

# 인터넷/게임

## 게임 1Q23 Review 및 시사점

### 인터넷/게임

Analyst **이효진**  
02. 6454-4864  
hyojinlee@meritz.co.kr

RA **강하라**  
02. 6454-4889  
hara.kang@meritz.co.kr

### 1분기 실적발표를 마치며

다수의 게임사가 예상치를 상회하는 1분기 실적을 발표함. 이는 마케팅비 절감 효과 덕분. 넷마블 또한 마케팅비는 다소 줄었으나 전체 게임 매출이 하락하며 외부 IP 기반 게임 매출 비중이 상대적으로 증가하자 지급수수료율이 YoY, QoQ 2%p 상승, 예상보다 큰 적자를 시현함. 이는 동사의 수익 성격을 퍼블리싱에 가깝게 만드는 효과를 낳음. 더불어 신작 성공을 위한 제반 요인 관리 실패/예상 대비 지연 및 재무적 기여 클 것으로 기대되는 신작이 4분기로 이연되며 단기 모멘텀이 소실됨

2분기 이후 국내/중국 모두 모바일 신작 출시가 본격적으로 이루어지고 있음. 이로 인해 매출 순위의 세대 교체가 다소 예견되는 상황. 이미 국내는 <아키에이지 워>, <나이트 크로우>, <붕괴> 등이 출시되며 기존 게임의 매출 변화가 포착되고 있음. 중국 또한 지난 12월 이후 월 1회 간격으로 내/외자 판호가 발급되며 3월 이후 신작 출시가 본격적으로 진행되고 있음. 2023년은 코로나로 지연된 신작 공백기로 기존 게임이 차지하던 지위가 신작으로 세대 교체되는 해

새 세대의 승기를 잡기 위해서는 글로벌 타깃의 신작이 필요하다고 판단함. 국내 모바일 MMORPG와 같은 성숙 시장에 집중된 신작보다는, 같은 MMORPG 장르라도 글로벌 진출을 타깃으로 하는 등 변경된 전략이 필요해 보임

지난 3월 컴투스는 <서머너즈워: 크로니클>의 스팀 플랫폼을 통해 글로벌 출시를 진행함. 동 게임은 스팀 매출 Top 5까지 오르는 등 예상치 못한 성과에 투자자의 관심을 환기시킨 바 있음. 동사에 따르면, 글로벌 출시 54일 간 매출은 500억원이며 5월 첫째주 일매출은 6-7억원을 유지하고 있다고 함. 높은 순위와 비교해 미미한 일매출에 실망하며 전일 컴투스 주가는 5.4% 하락함

<로스트 아크> 개발사인 스마일게이트알피지는 2022년 해외 매출 1,774억원으로 2021년 100억원 대비 크게 증가함. 1Q22 아마존게임즈를 통해 스팀 플랫폼에 입성했는데, 이에 따른 실적으로 추정됨. 퍼블리싱 수익 배분 비율을 30%로 가정할 경우 <로스트 아크>의 해외 총매출은 5천억원에 달할 것으로 추정되는데 이는 동기간 국내 매출(5,500억원)과 맞먹는 수치. 모바일 대비 서구권 게이머들의 선호도가 높은 PC/콘솔 글로벌 출시를 통해 국내 매출 대비 재무적 성과가 얼마나 확대될 수 있는지를 가늠해 볼 수 있는 지표

3분기 이후 글로벌 타깃의 PC/콘솔 신작 출시가 본격화될 예정으로 사전 마케팅 고려 시 게임 산업은 글로벌 신작 출시 예정된 업체 중심, 본격 반등을 예상

