

2023. 7. 10



▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

RA 강하라

02. 6454-4889

hara.kang@meritz.co.kr

Overweight

관심종목

엔씨소프트 (036570)	Buy	530,000원
펄어비스 (263750)	Buy	68,000원
넷마블 (251270)	Buy	83,000원
크래프톤 (259960)	Hold	190,000원

게임

변화를 좇아

- ✓ 연간 기대했던 성과가 3분기 이후 본격화되는 만큼 2분기 실적 자체는 큰 의미 無
- ✓ 그러나 중국 관련 변화가 산업에 영향을 미치기 시작
- ✓ 9월 <P의 거짓> 시작으로 국내 게임 업체들의 글로벌 타깃 신작 출시 본격화
- ✓ 국내사 글로벌 시도 늘어나며 성공 사례 늘어날 것으로 예상. 타 콘텐츠와 같이 글로벌 게임 시장 성공 안착한다면 지금이 동트기 전 가장 어두운 때일 가능성 높아

2Q23 Preview 그리고 변화들

2분기 국내 게임 업체 실적은 대부분 컨센서스와 유사하거나 하회할 전망이다. 글로벌 출시 성과가 3분기부터 본격화되는 만큼 2분기 실적은 큰 의미를 갖기 어렵다. 그러나 6월 이후 하나씩 변화가 감지되기 시작했다. 넷마블 '스톤에이지' 기반의 신작 <신석기시대>는 중국 앱스토어 10~15위를 유지하며 예상 밖 성과를 기록하고 있다. 반면, 20일 중국 출시를 앞둔 <로스트 아크>는 흥역을 치루고 있다. 이로 인해 '로난민'이 대거 발생하며 <검은 사막> 신규 유저가 크게 증가했다.

[중국] 6월 엇나간 외자 판호 기대감, 그러나 방향성 유지될 것으로 전망

약 3개월 주기로 진행되던 중국 외자 판호 발급 소식이 6월 예상을 빗나가자 투자자 심리는 다소 위축된 것으로 보인다. 올 여름방학 기간인 7/8월 중국 미성년자들의 온라인 게임 시간을 주 3시간만 허용한다는 최근 보도도 투심을 악화시켰다.

중국 정부의 빅테크 때리기로 인한 고용 축소를 완화하고자 지난 12월, 시진핑 주석은 규제 완화를 공식화했다. 반면, 중국 빅테크 컨센서스는 최근 빠르게 하향조정되고 있다. 이들의 실적 개선이 지연된 만큼 정부의 목표 또한 실현을 장담하기 어려워졌다. 중국 정부의 방향성이 명확하며 게임이 캐시카우라는 점을 감안 시 판호 발급 재개와 같은 영업 환경 개선 정책은 유지될 가능성이 높다고 판단한다.

[글로벌] 3분기 진짜 시작된다. 그리고 앞으로도 글로벌이 중심이다

9월 <P의 거짓>을 필두로 국내 게임 업체들의 글로벌 타깃 신작 출시가 본격화된다. 기다렸던 <붉은 사막> 마케팅도 목전으로 다가왔다. 주지하는 바와 같이 국내 모바일 시장에서의 재무적 성과가 탁월하더라도 투자자들은 더 이상 높은 밸류를 부여할 생각이 없다. 결국 글로벌 시장에서 경쟁력을 증명해야 한다. 확인된 사실은 글로벌 사업자들의 국내 업체 신작에 대한 관심도가 과거 대비 크게 높아졌단 점이다. 이들의 한국 게임 업체 지분 투자 가능성이 지속적으로 제기되는 것도 이와 무관하지 않다. 향후 국내 업체들의 글로벌 타깃 신작은 현재보다 더욱 많아질 것으로 예상된다. 타 콘텐츠와 같이 글로벌 게임 시장 내 성공적으로 안착한다면 지금 국내 게임 주가는 동 트기 전 가장 어두운 때일 가능성이 높다.

