

# G a m e

2025.05.27 | OVERWEIGHT

무릎을 꿇었던 건  
추진력을 얻기 위함이었다





## CONTENTS

|            |             |    |
|------------|-------------|----|
| <b>01/</b> | 게임주 주가 분석   | 07 |
| <b>02/</b> | 하반기 기회가 보인다 | 20 |
| <b>03/</b> | 기업분석        | 38 |

# 무릎을 꿇었던 건 추진력을 얻기 위함이었다

국내 게임주는 코로나 이후 꽤 오랜 시간 동안 시장의 관심에서 떨어져있었다. 이 기간 동안 대부분의 게임주 주가는 부진했지만, 시간이 지나면서 일부 종목은 주가 하락폭을 만회하거나 혹은 빠르게 반등하는 등 종목간 주가 변동을 편차는 커져갔다. 특히 게임주 주가가 부진한 와중에도 크래프톤의 주가 상승률은 압도적이었는데, 2023년과 2024년 각각 +15%, +61%의 주가 상승률을 기록했다.

올해 상반기 역시 크래프톤의 주가가 상승을 지속하고 있는 것은 동일하나, 그 외 종목들에서도 유의미한 주가 반등이 포착되고 있다. 본 자료에서는 게임주들의 주가 변동성에 크게 영향을 미치는 실적과 신작 그리고 시장 환경을 분석하고, 이를 바탕으로 주가 반등이 일시적인 현상인지 추세적인 흐름으로 전환될 수 있는지를 확인하고 하반기 게임주 투자전략을 수립해보고자 한다.

결론적으로 **타픽으로는 크래프톤을 추천한다**. 최근 신작 인조이 성과도 양호했고, 하반기 신작 서브노티카2의 기대감도 가질 수 있다. 무엇보다 현재 우상향하는 PUBG IP 트래픽과 체계적인 BM 확립으로 인한 실적 성장이 고무적이다.

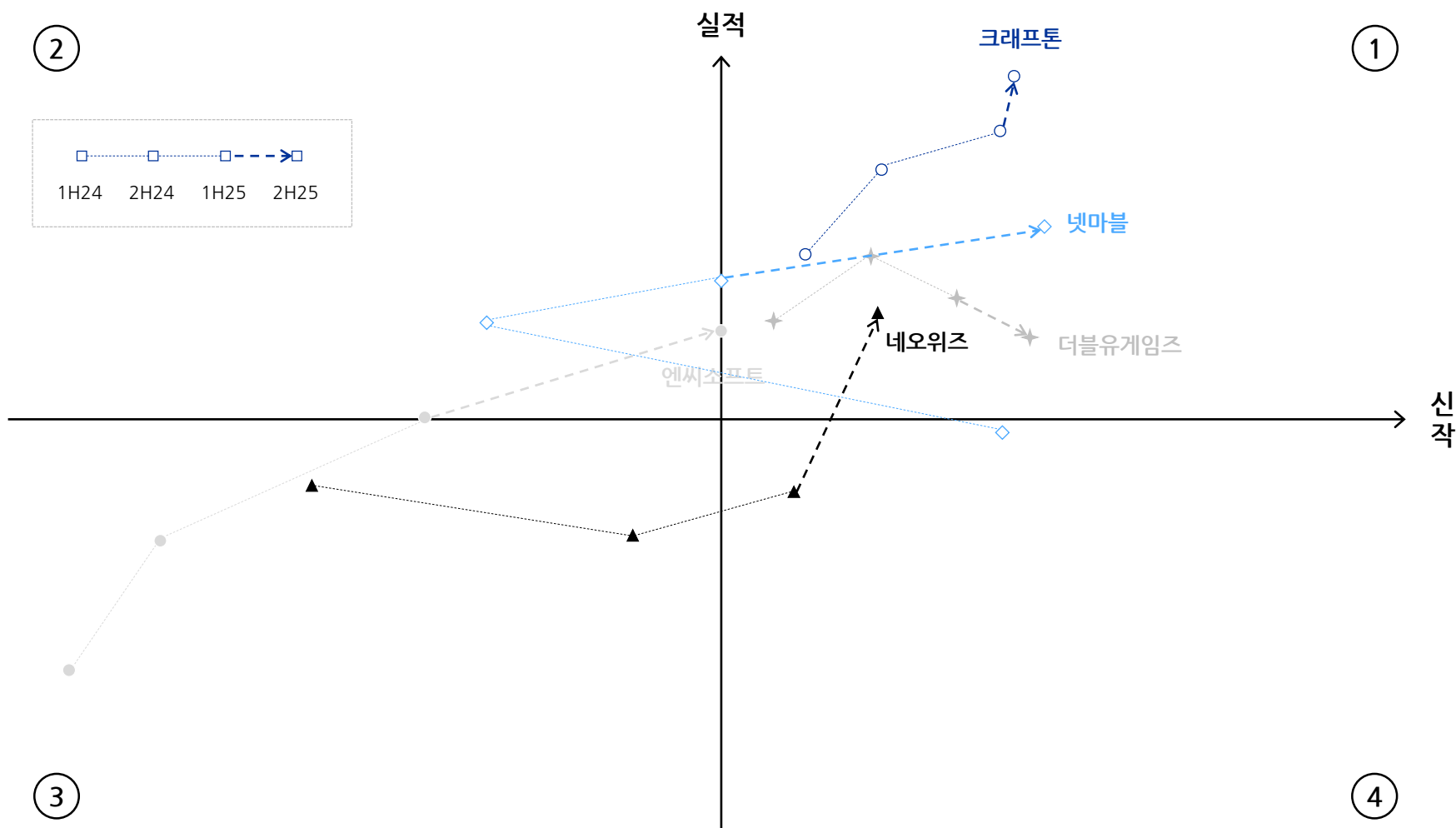
**차선후주로는 넷마블을 추천한다**. 오랜 기간 지속해온 비용 관리 노력이 두각을 나타내기 시작했고, 연초 이후 신작 성과 및 하반기 신작 기대감까지 가질 수 있다고 판단되기 때문이다. 또한 중소형주 타픽으로는 네오위즈를 추천한다. P의거짓의 성공적인 출시에도 불구하고 신작 모멘텀 부재로 주가가 하락한 것과는 반대로 올해 DLC 판매를 통해 개발력을 환기함과 동시에 하반기와 내년도 신작에 대한 기대감도 가질 수 있다.

## Executive Summary

by 정의훈

# Key Chart

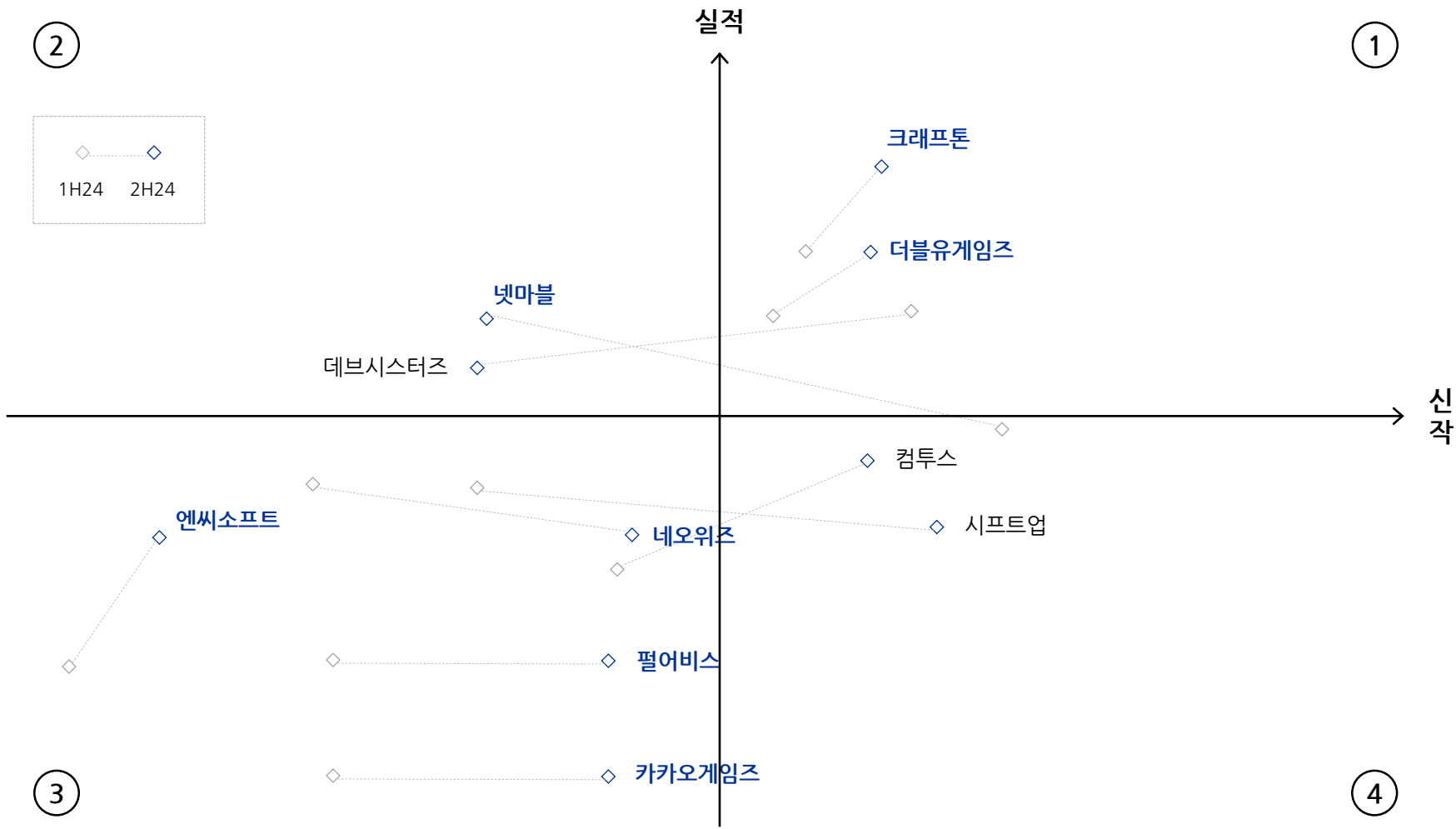
주요 게임사 실적 및 신작 비교: 1H24 - 2H24 - 1H25 → 2H25