날짜	플랫폼	게임	장르	퍼블리셔
2/23	PC/모바일	언던	오픈월드 서바이벌	텐센트
3/10	PC/모바일	디스라이트	RPG	릴리스 게임즈
3/16	모바일	에이스 레이서	레이싱	넷이즈
3/20 사전예약	모바일	A3: 스틸얼라이브	MMORPG	NextWorld Games
3/30 사전예약	모바일	에픽세븐	RPG	즈롱게임
3/31 사전예약	모바일	블루 아카이브	RPG	상하리 로밍스타
4/12 early access	PC	로스트아크	MMORPG	텐센트
4/18	모바일	메탈슬러그: 각성	액션	텐센트
4/20	모바일	워패스	RTS	릴리스 게임즈
4/24 CBT	모바일	명조: 워더링 웨이브	RPG	쿠로게임즈
4/25 사전예약	PC/모바일	타리스랜드	MMORPG	텐센트
4/26	모바일	붕괴: 스타레일	RPG	미호요
4/28 사전예약	모바일	쿠키런 킹덤	RPG	창유, 텐센트
5월 CBT	모바일	데빌 메이 크라이: 피크 오브 컴뱃	액션 어드벤처	NebulaJoy
5/4	모바일	소울랜드: 세컨드 커밍	MMORPG	세븐로드

자료: 언론 보도자료를 메리츠증권 리서치센터 정리

### 필어비스 1Q23 Review

필어비스의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 858억원(-6.2% YoY)과 11억원(-78.9% YoY)으로 예상되었던 미미한 실적이 발표됨. 지난 2021년 인수했던 팩토리얼게임즈의 영업권 손상 처분이 4Q22 전부 이루어진 바 있는데, 이와 관련하여 인력 정리 수준에 돌입한 것으로 추정됨. 현재 동사의 개발 인력은 793명으로 팩토리얼게임즈 인수 이전인 1Q21말 개발군 직원 수 762명과 유사한 수준. 당분간 보수적 인력 채용을 예고함

게임 코딩에 도움을 주는 chat GPT의 API 활용 및 그래픽 디자인 개발 속도를 크게 향상시킬 수 있는 Stable Diffusion 등 게임 개발에 원료로 사용되던 인력을 대체할 수 있는 기술이 등장하며 산업 내 이용도 빠르게 올라오는 시기. 과거 개발군 인력수가 게임 업체들의 capa를 설명했다면 향후 이에 대한 민감도는 낮아질 것으로 예상되기 때문에 인력의 적극적 채용이 필요한 시기는 아니라고 판단함

당사는 <붉은사막> 스팀 및 콘솔 내 플레이스테이션 단독 출시를 예상함. 콘솔 파트너사 행사를 통해 신작의 출시 일정이 공개될 것으로 전망. 완료 시기가 임박한 만큼 여름부터 <붉은사막>의 추가 정보가 공개되며 마케팅이 시작될 것으로 예상함

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	85.8	91.4	-6.2	103.0	-16.7	93.8	-8.6	82.6	3.8
영업이익	1.1	5.2	-78.9	3.5	-68.3	5.8	-81.1	1.8	-38.0
세전이익	13.6	6.3	114.4	-107.8	흑전	6.0	127.4	3.1	342.1
지배순이익	9.4	5.8	61.9	-102.2	흑전	7.0	33.8	2.5	281.2

