 출시 타임라인이 오픈되면서 출시 불확실성 해소에 따른 기업가치 안정성 확보 기대

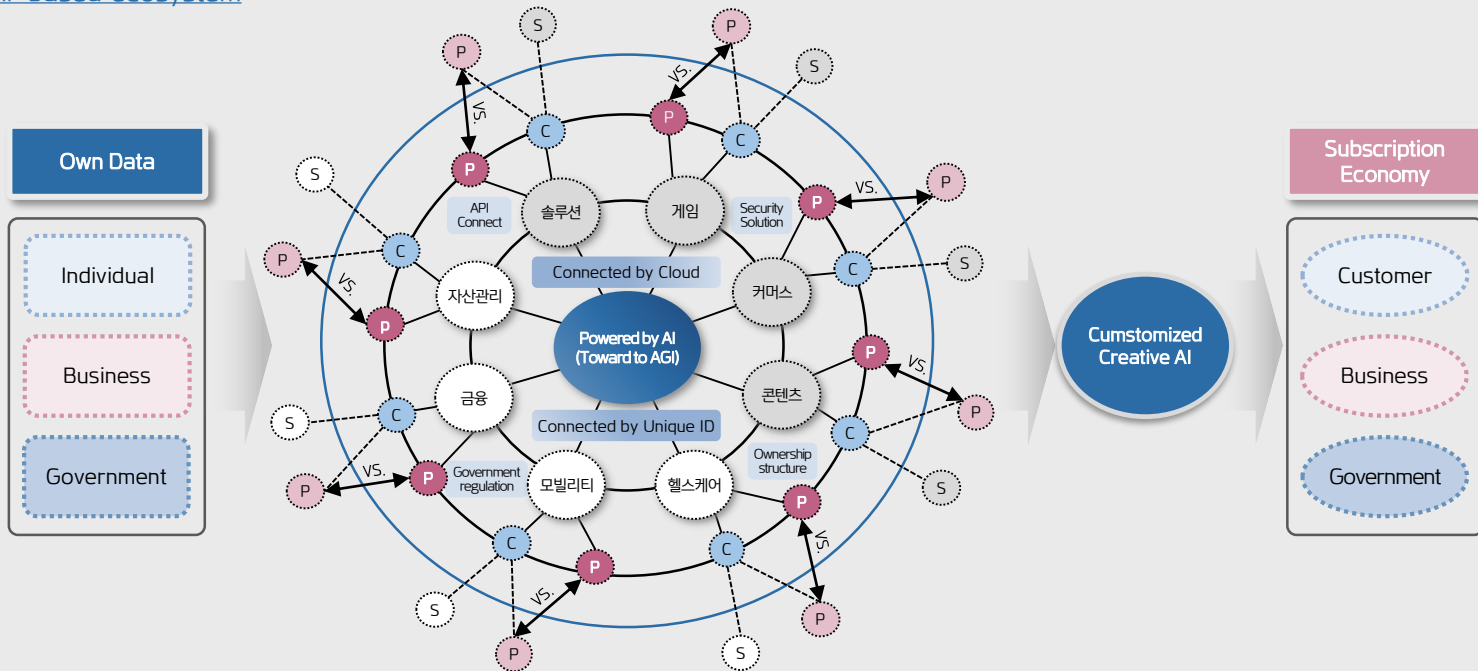
Part II AI 종합 분석



1-1. AI 에코시스템 진화 조감

- ◎ 중장기적으로 예측과 추론 기반 구독경제 가치 부각될 것
 - 글로벌 빅테크의 경쟁우위 지속 전망, 로컬 플랫폼의 선택 기회 존재
 - 로컬 플랫폼은 유저 데이터 기반 글로벌 빅테크와 사업적 제휴가 요구

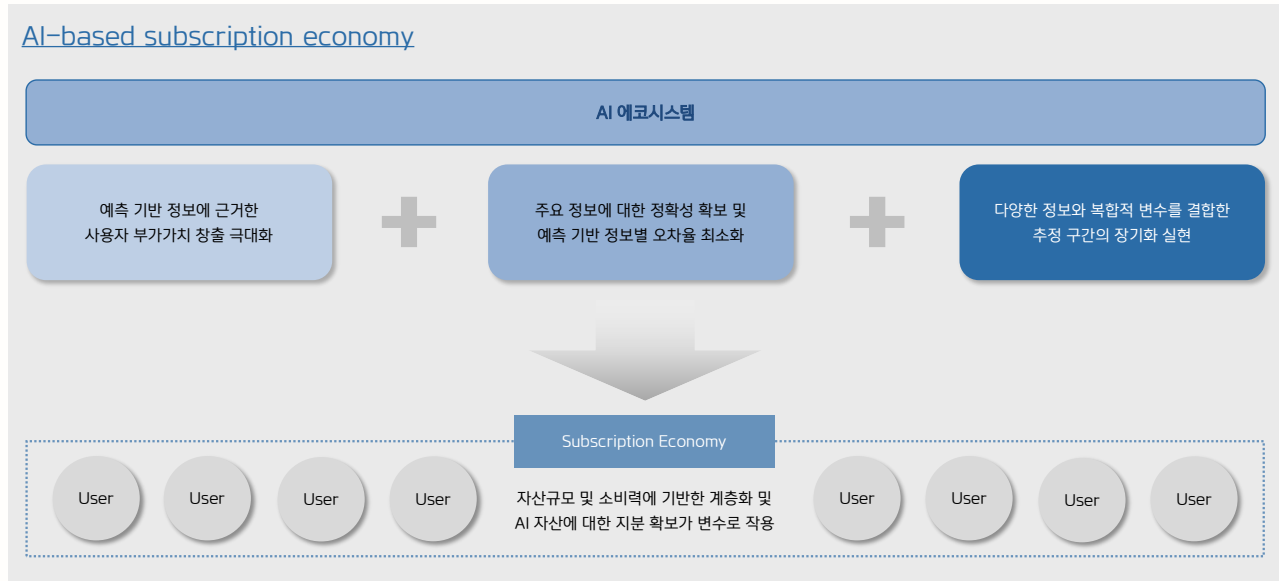
AI-based ecosystem



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

1-2. AI 에코시스템_구독경제

- ◎ 예측 기반 구독경제 활성화
 - 정확성, 오차율 최소화, 추정 구간 장기화 등을 고려한 예측 정보 기반 부가가치 창출 극대화가 중요
 - 실시간 개인화 데이터 활용이 핵심, 플랫폼 내 데이터 귀속력으로 커머스, 자산관리 등에서 독자적 예측 모델 창출 가능
- ◎ 구독경제의 유저 계층화 이슈
 - 자산규모 및 소비력에 기반한 유저 계층화 및 AI 자산에 대한 지분 확보 여부가 주요 변수로 작용
 - 부의재분배 관련 정부 케어 정책 대두, 선두 서비스 사용을 위한 관련 업체 및 블록체인 통화에 대한 투자 포트폴리오 구축 필요



자료: 키움증권

1-3. 글로벌 AI 내재가치 분석

◎ 글로벌 AI 내재가치로 1.7조달러 제시

- 29E 기준 MAU 23억명에 PUR 21%, 월간 구독료 150달러를 결합해 당해 연도 매출액 8,558억달러 제시
- 해당 시점 NOPLAT에 잠재 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 24E 기준 현재가치로 내재가치를 정의

글로벌 AI 내재가치 분석

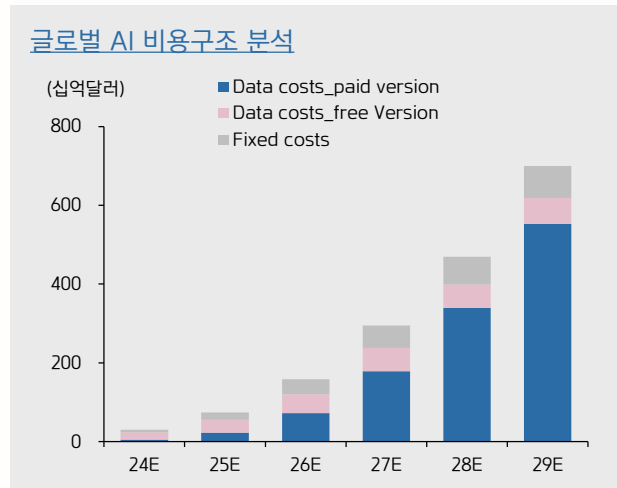
(USDbn)	24E	25E	26E	27E	28E	29E
MAU(mn)	300.0	600.0	1,050.0	1,575.0	1,968.8	2,264.1
PUR	5.0%	7.8%	10.8%	14.0%	17.5%	21.0%
PU(mn)	15.0	46.5	112.9	220.5	344.5	475.5
NPU(mn)	285.0	553.5	937.1	1,354.5	1,624.2	1,788.6
Monthly subscription fee(USD)	30	45	65	90	120	150
Cost per data_paid version(USD)	0.025	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 고정비용은 117% 적용, 고정비 CAGR(25E-29E) 67% 기준
 주3: 한계 법인세율 30% 및 연간 할인율 10% 적용
 자료: 키움증권

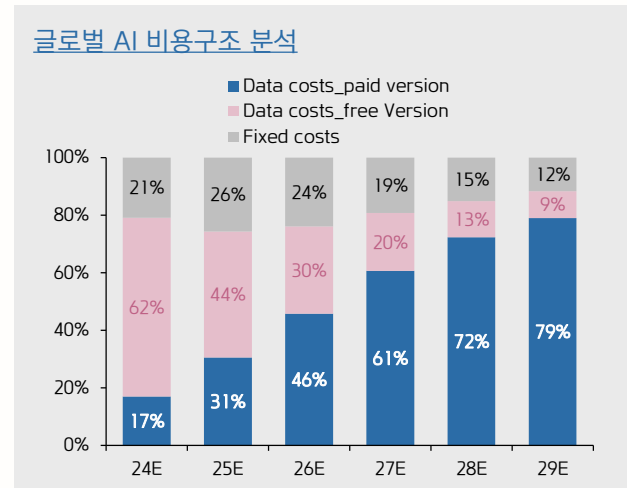
1-4. 글로벌 시 비용구조 분석

◎ 장기적으로 유료 사용량에 근거한 비용 구조로 갈 것

- 유료 데이터 처리단가는 24E 2.5센트에서 29E 4.3센트로 증가를 가정, 유저당 데이터 사용 리미트는 유료 버전 경우 24E 일간 38개에서 29E 일간 75개로 증가를 가정
- 무료 버전의 경우 24E 일간 9개에서 29E 일간 5개로 감소를 전제, 무료 버전의 경우 하위 버전에 따라 데이터 처리 단가도 유료 버전 대비 격차를 보일 것으로 가정



