

| 게임 |

Take-Two Interactive Software, Inc. (TTWO)

Take 2 Portfolio!

[Intro] AI도 매크로도 아닌, 독립 성장의 게임 산업

본 리서치팀은 AI 사이클과 낮은 상관성을 가진 성장 자산 중, 가장 주목해야 할 산업으로 게임을 제시한다. 게임 산업은 1)AI 투자 사이클과 기댓값의 변수가 다르고, 2)경기 둔화 국면에서도 소비 방어력이 존재하며, 3)콘솔 교체주기와 대형 IP 출시를 바탕으로 현 시점 자체 성장 동력을 보유한다.

[투자포인트 1] 13년의 기다림, GTA VI

FY27 3Q 출시 예정인 GTA VI 판매량 3,810만장, 판매가 \$79.99를 제시하며 FY27 매출 35억 달러 달성하며 컨센서스를 상회할 전망이다. 판매량 2,900만 장·판매가 \$69.99의 컨센서스는 GTA V 어태치율을 그대로 적용한 과소추정으로, AAA 대작의 흥행 공식과 이미 증명된 GTA V의 저변, 인플레이션을 반영한 가격 전가의 합리성을 고려하면 동사의 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 판단된다.

[투자포인트 2] 13년이면 강산도 변하고 남는다

GTA VI 출시와 함께 GTA VI Online이 FY27~28 누적 약 \$10.25B(GTA V 대비 +388%)의 반복 결제 매출을 창출하며, 차세대 매출 동력으로 자리잡을 것으로 전망한다. 전작대비 늘어난 모수와 진입을 잔존물의 질적 상승에 더불어 온라인 진입 유저 또한 가처분소득 정점의 기존 코어층에 인앱 결제에 익숙한 20대가 더해지며 결제력 역시 전작을 무리 없이 넘어설 전망이다.

[체크포인트] GTA 망하면 어쩌죠?

다수 레이블로 분산된 비(非)GTA IP와 라이브서비스·신작 사이클의 지속성이 동사 매출의 하방을 지지할 전망이다. FY26 매출 상위 12개 카탈로그 중 GTA는 2개에 불과하며, 동사는 FY27 RCS 매출 비중을 65%로 제시하며 GTA VI 박스 폭증 국면에서도 비(非)GTA 베이스가 견조할 것임을 보였다. 모바일(Zynga) 부문은 신작 없이도 견조하게 성장하고 있으며, 2K·레거시 IP는 주기적 신작 출시로 RCS 풀을 갱신할 것으로 기대된다.

[밸류에이션] Historical Peer P/E Valuation

동사의 가치평가 방식으로 Historical Peer P/E Valuation을 채택했다. 이에 따라 목표주가 \$477.62, 상승여력 110.4%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Investment Fundamentals		(백만 달러, 달러 %, 배 추정은 NON-GAAP 기준)				
FYE Dec	2024A	2025A	2026A	2027E	2028E	
매출액	5349.6	5633.6	6646.4	9,889	8,781	
영업이익	-3590.6	-4,391.1	-104.2	3,062	2,529	
당기순이익	-3,744.2	-4,478.9	-298.2	2,472	2,053	
EPS	-10.07	-10.97	-1.55	13.26	11.01	
PER	n/m	n/m	n/m	17.1	20.6	
PBR	6.83	20.09	12.02	6.2	4.5	
OPM	-67.1%	-77.9%	-1.6%	31.0%	28.8%	
ROE	-50.91	-114.76	-10.56	36.4%	21.9%	

투자의견	BUY
목표주가	\$477.62
현재주가(06.01)	\$226.98
상승여력	110.4%

Stock Data			
NASDAQ(06/01)	27086.81		
시가총액(십억 달러)	41.6		
발행주식수(백만 주)	209.1		
52주 최고/최저가(달러)	264.79/187.63		
배당수익률(%)	N/A		
주요주주(%)	Vanguard	11.8%	
	BlackRock	10.2%	
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
	+4.10%	-8.90%	-0.55%



Research Team 1		
팀장	김민석	kmss2036@cau.ac.kr
팀원	동진희	djh7299@cau.ac.kr
	박연주	genuinep@cau.ac.kr
	강요한	john1392@cau.ac.kr
	김세정	sjflower@cau.ac.kr
	김수진	tnwls3914@cau.ac.kr

CONTENTS

I . Intro	1
II . Industry Analysis	3
III . Company Overview	7
IV . Investment Point	9
1. 13년의 기다림, GTA VI	9
2. 13년이면 강산도 변하고 남는다	12
V . Check Point	14
GTA 망하면 어쩌죠?	14
VI . Risk	15
두 차례 연기로 누적된 시장 불신?	15
VII . Valuation	16
VIII . Estimation Logic	17

I . Intro

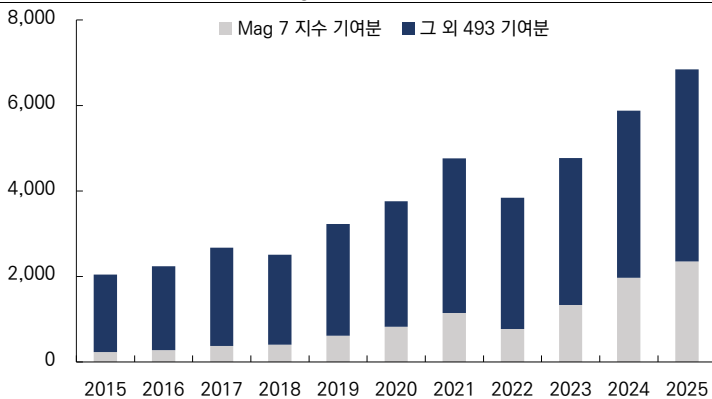
고개를 돌려보자.

포트폴리오의 다변화가 필요한 시점이다. 지금의 주도 섹터는 의심의 여지 없이 테크이나, 전체 시장 수익의 상당 부분은 소수 테크주의 실적과 밸류에이션에 과도하게 묶인 상황이다. S&P 500은 연일 신고점을 갱신하고 있지만 신고가를 '실제로' 갱신하고 있는 종목은 4%(21종목)에 불과하다. 가격이 내러티브를 지배하는 흐름 속에서, 500개 종목에 분산 투자하고 있다고 믿는 우리 모두는 결국 빅테크에 투자하고 있다.

결국 해법은 빅테크의 변동에 함께 흔들리지 않을 헤지 자산이다. 이익이 받쳐주는 상승은 과밀화되었고, 빅테크 하나의 Capex 피크아웃만으로도 지수 전체의 낙폭이 확대되고 있다. 빅테크와 직접 관련이 낮은 종목까지 변동성에 노출되는 환경에서는 독립적인 실적 변수를 가진 산업의 가치가 커질 수밖에 없다.

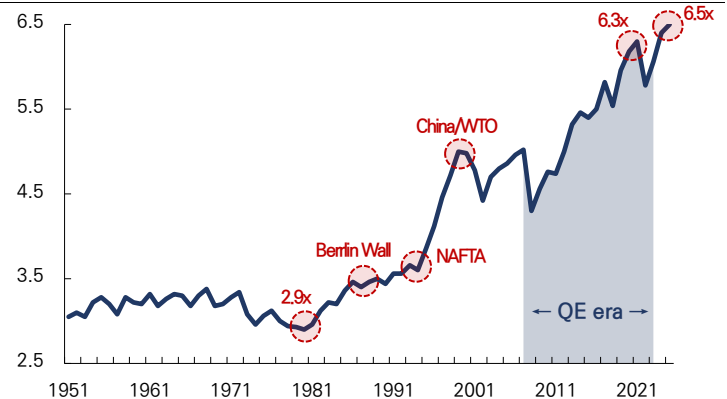
본 리서치팀은 AI 사이클과 낮은 상관성을 가진 성장 자산 중, 가장 주목해야 할 산업으로 게임을 제시한다. 게임 산업은 1)AI 투자 사이클과 기댓값의 변수가 다르고, 2)경기 둔화 국면에서도 소비 방어력이 존재하며, 3)콘솔 교체주기와 대형 IP 출시를 바탕으로 현 시점 자체 성장 동력을 보유하기 때문이다.

[자료 1-1] S&P 500 지수 추이와 Mag 7 비중



출처: Investing.com, RFS Team 1

[자료 1-2] 미국 민간부문 금융자산 / 명목 GDP (단위: 배)



출처: Haver, RFS Team 1

AI도 매크로도 아닌, 독립 성장의 게임 산업

게임사의 실적은 AI capex가 아니라 콘솔 교체주기와 대형 IP 출시 일정이 좌우한다. 빅테크의 이익이 AI 인프라 투자와 클라우드 수요에 연동되는 한편, 게임 산업의 수요는 하드웨어 보급률, 신작 라인업, 기존 IP의 수명에 의해 결정된다. AI 내러티브와 무관하게 콘솔 사이클은 정해진 주기를 따르고, 대형 IP의 흥행은 콘텐츠 자체의 경쟁력에서 결정되기 때문이다.

게임은 방어주라는 점 또한 매력적이다. 불황기에 소비자는 여행·외식 등 고가 여가 소비를 줄이는 대신 시간당 비용이 낮은 홈 엔터테인먼트로 이동한다. 실제 '08 금융위기 당시 미국 게임 지출은 YoY +19%로 사상 최고치를 기록했고, 고물가가 이어진 '25에도 607억 달러로 역대 2위 수준을 유지했다. 실물경제와 금융자산의 괴리가 역사적 고점인 현 상황에서 매크로 둔화는 곧바로 게임 수요 훼손으로 이어지지 않을 것이다.

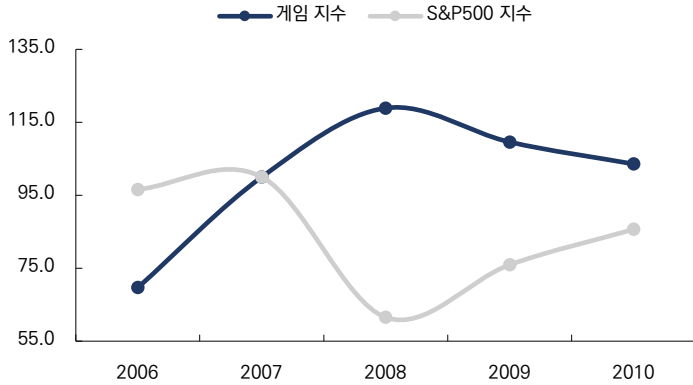
AI, 매크로와 무관 + 자체 성장

↓
게임 산업

더불어, 2026E 글로벌 게임 시장은 1,961억 달러(YoY +3.9%)로 사상 최고치를 경신할 전망이다. 팬데믹 이후 게임주는 콘솔 공백기, 메가 IP 부재, AI 랠리 소외로 디스카운트를 받아왔다. 그러나 '25 Switch 2가 출시 7개월 만에 미국에서 440만 대 판매되며 초대 Switch 대비 두 배 속도의 신규 사이클을 열었고, 2026E GTA 6 출시는 부재했던 초대형 IP 모멘텀을 제공한다. 이에 게임주는 디스카운트 해소와 이익 성장이 겹치는 고성장 구간에 진입할 가능성이 높다.

[자료 1-3] 글로벌 금융위기 전후 게임 지출과 증시

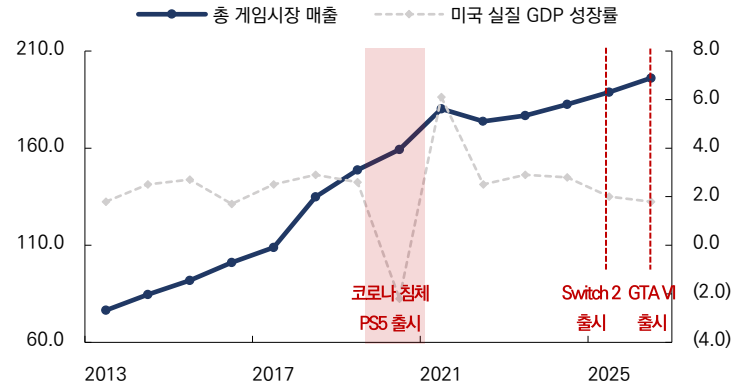
(단위: 2007=100)



출처: Investing.com, RFS Team 1

[자료 1-4] 글로벌 총 게임시장 매출 vs 미국 실질 GDP 성장

(단위: 십억 달러, %)



출처: Newzoo, BEA, RFS Team 1

II. Industry Analysis

콘솔·PC는 신규 하드웨어 사이클과 대형 IP 출시, 높은 성장률과 수익성을 동력으로 2028E 시장 규모 1,037억 달러를 전망한다. 그 중에서도 오픈월드 장르는 높은 수요·라이브서비스 수익성·구조적 진입장벽을 모두 갖춰 소수 메이저 퍼블리셔가 과점한다. 이에 본 리서치팀은 검증된 오픈월드 IP와 라이브서비스 역량을 갖추고, GTA VI 출시로 단기 모멘텀과 장기 재평가가 동시에 발생하는 Take-Two Interactive Software, Inc. (TTWO)를 Top Pick으로 제시한다.