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

표3 펠어비스 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
2Q22	검은사막M 중국	모바일	펠어비스	자체개발
2Q23	블랙클로버	모바일	빅게임 스튜디오 (38.1%)	퍼블리싱
1H24	붉은사막	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
2025E	도깨비	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
미정	플랜8	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표4 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>91.4</b>	<b>94.0</b>	<b>97.3</b>	<b>103.0</b>	<b>85.8</b>	<b>76.9</b>	<b>90.6</b>	<b>98.7</b>	<b>403.8</b>	<b>385.7</b>	<b>351.9</b>	<b>761.6</b>
PC	62.4	66.2	73.9	68.4	62.5	55.0	68.5	65.0	222.9	270.8	250.9	416.3
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	6.1	6.4	6.0	35.6	24.7	23.6	271.8
모바일	21.4	19.3	15.4	14.2	16.9	13.8	14.5	13.3	104.5	70.3	58.6	53.9
기타	2.3	2.1	1.3	14.2	1.4	1.9	1.1	14.4	40.8	19.9	18.9	19.5
<b>% YoY</b>												
매출	-9.4	6.2	0.9	-12.7	-6.2	-18.3	-6.9	-4.1	-17.4	-4.5	-8.8	116.4
PC	17.1	16.5	32.9	19.5	0.1	-16.9	-7.4	-4.9	6.8	21.5	-7.4	65.9
콘솔	-51.6	-33.1	-16.8	-9.0	-5.3	-5.2	-4.1	-4.2	-35.0	-30.5	-4.7	1,053.9
모바일	-40.9	-8.0	-41.0	-33.5	-21.1	-28.4	-5.5	-6.2	-52.7	-32.8	-16.7	-8.0
기타	490.0	90.0	-81.0	-56.6	-41.7	-9.2	-9.9	2.0	812.8	-51.3	-5.1	3.4
<b>영업비용</b>	<b>86.3</b>	<b>98.2</b>	<b>85.3</b>	<b>99.5</b>	<b>84.7</b>	<b>92.2</b>	<b>88.1</b>	<b>99.5</b>	<b>360.8</b>	<b>369.3</b>	<b>364.4</b>	<b>485.5</b>
% to sales	94.3	104.5	87.7	96.6	98.7	119.9	97.2	100.8	89.4	95.8	103.6	63.7
% YoY	-1.8	3.9	-1.0	7.8	-1.8	-6.2	3.2	0.0	8.8	2.4	-1.3	33.2
인건비	43.8	50.7	41.0	43.0	44.4	50.9	41.2	45.3	168.1	178.5	181.7	184.8
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.8	19.1	14.9	17.8	16.8	82.5	78.4	68.6	98.5
광고선전비	8.2	10.8	9.4	12.7	5.6	11.0	13.8	21.9	54.3	41.0	52.3	111.3
상각비	6.1	6.2	6.9	6.5	6.3	6.2	6.3	6.5	24.3	25.7	25.3	26.2
기타	7.6	9.1	11.4	17.6	9.3	9.1	9.0	9.2	31.6	45.6	36.5	64.6
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>5.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>12.0</b>	<b>3.5</b>	<b>1.1</b>	<b>-15.3</b>	<b>2.5</b>	<b>-0.8</b>	<b>43.0</b>	<b>16.4</b>	<b>-12.5</b>	<b>276.1</b>
% YoY	-60.4	적지	16.9	-86.5	-78.9	적지	-79.0	적전	-72.7	-61.9	적전	흑전
영업이익률(%)	5.7	-4.5	12.3	3.4	1.3	-19.9	2.8	-0.8	10.6	4.2	-3.6	36.3
<b>세전이익</b>	<b>6.3</b>	<b>15.7</b>	<b>29.9</b>	<b>-107.8</b>	<b>13.6</b>	<b>-9.2</b>	<b>20.7</b>	<b>-34.6</b>	<b>77.7</b>	<b>-55.8</b>	<b>-9.5</b>	<b>319.4</b>
% YoY	-74.2	343.1	-9.4	적전	114.4	적전	-30.8	적지	-45.2	적전	적지	흑전
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.8</b>	<b>32.0</b>	<b>21.3</b>	<b>-102.2</b>	<b>9.4</b>	<b>-8.0</b>	<b>14.8</b>	<b>-24.6</b>	<b>59.4</b>	<b>-43.0</b>	<b>-8.5</b>	<b>236.4</b>
% YoY	-71.9	1,026.5	-20.4	적전	61.9	적전	-30.8	적지	-41.1	적전	적지	흑전

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

### 넷마블 1Q23 Review: 지연될 턴어라운드

넷마블의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,026억원(-4.6% YoY)과 -282억원(적지 YoY)으로 전분기 대비 적자가 확대되며 기대치를 크게 하회함. 이는 게임 매출이 예상을 300억원 하회한 점이 주요했음

비용 측면에서는 인건비와 마케팅비가 예상보다 안정적으로 관리되었으나 지급수수료율이 크게 증가함. 동사의 1분기 지급수수료율은 41%로 YoY, QoQ 2%p씩 상승함. 외부 IP에 기반한 게임 매출의 비중이 상대적으로 높아진 영향으로 해석됨. 이는 당사 수익의 성격을 퍼블리싱과 더욱 유사한 만드는 효과. 지난 4분기 대규모 사용자권 자산 상각이 이루어지며 분기 감가상각액은 QoQ 220억원 감소함

