

게임



STEAM® 2025, Pivoting



Contents		관심종목	투자판단	적정주가
Summary	3	크래프톤 (259960)	Buy	510,000 원
Key Chart	6	네오위즈 (095660)	Buy	29,000 원
Part 1. 게임 산업 동향	13	펄어비스 (263750)	Buy	48,000 원
Part 2. 국내 게임사, 글로벌 시장에 도전하는 2025	29			
 기업분석	 35			
크래프톤 (259960): 일본 게임사 벌류에이션 따라잡기	36			
네오위즈 (095660): 여름을 향해 달릴 때	40			
펄어비스 (263750): 여름 가면 겨울은 오니까	39			
넷마블 (251270): 트레이딩 유효. 추세 상승은 이슈 해결 필요	49			
시프트업 (462870): 기다려온 이벤트가 실현되는 2Q	53			
엔씨소프트 (036570): Pivoting 이 필요하다	57			

Summary

글로벌 게임 시장 성장 전환

2024년 글로벌 게임 시장은 성장세로 전환하는데 성공했다. Newzoo에 따르면, 1,779억달러로 전년 대비 0.6% 증가했다. 2년 연속 감소하던 모바일 매출이 +3% YoY 증가하며 성장 전환한 데 따른다. 중동/아프리카, 라틴 아메리카의 기기 보급이 이어진 가운데 북미/유럽 중심의 캐주얼 장르 약진이 성장을 견인했다.

반면, 트리플 A급 게임의 출시가 2024년 크게 줄자 PC/콘솔, 특히 콘솔 시장이 감소했다. PS5 보급이 2022년말부터 본격적으로 이루어지며 2023년까지PKG 신규 타이틀 출시가 전체 성장을 이끈 바 있다. 2024년 PKG/DLC 매출이 부진했으나 인게임 매출은 동기간 성장을 이어갔다.

모바일 게임 장르까지

영향 미치는 솗폼

모바일 이용자의 솗폼 사용 시간이 증가하며 게임 산업에 영향을 미치고 있다. 반복적인 놀 자극을 유도하여 이용자의 집중도를 낮춘다. 특히 같은 디바이스를 공유하는 모바일 게임 내 RPG 장르의 입지를 좁히고 있다.

대규모 마케팅비 동반하는 최근 캐주얼 게임 광고 패턴

캐주얼 게임은 모바일 사용 패턴 변화가 우호적 환경을 조성했다. 최근에는 소셜 카지노와 같은 대규모 마케팅 전략으로 이용자를 확보하고 있다. 센서타워에 따르면, 2024년 전세계 인앱 수익 1위를 기록한 Scopely의 <모노폴리 고!>는 2023년 4월 출시 후 2024년 6월까지 약 1년간 미국 시장에서만 광고비로 1억달러(한화 1,400억원)를 지출했다. 게임 주요 소비자였던 남성의 유입과 SNS 광고를 통해 여성 소비자가 신규로 진입하며 성장을 이끌고 있는 것으로 파악된다.

높은 몰입도 필요한 장르 위주로 성장한 국내에 불리한 모바일 게임 산업 현황

문제는 이러한 장르와 방식을 국내 게임사가 복제하기 어렵다는 것이다. 국내 업체들은 RPG와 같은 높은 몰입도가 필요한 장르에서 두각을 드러내며 성장해왔다. 글로벌 초기 성공을 거둔 국내 모바일 RPG 게임인 <승리의 여신:니케>와 <나훈자만 레벨업> 매출은 감소 중이다. 라이트 유저가 이탈하며 해비 유저 ARPPU가 매출 하락을 일부 방어하는, 과거 <리니지>가 보여온 패턴을 그리고 있다.

준비한 PC/콘솔 신작 결과 집중될 2025: 스팀 활용이 성과 가를 것

강점을 살리기 위하여 국내 업체들은 2022년 전후 PC/콘솔 신작 개발에 본격적으로 착수했다. 2025년은 그 결과가 집중되는 시기다. 당사는 스팀 플랫폼을 활용한다면 국내 업체들이 시장 예상을 뛰어넘는 성과를 거둘 것으로 예상한다.

Statista에 따르면, 2024년 스팀 매출은 108억달러(한화 약 15조원)로 YoY 24%증가하며 성장이 오히려 가속화되었다. 1) PKG의 PC 동시 출시로 콘텐츠가 크게 증가했고, 2) 라이브 서비스 매출이 성장한 데 따른다. 스팀 게임 수는 2022년 1만개에서 2024년 15,422개로 50% 증가했고 월별 최고 동시접속자 수는 현재도 최고치를 경신 중이다. 전체 PC 시장의 정체를 고려했을 때, <리그 오브 레전드>, <오버워치2>, <심즈> 등 자체 플랫폼 이탈을 스팀이 흡수하고 있는 것으로 보인다.

PKG 플랫폼 동시 출시로
판매 볼륨 크게 증가

PC/콘솔 동시 출시로 접근 가능한 게이머 풀이 크게 확대되자 대다수 프랜차이즈 콘솔 타이틀은 2022년 이후 시리즈 통상 최대 판매고/최단시간 매출을 기록했다. 과거 출시 게임의 역주행이 빈번하게 관찰되며 높은 레버리지를 보이는 업체도 등장했다. 캡콤, 반다이남코와 같은 일본 업체가 대표적이다.

짧은 시간 몰입하여 소비한 후 긴 휴지기를 갖는 PKG 게임과 달리 F2P 라이브 서비스 게임의 성과도 스팀 성장에 크게 기여하고 있다. 스팀 플랫폼 소유사인 Valve의 〈카운터 스트라이크2〉, 크래프톤의 〈배틀 그라운드〉(F2P 전환 후)는 업데이트를 통해 2025년에도 MAU가 상승하고 있다.

일본 게임사와 다른 국내 게임사
의 마케팅 환경

PC/콘솔 신작 출시에 있어 스팀 중요도를 높게 판단하는 이유는 앞서 언급한 집객력 때문이다. 플랫폼 효과로 마케팅 효율성이 발현되기 적합하다. 일본 게임사의 경우 콘솔 시장에서의 마케팅 네트워크를 기반으로 스팀 플랫폼을 추가한 셈이었다. 소비자 입장에서도 콘솔을 통해(특히 서구권) 해당 게임에 노출되어 마케팅적으로 높은 우위를 점한다. 국내 업체들은 일본 게임사가 오랜 기간 쌓아온 네트워크를 단기간 내 압축해서 따라잡아야 하는 숙제를 안고 있다.

스팀 활용하면 ‘유명한 것으로
유명해지는’ 효과 누릴 수 있어

스팀에서의 성과는 일종의 마케팅 지표로 활용될 수 있다. 플랫폼별 균일하게 마케팅 자원을 배분하는 것보다는 타겟팅하여 집행하는 전략이 효율성을 높일 것으로 판단한다. 마치 ‘조선미녀’가 ‘아마존 1위’ 후 이를 마케팅 문구로 활용하는 것과 같은, 유명한 것으로 유명해지는 방식이다.

현재 기준 글로벌 시장에서 자체 마케팅 능력으로 투자자 눈높이를 상회하는 성과를 거둔 프로젝트는 크래프톤 〈인조이〉가 유일해 보인다. 컨텐츠 성공 사례가 쌓이면 퍼블리싱 사업의 가치가 더해질 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

다만 모든 업체에게 이 방식이 유효하지는 않다. 시프트업과 같은 외부 퍼블리싱 적극 활용 방안도 초기 네트워크 확보 측면에서 좋은 전략으로 판단된다. 네오위즈는 〈P의 거짓〉을 게임패스에 입점시키며 큰 수익을 거두지는 못했으나 이를 통해 네트워크를 확보했다고 밝힌 바 있다. 특히 엔씨소프트는 외부 퍼블리셔를 적극 고려해야 준비 중인 신작 타율을 높일 수 있을 것으로 판단한다.

스팀과 콘솔 시장의 성장에도 국내 투자자들이 산업 성장에 의구심을 품는 것은 상대적으로 모바일에 치우친 산업 구조에 익숙해져 있기 때문으로 보인다. 2022년 북미/유럽의 콘솔 비중은 40%대였으며 최근 보급률 감안 시 이 수치는 증가했을 가능성이 크다. 반면, 아시아 지역은 일본 제외 시 콘솔 시장 비중이 단 자릿수에 불과하다. 소니에 따르면, 한국 PS5 판매량은 2023년 기준 30만대에 그친다.

투자자 관심은 2025년에도
PC/콘솔에 집중될 것으로 예상

다수의 시장 전망 조사에서 2025년은 〈GTA6〉 출시가 예정되어 있어 PC/콘솔 시장의 성장을 예상하고 있다. 투자자 관심은 올해도 PC/콘솔 시장에 머무를 가능성성이 높다. 캐주얼 주요 게임사(Scopely, Dream Games)가 비상장 업체라는 점도 모바일 주요 성장 장르에 대한 투자자 관심을 제한시킨다.

<P의 거짓> DLC, <서브노티카 2> 얼리액세스, <붉은 사막> 대기 중 극복할 점도 존재하나 최근 PC/콘솔 시장의 커진 규모를 고려했을 때 2025년 국내 출시할 신작은 투자자 예상을 뛰어넘는 성과를 기록할 가능성이 높다. 상반기 크래프톤 <인조이>, 넥슨 <카잔>을 지나 하반기 <P의 거짓> DLC(네오위즈), 크래프톤 <서브노티카2> 얼리액세스와 펠어비스 <붉은 사막>이 준비 중이다.

PC/콘솔 기기 보급을 고려했을 때 성과의 업사이드는 서구권에서 포착될 가능성이 높다. 일본 게임사의 지난 2년간 주가 흐름을 고려할 때 이는 실적 상향에 더해 글로벌 투자자의 관심을 이끌며 밸류에이션 확장으로 이어질 수 있다.

Top picks:
크래프톤, 네오위즈, 펠어비스

밸류에이션 상승을 가능하게 할 북미/유럽 성과와 PC/콘솔 점유율 확보로 시장 낮은 기대치를 상회할 기회는 2025년 하반기 해당 시장의 준비된 신작이 있는 업체들에게 집중된다. 크래프톤, 네오위즈 그리고 펠어비스를 추천한다. 시프트업도 <스텔라 블레이드> 플랫폼 확장이 예고되어 있으며 성과를 기대하나 현 주가는 이미 글로벌 밸류에이션 수준에 거래되고 있다.

크래프톤은 상/하반기 <인조이>와 <서브노티카2>를 통해 One IP 리스크가 감소하며 아시아에 집중된 매출처를 다변화시켜 일본 게임사와 유사한 사업 구조를 갖추게 되는데 반해 밸류에이션은 절반에 불과하다. 밸류에이션 캡을 축소를 예상한다. 새로운 환경에 맞춘 게임 포트폴리오 Pivoting이 필요한 때다.

표1 국내 게임사 2025 PC/콘솔 출시 예정작

업체	시기	게임명	플랫폼	비고
크래프톤	25.03.28	인조이 (얼리액세스)	스팀(신규)	신규 IP. 출시 첫 1주 100만장 돌파
시프트업	25.06	스텔라 블레이드	스팀 추가 출시	24.04 PS5 단독 출시로 누적 200만 달성
네오위즈	25.07	P의 거짓 DLC	PC/콘솔 동시	<P의 거짓> 판매량 200만장 소폭 상회하나 게임패스 포함시 누적 이용자 800만 상회
크래프톤	2H25	서브노티카2 (얼리액세스)	PC콘솔 동시. 게임패스	서브노티카1, 누적 1천만장 판매
펠어비스	2H25	붉은 사막	PC/콘솔 동시(신규)	

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Key Chart

표2 국내 게임사 실적 비교

(십억원)	크래프톤	네오위즈	펄어비스	넷마블	시프트업	엔씨소프트	카카오게임즈	NHN	넥슨게임즈
종목코드	259960 KS	095660 KQ	263750 KQ	251270 KS	462870 KS	036570 KS	293490 KQ	181710 KS	225570 KQ
최근종가(원)	386,000	23,250	33,750	44,000	54,400	138,500	13,590	21,100	12,730
시가총액	18,494	508	2,168	3,782	3,182	2,984	1,126	712	838
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Sell
적정주가(원)	510,000	29,000	48,000	52,000	70,000	170,000	16,000	20,000	10,000
상승여력(%)	32.1	24.7	42.2	18.2	28.7	22.7	17.7	-5.2	-21.4
	2024	2,709.8	366.8	342.4	2,663.8	224.1	1,578.1	627.2	2,456.1
매출액	2025E	3,158.3	390.1	664.7	2,646.5	281.4	1,335.3	482.9	2,586.7
	2026E	3,770.3	382.3	508.3	2,566.7	224.3	1,556.0	629.4	2,674.7
	2024	1,182.5	32.9	-12.3	215.6	152.7	-109.2	19.1	-32.6
영업이익	2025E	1,384.6	43.9	200.5	91.2	193.9	-23.1	-17.4	98.5
	2026E	1,670.6	33.5	79.5	62.6	139.9	18.9	27.8	92.7
	2024	1,306.1	2.4	60.3	25.6	148.0	94.2	-94.7	-125.4
지배순이익	2025E	1,295.0	34.0	138.7	-52.9	177.7	363.0	4.3	40.5
	2026E	1,443.6	32.0	112.7	63.6	134.7	149.5	14.8	41.4
	2024	27,162	109	939	298	2,733	4,292	-1,146	-3,694
EPS (원, 지배주주)	2025E	27,031	1,555	2,159	-615	3,039	16,776	52	1,199
	2026E	30,732	1,466	1,754	739	2,304	7,180	179	1,263
	2024	11.5	173.6	29.5	173.3	23.2	N/A	N/A	N/A
PER (배)	2025E	14.3	15.0	15.6	N/A	17.9	8.3	262.6	17.6
	2026E	12.6	N/A	19.2	59.5	23.6	19.3	75.9	16.7
	2024	2.2	0.8	2.2	0.8	4.8	1.3	1.0	0.4
PBR (배)	2025E	2.4	1.0	2.3	0.8	3.4	0.9	0.9	0.5
	2026E	2.1	0.9	2.1	0.7	3.0	0.8	0.9	0.5

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 국내 게임사 수익률 비교

수익률	(%)	크래프톤	네오위즈	펄어비스	넷마블	시프트업	엔씨소프트	카카오게임즈	NHN	넥슨게임즈
절대수익률	1W	2.4	6.4	6.3	7.6	17.7	-4.0	2.2	0.0	5.7
	1M	10.0	11.0	11.6	9.0	-8.0	-15.2	-12.8	15.4	4.7
	3M	13.0	22.9	19.0	-6.4	-12.4	-23.8	-18.3	11.8	-6.7
	6M	13.4	15.4	-7.3	-21.4	-7.5	-28.3	-17.2	32.5	-11.2
	1Y	48.5	15.7	21.8	-21.6	N/A	-18.0	-34.5	-5.6	-1.4
	YTD	23.5	23.1	21.8	-14.9	-14.2	-24.4	-17.0	19.5	-4.9
상대수익률	1W	0.3	3.2	3.1	5.5	15.7	-6.0	-1.0	-2.1	2.5
	1M	14.9	14.7	15.3	14.0	-3.0	-10.3	-9.1	20.3	8.4
	3M	14.6	23.8	20.0	-4.8	-10.8	-22.2	-17.4	13.3	-5.8
	6M	17.6	20.1	-2.6	-17.2	-3.2	-24.0	-12.5	36.8	-6.5
	1Y	54.2	31.8	38.0	-15.8	N/A	-12.2	-18.4	0.1	14.7
	YTD	20.0	17.2	16.0	-18.4	-17.7	-27.9	-22.9	16.0	-10.8