표1 게임 2Q23 Preview at a Glance											
(십억원)		2Q23E	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.	2022	2023E	2024E
엔씨소프트	매출액	458.3	629.3	-27.2	478.8	-4.3	470.4	-2.6	2,571.8	1,927.7	2,675.0
	영업이익	53.2	123.0	-56.7	81.6	-34.8	46.2	15.1	559.0	287.7	596.8
	세전이익	62.7	163.1	-61.5	141.3	-55.6	62.8	-0.1	609.1	405.4	690.6
	지배순이익	47.9	118.6	-59.6	113.7	-57.9	44.9	6.6	435.7	313.4	526.9
펄어비스	매출액	81.8	94.0	-13.0	85.8	-4.6	98.7	-17.2	385.7	349.4	773.5
	영업이익	-11.6	-4.2	적지	1.1	적전	-1.5	N/A	16.4	-14.6	277.2
	세전이익	-5.5	15.7	적전	13.6	적전	8.1	N/A	-55.8	-11.5	320.5
	지배순이익	-4.8	32.0	적전	9.4	적전	8.2	N/A	-43.0	-9.4	238.1
넷마블	매출액	611.6	660.6	-7.4	602.6	1.5	641.3	-4.6	2,673.4	2,757.8	3,304.7
	영업이익	-28.0	-34.6	적지	-28.2	적지	-18.9	N/A	-108.7	-11.1	179.0
	세전이익	-30.4	-167.1	적지	-53.6	적지	-47.4	N/A	-941.5	2.8	240.2
	지배순이익	-14.5	-118.3	적지	-37.7	적지	-32.5	N/A	-819.2	52.7	164.8
크래프톤	매출액	394.6	423.7	-6.8	538.7	-26.7	416.8	-5.3	1,854.0	1,815.4	1,917.5
	영업이익	119.5	165.8	-27.9	283.0	-57.8	138.0	-13.4	751.6	639.0	490.6
	세전이익	150.1	260.3	-42.3	362.4	-58.6	152.9	-1.8	683.9	641.9	560.6
	지배순이익	113.8	194.0	-41.3	267.5	-57.5	116.8	-2.6	500.2	477.6	417.2
네오위즈	매출액	67.9	70.3	-3.4	68.5	-0.9	68.9	-1.5	294.6	426.8	428.9
	영업이익	-5.2	5.9	적전	1.3	적전	-2.3	N/A	19.6	81.2	30.2
	세전이익	-6.9	25.1	적전	4.9	적전	-0.9	N/A	19.5	74.3	20.2
	지배순이익	-5.3	19.9	적전	3.6	적전	-0.6	N/A	13.1	50.5	13.3
카카오게임즈	매출액	301.2	338.8	-11.1	249.2	20.9	321.4	-6.3	1,147.7	1,209.3	1,419.9
	영업이익	31.6	81.0	-61.0	11.3	178.8	48.8	-35.2	175.8	146.7	228.6
	세전이익	19.3	116.9	-83.5	2.7	613.3	46.9	-58.8	-194.7	107.7	201.0
	지배순이익	6.0	45.1	-86.6	2.2	169.7	29.5	-79.5	-233.6	48.4	161.9
컴투스	매출액	260.6	193.4	34.8	192.7	35.2	246.2	5.8	717.1	893.5	959.5
	영업이익	15.5	3.8	309.6	-14.8	흑전	14.6	6.1	-16.7	3.5	-27.0
	세전이익	16.0	18.1	-11.5	51.7	-69.0	19.4	-17.3	1.8	50.0	-31.2
	지배순이익	15.8	22.3	-28.9	37.4	-57.6	16.5	-3.7	33.4	42.2	-9.9

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터 추정

엔씨소프트

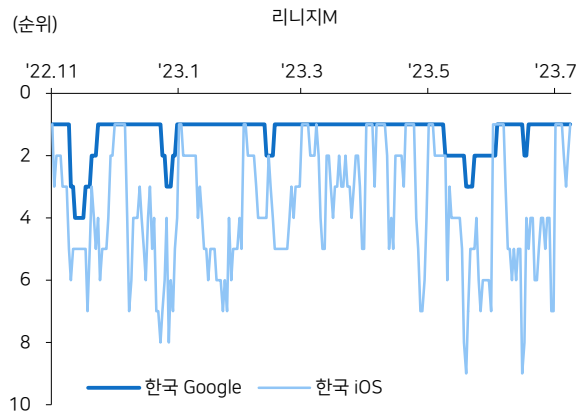
엔씨소프트의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 4,583억원(-27% YoY, -4% QoQ)과 532억원(-57% YoY, -35% QoQ)으로 시장 눈높이에 부합한 실적을 전망한다. 매출이 전분기 대비 유사하나 1분기 매출 대비 1%에 불과했던 마케팅 비용이 2분기 TL 국내 행사를 포함 매출 대비 5% 수준으로 정상적 수준으로 회귀함을 가정했다.

주지하는 바와 같이 3월 말을 기점으로 국내 다수의 모바일 MMORPG가 출시되었다. 동기간 리니지M은 국내 구글 매출 기준 대부분 시기 내 1위를 수성했으나 리니지2M은 1분기 대비 순위가 다소 하락하는 모습을 보였다. 출시 2년에 도달하지 않은 리니지W는 2분기 국내는 하락, 대만은 1분기와 유사한 매출 순위를 기록하며 3분기 이후 안정화 사이클 진입하는 데 무리가 없을 것으로 판단한다.

10월 출시 예정인 <TL>은 국내 CBT 이후 수정이 반영된 버전으로 여름 내 아마존게임즈가 주관하는 글로벌 게이머 대상 CBT가 진행될 예정이다. 아마존이 트위치를 보유했다는 점을 고려했을 때 퍼블리셔의 게임 출시에 앞선 평판 관리가 이루어지며 국내 CBT 때와 같은 사태가 일어나지는 않을 것으로 예상된다.

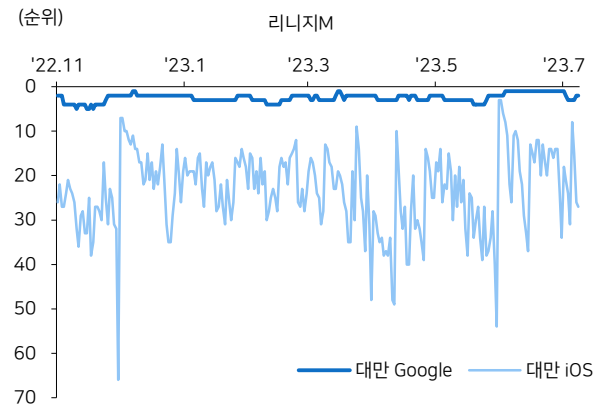
현 시가총액에서 현금 등 매각 가능 자산을 제외하면 약 3조원에 불과하다. 이는 판교 사옥과 동사의 영업가치를 의미하고 있는데, 동사의 내재 PER은 단 자릿수까지 하락해 <TL> 이후 신작 가치를 모두 무시한 수준이라고 보여진다. 글로벌 퍼블리셔가 주도하는 CBT에 이어 본격 출시를 앞둔 시점으로 영업가치 상승 가능성이 높다고 판단된다.