콘솔·PC의 무대

게임 산업 내에서는 **콘솔·PC 시장에 집중해야 한다**. 전체 게임 시장은 모바일, 콘솔, PC로 구성되며, '25 1,030억 달러로 전체의 55%를 차지하는 모바일 시장의 CAGR은 +2.2%까지 둔화되며 포화 국면에 진입했다. 반면 동일 게임 파이프라인을 공유하는 콘솔·PC시장의 CAGR은 PC +6.6%, 콘솔 +4.4%로 모바일을 앞선다. 게임 산업 내 성장의 중심은 모바일에서 콘솔과 PC로 이동하고 있다.

콘솔의 신규 사이클과 PC의 플레이어 확대라는 두 동력이 맞물려, **콘솔·PC 시장 규모는 2028E 1,037억 달러로 확대될 전망이다**. 콘솔은 '25 6월 출시된 Switch 2를 시작으로 신규 하드웨어 사이클에 진입했고, GTA VI를 포함한 대형 라인업은 PS5·Xbox 업그레이드 수요까지 자극, 성장의 사이클을 가속화할 가능성이 높다. PC는 동아시아 중심의 이용자 확대와 Gen Z·Alpha 세대의 유입으로 플레이어 수가 '25 9.36억 명에서 2028E 10.2억 명까지 증가할 전망이다.

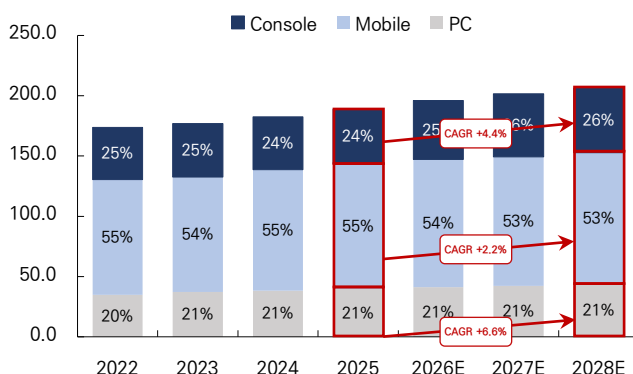
콘솔·PC 시장은 연 ARPPU(Average Revenue Per Paying User)가 약 \$54(콘솔 \$71·PC \$43)로, **모바일 시장(약 \$34) 대비 수익성이 우월하다**. 프리미엄 정가 판매를 기반으로 DLC·구독·인게임 결제가 결합되는 다층 수익 구조 덕에, 모바일에 비해 콘솔·PC의 ARPPU는 오히려 증가한다. 특히 상위 게임의 평균 수명은 PC 9.6년, PlayStation 7.4년에 이를 만큼 기성 IP의 지배력이 견고하기 때문에, 강력한 IP를 보유한 퍼블리셔가 높은 객단가를 장기간, 높은 마진으로 회수할 수 있다.

콘솔 신규 사이클 + PC 저변 확대
↓
콘솔·PC 매출 '28E 1,037억 달러로 확대

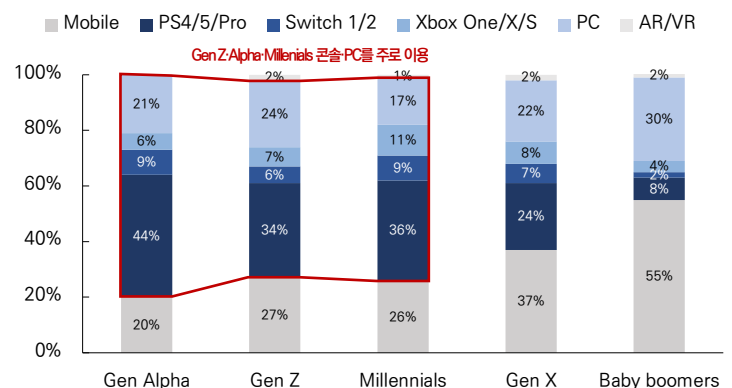
높은 ARPPU + 긴 IP 수명
↓
고수익성

[자료 2-1] 글로벌 게임 시장별 매출 추이

(단위: 십억 달러) [자료 2-2] 세대별 주력 플랫폼 비율



출처: Newzoo, RFS Team 1



출처: Newzoo, RFS Team 1

WHY 오픈월드?

콘솔·PC 시장 안에서는 오픈월드 장르에 주목해야 한다. 소비자의 콘텐츠 소비 속도가 가속화되는 현 상황 속 오픈월드는 1)소비자가 원하는 경험을 가장 방대하게 제공하고, 2)라이브서비스 전환을 통해 이익 지속성이 높으며, 3)막대한 개발비와 개발기간으로 인해 신규 진입이 제한적이기 때문이다.

더 가져와, 더

소비자의 콘텐츠 소비 속도는 제작 속도를 추월하고 있다. 일례로 The Last of Us Part II는 약 7년의 개발 기간을 거친 것으로 추정되나, 메인 스토리 평균 클리어 타임은 24시간에 그친다.

이러한 병목 속에서 시장은 더 오래, 더 방대하게 즐길 수 있는 경험을 요구하며, 이를 가장 직접적으로 충족하는 장르가 오픈월드다. 오픈월드는 절대 콘텐츠 분량에서 타 장르를 압도한다. 100% 완주 기준 Witcher 3 173시간, Elden Ring 약 135시간, RDR2 최대 182시간으로, 통상 10시간 안팎인 선형 서사 게임 대비 수 배에서 10배 이상의 콘텐츠를 제공한다.

더 실감나는 게임을 하고 싶어

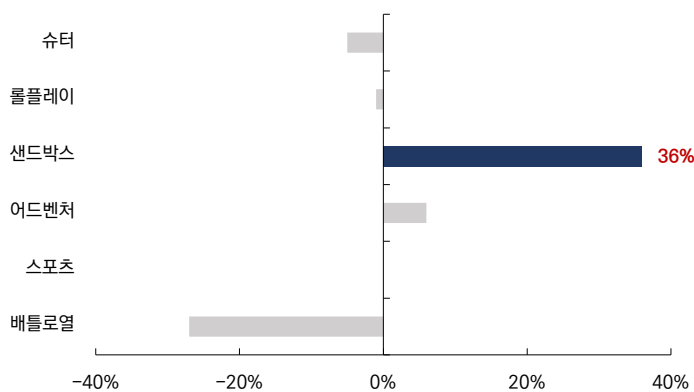
사용자의 주도성에 기반한 플레이 자유도는 현 콘솔·PC 시장에서 수요를 키우는 핵심이다. '25 콘솔·PC 장르 중 Sandbox의 플레이타임이 가장 가파른 상승폭을 보였다(YoY +36%)'. 더불어 '25 Steam 태그별 YoY 매출 증가액 순위에서 'Realistic'이 약 11.8억 달러로 1위를 기록했고, 'FPS', 'First-Person', 'Story Rich', 'Atmospheric' 등 현실감·몰입·서사와 직결된 태그가 상위권을 점했다.

이러한 수요들을 동시에 충족하는 장르는 사실상 오픈월드가 유일하다. 오픈월드는 사용자 주도성과 정교한 세계 묘사를 동시에 구현하기 때문에, 앞서 확인한 Sandbox·Realistic·Story Rich 수요를 한 장르 안에서 흡수할 수 있다. 실제 역대 매출 상위 10개 게임 중 1·2위를 포함한 절반이 오픈월드 장르라는 점은 오픈월드의 시장 지배력을 보여준다.

콘텐츠 소비 가속화,
그 대안으로서의 오픈월드

게이머 선호: 자유도 + 현실감
= 답은 오픈월드

[자료 2-3] 장르별 플레이타임 YoY 성장률



출처: Newzoo, RFS Team 1

[자료 2-4] Sandbox 장르 대표작 마인크래프트



출처: Steam, RFS Team 1

출시는 끝이 아니라 시작이다

오픈월드 IP의 수익은 일회성 판매로 끝나지 않고 장기간 반복적으로 누적된다. 게임의 수익 구조가 패키지 판매에서 구독·DLC·인게임 결제 중심의 라이브서비스로 이동하였기 때문이다. 실제로 '25 PC 게임 매출의 71%가 일회성 판매가 아닌 라이브서비스 모델에서 발생하였으며, 이 구조에서 수익은 이용자를 얼마나 오래 붙잡아 두는가에 비례한다.

라이브서비스에 기반한 지속적 매출

→ 콘텐츠가 많을수록 유리

플레이 지속성을 가르는 변수 역시 콘텐츠의 총량이다. 콘텐츠가 많을수록 체류 기간이 길어지고, 그 기간 만큼 반복 과금 횟수가 누적된다. 전술했던 오픈월드의 대량 콘텐츠는 출시 초반의 일시적 매출을 넘어 장기 구간의 이용자 잔존을 견인하며, 라이브서비스 수익 실현에 필요한 긴 체류 시간을 확보할 수 있다.

'그들'만의 오픈월드

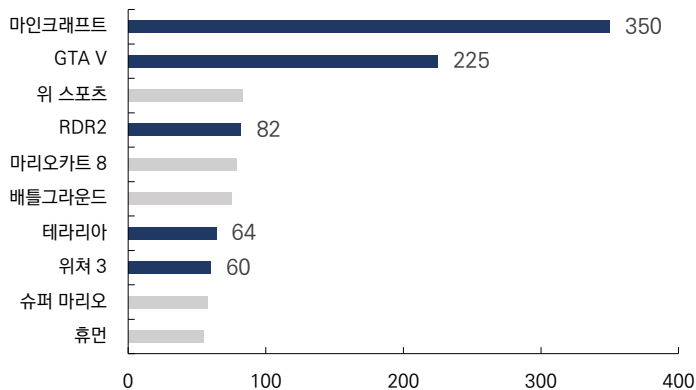
오픈월드 시장의 신규 진입은 제한적이다. 광활한 월드 설계, 수백 시간 분량의 콘텐츠, 비선형 퀘스트, 고도화된 그래픽, AI·물리 엔진, 온라인 운영 역량이 동시에 필요하기 때문이다. 대표적인 Red Dead Redemption 2는 약 5.4억 달러와 8년, Cyberpunk 2077은 약 3억 달러와 5년, GTA VI는 약 10~15억 달러와 8년 규모의 개발비와 기간이 투입된 것으로 추정된다. 작품의 흥행 실패 시 리스크를 감안하면, 이러한 자본·시간 부담은 신규 진입을 제한하며 오픈월드 시장을 과점으로 만들 수밖에 없다.

따라서 현재 게임 산업은 한 편의 대형 IP가 얼마나 높은 가격으로 팔리고, 얼마나 오래 이용자를 붙잡으며, 얼마나 반복적으로 매출을 만드는지에 좌우된다. 이 조건을 가장 잘 충족하는 장르가 오픈월드임을 다시 한 번 강조하며, 그 안에서도 검증된 IP와 라이브서비스 운영 능력을 모두 갖춘 퍼블리셔에 주목해야 한다.