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 PEER 실적 테이블

(십억달러)	Capcom	코나미	반다이남코	Kadokawa	넥슨	EA	Take-Two	CD Projekt	Ubisoft
종목코드	9697 JT	9766 JT	7832 JT	9468 JT	3659 JT	EA US	TTWO US	CDR PW	UBI FP
최근증가	3,980.0	19,935.0	5,056.0	3,866.0	2,169.5	145.6	212.8	221.6	9.3
시가총액	14.9	20.1	23.5	4.1	12.6	37.9	37.6	5.9	1.4
게임비중(%)	66	74	37	24	100	100	100	79	100
	2024	1.2	3.0	8.7	1.9	2.9	7.2	5.6	0.2
매출액	2025E	1.3	3.3	8.9	2.1	3.1	7.6	8.2	0.3
	2026E	1.4	3.5	9.4	2.3	3.3	8.1	8.4	0.7
% YoY	2025E	8.6	10.1	2.7	6.1	3.8	5.8	46.5	60.8
	2026E	9.1	7.3	5.0	11.4	7.1	7.0	1.8	117.6
	2024	0.5	0.8	1.3	0.1	0.8	2.1	0.6	0.1
영업이익	2025E	0.5	0.9	1.3	0.2	0.8	2.2	1.8	0.1
	2026E	0.6	1.0	1.4	0.3	0.9	2.5	2.1	0.4
% YoY	2025E	15.9	14.9	-1.9	36.1	-3.9	8.9	184.3	69.9
	2026E	12.0	8.2	6.5	38.1	9.8	12.6	16.8	317.4
	2024	0.5	0.8	1.3	0.1	1.3	2.1	0.5	0.1
세전이익	2025E	0.5	0.9	1.3	0.2	1.0	2.3	1.6	0.1
	2026E	0.6	1.0	1.4	0.3	1.1	2.5	2.0	0.4
	2024	0.3	0.6	0.9	0.1	0.9	1.1	-0.8	0.1
순이익	2025E	0.4	0.6	0.9	0.1	0.7	1.3	0.3	0.1
	2026E	0.4	0.7	1.0	0.2	0.7	1.5	0.7	0.4
	2024	43.8	36.3	25.0	51.6	14.3	34.6	N/A	72.7
PER(배)	2025E	37.9	31.4	25.4	33.3	19.2	30.0	110.5	48.8
	2026E	33.8	28.7	23.5	24.9	17.3	25.4	50.3	15.7
	2024	7.3	5.5	4.3	2.3	1.9	5.1	6.5	7.7
PBR(배)	2025E	6.3	4.9	3.9	2.2	1.7	4.8	6.5	6.9
	2026E	5.4	4.4	3.6	2.1	1.6	4.3	5.6	4.7

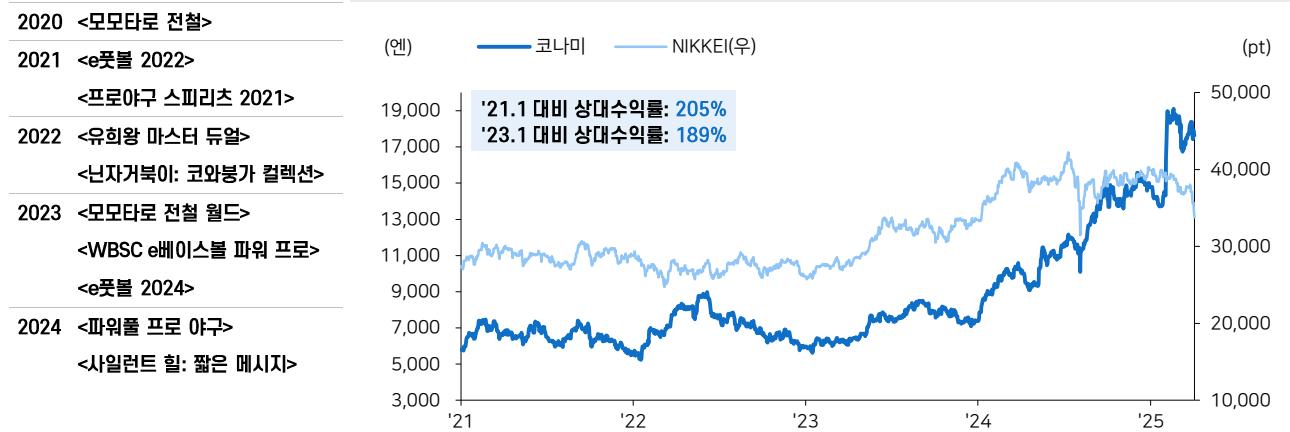
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 글로벌 PEER 수익률 비교

(%)	Capcom	코나미	반다이남코	Kadokawa	넥슨	EA	Take-Two	CD Projekt	Ubisoft
절대수익률	1W	6.5	8.9	8.3	-0.2	3.7	1.9	0.3	5.3
	1M	13.6	13.8	0.5	12.4	4.5	2.6	4.1	2.0
	3M	21.3	44.0	44.9	21.0	0.9	2.5	14.1	1.4
	6M	22.9	41.4	56.7	14.5	-17.9	0.9	37.0	38.1
	1Y	52.1	111.6	74.5	37.5	-10.9	15.9	51.3	96.6
	YTD	14.6	34.7	33.8	23.0	-8.7	-0.5	15.6	15.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림1 코나미 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 코나미 재무제표 및 지역별 매출

(십억엔)	'19.3	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3	'25.3 Plan
매출	262.5	262.8	272.7	299.5	314.3	360.3	380.0
Digital Entertainment	141.7	153.4	204.2	215.0	213.4	249.1	258.0
Amusement	27.8	23.7	17.6	19.5	19.5	26.4	36.0
Gaming&Systems	31.2	28.4	16.6	25.6	38.6	39.7	40.0
Sports	63.5	59.0	36.4	42.0	45.5	47.6	49.0
% YoY							
Digital Entertainment		8.3	33.1	5.3	-0.7	16.7	3.6
Total		0.1	3.7	9.9	4.9	14.6	5.5
영업이익	50.5	31.0	36.6	74.4	46.2	80.3	84.5
Digital Entertainment	43.8	43.2	73.4	76.4	53.0	79.4	80.0
Amusement	8.4	5.3	2.4	3.5	2.8	5.2	8.0
Gaming&Systems	4.7	1.8	-2.1	3.5	5.2	6.2	7.5
Sports	2.2	0.0	-5.9	0.8	0.5	2.3	2.5
Others	-4.0	-13.3	-27.6	-5.9	-10.4	-7.9	-8.0
% YoY							
Digital Entertainment		-1.4	70.0	4.1	-30.6	49.7	53.8
Total		-38.7	18.0	103.6	-38.0	73.8	1.3
지역별 매출							
일본	201.8	204.5	221.5	229.6	215.7	256.7	
북미	40.3	36.7	28.6	44.2	66.2	65.2	
유럽	12.9	12.6	13.5	13.0	16.2	20.4	
기타	7.5	9.0	9.1	12.7	16.2	18.1	
비중							
일본	77%	78%	81%	77%	69%	71%	
북미+유럽	20%	19%	15%	19%	26%	24%	

자료: 코나미, 메리츠증권 리서치센터

그림2 캡콤 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표7 캡콤 재무제표

(십억엔)	'19.3	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3
매출	100.0	81.6	95.3	110.1	125.9	152.4
%YoY	5.8	-18.4	16.8	15.5	14.4	21.0
Digital Contents	83.0	59.9	75.3	87.5	98.2	119.8
Arcade Operations	11.1	12.1	9.9	12.4	15.6	19.3
Amusement Equipment	3.4	6.5	7.1	5.7	7.8	9.0
Others	2.6	3.0	3.0	4.4	4.4	4.2
영업이익	18.1	22.8	34.6	42.9	50.8	57.1
%YoY	13.1	26.0	51.8	24.0	18.4	12.4
Digital Contents	23.3	24.2	37.0	45.4	53.5	59.8
Arcade Operations	1.1	1.2	0.1	0.7	1.2	1.9
Amusement Equipment	-2.7	2.1	2.4	2.3	3.4	4.1
Others	-3.6	-4.7	-5.0	-5.5	-7.4	-8.7
패키지 게임 판매량	25,500	30,100	32,600	41,700	45,893	
% YoY	1.0	18.0	8.3	27.9	10.1	
피지컬	4,950	6,950	8,000	4,400	4,541	
% YoY	-51.0	40.4	15.1	-45.0	3.2	
디지털	20,550	23,150	24,600	37,300	41,352	
% YoY	34.0	12.7	6.3	51.6	10.9	
PC	8,650	8,000	10,900	17,750	21,604	
콘솔	11,900	15,150	13,700	19,550		

자료: 캡콤, 메리츠증권 리서치센터

표8 캡콤 판매량 breakdown

(천개)	'20.12			'21.12			'22.12			'23.12			'24.12			'25.3 Plan		
판매된 타이틀 수 / 판매 지역 수	293 / 213			301 / 211			310 / 219			287 / 232			246 / 225					
총 판매량	19,800			25,800			29,100			32,600			30,531			50,000		
YoY (%)	20			30.3			12.8			12			-6.3			8.9		
	판매량	비중(%)	YoY(%)	판매량	비중(%)	YoY(%)	판매량	비중(%)	YoY(%)	판매량	비중(%)	YoY(%)	판매량	비중(%)	YoY(%)	판매량	비중(%)	YoY(%)
해외	17,100	86.4	28.1	21,550	83.5	26.0	22,750	78.2	5.6	26,800	82.2	17.8	26,153	85.7	-2.4	41,500	83.0	8.9
일본	2,700	13.6	-14.3	4,250	16.5	57.4	6,350	21.8	49.4	5,800	17.8	-8.7	4,377	14.3	-24.5	8,500	17.0	9.1
디지털	16,200	81.8	26.6	18,700	72.5	15.4	26,550	91.2	42.0	29,300	89.9	10.4	27,838	91.2	-5.0	46,600	93.2	12.7
PC	6,500			7,800			13,250			15,750			15,771					
콘솔	9,700			10,900			13,300			13,550			12,066					
피지컬	3,600	18.2	-2.7	7,100	27.5	97.2	2,550	8.8	-64.1	3,300	10.1	29.4	2,693	8.8	-18.4	3,400	6.8	-25.1
기존작	15,800	79.8	29.5	18,200	70.5	15.2	22,000	75.6	20.9	26,700	81.9	21.4	28,619	93.7	7.2	37,000	74.0	1.9
신작	4,000	20.2	-7.0	7,600	29.5	90.0	7,100	24.4	-6.6	5,900	18.1	-16.9	1,911	6.3	-67.6	13,000	26.0	35.5
주요 타이틀																		
신작	레지던트 이블 3			레지던트 이블 빌리지 몬스터 헌터 스토리2: 파멸의 날개			몬스터 헌터 라이즈: 썬브레이크			스트리트 파이터 6 메가맨 배틀 네트워크 레거시 콜렉션 Vol.1 & Vol.2			마블vs.캡콤 파이팅 콜렉션: 아케이드 클래식 데드 라이징 디럭스 리마스터 역전검사 미츠루기 셀렉션			몬스터 헌터 와일즈 데드 라이징 디럭스 리마스터		
기존작	몬스터 헌터: 월드 몬스터 헌터 월드: 아이스본 레지던트 이블 2 바이오하자드 7 레지던트 이블			몬스터 헌터 라이즈 몬스터 헌터 월드: 아이스본 레지던트 이블 2 레지던트 이블 3 바이오하자드 7 레지던트 이블 몬스터 헌터: 월드			몬스터 헌터 라이즈 몬스터 헌터 월드: 아이스본 데빌 메이 크라이 레지던트 이블 2 레지던트 이블 3 레지던트 이블 빌리지 몬스터 헌터 월드: 아이스본			레지던트 이블 2 레지던트 이블 3 레지던트 이블 4 레지던트 이블 빌리지 몬스터 헌터 라이즈 몬스터 헌터 라이즈: 썬브레이크			몬스터 헌터: 월드 몬스터 헌터 월드: 아이스본 몬스터 헌터 라이즈 레지던트 이블 빌리지 스트리트 파이터 6					

자료: 캡콤, 메리츠증권 리서치센터

그림3 반다이남코 주가 추이



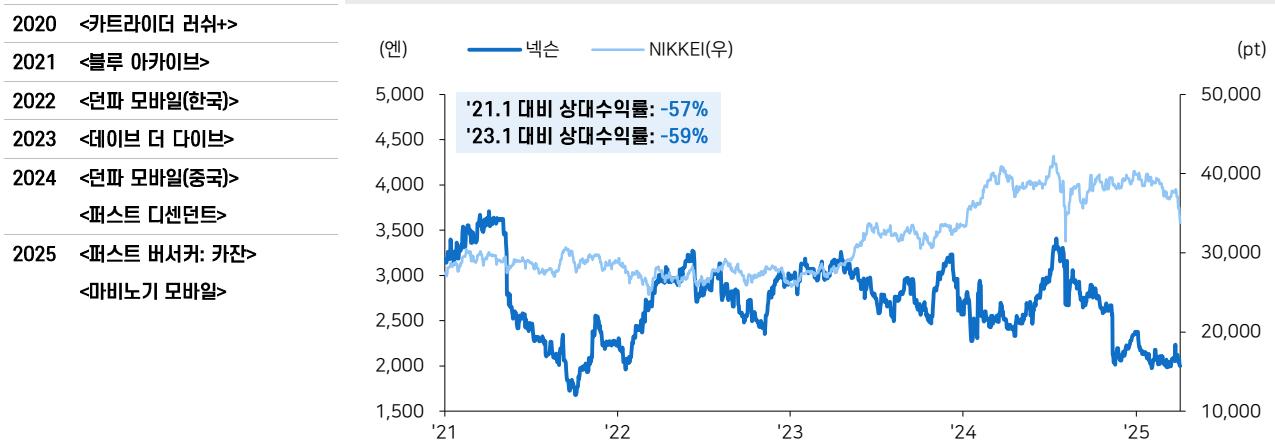
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표9 반다이남코 재무제표 및 패키지 게임 판매량

(십억엔)	'19.3	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3	25.3 Plan
매출	732.4	724.0	740.9	889.3	990.1	1,050.2	1,230.0
% YoY	8.0	-1.1	2.3	20.0	11.3	6.1	17.1
Digital	340.9	328.1	338.0	378.2	385.7	372.7	450.0
Toys and Hobby	242.9	253.7	300.8	373.6	447.5	509.9	590.0
IP Production	68.0	70.4	62.4	80.0	81.7	82.5	83.0
Amusement	101.5	91.8	63.9	82.3	104.6	119.7	140.0
others	-20.9	-20.0	-24.2	-24.8	-29.4	-34.5	-33.0
영업이익	84.1	78.8	84.7	125.5	116.5	90.7	180.0
% YoY	12.1	-6.3	7.5	48.2	-7.2	-22.1	98.5
Digital	47.5	43.9	56.8	69.6	49.3	6.3	67.0
Toys and Hobby	21.7	26.7	39.1	52.3	59.5	78.7	104.0
IP Production	13.8	14.3	4.3	8.5	10.6	10.0	12.0
Amusement	4.3	-1.5	-8.4	4.1	6.0	6.8	8.0
others	-3.3	-4.6	-7.1	-9.0	-9.1	-11.1	-11.0
패키지 판매량(천개)	27,611	24,584	41,498	56,847	48,291	39,682	39,500
% YoY	-4.4	-11.0	68.8	37.0	-15.1	-17.8	-0.5
일본	4,651	3,458	3,469	4,650	10,021	8,712	8,500
북미	10,249	10,334	16,280	25,054	18,710	13,672	15,000
유럽	12,711	10,792	21,749	27,143	19,560	17,298	16,000