연결 영업이익은 -282억원으로 대규모 적자이나 감가상각을 고려한 EBITDA는 198억원으로 3Q22와 유사한 수준. 동분기 세전적자는 536억원으로 예상 큰 규모를 기록했는데, 달러 강세에 따른 외화 부채 평가 손실 영향으로 추정됨

동사는 지난 4월 P2E 게임인 <모두의 마블2: 메타월드>를 동남아 중심으로 런칭함. 당사는 P2E 요소가 제거된 캐주얼 버전의 동 게임이 P2E 버전과 시기적 지연이 크지 않은 채 출시될 것으로 가정, 일 매출 10억원대를 전망한 바 있음. 그러나 동사에 따르면, 캐주얼 버전의 출시는 하반기 이후가 될 것. 이에 따라 연간 추정치를 대폭 하향함

게임 출시 직전 기반 코인인 마브렉스 채굴이 가능한 NFT 민팅 영향으로 가격이 빠르게 하락함. 투기적 수요가 발생하기 위해 필요한 조건이 소실된 상황. 반전을 위해서는 1) 순수한 게임성에 기반해 매출이 발생할 수 있는 주요 국가(ex. 한국)의 출시나 2) 기반 코인 가격의 반등이 필요함

동사의 2023년 연결 매출 및 영업이익은 각각 2조 6,424억원(-1.2% YoY)과 -135억원을 전망함. 이는 기존 추정치 대비 매출과 영업이익을 각각 5천억원과 1,400억원 하향한 수치. <모두의 마블2: 메타월드>의 국내 및 <나 혼자만 레벨업> 출시 지연을 반영했기 때문. 각각 2분기, 3분기 출시를 예상했으나 이를 모두 4분기로 수정함

비용 및 재무 측면에서 2022년을 저점으로 턴어라운드 할 것이라는 기존 견해는 유지함. 다만 지속적 주가 상승을 위해서는 영업 상의 개선이 필요함. 기반 코인 가격 관리 실패로 신작 P2E 게임의 투기적 수요를 유지하는 데 실패한 이상 전략 변화가 필요하나 관련하여 밝혀진 바 없음. 재무적 기대가 가능한 다음 신작까지 텀이 길어지며 추가 주가 상승 시기를 지연시킬 것으로 예상되어 다소 아쉬움

다만 주가 하락은 다소 제한적일 것으로 예상함. 동사의 현 주가는 2023년 말(예상) 기준 BPS 1배에 불과하기 때문. 지난 10월 보유 상장사 지분 가치와 동사의 시가총액의 차이가 1조원 미만으로 좁혀지며 주가 바닥을 형성한 바 있음. 2022년과 비교 시 중국 추가 수익 가능성이 열린 것 또한 실적의 업사이드 부분. 1) 출시작과 관련된 국가별/기반 코인 관리를 통한 전략 변화 혹은 2) 중국 실적 업사이드가 다음 신작 전 확인된다면 투자자 관심 다시 높아질 것으로 기대

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	602.6	631.5	-4.6	686.9	-12.3	642.4	-6.2	631.2	-4.5
영업이익	-28.2	-11.9	적지	-24.1	적지	-20.6	N/A	-19.8	N/A
세전이익	-53.6	-58.3	적지	-427.4	적지	-79.8	N/A	-27.1	N/A
지배순이익	-37.7	-43.0	적지	-412.6	적지	-64.7	N/A	-32.8	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