개발비 수억 달러, 개발기간 수년
자본 요건이 형성하는 진입장벽

[자료 2-5] 게임 산업 내 역대 매출 상위 10개 매출

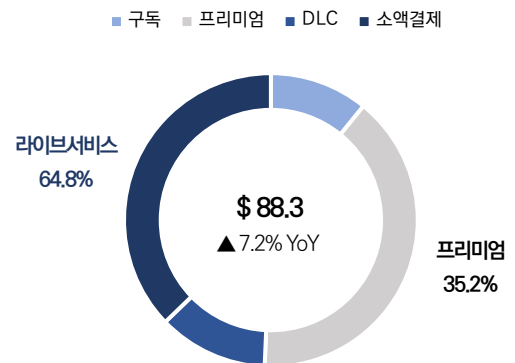
(단위: 백만 장)



출처: HP, RFS Team 1

[자료 2-6] 2025 글로벌 콘솔, PC 시장 매출액 구성 비율

(단위: 십억 달러)



출처: Newzoo, RFS Team 1

Top Pick: Take-Two Interactive (TTWO)

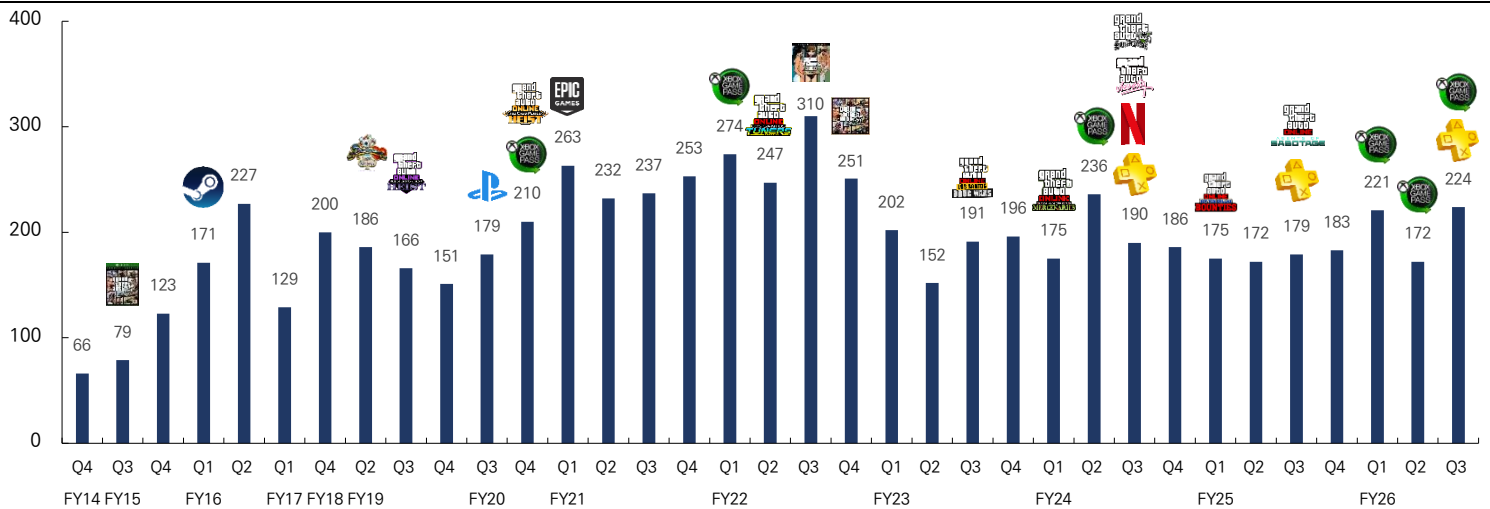
오픈월드 장르 내 Top Pick으로 Take-Two Interactive(TTWO)를 제시한다. 13년 만의 신작 GTA VI 출시가 임박했다. 이 한 타이틀이 만들어낼 서프라이즈와 멀티플 재평가의 폭이 비대칭적으로 크다고 판단한다.

GTA IP의 도달력은 게임 팬덤을 넘어선 대중 이벤트 수준이다. GTA V는 출시 3일 만에 소매 매출 10억 달러를 돌파해 당시 엔터테인먼트 역사상 최단 기록을 세웠으며 최근 10년 미국 시장 유닛·달러 기준 최다 판매 타이틀의 자리를 지키고 있다.

출시 13년차인 FY26에도 GTA 시리즈는 전사 매출의 12.4%(약 8.25억 달러)를 창출하고 GTA Online은 MAU 약 1,830만 명을 유지하고 있다. 단일 IP가 출시 10년 뒤에도 전사 매출의 8분의 1을 책임지는 사례는 산업 내 전무하며 현 시점 GTA VI 1차 트레일러의 종합 조회수 4억 7,500만회를 넘는 단일 콘솔·PC 카탈로그 또한 존재하지 않는다는 점에서 동사의 신작이 가진 모멘텀은 독보적이라고 판단한다.

[자료 2-7] GTA V 출시 이후 주요 분기별 GTA 시리즈 매출

(단위: 백만 달러)



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

III. Company Overview

동사는 Rockstar Games·2K·Zynga 3개 레이블로 사업이 구성된 글로벌 게임 퍼블리셔로, 단일 타이틀 기준 500만 장 이상 판매된 프랜차이즈 13개와 모바일 누적 다운로드 100억 회 이상의 IP 포트폴리오를 보유한다. Rockstar Games는 AAA 콘솔·PC 오픈월드 타이틀을, 2K는 스포츠·코어 장르 콘솔·PC 타이틀을, Zynga는 모바일 F2P 게임을 각각 담당하며, 동사 게임은 175개 이상의 국가에서 서비스된다

1) Rockstar Games: 글로벌 오픈월드 최상위 IP 보유

Rockstar Games는 10개 내부 스튜디오를 보유한 동사 최상위 레이블로, 오픈월드 장르의 글로벌 흥행 기록을 반복적으로 갱신해온 자체 IP를 운영한다. GTA 시리즈는 누적 4.7억 장 이상이 판매되었으며, 최신작 GTA V는 단일 게임으로 2.3억 장이 판매되어 3개 콘솔 세대에 걸친 산업 최상위 흥행 기록을 보유한다. GTA V는 retail 매출 10억 달러에 가장 빠르게 도달한 엔터테인먼트 작품이자 최근 10년 미국 시장 유닛·달러 매출 기준 최다 판매 타이틀이다.

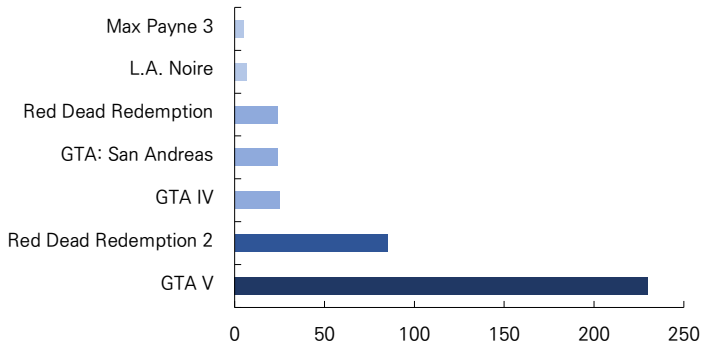
Red Dead Redemption 시리즈 역시 누적 1.15억 장 이상이 판매되었으며, 그 중 RDR2 단독으로 8,500만 장 이상이 판매되었다. 두 프랜차이즈 모두 박스 출시 이후 GTA Online·Red Dead Online 등 자체 라이브서비스로 매출 사이클이 확장된다. 그 외 L.A. Noire·Midnight Club·Max Payne 등 자체 IP를 보유하며, 모든 작품이 외부 IP 라이선스가 아닌 내부 개발 자산이라는 점이 동사 매출의 마진·통제력 측면의 차별화 요인이다.

메가히트 IP 다수 보유(GTA, RDR)
Rockstar Games

[자료 3-1] Rockstar 핵심 IP 누적 판매

(단위: 백만 장)

[자료 3-2] Rockstar 대표 IP



출처: Take-Two IR, RFS Team 1



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

2) 2K: 매년 갱신되는 스포츠와 장기 IP 신작 사이클의 결합

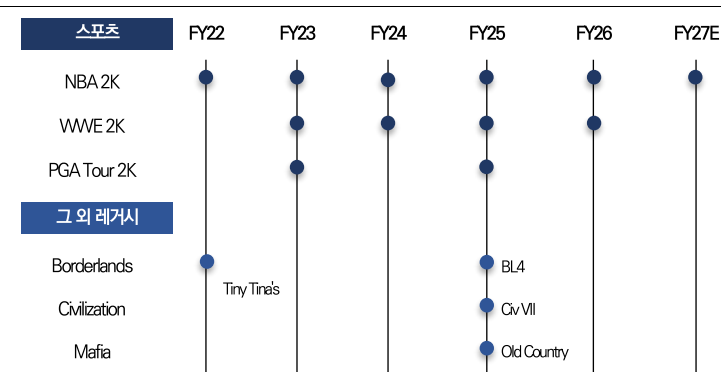
2K는 9개 내부 스튜디오를 보유한 레이블로, 스포츠 시뮬레이션 매년 출시 사이클과 그 외 코어 장르 주기적 신작 사이클을 통해 매출 베이스를 연속 갱신한다.

스포츠 부문은 NBA 2K(누적 1.73억 장 이상), WWE 2K, PGA TOUR 2K 등 매년 출시 사이클로 운영되어 신작 단발 흥행 없이도 매년 매출이 발생한다. NBA 2K는 글로벌 1위 농구 시뮬레이션 프랜차이즈로 NBA 2K Online·Mobile·Apple Arcade·MyTEAM 등 플랫폼 확장이 이루어진 상태다.

그 외 코어 장르는 Borderlands(누적 1억 장 이상)·Civilization(누적 8천만 장 이상)·Mafia 등 장기 IP가 주기적 신작 사이클로 매출을 갱신하며, FY26에는 위 3개 IP의 신작이 출시되었다. 매년 사이클과 주기 사이클이 결합된 듀얼 트랙 구조가 2K 매출 베이스의 변동성을 낮춘다.

스포츠 게임 연간 출시
+
코어 장르 주기적 출시
→ 이중 사이클의 2K

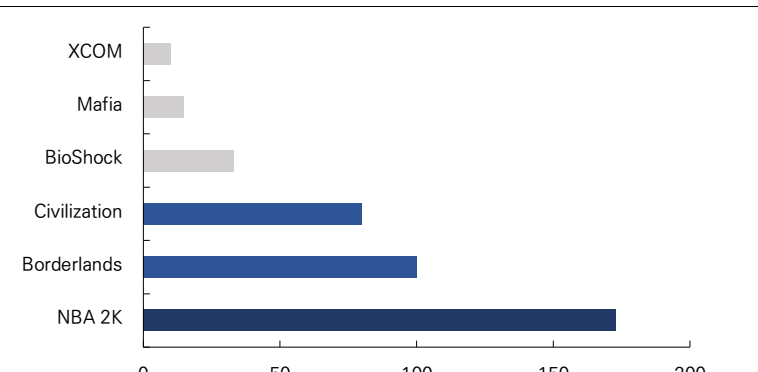
[자료 3-3] 2K 스포츠 및 레거시 IP 신작 출시 사이클 (FY22 ~ FY27E)



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

[자료 3-4] 2K 핵심 IP 누적 판매량

(단위: 백만 장)



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

3) Zynga: M&A로 확보한 모바일 라이브서비스 포트폴리오

Zynga는 동사가 '22 인수한 모바일 F2P 레이블로, 자체 M&A를 통해 확보한 산하 스튜디오 네트워크와 장르 다각화된 모바일 라이브서비스 포트폴리오를 운영한다. 각 스튜디오가 퍼즐(Toon Blast·Match Factory!)·시뮬레이션(Empires & Puzzles·Dragon City·FarmVille 3)·스포츠(Top Eleven·Golf Rival)·하이퍼 캐주얼(Color Block Jam) 등 장르별로 분산된 라이브서비스 게임을 담당한다. 단일 게임 의존도가 낮은 분산 포트폴리오 구조로 모바일 라이브서비스 매출 베이스를 형성하며, 모바일 누적 다운로드 100억 회 이상의 글로벌 유저 베이스를 보유한다.