자료: 반다이남코, 메리츠증권 리서치센터

그림4 넥슨 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표10 넥슨 재무제표 및 지역별 매출

(십억엔)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출	248.5	293.0	274.5	353.7	423.4	446.2
PC	188.0	196.0	196.4	243.9	304.2	256.5
모바일	60.6	97.1	78.1	109.8	119.2	189.7
% YoY						
매출	-2.0	17.9	-6.3	28.9	19.7	5.4
PC	-5.5	4.3	0.2	24.2	24.7	-15.7
모바일	10.4	60.2	-19.6	40.6	8.6	59.1
매출원가	59.6	69.0	72.1	105.8	137.9	164.8
판관비	85.1	103.7	108.5	139.3	147.7	142.2
영업이익	94.5	111.5	91.5	103.7	134.7	124.2
% YoY	-4.0	18.0	-17.9	13.3	29.9	-7.8
지역별 매출						
한국	89.8	165.0	154.7	212.9	255.3	195.0
중국	112.2	81.2	73.6	86.4	100.5	164.1
일본	13.9	10.4	10.5	10.5	11.9	17.8
북미/유럽	19.5	19.9	18.7	20.1	27.7	42.5
기타	13.2	16.5	17.0	23.8	27.9	26.8

자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
크래프톤 (259960)	Buy	510,000원
네오위즈 (095660)	Buy	29,000원
펄어비스 (263750)	Buy	48,000원
넷마블 (251270)	Hold	52,000원
시프트업 (462870)	Hold	70,000원
엔씨소프트 (036570)	Hold	170,000원

Industry Indepth
2025. 4. 21

▲ 인터넷/게임

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

크래프톤 259960

일본 게임사 밸류에이션 따라잡기

- ✓ 펍지 IP에 신작 〈인조이〉 성과 일부 반영되는 1분기
- ✓ 투자자 눈은 다음 신작인 〈서브노티카2〉로 옮겨갈 때
- ✓ 〈서브노티카〉는 DLC 포함 누적 1천만장 판매. 스팀 순위도 5위로 양호
- ✓ 펍지 안정적 성장에 신작 기여 본격화. One IP 벗어나고 서구권 매출 비중 증가
- ✓ 일본 게임사와 유사한 구조로 변화하나 밸류에이션은 절반 수준. 캡 축소 예상

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	510,000 원
현재주가 (4.18)	386,000 원
상승여력	32.1%
KOSPI	2,483.42pt
시가총액	184,937억원
발행주식수	4,791만주
유동주식비율	56.79%
외국인비중	41.75%
52주 최고/최저가	386,000원/225,500원
평균거래대금	650.2억원
주요주주(%)	
장병규 외 30 인	22.76
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK)	13.86
국민연금공단	7.10
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	10.0 13.4 48.5
상대주가	15.7 18.4 57.5

주가그래프



PC 지표 좋고 모바일 수익화 보여준 1분기

1분기 크래프톤의 연결 매출 및 영업이익은 각각 8,387억원(+26% YoY)과 4,323억원(+39% YoY)을 전망한다. 펍지 PC를 소폭 하향하고 모바일을 상향했다. 펍지 PC는 지난 3월 2020년 이후 최대 동시접속자를 경신했으나 BM 휴지기로 실적을 소폭 하향했다. 지난해 그려했듯 2분기 콜라보 등 이벤트가 진행되며 수익화가 이루어질 전망이다. 〈인조이〉는 출시 일주일 내 100만장 판매고를 기록했다. 1분기 매출 인식 기간이 87시간에 불과해 약 400억원을 가정했다. 연간 300만장 추정은 유지한다. 4분기까지 확보한 트래픽에 기반한 춘절 이벤트 효과로 모바일 분기 매출 (2Q24 일회성 수익 제외)은 2025년 역대 최대 수준에 달할 것으로 예상한다. 펍지 M 성장에 화평정영 성과가 더해지며 지난해 일회성 수익에도 불구하고 성장을 기대해볼 만하다. 마케팅비는 매출 대비 3.5% 수준에 그쳤을 것으로 추정한다. 콜라보 등 외주 협력이 증가한 점을 반영하여 연간 지급수수료는 상향했다.

일본 게임사와 유사해지는 사업 구조: 밸류에이션 캡 축소 예상

〈인조이〉를 지나 투자자들의 눈은 다음 신작으로 향하게 되었다. 다음 신작인 〈서브노티카2〉 얼리액세스는 게임패스에 입점하는데 오는 게임스컴에 2022년처럼 MS가 스폰서로 참여한다면 수상도 노려볼 만하다. 1) 〈서브노티카1〉이 DLC 포함 1천만장 팔렸고, 2) 스팀 위시리스트 5위를 감안하여 초반 250만장을 가정했다. 참고로 〈P의 거짓〉은 1년간 200만장이 판매되었다. 펍지가 안정적 성장을 이어가고 신작이 계단식으로 더해지고 있다. One IP에서 벗어나고 신작을 통해 서구권 매출이 확보되며 일본 게임사와 구조가 유사해지나 밸류에이션은 절반에 불과하다. 하반기 신작이 더해지며 투자자 공감을 얻는다면 일본 게임사와의 밸류에이션 캡 축소로 이어질 전망이다. 1) One IP 탈피, 2) Fwd 12M로 대상 기간 변경하며 적정주가를 51만원으로 상향한다.

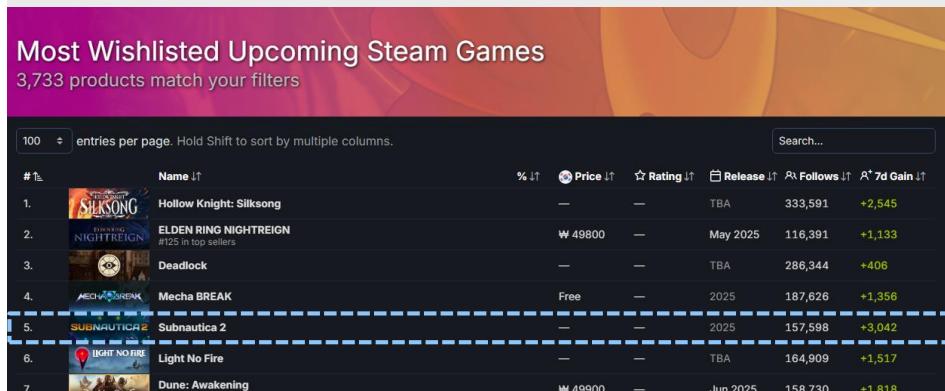
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024	2,709.8	1,182.5	1,306.1	27,162	122.2	142,524	11.5	2.2	8.8	21.1	16.0
2025E	3,158.3	1,384.6	1,295.0	27,032	-0.2	162,747	14.3	2.4	9.5	17.7	14.0
2026E	3,770.3	1,670.6	1,443.6	30,732	13.7	188,110	12.6	2.1	7.6	17.4	12.6
2027E	4,499.4	2,115.6	1,741.2	37,272	21.3	215,024	10.4	1.8	5.6	18.5	12.8

표23 크래프톤 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	27,507
적정배수(배)	18.7
적정주가	510,000
현재주가	386,000
상승여력(%)	32.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림38 <Subnautica 2>는 현재 스팀 5위



자료: Steam

표24 크래프톤 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.06.28	장화홍련: 기억의 조각	PC	5민랩(100%)	자회사개발
23.08.03	디펜스더비	모바일	라이징윙스(100%)	자회사개발
23.08.22	킬 더 크로우즈	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리액세스	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사개발
24.04.05	블릿 에코 인도 소프트런칭	모바일	젭토랩	퍼블리싱
24.05.23	마법소녀 루루핑	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.09.09	민간군사기업 매니저 체험판	PC	5민랩(100%)	자회사개발
24.10.31	리택티드	PC, 콘솔	스트라이킹 디스턴스 스튜디오(100%)	자회사개발
24.12.11	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
25.02.05	다크안다커 모바일(캐나다 소프트런칭)	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
25.03.28	프로젝트 인조이	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발
2H25	서브노티카2	PC, 콘솔	언노운월즈(100%)	자회사개발
	당컴 투게더	멀티플랫폼	5민랩(100%)	자회사개발
	마이 리틀 퍼피	PC	드림모션(100%)	자회사개발
2026 이후	Blind Spot(PUBG)	PC	크래프톤	자체개발
	프로젝트 블랙버짓	PC	크래프톤	자체개발
	Valor	콘솔	크래프톤	자체개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스	크래프톤		자체개발

주: 상기 출시 일정은 크래프톤의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

표25 크래프톤 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	665.9	707.0	719.3	617.6	838.7	779.7	836.8	703.1	2,709.8	3,158.3	3,770.3
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	356.8	324.8	325.4	272.9	941.9	1,279.9	1,794.1
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	465.0	435.8	493.0	349.1	1,689.8	1,742.8	1,844.9
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	8.4	12.2	10.6	70.6	44.3	101.8	97.6
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	8.5	7.0	7.8	10.5	33.7	33.7	33.7
% YoY											
매출	23.6	82.7	59.7	15.5	25.9	10.3	16.3	13.9	41.8	16.6	19.4
PC	36.5	63.5	126.1	39.2	46.4	69.7	18.7	17.3	61.3	35.9	40.2
모바일	15.5	104.2	37.6	5.7	15.6	-12.8	15.9	-3.6	35.7	3.1	5.9
콘솔	58.5	-53.9	-1.7	-29.4	-26.8	39.1	-10.3	475.6	-20.4	129.7	-4.2
기타	77.2	14.1	-1.3	41.8	0.0	0.0	0.0	0.0	28.8	0.0	0.0
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	406.3	432.0	462.9	472.4	1,527.3	1,773.6	2,099.7
% to sales	53.4	53.0	54.9	65.1	48.4	55.4	55.3	67.2	56.4	56.2	55.7
% YoY	39.0	46.7	51.3	8.6	14.3	15.2	17.2	17.5	33.7	16.1	18.4
인건비	163.6	164.8	147.6	143.2	157.8	164.7	165.6	170.0	619.2	658.0	759.4
스톡옵션 관련 비용	42.1	35.2	14.5	10.5	11.0	11.1	11.4	11.7	102.4	45.2	48.4
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	107.6	104.9	119.1	96.0	349.3	427.6	569.6
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	75.8	93.9	95.2	114.9	316.1	379.8	431.1
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	29.1	30.3	43.0	49.1	101.4	151.6	164.4
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	36.1	38.1	40.0	42.4	141.3	156.6	175.3
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	432.3	347.7	374.0	230.7	1,182.5	1,384.6	1,670.6
% YoY	9.7	152.6	71.4	31.1	39.2	4.7	15.3	7.1	54.0	17.1	20.7
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	51.6	44.6	44.7	32.8	43.6	43.8	44.3
세전이익	465.3	458.1	196.7	602.6	556.2	304.1	493.7	363.9	1,722.7	1,717.9	1,909.0
% YoY	28.4	187.2	-29.9	2,193.1	19.5	-33.6	151.0	-39.6	107.9	-0.3	11.1
지배주주순이익	350.0	341.9	122.1	492.1	410.2	224.2	364.1	296.6	1,306.1	1,295.0	1,443.6
% YoY	30.9	165.5	-42.4	흑전	17.2	-34.4	198.2	-39.7	119.4	-0.8	11.5

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

그림39 크래프톤 vs. 일본 게임사 12M Fwd PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,910.6	2,709.8	3,158.3	3,770.3	4,499.4
매출액증가율(%)	3.1	41.8	16.6	19.4	19.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,158.3	3,770.3	4,499.4
판매관리비	1,142.5	1,527.3	1,773.7	2,099.7	2,383.8
영업이익	768.1	1,182.5	1,384.6	1,670.6	2,115.6
영업이익률(%)	40.2	43.6	43.8	44.3	47.0
금융손익	28.6	23.1	31.2	26.8	26.0
종속/관계기업손익	-44.2	-47.9	-26.2	-36.4	-20.3
기타영업외손익	76.1	565.0	328.3	248.0	191.6
세전계속사업이익	828.6	1,722.7	1,717.9	1,909.0	2,312.8
법인세비용	234.6	420.1	422.9	465.4	571.6
당기순이익	594.1	1,302.6	1,295.0	1,443.6	1,741.2
지배주주지분 순이익	595.4	1,306.1	1,295.0	1,443.6	1,741.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	662.4	907.9	1,293.2	1,395.9	1,801.1
당기순이익(손실)	594.1	1,302.6	1,295.0	1,443.6	1,741.2
유형자산상각비	77.2	84.9	91.4	98.0	104.6
무형자산상각비	30.8	21.6	24.8	24.8	24.8
운전자본의 증감	-139.5	-276.5	-182.6	-249.1	-136.2
투자활동 현금흐름	-394.2	-831.6	-351.6	-283.0	-401.6
유형자산의증가(CAPEX)	-34.4	-20.3	-100.0	-105.0	-110.3
투자자산의감소(증가)	-269.1	-278.1	-226.2	-147.5	-224.7
재무활동 현금흐름	-225.3	-258.7	-325.9	-438.8	-472.1
차입금의 증감	-151.2	-28.0	0.0	13.8	16.5
자본의 증가	23.5	5.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.4	-139.4	615.7	674.0	927.5
기초현금	674.7	721.1	581.7	1,197.3	1,871.4
기말현금	721.1	581.7	1,197.3	1,871.4	2,798.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964.4	5,004.4	5,789.8	6,701.4	7,945.9
현금및현금성자산	721.1	581.7	1,197.3	1,871.4	2,798.8
매출채권	700.4	1,006.8	1,173.4	1,400.8	1,671.6
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,098.8	3,192.1	3,377.4
유형자산	257.0	239.8	248.3	255.3	260.9
무형자산	607.8	656.2	631.5	606.7	582.0
투자자산	918.2	1,148.4	1,348.4	1,459.4	1,663.8
자산총계	6,440.5	7,919.5	8,888.6	9,893.5	11,323.2
유동부채	520.7	784.8	784.9	798.7	946.4
매입채무	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	361.0	305.5	305.5	305.5	334.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	881.6	1,090.3	1,090.4	1,104.2	1,281.3
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,477.8	1,477.8	1,477.8
기타포괄이익누계액	85.2	158.7	158.7	158.7	158.7
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	6,164.7	7,291.4	9,037.3
비지배주주지분	4.4	1.3	1.3	1.3	-3.4
자본총계	5,558.8	6,829.1	7,798.2	8,789.2	10,041.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	39,217	56,353	65,923	80,264	96,311
EPS(지배주주)	12,221	27,162	27,032	30,732	37,272
CFPS	18,854	29,699	39,013	44,179	52,804
EBITDAPS	17,982	26,805	31,327	38,178	48,054
BPS	114,849	142,524	162,747	188,110	215,024
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.8	11.5	14.3	12.6	10.4
PCR	10.3	10.5	9.9	8.7	7.3
PSR	4.9	5.5	5.9	4.8	4.0
PBR	1.7	2.2	2.4	2.1	1.8
EBITDA(십억원)	876.1	1,288.9	1,500.8	1,793.4	2,245.0
EV/EBITDA	7.4	8.8	9.5	7.6	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.2	21.1	17.7	17.4	18.5
EBITDA 이익률	45.9	47.6	47.5	47.6	49.9
부채비율	15.9	16.0	14.0	12.6	12.8
금융비용부담률	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(X)	86.2	125.0	154.3	181.3	217.3
매출채권회전율(X)	3.1	3.2	2.9	2.9	2.9
재고자산회전율(X)					

Industry Indepth
2025. 4. 21

▲ 인터넷/게임
Analyst 이효진
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

네오위즈 095660

여름을 향해 달릴 때

- ✓ 1분기 웹보드 성수기 효과 제외하면 특이사항 없을 것
- ✓ 순매출인 〈P의 거짓〉 게임패스 수익 1분기 마무리
- ✓ 〈P의 거짓〉 누적 200만장 소폭 상회하나 게임패스 감안 시 800만명 이상 경험
- ✓ 〈엘든링〉 참고, 80만장 DLC 가정하나 게임패스 포함 시 최대 200만까지 가능
- ✓ 여름을 향해 달릴 때. 다만 DLC 출시 후 추세 유지 위해서는 신작 정보 필요

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

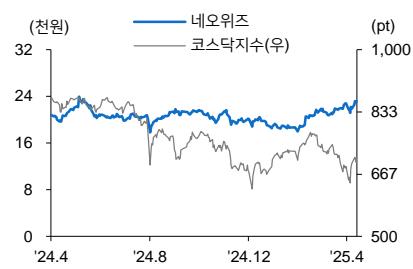
적정주가 (12 개월)	29,000 원
현재주가 (4.18)	23,250 원
상승여력	24.7%

KOSDAQ	717.77pt
시가총액	5,082억원
발행주식수	2,186만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	11.42%
52주 최고/최저가	23,950원/17,830원
평균거래대금	15.6억원

주요주주(%)	
나성균 외 10 인	37.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	15.4	15.7
상대주가	15.3	21.1	37.9

주가그래프



웹보드 성수기 효과 제외 시 특이사항 없을 1분기

1분기 네오위즈의 연결 매출과 영업이익은 각각 851억원(-12% YoY)과 69억원(-54% YoY)로 시장 눈높이에 부합할 전망이다. 웹보드 성수기 효과를 제외하면 특이사항은 없다. 2분기부터는 〈P의 거짓〉 게임패스 수익이 종료된다.