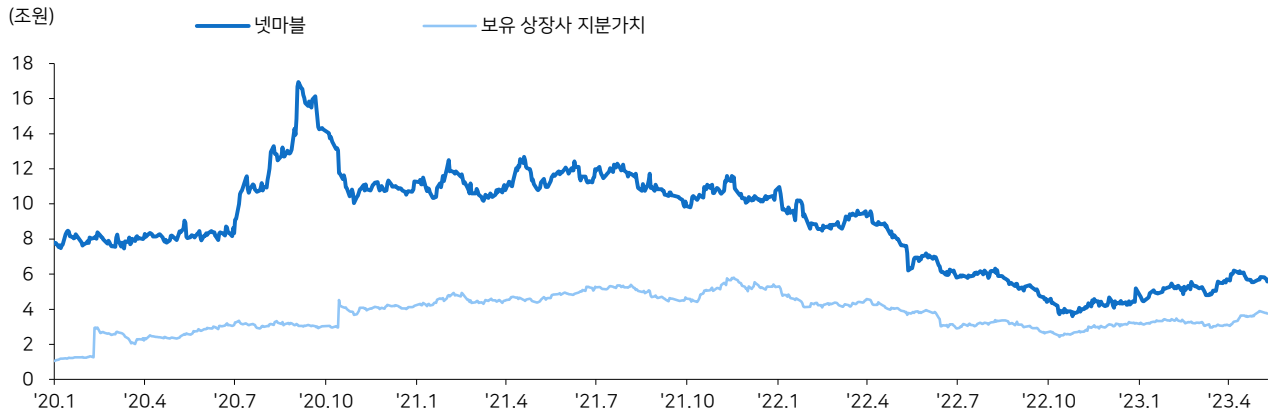
출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
23.04	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
2Q23	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
2Q23	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
3Q23	원탁의 기사	모바일	구로발게임즈 (99.36%)	자회사개발
4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
4Q23	아스달 연대기	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
4Q23	세븐나이츠 키우기	모바일		
2023	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
2023	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
2023	모두의마블2: 메타월드 (한국/일본)	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	636.3	649.0	754.5	2,506.9	2,673.4	2,642.4	3,127.2
모바일게임	586.4	614.4	648.9	639.2	566.0	599.0	597.0	697.7	2,302.1	2,488.8	2,459.7	2,922.0
기타	45.1	46.2	45.5	47.7	36.6	37.3	51.9	56.8	204.8	184.6	182.6	205.2
<b>% YoY</b>												
<b>매출</b>	10.7	14.5	14.4	-8.7	-4.6	-3.7	-6.6	9.8	0.9	6.6	-1.2	18.3
모바일게임	10.5	14.4	16.2	-5.5	-3.5	-2.5	-8.0	9.2	0.0	8.1	-1.2	18.8
기타	13.3	14.7	-6.4	-37.3	-18.9	-19.3	14.1	19.0	11.5	-9.9	-1.1	12.3
<b>영업비용</b>	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	649.4	673.6	702.1	2,355.9	2,782.1	2,655.9	2,957.9
% to sales	101.9	105.2	105.5	103.5	104.7	102.1	103.8	93.1	94.0	104.1	100.5	94.6
% YoY	24.7	23.9	26.2	1.8	-2.0	-6.6	-8.0	-1.2	6.5	18.1	-4.5	11.4
지급수수료	275.9	291.8	313.7	315.0	280.6	284.9	294.0	320.1	1,122.2	1,196.4	1,179.6	1,358.5
인건비	187.1	190.0	203.2	202.7	188.0	188.6	190.3	200.4	639.9	783.0	767.3	792.9
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	100.3	116.9	128.7	121.2	400.0	524.3	467.1	561.6
기타	67.7	69.1	70.8	71.0	61.9	59.0	60.7	60.4	193.7	278.5	241.9	245.0
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	-11.9	-34.6	-38.0	-24.1	-28.2	-13.1	-24.6	52.4	151.0	-108.7	-13.5	169.3
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-44.5	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	-1.9	-5.2	-5.5	-3.5	-4.7	-2.1	-3.8	6.9	6.0	-4.1	-0.5	5.4
<b>세전이익</b>	-58.3	-167.1	-288.7	-427.4	-53.6	-20.7	-41.6	99.3	351.2	-941.5	-16.6	196.6
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	-26.0	적전	적지	흑전
<b>지배주주순이익</b>	-43.0	-118.3	-245.2	-412.6	-37.7	33.9	-23.1	103.6	240.2	-819.2	76.8	155.5
% YoY	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	흑전	-23.2	적전	흑전	102.6