자료: 키움증권



자료: 키움증권

Part III NAVER AI 분석

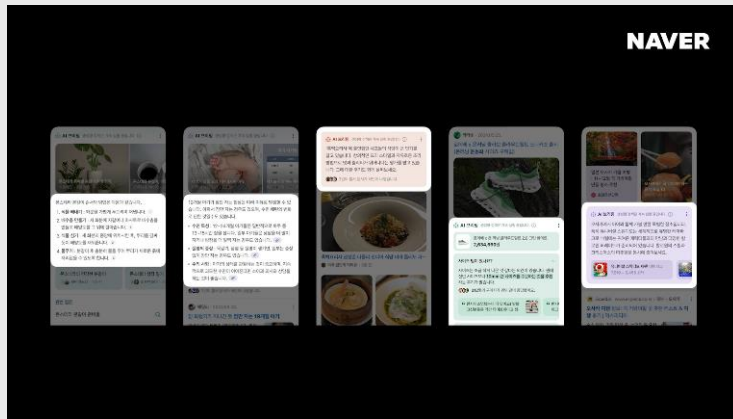


1. NAVER 검색 AI 전략

◎ AI 브리핑

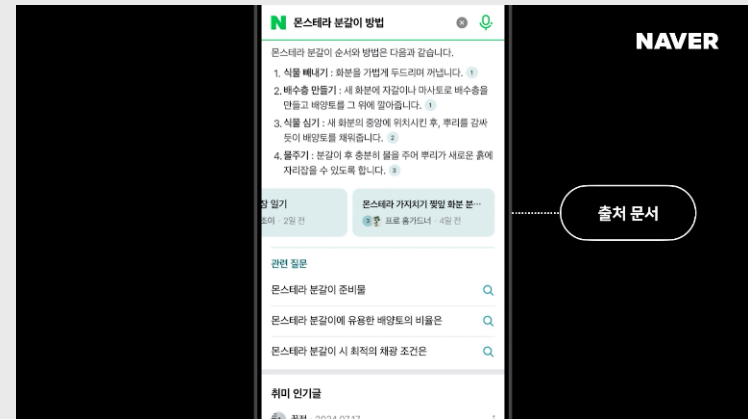
- 주요 정보에 대한 요약 검색, 출처 확인이 특이사항
- 유저 부가가치를 높일 예측과 추론 기반 서비스 강화 요구

AI 브리핑



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

AI 브리핑



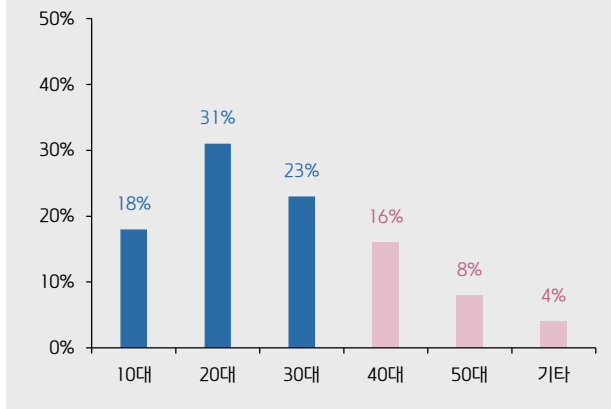
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-1. NAVER 콘텐츠 시 전략

◎ 젊은 세대의 사용성 증가

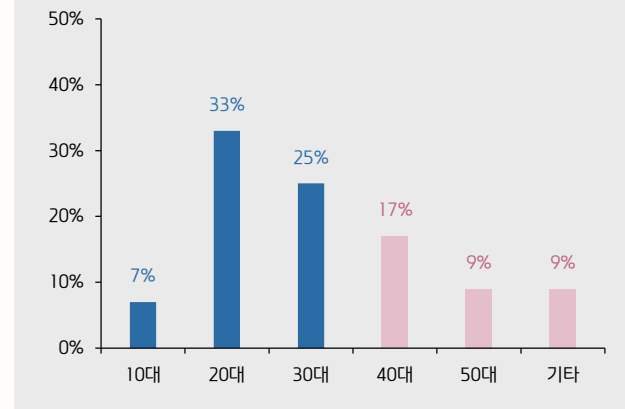
- 지식인 10-30대 비중 72%, 블로그 창작자 10-30대 비중 65% 차지
- 유저 인게이지먼트 지속성 및 이에 기반한 중장기 성장성에 긍정적 시그널

지식인 콘텐츠 소비 연령 분포



주: 월평균 (24.1-9)
 자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

블로그 창작자 연령 분포



주: 월평균 (23.1-24.5)
 자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-2. NAVER 콘텐츠 AI 전략

◎ 클립 트래픽 이상향

- 유저 및 크리에이터 증가 선순환에 따른 트래픽 이상향
- 유튜브 등 기존 사업자와 경쟁 변수, AI 구독 콘텐츠 강화 필요

클립 지표



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

클립 지표



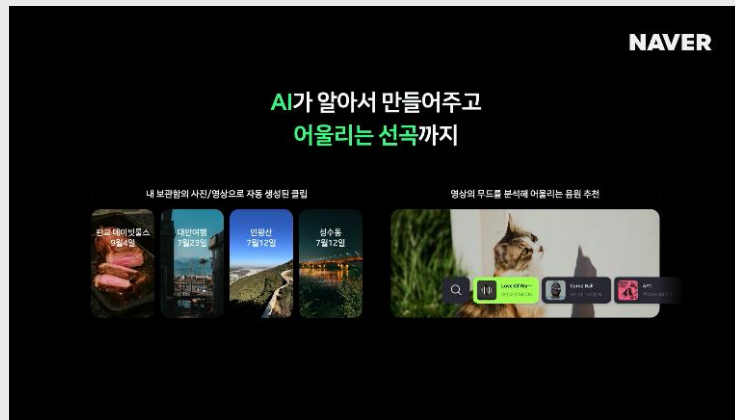
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-3. NAVER 콘텐츠 AI 전략

◎ 클립 크리에이터 창작 지원 솔루션

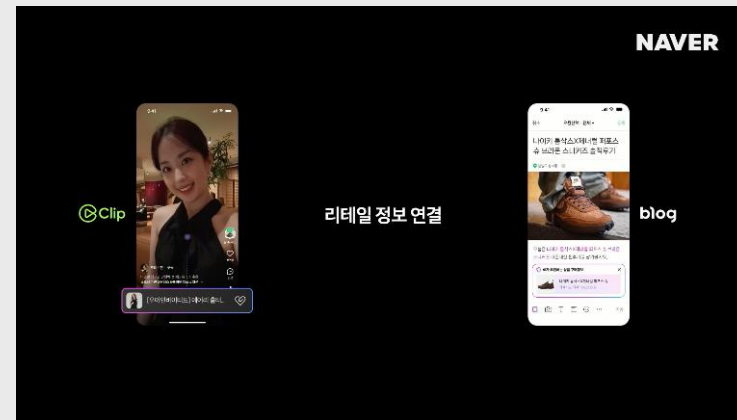
- 자동 생성, 음원 추천 및 리테일 정보 연결을 통한 수익화 기제 마련
- AI 기반 사용자 맞춤형 서비스 및 예측과 추론 기반 콘텐츠 커버리지 확대 필요

클립 제작 솔루션



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

클립 제작 솔루션



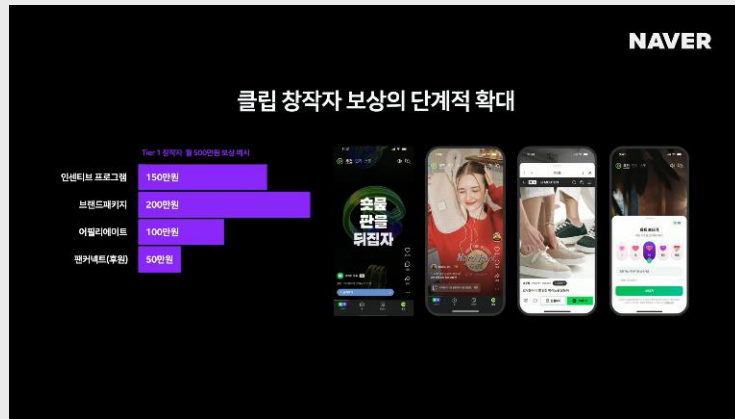
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-4. NAVER 콘텐츠 AI 전략

◎ 클립 크리에이터 광고 기반 보상 기제

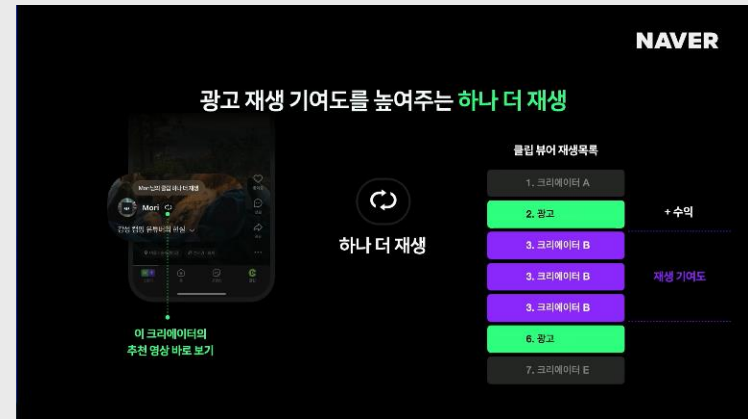
- 광고 및 커머스 기반 다양한 보상 기제 및 트래픽 기여도에 따른 추가 수익 기회 제시
- 광고 수익을 통한 크리에이터 창작 동기부여 증가 및 이에 기반한 UGC 품질 향상에 기여

클립 보상 기제



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

클립 보상 기제



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-5. NAVER 콘텐츠 시 전략

◎ 광고 기반 후원 프로그램 추가

- 타임리밋형 기프트 후원을 통한 상호 유대감 조성
- 광고 수익과 함께 크리에이터 인게이지먼트 증가에 일조

클립 후원 시스템



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

클립 후원 시스템



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

2-6. NAVER 콘텐츠 AI 전략

◎ 쇼핑 광고 서포트 전략

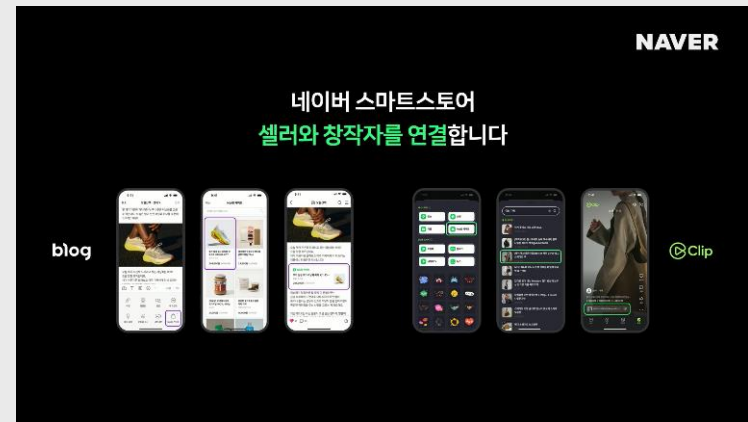
- 블로그와 클립에서 셀러 링크 추가를 통한 판매수익 쉐어
- 최근 성장성이 둔화된 쇼핑 광고의 회복을 서포트하는 전략