자료: 유진투자증권

# Key Chart

주요 게임사 실적 및 신작 비교: 1H24 → 2H24



자료: 유진투자증권

---

01

# 게임주 주가 분석

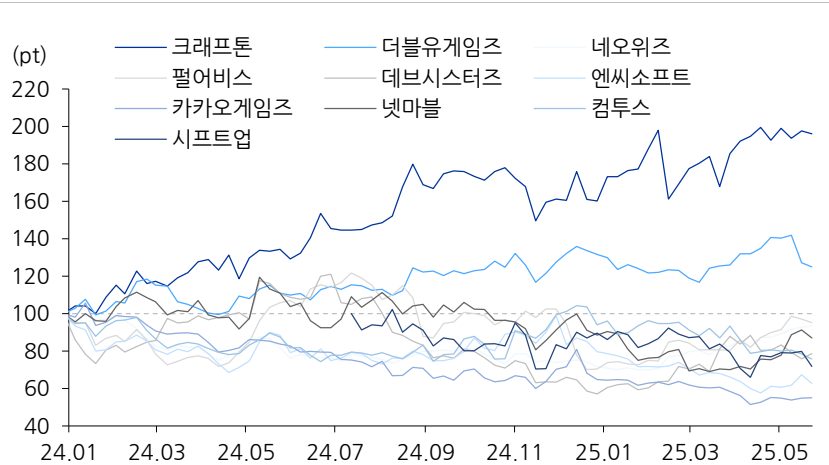
실적과 신작을 중심으로

# 게임주 주가 분석

## 개인 플레이, 각자 도생의 시대

- 2022년부터 올해 상반기까지 국내 게임주 주가를 보면 매년 주가 변동률의 편차가 커지고 있음
- 코로나 직후인 2022년에는 대부분의 국내 게임주들의 주가가 크게 부진한 반면, 2023년과 2024년에는 게임주 별로 희비가 크게 엇갈리는 모습을 보임. 특히 이 기간 동안 크래프톤은 압도적인 주가 상승률을 기록함
- 올해 상반기 역시 크래프톤의 주가가 상승을 지속하고 있는 것은 동일하나, 그 외 종목들에서도 유의미한 주가 상승률이 포착됨
- 이번 하반기 전망 자료에서는 게임주들의 주가 변동성에 크게 영향을 미치는 실적과 신작 그리고 시장 환경을 분석하고, 이를 바탕으로 하반기 게임주 투자전략을 수립해보고자 함

국내 게임주 주가 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권  
주: 2023. 12. 28. = 100

국내 게임주 YTD 주가 변동률 (5/26 기준)

| 종목명    | 시총(십억원) | 2022년  | 2023년  | 2024년  | 2025년  |
|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 크래프톤   | 18,329  | -63.5% | +15.2% | +61.4% | +22.4% |
| 더블유게임즈 | 1,105   | -18.4% | +0.6%  | +33.9% | -4.6%  |
| 컴투스    | 477     | -62.3% | -17.4% | -5.6%  | -19.5% |
| 시프트업   | 2,880   | -      | -      | -10.7% | -22.3% |
| 넷마블    | 4,504   | -51.7% | -3.8%  | -11.0% | +1.4%  |
| 엔씨소프트  | 3,273   | -30.3% | -46.3% | -23.9% | -17.0% |
| 펠어비스   | 2,422   | -69.7% | -7.6%  | -28.5% | +36.1% |
| 네오위즈   | 549     | +2.4%  | -27.9% | -29.1% | +32.9% |
| 카카오게임즈 | 1,254   | -50.9% | -42.1% | -36.6% | -7.6%  |
| 데브시스터즈 | 473     | -46.9% | -13.2% | -42.9% | +40.1% |

자료: Quantiwise, 유진투자증권  
주: 시프트업 2024년 주가 변동률은 상장일(2024. 7. 11.) 대비 수치

# 중요한 두 가지 변수

## 실적과 신작

- 게임주 주가에 가장 큰 영향을 미치는 두 가지 변수를 꼽자면 실적과 신작
- 실적이 주가에 미치는 영향은 자명함. 반면 신작은 크게 출시 전 기대감과 출시 이후 성과로 나뉨
- 신작 출시 이후 높은 패키지 판매량 혹은 높은 일매출 순위를 기록하는 등 성과가 좋은 경우 실적으로도 이어지며 주가에 긍정적 영향을 미침
- 출시 이전 신작에 대한 기대감이 높은 경우에도 주가에 긍정적으로 반영될 수 있으나, 신작에 대한 기대감은 실제 성과처럼 정량화하기 어려움. 해당 인게임 트레일러의 조회수나 전반적인 유저 평가를 통해 간접적으로 파악해야 함. 정량 지표로 모바일게임의 경우 사전예약자 수, 스팀게임은 위시리스트 순위 등이 있을 수 있으나, 이 또한 신작의 실제 성과와는 괴리가 생기는 경우가 많음

모바일게임 일매출 순위



| 순위 | Google Play    | App Store      | One Store             |
|----|----------------|----------------|-----------------------|
| 1  | 리니지M           | 세븐리전즈 리버스      | EA SPORTS FC Online M |
| 2  | WGS 퍼지몬퍼포 서바이벌 | 퍼지몬 퍼지몬        | 장래의 리무가 399월          |
| 3  | RF 온라인 레소트     | WGS 퍼지몬퍼포 서바이벌 | 장래의 리무가 399월          |
| 4  | 리니지M           | 세븐리전즈 리버스      | EA SPORTS FC Online M |
| 5  | 리니지M           | 세븐리전즈 리버스      | EA SPORTS FC Online M |
| 6  | 리니지M           | 세븐리전즈 리버스      | EA SPORTS FC Online M |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

주요 모바일게임 사전예약자 수

| 게임명              | 게임사    | 사전예약   | 출시          |
|------------------|--------|--------|-------------|
| 나 혼자만 레벨업: ARISE | 넷마블    | 1,500만 | 24. 5. 8.   |
| 리니지W             | 엔씨소프트  | 1,300만 | 21. 11. 4.  |
| 저니 오브 모나크        | 엔씨소프트  | 800만   | 24. 12. 4.  |
| 리니지2M            | 엔씨소프트  | 700만   | 19. 11. 27. |
| 서머너즈 워: 백년전쟁     | 컴투스    | 600만   | 21. 4. 29.  |
| 발할라 서바이벌         | 카카오게임즈 | 500만   | 25. 1. 21.  |
| 쿠키런: 모험의 탑       | 데브시스터즈 | 200만   | 24. 6. 26.  |
| 룸: 리멤버 오브 마제스티   | 카카오게임즈 | 100만   | 24. 2. 27.  |