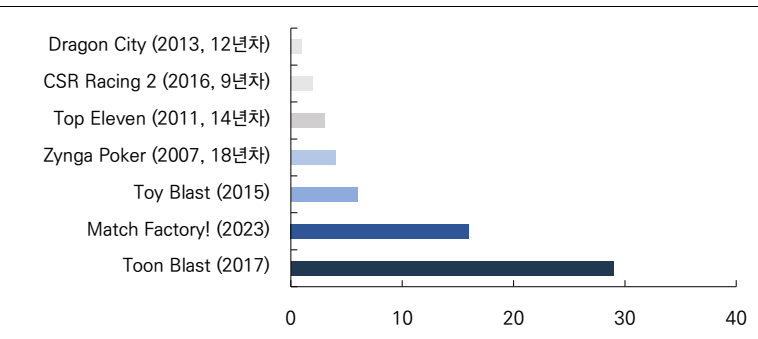
[자료 3-5] Zynga 대표작 스튜디오 · 장르 매트릭스

구분	Peak	Polio	Social point	Nordeus	Small Giant	Natural Motion	Zynga
퍼즐	Toon Blast 외 2개		Two Dots		Empires & Puzzles		Harry Potter 외 1개
시뮬레이션			Dragon City				Farm Ville 3 외 1개
스포츠				Top Eleven 외 1개			
하이퍼 캐주얼		Color Block Jam 외 2개				CSR Racing 2	
카드/워드							Zynga Poker 외 1개

출처: Take-Two IR, RFS Team 1

[자료 3-6] '26 5월 Zynga 레이블 대표작 월별 IAP 추이

(단위: 백만 달러)



출처: Sensor tower, RFS Team 1

IV. Investment Point

Investment Point 1. 13년의 기다림, GTA VI

다가올 11월 19일 출시 예정인 동사의 대표 시리즈 Grand Theft Auto의 여섯번째 시리즈 GTA VI의 판매량 3,810만장, 판매가 \$79.99를 제시하며 FY27 매출 35억 달러를 제시한다. 컨센서스는 FY27 판매량 2,900만 장, 판매가 \$69.99를 전망한다. 이는 GTA V의 어태치율을 그대로 적용한 추정치이며, 본 팀은 이를 과소추정이라 판단한다. 따라서 투자포인트1에서는 1)AAA급 게임들의 흥행 공식, 2)이미 증명된 GTA V, 3)가격 전가의 합리성을 근거로 컨센서스를 정면 반박하고자 한다.

1) 성공하는 타이틀의 로알로드

그 첫번째, 압도적 조회수: 유튜브 트레일러 뷰

GTA VI의 화제성은 독보적이다.

출시 전 트레일러 조회수는 신작의 초동 판매량을 가능하는 선행지표로, 트레일러 조회수와 기대감은 비례하며 초동 판매량과 직결된다. AAA급 게임은 공개 첫 24시간 조회수가 높았던 대작일수록 출시 직후 강한 초동을 기록해 왔다.

실제로 '콜 오브 듀티 블랙옵스6'는 트레일러가 72시간 만에 약 5,000만 뷰를 기록하며 시리즈 역대 최다 조회를 경신했고 이는 발매 첫 해 시리즈 사상 최대 판매량 1,737만 장으로 이어졌다. 갓 오브 워 라그나로크와 스파이더맨2의 트레일러도 각각 약 1,000만 뷰를 기록한 뒤, 출시 5일 만에 510만 장이 팔리며 전작 초동판매량 330만 장을 넘어섰다.

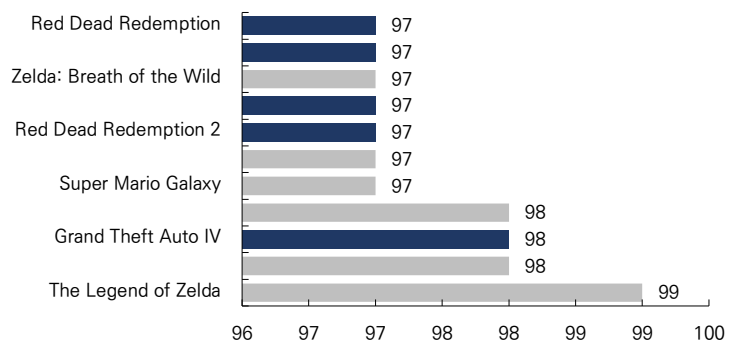
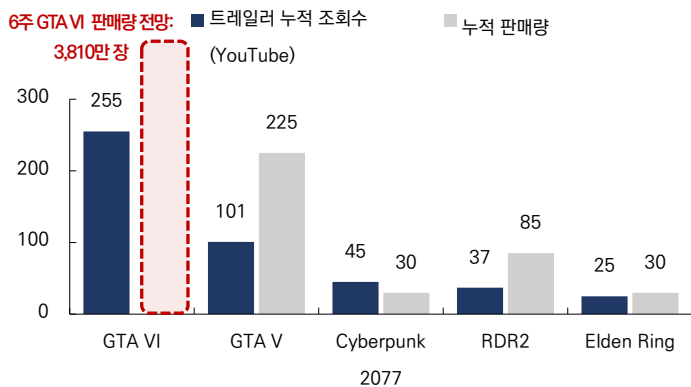
AAA 대작들의 트레일러 첫날 조회수가 1,000만~5,000만 뷰임을 고려하면 GTA VI의 기대감이 얼마나 높은 수준인지 알 수 있다. 1차 트레일러('23 12월)는 공개 24시간 내 9,042만 뷰(비(非)음악 영상 최다 조회 기네스 기록), 2차 트레일러('25 5월)는 4억 7,500만 뷰를 기록했다.

동급 AAA 대작 트레일러 대비 약 10배에 달하는 관심도는 시간이 지나도 꺾이지 않았다. 1차 트레일러는 출시 전임에도 조회수가 누적 2.55억 뷰까지 증가한 상황이다. 결론적으로 기존 AAA 게임들과 비교했을 때 10배 높은 트레일러 뷰, 기대감이 지속적으로 유지되는 점을 보아 출시 시점에 전환될 대기 수요가 컨센서스의 반영 수준을 크게 상회할 전망이다.

1차('23.12): 24h 9,042만 뷰
2차('25.5): 4.75억 뷰
→ 동급 AAA 대비 최대 10배 기대감

[자료 4-1] Rockstar 핵심 IP 누적 판매

(단위: 백만 장) [자료 4-2] 메타크리틱 역대 최상위 IP



출처: Guinness World Records, Game World Observer, RFS Team 1

출처: Metacritic, RFS Team 1

검증된 IP인 GTA V의 후광으로
수요의 견고한 하단 기대

그 두 번째, 레퍼런스: 역대 콘솔 판매량 2위, GTA V

GTA V는 플레이스테이션 역대 최고 평점 메타크리틱 97점의 명작으로, 출시 12년 차인 '25에도 분기당 약 500만장이 판매되며 동 시기 출시된 신작 대부분을 능가하고 있다. 누적 판매량 6,000만 장을 기록하며 꾸준히 사랑받는 '게임 위저 3'가 메타크리틱 92점임을 감안하면 GTA 시리즈가 타게임대비 높은 수준의 완성도를 보여주었다는 것을 알 수 있다.

이러한 전작의 흥행은 신작 Q 상향의 강한 트리거다. 메타크리틱 97점, 누적 약 8,500만장을 기록한 자매작 RDR2 역시 출시 7년 차에 접어들었음에도 연간 판매 최고치를 기록 중이다. 이에 누적 판매량 세계 2위(2.25억 장)의 검증된 IP인 GTA V의 후광효과가 GTA VI 판매량의 견고한 하단을 형성할 전망이다.

그 세 번째, 13년의 기다림: 신작에 목마른 게이머들

펜트업: 신작과 차기작의 시차에 비례하는
기대감

GTA V와 GTA VI 출시 사이 13년의 공백은 시리즈 게임 사상 최장의 기다림이었으며 동시에 또다른 Q 상승의 트리거다. 최초로 두 콘솔 세대를 망라한 긴 펜트업 수요는 결국 신작으로의 전환이 더 빠르고 더 크게 이뤄질 것임을 의미한다.

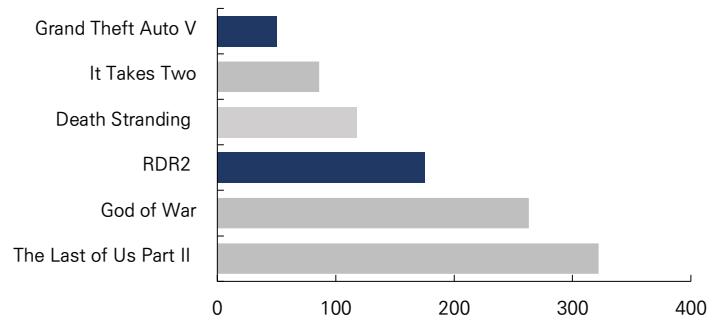
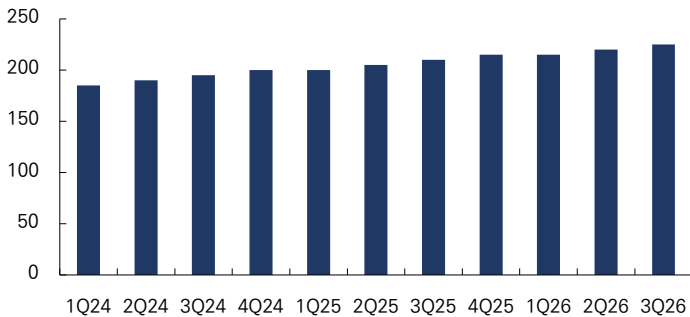
V → VI 사이 공백 13년은 시리즈 최장,
'24·'25 연속 최고 기대작

실제 GTA VI에 대한 대기수요는 미출시 상태로 '24와 '25 연속 최고 기대작을 수상한 전례 없는 기록으로 파악 가능하다. 최고 기대작은 통상 출시가 임박한 작품에 표가 집중되어, 한 게임이 미출시 상태로 2년 연속 수상한 전례가 없다. 출시가 1년 이상 미뤄지는 동안에도 기대가 식지 않고 누적되고 있음을 보여준다.

성장한 전작 세대 또한 펜트업 수요를 강화한다. GTA V를 즐긴 세대가 구매력을 갖춘 성인으로 성장했다. 수요 신호를 종합적으로 고려하면, 본 팀이 제시한 어태치율 27.6%는 오히려 합리적인 수준이라 판단한다.

[자료 4-3] GTA V FY7기준 누적판매량

(단위: 백만 장) [자료 4-4] 기대작 수상내역 1위~6위



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

출처: Forbes, RFS Team 1

2) WIN-WIN하는 가격, \$79.99

모두가 GTA VI에 빠질 수 있도록

GTA VI 초기 1년 판매가 \$79.99 전망,
판매가 세 자릿수설은 과대추정

GTA VI의 출시 초기 1년 판가를 \$79.99로 전망한다. 최근 AAA 신작의 정가가 \$69.99에서 \$79.99로 상향되는 흐름이 형성되고 있으며, 가격 탄력성이 낮은 메가 IP인 GTA는 단가 인상의 레버리지가 특히 큰 타이틀이다.

다만 시장에서 거론되는 세 자릿수 정가설은 과대 추정으로 판단한다. 브랙은 \$99.99의 가격을 유출했고, 세인트로우 제작자는 GTA가 \$100을 받을 자격이 있다는 견해와 함께 최대 \$112수준의 판가를 제시했다. 그러나 이는 정성적 기대일 뿐 동사의 공식 가격 정책과는 거리가 있다. 실제 젤닉 CEO 역시 IR 콜에서 다수가 접근 가능한 가격대를 지향한다고 발언한 바 있다.

딱 물가 상승을 만큼만

게임 판가의 CAGR과 물가상승률, 이미 시장에 형성된 AAA 가격 수준을 고려하면, \$59.99 → \$79.99로의 판가 상승은 소비자의 구매 수요를 이탈하지 않는 가격 수준이다. AAA 신작 표준 정가는 '13 \$59.99에서 '20 \$69.99, '25 \$79.99로 상승, 13년간 연평균 2.2% 상승했다. 이는 동기간 미국 소비자물가 상승률 약 2.7%를 하회한다.

결국 판가 \$79.99가 유저 수요를 훼손시킬 가능성은 제한적이라 판단한다. CAGR보다 낮은 실질 기준으로 보면 \$79.99는 오히려 과거보다 낮은 가격이다. '13 \$59.99를 2025년 물가로 환산하면 약 \$83이다. \$59.99에 출시된 유비소프트의 '어쌔신 크리드'의 사례가 이를 증명한다. 전작 3의 출시가 \$49.99로 가격은 20% 높아졌으나, 발할라의 판매량은 전작 대비 46% 늘어난 1900만 장을 기록했다.

플레이타임, 콘텐츠의 방대함과 반비례하는 체감 가격도 \$79.99로의 인상을 합리화한다. GTA·RDR 시리즈와 같이 콘텐츠 밀도와 플레이 지속성이 높을수록 플레이타임은 방대해지고 이는 결국 최종 구매자의 체감 가격을 낮춘다. 80시간 이상의 플레이타임을 갖춘 최신 AAA 타이틀의 정가는 이미 \$79.99에 형성되어 있다.