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

**그림1 넷마블의 보유 상장사 지분 가치에 근접한 시기, 주가 바텀 아웃**



주: 넷마블은 하이브, 엔씨소프트, 코웨이, 자사주를 보유하고 있음  
 자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

### NHN 1Q23 Review: 웹보드 기저 효과가 끝나는 시기, 새로운 카드가 필요

NHN의 1분기 연결 매출 및 영업이익은 5,483억원(+5.4% YoY)과 191억원(+23.1% YoY)으로 예상을 소폭 상회함. 대부분의 게임사 실적에서 어닝 서프라이즈 요인으로 작용했던 마케팅비 절감 덕분(실제 250억원 vs. 기존 추정 200억원)

예상했던 바와 같이 웹보드 게임(PC+모바일) 매출은 YoY 27% 증가하며 지난해 7월 이후 포착되는 월 결제 한도 증대 효과가 주요했음. 반면 커머스/컨텐츠 등 기존 부진한 사업 성과도 4분기 흐름이 이어짐. 다만 하반기 이후 기저 효과가 소멸되며 성장률은 낮아질 것

1분기 동사의 게임 부문 영업이익은 328억원으로 전년 동기 대비 10%p 마진율이 상향된 것으로 추정됨. 자회사 NHN한사결의 영업이익 90억원을 고려한다면 커머스/컨텐츠/결제광고 및 클라우드 부문의 적자는 227억원으로 4분기 대비 소폭 확대되며 게임 외 부문의 개선은 아직 포착되고 있지 않음

동사에 따르면 클라우드 사업부는 1분기 기준 적자를 기록하고 있으며 당사는 클라우드 사업 부문의 흑자 전환 시기를 2024년 이후로 전망함

최근 생성 AI를 매개로 글로벌 클라우드 산업 내 시장 지위 변화가 포착되고 있음. 마이크로소프트는 chat GPT의 클라우드/검색 엔진 내 우선 권한을 보유하고 있는데 이를 매개로 신규 고객을 빠르게 확보 중. 1분기 MS 실적 발표에서 신규 AI 서비스 도입을 통해 시장점유율은 1%p 상승할 것이라고 밝힘. 반면, 동사의 클라우드 성장 모델은 다발적 사이트 설립을 통해 기업/공공기관의 시설투자비를 대체하는 형식. 동사가 밝힌 클라우드 사업부의 장기적 수익률 목표는 15%이나 생산성 향상을 위한 도구를 지닌 경쟁자 대비 동사의 가격 경쟁력이 유지되기 어려운 환경이라고 보여짐

웹보드 중심의 게임 수익성이 재차 강해진 점은 긍정적이나 강원랜드 사례 등을 참고할 때 월 결제한도 증가에 따른 기저 효과가 종료되는 3분기부터 소폭의 역성장이 예상되어 새로운 모멘텀이 필요한 상황. 컨텐츠, 커머스의 반전이 어렵기 때문에 클라우드 혹은 결제/광고를 통해 성장 혹은 적자 축소를 이루어야 할 것으로 전망함

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	548.3	520.5	5.4	560.7	-2.2	554.3	-1.1	543.2	1.0
영업이익	19.1	15.5	23.1	10.0	90.5	15.6	22.3	16.1	18.5
세전이익	26.9	3.6	651.7	-38.1	흑전	12.4	117.0	14.6	84.4
지배순이익	20.4	-5.6	흑전	-38.6	흑전	8.7	133.9	9.9	105.3