자료: 언론보도 종합, 유진투자증권

스팀 위시리스트 순위



| Rank | Name                    | % of  | Price    | Rating  | Release | Follower | % of Sales |
|------|-------------------------|-------|----------|---------|---------|----------|------------|
| 1    | Hollow Knight: Silksong | 10A   | 330,000  | >80%    |         |          |            |
| 2    | ELDEN RING NIGHTWING    | 49930 | May 2025 | 128,812 | >100%   |          |            |
| 3    | Deadlock                | 10A   | 188,502  | >80%    |         |          |            |
| 4    | Subnautica 2            | 100%  | 179,412  | >100%   |         |          |            |
| 5    | Dawn: Awakening         | 49930 | Jun 2025 | 192,004 | >100%   |          |            |
| 6    | Mechu BREAK             | Free  | 192,585  | >80%    |         |          |            |
| 7    | Light No Fire           | 10A   | 188,002  | >70%    |         |          |            |
| 8    | Remnant 4               | 10A   | 81,400   | >1,000% |         |          |            |
| 9    | ARC Raiders             | Free  | 135,012  | >100%   |         |          |            |
| 10   | DOOM: The Dark Ages     | 49930 | May 2025 | 92,458  | >100%   |          |            |
| 11   | ARK 2                   | 10A   | 138,048  | >100%   |         |          |            |
| 12   | Arma Breakout: Infinite | Free  | 100%     | 100,310 | >100%   |          |            |
| 13   | Wight: Survival         | 10A   | 114,042  | >100%   |         |          |            |
| 14   | Slay the Spire 2        | 100%  | 58,379   | >100%   |         |          |            |

자료: SteamDB, 유진투자증권

# 네 가지 경우의 수

## 1) 실적과 신작 모두 좋음

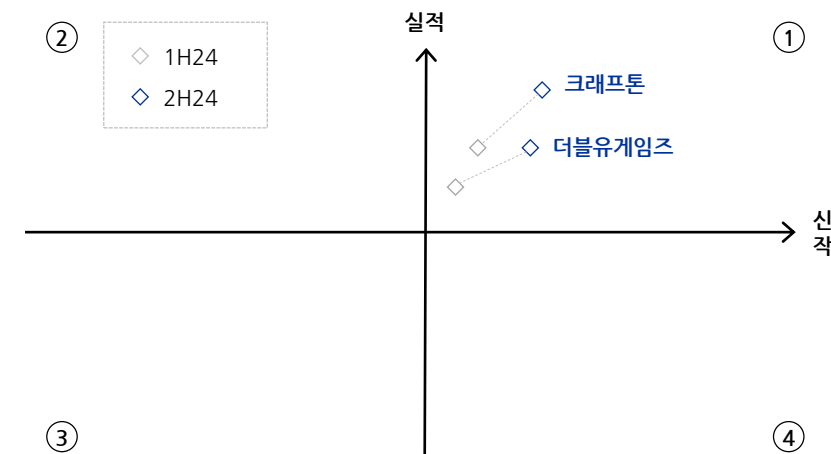
### ■ 크래프톤

- 22년 1월 PC배그 무료화 시행 이후 23년, 24년 트래픽이 매년 큰 폭으로 성장함(23년 40만명 → 24년 65만명). 높은 트래픽을 바탕으로 매분기 콜라보 및 스킨 출시를 통해 높은 이익 성장에 기여함. 또한 모바일에서도 글로벌, 중국, 인도 지역 등에서 꾸준히 우상향 지속
- 하반기에는 인조이(inZOI), 서브노티카2 등의 신작이 가시화되면서 신작 기대감까지 갖춤

### ■ 더블유게임즈

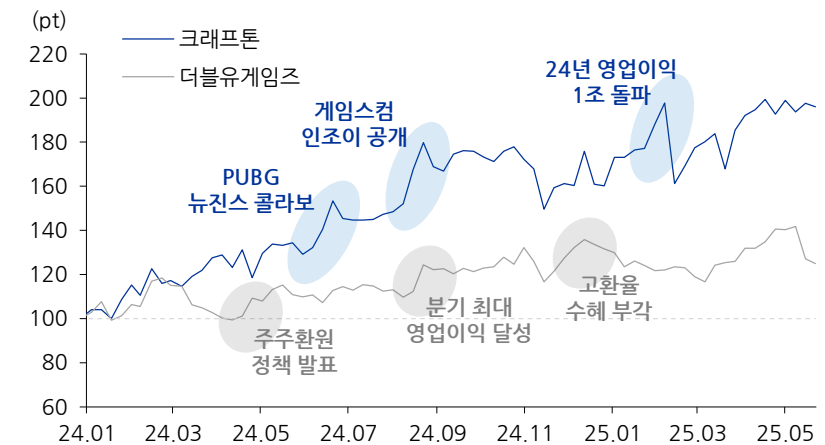
- 24년 북미 소셜카지노 시장이 부진했지만, 동사의 소셜카지노 매출은 시장 성장률을 소폭이나마 상회하는 모습을 보였음. 또한 인건비, 마케팅비 등 비용 효율화를 통해 유의미한 이익 성장 달성. 또한 우상향한 원달러 환율 효과로 순이익도 큰 폭으로 성장함
- 지난해 연초 인수된 자회사 슈퍼네이션 매출이 매분기 확대되면서 매출 성장에 기여함. 연말에는 팍시게임즈 인수

게임주 실적 및 신작 분석: 2024년 상반기 → 2024년 하반기



자료: 유진투자증권

게임주 주가 추이



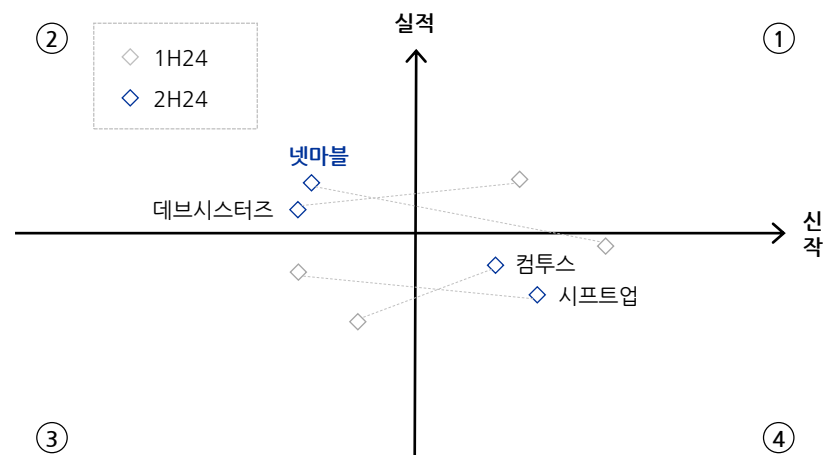
자료: Quantwise, 유진투자증권  
주: 2023. 12. 28. = 100

# 네 가지 경우의 수

## 2, 4) 실적만 좋거나, 신작만 좋거나

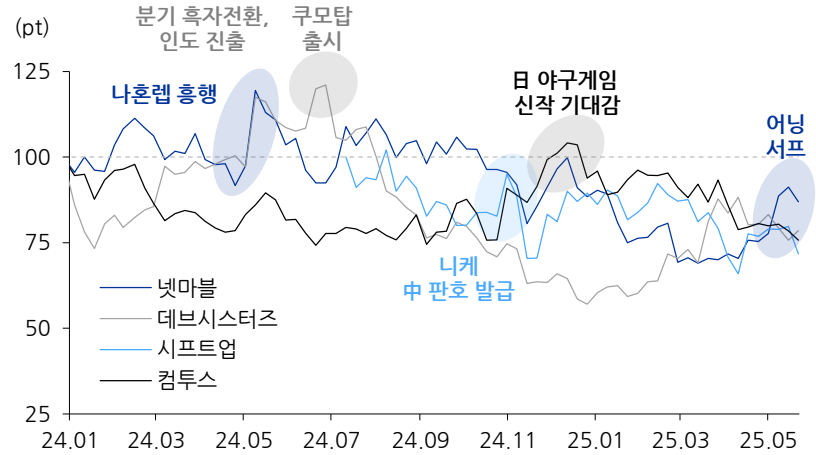
- 넷마블: 2분기 나혼렙의 초기 흥행 효과 외에도 인건비, 지급수수료, 마케팅, 상각비 등 비용 전반의 절감 효과로 이익 큰 폭으로 개선됨. 다만 나혼렙의 높은 기저로 인해 하반기 신작 성과 및 매출 하향에 대한 부담은 있었음
- 데브시스터즈: 전년도 인건비 통제 등 비용 감축 효과와 상반기 신작(모험의탑) 초반 흥행. 하지만 하반기 신작 매출이 빠르게 하향됨
- 시프트업: 전년도 4월 출시된 스텔라 블레이드가 출시 초기엔 선리콕으로 실적 기대치를 하회했지만, 이후 매분기 꾸준한 매출 기록. 기존 니케 매출은 n주년 이벤트 유무에 따라 등락. 하반기에는 니케IP 중국 판호 발급을 받았으나 기대가 크진 못했음
- 컴투스: 전년도 상반기 위지윅 스튜디오 영업 적자 및 신작 기대 저조했지만, 하반기 구조조정 및 미디어 사업 축소 그리고 일본 프로야구 게임 출시 기대감