그림1 리니지M 국내 매출 순위



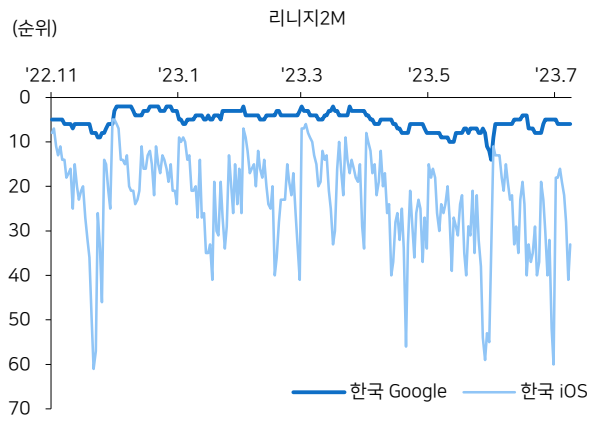
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리니지M 대만 매출 순위



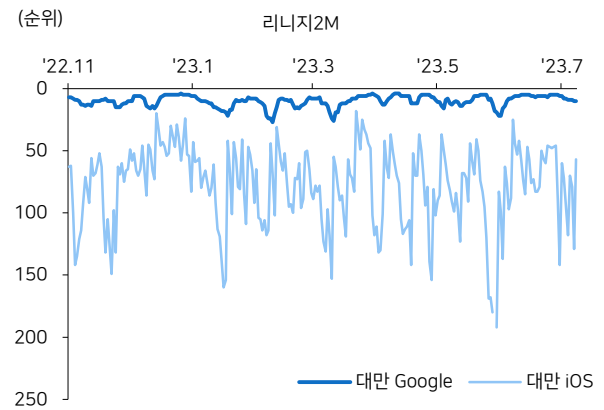
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림3 리니지2M 국내 매출 순위



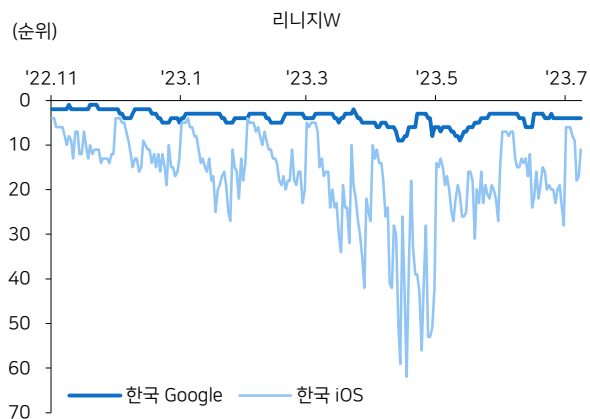
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림4 리니지2M 대만 매출 순위



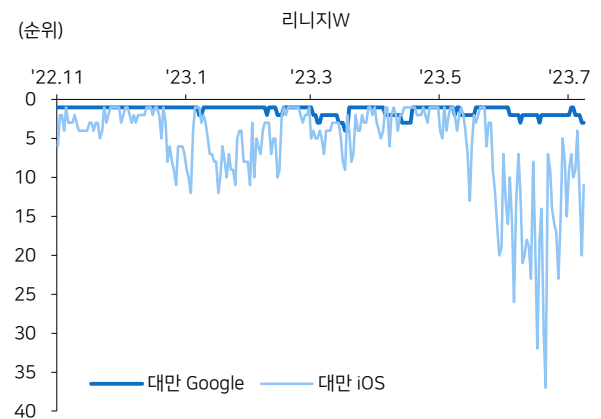
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림5 리니지W 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림6 리니지W 대만 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

필어비스

2분기는 연중 자사주 지급 시기로
적자 예상

<붉은 사막> 출시 모멘텀에 더해
<검은 사막>도 신규 유저 유입 빨
라진 구간

필어비스의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 818억원(-13% YoY)과 -116억원(적지 YoY)으로 다소 부진한 실적이 예상된다. 매출은 1분기와 큰 차이가 없으나 매년 2분기는 직원 대상 자사주가 지급되는 시기(약 70억원)에 해당되어 분기 적자가 확대된다. 콘텐츠 업데이트와 더불어 1분기 대비 비용도 다수 증가했을 것으로 예상하는데, 효과는 3분기 이후 반영되며 적자폭을 키운 것으로 추정한다.

8월, 세계 3대 게임쇼에 해당하는 게임스컴 참가 전후로 신작 <붉은 사막> 마케팅이 본격화되며 신작 가뭄이 해결되는 시기에 진입한다. 더불어 최근 <로스트 아크> 중국 출시와 맞물리며 이슈가 발생해 다수의 '로난민' (로스트 아크 난민)이 발생했는데, 반사 수혜로 <검은 사막>의 신규 유저가 크게 증가했다. 신작 모멘텀에 더해 기존 게임이 반등하는 구간이다. 이벤트 발생 초기인 만큼 관련 실적은 아직 3분기 실적에 반영하지 않았으나 최근 업데이트의 긍정적이었던 만큼 기존 게임의 의미 있는 반등도 기대해 볼만한 상황이다.