물가상승률, Peer AAA 평균가격, 플레이타임에 따라 반비례하는 체감가격을 고려했을 때 판가 상승은 유저 이탈이 아닌 소비자에게 충분히 전가 가능한 수준이다. 결국 GTA VI의 \$79.99 책정은 예외가 아니라 형성된 흐름의 연장선상에 위치해 있다고 판단한다.

AAA 가격 CAGR 2.2% < 미 CPI 2.7%
판가의 수요 훼손 가능성은 제한적

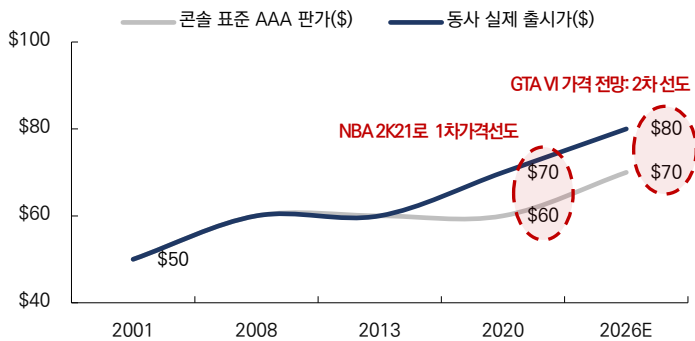
물가상승률·AAA 가격·체감가격 고려,
판가 상승을 소비자에 전가 가능

[자료 4-5] 신작 출고가 비교

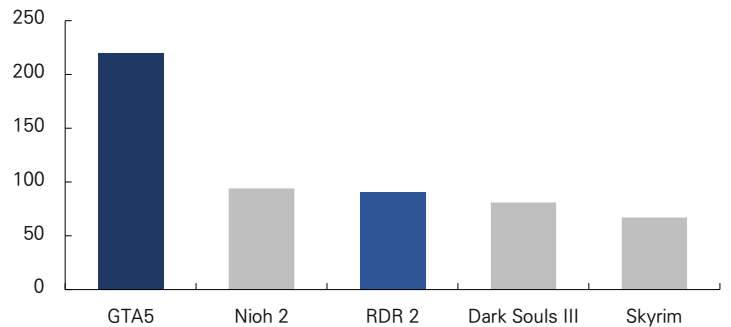
(단위: 달러)

[자료 4-6] 오픈월드 IP 평균 플레이타임

(단위: 시간)



출처: Screenrant, Gamespot, RFS Team 1



출처: GLHF/USA Today (Steam Augmented), RFS Team 1

\$79.99 가정치와 판매량 4,300만장 추정치를 종합했을 때, 사상 최대 규모의 개발비도 출시 분기 내 회수가 빠르게 이뤄질 것으로 전망한다. GTA VI의 누적 개발·마케팅비는 약 30억 달러로 역대 최고 수준이다. 이는 전작 GTA5의 2.65억 달러의 12배에 달하는 규모이며, 록스타 노스의 인건비만 '19~'25 10억 달러가 투입됐다.

본 팀 추정 첫 해 판매량 38.1M장에 판가 \$79.99를 적용하면 박스 판매액은 약 30.48억 달러로, 초동 물량만으로도 누적 제작비를 4800만 달러 상회한다. 결국 \$79.99로의 인상은 제작비 회수를 앞당겨 동사 후속 콘텐츠 재투자 여력을 확보함과 동시에 흥행 실패 위험을 헤지할 수 있고, 유저는 방대한 콘텐츠 볼륨을 통해 가격 이상의 시간당 가치를 돌려받음으로써 만족을 누릴 수 있다.

첫 해 판매량 38.1M장 × \$79.99 = \$30.48억
↓
누적 제작비 30억 달러

Investment Point 2. 13년이면 강산도 변하고 남는다.

동사는 GTA VI Online이 FY27~28 누적 약 \$10.25B의 반복 결제 매출을 창출하며, 이후 전작 GTA V Online('14~'24 10년 누적 \$5.08B)을 상회하는 차세대 매출 동력으로 자리잡을 것으로 전망한다. 이는 1)박스 구매자가 Online으로 자연 유입되는 구조, 2)라이브서비스 환경 정착에 따른 진입률·잔존률 상승, 3)결제력이 검증된 코어층과 인앱결제에 익숙한 신규 세대의 이중 수요에 기인한다.

1) 박스판매 = 오픈월드 진입을 위한 발사대

모수 확대 → 온라인 유저 증가
+ Online 출시 유예기간 Zero

상기했듯 동사의 FY27~28 누적 GTA VI 박스 판매량은 6,664만장으로 추정되며, 이에 따른 Recurrent 매출 \$10.25B(GTA V +388%)를 전망한다. GTA VI는 출시 시점 신세대 콘솔 전용(PS5·Xbox)으로 출시되며, 판매 가능 모수인 설치기반은 2026년 11월 기준 약 1.4억 대로 GTA V 출시 시점 수준에 근접한다. 전작은 본편 출시 약 2주 후 Online이 가동됐고, 기존 GTA Online 인프라의 활용이 가능하므로 GTA VI Online도 출시 직후 즉시 가동될 전망이다.

2) 왕의 진화

그 사이 세상이 바뀌었어요

콘솔 인앱결제 인프라 발전, 오픈월드 특성
→ Online 진입률, 잔존률 전작 상회 전망

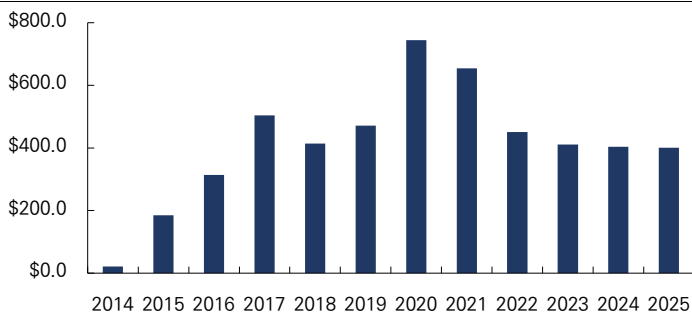
라이브서비스 환경 정착으로 박스 구매자의 Online 진입률·잔존률은 GTA V 출시 초기 대비 질적으로 상승할 전망이다. GTA V가 출시된 '13에는 라이브서비스 모델과 콘솔 인앱결제 인프라가 산업 초기 단계였고, 박스 구매자가 스토리 모드만 클리어한 뒤 이탈하는 패턴이 일반적이었다.

반면 '26 라이브서비스는 글로벌 콘솔 매출의 49%를 차지하며, 유저 행태가 1회 박스 구매에서 멀티플레이·반복 결제 중심으로 전환됐다. 오픈월드 특성상 멀티플레이가 박스 단독보다 압도적 효용을 제공하는 만큼, 싱글플레이 클리어는 이탈 시점이 아니라 Online 진입 유인으로 작용할 전망이다. 플레이 초기부터 Online에 진입하는 유저 풀까지 감안하면, 진입률·잔존률 모두 전작을 상회할 것으로 판단한다.

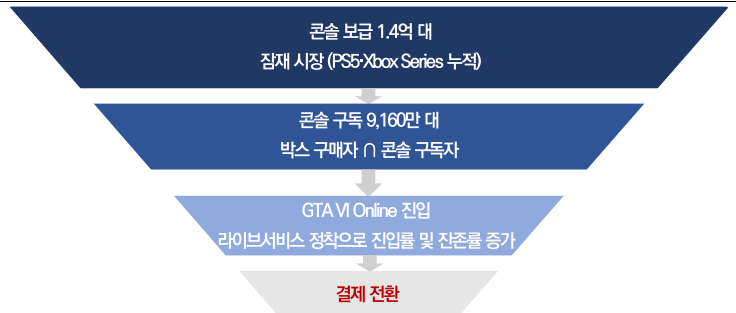
[자료 4-7] GTA V Online 연도별 반복결제(RCS) 매출

(단위: 백만 달러)

[자료 4-8] GTA 온라인 유입 구조



출처: ShinyHunters, RFS Team 1



출처: Playstation Sony, RFS Team 1

Online 잔존 시간 증가 → 인앱결제 압박
FY26 GTA시리즈 매출 중 70%: 인앱결제

Online 잔존 시간이 길어질수록, 인앱결제의 압박은 높다. 누적 플레이타임이 쌓이고 캐릭터·자산 성장의 한계 효용이 체감하면서, 샤크카드(게임 내 화폐) 등 결제 유인이 커지기 때문이다. 실제로 동사 IR에 따르면 인게임 내 인플레이션 시스템을 적용, 업데이트마다 부동산의 매매가를 상승시킨다.

GTA V Online이 출시 13년차에도 DAU 약 420만 명을 유지한다는 점, FY26 GTA 시리즈 매출 약 8.25억 달러 중 약 70%가 인앱결제에서 발생했다는 점을 고려하면, 인앱결제의 효율성은 이미 증명되었다고 판단한다.

아빠도 돌아오고 아들도 시작해요.

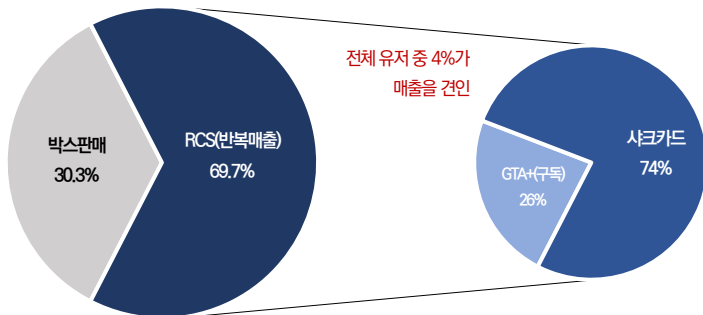
GTA VI Online의 결제 매출은 전작을 상회할 전망이다. 이는 1)검증된 고지출층의 즉각적 재활성화, 2)판매 박스 증가에 따른 결제인구 확대, 3)신규 세대 유입을 통한 결제 전환 풀 확대에 기인한다.

출시 초기 매출은 검증된 코어 결제층이 견인한다. GTA Online 매출의 74%가 신용카드에서 발생하며, 이 결제는 활성 유저의 4%에 집중된다. 즉 매출 구조는 광범위한 소액 결제가 아니라 소수 고지출 유저에 의존한다. 이들은 pay-to-skip에 이미 적응한 계층으로, 동일한 수익화 구조가 이식되는 신작에서 출시와 동시에 동일 결제 행태를 반복할 가능성이 높다.

본 리서치팀 추정에 따른 모수 확대도 긍정적이다. '13년 GTA V 출시 당시 핵심 연령대였던 20~30대는 13년이 경과하며 가처분소득이 정점에 이르는 30~40대로 이동했다. 결제 여력이 확대된 복귀 유저가 Recurrent 매출에 기여할 것으로 판단한다.

GEN-Z의 유입은 추가 상방을 제공할 것으로 예상된다. Deloitte에 따르면 Gen-Z의 90%는 게이머로 식별되며, 산업분석에서 확인했듯 오픈월드 선호가 높은 흐름에서 GEN-Z의 GTA Online 유입 가능성은 매우 높다. 또한, Gen-Z의 비율이 96%이상인 Fortnite-Call of Duty등의 게임에서 65%가 배틀패스에 정기적으로 참여한다. 신작 GTA VI에서도, Gen-Z는 인앱 결제 매출의 성장 동력이 될 전망이다.

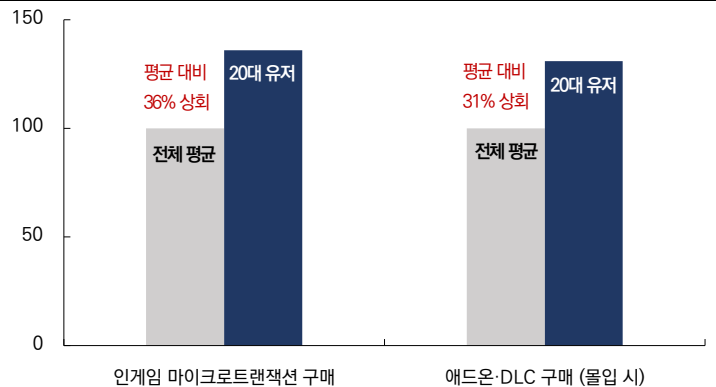
[자료 4-9] FY2025 동사 매출 분석



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

[자료 4-10] 20대 인앱결제 경향성

(단위: 백만 달러)



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

V. Check Point

GTA 망하면 어쩌죠?