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
<b>매출</b>	<b>520.5</b>	<b>511.3</b>	<b>522.4</b>	<b>560.7</b>	<b>548.3</b>	<b>564.5</b>	<b>568.4</b>	<b>613.7</b>	<b>1,923.7</b>	<b>2,114.9</b>	<b>2,294.9</b>	<b>2,594.0</b>
게임	108.8	104.1	115.9	108.8	117.0	108.9	108.3	106.6	397.0	437.7	440.7	428.8
결제/광고	209.2	216.5	227.0	237.1	249.4	260.8	271.1	283.0	810.9	889.8	1,064.3	1,182.3
커머스	104.7	81.7	66.3	73.9	50.6	54.4	54.5	69.3	345.7	326.5	228.7	324.7
콘텐츠	47.0	50.0	51.0	49.5	41.8	47.0	46.9	47.8	184.6	197.5	183.6	179.6
기술	63.7	69.0	71.3	104.9	100.1	108.2	110.9	123.6	219.7	308.9	442.8	568.9
기타 및 내부거래	-12.8	-10.0	-9.0	-13.7	-10.6	-14.8	-23.3	-16.5	-34.3	-45.6	-65.3	-90.3
<b>% YoY</b>												
매출	15.2	12.8	10.6	2.7	5.4	10.4	8.8	9.5	17.2	9.9	8.5	13.0
게임	-2.5	19.9	21.4	5.7	7.6	4.6	-6.6	-2.1	-2.9	10.3	0.7	-2.7
결제/광고	15.5	10.3	8.9	5.3	19.2	20.5	19.4	19.4	21.5	9.7	19.6	11.1
커머스	35.3	2.6	-13.8	-33.9	-51.7	-33.4	-17.8	-6.3	23.9	-5.5	-29.9	41.9
콘텐츠	10.2	8.8	16.4	-5.3	-10.9	-6.1	-8.0	-3.5	11.1	7.0	-7.1	-2.1
기술	42.3	33.8	24.5	58.7	57.3	56.8	55.6	17.8	65.4	40.6	43.3	28.5
기타 및 내부거래	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
<b>영업비용</b>	<b>505.0</b>	<b>506.1</b>	<b>514.1</b>	<b>550.6</b>	<b>529.2</b>	<b>538.7</b>	<b>556.1</b>	<b>601.3</b>	<b>1,825.8</b>	<b>2,075.8</b>	<b>2,225.4</b>	<b>2,507.5</b>
% to sales	97.0	99.0	98.4	98.2	96.5	95.4	97.8	98.0	94.9	98.2	97.0	96.7
% YoY	18.3	16.8	15.6	5.7	4.8	6.4	8.2	9.2	17.4	13.7	7.2	12.7
지급수수료	338.2	327.4	335.5	364.1	352.4	356.5	367.9	396.0	1,222.7	1,365.3	1,472.8	1,707.8
인건비	101.8	100.5	102.8	114.1	114.5	115.5	113.3	125.1	371.3	419.2	468.5	495.8
광고선전비	27.4	37.4	33.9	28.1	20.1	22.4	28.9	31.9	88.2	126.8	103.3	110.1
감가상각비	18.8	18.3	20.1	21.6	21.0	20.9	22.7	23.4	73.1	78.8	87.9	92.4
통신비	6.3	6.6	6.3	6.6	6.5	6.8	6.5	6.8	25.0	25.8	26.6	27.3
기타	12.4	15.9	15.6	16.1	14.7	16.7	16.8	18.2	45.5	60.0	66.4	74.2
<b>이익 추정</b>												
<b>영업이익</b>	<b>15.5</b>	<b>5.2</b>	<b>8.3</b>	<b>10.0</b>	<b>19.1</b>	<b>25.8</b>	<b>12.2</b>	<b>12.4</b>	<b>97.9</b>	<b>39.1</b>	<b>69.5</b>	<b>86.5</b>
% YoY	-38.2	-73.9	-70.3	-59.8	23.1	395.8	47.6	23.4	14.1	-60.1	78.0	24.4
영업이익률(%)	3.0	1.0	1.6	1.8	3.5	4.6	2.2	2.0	5.1	1.8	3.0	3.3
세전이익	3.6	7.6	28.5	-38.1	26.9	27.9	27.6	-13.8	150.9	1.5	68.7	84.2
% YoY	-88.3	-66.8	-45.8	적전	651.7	267.6	-3.1	적지	190.4	-99.0	4,414.6	22.6
지배주주순이익	-5.6	-7.3	19.3	-38.6	20.4	17.2	17.0	-21.1	116.9	-32.1	33.4	47.5
% YoY	적전	적전	-52.2	적전	흑전	흑전	-12.0	적지	444.9	적전	흑전	42.1