게임패스 이용자 고려 시 DLC 업사이드 가능

〈P의 거짓〉은 게임스컴에서 3관왕을 차지하며 기대감을 높인 바 있으나 게임패스 입점으로 판매량은 시장 기대치에 미치지 못했다. 전 플랫폼 동시 출시에도 첫 해 100만장을 소폭 상회하는데 그쳤고 2024년 200만장을 넘어섰다. 호평에도 실적 연결성이 낮아 투자자들은 실망하며 돌아섰다.

올 여름 〈P의 거짓〉 DLC 출시를 앞두고 있다. 본품 판매는 아쉬우나 게임패스 이용자 수를 포함하면 DLC는 업사이드를 기대해 볼 만하다. 게임 총 이용자 800만명 이상으로 추정된다. 유사 장르인 〈엘든링〉은 2024년 6월 기준 2,500만장이 판매되었고 같은 달 발매된 DLC는 첫 3일간 500만장 이상의 다운로드를 기록했다. 일반적으로 DLC가 출시되며 본품 할인을 통해 패키지 판매가 진행된다. 당사는 2025년 말까지 〈P의 거짓〉 누적 290만장 및 DLC 80만장 판매를 가정했으나 2024년 이용자 수를 800만으로 가정할 경우 DLC 판매는 최대 200만까지 가능하다. 4만원 단가 가정 시 100만장 당 매출 400억원 효과, 이익은 약 250억원 증가한다. 이는 2024년 연결 이익의 75% 수준이다.

적정주가를 기준 26,000원에서 29,000원으로 상향한다. 2025년 EPS에 동사의 가장 큰 모멘텀이 집중된 여름을 목전에 둔 시기로 기준 적용 밸류에이션 17배에 10%를 할증하여 신규 적정주가를 산정하였다. 다만 할증은 DLC 출시 후 소멸된다. 유의미한 실적 기여가 가능할 추가 신작에 대한 구체성이 뒷받침되어야 여름 이후에도 현재의 상승세가 유지될 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	365.6	31.6	48.7	2,209	251.6	22,213	12.1	1.2	8.1	10.4	27.3
2024	366.8	32.9	2.4	109	적전	22,296	173.6	0.8	3.8	0.5	19.5
2025E	390.1	43.9	34.0	1,555	흑전	23,651	15.0	1.0	3.9	6.8	19.2
2026E	382.3	33.5	32.0	1,466	-7.9	24,916	15.9	0.9	5.0	6.0	18.5
2027E	541.1	133.5	89.9	4,113	255.1	23,447	5.7	1.0	1.5	17.0	22.8

표26 네오위즈 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	1,555
적정배수(배)	18.7
적정주가	29,000
현재주가	23,250
상승여력(%)	24.7%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표27 네오위즈 게임 출시 일정: 2026 굽직한 신작 필요

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사	형태
23.06.22	브라운더스트2	모바일	네오위즈	자체개발
23.09.19	P의 거짓	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
23.11.09	산나비	PC, 스위치	원더포션	퍼블리싱
23.12.05	보노보노 뭐하니?	모바일	네오위즈	자체개발
23.12.29	천계 패러독스	모바일	엑스노아, KMS	퍼블리싱
24.03.21	Oh My Anne	모바일	네오위즈	자체개발
24.05.08	프로사커: 레전드 일레븐	모바일	스타어레이	퍼블리싱
24.05.23	고양이와 스프: 말랑 타운	모바일	아름게임즈	퍼블리싱
24.06.05	스컬 모바일 글로벌	모바일	사우스포게임즈	퍼블리싱
24.08.28	영웅전설: 가가브 트릴로지 국내	모바일	파우게임즈(51.44%)	자회사개발
24.12.05	피망 쇼다운 홀덤	모바일	네오위즈	자체개발
25.05	Shape of Dreams (글로벌)	PC	리자드 스무디	퍼블리싱
3Q25	P의 거짓 확장 DLC (글로벌)	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
2H25	고양이와 스프: 마법의 레시피 (글로벌)	모바일	네오위즈	자체개발
	안녕서울: 이태원편 (글로벌)	PC	지노 게임즈	퍼블리싱
	영웅전설: 가가브 트릴로지 (대만/일본 지역확장)	모바일	파우게임즈(51.44%)	자회사개발
	킹덤2 (글로벌)	모바일	네오위즈	자체개발
2026이후	Wolfeye Studios 신작 (글로벌)	PC/콘솔	Wolfeye Studios	퍼블리싱
	Zakazane Studio 신작 (글로벌)	PC/콘솔	Zakazane Studio	퍼블리싱
	라이프 시뮬레이션 신작 (글로벌)	PC/콘솔	네오위즈	자체개발
	서바이벌 액션 어드벤처 신작 (글로벌)	PC/콘솔	네오위즈	자체개발
	P의 거짓 차기작 (글로벌)	PC/콘솔	네오위즈	자체개발
	금색의 갓슈밸!! 영원한 인연의 친구들	모바일	네오위즈	자체개발
	프로젝트 IG	모바일	네오위즈	자체개발

주: 상기 출시 일정은 네오위즈의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

표28 네오위즈 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	97.1	87.0	93.1	89.6	85.1	86.9	122.4	95.7	366.8	390.1	382.3
PC/콘솔게임	44.6	37.2	36.9	37.6	37.9	38.6	75.2	46.0	156.3	197.7	176.3
모바일게임	42.0	38.1	45.7	43.2	36.9	36.9	36.9	37.9	169.0	148.5	162.9
기타	10.5	11.6	10.6	12.1	10.3	11.4	10.4	11.9	44.8	43.9	43.0
% YoY											
매출	41.6	24.0	-20.7	-18.1	-12.3	-0.2	31.5	6.8	0.3	6.3	-2.0
PC/콘솔게임	62.2	38.0	-32.6	-38.6	-15.0	3.6	103.8	22.2	-8.3	26.4	-10.8
모바일게임	30.0	15.4	-14.2	19.5	-12.1	-3.3	-19.3	-12.3	9.2	-12.1	9.7
기타	20.2	15.0	11.7	0.2	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	10.9	-2.0	-2.0
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.7	78.2	83.9	97.5	86.6	333.9	346.2	348.7
% to sales	84.7	94.5	93.1	92.3	91.9	96.5	79.7	90.5	91.0	88.7	91.2
% YoY	22.2	9.6	-10.9	-12.4	-4.9	1.9	12.5	4.7	0.0	3.7	0.7
인건비	40.0	39.9	38.2	39.2	39.1	39.7	40.2	40.6	157.2	159.7	163.4
지급수수료	22.5	22.3	25.7	23.7	18.9	22.6	34.0	24.0	94.3	99.4	96.4
마케팅	8.3	8.3	10.4	8.0	8.5	9.6	11.5	9.7	35.1	39.3	39.4
상각비	4.2	4.2	5.0	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	17.3	15.7	15.5
기타	7.2	7.6	7.4	7.9	7.7	8.1	7.9	8.4	30.0	32.0	34.0
영업이익	14.8	4.7	6.5	6.9	6.9	3.0	24.9	9.1	32.9	43.9	33.5
% YoY	1,085.2	흑전	-68.1	-54.2	-53.5	-36.8	285.0	32.4	4.2	33.3	-23.6
영업이익률(%)	15.3	5.5	6.9	7.7	8.1	3.5	20.3	9.5	9.0	11.3	8.8
세전이익	18.8	6.6	1.3	-21.9	11.2	5.3	20.5	0.7	4.9	37.8	32.7
% YoY	288.5	-49.9	-94.2	적전	-40.4	-19.9	1,489.4	흑전	-88.9	679.1	-13.4
지배주주순이익	17.9	7.8	1.4	-24.7	12.7	4.5	15.9	0.9	2.4	34.0	32.0
% YoY	396.0	-65.4	-92.4	적전	-29.0	-41.7	1,022.6	흑전	-95.1	1,319.8	-5.7

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	365.6	366.8	390.1	382.3	541.1
매출액증가율(%)	24.1	0.3	6.3	-2.0	41.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	365.6	366.8	390.1	382.3	541.1
판매관리비	334.0	333.9	346.2	348.7	407.5
영업이익	31.6	32.9	43.9	33.5	133.5
영업이익률(%)	8.6	9.0	11.3	8.8	24.7
금융손익	-1.1	7.6	8.0	10.4	8.0
종속/관계기업손익	-0.2	-0.9	-0.9	-0.9	0.0
기타영업외손익	13.4	-34.8	-13.2	-10.3	0.0
세전계속사업이익	43.8	4.9	37.8	32.7	141.6
법인세비용	-2.7	11.8	13.2	10.1	47.0
당기순이익	46.4	-7.0	24.6	22.7	80.6
지배주주지분 순이익	48.7	2.4	34.0	32.0	89.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	64.7	33.8	45.0	30.0	131.2
당기순이익(손실)	46.4	-7.0	24.6	22.7	80.6
유형자산상각비	6.3	4.7	5.7	5.7	5.7
무형자산상각비	12.5	12.6	12.6	4.0	3.6
운전자본의 증감	-1.0	-25.7	2.0	-2.4	41.3
투자활동 현금흐름	-10.2	-15.8	1.0	0.3	-56.1
유형자산의증가(CAPEX)	-1.2	-1.5	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	14.6	11.5	0.0	0.5	-9.1
재무활동 현금흐름	-13.6	-34.7	0.0	-4.4	-4.1
차입금의 증감	1.7	-20.1	0.0	-0.0	0.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	38.2	-13.0	46.0	26.0	71.0
기초현금	91.7	129.9	116.9	162.8	188.8
기말현금	129.9	116.9	162.8	188.8	259.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	297.6	314.0	345.2	363.1	471.1
현금및현금성자산	129.9	116.9	162.8	188.8	259.8
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동자산	373.8	306.0	297.6	297.5	307.2
유형자산	86.9	87.5	91.8	96.1	100.3
무형자산	149.4	99.6	87.0	83.0	79.4
투자자산	70.1	58.6	58.6	58.2	67.3
자산총계	671.4	620.0	642.8	660.5	778.3
유동부채	113.2	81.1	86.1	84.4	119.5
매입채무	10.8	10.6	11.3	11.1	15.7
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	19.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	30.6	20.0	17.5	18.6	25.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	143.8	101.1	103.6	103.0	144.6
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타포괄이익누계액	-18.6	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
이익잉여금	428.2	420.8	450.4	478.1	446.0
비지배주주지분	38.2	31.6	22.3	12.9	121.2
자본총계	527.6	518.9	539.2	557.5	633.7

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	16,593	16,675	17,847	17,489	24,755
EPS(지배주주)	2,209	109	1,555	1,466	4,113
CFPS	3,287	3,202	2,291	1,638	5,580
EBITDAPS	2,286	2,284	2,847	1,979	6,538
BPS	22,213	22,296	23,651	24,916	23,447
DPS	245	0	220	220	220
배당수익률(%)	0.9	0.0	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	12.1	173.6	15.0	15.9	5.7
PCR	8.1	5.9	10.2	14.2	4.2
PSR	1.6	1.1	1.3	1.3	0.9
PBR	1.2	0.8	1.0	0.9	1.0
EBITDA(십억원)	50.4	50.2	62.2	43.2	142.9
EV/EBITDA	8.1	3.8	3.9	5.0	1.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.4	0.5	6.8	6.0	17.0
EBITDA 이익률	13.8	13.7	16.0	11.3	26.4
부채비율	27.3	19.5	19.2	18.5	22.8
금융비용부담률	0.5	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	17.2	63.0	316.0	242.0	928.2
매출채권회전율(X)					
재고자산회전율(X)	4,730.8	2,567.9	3,986.2	11,958.2	14,158.4

Industry Indepth
2025. 4. 21

펄어비스 263750

여름 가면 겨울은 오니까

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 〈붉은 사막〉 연말 출시 예정. 크고 작은 게임쇼 참가하며 마케팅 지속 예정
- ✓ 판매량 핵심은 스팀이 결정. 스팀/콘솔 동시 출시로 2026년까지 661만장 기대
- ✓ 상반기 실적 바닥 확인했고 신작 출시하며 현금 쌓이는 구조로 텐어라운드
- ✓ 적정주가 4만8천원 및 투자의견 Buy 상향. 신작까지 큰 브레이크 없을 듯
- ✓ DLC 매년 출시 혹은 멀티 대전 도입시 일본 게임사와 유사한 주가 상승 가능

Buy

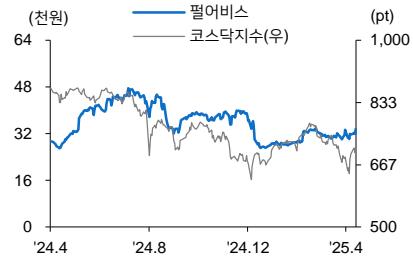
(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	48,000 원
현재주가 (4.18)	33,750 원
상승여력	42.2%

KOSDAQ	717.77pt
시가총액	21,684억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	58.19%
외국인비중	8.31%
52주 최고/최저가	47,600원/27,150원
평균거래대금	57.2억원
주요주주(%)	
김대일 외 10 인	37.34
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.6	-7.3	21.8
상대주가	15.9	-2.7	45.2

주가그래프



1Q25 Preview: 영업환경은 4분기와 유사, 비용은 YoY 증가

1분기 펄어비스의 연결 매출 및 영업이익은 각각 854억원(-0.1% YoY)과 -27억 원(적전 YoY)을 예상한다. 4분기와 유사한 1분기 영업환경이 예상되나 연중 〈붉은 사막〉 마케팅이 진행되며 비용은 YoY 증가할 전망이다.