게임주 실적 및 신작 분석: 2024년 상반기 → 2024년 하반기



자료: 유진투자증권

게임주 주가 추이



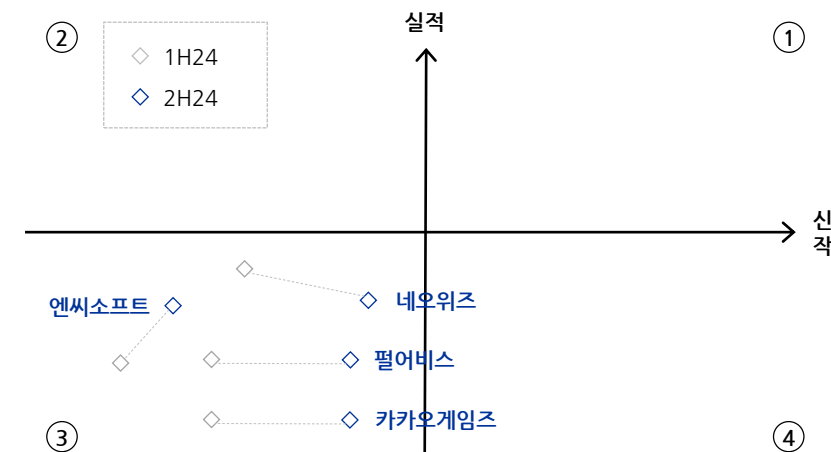
자료: Quantwise, 유진투자증권  
주: 2023. 12. 28. = 100, 시프트업은 2024. 7. 11.(상장일) = 100

# 네 가지 경우의 수

## 3) 실적도 신작도 아쉽다

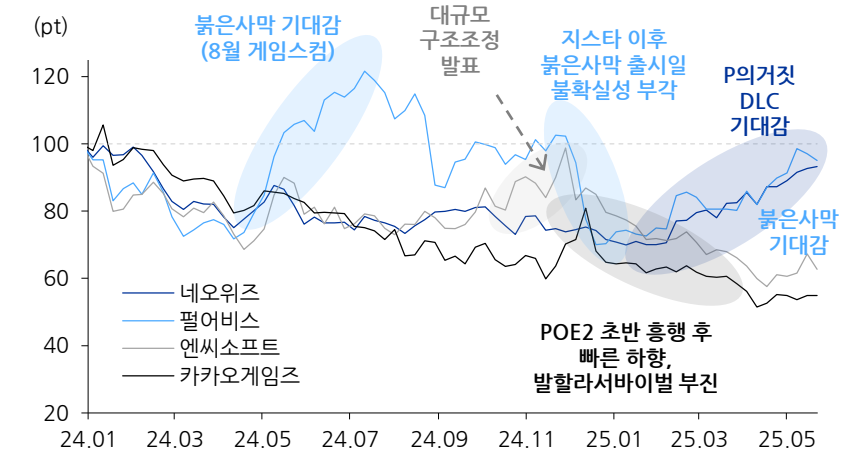
- 펠어비스: 기존 검은사막 및 이브IP 장기화 및 고정비 영향으로 영업적자 이어짐. 신작 붉은사막은 게임스컴과 지스타 등 오프라인 행사에서 유저 대상 시연을 진행하며 기대감이 있었으나, 예상보다 늦은 출시일에 우려 반영됨
- 네오위즈: 23년 출시된 P의거짓 흥행 이후 지난해 매출 하향 및 신작 '영웅전설: 가가브 트릴로지' 흥행 실패. 하반기 브라운더스트2 매출 반등 효과
- 엔씨소프트: 모바일 리니지 장기화에 따른 매출 하향. 비MMORPG 신작 '저니오브모나크', '호연', '배틀크러쉬' 흥행 실패. 그나마 글로벌 출시된 TLI 초기 흥행에는 성공했으나 장기적으로 이어가진 못했음
- 카카오게임즈: 오딘, 아키에이지워 등 기존 IP 매출 하향. 상반기 신작 R.O.M 기대치 하회하는 성과. 연말 POE2 초반 흥행으로 주가 반등했으나, 이후 매출 하락세