쇼핑 광고 서포트



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

쇼핑 광고 서포트



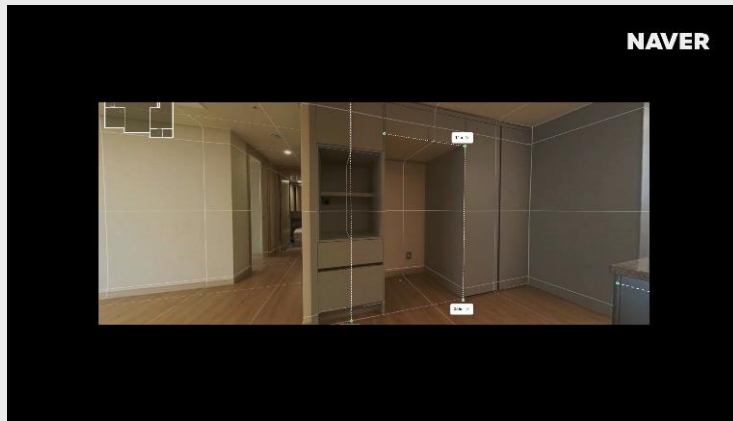
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

3-1. NAVER 공간지능 AI 전략

◎ 부동산 서비스 강화

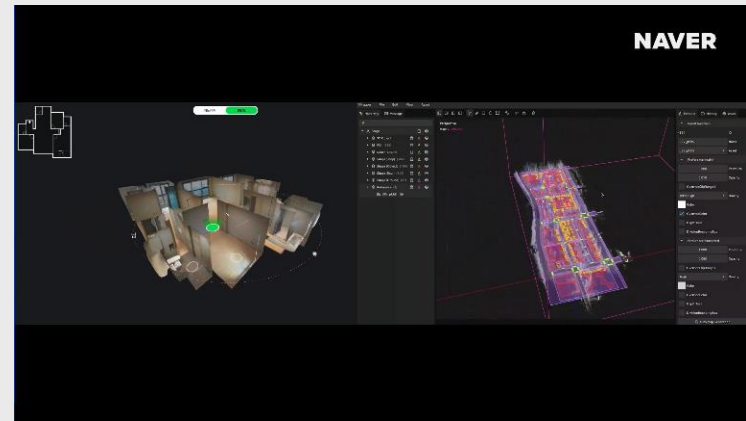
- 부동산 매물 기반 실측 및 3D 평면도 제공
- 시간과 비용 단축을 통한 사용자 가치 증진

부동산 서비스 연계



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

부동산 서비스 연계

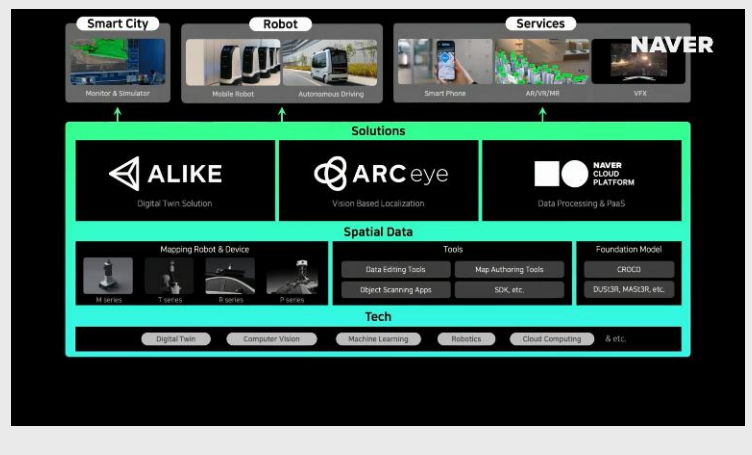


자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

3-2. NAVER 공간지능 AI 전략

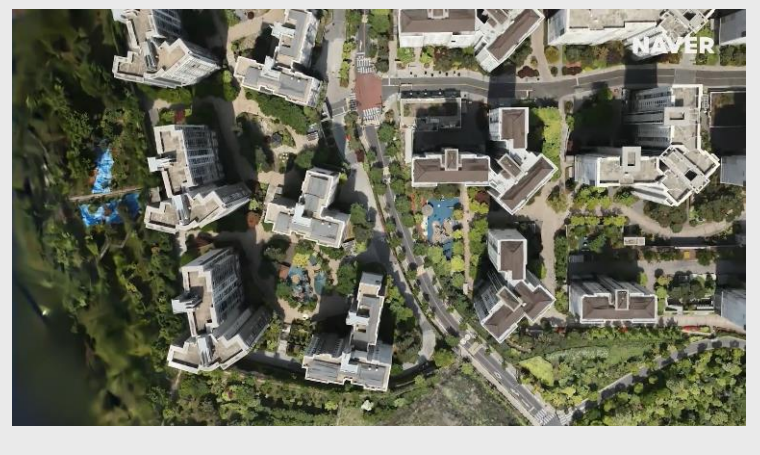
- ◎ 다양한 공간지능 솔루션을 통한 잠재력
 - AI 기반 디지털 트윈, 측위 기술 등을 결합한 로봇 및 자율주행 등에서 성과 기대
 - 디지털 트윈 기반 가상현실을 통한 게임, 미디어 연계 및 메타버스 경쟁력 강화 기대

공간지능 솔루션



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

디지털 트윈



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

3-3. NAVER 공간지능 AI 전략

◎ 글로벌 디지털 트윈 플랫폼 사업 확대

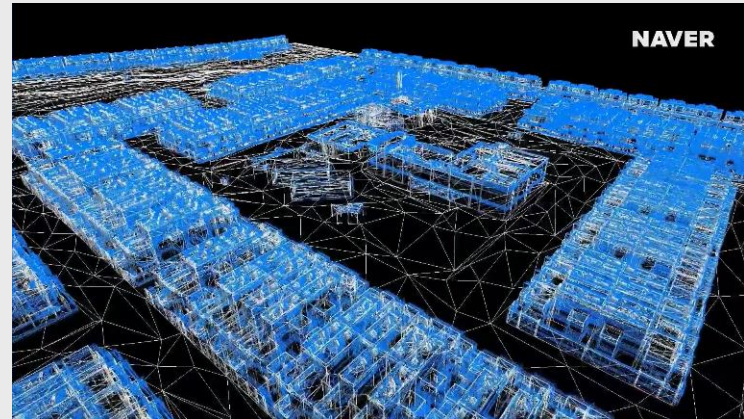
- 사우디아라비아 스마트 시티 조성, 홍수 등 특정 변수에 따른 시뮬레이션 분석
- 제3국가와 얼라이언스 확대 의미, AI 및 데이터 기반 부가가치 창출도 추가될 필요

사우디아라비아 스마트 시티



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

사우디아라비아 스마트 시티



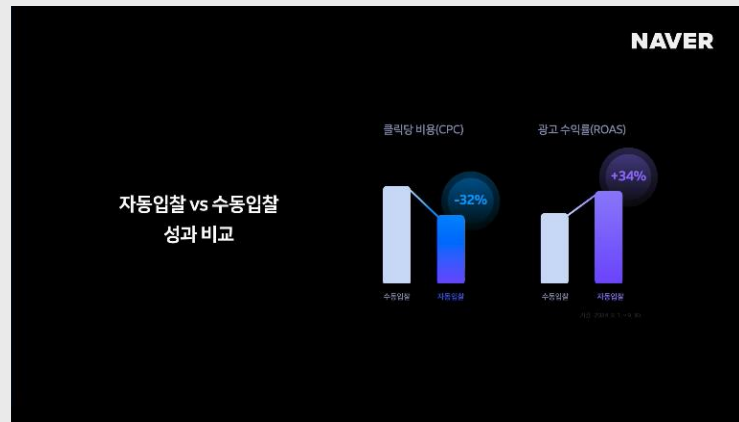
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

4-1. NAVER 광고 AI 전략

◎ 자동입찰 기반 성과 개선

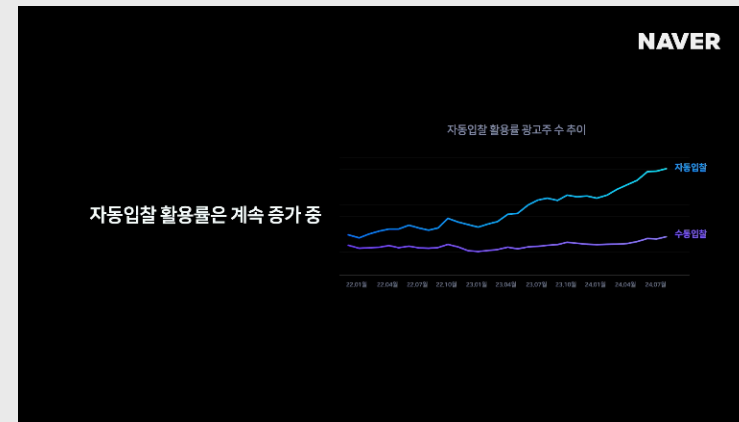
- CPC 32% 저감, ROAS 34% 개선, 자동입찰 도입 광고주 비중 85%
- 유저 트렌드를 반영한 실시간 자동입찰 솔루션 제공으로 광고 수익률 개선

자동입찰 성과



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

자동입찰 활용



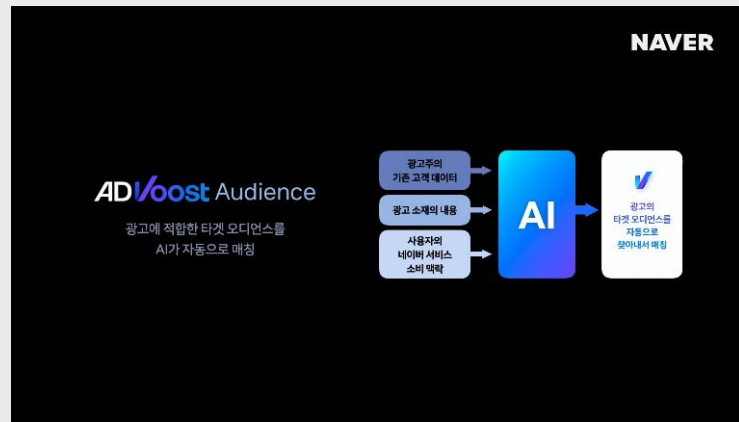
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