여름 가고 겨울이면 오는 〈붉은 사막〉 그리고 그 후

〈붉은 사막〉의 출시가 연말 예정되어 있다. 2024 게임스컴 B2C 마케팅을 시작으로 올해에도 크고 작은 게임쇼에 참여하며 게이머에게 적극적으로 다가가고 있다. 우려했던 대규모 마케팅비 투입은 고려하고 있지 않는 것으로 보인다.

패키지 가격을 60→70달러로 상향했으며 2025/2026 합산 646만장을 가정했다. 이는 스팀/콘솔 동시 출시를 감안한 수치로 동사의 자사 게임 퍼블리싱이 성공할 것임을 가정한 데 따른다. 핵심은 스팀 판매량이 결정할 전망이다. 멀티 대전 출시가 기대되는 2027년 말까지 총 판매량은 900만장을 가정했다.

동사의 적정주가를 4만원에서 4만8천원으로 상향하며 상승 여력 확대에 근거하여 투자의견을 Buy로 상향한다. 신작 출시 앞둔 시점임을 감안 기준 벌류에이션 17 배를 10% 할증했고 대상 시기를 2025년에서 Fwd 12M 변경했다. 동사는 현재 약 3천억원의 현금을 보유하고 있으며 무분별한 마케팅비 투여만 아니라면 현금이 쌓이는 구조로 텐어라운드한다. 바닥을 확인한 실적과 재무 상태 고려 시 다가오는 신작은 주가 업사이드를 가리킨다.

신작 출시 후 추가 상승을 위해서는 비개발 인력의 조정, 개발 속도 진전과 같은 추가 조치가 필요해 보인다. 신작의 시장 안착 후 멀티대전 혹은 DLC 매년 출시(〈엘든링〉 방식)와 같은 방식을 택한다면 반다이/카도카와와 유사한 주가 상승세를 기록할 수 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	333.5	-16.4	15.2	237	흑전	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024	342.4	-12.3	60.3	939	296.8	12,545	29.5	2.2	116.9	7.9	41.8
2025E	664.7	200.5	138.7	2,159	129.9	14,704	15.6	2.3	8.3	15.8	33.2
2026E	508.3	79.5	112.7	1,754	-18.7	16,458	19.2	2.1	16.7	11.3	30.0
2027E	587.5	131.0	166.7	2,595	47.9	19,053	13.0	1.8	10.1	14.6	26.6

표29 펠어비스 적정주가 산출

(원)	비고
EPS	2,562 2Q25-1Q26 Fwd 12M EPS
적정배수(X)	18.7 신작 앞둔 시점 감안하여 기준 대비 10% 할증
적정주가	48,000 47,900원 반올림
현재주가	33,750
상승여력(%)	42.2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

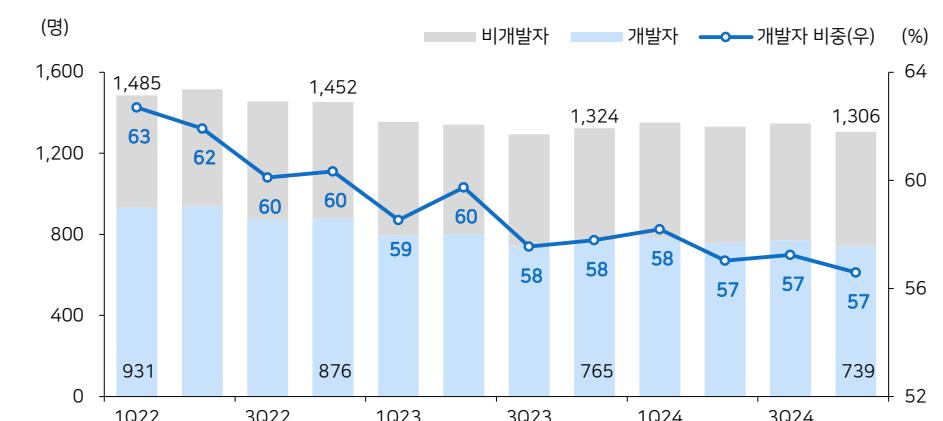
표30 펠어비스 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
24.10.24	검은사막 중국 OBT	PC	펠어비스	자체개발
4Q25	붉은사막	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
미정	도깨비	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발
미정	플랜8	PC, 콘솔	펠어비스	자체개발

주: 상기 출시 일정은 펠어비스의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림40 펠어비스 개발자 추이



자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

그림41 펠어비스 <붉은 사막> 스팀 위시리스트 순위는 64위

60.		REPLACED	—	—	Soon	34,608	+103
61.		PVKK: Planetenverteidigungskanonenkommandant	—	—	TBA	30,462	+195
62.		Vindictus: Defying Fate	—	—	TBA	45,651	+757
63.		Killer Bean	—	—	Soon	32,567	+70
64.		Crimson Desert	—	—	2025	25,748	+582
65.		Nova Roma	—	—	2025	28,083	+53
66.		Tides of Annihilation	—	—	Soon	29,288	+394
67.		REANIMAL	—	—	Soon	23,889	+272
68.		Tales of the Shire: A The Lord of The Rings™ Game	—	—	Jul 2025	25,984	+176

자료: Steam

<엘든링> 2022년 출시 후 2024년
부터 연중 1개의 DLC 출시 중

그림42 반다이남코 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림43 카도카와 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림44 <엘든링> 2022년 출시 후 DLC 판매로 연속 매출 이끌어

시리즈	게임명	출시일	게임명	출시일
	엘든 링	2022.02.25	엘든 링: 황금 나무의 그림자	2024.06.21
			엘든 링: 밤의 통치자	2025.05.30 예정

자료: 반다이 남코, 메리츠증권 리서치센터

표31 펠어비스 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	85.4	81.8	79.5	95.7	85.4	80.4	79.8	419.1	342.4	664.7	508.3
PC	58.5	61.2	56.6	69.3	62.8	62.1	57.9	333.5	245.6	516.3	402.4
콘솔	4.2	3.3	2.2	3.6	2.9	3.2	3.4	66.8	13.4	76.3	40.1
모바일	22.0	17.1	15.6	18.2	19.0	14.8	13.6	14.3	73.1	61.6	55.3
기타	0.6	0.2	5.0	4.6	0.7	0.2	5.0	4.6	10.3	10.5	10.5
% YoY											
매출	-0.4	4.3	-6.4	13.4	-0.1	-1.7	0.5	337.8	2.7	94.1	-23.5
PC	-6.3	1.0	-17.2	4.3	7.3	1.5	2.3	381.4	-4.7	110.2	-22.1
콘솔	-16.3	-14.9	-55.9	-8.8	-31.0	-1.8	50.5	1,732.4	-25.5	470.1	-47.5
모바일	30.6	39.6	42.6	89.9	-14.0	-13.5	-13.3	-21.8	46.9	-15.7	-10.2
기타	-52.8	-90.3	841.0	2.9	14.4	45.7	0.2	0.0	29.3	1.7	0.0
영업비용	84.9	87.6	88.7	93.5	88.1	93.7	100.7	181.8	354.7	464.2	428.8
% to sales	99.3	107.1	111.6	97.7	103.2	116.6	126.1	43.4	103.6	69.8	84.4
% YoY	0.2	-5.3	7.1	4.0	3.8	7.0	13.5	94.3	1.4	30.9	-7.6
인건비	46.7	46.6	44.3	47.2	47.9	47.4	45.0	52.2	184.9	192.5	205.2
지급수수료	17.1	18.4	17.0	18.4	17.1	17.9	16.9	86.4	71.0	138.3	112.3
광고선전비	5.6	7.3	8.9	11.8	7.2	12.3	18.7	25.4	33.6	63.6	44.7
상각비	6.4	6.4	6.2	6.2	6.4	6.5	6.4	6.5	25.2	25.8	26.2
기타	9.0	8.9	12.2	9.9	9.5	9.5	13.6	11.3	40.0	43.9	40.5
영업이익	0.6	-5.8	-9.2	2.2	-2.7	-13.3	-20.8	237.4	-12.3	200.5	79.5
% YoY	-46.3	적자	적전	흑전	적전	적자	적자	10,740.4	적자	흑전	-60.4
영업이익률(%)	0.7	-7.1	-11.6	2.3	-3.2	-16.6	-26.1	56.6	-3.6	30.2	15.6
세전이익	17.2	10.1	-6.6	57.0	-5.4	-4.1	-23.6	237.8	77.7	204.6	155.4
% YoY	26.7	흑전	적전	흑전	적전	적전	적자	316.9	250.7	163.5	-24.1
지배주주순이익	12.8	9.1	-7.8	46.2	-5.4	-4.1	-27.7	175.9	60.3	138.7	112.7
% YoY	36.3	흑전	적전	흑전	적전	적전	적자	280.7	296.8	129.8	-18.7

자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	333.5	342.4	664.7	508.3	587.5
매출액증가율(%)	-13.5	2.7	94.1	-23.5	15.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	333.5	342.4	664.7	508.4	587.5
판매관리비	349.8	354.7	464.2	428.9	456.4
영업이익	-16.4	-12.3	200.5	79.5	131.0
영업이익률(%)	-4.9	-3.6	30.2	15.6	22.3
금융손익	24.7	69.3	2.6	49.6	70.0
종속/관계기업손익	-6.4	-4.3	-6.4	-4.2	-3.7
기타영업외손익	20.2	25.0	7.8	30.5	25.0
세전계속사업이익	22.1	77.7	204.6	155.4	222.3
법인세비용	6.9	17.3	65.9	42.7	55.6
당기순이익	15.2	60.3	138.7	112.7	166.7
지배주주지분 순이익	15.2	60.3	138.7	112.7	166.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	32.4	-5.4	68.1	173.9	178.4
당기순이익(손실)	15.2	60.3	138.7	112.7	166.7
유형자산상각비	16.9	15.9	16.2	16.2	16.2
무형자산상각비	9.1	9.3	5.1	5.3	5.5
운전자본의 증감	8.3	-34.2	-91.9	39.7	-10.0
투자활동 현금흐름	134.3	56.5	-6.8	-92.7	-39.3
유형자산의증가(CAPEX)	-9.1	-3.0	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	4.9	-49.6	-1.4	6.1	-0.4
재무활동 현금흐름	-89.6	-151.8	-5.5	0.0	0.0
차입금의 증감	-81.3	-145.3	-5.5	0.0	0.0
자본의 증가	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	76.1	-92.9	55.9	81.3	139.1
기초현금	159.6	235.7	142.8	198.7	279.9
기말현금	235.7	142.8	198.7	279.9	419.0

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	582.8	453.3	583.6	697.4	863.7
현금및현금성자산	235.7	142.8	198.7	279.9	419.0
매출채권	39.3	45.4	88.1	67.3	77.8
재고자산	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동자산	630.1	689.6	675.1	677.5	686.3
유형자산	194.4	188.8	192.6	196.4	200.3
무형자산	227.0	247.9	252.8	257.5	262.0
투자자산	167.8	213.2	214.6	208.5	208.9
자산총계	1,212.9	1,142.8	1,258.7	1,374.9	1,550.0
유동부채	315.9	133.2	141.0	140.6	217.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	162.9	5.5	0.0	0.0	81.0
비유동부채	172.0	203.7	173.0	177.0	108.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.0	81.2	81.2	81.2	0.2
부채총계	487.9	336.9	314.0	317.5	325.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	219.7	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	32.1	49.9	49.9	49.9	49.9
이익잉여금	498.2	558.6	697.3	810.0	976.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	725.0	806.0	944.7	1,057.4	1,224.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	5,191	5,329	10,346	7,912	9,144
EPS(지배주주)	237	939	2,159	1,754	2,595
CFPS	519	530	3,346	2,522	3,481
EBITDAPS	151	201	3,453	1,572	2,377
BPS	11,284	12,545	14,704	16,458	19,053
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	163.7	29.5	15.6	19.2	13.0
PCR	74.7	52.3	10.1	13.4	9.7
PSR	7.5	5.2	3.3	4.3	3.7
PBR	3.4	2.2	2.3	2.1	1.8
EBITDA(십억원)	9.7	12.9	221.8	101.0	152.7
EV/EBITDA	229.0	116.9	8.3	16.7	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.1	7.9	15.8	11.3	14.6
EBITDA 이익률	2.9	3.8	33.4	19.9	26.0
부채비율	67.3	41.8	33.2	30.0	26.6
금융비용부담률	3.8	2.0	0.6	0.8	0.7
이자보상배율(X)	-1.3	-1.8	51.1	20.8	34.3
매출채권회전율(X)	8.3	8.1	10.0	6.5	8.1
재고자산회전율(X)	5,660.4	10,989.6			

Industry Indepth
2025. 4. 21

넷마블 251270

트레이딩 유효. 추세 상승은 이슈 해결 필요

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ 1분기 연결 영업이익은 눈높이 부합 예상
- ✓ 최근 주가 하락으로 단기 트레이딩 유효한 레벨 진입. 신작도 대기중
- ✓ 다만 추세 상승 위해서는 1) 속헤드 형식의 모바일 매출 일변도에서 벗어나고
- ✓ 2) 넷마블네오의 상장 이슈 해결이 필요
- ✓ 이슈 제거하고 스팀 통해 해외 성과 보여준다면 투자자 관심 높아질 것

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	52,000 원
현재주가 (4.18)	44,000 원
상승여력	18.2%
KOSPI	2,483.42pt
시가총액	37,820억원
별행주식수	8,595만주
유동주식비율	36.69%
외국인비중	25.16%
52주 최고/최저가	69,400원/37,500원
평균거래대금	82.9억원
주요주주(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52
CJ ENM	16.78
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	9.0 -21.4 -21.6
상대주가	14.7 -17.9 -16.8

주가그래프



1분기는 눈높이 수준

1분기 넷마블의 연결 매출 및 영업이익은 각각 6,028억원(+3% YoY)과 308억원(+735% YoY)으로 기존 추정치를 유지한다. 1분기말 환율이 예상 대비 높게 마무리된 점을 반영하여 매출과 비용 추정을 상향했다. 3월 말 출시된 RF온라인넥스트의 초반 순위가 긍정적으로 유지된 점을 소폭 반영하였으며 이 외 스피너스 추정치는 사업보고서에 발표된 손익을 바탕으로 소폭 하향했다. 2025/2026년 신작 출시 일정을 조정하며 실적 변동폭이 다소 크나 합산 실적은 이전과 유사하다.

단기 트레이딩 유효한 주가, 다만 본격 상승 위해서는

동사의 주가는 최근 6개월 간 21% 하락하여 당사의 적정주가와 고리가 발생, 단기 트레이딩이 유효한 구간이다. 신작 출시를 앞둔 점도 가격 매력을 높인다. 다만 1) 원작 IP 인기에 기댄 속헤드 형식의 다발적 신작 출시, 2) 넷마블네오의 상장 이슈는 동사의 주가 업사이드를 방해하고 있다.