게임주 실적 및 신작 분석: 2024년 상반기 → 2024년 하반기



자료: 유진투자증권

게임주 주가 추이

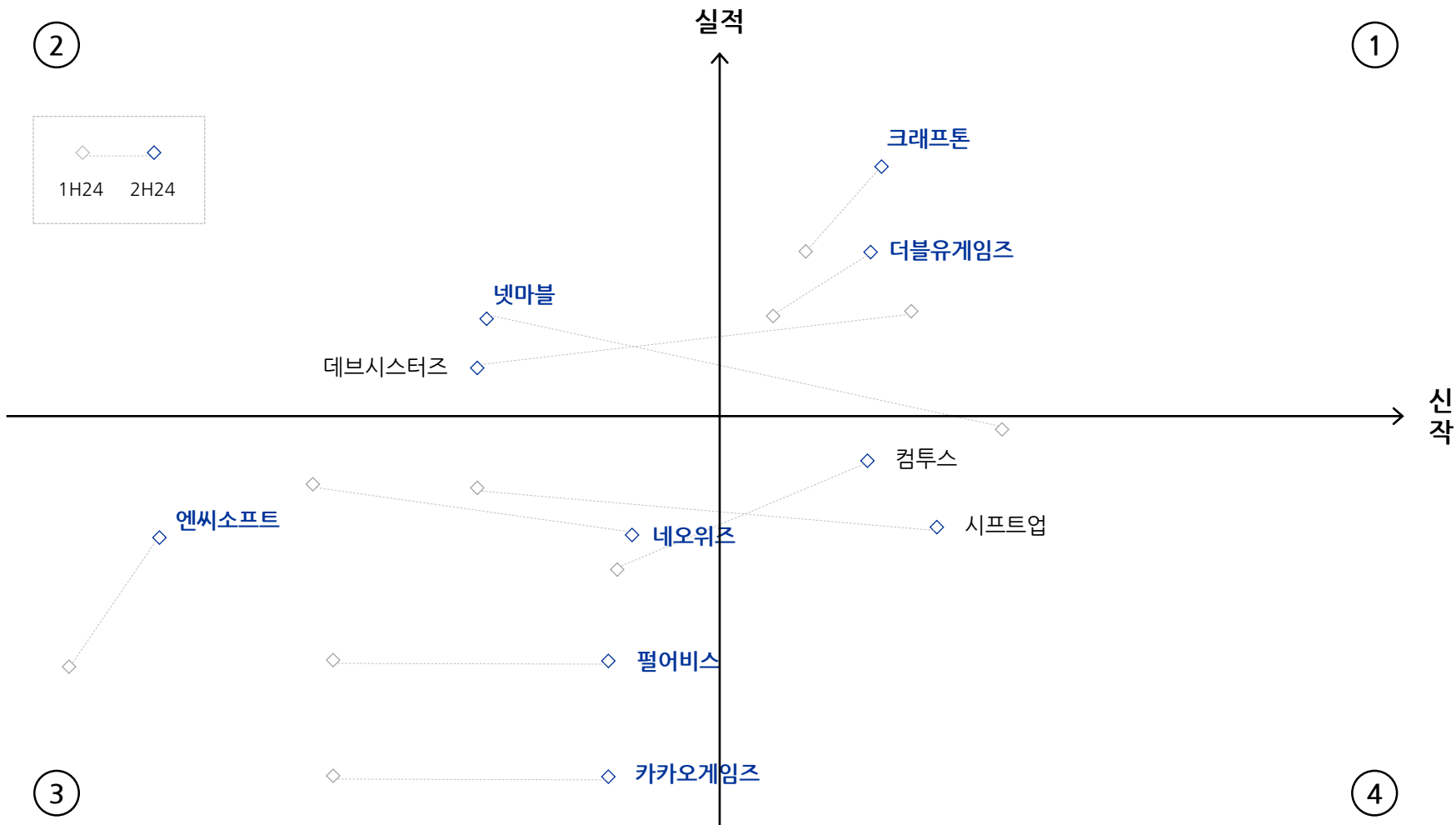


자료: Quantwise, 유진투자증권

주: 2023. 12. 28. = 100

# Key Chart

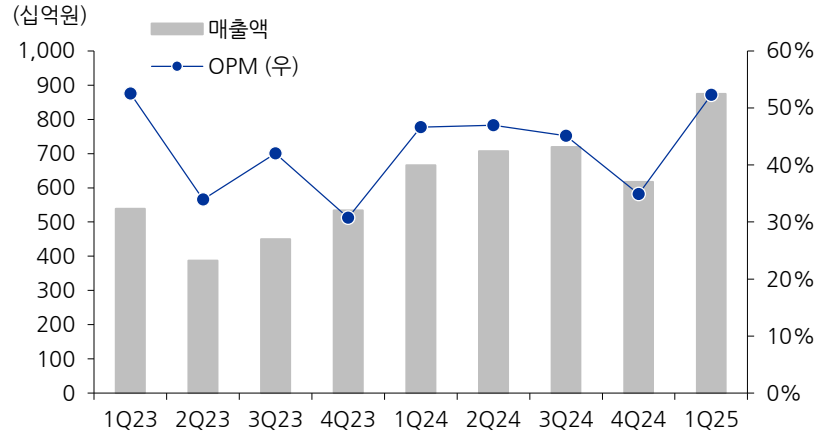
주요 게임사 실적 및 신작 비교: 1H24 → 2H24



자료: 유진투자증권

# 게임주 주가 분석

## 크래프톤 실적 추이



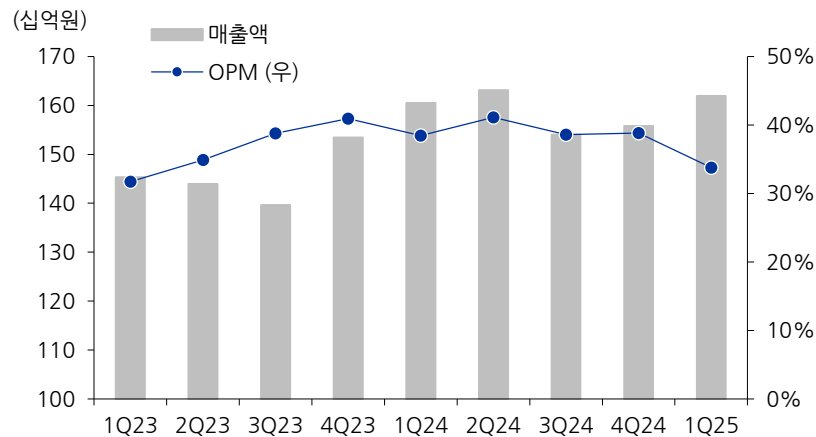
자료: 크래프톤, 유진투자증권

## 인조이(25. 3. 28. 엘리 액세스 출시) 밀리언 달성



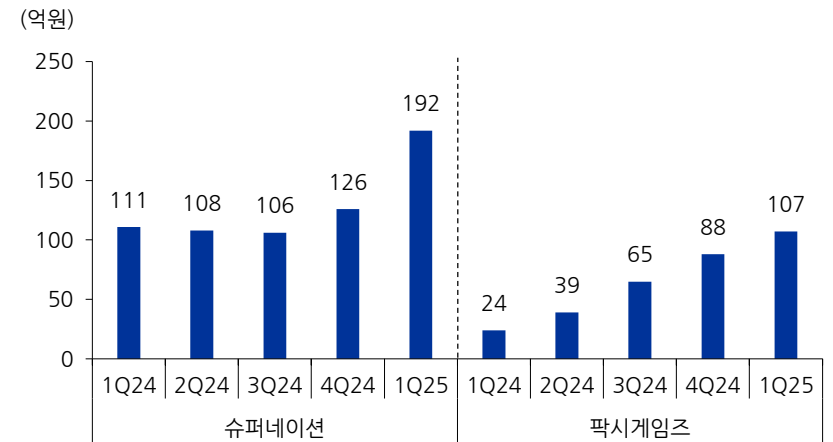
자료: 크래프톤, 유진투자증권

## 더블유게임즈 실적 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

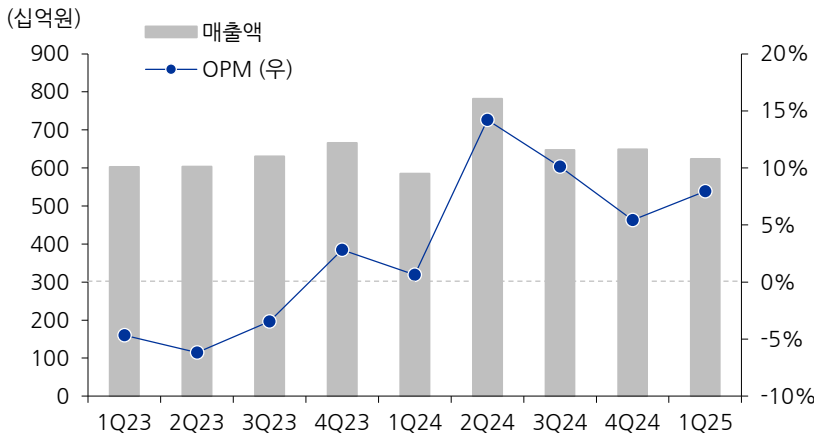
## 분기별 슈퍼네이션 매출액, 팩시게임즈 결제액 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

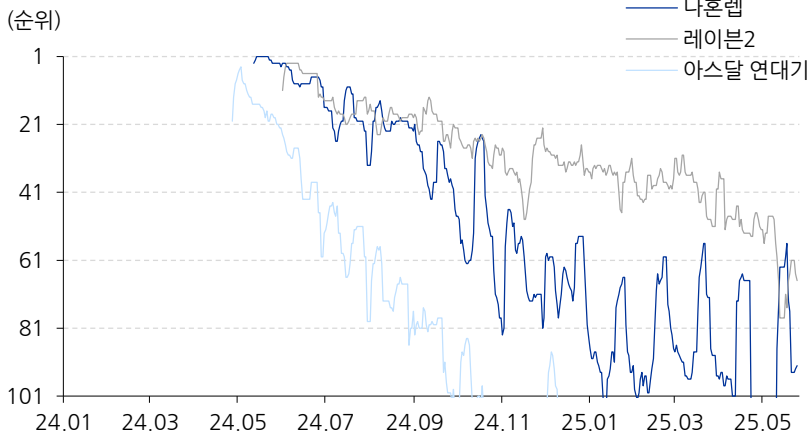
# 게임주 주가 분석

넷마블 실적 추이



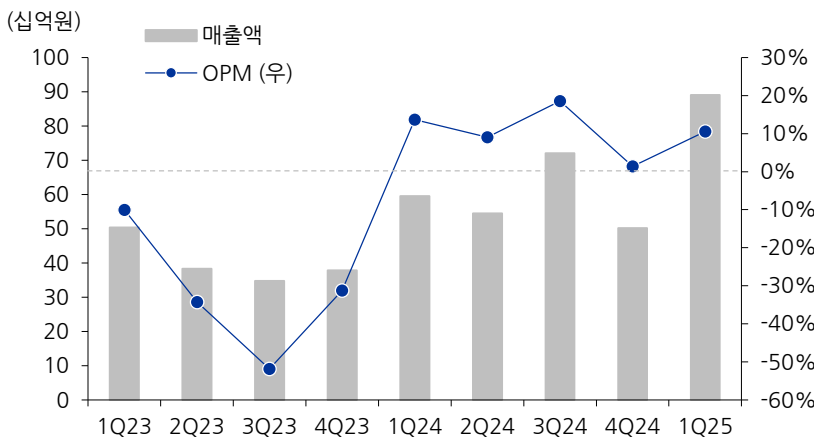
자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블 2024년 신작 일간 매출순위 추이