4-2. NAVER 광고 AI 전략

◎ 유저 타겟 기능 향상

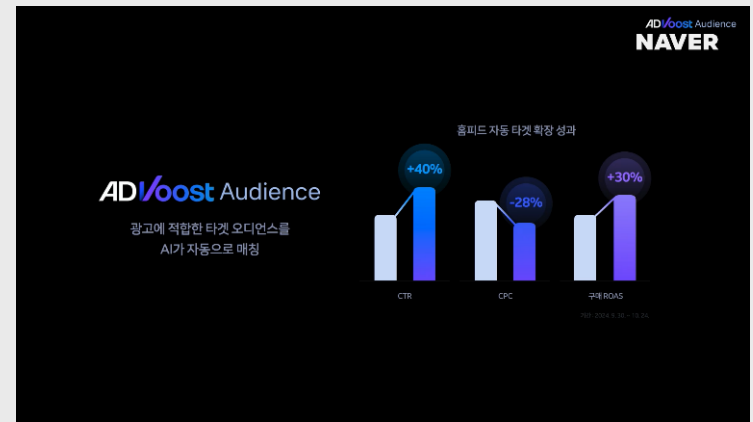
- 사용자 검색 히스토리 및 구매 패턴 등을 결합한 자동 타겟 솔루션 추가
- CTR 40% 증가, CPC 28% 저감 및 ROAS 30% 개선, 시의성 및 적합도 증가

유저 타겟 솔루션



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

유저 타겟 성과



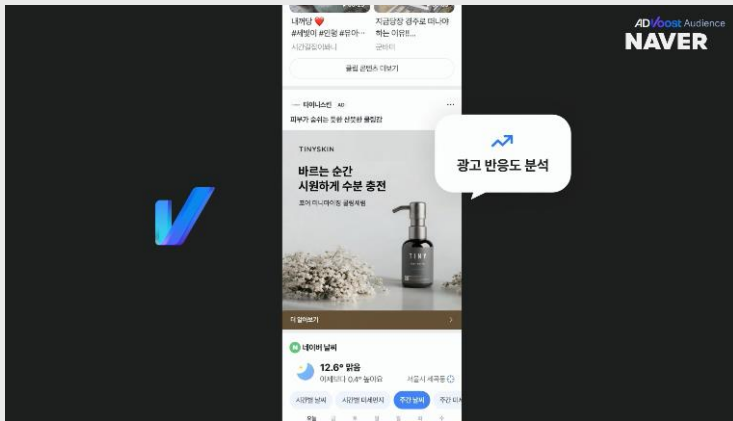
자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

4-3. NAVER 광고 AI 전략

◎ 소재 자동화 및 키워드 확장 매칭

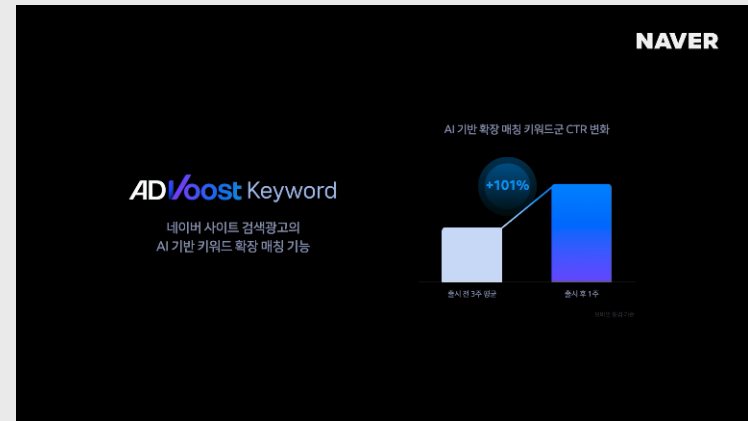
- 광고 소재 자동화 솔루션 추가, 사용자 반응에 기반한 최적화 과정 수행
- 사용자 검색과 연관성이 높은 키워드를 자동 매칭, CTR 100% 이상 증가

광고 소재 자동화 솔루션



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

키워드 확장 매칭 성과

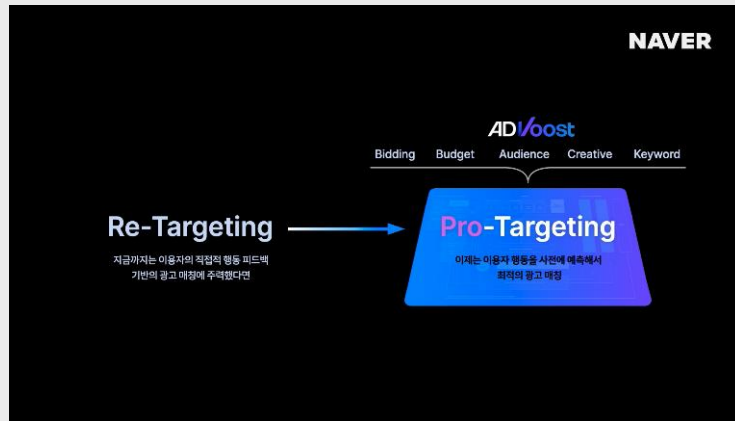


자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

4-4. NAVER 광고 AI 전략

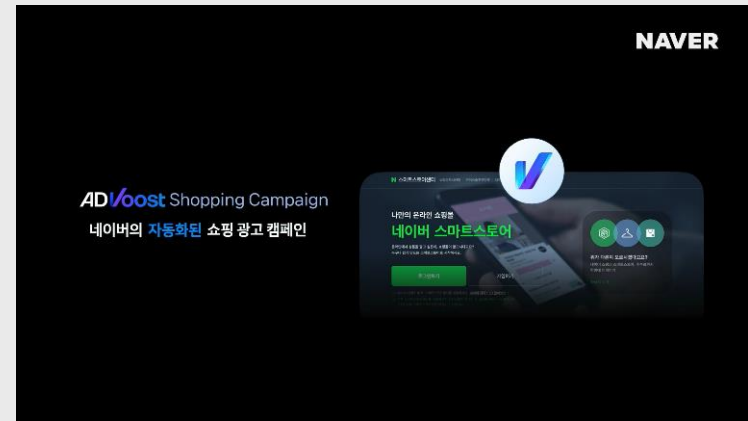
- ◎ 유저 행동 예측 및 쇼핑 광고 서포트
 - 사용자 행동을 사전에 예측하여 광고 매칭 기능을 업그레이드
 - 쇼핑 광고 캠페인을 통한 셀러 지원 및 쇼핑 광고 매출 회복 도모

유저 행동 예측



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

쇼핑 광고 캠페인



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

5-1. NAVER 커머스 AI 전략

◎ 배송 및 멤버십 특화

- 무료배송 및 무료반품 제공, 쿠팡과 격차 축소
- 사용자 관심도에 특화된 다양한 멤버십 혜택 제공

배송 개선

NAVER

남다른 적립과 멤버십 전용 가격을 더해 쇼핑 혜택이 더욱 강력해집니다

무료배송 확대 + 무료반품

N+ 수위적립
생필품 살 때 10% 더 적립

N+ 멤버십특가
패션, 가구, 레저 살 때 멤버십 전용 특가

자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

개인화 혜택

NAVER

사용자의 생애 주기에 맞춘 개인화 혜택을 선택할 수 있고

아이 키우는 엄마라면
육아용품 상시 할인
N+ Mom

강아지, 고양이 반려 가구라면
핏푸드 상시 할인
N+ Pet

결혼 준비하는 예비부부라면
혼수 준비 혜택
N+ 웨딩

자취 준비하는 1인 가구라면
이사 준비 혜택
N+ 싱글

자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

5-2. NAVER 커머스 AI 전략

◎ 배송 시스템 강화

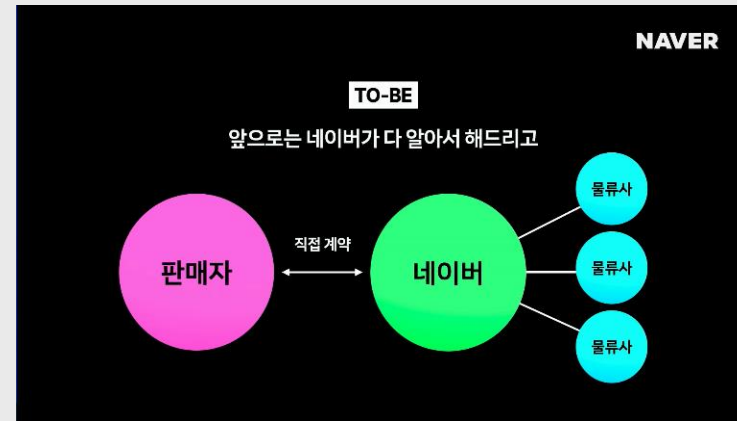
- 배송 시간에 대한 사용자 선택 범위 확장
- 판매자와 직접 계약을 통한 배송 솔루션 지원

배송 세분화



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

배송 시스템



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

5-3. NAVER 커머스 AI 전략

◎ 셀러 편의 기능 및 퀵커머스

- 수요예측에 기반한 판매 예측, 적정 가격 및 재고관리가 선결될 필요성 명확
- 주변 플레이스 기반 퀵커머스 추가, 네이버지도와 연계, 로컬 광고 강화에도 기여

셀러 편의 기능

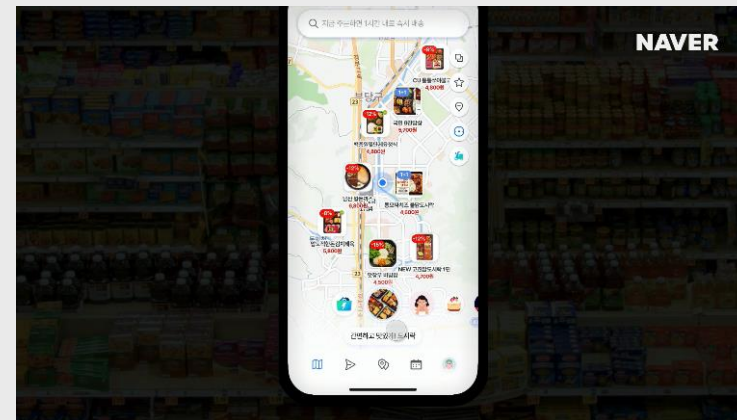
NAVER

판매자의 물류 경험은 보다 저렴하고 맞춤형으로 '쉽게' 바뀝니다

시장에서 가장 저렴한 물류비용	상품에 따른 맞춤형 배송 서비스	업무를 줄여주는 셀러 편의 기능
네이버 표준 물류단가 제공	지금, 새벽, 오늘, 내일 배송 서비스별 요금제 제공	계약부터 상품관리, CS도 모두 네이버가 알아서
함포장으로 물류비 절감	상품별 맞춤 배송 서비스	프로모션 / 수요예측과 적정 재고 추천까지