자료: NHN, 메리츠증권 리서치센터



컴투스 1Q23 Review

(십억원)	1Q23P	1Q22	% YoY	4Q22	% QoQ	컨센서스	% diff.	당사추정치	% diff.
매출액	192.7	133.3	44.5	204.3	-5.7	182.6	5.5	159.4	20.9
영업이익	-14.8	-2.7	적지	-19.4	적지	-8.3	N/A	-9.8	N/A
세전이익	51.7	-2.6	흑전	-50.5	흑전	4.2	1124.3	-11.0	N/A
지배순이익	37.3	5.6	563.5	-20.6	흑전	7.7	388.2	-2.6	N/A

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
<b>매출 추정</b>												
매출	133.3	193.4	186.2	204.3	192.7	251.1	276.5	238.6	558.7	717.1	958.9	976.0
모바일게임	97.8	130.9	123.7	126.6	129.9	193.8	216.8	186.7	485.1	479.0	727.2	650.8
미디어/컨텐츠 서비스	32.8	59.0	59.9	75.7	30.2	53.8	57.5	52.0	59.8	227.5	193.5	316.6
기타	2.7	3.5	2.3	0.0	2.7	3.5	2.3	0.0	13.8	8.5	8.5	8.5
<b>% YoY</b>												
매출	14.3	26.5	64.7	16.0	44.5	29.9	48.5	16.8	9.8	28.4	33.7	1.8
게임	-13.0	-11.0	13.7	8.4	32.8	48.1	75.2	47.4	-3.3	-1.2	51.8	-10.5
미디어/컨텐츠 서비스	N/A	N/A	N/A	26.7	-7.8	-8.7	-4.1	-31.4	N/A	280.3	-14.9	63.6
기타	-35.4	-40.4	-47.0	N/A	0.0	0.0	0.0	N/A	90.3	-38.5	0.0	0.0
<b>매출원가</b>												
매출원가	56.3	81.3	81.8	103.8	82.6	69.0	81.3	70.3	159.9	323.1	303.2	381.3
% to sales	42.3	42.0	43.9	50.8	42.9	27.5	29.4	29.5	28.6	45.1	31.6	39.1
% YoY	134.7	192.7	162.9	34.6	46.6	-15.1	-0.6	-32.2	79.9	102.0	-6.2	25.7
<b>판관비</b>												
판관비	79.6	108.3	102.9	119.9	124.9	169.0	163.3	156.8	346.1	410.7	614.0	539.0
% to sales	59.7	56.0	55.2	58.7	64.8	67.3	59.1	65.7	62.0	57.3	64.0	55.2
% YoY	6.1	-5.1	48.9	36.4	56.8	56.0	58.8	30.7	13.1	18.7	49.5	-12.2
<b>이익 추정</b>												
영업이익	-2.7	3.8	1.6	-19.4	-14.8	13.2	31.9	11.5	52.6	-16.7	41.7	55.7
% YoY	적전	-65.6	-87.7	적전	적지	248.7	1,901.6	흑전	-53.9	적전	흑전	33.5
영업이익률(%)	-2.0	2.0	0.9	-9.5	-7.7	5.2	11.5	4.8	9.4	-2.3	4.4	5.7
세전이익	-2.6	18.1	36.7	-50.5	51.7	12.7	31.0	-9.8	145.3	1.8	85.6	42.1
% YoY	적전	51.9	-45.7	적전	흑전	-29.8	-15.3	적지	40.2	-98.8	4,733.3	-50.8
지배주주순이익	5.6	22.3	26.0	-20.6	37.3	12.8	28.5	-8.7	129.4	33.4	69.9	41.8
% YoY	-80.3	91.5	-58.0	적전	563.5	-42.6	9.5	적지	61.1	-74.2	109.6	-40.3

자료: 컴투스, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 기재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.