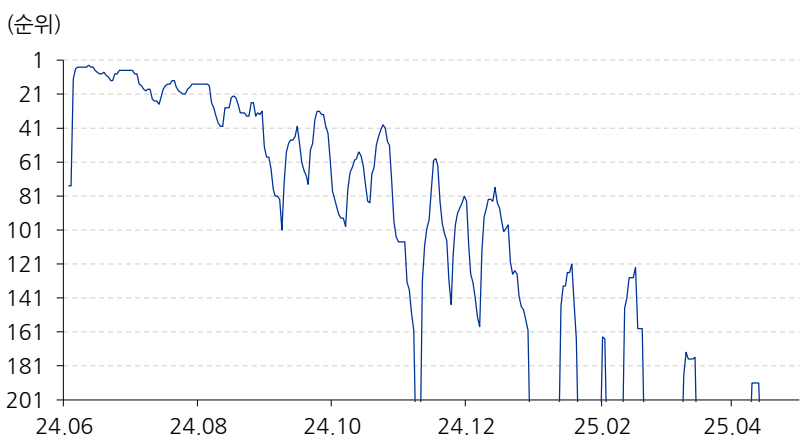
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 아스달연대기 24. 4. 24. 출시, 나혼렐 24. 5. 8. 출시, 레이븐2 24. 5. 29. 출시

데브시스터즈 실적 추이



자료: 데브시스터즈, 유진투자증권

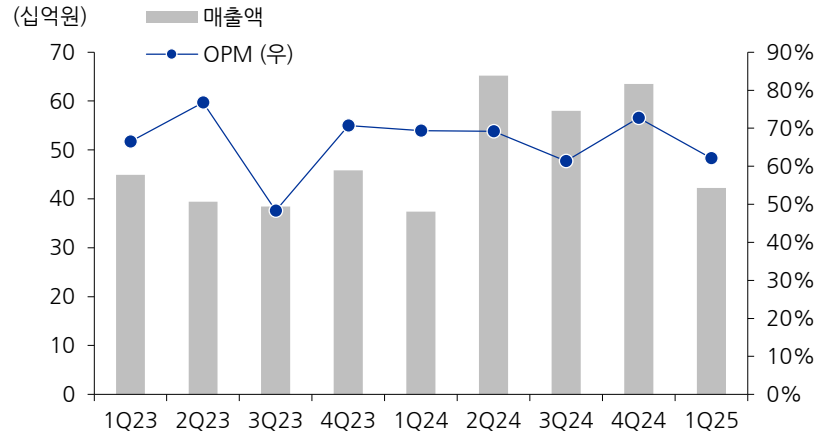
쿠키런: 모험의 탑 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 쿠키런: 모험의 탑 24. 6. 26. 출시

# 게임주 주가 분석

## 시프트업 실적 추이



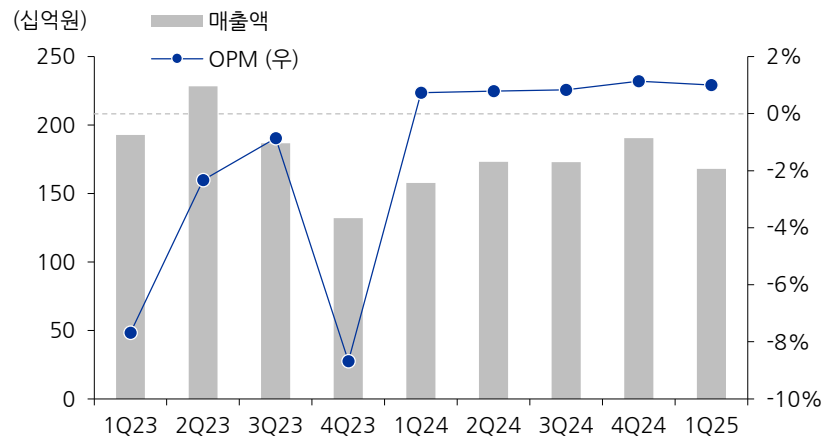
자료: 시프트업, 유진투자증권

## 시프트업 '스텔라 블레이드'



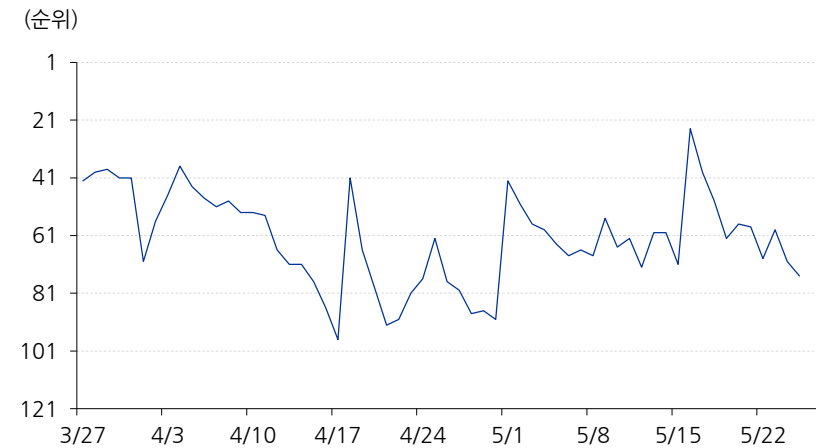
자료: 시프트업, 유진투자증권  
주: 스텔라 블레이드 24. 4. 26. PS5 독점 출시

## 컴투스 실적 추이



자료: 컴투스, 유진투자증권

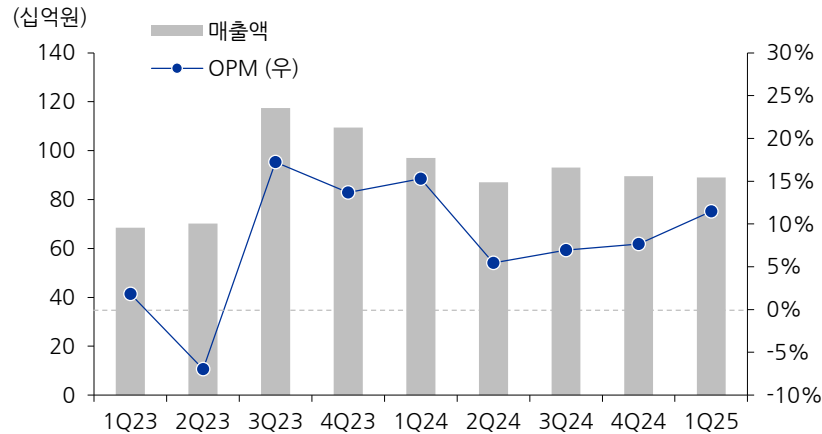
## 프로야구RISING 일본 앱스토어 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 프로야구RISING 25. 3. 27. 일본 출시