자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

퀵커머스



자료: 플레이 네이버, NAVER TV, 키움증권

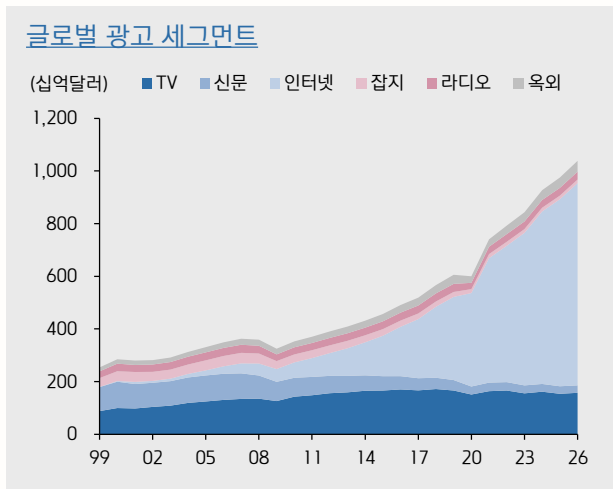
Part IV 인터넷 광고시장 분석



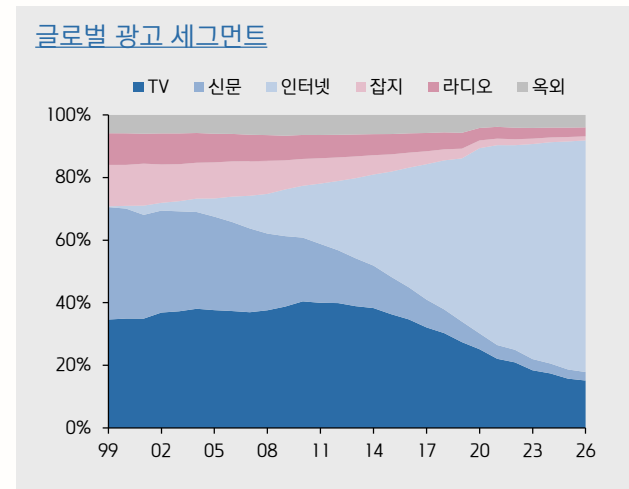
1-1. 글로벌 광고시장 시계열

◎ 인터넷 광고 비중 확대 지속될 것

- 인터넷 광고 시장점유율 25E 72.9%로 압도적 비중 차지할 것으로 전망
- AI 기반 광고 솔루션 확대, 효율적 수급 매칭 및 구매 전환율 개선으로 인터넷 광고 비중 증가 지속 전망



자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

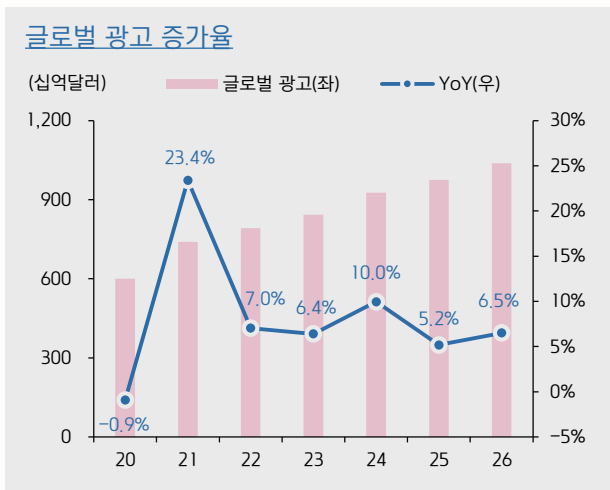


자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

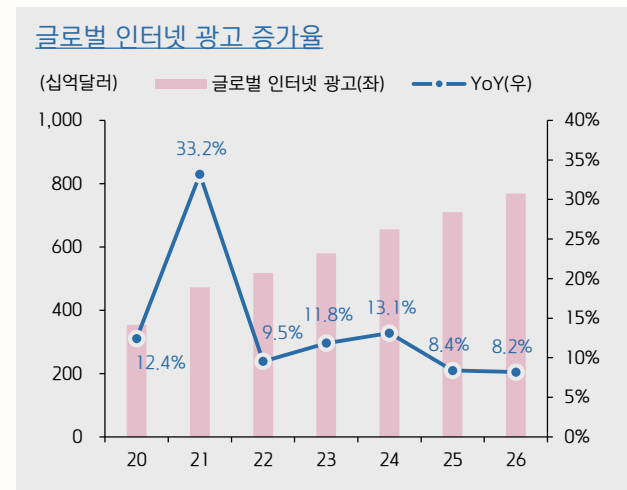
1-2. 글로벌 광고시장 성장성

◎ 25E 글로벌 인터넷 광고시장 전년대비 8.4% 성장 전망

- 타 매체 대비 높은 효율성을 근간으로 성장 및 매체 점유율 확대 전망
- AI 기반 광고 성장시 타 매체 광고시장을 흡수하면서 탄력적 성장 가능



자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

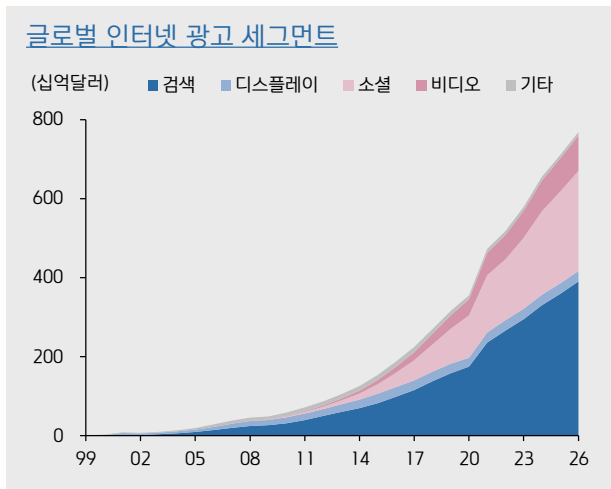


자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

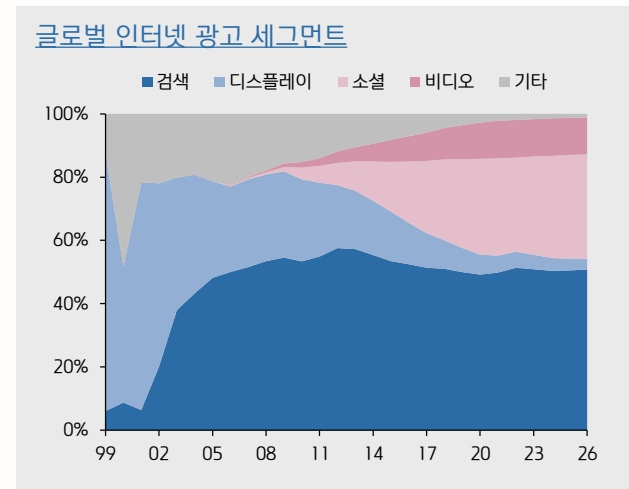
1-3. 글로벌 인터넷 광고시장

◎ 인터넷 광고 중장기 세그먼트 지형도 변화 조망

- 향후 AI 기반 심리스 광고 기법이 보편화되면서 기존 광고사업자 입지 희석될 것으로 전망
- 검색, 디스플레이, 동영상 등 분절된 세그먼트가 아닌 종합 솔루션으로서 광고 역할 증가할 것



자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권



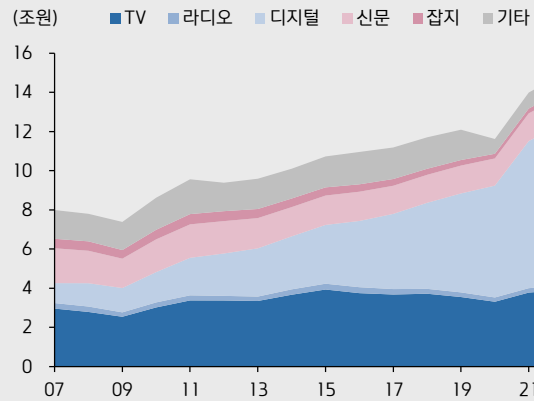
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권

2-1. 국내 인터넷 광고시장 시계열

◎ 인터넷 광고 비중 이상향 지속될 것

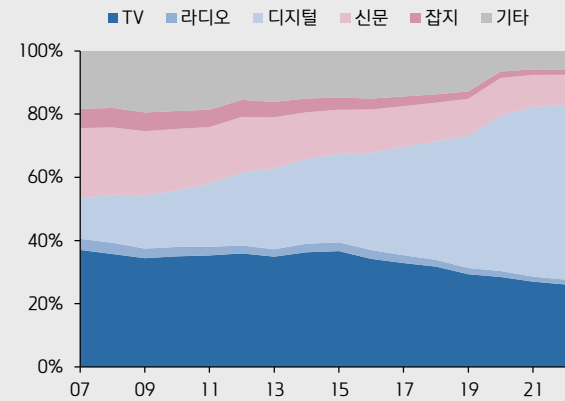
- 인터넷 광고 시장점유율 25E 59.1%로 비중 증가 예상
- AI 기반 광고 솔루션을 구축하면서 광고 효율성 부각 전망