다수 레이블로 분산된 비(非)GTA IP와 라이브서비스·신작 사이클의 지속성이 동사 매출의 하방을 지지할 전망이다.

동사 매출은 GTA 외 다수 IP로 폭넓게 분산되어 있다. FY26 매출 상위 12 카탈로그 중 GTA 시리즈(GTA Online·GTA V)는 2개 뿐이다. 동사 가이던스의 FY27 RCS 매출 비중은 65%(YoY -13%p)로 GTA VI 박스 매출이 폭증하는 국면에서도 비(非)GTA RCS 베이스가 견조하게 유지될 것으로 전망된다.

Zynga(모바일) 매출 베이스는 신작 단발 흥행 없이도 견조하게 성장하고 있다. 동사 모바일 Net Bookings는 FY22 \$405M에서 FY26 \$3,301M으로 매년 우상향했으며, FY26 기준 전사 Net Bookings의 49%를 차지하는 최대 플랫폼이다. 이는 Toon Blast·Match Factory! 등 라이브서비스 게임이 출시 후 수년이 경과하여도 매출을 유지하는 구조에 기인하며, 이 안정성이 향후에도 매출 하방을 지지할 전망이다.

2K 레이블 또한 시리즈 매년·주기적 신작 사이클을 통해 RCS 풀을 갱신할 전망이다. NBA 2K는 1999년 이래 매년 신작이 출시되어 FY26 매출 상위에 NBA 2K26·NBA 2K25가 동시 진입했고, WWE 2K도 매년 사이클로 FY26 4Q 매출 상위(WWE 2K26)에 진입했다.

레거시 IP또한 반복되는 신작 출시로 매출 Base를 갱신할 것이다. FY26에는 Borderlands 4·Mafia: Old Country·Civilization VII가 신작으로 출시되며 비(非)GTA 군집 전반의 RCS 풀이 연속적으로 유지됐다. 향후에도 매년 시리즈 사이클이 RCS 풀의 자연 갱신 동력으로 작동하며, 2K 매출 베이스는 신작 단발 흥행 없이도 안정적으로 유지될 전망이다.

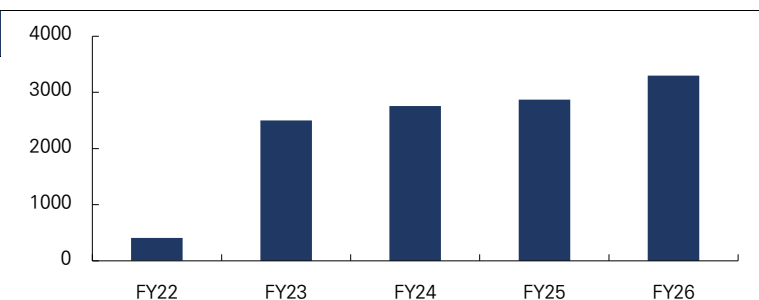
[자료 5-1] FY26 4Q 매출 상위 12개 IP

Rockstar	2K	Zynga
GTA Online	NBA 2K26	Toon Blast
GTA V	NBA 2K25	Match Factory!
Red Dead Redemption 2	WWE 2K26	Empires & Puzzles
Red Dead Online	Borderlands 4	Color Block Jam

출처: Take-Two IR, RFS Team 1

[자료 5-2] 동사 모바일 플랫폼 매출 추이

(단위: 백만 달러)



출처: Take-Two IR, RFS Team 1

VI. Risk

GTA VI 출시 지연은 단기 주가 변동성에 그칠 뿐 동사의 펀더멘털을 훼손하지 않는다. 동사는 GTA VI 출시를 두 차례 연기하며 출시 시점을 1년 이상 미뤘고, 주가는 실적이 아닌 출시 지연에 반응해 왔다. 이에 본 팀은 반복된 연기로 할인된 현 주가가 저가 매수 기회이며 11월 출시 현실화 시 우려 해소와 함께 투자 심리가 반전될 것으로 기대한다.

두 차례 연기로 누적된 시장 불신?

본 팀은 GTA VI 출시 지연이 단기 주가 변동성을 유발할 수는 있으나 동사의 펀더멘털을 훼손하지 않으며, 추가적인 보완 기간은 오히려 완성도를 높여 출시 시점에 더 높은 실적으로 보상될 것으로 판단한다. 반복된 연기로 펀더멘털 대비 주가가 할인된 현 국면은 저가 매수의 기회가 될 수 있으며, 올 11월 19일 출시가 현실화될 경우 동사의 유일한 리스크가 해소되며 투자 심리가 빠르게 반전될 것으로 전망한다.

24.02: [‘25 가을] 출시 예정
↓
25.05.02: [26.05.26] 출시 예정
↓
25.11.06: [26.11.19] 출시 예정

연기 ≠ 실패,
역대 연기작의 흥행 성공 선례

GTA VI 출시가 두 차례에 걸쳐 연기됨에 따라 주가는 실적이 아닌 출시 지연에 반응했다. [‘25 가을→ ‘26 5월 26일(1차 지연) → ‘26 11월 19일(2차 지연)]로 출시가 1년 이상 연기됨에 따라, 2차 연기 발표 당일(‘25 11월 6일), 2Q26 실적 서프라이즈(Net Bookings 19.6억 달러, YoY +33%)에도 불구하고 주가는 약 8% 하락한 232달러로 마감했다.

그러나 동사의 펀더멘털은 다음을 근거로 견조하다. 첫째, 과거 동사의 출시 지연은 결코 배신의 결과를 낳지 않았다. 약 4개월 연기 끝에 출시된 GTA V는 출시 3일 만에 소매 매출 10억 달러를 돌파(1일차 8.15억 달러)하며 당시 엔터테인먼트 역사상 가장 빠른 기록을 세웠고, 시리즈 전체 누적 판매량 4.7억 장 중 약 2.3억 장이 팔린 흥행작이 되었다. Red Dead Redemption 2 역시 약 1년 연기 후 출시되었음에도 출시 첫 3일간 7.25억 달러 매출로 당시 역대 2위 엔터테인먼트 런칭을 기록했고 현재 누적 8,500만 장 이상이 판매되었다.

든든한 Net Bookings와
RCS(반복 매출)

둘째, GTA VI 출시를 기다리며 기존 사업부는 동사의 실적을 든든히 떠받치고 있다. 동사는 GTA VI 출시라는 빅 이벤트를 아직 실현하지 않은 FY26에도 Net Bookings 67.2억 달러를 기록하며 사상 최대 실적을 달성했고 4Q26 Recurrent Consumer Spending 비중은 82%에 달했다. NBA 2K, GTA Online, Zynga 모바일 등 반복 매출 기반이 GTA VI의 출시 공백을 충분히 메우고 있는 것이다.

[자료 6-1] GTA5 연기/출시와 동사 주가 추이 (단위: 달러)



출처: investing.com, RFS Team 1

[자료 6-2] RDR 연기/출시와 동사 주가 추이 (단위: 달러)



출처: investing.com, RFS Team 1

[자료 6-3] GTA6 연기와 동사 주가 추이 (단위: 달러)



출처: investing.com, RFS Team 1

VII. Valuation

Historical Peer P/E Valuation

동사의 가치평가 방법으로 Historical Peer P/E Valuation을 채택했다. GTA VI 출시로 이익이 단기간에 급증하는 이벤트 드리븐 구조를 가장 직접적으로 반영하는 지표이기 때문이다. 이에 따라 **목표주가 \$477.62, 상승여력 110.4%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

EPS는 회계연도 단위가 아닌 GTA VI 출시 직후 4개 분기 합계(FY27 3Q~FY28 2Q) Net Bookings 기준 \$11.45를 적용했다. 회계연도 EPS는 출시 시점이 분기 중간에 걸쳐 사이클 효과가 희석되는 한계가 있으나, 출시 직후 4개 분기로 구간을 한정하면 박스 판매-온라인 초기 가동-개발비 인식이 실제 사이클 기간에 정확히 매핑되기 때문이다.

Target P/E 41.70x는 EPS 기준과 동일하게 '메가 타이틀 출시 후 1년 시점'의 Historical Peer P/E 평균을 적용해 산정했다. GTA V는 단독 누적 박스 230M장과 GTA Online 누적 매출 \$5.08B로 4개 Peer의 출시 첫해 박스 판매 및 라이브서비스 자산화 규모를 모두 상회한다. 따라서 4개 Peer 평균 멀티플 적용은 GTA 시리즈의 IP 규모를 감안하면 보수적으로 설정한 멀티플로 판단한다.

최종 Valuation Table은 다음과 같다.

[자료 7-1] TTWO Historical Peer P/E Valuation

TTWO Historical Peer P/E Valuation			
구분	단위		비고
출시 이후 4분기 EPS 합계(FY27 3Q~FY28 2Q)	11.45	(\$)	(A)
Target P/E	41.70	(배)	(B)
목표주가	477.62	(\$)	(C)=(A)*(B)
희석 가중평균유통주식수	186.50	(백만 주)	(D)
적정 시가총액	89,076	(\$mm)	(E)=(C)*(D)
목표주가 (Target Price)	477.62	(\$)	(F)=(C)
현재주가 (Current Price)	226.98	(\$)	26.06.01 기준 종가
상승여력 (Upside)	110.4	%	

출처: RFS Team 1

VIII. Estimation Logic

게임 매출은 라이브서비스 특성상 판매 시점과 회계 인식 시점 사이에 이연 매출조정이 크게 개입하므로 GAAP 매출만으로는 실제 사업 동력을 설명하기 어렵다고 판단, 바텀업 방식으로 회계기준 순매출(GAAP Net Revenue)이 아닌 실질영업지표 Net Bookings를 추정했다. Net Bookings는 신작 출시·재주문 중심의 Non-recurrent과 라이브서비스·모바일 중심의 Recurrent으로 이분하여 추정하였다.

매출 추정

Non-Recurrent 매출 추정

신작 매출은 타이틀별로 Q*P로 Net Bookings를 산출한 뒤, 디지털 다운로드와 패키지로 분리하여 추정하였다. 디지털 비중은 콘솔 전반의 디지털 전환 추세를 반영하여 상승하는 것으로 가정하였다. GTA VI와 그 외 Rockstar 2K·Gearbox 프랜차이즈와 신규 IP를 각각의 출시 주기에 맞춰 반영하였다.

[자료 8-1] Grand Theft Auto (Rockstar) 매출추정

매출추정 (단위: 백만 달러) 회계연도 결산: 3 월	2027					2028				
	06.30.2026	09.30.2026	12.31.2026	03.31.2027	03.31.2027	06.30.2027	09.30.2027	12.31.2027	03.31.2028	03.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
Grand Theft Auto (Rockstar)										
판매 수량 (units, mm)	1.00	2.00	39.21	5.89	48.10	3.19	3.86	3.86	10.62	21.54
판매 단가 (\$)	\$20.00	\$20.00	\$78.23	\$68.19	\$73.37	\$58.17	\$61.99	\$61.99	\$73.45	\$67.08
판매 Net Bookings	\$20	\$40	\$3,067	\$402	\$3,529	\$185	\$240	\$240	\$780	\$1,445
디지털 다운로드 비율	77.5%	82.5%	80.0%	85.0%	80.6%	80.0%	85.0%	82.5%	87.5%	85.3%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$15	\$33	\$2,454	\$342	\$2,844	\$148	\$204	\$198	\$683	\$1,232
패키지 비율	22.5%	17.5%	20.0%	15.0%	19.4%	20.0%	15.0%	17.5%	12.5%	14.7%
패키지 Net Bookings	\$4	\$7	\$613	\$60	\$685	\$37	\$36	\$42	\$98	\$212

출처: RFS Team 1

최신 Peer 게임들의 전작 출시 직후 판매량, 후속작 출시 판매량의 상승분에서 도출된 멀티플을 GTA V의 6W 당시 판매량에 곱하였다. 이후 5분기의 궤적은 ResetEra, IR의 자료 활용, GTA5출시 이후 분기들에 래깅하여 산출하였다. Peer 중 RDR2·TLOU2는 PS3→PS4 세대 전환기 설치기반 급증 효과가 배수에 혼 입되어 있어 멀티플이 매우 높다. 콘솔 세대 성숙기에 출시되는 GTA6에는 부적합하므로 제외하였다.