플랫폼 경쟁이 격화되며 라이브 서비스 운영 능력을 입증한 게임 업체의 몸값이 높아진 구간이다. 단순 PER 보다는 M&A 가치가 현재 주가를 지탱하는 이유라고 보여진다.

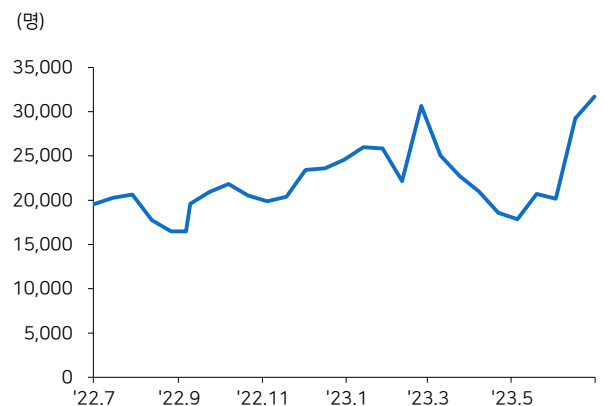
특히 콘솔 보급이 크게 증가하고 스팀 동시 출시로 PC 유저까지 접근 가능해지며 최근 완성도 높은 게임이라면 판매량 1천만장 이상 성과도 가능해진 시기다. 당사가 반영한 <붉은 사막>의 PC/콘솔 출시 1차년도 판매량은 400만장으로 이를 100만장 초과 당 약 400억원의 연간 영업이익이 증가한다.

그림7 <검은 사막> 서버 혼잡도 높아져

시즌-1 (신규 모험가 전용)	매우혼잡	발레노스-2	혼잡
시즌-5 (신규 모험가 전용)	매우혼잡	발레노스-3	혼잡
시즌-2	매우혼잡	칼페온-1	
시즌-3	매우혼잡	칼페온-2	혼잡
시즌-4	혼잡	칼페온-3	혼잡
시즌-아르사		카마실비아-1	
NEW 올비아-1	매우혼잡	카마실비아-2	혼잡
하이델-1	혼잡	카마실비아-3	혼잡
하이델-2	혼잡	발렌시아-1	
하이델-3	혼잡	발렌시아-2	혼잡
메디아-1		발렌시아-3	혼잡
메디아-2	혼잡	케틀란-1	혼잡
메디아-3	혼잡	케틀란-2	혼잡
플로린-1	혼잡	케틀란-3	혼잡
플로린-2	혼잡	아르사	
플로린-3	혼잡	세렌디아-1	

자료: 필어비스

그림8 검은 사막 스팀 플레이어 수



자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

표4 펠어비스 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	81.8	94.0	-13.0	85.8	-4.6	98.7	-17.2
영업이익	-11.6	-4.2	적지	1.1	적전	-1.5	N/A
세전이익	-5.5	15.7	적전	13.6	적전	8.1	N/A
지배순이익	-4.8	32.0	적전	9.4	적전	8.2	N/A

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

표5 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	91.4	94.0	97.3	103.0	85.8	81.8	87.5	94.3	403.8	385.7	349.4	773.5
PC	62.4	66.2	73.9	68.4	62.5	59.9	65.4	60.6	222.9	270.8	248.4	433.0
콘솔	5.3	6.4	6.7	6.2	5.1	6.1	6.4	6.0	35.6	24.7	23.6	267.1
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
% YoY												
매출	-9.4	6.2	0.9	-12.7	-6.2	-13.0	-10.0	-8.4	-17.4	-4.5	-9.4	121.4
PC	17.1	16.5	32.9	19.5	0.1	-9.4	-11.5	-11.4	6.8	21.5	-8.3	74.3
콘솔	-51.6	-33.1	-16.8	-9.0	-5.3	-5.2	-4.1	-4.2	-35.0	-30.5	-4.7	1,033.9
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	3.3
영업비용	86.3	98.2	85.3	99.5	84.7	93.4	87.3	98.5	360.8	369.3	363.9	496.3
% to sales	94.3	104.5	87.7	96.6	98.7	114.2	99.8	104.5	89.4	95.8	104.2	64.2
% YoY	-1.8	3.9	-1.0	7.8	-1.8	-4.9	2.4	-1.0	8.8	2.4	-1.5	36.4
인건비	43.8	50.7	41.0	43.0	44.4	50.9	41.2	45.3	168.1	178.5	181.7	207.5
지급수수료	20.6	21.4	16.6	19.8	19.1	15.9	17.2	15.9	82.5	78.4	68.1	101.8
광고선전비	8.2	10.8	9.4	12.7	5.6	11.0	13.8	21.9	54.3	41.0	52.3	115.9
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	9.2	9.3	8.9	9.1	31.6	45.6	36.5	44.9
이익 추정												
영업이익	5.2	-4.2	12.0	3.5	1.1	-11.6	0.2	-4.2	43.0	16.4	-14.6	277.2
% YoY	-60.4	적지	16.9	-86.5	-78.9	적지	-98.6	적전	-72.7	-61.9	적전	흑전
영업이익률(%)	5.7	-4.5	12.3	3.4	1.3	-14.2	0.2	-4.5	10.6	4.2	-4.2	35.8
세전이익	6.3	15.7	29.9	-107.8	13.6	-5.5	18.4	-38.0	77.7	-55.8	-11.5	320.5
% YoY	-74.2	343.1	-9.4	적전	114.4	적전	-38.6	적지	-45.2	적전	적지	흑전
지배주주순이익	5.8	32.0	21.3	-102.2	9.4	-4.8	13.1	-27.1	59.4	-43.0	-9.4	238.1
% YoY	-71.9	1,026.5	-20.4	적전	61.9	적전	-38.6	적지	-41.1	적전	적지	흑전