국내 광고 세그먼트 변화



자료: 제일기획, 키움증권

국내 광고 세그먼트 비중

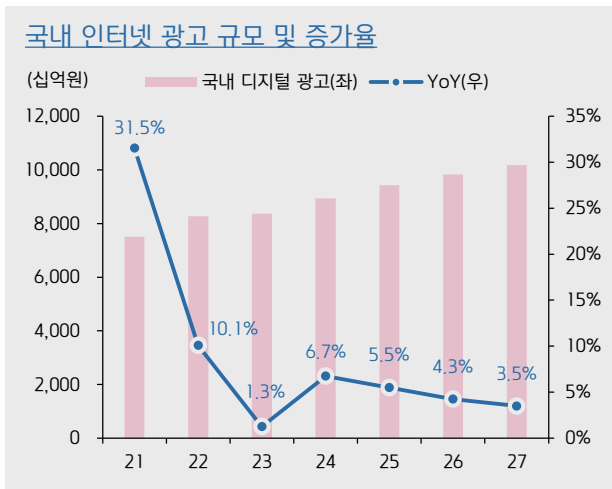


자료: 제일기획, 키움증권

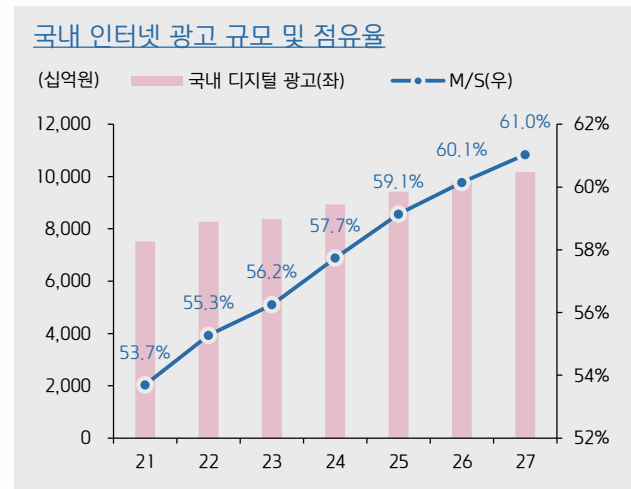
2-2. 국내 인터넷 광고시장 성장성

◎ 25E 인터넷 광고 전년대비 5.5% 증가 전망

- 소비 등 경기 변수 존재하나 AI 광고 효율성 부각되면서 견조한 성장성 예상
- AI 실시간 자동 광고 솔루션 반영으로 ROAS 개선되면서 중장기 성장 지속 전망



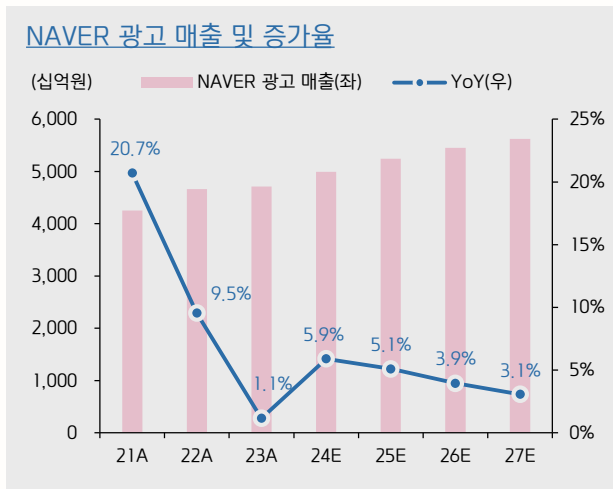
자료: 제일기획, 키움증권



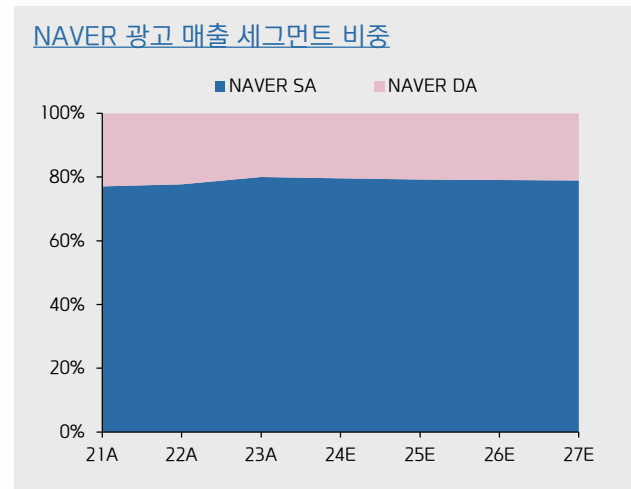
자료: 제일기획, 키움증권

3. NAVER 광고 성장성 및 이슈

- ◎ 24E 디스플레이 광고 성장성 부각
 - 홈페이지, 클립 등 신규 서비스 기반 인게이지먼트 증가로 광고 증가 동인
 - 검색광고 견조한 성장성 및 영향력 지속, 경기 불확실성 변수 하에 선방
- ◎ 25E AI 통합 광고 플랫폼 성장성 부각 전망
 - 동사 전체 광고 매출 성장률 5.1%로 전년과 유사한 견조한 수준을 예상
 - AI 광고 솔루션 도입에 따른 광고주 예산 증가로 시장 점유율 증가 전망



자료: NAVER, 키움증권



자료: NAVER, 키움증권

Part V 붉은사막 잠재력 분석



1-1. 붉은사막 게임성

◎ 입체적 전투 부각

- 보스 대전 및 활강 장면에서 입체적 수직적 플레이 부각
- 돌멘게 보스 근처 연못에서 수영 등 오픈월드 자유도 확인

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

1-2. 붉은사막 게임성

◎ 오픈월드 및 멀티 플레이 요소

- 생활 콘텐츠 및 오픈월드 자유도 부각될 것으로 기대
- 캐릭터 장비 및 능력치 강화로 멀티 플레이 기제 마련

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

1-3. 붉은사막 게임성

◎ 상호작용 및 일대다 전투

- 대전 콘텐츠에서 NPC 상호작용 구현 인상적
- 필드 전투에서 일대다 전투를 통한 역동성 부각

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

2. 붉은사막 주요 이슈

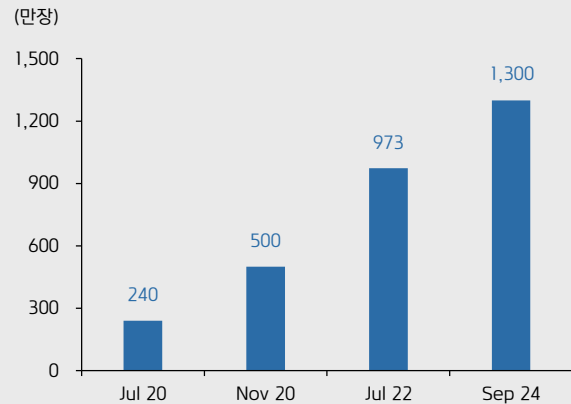
◎ 매출 지속성

- 신규 IP는 게임성에 기반한 유저 확산이 중요, 고스트 오브 쓰지마 초기 매출 비중 18% 불과
- 당사 추정치 기준 초기 분기 패키지 판매고 375만장 및 누적 판매고 750만장, 매출 지속성 가능

◎ 마케팅 이슈

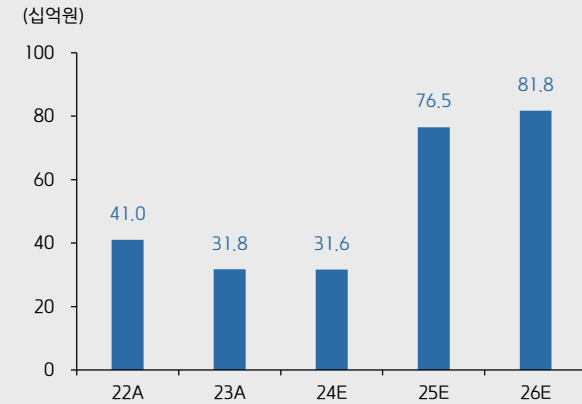
- 콘솔 중심 트리플 A급 게임 마케팅비는 영상, 시연 및 데모 등을 통한 효율적 마케팅 방식이 일반적
- 이는 모바일 게임 중심 매스 마케팅과 차원을 달리, 25E 마케팅비는 765억원으로 충분한 증분 반영

고스트 오브 쓰지마 누적 판매량



자료: 각종 미디어, 키움증권

펠어비스 마케팅비 추이 및 전망



자료: 펠어비스, 키움증권

Part VI 기업분석

NAVER(035420)

풀어비스(263750)



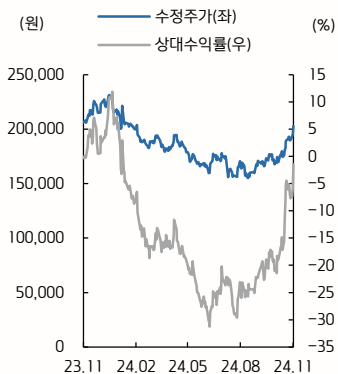
BUY (Maintain)

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

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

주가(11/27): 203,000원
TP: 260,000원(상향)

KOSPI (11/27)	2,503.06pt		
시가총액	32조 1,627억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	231,500원	155,000원	
최고/최저가대비	-12.3%	31.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	21.0%	24.9%
	6M	13.4%	23.4%
	1Y	-1.5%	-1.4%
발행주식수	158,437천주		
일평균 거래량(3M)	848천주		
외국인 지분율	46.0%		
배당수익률(2024E)	0.5%		
BPS(2024E)	155,264원		
주요 주주	국민연금공단	8.4%	



◎ 인터넷 업종 Top pick 지속

- 동사에 대한 목표주가를 기존 24만원에서 26만원으로 상향
- 밸류에이션 기준 시점을 25E로 전환, AI 잠재력 투영으로 세그먼트별 타겟 PER 유지

◎ AI 광고 수익성 강화가 핵심

- 홈페이지, 클립 등 신규 서비스 기반 인게이지먼트 강화 및 이에 기반한 광고 매출 성장성 확보, AI 광고 기반 실시간 자동 솔루션 추가로 광고 효율성 개선, 광고 대행사 기능 내재화로 중기적 관점 비용 절감 가능
- 데이터 기반 예측과 추론 중심 구독경제 밸류가 제한적인 사안은 중기 이상 약점으로 작용할 리스크 존재, 글로벌 빅테크와 유저 데이터 기반 전략적 제휴를 통해 연관 사업 기회를 놓치지 말아야 할 것으로 제시

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,626.0	11,575.9	12,379.9
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,957.4	2,108.5	2,267.6
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,549.1	2,725.8	2,912.8
세전이익	1,083.7	1,481.4	2,322.7	2,275.3	1,804.6
순이익	673.2	985.0	1,810.8	1,649.6	1,804.6
지배주주지분순이익	760.3	1,012.3	1,753.4	1,608.4	1,759.5
EPS(원)	4,634	6,180	10,861	10,152	11,105
증감률(% YoY)	-95.4	33.4	75.7	-6.5	9.4
PER(배)	38.3	36.2	18.7	20.0	18.3
PBR(배)	1.28	1.57	1.31	1.24	1.18
EV/EBITDA(배)	16.1	18.0	12.5	11.4	10.4
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.2	18.3
ROE(%)	3.3	4.4	7.3	6.4	6.6
순차입금비율(%)	1.0	-0.9	-5.4	-8.2	-11.1