[자료 8-2] Red Dead Redemption (Rockstar) 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
Red Dead Redemption										
판매 수량 (units, mm)	0.25	0.25	0.10	0.10	0.70	0.10	0.10	0.10	0.10	0.40
판매 단가 (\$)	\$19.00	\$19.00	\$19.00	\$19.00	\$19.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00	\$18.00
판매 Net Bookings	\$5	\$5	\$2	\$2	\$13	\$2	\$2	\$2	\$2	\$7
디지털 다운로드 비율	84.5%	84.5%	82.0%	84.5%	84.1%	86.5%	86.5%	84.0%	86.5%	85.9%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$4	\$4	\$2	\$2	\$11	\$2	\$2	\$2	\$2	\$6
패키지 비율	15.5%	15.5%	18.0%	15.5%	15.9%	13.5%	13.5%	16.0%	13.5%	14.1%
패키지 Net Bookings	\$1	\$1	\$0	\$0	\$2	\$0	\$0	\$0	\$0	\$1

출처: RFS Team 1

[자료 8-3] NBA 2K · WWE 2K (2K) 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
NBA 2K										
판매 수량 (units, mm)	0.55	4.55	4.55	0.80	10.45	0.60	4.60	4.60	0.85	10.65
판매 단가 (\$)	\$20.00	\$45.00	\$30.00	\$30.00	\$36.00	\$20.00	\$45.00	\$30.00	\$30.00	\$35.91
판매 Net Bookings	\$11	\$205	\$136	\$24	\$376	\$12	\$207	\$138	\$25	\$382
디지털 다운로드 비율	87.0%	82.0%	79.5%	84.5%	81.4%	89.0%	84.0%	81.5%	86.5%	83.4%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$10	\$168	\$109	\$20	\$306	\$11	\$174	\$112	\$22	\$319
패키지 비율	13.0%	18.0%	20.5%	15.5%	18.6%	11.0%	16.0%	18.5%	13.5%	16.6%
패키지 Net Bookings	\$1	\$37	\$28	\$4	\$70	\$1	\$33	\$26	\$3	\$63
WWE 2K										
판매 수량 (units, mm)	0.80	0.30	0.55	1.55	3.20	0.85	0.35	0.60	1.60	3.40
판매 단가 (\$)	\$35.00	\$30.00	\$20.00	\$45.00	\$36.80	\$35.00	\$30.00	\$20.00	\$45.00	\$36.54
판매 Net Bookings	\$28	\$9	\$11	\$70	\$118	\$30	\$11	\$12	\$72	\$124
디지털 다운로드 비율	89.5%	84.5%	82.0%	87.0%	86.9%	91.5%	86.5%	84.0%	89.0%	88.9%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$25	\$8	\$9	\$61	\$102	\$27	\$9	\$10	\$64	\$110
패키지 비율	10.5%	15.5%	18.0%	13.0%	13.1%	8.5%	13.5%	16.0%	11.0%	11.1%
패키지 Net Bookings	\$3	\$1	\$2	\$9	\$15	\$3	\$1	\$2	\$8	\$14

출처: RFS Team 1

그 외 타이틀은 제품 성격에 따라 차등 적용하였다. Red Dead Redemption 2는 신작이 없는 성숙 카탈로 그로 계절 수요에 연동하여 점진 축소되는 것으로, NBA 2K·WWE 2K는 매년 신작을 출시하는 고정 시즌 제 프랜차이즈로 출시 분기에 판매가 집중되고 시즌권이 구조적으로 완만히 성장하는 것으로 가정하였다.

[자료 8-4] Borderlands · Mafia (2K) 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
Borderlands										
판매 수량 (units, mm)	0.25	0.15	0.05	0.05	0.50	0.05	0.05	0.05	0.05	0.25
판매 단가 (\$)	\$30.00	\$30.00	\$25.00	\$25.00	\$29.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$30.00
판매 Net Bookings	\$7	\$4	\$1	\$1	\$14	\$1	\$1	\$1	\$1	\$7
디지털 다운로드 비율	82.5%	82.0%	79.5%	82.0%	82.0%	84.5%	84.0%	81.5%	84.0%	82.5%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$6	\$4	\$1	\$1	\$12	\$1	\$1	\$1	\$1	\$6
패키지 비율	17.5%	18.0%	20.5%	18.0%	18.0%	15.5%	16.0%	18.5%	16.0%	17.5%
패키지 Net Bookings	\$1	\$1	\$0	\$0	\$3	\$0	\$0	\$0	\$0	\$1
Mafia										
판매 수량 (units, mm)	0.25	0.10	-	-	0.35	-	-	-	-	0.25
판매 단가 (\$)	\$25.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$23.57	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$25.00
판매 Net Bookings	\$6	\$2	-	-	\$8	-	-	-	-	\$6
디지털 다운로드 비율	82.5%	86.0%	87.5%	82.0%	83.1%	84.5%	87.0%	89.5%	84.0%	82.5%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$5	\$2	-	-	\$7	-	-	-	-	\$5
패키지 비율	17.5%	15.0%	12.5%	18.0%	16.9%	15.5%	13.0%	10.5%	16.0%	17.5%
패키지 Net Bookings	\$1	\$0	-	-	\$1	-	-	-	-	\$1
2K Franchises										

판매 수량 (units, mm)	0.10	0.10	-	-	0.20	-	-	-	-	-
판매 단가 (\$)	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00
판매 Net Bookings	\$2	\$2	-	-	\$4	-	-	-	-	-
디지털 다운로드 비율	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$2	\$2	-	-	\$3	-	-	-	-	-
패키지 비율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
패키지 Net Bookings	\$0	\$0	-	-	\$1	-	-	-	-	-
Gearbox Franchises (2K)										
판매 수량 (units, mm)	0.10	0.10	-	-	0.20	-	-	-	-	-
판매 단가 (\$)	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$45.00	\$45.00
판매 Net Bookings	\$2	\$2	-	-	\$4	-	-	-	-	-
디지털 다운로드 비율	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	85.0%	85.0%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$2	\$2	-	-	\$3	-	-	-	-	-
패키지 비율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%
패키지 Net Bookings	\$0	\$0	-	-	\$1	-	-	-	-	-
Judas										
판매 수량 (units, mm)	-	-	-	-	-	-	-	1.00	0.50	1.50
판매 단가 (\$)	\$45.00	\$45.00	\$45.00	\$45.00	-	\$45.00	\$45.00	\$45.00	\$35.00	\$41.67
판매 Net Bookings	-	-	-	-	-	-	-	\$45	\$18	\$63
디지털 다운로드 비율	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	-	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
디지털 다운로드 Net Bookings	-	-	-	-	-	-	-	\$36	\$14	\$50
패키지 비율	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
패키지 Net Bookings	-	-	-	-	-	-	-	\$9	\$4	\$13

출처: RFS Team 1

Borderlands 4: Mafia는 FY2026 2분기 출시 이후 표준 AAA 감쇠 패턴을 따르도록, 신규 IP인 Judas는 FY2028 출시를 가정하되 공식 출시일 미정에 따라 보수적으로 약 1.5백만 장 규모로 반영하였다. 소규모 2K: Gearbox 합산 타이틀은 개별 추정 실익이 낮아 분기당 약 0.1백만 장으로 일정하게 두고 FY2027까지 유지 후 종료하는 것으로 가정하였다.

[자료 8-5] 재주문 (Re-orders) 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
판매 수량 (units, mm)	4.71	14.71	0.38	0.35	20.16	14.18	11.52	14.15	11.69	51.54
판매 단가 (\$)	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00	\$20.00
판매 Net Bookings	\$94	\$294	\$8	\$7	\$403	\$284	\$230	\$283	\$234	\$1,031
디지털 다운로드 비율	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%	82.0%
디지털 다운로드 Net Bookings	\$77	\$241	\$6	\$6	\$331	\$233	\$189	\$232	\$192	\$845
패키지 비율	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
패키지 Net Bookings	\$17	\$53	\$1	\$1	\$73	\$51	\$41	\$51	\$42	\$186

출처: RFS Team 1

재주문(Re-orders)은 소매·유통 채널의 재고 보충 매출로, GTA VI 출시 사이클에 연동된다고 판단하였다. FY2027 2분기 출시 직전 유통망 선재고 확보로 재주문이 급증한 뒤, 출시 후 초기 재고가 소진되며 일단락되고, FY2028에는 정상 판매 구간에서 분기 \$11~14mn의 높은 수준을 유지하는 것으로 추정하였다.

Recurrent 매출 추정

Recurrent 매출은 비모바일(라이브서비스)과 모바일로 구분하여 추정했다. 비모바일은 GTA Online-Red Dead Online-NBA 2K 등 개별 서비스의 분기 계절성을 반영하였다.

GTA Online은 2013년 출시 후 11년간 운영 중인 장기 라이브서비스로, 여름방학(2분기)-연말 홀리데이(3분기)에 플레이와 결제가 집중되는 계절성을 반영하였으며, FY2027~FY2028에는 GTA VI와 함께 도입될 신규 GTA Online이 장기 모멘텀을 재점화한다고 보아 전년 동분기 대비 x1.10 → x1.07의 성장률을 적용하였다. 운영 축소 단계인 Red Dead Online은 분기당 \$4mn으로 수렴하는 것으로 보수적으로 반영하였다.

[자료 8-6] 비모바일 RCS 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	03.31.2027	03.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	03.31.2028	03.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
Grand Theft Auto Online – October 2013 (Rockstar Games)	\$116	\$176	\$138	\$150	\$580	\$162	\$176	\$191	\$207	\$737
Red Dead Online – May 2019 (Rockstar Games)	\$4	\$4	\$4	\$4	\$16	\$4	\$4	\$4	\$4	\$16
NBA 2K – October 2012 (2K)	\$259	\$416	\$296	\$355	\$1,326	\$277	\$445	\$316	\$380	\$1,418
NBA 2K Online in China	\$13	\$15	\$11	\$11	\$50	\$13	\$15	\$11	\$11	\$50
Other (plug)	\$10	\$10	\$10	\$10	\$40	\$10	\$10	\$10	\$10	\$40
Recurrent 합계 – 비모바일	\$402	\$621	\$459	\$530	\$2,011	\$466	\$650	\$532	\$613	\$2,261

출처: RFS Team 1

모바일은 Recurrent의 주력 매출원으로, 인게임 지출과 광고로 분해하여 추정했다. Take-Two 자체 모바일(NBA 2K Mobile 등)과 Zynga 인게임·광고 매출을 각각 추정하되, Zynga 인게임은 모바일 총합 목표치에서 광고·Take-Two 인게임분을 차감한 잔여로 산정하여 모바일 총합을 조정했다. 모바일 광고는 단가 하락 추세를 반영하여 점진 감소하는 것으로 가정하였다.

[자료 8-7] 모바일 RCS 매출추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	03.31.2027	03.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	03.31.2028	03.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
모바일 – Take-Two 인게임 지출	\$76	\$76	\$76	\$76	\$304	\$77	\$77	\$77	\$77	\$308
모바일 – Zynga 인게임 지출	\$615	\$640	\$665	\$651	\$2,572	\$635	\$660	\$680	\$670	\$2,645
모바일 – Take-Two 광고	\$14	\$13	\$12	\$11	\$50	\$10	\$10	\$10	\$10	\$40
모바일 – Zynga 광고	\$106	\$119	\$116	\$99	\$440	\$109	\$122	\$119	\$102	\$452
모바일 – 인게임 합계	\$691	\$716	\$741	\$727	\$2,876	\$712	\$737	\$757	\$747	\$2,953
모바일 – 광고 합계	\$120	\$132	\$128	\$110	\$490	\$119	\$132	\$129	\$112	\$492
모바일 – Take-Two 합계	\$90	\$89	\$88	\$87	\$354	\$87	\$87	\$87	\$87	\$348
모바일 – Zynga 합계	\$722	\$759	\$781	\$751	\$3,012	\$744	\$782	\$799	\$772	\$3,097
Recurrent 합계 – 모바일	\$812	\$848	\$869	\$838	\$3,366	\$831	\$869	\$886	\$859	\$3,445
Recurrent 합계 – 비모바일+모바일	\$1,214	\$1,469	\$1,327	\$1,368	\$5,377	\$1,298	\$1,519	\$1,418	\$1,472	\$5,707

출처: RFS Team 1

비용 추정

비용은 매출원가(내재 원가)와 영업비용으로 구분하여 추정하였다. 매출원가는 제품별 매출이익률을 가정하여 매출이익을 산출한 뒤 내재 매출원가 = Net Bookings - 매출이익의 등식으로 역산하였으며, 영업비용은 매출 대비 비율을 적용하되 고정비 성격을 반영, 비율이 체감하도록 추정하였다.