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

넷마블

넷마블의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 6,116억원(-7% YoY)과 -280억원(적지)으로 전분기와 유사한 실적을 예상한다. 이는 EBITDA 기준 202억원에 해당된다. <모두의 마블2: 메타월드>가 동남아 중심으로 런칭하였으나 <모두의 마블 1> 매출의 대부분이 국내에서 발생했던 점을 감안 시 하반기 국내 및 미국 마케팅이 시작된 후 실적 기여가 본격화될 것으로 예상된다.

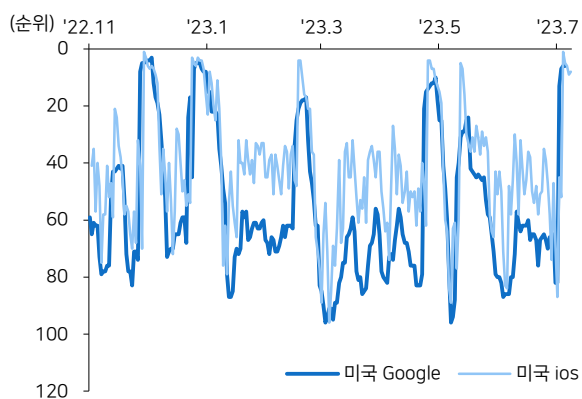
표6 넷마블 2Q23 Preview

(십억원)	2Q23E	2Q22	% YoY	1Q23	% QoQ	컨센서스	% diff.
매출액	611.6	660.6	-7.4	602.6	1.5	641.3	-4.6
영업이익	-28.0	-34.6	적지	-28.2	적지	-18.9	N/A
세전이익	-30.4	-167.1	적지	-53.6	적지	-47.4	N/A
지배순이익	-14.5	-118.3	적지	-37.7	적지	-32.5	N/A

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

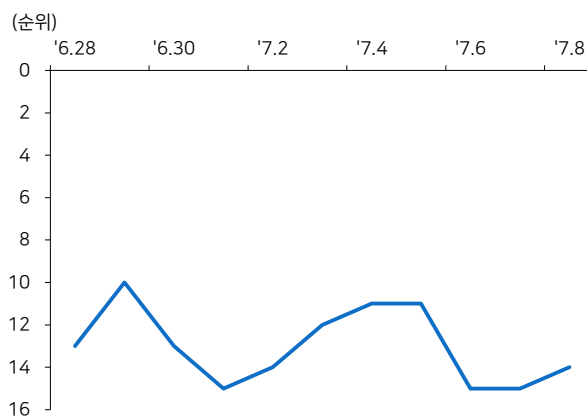
반면 3분기 시작이 좋다. 1) 마블 콘테스트 오브 챔피언스가 6월 말부터 미국 구글/앱스토어 10위권으로 재차 상승했고, 2) 동사 IP <스톤 에이지> 판호 기반의 <신석기시대>가 6월 말 출시되었는데, 출시 후 2주간 중국 앱스토어 기준 10위에서 15위권 사이를 유지하고 있다. 구글 순위 트렌드가 이와 유사할 경우 3분기 순매출은 약 200억원의 기여가 예상된다.

그림9 MCOC 미국 모바일 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림10 스톤에이지 IP <신석기시대> 중국 앱스토어 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

넷마블의 신작 출시도 3분기 재개된다. 7/8/9월 각각 <신의 탑>, <그랜드 크로스>, <세븐나이츠 키우기>가 예정되어 있다. 보수적으로 3개 작품의 3분기 합산 매출 기여 300억원으로 가정 시 3분기 말 흑자 전환에 성공할 것으로 예상된다.

표7 넷마블 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
23.04.19	모두의 마블2: 메타월드	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.07.26	신의 탑: 새로운 세계	모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
23.08	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
23.09	세븐나이츠 키우기	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발
4Q23	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	모두의마블2: 메타월드 (한국/일본)	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
2023	파라곤: 디 오버 프라이م	PC, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.51%)	자회사개발
2023	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤(100%)	자회사개발
2023	하이프스쿼드	PC	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