자료: 키움증권 리서치

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

NAVER Valuation

(십억원)	산출내역
네이버 서치플랫폼/클라우드 중심 적정가치	22,032.1
25E 조정 지배주주지분	1,101.6
목표 PER(배)	20.0
네이버쇼핑 사업부문 적정가치	6,876.4
28E 네이버쇼핑 세후 영업이익	457.6
잠재 PER(배)	20.0
연간 할인율(%)	10.0%
네이버파이낸셜 지분가치	4,137.7
네이버파이낸셜 기업가치	5,996.6
NAVER 지분율(%)	69.0%
Webtoon Entertainment 지분가치	1,906.1
Webtoon Entertainment 기업가치	3,758.0
NAVER 지분율(%)	63.4%
LY Corporation 지분가치	6,311.2
25E LY Corporation 지배주주지분	1,154.0
목표 PER(배)	25.0
LY Corporation 적정가치	28,851.2
NAVER 지분율(%)	31.3%
NAVER 적정가치	41,263.4
발행주식수(천주)	158,437
NAVER 주당 적정가치(원)	260,441
현주가(원)	203,000
업사이드(%)	28.3%

주1: 25E 기준 환산, 연간 할인율 10%, 25E 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

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	22A	23A	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	1,801.1	2,546.6	2,904.8	3,207.8	3,496.0	3,780.1	4,062.0
수수료	604.0	769.5	876.0	995.0	1,112.8	1,226.5	1,339.5
광고	1,078.4	1,106.9	1,111.5	1,150.7	1,185.3	1,214.9	1,239.2
솔루션		16.7	102.8	167.6	247.0	340.3	448.1
플러스 멤버십	118.7	171.1	189.2	211.9	232.5	250.2	263.9
Poshmark		482.5	625.3	682.6	718.4	748.3	771.4
영업비용	1,422.7	2,360.0	2,670.0	2,935.2	3,145.0	3,317.8	3,453.6
개발/운영	478.2	549.9	618.6	680.5	731.5	768.1	798.8
파트너	168.2	172.0	173.0	179.2	184.5	189.1	192.9
마케팅	304.5	501.9	627.3	756.1	866.3	963.7	1,040.8
기타	471.9	530.8	583.9	627.7	659.1	685.5	706.0
Poshmark		605.3	667.2	691.8	703.5	711.4	715.0
영업이익	378.4	186.7	234.8	272.6	351.0	462.3	608.3
마진율(%)	21.0%	7.3%	8.1%	8.5%	10.0%	12.2%	15.0%
세후 영업이익	284.2	141.5	180.6	209.6	268.2	350.2	457.6
CAGR(24E-28E)							26.5%
잠재 PER(배)							20.0
25E 적정가치							6,876.4

주: 연간 할인율 10%
 자료: NAVER, 키움증권 추정

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

네이버파이낸셜 Valuation

(십억원)	산출내역	비고
네이버파이낸셜 적정가치	5,996.6	
25E MAU(백만)	21.7	네이버페이 기반 신규 MAU 증가 반영 (스마트스토어 포함)
MAU당 기업가치(천원)	277	
금융기관 연계대출 BM	197	수익배분율 50% 적용
비은행 사업부문 BM	79	비은행 비중 29% (수익배분율 50% 적용)

주1: 금융기관 연계대출 BM은 카카오뱅크 MAU당 시가총액 58만원에 타겟 고객 비중 68% 적용
 주2: 카카오뱅크 MAU는 25E 연평균 18.6백만명 적용, 이는 24E말 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

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	24E	25E	26E	27E	28E
매출액	1,614.3	1,763.0	1,912.9	2,056.4	2,196.0
영업비용	1,724.9	1,722.0	1,800.1	1,901.8	1,995.8
영업이익	-110.7	41.0	112.9	154.6	200.2
마진율(%)	-6.9%	2.3%	5.9%	7.5%	9.1%
당기순이익	-78.8	37.8	92.7	128.4	166.7
%YoY	적확	흑전	145.1%	38.5%	29.9%
잠재 PER(배)					30.0
25E 적정가치					3,758.0

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: NAVER, Webtoon Entertainment, 키움증권 추정

NAVER(035420): 인터넷 Top pick

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	2,280.4	2,407.9	2,445.3	2,537.0	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,773.9	9,670.6	10,626.0	11,575.9
서치플랫폼	851.8	910.4	898.5	928.3	905.4	978.4	997.7	1,012.9	3,589.1	3,894.4	4,124.0
커머스	605.9	632.9	647.4	660.5	703.5	719.0	725.4	756.9	2,546.6	2,904.8	3,207.8
핀테크	318.2	339.7	340.8	356.0	353.9	368.5	385.1	396.8	1,354.8	1,504.2	1,685.1
콘텐츠	411.3	420.4	434.9	466.3	446.3	420.0	462.8	455.5	1,733.0	1,784.6	1,941.9
클라우드	93.2	104.5	123.6	125.9	117.0	124.6	144.6	151.8	447.2	538.0	617.0
영업비용	1,950.0	2,035.2	2,065.1	2,131.5	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,253.8	8,181.8	8,668.6	9,467.4
영업이익	330.5	372.7	380.2	405.5	439.3	472.7	525.3	520.2	1,488.8	1,957.4	2,108.5
영업이익률(%)	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	15.4%	18.4%	18.2%
법인세차감전순이익	116.6	421.1	504.5	439.2	660.2	467.4	653.3	541.9	1,481.4	2,322.7	2,275.3
법인세차감전순이익률(%)	5.1%	17.5%	20.6%	17.3%	26.1%	17.9%	24.1%	19.5%	15.3%	21.9%	19.7%
법인세비용	72.9	134.4	148.3	140.7	104.4	135.3	123.2	149.0	496.4	511.9	625.7
법인세율(%)	62.6%	31.9%	29.4%	32.0%	15.8%	28.9%	18.9%	27.5%	33.5%	22.0%	27.5%
계속영업순이익	43.7	286.7	356.2	298.4	555.8	332.1	530.1	392.9	985.0	1,810.8	1,649.6
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	530.1	392.9	985.0	1,810.8	1,649.6
당기순이익률(%)	1.9%	11.9%	14.6%	11.8%	22.0%	12.7%	19.5%	14.2%	10.2%	17.0%	14.3%
지배주주지분	55.1	267.7	375.8	313.8	510.6	338.4	520.4	384.1	1,012.3	1,753.4	1,608.4
비지배주주지분	-11.4	19.0	-19.6	-15.4	45.2	-6.3	9.7	8.8	-27.3	57.4	41.2

자료: NAVER, LY Corporation, 키움증권

NAVER(035420) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220.1	9,670.6	10,626.0	11,575.9	12,379.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,626.0	11,575.9	12,379.9
판매비	6,915.4	8,181.8	8,668.6	9,467.4	10,112.3
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,957.4	2,108.5	2,267.6
EBITDA	1,865.6	2,071.2	2,549.1	2,725.8	2,912.8
영업외손익	-220.9	-7.4	365.3	166.8	221.5
이자수익	59.2	101.1	124.4	140.6	159.7
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
총속 및 관계기업손익	96.8	266.5	141.8	336.8	391.5
기타	-226.1	-205.2	266.0	-141.3	-157.9
법인세차감전이익	1,083.7	1,481.4	2,322.7	2,275.3	2,489.1
법인세비용	410.5	496.4	511.9	625.7	684.5
계속사업손익	673.2	985.0	1,810.8	1,649.6	1,804.6
당기순이익	673.2	985.0	1,810.8	1,649.6	1,804.6
지배주주손익	760.3	1,012.3	1,753.4	1,608.4	1,759.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	20.6	17.6	9.9	8.9	6.9
영업이익 증감률	-1.6	14.1	31.5	7.7	7.5
EBITDA 증감률	6.1	11.0	23.1	6.9	6.9
지배주주손익의 증감률	-95.4	33.1	73.2	-8.3	9.4
EPS 증감률	-95.4	33.4	75.7	-6.5	9.4
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.2	18.3
EBITDA Margin(%)	22.7	21.4	24.0	23.5	23.5
지배주주순이익률(%)	9.2	10.5	16.5	13.9	14.2

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,656.0	2,322.0	2,493.2
당기순이익	673.2	985.0	1,810.8	1,649.6	1,804.6
비현금항목의 가감	1,318.1	1,327.5	1,260.7	1,195.1	1,214.2
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	-316.9	-416.8	-451.5
기타	1,621.6	1,497.0	985.9	994.6	1,020.5
영업활동자산부채증감	307.5	359.7	50.3	40.9	77.7
매출채권및기타채권의감소	-56.4	42.8	-153.7	-166.2	-140.7
재고자산의감소	16.5	-2.2	-1.5	-1.5	-1.2
매입채무및기타채무의증가	132.7	346.8	193.6	203.3	213.5
기타	214.7	-27.7	11.9	5.3	6.1
기타현금흐름	-845.4	-670.0	-465.8	-563.6	-603.3
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 손취득	-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	-146.1	-183.3
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	-148.9	-186.1
기타	87.1	-71.5	2.8	0.0	0.0
기타현금흐름	44.7	-90.1	-519.0	-538.0	-494.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-57.2	852.3	1,145.4	786.2	930.1
기초현금 및 현금성자산	2,781.4	2,724.2	3,576.5	4,721.8	5,508.0
기말현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,721.8	5,508.0	6,438.2

자료: 키움증권 리서치



재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,439.6	7,028.1	8,360.1	9,346.1	10,451.0
현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,721.8	5,508.0	6,438.2
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	1,859.6	2,025.8	2,166.5
재고자산	8.7	14.8	16.3	17.7	19.0
기타유동자산	205.6	206.6	207.6	208.7	209.7
비유동자산	27,459.5	28,709.8	29,067.7	29,634.2	30,260.8
투자자산	22,343.0	21,231.1	21,395.7	21,756.8	22,174.1
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	37,427.8	38,980.4	40,711.7
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	22,744.1	23,206.0	24,599.5	25,861.1	27,286.6
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	26,148.9	27,571.1	29,107.3
비자본지분	706.2	1,032.0	1,089.4	1,130.6	1,175.8
부채총계	23,450.3	24,238.0	25,688.9	26,991.8	28,462.4