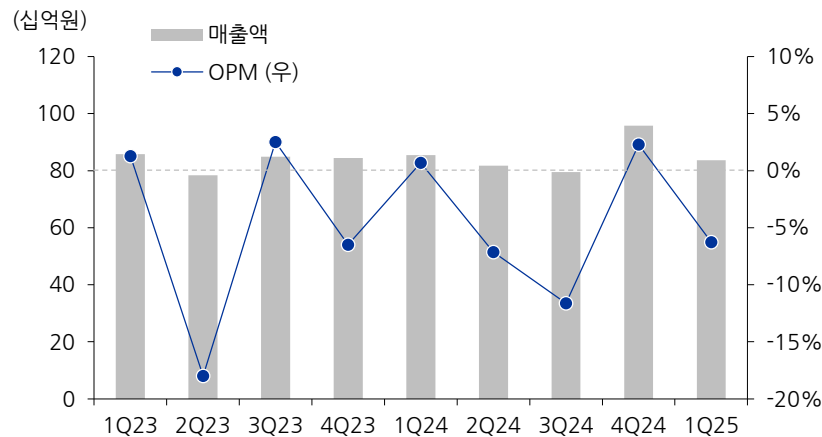
# 게임주 주가 분석

## 네오위즈 실적 추이



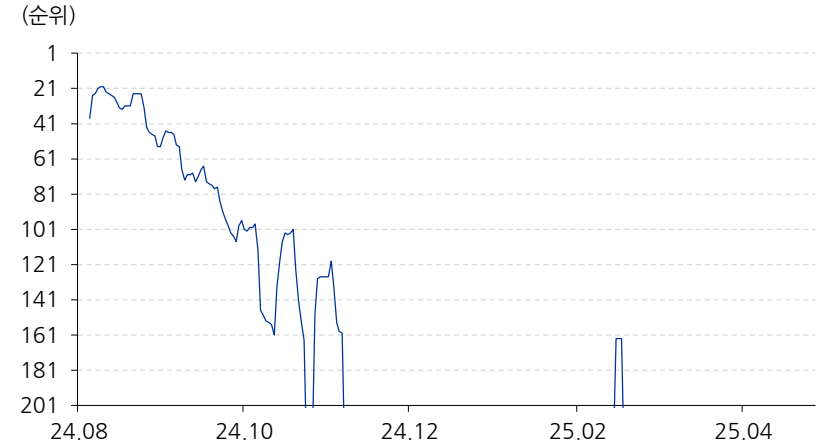
자료: 펄어비스, 유진투자증권

## 펄어비스 실적 추이



자료: 네오위즈, 유진투자증권

## 영웅전설: 가가브 트릴로지(24. 8. 28. 출시) 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

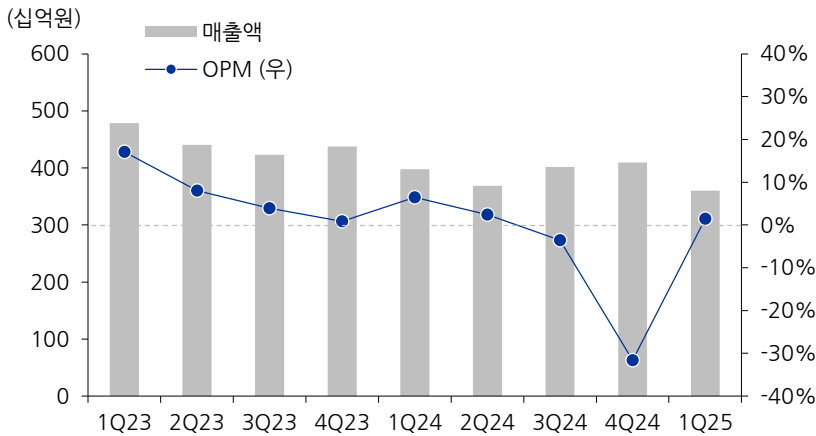
## 게임스컴 2024 붉은사막 부스



자료: 펄어비스, 유진투자증권

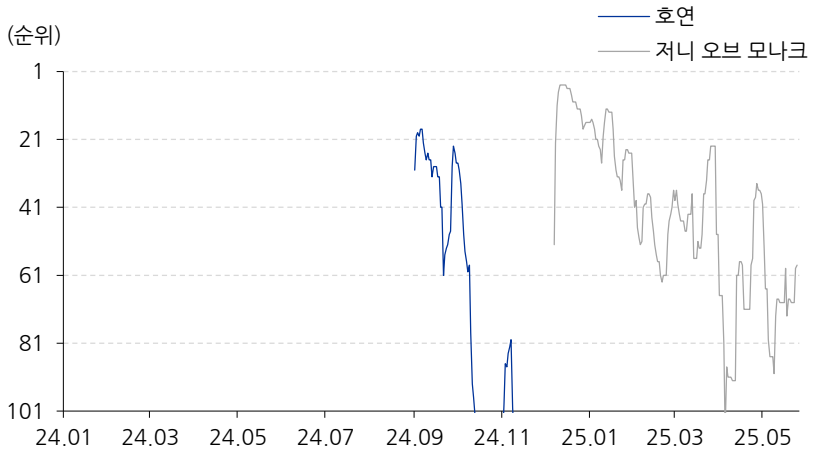
# 게임주 주가 분석

엔씨소프트 실적 추이



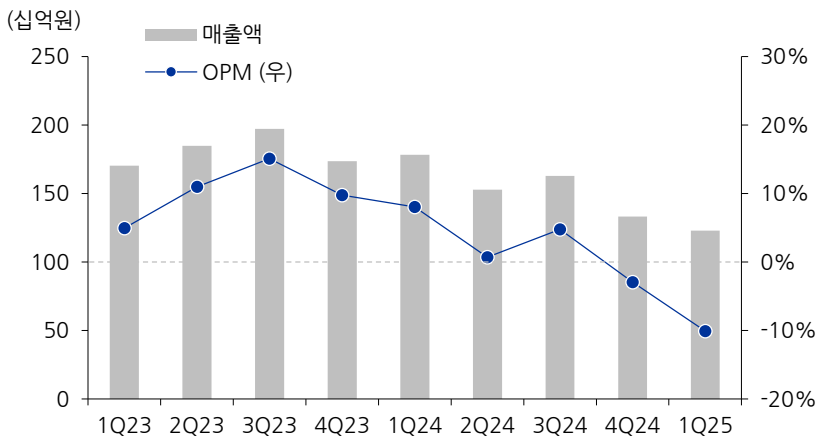
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

엔씨소프트 2024년 신작 일간 매출순위 추이



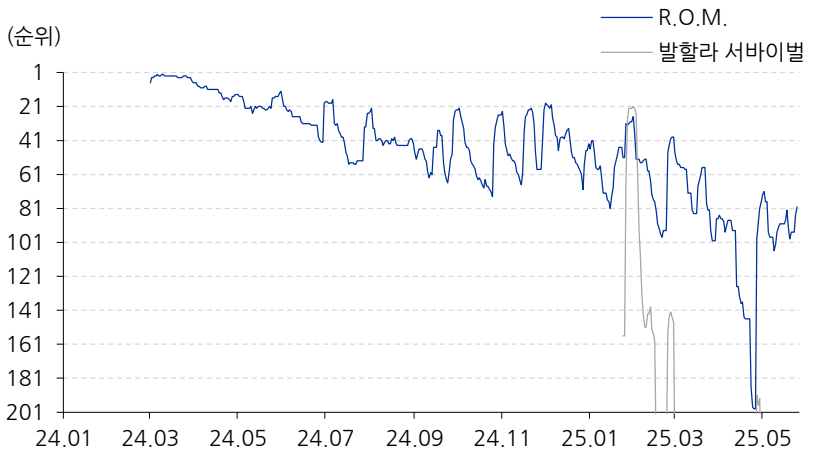
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 호연 24. 8. 28. 출시, 저니 오브 모나크 24. 12. 4. 출시

카카오게임즈 실적 추이



자료: 카카오게임즈, 유진투자증권

카카오게임즈 2024, 2025년 신작 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: R.O.M. 24. 2. 27. 출시, 발할라 서바이벌 25. 1. 21. 출시

편집상의 공백페이지입니다

---

02

## 하반기 기회가 보인다

1사분면을 주시하자

# 국내 게임시장 분석

## 지난해 치고 올라온 캐주얼 모바일 게임

- 지난해 국내 모바일 게임 시장에서 두드러진 현상은 캐주얼 게임의 약진이었음. 2010년대 중반 이후 매출 순위 상위권을 독식해 온 MMORPG 장르는 시간이 갈수록 획일화된 콘텐츠, 높은 과금 유도 등으로 신규 유저 유입이 제한된 채 유저 이탈이 가속화 됐음
- 이런 와중에 지난해 버섯커 키우기, WOS: 화이트아웃, 운빨존망겜 등 해외를 중심으로 한 많은 캐주얼 게임들이 국내 시장에 침투해 매출 순위 상위권을 차지하게 됨. 짧은 콘텐츠 소비 시간, 직관적이며 쉬운 조작, 부담이 적은 BM, 공격적인 마케팅이 주요하게 작용함