2024년 가장 큰 성과를 가져온 <나훈랩>은 초반 긍정적이었던 글로벌 성과에도 지속성을 증명하지 못하며 주가 하락으로 이어졌다. 또 하나의 성공적 IP인 <왕좌의 게임>은 스팀 베타가 진행되고 있으나 <나훈랩>의 기저가 다소 높아 2분기 이후 역성장 고리를 끊을 수 있을지 지켜볼 필요가 있다. 2분기 신작이 성공하더라도 다음 문제에 봉착한다. <나훈랩>과 <왕좌의 게임>이 모두 지난해부터 상장 이슈가 있었던 자회사 '넷마블네오'의 게임이기 때문이다. 보유 자산의 유동화를 통해 영업외비용을 제거하고 상기 이슈를 해소, 모바일 일변도에서 벗어나 스팀을 통해 해외 성과를 유의미하게 가져갈 수 있다면 투자자 관심이 본격적으로 높아질 것으로 예상한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	54.9	-4.9	55.9
2024	2,663.8	215.6	25.6	298	흑전	63,011	173.3	0.8	14.9	0.5	49.4
2025E	2,646.5	91.2	-52.9	-615	적전	58,491	-71.5	0.8	21.0	-1.0	52.0
2026E	2,566.7	62.6	63.6	739	흑전	61,909	59.5	0.7	23.3	1.2	51.3
2027E	2,495.4	19.7	-7.9	-92	-11.1	64,902	-476.7	0.7	27.9	-0.1	41.5

표32 넷마블 신작 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
23.08.09	그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.03%)	자회사개발
23.09.06	세븐나이츠 키우기	모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.03%)	자회사개발
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
24.08.13	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨 (80.03%)	자회사개발
24.11.20	레이븐2 대만/홍콩/마카오	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
24.11.27	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)	자회사개발
25.03.20	RF 온라인 넥스트 (한국)	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)	자회사개발
2Q25	킹 오브 파이터 AFK (글로벌)	모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	왕좌의 게임: 킹스로드 (글로벌)	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	세븐나이츠 리버스 (글로벌)	PC, 모바일	넷마블넥서스(99.93%)	자회사개발
2H25	일곱개의 대죄: Origin (글로벌)	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.03%)	자회사개발
	나 혼자만 레벨업 (글로벌)	PC(스팀), 콘솔	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	몬길: STAR DIVE (글로벌)	PC, 모바일	넷마블몬스터(75.67%)	자회사개발
	The RED: 피의 계승자 (한국)	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)	자회사개발
	프로젝트 SOL (글로벌)	PC, 모바일	알트나인	퍼블리싱

주: 상기 출시 일정은 넷마블의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표33 넷마블네오 2021-2024 실적

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업수익	138.9	94.0	55.3	121.0
영업비용	64.7	69.6	58.9	74.2
인건비	51.7	57.6	48.3	61.2
주식보상비용	0.4	0.2	0.1	0.6
지급수수료	5.4	5.8	4.2	5.9
광고선전비	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.1	6.0	6.3	6.4
영업이익	74.2	24.4	-3.6	46.8
영업외수익	1.7	1.5	4.2	2.7
영업외비용	0.4	0.7	0.7	2.0
세전이익	75.5	25.1	-0.1	47.6
당기순이익	60.5	19.7	1.8	36.7

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

표34 넷마블 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	585.4	782.1	647.3	649.0	602.8	666.2	662.4	715.1	2,663.8	2,646.5	2,566.7
모바일게임	522.9	736.9	599.7	599.8	539.9	621.5	613.9	664.5	2,459.3	2,439.8	2,361.1
기타	62.5	45.2	47.6	49.2	63.0	44.7	48.5	50.6	204.5	206.7	205.6
% YoY											
매출	-2.9	29.6	2.7	-2.5	3.0	-14.8	2.3	10.2	6.5	-0.6	-3.0
모바일게임	-3.8	33.5	4.5	2.3	3.2	-15.7	2.4	10.8	9.0	-0.8	-3.2
기타	5.9	-12.1	-15.7	-37.7	0.7	-1.2	1.8	2.9	-16.8	1.1	-0.6
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	572.0	654.9	648.9	679.6	2,448.2	2,555.3	2,504.1
% to sales	99.4	85.8	89.9	94.6	94.9	98.3	98.0	95.0	91.9	96.6	97.6
% YoY	-7.8	4.7	-10.8	-5.1	-1.7	-2.4	11.5	10.7	-4.8	4.4	-2.0
지급수수료	248.5	290.3	248.8	264.2	238.6	297.6	298.0	327.4	1,051.7	1,161.6	1,143.7
인건비	178.3	181.1	179.0	178.5	172.5	185.6	171.4	179.3	716.8	708.8	725.2
마케팅비	101.5	143.6	104.6	120.5	112.2	121.6	129.4	121.3	470.3	484.5	449.8
감가상각비	39.0	39.8	37.3	38.2	36.2	36.4	35.1	35.0	154.4	142.8	130.0
기타	14.4	16.0	12.2	12.4	12.4	13.7	15.0	16.5	55.0	57.7	55.4
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	30.8	11.3	13.5	35.6	215.6	91.2	62.6
% YoY	흑전	흑전	흑전	87.0	734.9	-89.8	-79.4	1.0	흑전	-57.7	-31.3
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	5.1	1.7	2.0	5.0	8.1	3.4	2.4
세전이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	32.8	11.6	-33.0	27.0	76.3	38.5	101.2
% YoY	흑전	흑전	흑전	적지	3,674.1	-94.6	적전	흑전	흑전	-49.6	162.9
지배주주순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	32.4	3.2	-52.7	-35.7	25.6	-52.9	63.6
% YoY	적지	흑전	흑전	적지	흑전	-98.1	적전	적지	흑전	적전	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502.1	2,663.8	2,646.5	2,566.7	2,495.4
매출액증가율(%)	-6.4	6.5	-0.6	-3.0	-2.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,646.5	2,566.7	2,495.4
판매관리비	2,570.5	2,448.2	2,555.3	2,504.1	2,475.7
영업이익	-68.5	215.6	91.2	62.6	19.7
영업이익률(%)	-2.7	8.1	3.4	2.4	0.8
금융손익	-188.8	-115.4	-122.9	-131.6	-145.7
종속/관계기업손익	112.9	108.7	114.1	119.8	125.8
기타영업외손익	-14.2	-132.7	-13.2	50.4	90.1
세전계속사업이익	-158.6	76.3	69.3	101.2	90.0
법인세비용	145.3	73.1	113.8	60.1	53.4
당기순이익	-303.9	3.2	-44.5	41.1	36.6
지배주주지분 순이익	-255.7	25.6	-52.9	63.6	-7.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	-98.1	287.7	307.9	146.9	102.0
당기순이익(손실)	-303.9	3.2	-44.5	41.1	36.6
유형자산상각비	56.5	53.5	48.6	43.8	39.0
무형자산상각비	128.9	100.9	94.2	86.2	78.2
운전자본의 증감	-121.0	-34.8	209.6	-24.2	-51.7
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	-92.2	28.3	350.0
유형자산의증가(CAPEX)	-36.2	-17.3	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	15.9	73.4	265.6
재무활동 현금흐름	-480.9	-220.7	-165.2	-34.2	-534.2
차입금의 증감	-736.4	-148.4	-131.1	0.0	-500.0
자본의 증가	-847.5	4.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-72.7	147.5	50.5	141.1	-82.2
기초현금	503.0	430.3	577.9	628.4	769.4
기말현금	430.3	577.9	628.4	769.4	687.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	905.8	1,114.8	1,249.8	1,372.5	1,308.2
현금및현금성자산	430.3	577.9	628.4	769.4	687.2
매출채권	254.6	277.3	301.9	292.8	318.9
재고자산	2.7	2.1	2.1	2.0	2.0
비유동자산	7,010.1	7,062.3	6,953.6	6,800.2	6,337.5
유형자산	344.4	339.8	341.1	347.3	358.3
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,151.0	3,064.9	2,856.7
투자자산	3,008.8	2,928.1	2,912.3	2,838.9	2,573.3
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,203.4	8,172.7	7,645.6
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,455.1	1,426.4	1,098.7
매입채무	32.2	27.9	27.7	26.8	26.1
단기차입금	1,311.4	505.0	505.0	505.0	205.0
유동성장기부채	86.3	131.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	897.1	1,355.0	1,353.0	1,344.1	1,142.3
사채	0.0	399.2	399.2	399.2	199.2
장기차입금	371.6	597.9	597.9	597.9	597.9
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,808.1	2,770.5	2,241.0
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	776.9	776.9	776.9
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	757.0	1,050.7	1,308.0
비지배주주지분	99.5	57.8	367.7	81.0	-174.0
자본총계	5,079.0	5,473.9	5,395.3	5,402.2	5,404.6

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	29,109	30,991	30,790	29,861	29,032
EPS(지배주주)	-2,975	298	-615	739	-92
CFPS	1,587	4,482	3,352	3,484	3,798
EBITDAPS	1,361	4,305	2,722	2,241	1,593
BPS	57,933	63,011	58,491	61,909	64,902
DPS	0	417	417	417	417
배당수익률(%)	0.0	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	-19.5	173.3	-71.5	59.5	-476.7
PCR	36.6	11.5	13.1	12.6	11.6
PSR	2.0	1.7	1.4	1.5	1.5
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA(십억원)	117.0	370.0	234.0	192.6	136.9
EV/EBITDA	54.9	14.9	21.0	23.3	27.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.9	0.5	-1.0	1.2	-0.1
EBITDA 이익률	4.7	13.9	8.8	7.5	5.5
부채비율	55.9	49.4	52.0	51.3	41.5
금융비용부담률	5.9	4.0	3.7	3.7	3.2
이자보상배율(X)	-0.5	2.0	0.9	0.7	0.2
매출채권회전율(X)	11.3	10.0	9.1	8.6	8.2
재고자산회전율(X)	900.4	1,100.6	1,253.1	1,237.9	1,239.5

Industry Indepth
2025. 4. 21

시프트업 462870

기다려온 이벤트가 실현되는 2Q

▲ 인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

- ✓ 1Q 글로벌 <니케> 하락을 엔화가 일부 방어했을 것으로 추정
- ✓ 5월 중국 <니케>에 이어 6월 스팀 <스텔라 블레이드> 앞둔 시점
- ✓ 이벤트 목전으로 다가왔고 수급 비워져 있어 단기 주가 변동성 확대 예상
- ✓ 이미 글로벌 밸류에이션에 거래되는 동사는 적정 수준에 거래
- ✓ 주가 선행성 감안 시 신규 투자보다는 수익 실현 욕구 커지는 시기로 판단

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 70,000 원

현재주가 (4.18) 54,400 원

상승여력 28.7%

KOSPI 2,483.42pt

시가총액 31,816억원

발행주식수 5,848만주

유동주식비율 57.18%

외국인비중 3.08%

52주 최고/최저가 78,300원/43,350원

평균거래대금 127.3억원

주요주주(%)

김형태 외 7 인 42.82

ACEVILLE PTE. LTD. 34.76

국민연금공단 7.15

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -8.0 -7.5 N/A

상대주가 -3.2 -3.4 N/A

주가그래프



1Q25 Preview: 엔화 효과 반영되며 니케 감소세 줄었을 것으로 추정

1분기 시프트업의 매출 및 영업이익은 426억원(+14% YoY)과 295억원(+14% YoY)을 예상한다. 니케 일매출은 엔화 기준 -7.5% YoY를 예상하나 일본 비중이 50%를 상회하므로 환 효과가 반영되며 -1.8% 감소에 그칠 것으로 가정했다. 스텔라블레이드는 21만장 판매를 추정하며 인센티브 지급 시기가 2/3분기였던 점을 감안하여 1분기 인건비는 평분기 수준으로의 회귀를 예상한다.

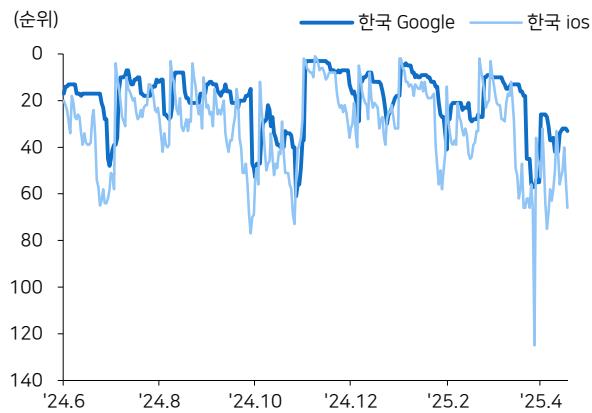
성공적일 2Q를 반영한 밸류에이션, 주가 선행성 유의할 때

5월 중국 <니케>에 이어 6월 스팀 <스텔라 블레이드> 출시를 앞두고 상장 후 기다려온 모든 모멘텀이 실현되는 시기다. 중국 <니케>는 글로벌 초기 성과(분기당 일 평균 순매출 9.5/4.8/4.2/4.2억원)의 30%를 달성할 것으로 전망하며 스텔라블레이드는 연말까지 462만장의 누적 판매량을 예상한다. 니케가 주요 실적이며 스텔라 블레이드가 밸류에이션을 결정짓는다고 볼 때 시프트업의 실적 구조는 크래프톤과 유사하다. 반면, 두 업체의 밸류에이션은 25년 기준 18/14배이며 26년 기준 24/13배에 해당한다. 글로벌(중국 제외) <니케>가 성장 전환한다면 크래프톤 대비 높은 밸류에이션이 정당화될 수 있으나 현재와 같은 감소세에서는 두 업체의 밸류에이션이 맞닿을 가능성이 높다.

이벤트가 목전으로 다가왔고 수급이 비워져 있어 단기 주가 변동성 확대가 예상된다. 그러나 주가 선행성 감안 시 향후 2년 중 모멘텀이 가장 큰 구간을 지나는 시기로 신규 투자보다는 이벤트에 따른 수익 실현 욕구가 커지는 때다. 이미 글로벌 밸류에이션에 거래되는 동사의 적정 주가가 상향되기 위해서는 1) 글로벌 니케 성장 전환, 2) 중국 서프라이즈 혹은 3) 26년 신작이 필요하다.