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당이익(원)					
EPS	4,634	6,180	10,861	10,152	11,105
BPS	138,642	142,887	155,264	163,226	172,224
CFPS	12,138	14,117	19,026	17,955	19,054
DPS	914	1,205	1,000	1,250	1,500
주기배수(배)					
PER	38.3	36.2	18.7	20.0	18.3
PER(최고)	82.2	39.1	21.7		
PER(최저)	33.4	28.1	13.9		
PBR	1.28	1.57	1.31	1.24	1.18
PBR(최고)	2.75	1.69	1.52		
PBR(최저)	1.12	1.21	0.97		
PSR	3.54	3.79	3.08	2.78	2.60
PCFR	14.6	15.9	10.7	11.3	10.7
EV/EBITDA	16.1	18.0	12.5	11.4	10.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주 현금)	20.4	18.4	8.2	11.3	12.4
배당수익률(% , 보통주 현금)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
ROA	2.0	2.8	4.9	4.3	4.5
ROE	3.3	4.4	7.3	6.4	6.6
ROIC	22.0	27.3	36.7	35.6	37.2
매출채권회전율	5.8	6.0	6.0	6.0	5.9
재고자산회전율	1,111.4	824.3	683.7	680.9	674.8
부채비율	44.6	47.4	45.7	44.4	43.0
순차입금비용	1.0	-0.9	-5.4	-8.2	-11.1
이자보상배율(현금)	18.2	11.7	16.0	17.3	18.5
총자입금	4,952.1	4,883.0	4,885.7	4,888.5	4,891.3
순자입금	243.3	-217.8	-1,390.9	-2,205.4	-3,164.4
NOPLAT	1,865.6	2,071.2	2,549.1	2,725.8	2,912.8
FCF	599.1	1,197.6	1,422.2	1,404.2	1,553.3

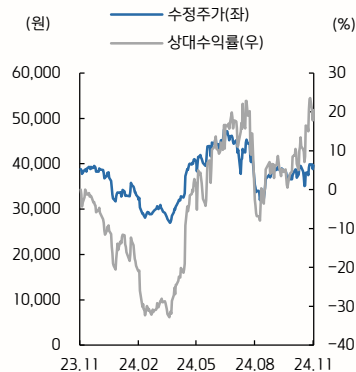
BUY (Maintain)

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

펼어비스(263750): 게임 Top pick

주가(11/27): 39,600원/TP: 57,000원

KOSDAQ (11/27)	692.00pt		
시가총액	2조 5,442억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	47,600원	27,000원	
최고/최저가대비	-16.8%	46.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.6%	11.0%
	6M	-2.3%	19.7%
	1Y	4.3%	24.7%
발행주식수	64,248천주		
일평균 거래량(3M)	249천주		
외국인 지분율	7.6%		
배당수익률(2024E)	0.0%		
BPS(2024E)	11,537원		
주요 주주	김대일 외 11 인	44.1%	



◎ 게임 업종 Top pick으로 지속

- 밸류에이션 시점 25E, 목표주가는 25E 지배주주지분 1,633억원에 타겟 PER 22.5배 적용
- 붉은사막에 대한 재무적 기여도 반영으로 25E 가시적인 실적 개선세가 나타날 것으로 전망

◎ 신작별 주요 체크 포인트 정리

- 올해 12월 TGA에서 붉은사막에 대한 신규 영상이 공개되면서 출시 타임라인이 오픈될 것으로 관측, 내년 출시가 확인되면 관련 불확실성 해소로 기업가치 안정성 확보될 것으로 기대
- 붉은사막 관련 생활 콘텐츠, 오픈월드 및 스토리 등이 공개되면서 유저 관심도 증가와 이에 기반한 판매고 기대치에 대한 레벨이 올라갈 것으로 기대, 내년 도깨비 영상 공개 여부는 주가 변수로 작용 가능

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	330.5	633.2	595.5
영업이익	16.4	-16.4	-24.6	167.3	103.5
EBITDA	42.1	9.7	-0.3	192.2	128.8
세전이익	-55.8	22.1	20.0	212.3	155.5
순이익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
지배주주지분순이익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
EPS(원)	-662	237	213	2,541	1,861
증감률(% YoY)	적전	흑전	-10.2	1,095.1	-26.8
PER(배)	-63.4	163.7	186.2	15.6	21.3
PBR(배)	3.85	3.43	3.43	2.80	2.47
EV/EBITDA(배)	60.2	229.1	-8,871.5	11.1	15.4
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-7.4	26.4	17.4
ROE(%)	-6.1	2.1	1.9	19.8	12.4
순차입금비율(%)	-23.1	-37.0	-39.4	-46.3	-53.9

자료: 키움증권 리서치

필어비스(263750): 게임 Top pick

필어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	23A	24E	25E
매출액	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	79.5	83.8	333.5	330.5	633.2
게임부문	84.4	76.7	84.4	80.0	84.8	81.6	74.5	79.0	325.5	319.9	622.1
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	61.2	56.6	60.6	257.8	236.9	381.3
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.3	2.2	2.6	18.0	12.3	211.2
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	17.1	15.6	15.8	49.7	70.6	29.6
기타부문	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.2	5.0	4.8	8.0	10.5	11.1
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.6	88.7	93.9	349.8	355.0	465.9
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-5.8	-9.2	-10.1	-16.4	-24.6	167.3
영업이익률(%)	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	0.7%	-7.1%	-11.6%	-12.0%	-4.9%	-7.4%	26.4%
영업외손익	12.5	9.0	20.6	-3.6	16.6	15.9	2.6	9.5	38.5	44.6	45.0
법인세차감전순이익	13.6	-5.1	22.8	-9.1	17.2	10.1	-6.6	-0.6	22.1	20.0	212.3
법인세차감전순이익률(%)	15.8%	-6.6%	26.8%	-10.7%	20.1%	12.3%	-8.4%	-0.7%	6.6%	6.1%	33.5%
법인세비용	4.2	-0.7	7.9	-4.5	4.4	0.9	1.2	-0.1	6.9	6.4	49.0
법인세율(%)	30.8%	13.9%	34.8%	49.3%	25.6%	9.4%	-17.5%	23.1%	31.3%	31.8%	23.1%
당기순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-7.8	-0.5	15.2	13.7	163.3
당기순이익률(%)	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.4%	15.0%	11.2%	-9.8%	-0.5%	4.6%	4.1%	25.8%
지배주주지분	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-7.8	-0.5	15.2	13.7	163.3
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

펄어비스(263750) 재무제표

표준손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	385.7	333.5	330.5	633.2	595.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	330.5	633.2	595.5
판매비	369.3	349.8	355.0	465.9	492.0
영업이익	16.4	-16.4	-24.6	167.3	103.5
EBITDA	42.1	9.7	-0.3	192.2	128.8
영업외손익	-72.2	38.5	44.6	45.0	52.0
이자수익	6.2	15.0	15.7	19.4	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
총속 및 관계기업손익	-8.0	-6.4	-5.9	-6.0	-5.0
기타	-73.0	39.7	40.7	37.2	38.8
법인세차감전이익	-55.8	22.1	20.0	212.3	155.5
법인세비용	-12.8	6.9	6.4	49.0	35.9
계속사업손익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
당기순이익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
지배주주손익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-4.5	-13.5	-0.9	91.6	-6.0
영업이익 증감률	-61.8	-200.0	50.0	-780.1	-38.1
EBITDA 증감률	-37.5	-77.0	-103.1	-64,166.7	-33.0
지배주주손익의 증감률	-172.4	-135.3	-9.9	1,092.0	-26.8
EPS 증감률	적전	흑전	-10.2	1,095.1	-26.8
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	4.3	-4.9	-7.4	26.4	17.4
EBITDA Margin(%)	10.9	2.9	-0.1	30.4	21.6
지배주주순이익률(%)	-11.1	4.6	4.1	25.8	20.1

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	47.6	32.4	14.9	118.1	126.5
당기순이익	-43.0	15.2	13.7	163.3	119.6
비현금항목의 가감	118.4	18.1	-1.4	38.2	20.6
유형자산감가상각비	16.1	16.9	16.1	16.5	16.8
무형자산감가상각비	9.5	9.1	8.2	8.4	8.5
자본법평가손익	-22.7	-6.5	5.9	6.0	5.0
기타	115.5	-1.4	-31.6	7.3	-9.7
영업활동자산부채증감	-15.1	8.3	5.7	-41.3	11.3
매출채권및기타채권의감소	4.6	1.5	0.5	-46.7	5.8
재고자산의감소	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	4.2	4.3
기타현금흐름	-12.7	-9.2	-3.1	-42.1	-25.0
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 손취득	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	-72.2	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	18.5	121.6	129.8
기초현금 및 현금성자산	243.9	159.6	235.7	254.2	375.8
기말현금 및 현금성자산	159.6	235.7	254.2	375.8	505.7

자료: 키움증권 리서치

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	556.5	582.8	606.7	781.1	911.3
현금 및 현금성자산	159.6	235.7	254.2	375.9	505.7
단기금융자산	331.3	280.0	285.6	291.3	297.1
매출채권 및 기타채권	51.6	51.4	51.0	97.7	91.9
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.0	15.7	15.9	16.2	16.6
비유동자산	666.1	630.1	627.9	625.1	622.9
투자자산	179.1	167.8	159.1	150.4	142.6
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	1,234.7	1,406.2	1,534.2
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	173.5	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	497.2	505.0
자본지분	699.3	725.0	741.2	907.0	1,029.2
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	511.9	675.2	794.8
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	699.3	725.0	741.2	907.0	1,029.2

투자지표 (단위: 원, 백%)					
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	-662	237	213	2,541	1,861
BPS	10,887	11,284	11,537	14,118	16,019
CFPS	1,160	519	190	3,136	2,182
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-63.4	163.7	186.2	15.6	21.3
PER(최고)	-214.2	252.6	224.1		
PER(최저)	-56.4	159.5	125.1		
PBR	3.85	3.43	3.43	2.80	2.47
PBR(최고)	13.03	5.30	4.13		
PBR(최저)	3.43	3.35	2.31		
PSR	7.06	7.47	7.70	4.02	4.27
PCFR	36.1	74.7	208.3	12.6	18.2
EV/EBITDA	60.2	229.1	-8,871.5	11.1	15.4
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	1.1	12.4	8.1
ROE	-6.1	2.1	1.9	19.8	12.4
ROIC	1.5	-4.3	-5.0	35.2	20.5
매출채권회전율	7.0	6.5	6.5	8.5	6.3
재고자산회전율					
부채비율	74.8	67.3	66.6	55.0	49.1
순차입금비율	-23.1	-37.0	-39.4	-46.3	-53.9
이자보상배율(현금)	1.8	-1.3	-1.9	13.1	8.1
총차입금	329.0	247.7	247.7	247.7	247.7
순이익	-161.8	-267.9	-292.1	-419.5	-555.1
NOPLAT	42.1	9.7	-0.3	192.2	128.8
FCF	-65.5	45.8	-16.9	82.1	86.1



투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 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 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~ -10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~ -20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
NAVER (035420)	2022-12-01	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.16	-25.74
	2023-01-17	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-28.75	-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	-27.97	-25.13	
2024-11-12	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-25.64	-15.42	
2024-11-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월			

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
필어비스 (263750)	2022-12-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-38.95	-31.64
	2023-06-01	Buy(Maintain)	73,000원	6개월	-38.95	-31.64
	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	-29.10	-16.49
	2024-11-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.34	-16.49
	2024-11-20	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.40	-16.49
2024-11-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월			

목표주가추이(2개년)