6월 건너뛴 판호, 투자자 심리 위축 가져와

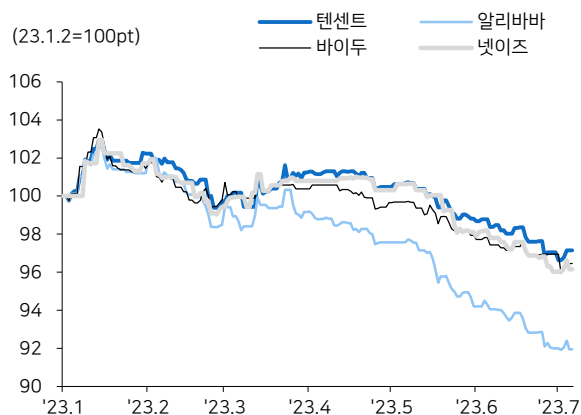
지난 12월 외자 판호 이후 1,2월은 내자 판호 리스트가 공개되었고 3월 재차 외자 판호가 발급된 바 있다. 약 3개월 주기로 진행되던 중국 게임 판호 발급이 6월 소식이 없자 투자자들의 심리는 다소 위축된 것으로 보여진다. 최근에는 올 여름 방학 기간인 7월과 8월 미성년자들의 온라인 게임 시간을 주 3시간만 허용한다는 보도도 투심을 악화시켰다.

여러 악재에도 불구하고 당사는 중국 판호 발급이 지속적될 것을 전망한다. 2020년 이후 중국 정부의 빅테크 때리기로 인해 줄어든 고용 축소를 완화하고자 지난 12월, 경제 공작회의에서 시진핑 주석은 빅테크 규제 완화를 공식화한 바 있다.

중국 정부 의도가 청년층 고용률
상승인 만큼 영업 환경 완화 방향
성 유지 전망

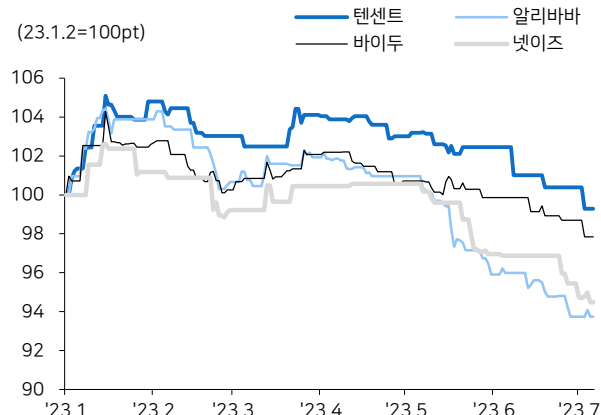
정부의 규제 완화로 중국 빅테크의 컨센서스는 지난해 말부터 크게 반등한 바 있으나 2분기 접어들며 빠르게 하향조정되고 있다. 이들의 실적 개선이 지연된 만큼 정부의 목표 또한 실현을 장담하기 어려워졌다. 중국 정부의 방향성이 명확하며 게임이 캐시카우라는 점을 감안 시 판호 발급 재개와 같은 영업 환경 개선 정책은 유지될 가능성이 높다고 판단한다.

그림11 중국 빅테크 2023 영업이익 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 중국 빅테크 2Q23 영업이익 컨센서스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장 기대가 높지 않았던 <신석기시대>부터 동사의 중국 성과가 드러나기 시작했다. 하반기 텐센트가 주도하는 추가 신작 결과가 남아있으며 신작 출시로 재무 개선이 본격화되는 시기임을 감안 시 하반기 턴어라운드는 자명해 보인다.

하반기 동사의 차입 일부가 만기에 도달한다. 2022년 보유 자회사의 현금을 활용하여 차입 상황에 활용한 바 있다. 오는 하반기 보유 자산을 활용하여 재무구조를 개선시키기에 적기다. 특히 보유 자산 일부의 시장 가격이 크게 회복된 점도 기대를 높인다.

예상보다 빠르게 드러나는 중국 성과, 부재했던 신작 출시 재개로 하반기 턴어라운드 전망을 유지한다. 더불어 자산 가격 반등으로 재무 구조 개선 개연성도 이전 대비 높아졌다. 상반기 재무적 개선이 지연되고 6월 판호 발급 소식이 없자 투자자 우려가 커졌으나 6월 말 이후 실적 개선이 확인되고 있는 만큼 기대를 높이기 좋은 시기로 판단한다.