매출원가 추정

[자료 8-8] 매출원가 추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
제품원가	202.0	294.9	392.9	347.3	1,237.1	399.1	416.2	428.2	413.1	1,656.6
내부 로열티	90.3	131.8	175.6	155.2	552.8	178.3	186.0	191.3	184.6	740.2
라이선스	81.7	119.2	158.8	140.4	500.1	161.3	168.3	173.1	167.0	669.7
소프트웨어 개발비 및 로열티	55.9	81.6	108.7	96.1	342.2	110.4	115.1	118.4	114.3	458.2
매출원가 합계	429.8	627.4	836.0	738.9	2,632.1	849.1	885.6	911.0	879.0	3,524.6

출처: RFS Team 1

[자료 8-9] Grand Theft Auto (Rockstar) 매출원가 추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
Grand Theft Auto (Rockstar)										
디지털 매출이익률	50.0%	50.0%	89.8%	26.8%	81.6%	(68.5%)	(22.8%)	(26.5%)	63.4%	18.9%
디지털 매출이익	\$8	\$17	\$2,204	\$92	\$2,320	(\$102)	(\$46)	(\$52)	\$433	\$232
패키지 매출이익률	35.0%	35.0%	74.8%	11.8%	68.6%	(83.5%)	(37.8%)	(41.5%)	48.4%	(6.9%)
패키지 매출이익	\$2	\$2	\$459	\$7	\$470	(\$31)	(\$14)	(\$17)	\$47	(\$15)
통합 매출이익률	46.6%	47.4%	86.8%	24.5%	79.0%	(71.5%)	(25.0%)	(29.1%)	61.5%	15.1%
통합 매출이익	\$9	\$19	\$2,663	\$99	\$2,790	(\$133)	(\$60)	(\$70)	\$480	\$218
내재 매출원가 (=NB - 매출이익)	\$11	\$21	\$405	\$303	\$739	\$318	\$300	\$309	\$300	\$1,227

출처: RFS Team 1

신작의 매출원가는 출시 시점에 일시 인식되는 고정 개발비의 성격을 반영하였다. GTA VI의 경우 출시 개발비를 출시분기 70%·익분기 30%로 두 분기에 걸쳐 전액 인식하고, 3분기차부터 정상 마진으로 복귀하는 것으로 가정하였다.

이때 디지털 이익률은 1 - 고정개발비 ÷ 매출로 역산되므로, 개발비가 고정인 상태에서 출시가·판매량이 증가하면 매출 대비 개발비 비중이 낮아져 이익률이 개선된다. GTA VI 정상 디지털 마진은 꾸준한 마케팅과 출시 후 지속되는 라이브서비스 운영비를 감안하여 50%로 판단하였으며, 이는 신작 마케팅이 없는 Red Dead(85%)나 시즌제(80%)보다 낮은 수준으로 충분히 보수적이라고 판단한다. 패키지 이익률은 제조·유통비를 반영하여 일률적으로 디지털 -15%p를 적용하였다.

제품 성격별 정상 디지털 마진은 성숙 카탈로그(Red Dead) 85%, 시즌제(NBA·WWE 2K) 80%, 소규모 출시 타이틀(PGA·Borderlands) 출시분기 저점 후 회복으로 차등 적용하였다. 라이브서비스 이익률은 서버 운영·신규 콘텐츠 개발비를 감안하여 GTA·Red Dead Online 50%, NBA 2K Online(中, Tencent 라이선스) 75%로, 모바일 인게임은 앱스토어 수수료(통상 30%) 차감 후 70.3%(분기 +0.2%p)로 가정하였다. 이에 따른 전사 매출이익률은 GTA VI 개발비 부담에도 약 67~68% 수준에서 유지될 것으로 추정된다.

영업비용

[자료 8-10] 매출이익영업이익세전이익 추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
매출이익	962.7	1,407.7	3,720.7	1,165.8	7,257.0	971.1	1,327.9	1,230.3	1,727.1	5,256.4
판매비 및 마케팅비	299.4	437.5	979.7	409.5	2,126.2	327.6	398.4	385.4	469.1	1,580.6
연구개발비	188.0	274.7	615.2	257.1	1,335.0	209.3	254.6	246.3	299.7	1,009.8
일반관리비	125.3	183.2	410.1	171.4	890.0	136.5	166.0	160.6	195.5	658.6
감가상각비	27.8	40.7	91.1	38.1	197.8	36.4	44.3	42.8	52.1	175.6
영업비용 합계	640.5	936.2	2,096.1	876.2	4,549.0	709.8	863.3	835.1	1,016.4	3,424.6
영업이익 (손실)	322.1	471.6	1,624.6	289.7	2,708.0	261.2	464.7	395.2	710.7	1,831.8
이자수익 (비용) 및 기타 (순액)	(14.0)	(13.0)	(11.0)	(9.0)	(47.0)	(8.0)	(7.0)	(6.0)	(5.0)	(26.0)
세전이익 (손실)	308.1	458.6	1,613.6	280.7	2,661.0	253.2	457.7	389.2	705.7	1,805.8

출처: RFS Team 1

판관비·연구개발비·일반관리비·감가상각비는 미래 분기에 대해 Net Bookings × 연도별 비율로 추정하였다. FY2026 기준 비율(판관비 27.4%·R&D 15.3%·일반관리비 11.6%·감가상각비 2.7%)은 과거 실적에서 역산하였으나, 다만 이들 비용은 인건비·임차료 등 고정비 성격이 강해 매출이 늘어도 금액이 비례 증가하지 않으므로, GTA VI 출시로 매출(분모)이 급증하면 매출 대비 비율이 자동으로 하락한다고 판단하였다.

이에 판관비율을 FY2027 21.5%·FY2028 18.0%로 점감 적용하였으며, R&D·일반관리비도 동일 논리로 하향하였다. 영업권 손상·사업 재편은 사전 예측이 불가능한 비반복·일회성 항목으로 0으로 가정하였다.

영업외 항목 중 이자손익은 재무상태표 순차입금에 트랜치별 금리를 적용하여 자동 산출하였고, 공정가치 조정·채무 조기상환 손실·전환사채 헤지 손익 등 추가·금리 변동에 연동되는 평가손익은 방향과 규모를 예측할 수 없어 0으로 두었다.

[자료 8-11] 순이익 추정

회계연도 결산: 3 월 단위: 백만 달러	2027					2028				
	6.30.2026	9.30.2026	12.31.2026	3.31.2027	3.31.2027	6.30.2027	9.30.2027	12.31.2027	3.31.2028	3.31.2028
	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	FYE
세전이익 (손실)	308.1	458.6	1,613.6	280.7	2,661.0	253.2	457.7	389.2	705.7	1,805.8
법인세 (환급) 및 부담	55.5	82.5	290.5	50.5	479.0	45.6	82.4	70.1	127.0	325.0
계속사업이익 (손실)	252.7	376.0	1,323.2	230.1	2,182.0	207.6	375.3	319.2	578.7	1,480.8
중단사업이익 (손실)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익 (순손실)	\$252.7	\$376.0	\$1,323.2	\$230.1	\$2,182.0	\$207.6	\$375.3	\$319.2	\$578.7	\$1,480.8

출처: RFS Team 1

법인세는 세전이익에 유효세율(약 18%)을 적용하였으며, 현재 운영 중인 중단사업이 없어 중단사업손익은 0으로 반영하였다.

[Non-GAAP 기준]

예상 포괄손익계산서 (단위: 백만 달러)	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E
매출액	5,648	6,721	9,889	8,781
매출원가	1,749	2,206	2,278	2,827
매출총이익	3,899	4,515	7,611	5,954
일반판매관리비	3,285	3,831	4,549	3,425
조정영업이익	613	683	3,062	2,529
영업이익	613	683	3,062	2,529
비영업손익	-69	-77	-47	-26
금융손익	-69	-77	-47	-26
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	544	606	3,015	2,503
법인세 비용	98	109	543	451
계속영업이익	446	497	2,472	2,053
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	446	497	2,472	2,053
지배주주	446	497	2,472	2,053
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	446	497	2,472	2,053
지배주주	446	497	2,472	2,053
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	758	1,154	3,260	2,705
FCF	-215	462	2,139	1,278
EBITDA 마진율 (%)	13.4	17.2	33.0	30.8
영업이익률 (%)	10.9	10.2	31.0	28.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	7.4	25.0	23.4

예상 현금흐름표 (단위: 백만 달러)	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E
영업활동으로 인한 현금흐름	-45	624	2,339	1,498
당기순이익	446	497	2,472	2,053
감가상각비(계)	1,470	1,361	1,373	930
유형자산 감가상각비	154	166	173	180
무형자산 상각비	1,256	1,138	1,200	750
사용권자산 상각비	60	56	0	0
영업활동 자산부채 변동	-1,244	-1,007	-1,563	-1,525
법인세납부	0	0	0	0
기타	-717	-227	58	40
투자활동으로 인한 현금흐름	-152	-649	-206	-220
현금유입액	0	0	0	0
현금유출액	-169	-163	-200	-220
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	18	-486	-6	0
재무활동으로 인한 현금흐름	650	95	-33	-1,400
현금유입액	676	1,248	0	0
현금유출액	0	-1,150	-33	-1,400
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-26	-3	0	0
현금의 증가	457	79	2,100	-122
기초현금	1,102	1,559	1,638	3,739
기말현금	1,559	1,638	3,739	3,616

예상 재무상태표 (단위: 백만 달러)	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E
유동자산	2,816	3,200	8,279	10,525
현금 및 현금성자산	1,456	1,546	3,627	3,494
매출채권 및 기타채권	771	737	3,634	5,960
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	589	917	1,018	1,071
비유동자산	6,365	6,184	5,022	4,340
유형자산	444	445	473	513
무형자산	3,393	2,715	2,315	2,115
기타자산	2,528	3,023	2,234	1,712
자산총계	9,181	9,383	13,301	14,866
유동부채	3,616	2,589	4,437	3,285
매입채무 및 기타채무	195	211	260	300
단기금융부채	1,148	30	1,400	0
기타유동부채	2,273	2,348	2,777	2,985
비유동부채	3,427	3,284	2,081	2,195
장기금융부채	2,513	2,488	1,085	1,085
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	7,043	5,872	6,518	5,480
지배주주지분	2,138	3,511	6,783	9,386
자본금	2	2	2	2
자본잉여금	10,312	11,954	11,954	11,954
이익잉여금	-7,059	-7,357	-4,085	-1,482
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,138	3,511	6,783	9,386

예상 주당 가치 및 Valuation	FY25A	FY26A	FY27E	FY28E
P/E (x)	88.8	83.7	17.1	20.6
P/B (x)	18.6	11.8	6.2	4.5
EV/EBITDA (x)	58.0	36.7	12.5	14.6
EPS (\$)	2.52	2.68	13.26	11.01
BPS (\$)	12.05	18.92	36.37	50.33
DPS (\$)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
배당수익률 (%)	-	-	-	-
매출액증가율 (%)	-	19.0	47.1	-11.2
EBITDA증가율 (%)	-	52.1	182.5	-17.0
조정영업이익증가율 (%)	-	11.4	348.0	-17.4
EPS증가율 (%)	-	6.1	397.3	-17.0
매출채권 회전일수	50	40	134	248
재고자산 회전일수	-	-	-	-
매입채무 회전일수	41	35	42	39
ROA (%)	4.9	5.3	18.6	13.8
ROE (%)	20.9	14.2	36.4	21.9
ROIC (%)	11.6	12.5	48.4	31.8
부채비율 (%)	329.5	167.3	96.1	58.4
유동비율 (%)	77.9	123.6	186.6	320.4
당좌비율 (%)	61.9	105.3	173.8	301.5
자기자본비율 (%)	23.3	37.4	51.0	63.1