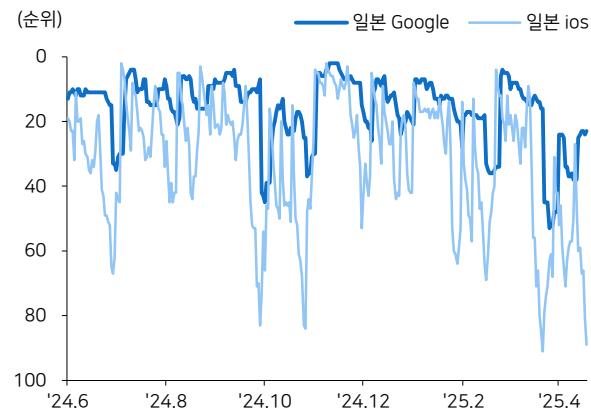
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (자본주주)	EPS (원) (자본주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	168.6	111.1	106.7	3,004	흑전	3,568	N/A	N/A	-0.9	86.4	12.6
2024	224.1	152.7	148.0	2,733	-9.0	13,104	23.2	4.8	19.5	31.3	5.2
2025E	281.4	193.9	177.7	3,039	11.2	16,111	17.9	3.4	11.9	20.8	5.0
2026E	224.3	139.9	134.7	2,304	-24.2	18,415	23.6	3.0	15.7	13.3	3.7
2027E	249.0	152.8	135.8	2,322	0.8	20,737	23.4	2.6	13.7	11.9	3.5

그림45 <승리의 여신: 니케> 한국 매출 순위



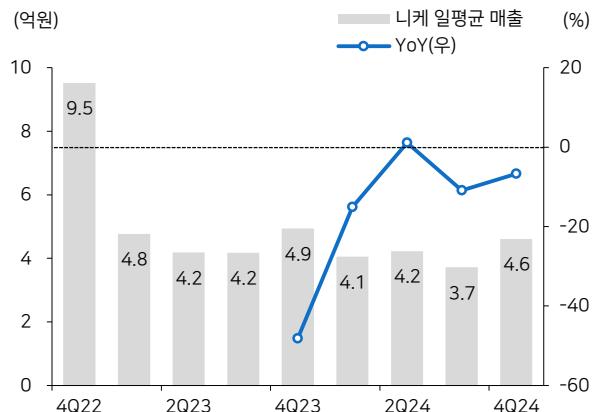
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림46 <승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

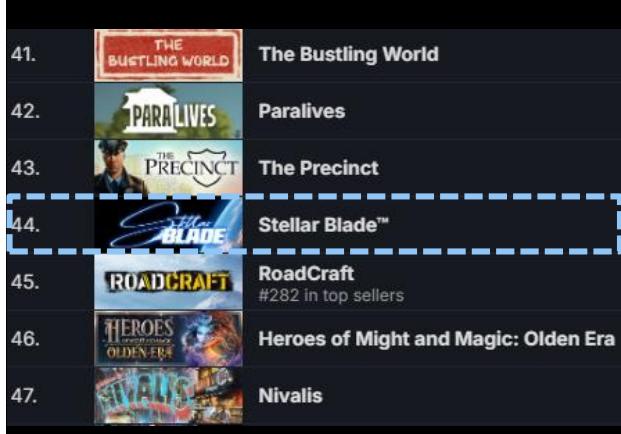
그림47 니케 일평균 매출: 중국은 글로벌 성과 30% 가정



주: 글로벌 <니케>의 시프트업 인식 기준 일매출(순매출) 추이

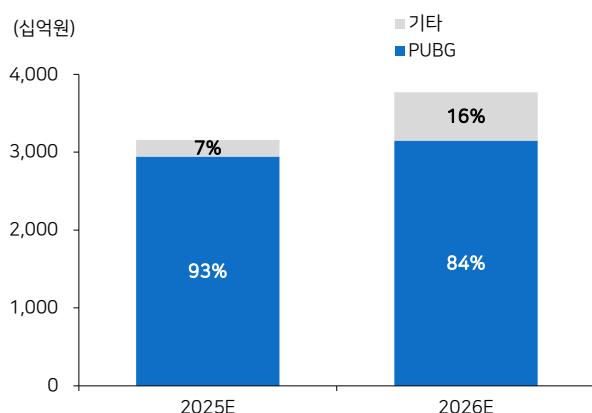
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림48 스팀 <스텔라 블레이드> 위시리스트 순위



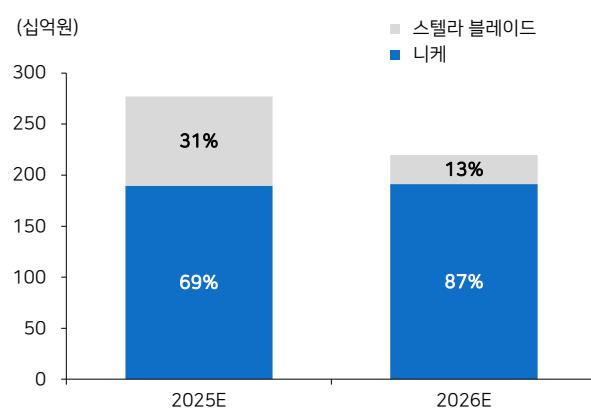
자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

그림49 크래프톤 펍지 vs. 기타매출



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림50 시프트업 니케 vs. 스텔라블레이드



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표35 시프트업 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	37.4	65.2	58.0	63.5	42.6	85.5	79.4	73.9	224.1	281.4	224.3
니케	36.5	38.5	34.2	42.4	35.8	54.4	46.15	53.0	151.5	189.7	191.1
스텔라 블레이드	0.0	25.9	22.6	19.6	5.9	30.2	32.1	19.0	68.1	87.2	28.7
기타	0.9	0.9	1.2	1.6	0.9	0.9	0.9	1.8	4.5	4.5	4.5
% YoY											
매출	-16.8	64.0	52.3	38.6	14.0	31.0	36.9	16.4	32.9	25.6	-20.3
니케	-15.1	1.1	-10.9	-6.7	-1.8	41.3	35.9	25.2	-7.3	25.2	0.7
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16.8	42.0	-2.8	N/A	28.1	-67.1
기타	흑전	-76.4	흑전	282.1	0.0	0.0	-27.5	18.6	317.1	0.0	0.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	13.1	26.4	26.8	21.1	71.4	87.5	84.4
% to sales	30.6	31.0	38.7	27.3	30.8	30.9	33.8	28.6	31.9	31.1	37.6
% YoY	-24.0	184.8	2.2	29.0	14.8	30.8	19.6	21.8	24.1	22.5	-3.5
인건비	5.3	20.3	19.1	10.5	10.2	23.5	22.4	13.1	55.2	69.3	64.3
지급수수료	0.5	0.6	0.5	4.8	0.5	0.6	0.5	5.3	6.6	7.0	7.5
마케팅비	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
상각비	0.7	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	4.5	5.6	6.1
기타	0.7	-1.9	1.5	0.6	1.0	1.0	2.4	1.2	-23.7	5.5	6.3
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	29.5	59.1	52.6	52.8	152.7	193.9	139.9
% YoY	-13.1	37.8	120.4	42.5	13.6	31.1	47.9	14.3	37.5	27.0	-27.9
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	72.7	69.2	69.1	66.2	71.4	68.1	68.9	62.4
세전이익	29.2	47.2	31.8	70.6	35.6	64.1	56.1	62.7	178.8	218.5	165.6
% YoY	-8.9	42.7	75.7	127.5	21.8	35.8	76.2	-11.1	56.4	22.2	-24.2
지배주주순이익	24.7	40.4	23.5	59.5	29.9	50.0	44.8	52.9	148.0	177.7	134.7
% YoY	-0.4	59.3	-1.9	82.5	21.1	23.9	91.0	-11.1	38.7	20.1	-24.2

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (462870)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	168.6	224.1	281.4	224.3	249.0
매출액증가율(%)	155.2	32.9	25.6	-20.3	11.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	281.4	224.3	249.0
판매관리비	57.5	71.4	87.5	84.4	96.2
영업이익	111.1	152.7	193.9	139.9	152.8
영업이익률(%)	65.9	68.1	68.9	62.4	61.4
금융손익	1.1	18.7	14.1	16.3	6.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	10.5	9.5	8.3
세전계속사업이익	114.4	178.8	218.5	165.6	167.2
법인세비용	7.7	30.8	40.9	30.9	31.4
당기순이익	106.7	148.0	177.7	134.7	135.8
지배주주지분 순이익	106.7	148.0	177.7	134.7	135.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	100.4	114.2	161.0	165.8	131.9
당기순이익(손실)	106.7	148.0	177.7	134.8	135.8
유형자산상각비	2.2	3.4	5.6	6.1	6.1
무형자산상각비	0.5	1.1	1.4	1.4	0.3
운전자본의 증감	-10.4	-44.4	-23.6	23.6	-10.2
투자활동 현금흐름	3.9	-368.3	-0.6	-99.4	-0.3
유형자산의증가(CAPEX)	-0.3	-2.7	0.0	-100.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-14.1	-0.6	0.6	-0.3
재무활동 현금흐름	-0.5	426.9	0.9	-0.7	0.3
차입금의 증감	12.6	-1.5	0.7	-0.7	0.3
자본의 증가	33.3	433.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	103.7	173.1	161.3	65.7	132.0
기초현금	12.4	116.1	289.3	450.6	516.3
기말현금	116.1	289.3	450.6	516.3	648.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177.2	768.2	960.4	995.3	1,140.6
현금및현금성자산	116.1	289.3	450.6	516.3	648.2
매출채권	59.9	102.3	128.5	102.4	113.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	26.7	35.7	29.2	121.2	115.1
유형자산	0.9	2.7	-2.9	91.0	85.0
무형자산	0.6	3.0	1.6	0.1	-0.1
투자자산	1.8	15.9	16.5	15.9	16.2
자산총계	203.9	803.8	989.6	1,116.5	1,255.7
유동부채	11.2	28.6	35.9	28.6	31.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	11.7	10.8	11.5	10.8	11.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	22.9	39.4	47.4	39.5	42.9
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.6	527.6	527.6
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	71.1	219.1	396.7	531.5	667.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	942.3	1,077.0	1,212.8

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	4,746	4,139	4,814	3,835	4,257
EPS(지배주주)	3,004	2,733	3,039	2,304	2,322
CFPS	3,404	3,032	3,574	2,632	2,601
EBITDAPS	3,201	2,903	3,437	2,520	2,721
BPS	3,568	13,104	16,111	18,415	20,737
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	23.2	17.9	23.6	23.4
PCR	0.0	20.9	15.2	20.7	20.9
PSR	0.0	15.3	11.3	14.2	12.8
PBR	0.0	4.8	3.4	3.0	2.6
EBITDA(십억원)	113.7	157.2	200.9	147.4	159.2
EV/EBITDA	-0.9	19.5	11.9	15.7	13.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	86.4	31.3	20.8	13.3	11.9
EBITDA 이익률	67.4	70.1	71.4	65.7	63.9
부채비율	12.6	5.2	5.0	3.7	3.5
금융비용부담률	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
이자보상배율(X)	126.6	130.5	171.1	123.5	137.3
매출채권회전율(X)	3.0	2.8	2.4	1.9	2.3
재고자산회전율(X)					

Industry Indepth
2025. 4. 21

엔씨소프트 036570

Pivoting이 필요하다

▲ 인터넷/게임

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

- ✓ <TL> 3월 반등 제외 시 1분기 QoQ 탑라인 하락 사이클로 맛밋한 실적
- ✓ MMORPG 외 지난 2년간 다양한 장르 게임 출시를 시도했으나 마케팅 실패
- ✓ 새로운 장르, 글로벌 진출 필수적인 때. 자체 퍼블리싱으로부터의 Pivoting 필요
- ✓ 내부 프로젝트 객관적 시각으로 들여다 봐 줄 외부 퍼블리셔 도움 받아야 할 때. 전략 변화까지 유의미한 실적 반등 기대하기 어려워 적정주가 하향

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000 원
현재주가 (4.18)	138,500 원
상승여력	22.7%
KOSPI	2,483.42pt
시가총액	29,838억원
발행주식수	2,154만주
유동주식비율	77.94%
외국인비중	37.52%
52주 최고/최저가	244,500원/135,900원
평균거래대금	132.0억원
주요주주(%)	
김택진 외 17인	12.13
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1인	9.26
넷마블	8.88
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-15.2 -28.3 -18.0
상대주가	-10.8 -25.1 -13.0

주가그래프



1Q25 Preview: 4분기 일회성 비용 제거되며 QoQ 흑전

1분기 엔씨소프트의 연결 매출 및 영업이익은 각각 3,387억원(-15% YoY)과 96억원(-63% YoY)을 예상한다. <TL>이 3월 스팀 글로벌 매출 10위권 전후로 올라선 점을 반영하였다. 모바일 신작은 시장 안착에 실패하였고, 리니지 시리즈는 지난해 트래픽 반등 이후 점진적 하향 사이클이 1분기까지 이어진 것으로 파악된다. 4분기 대규모 희망퇴직에 따른 일회성 비용이 1천억원 발생했는데 이에 따라 인원이 감소하며 1분기부터는 경상 인건비가 1,700억원대로 하락한다. <호연> 출시 이후 일부 인원 조정이 있었던 것처럼 최근 <저니 오브 모나크> 성과에 따른 조정을 포함 상반기 추가 인력 조정을 가정했다.

새로운 장르, 새로운 시장: 퍼블리싱의 Pivoting이 필요한 때

MMORPG 일변도에서 벗어나기 위해 동사는 지난 2년간 다양한 장르를 시도해 왔다. 지난해는 <호연>, <저니 오브 모나크>를 출시하며 마케팅비가 YoY 51% 증가했다. 그러나 동사 마케팅은 소비자에게 닿지 못하고 계속된 실패를 낳았다. 이런 상황에 외부 게임사 지분 확보를 통한 퍼블리싱은 투자자 공감을 얻기 더욱 어렵다. 새로운 장르, 글로벌 시장으로의 진출이 필수적인 시기에 자체 퍼블리싱에 대한 고집은 신작의 성공적 안착을 더욱 저지한다.

K-pop/미디어도 글로벌 진출을 위해 현지 유통사/플랫폼 계약을 통해 네트워크를 확보하고 소비자 접근성이 개선되는데 도움을 받았다. 현재의 퍼블리싱 전략으로는 신작 성공 가능성을 점치기 어렵다. 내부 프로젝트를 객관적 시각으로 들여다 봐 줄 외부 퍼블리싱 계약까지는 부진한 주가 모멘텀을 예상한다. 2025년 실적 반등을 가져올 신작 부재를 가정하며 자체 퍼블리싱이 이어질 경우 유의미한 실적 반등은 기대하기 어려워 보인다. 부동산 매각 및 자사주 등 변경된 BPS를 반영하여 적정주가를 17만원으로 하향한다.