표8 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출 추정												
매출	631.5	660.6	694.5	686.9	602.6	611.6	702.0	841.6	2,506.9	2,673.4	2,757.8	3,304.7
모바일게임	586.4	614.4	648.9	639.2	551.3	565.4	638.0	748.3	2,302.1	2,488.8	2,503.0	2,910.6
기타	45.1	46.2	45.5	47.7	51.3	46.2	63.9	93.3	204.8	184.6	254.7	394.1
% YoY												
매출	<i>10.7</i>	<i>14.5</i>	<i>14.4</i>	<i>-8.7</i>	<i>-4.6</i>	<i>-7.4</i>	<i>1.1</i>	<i>22.5</i>	<i>0.9</i>	<i>6.6</i>	<i>3.2</i>	<i>19.8</i>
모바일게임	<i>10.5</i>	<i>14.4</i>	<i>16.2</i>	<i>-5.5</i>	<i>-6.0</i>	<i>-8.0</i>	<i>-1.7</i>	<i>17.1</i>	<i>0.0</i>	<i>8.1</i>	<i>0.6</i>	<i>16.3</i>
기타	<i>13.3</i>	<i>14.7</i>	<i>-6.4</i>	<i>-37.3</i>	<i>13.7</i>	<i>0.0</i>	<i>40.4</i>	<i>95.6</i>	<i>11.5</i>	<i>-9.9</i>	<i>38.0</i>	<i>54.7</i>
영업비용	643.4	695.2	732.5	710.9	630.8	639.7	709.3	789.1	2,355.9	2,782.1	2,768.9	3,125.7
% to sales	<i>101.9</i>	<i>105.2</i>	<i>105.5</i>	<i>103.5</i>	<i>104.7</i>	<i>104.6</i>	<i>101.0</i>	<i>93.8</i>	<i>94.0</i>	<i>104.1</i>	<i>100.4</i>	<i>94.6</i>
% YoY	<i>24.7</i>	<i>23.9</i>	<i>26.2</i>	<i>1.8</i>	<i>-2.0</i>	<i>-8.0</i>	<i>-3.2</i>	<i>11.0</i>	<i>6.5</i>	<i>18.1</i>	<i>-0.5</i>	<i>12.9</i>
지급수수료	275.9	291.8	313.7	315.0	281.9	286.1	325.3	381.5	1,122.2	1,196.4	1,274.8	1,512.1
인건비	187.1	190.0	203.2	202.7	187.7	189.6	193.1	203.4	639.9	783.0	773.8	801.2
마케팅비	112.8	144.4	144.9	122.2	100.3	102.9	128.9	142.6	400.0	524.3	474.7	561.2
기타	67.7	69.1	70.8	71.0	60.9	61.1	62.0	61.7	193.7	278.5	245.6	251.2
이익 추정												
영업이익	-11.9	-34.6	-38.0	-24.1	-28.2	-28.0	-7.3	52.5	151.0	-108.7	-11.1	179.0
% YoY	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>	<i>-44.5</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>
영업이익률(%)	<i>-1.9</i>	<i>-5.2</i>	<i>-5.5</i>	<i>-3.5</i>	<i>-4.7</i>	<i>-4.6</i>	<i>-1.0</i>	<i>6.2</i>	<i>6.0</i>	<i>-4.1</i>	<i>-0.4</i>	<i>5.4</i>
세전이익	-58.3	-167.1	-288.7	-427.4	-53.6	-30.4	-38.4	125.2	351.2	-941.5	2.8	240.2
% YoY	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>	<i>-26.0</i>	<i>적전</i>	<i>흑전</i>	<i>8,571.4</i>
지배주주순이익	-43.0	-118.3	-245.2	-412.6	-37.7	-14.5	-20.8	125.6	240.2	-819.2	52.7	164.8
% YoY	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적전</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>적지</i>	<i>흑전</i>	<i>-23.2</i>	<i>적전</i>	<i>흑전</i>	<i>212.9</i>

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤

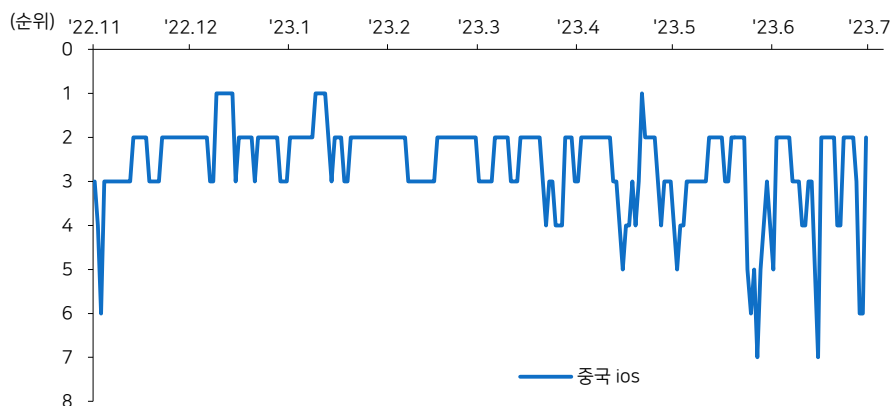
크래프톤의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 3,946억원(-7% YoY)과 1,195억원(-28% YoY)을 전망한다. PC, 모바일 전년 동기 대비 매출 성장률은 각각 +30%, -16%(자체 -66%/그 외 -3%)로 1분기 +68%, -12% 대비 소폭 둔화된 실적을 전망한다.

1분기 아시아 유저 반응이 좋았던 콘텐츠 효과가 발휘되며 PC 매출은 크게 성장한 바 있는데, 3분기 신규 콘텐츠를 위해 2분기는 다소 쉬어가는 시기였다. 중국 게임 시장은 지난 12월 이후 본격적으로 반등에 성공했는데 이는 동사의 PC, 모바일 성과에 모두 긍정적으로 반영되고 있다.

이에 힘입어 관련 모바일 성과도 2022년 매 분기 감소하는 모습을 보였으나 지난 1분기, 전년 동기와 유사한 성과를 기록한 것으로 추정된다. 2분기 중국 모바일 게임 시장의 개선 흐름은 이어지나 국내와 마찬가지로 중국에서도 다수의 신작이 출시되며 <화평정영>의 앱스토어 순위는 1분기 대비 다소 하락한 점을 감안 시 전년 동기 대비 소폭 감소를 추정한다.

지난 5월 29일 BGMI(인도) 서비스가 재개되었다. 관련 성과는 1개월 반영되는데 그치나 오프닝 특수로 평년 대비 높은 수익을 거두고 있을 것으로 추정된다. 다만 재무적 성과는 3분기 이후 본격적으로 기여할 전망이다.

그림13 화평정영 중국 앱스토어 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표11 중국 신작 출시 내역

날짜	플랫폼	게임	장르	퍼블리셔
2023-02-23	PC/모바일	언던	오픈월드 서바이벌	텐센트
2023-03-10	PC/모바일	디스라이트	RPG	릴리스 게임즈
2023-03-16	모바일	에이스 레이스	레이싱	넷이즈
2023-04-18	모바일	메탈슬러그: 각성	액션	텐센트
2023-04-20	모바일	워패스	RTS	릴리스 게임즈
2023-04-26	모바일	붕괴: 스타레일	RPG	미호요
2023-05-04	모바일	소울랜드: 세컨드 커밍	MMORPG	세븐로드
2023-06-20	모바일	에픽세븐	RPG	즈롱게임
2023-06-28	모바일	A3: 스틸얼라이브	MMORPG	넥스트조이
2023-06-28	모바일	신석기시대	RPG	갤럭시 메트릭스
2023-06-30	모바일	저스티스 모바일	MMORPG	넷이즈
2023-07-20	PC	로스트아크	MMORPG	텐센트
2023-08-03	모바일	블루 아카이브	RPG	상하리 로밍스타
4Q23	모바일	메이플스토리: 단풍전선	RPG	텐센트
4Q23	PC	Once Human	호러 미스터리	넷이즈

자료: 언론 보도자료를 메리츠증권 리서치센터에서 정리

배틀 그라운드 IP를 활용하여 글로벌 개발사로 발돋움한 동사는 최근 글로벌 퍼블리셔로 방향성을 확립했다. 자체 스튜디오를 통해 신작을 개발하는 동시에 글로벌 게임사 지분 확보를 통해 비어 있는 라인업을 확보하는 것이 목표다.

무료화 선언 후 콘텐츠 업데이트를 통해 반등에 성공한 1) 배틀 그라운드(PC)의 안정적 실적이 이어지는 가운데 2) 2024년 하반기 출시 목표인 ‘프로젝트 블랙 버짓’ 성과가 더해지며 3) 퍼블리셔로서의 존재감을 드러낸다면 동사의 가치는 크게 상승할 수 있을 것으로 판단한다.

기존 IP의 하락세가 마무리되며 안정화 단계에 진입한 점은 긍정적이나 재무적 기대가 큰 신작 출시까지 시간이 아직 많이 남았고, 지분확보를 통한 게임 퍼블리싱 사업도 내년 이후가 유력하다. 새로운 도전에 대한 기대는 유효하나 당분간 단기 실적에 따른 작은 변동폭의 등락이 예상된다.

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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 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.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.6%
중립	10.4%
매도	0.0%

2023년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.06.01	산업분석	Buy	1,200,000	김동희	-30.9	-27.3	
2021.07.15	산업브리프	Buy	1,050,000	김동희	-25.3	-18.8	
2021.09.06	기업브리프	Buy	920,000	김동희	-35.7	-14.6	
2022.03.31				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	430,000	이호진	-15.8	-6.9	
2022.11.03	산업분석	Buy	490,000	이호진	-15.7	-5.1	
2022.11.14	산업브리프	Buy	560,000	이호진	-22.8	-14.4	
2023.04.12	산업브리프	Buy	530,000	이호진	-	-	

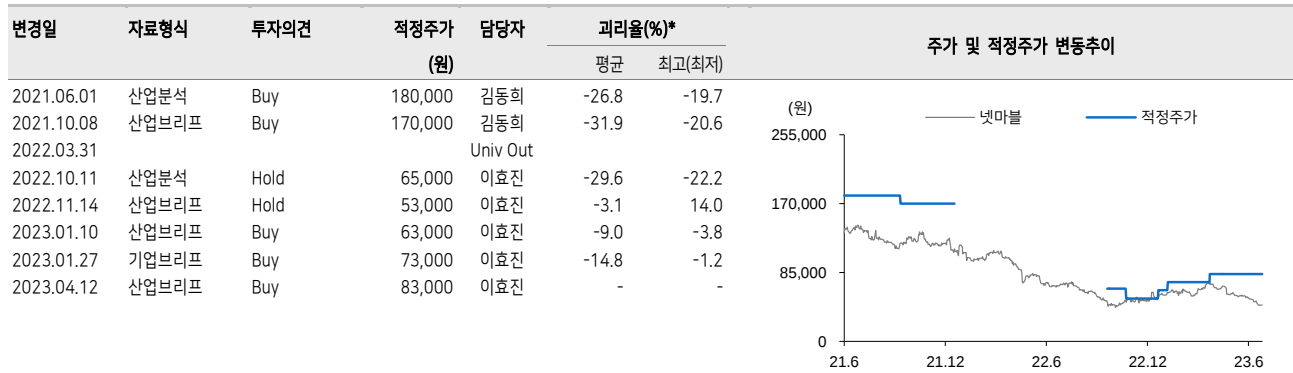
펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.01.15	산업브리프	Buy	60,000	김동희	7.5	40.7	
2021.07.29				Univ Out			
2022.10.11	산업분석	Buy	78,000	이호진	-43.8	-37.8	
2023.04.12	산업브리프	Buy	68,000	이호진	-	-	

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