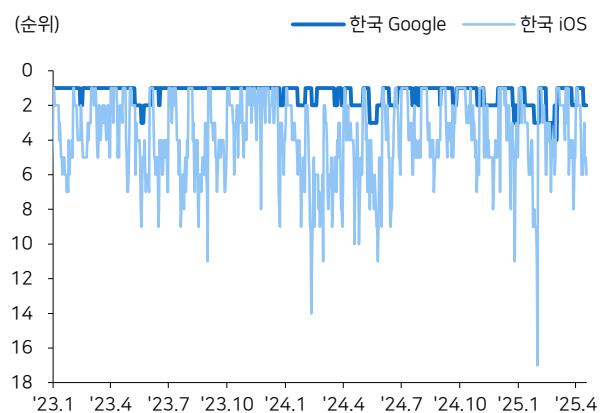
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024	1,578.1	-109.2	94.2	4,292	-56.0	139,312	42.7	1.3	-73,149.0	3.0	29.1
2025E	1,335.3	-23.1	363.0	16,776	291.3	158,155	8.3	0.9	19.1	11.2	23.1
2026E	1,556.0	18.9	149.5	7,180	-57.2	169,461	19.3	0.8	14.9	4.3	21.4
2027E	1,762.5	91.5	121.9	5,884	-18.1	173,581	23.5	0.8	10.5	3.4	23.0

그림51 <TL> 스팀 주간 매출 순위(글로벌)



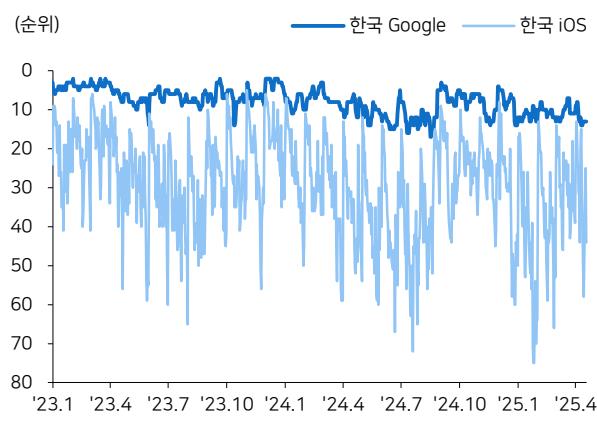
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

그림52 <리니지M> 게임 매출 순위



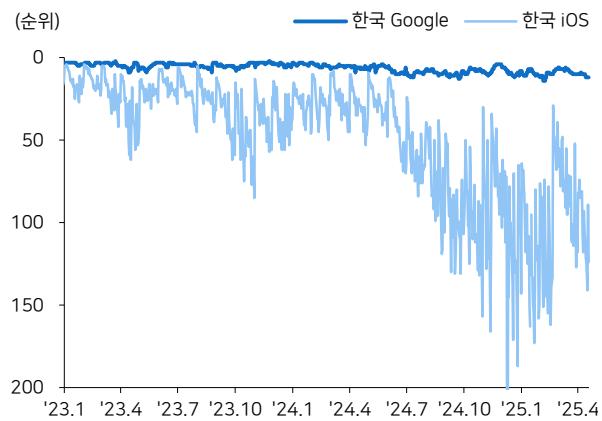
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림53 <리니지2M> 게임 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

그림54 <리니지W> 게임 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

표36 엔씨소프트 게임 출시 일정

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사(지분율)	형태
23.08.23	블레이드 앤 소울 2 일본/대만	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.09.26	퍼즈업 아미토이 글로벌	모바일	엔씨소프트	자체개발
23.12.07	TL 국내	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.06.27	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.10.16	블레이드 앤 소울 네오 (한국)	PC	엔씨소프트	자체개발
24.12.04	저니 오브 모나크	모바일	엔씨소프트	자체개발
25.04.03	블레이드 앤 소울 2 (중국 확장)	모바일	엔씨소프트	자체개발, 중국 퍼블리셔
2025	리니지2M (중국 확장) 브레이커스: 언락 더 월드	모바일 PC, 모바일	엔씨소프트 빅게임스튜디오(16.8%)	자체개발, /중국 퍼블리셔 퍼블리싱
	타임 테이커즈	PC, 콘솔	미스틸 게임즈	퍼블리싱
2026	택탄(프로젝트G) 아이온2 프로젝트LLL	모바일 모바일 PC, 콘솔	엔씨소프트 엔씨소프트 엔씨소프트	자체개발 자체개발 자체개발
미정	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP) 프로젝트 NL	PC, 모바일 미정	엔씨소프트 엔씨소프트	자체개발 자체개발

주:상기 출시 일정은 엔씨소프트의 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

표37 엔씨소프트 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	397.9	368.9	401.9	409.4	338.7	323.7	358.2	314.7	1,578.1	1,335.3	1,556.0
온라인	91.5	86.2	80.7	93.4	83.9	79.2	74.3	86.2	351.8	323.5	299.0
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	191.2	174.6	219.7	181.1	936.7	766.8	1,057.2
기타	24.3	26.8	29.7	26.8	28.7	30.5	28.0	24.2	107.7	111.4	105.7
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	34.9	39.4	36.2	23.2	182.0	133.7	94.0
% YoY											
매출	-16.9	-16.2	-5.0	-6.5	-14.9	-12.3	-10.9	-23.1	-11.3	-15.4	16.5
온라인	0.1	-2.2	-13.4	6.5	-8.3	-8.2	-8.0	-7.8	-2.4	-8.0	-7.6
모바일	-24.6	-26.5	-7.5	-27.9	-23.3	-20.0	-13.3	-16.0	-22.0	-18.1	37.9
기타	70.3	41.3	43.0	30.8	18.1	13.9	-5.9	-10.0	44.5	3.4	-5.1
로열티	-22.8	3.8	8.0	140.5	6.6	4.6	-5.0	-68.5	26.0	-26.6	-29.6
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	329.2	336.7	345.6	346.9	1,687.3	1,358.3	1,537.0
% to sales	93.5	97.6	103.6	131.6	97.2	104.0	96.5	110.2	106.9	101.7	98.8
% YoY	-6.3	-11.1	2.4	24.2	-11.6	-6.5	-17.0	-35.6	2.7	-19.5	13.2
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	118.5	115.6	127.3	126.4	544.7	487.8	583.5
상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	28.3	28.8	28.9	28.2	108.1	114.2	115.7
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	5.8	16.0	24.8	28.6	128.2	75.2	148.5
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	176.6	176.3	164.6	163.7	906.4	681.1	689.4
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	9.6	-13.0	12.6	-32.2	-109.2	-23.1	18.9
% YoY	-68.5	-74.9	적전	적전	-62.8	적전	흑전	적지	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	-3.6	-31.6	2.8	-4.0	3.5	-10.2	-6.9	-1.7	1.2
세전이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	57.7	26.8	386.1	15.4	120.9	486.0	198.8
% YoY	-44.5	117.2	적전	적지	-26.4	-68.4	흑전	흑전	-41.4	302.0	-59.1
지배주주순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	42.1	20.1	289.6	11.2	94.2	363.0	149.5
% YoY	-49.7	137.6	적전	적전	-26.4	-71.7	흑전	흑전	-55.6	285.3	-58.8

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,779.8	1,578.1	1,335.3	1,556.0	1,762.5
매출액증가율(%)	-30.8	-11.3	-15.4	16.5	13.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,335.3	1,556.0	1,762.5
판매관리비	1,642.6	1,687.3	1,358.3	1,537.0	1,671.0
영업이익	137.3	-109.2	-23.1	18.9	91.5
영업이익률(%)	7.7	-6.9	-1.7	1.2	5.2
금융손익	91.1	116.5	91.5	86.0	94.2
종속/관계기업손익	4.1	4.4	4.2	4.0	3.8
기타영업외손익	-26.2	109.2	413.4	90.0	413.4
세전계속사업이익	206.2	120.9	486.0	198.8	602.8
법인세비용	-7.7	26.8	123.1	49.4	152.8
당기순이익	213.9	94.1	363.0	149.5	121.8
지배주주지분 순이익	212.1	94.2	363.0	149.5	121.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	225.4	242.8	238.0
당기순이익(손실)	213.9	94.1	363.0	149.5	121.8
유형자산상각비	110.1	105.9	102.8	98.3	95.9
무형자산상각비	1.8	3.3	3.6	3.5	3.3
운전자본의 증감	-95.6	-43.3	-2.5	13.1	38.6
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	115.9	-418.2	-418.8
유형자산의증가(CAPEX)	-117.4	-84.2	-100.0	-400.0	-400.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-43.7	-56.0	-21.0
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-68.3	-136.6	-37.8
차입금의 증감	20.2	-266.7	-40.0	-122.4	7.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	79.6	895.3	273.0	-311.9	-218.6
기초현금	285.6	365.2	1,260.5	1,533.5	1,221.5
기말현금	365.2	1,260.5	1,533.5	1,221.5	1,002.9

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,996.7	1,711.6	1,552.8
현금및현금성자산	365.2	1,260.5	1,533.5	1,221.5	1,002.9
매출채권	132.7	130.3	110.2	128.5	145.5
재고자산	0.7	1.1	1.5	1.7	2.0
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,202.7	2,556.9	2,878.7
유형자산	1,000.5	997.6	994.8	1,296.5	1,600.6
무형자산	96.1	103.9	100.3	96.9	93.5
투자자산	672.6	871.7	915.4	971.4	992.4
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,199.5	4,268.5	4,431.5
유동부채	614.3	322.2	279.7	325.9	369.1
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	526.5	568.2	507.4	425.6	460.0
사채	169.7	169.8	129.8	-0.2	-0.2
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,140.8	890.4	787.0	751.5	829.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-44.5	-61.2	-61.2	-61.2	-61.2
이익잉여금	3,472.7	3,473.9	3,695.8	3,698.9	3,784.3
비지배주주지분	3.3	5.1	5.1	5.1	5.0
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,412.4	3,517.1	3,602.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	81,071	71,883	61,714	74,744	85,045
EPS(지배주주)	9,663	4,292	16,776	7,180	5,884
CFPS	13,017	3,975	12,983	10,038	8,691
EBITDAPS	11,350	-2	3,851	5,799	9,201
BPS	148,023	139,312	158,155	169,461	173,581
DPS	3,130	1,460	730	2,316	1,887
배당수익률(%)	1.3	0.8	0.5	1.7	1.4
Valuation(Multiple)					
PER	24.9	42.7	8.3	19.3	23.5
PCR	18.5	46.1	10.7	13.8	15.9
PSR	3.0	2.5	2.2	1.9	1.6
PBR	1.6	1.3	0.9	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	249.2	-0.0	83.3	120.7	190.7
EV/EBITDA	15.3	-73,149.0	19.1	14.9	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	3.0	11.2	4.3	3.4
EBITDA 이익률	14.0	0.0	6.2	7.8	10.8
부채비율	35.1	29.1	23.1	21.4	23.0
금융비용부담률	0.8	0.7	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(X)	9.4	-10.6	-3.2	3.4	20.6
매출채권회전율(X)	11.6	12.0	11.1	13.0	12.9
재고자산회전율(X)	1,590.1	1,759.7	1,047.5	959.9	947.4

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 간접 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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

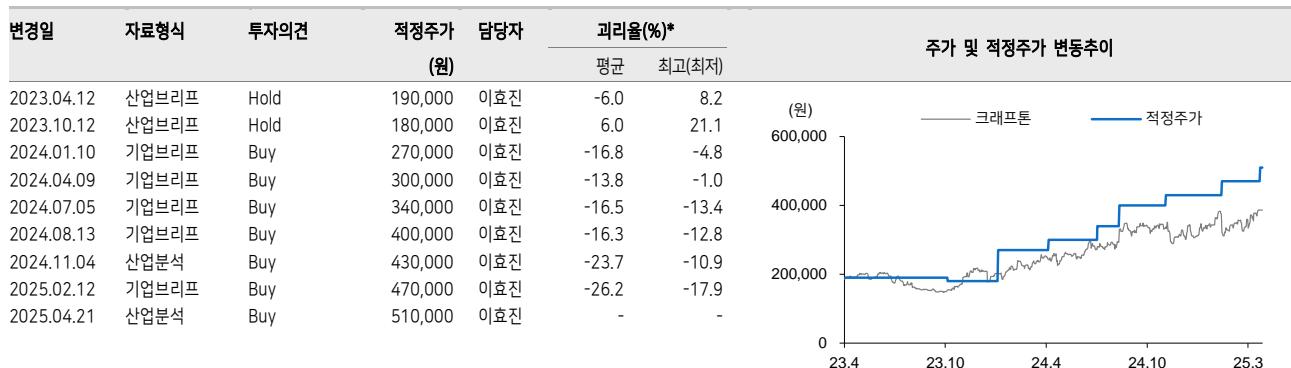
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.7%
중립	13.7%
매도	0.6%

2025년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

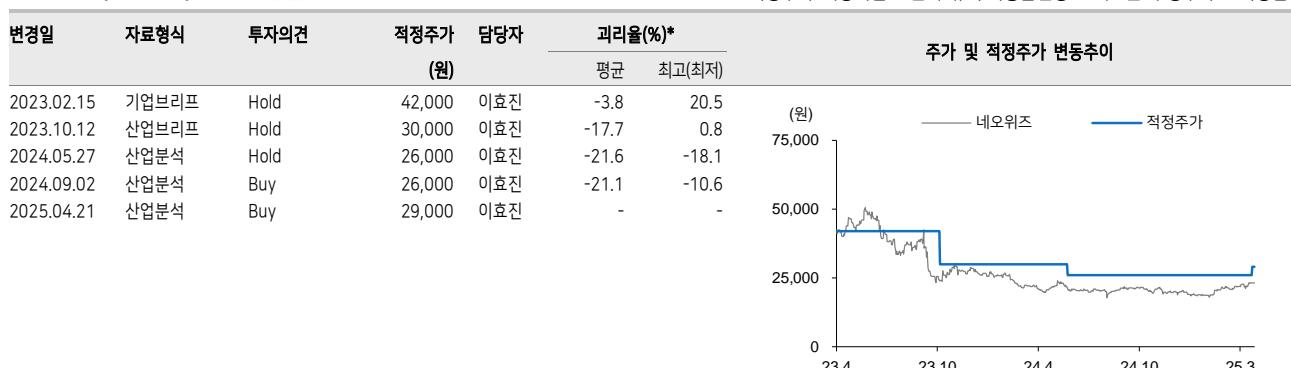
크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



펄어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.12	산업브리프	Buy	68,000	이효진	-27.2	-14.4	
2023.11.10	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-6.8	19.0	
2024.11.10		1년 경과			-19.8	-0.3	
2025.04.21	산업분석	Buy	48,000	이효진	-	-	

넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.12	산업브리프	Buy	83,000	이효진	-32.7	-13.6	
2023.08.09	기업브리프	Hold	56,000	이효진	-20.9	-5.5	
2023.10.12	산업브리프	Hold	51,000	이효진	10.4	36.1	
2024.07.04	기업브리프	Hold	58,000	이효진	-3.8	19.7	
2025.02.14	기업브리프	Hold	52,000	이효진	-	-	

시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.06.04		Buy	90,000	이효진	-31.9	-13.0	
2025.03.24	기업브리프	Hold	70,000	이효진	-	-	

엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

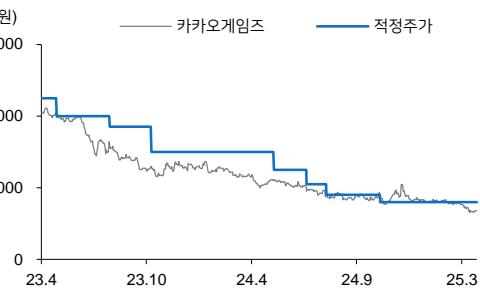
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.12	산업브리프	Buy	530,000	이효진	-38.8	-25.4	
2023.08.10	기업브리프	Buy	430,000	이효진	-44.9	-34.7	
2024.02.13	기업브리프	Buy	350,000	이효진	-44.8	-30.1	
2025.02.13	기업브리프	Hold	200,000	이효진	-20.3	-10.8	
2025.04.21	산업분석	Hold	170,000	이효진	-	-	

카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

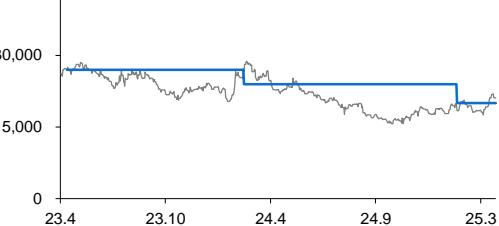
* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.01.10	산업브리프	Hold	45,000	이효진	-2.1	9.2	
2023.05.03	기업브리프	Hold	40,000	이효진	-10.6	-0.3	
2023.08.02	기업브리프	Hold	37,000	이효진	-24.4	-14.6	
2023.10.12	산업브리프	Hold	30,000	이효진	-18.8	-9.0	
2024.05.09	기업브리프	Hold	25,000	이효진	-16.1	-11.4	
2024.07.04	기업브리프	Hold	21,000	이효진	-10.1	-7.0	
2024.08.07	기업브리프	Hold	18,000	이효진	-3.3	4.1	
2024.11.07	기업브리프	Hold	16,000	이효진	-	-	

**NHN (181710) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.04.18	기업브리프	Hold	27,000	이효진	-9.6	5.7	
2024.02.15	기업브리프	Hold	24,000	이효진	-14.7	19.8	
2025.02.14	기업브리프	Hold	20,000	이효진	-	-	

**넥슨게임즈 (225570) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.09.02	산업분석	Buy	32,000	이효진	-55.5	-42.7	
2025.03.11	기업브리프	Sell	10,000	이효진	-	-	