국내 모바일 게임 월간 순위

| 순위 | 2024.01     | 2024.02     | 2024.03     | 2024.04     | 2024.05     | 2024.06     | 2024.07     | 2024.08     | 2024.09   | 2024.10     |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-------------|
| 1  | 리니지M        | 버섯커 키우기     | 리니지M        | 라스트 워       | 나혼자만레벨업     | 라스트 워       | 리니지M        | 리니지M        | 리니지M      | 리니지M        |
| 2  | 버섯커 키우기     | 리니지M        | 버섯커 키우기     | 리니지M        | 라스트 워       | 리니지M        | 라스트 워       | 라스트 워       | 라스트 워     | 라스트 워       |
| 3  | 오딘          | 라스트 워       | 라스트 워       | 버섯커 키우기     | 리니지M        | 명조          | 오딘          | 로드나인        | WOS       | WOS         |
| 4  | 리니지W        | 오딘          | 룸           | 오딘          | 버섯커 키우기     | 오딘          | 로드나인        | WOS         | 오딘        | 오딘          |
| 5  | 라스트 워       | 리니지W        | 오딘          | WOS         | WOS         | 레이븐2        | WOS         | AFK:새로운여정   | 로얄 매치     | 로얄 매치       |
| 6  | 승리의여신 니케    | FC Online M | FC Online M | FC Online M | 리니지W        | WOS         | 버섯커 키우기     | 오딘          | 리니지2M     | 리니지2M       |
| 7  | 나이트크로우      | 리니지2M       | 리니지W        | 리니지W        | 브롤스타즈       | 나혼렘         | 쿠키런: 모험의 탑  | 로얄 매치       | AFK:새로운여정 | 리니지W        |
| 8  | FC Online M | 나이트크로우      | WOS         | 붕괴 스타레일     | 오딘          | 버섯커 키우기     | 운빨존망겜       | 버섯커 키우기     | 운빨존망겜     | 로블록스        |
| 9  | 뮤모나크        | WOS         | 나이트크로우      | 브롤스타즈       | FC Online M | 로얄 매치       | 로얄 매치       | 리니지W        | 브롤스타즈     | FC Online M |
| 10 | 리니지2M       | 블루 아카이브     | 리니지2M       | 리니지2M       | 로얄매치        | FC Online M | FC Online M | FC Online M | 로드나인      | 브롤스타즈       |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 캐주얼 장르 게임에 음영 처리

# 국내 게임시장 분석

## 캐주얼은 돌파구가 아니었다

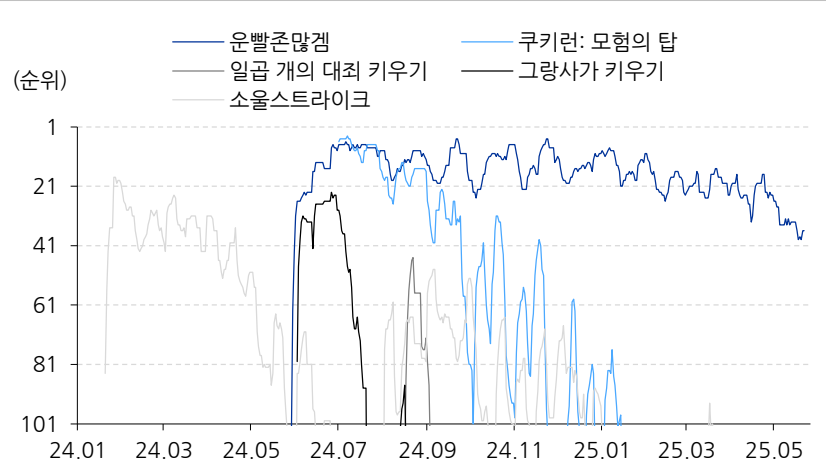
- 이같은 트렌드 변화에 발 맞춰 국내 대형 게임사들 또한 캐주얼 장르를 비롯한 다양한 비MMORPG 신작 개발을 시도함
- 하지만 결과는 좋지 못했음. 그나마 개발 방향성이 근접하다고 여겼던 키우기 게임 혹은 서브컬처 등에서도 별다른 성과를 거두지 못함
- 기존 개발 방향성과 다르다는 점, 해당 장르의 경쟁 강도가 이미 높아졌다는 점, 기존 IP와 타겟층이 달라 IP 로열티를 활용하지 못한 점, 해외에서 이미 검증된 경쟁작들이 순위권을 지키고 있다는 점 등이 실패 요인으로 꼽힘
- 국내 캐주얼 게임 중 유의미한 성과를 낸 캐주얼 게임으로는 운빨존많겜(111%)이 유일

2024년 국내 게임사 캐주얼 장르 신작

| 게임사    | 게임명                  | 출시일  | 장르        |
|--------|----------------------|------|-----------|
| 넷마블    | 일곱 개의 대죄 키우기         | 8/13 | 캐주얼 RPG   |
| 카카오게임즈 | 그랑사가 키우기: 나이즈x나이즈    | 5/30 | 방치형 RPG   |
| 네오위즈   | 프로사커: 레전드 알레본        | 5/9  | 수집형 RPG   |
|        | 고양이와 스프: 말랑타운        | 5/23 | 경영 시뮬레이션  |
| 컴투스    | 소울스트라이크              | 1/17 | 방치형 키우기   |
|        | 전투기 키우기: 스트라이커즈 1945 | 4/23 | 방치형       |
| 넵툰     | 고양이 나무꾼              | 3/4  | 경영 시뮬레이션  |
| 데브시스터즈 | 쿠키런: 모험의 탑           | 6/26 | 캐주얼 협동 액션 |
| 위메이드   | 애니팡 매치라이크            | 9/3  | 퍼즐 RPG    |
| 111%   | 운빨존많겜                | 5/23 | 디펜스       |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 중국 앱스토어 일매출 순위

2024년 국내 캐주얼 신작 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 위 게임 외의 캐주얼 신작은 100위권 내 미진입

# 국내 게임시장 분석

## 반등에 성공한 MMORPG

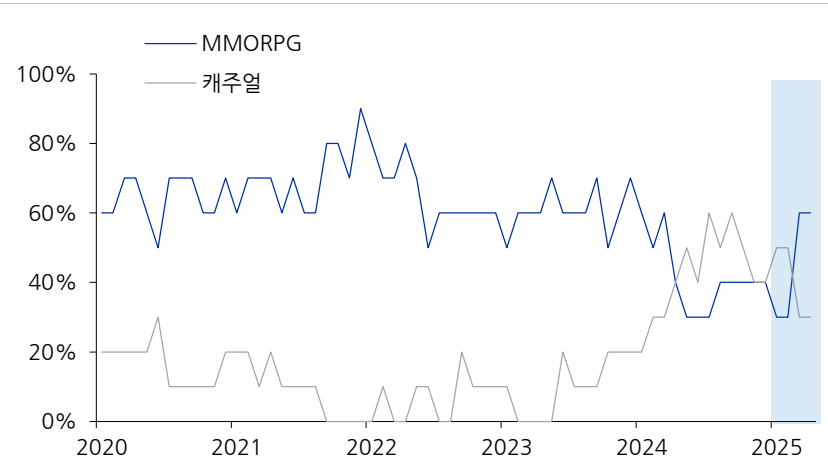
- 2025년으로 접어들면서 매출 순위 상위권에서 MMORPG 점유율이 반등에 성공함. 특히 상반기 MMORPG 신작인 19: 인페르노 나인, 마비노기 모바일, RF 온라인 넥스트 등이 지난해 MMORPG 신작들과 비교해 준수한 성적을 기록하고 있음
- 리니지M과 오딘을 제외하면 10위권 내 위치한 MMORPG는 모두 올해 신작임. 지난해 많은 MMORPG 신작들이 출시 초기부터 부진한 성과를 기록하며 빠르게 매출 순위가 하락한 것과는 다른 모습
- 물론 2020년대 전후와 비교해 MMORPG 시장 규모는 큰 폭으로 줄어들긴 했으나 여전히 모바일 게임 시장내 유저 수요가 존재하며, 높은 매출 비중을 차지함

국내 모바일 게임 월간 매출순위

| 순위 | 2025.01    | 2025.02     | 2025.03     | 2025.04     |
|----|------------|-------------|-------------|-------------|
| 1  | 라스트 워      | 라스트 워       | 리니지M        | 리니지M        |
| 2  | 리니지M       | WOS         | WOS         | RF 온라인 넥스트  |
| 3  | WOS        | 리니지M        | 라스트 워       | WOS         |
| 4  | 로얄 매치      | 인페르노 나인     | 인페르노 나인     | 마비노기 모바일    |
| 5  | 오딘         | 오딘          | 레전드 오브 이미르  | 라스트 워       |
| 6  | 로블록스       | 로얄 매치       | FC Online M | 인페르노 나인     |
| 7  | 원신         | FC Online M | 로얄 매치       | 로얄 매치       |
| 8  | 승리의 여신: 니케 | 로블록스        | 오딘          | 오딘          |
| 9  | 운빨존망겜      | 로스트 소드      | RF 온라인 넥스트  | FC Online M |
| 10 | 리니지W       | 쿠키런: 킹덤     | 리니지W        | 레전드 오브 이미르  |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: MMORPG 게임에 음영 처리

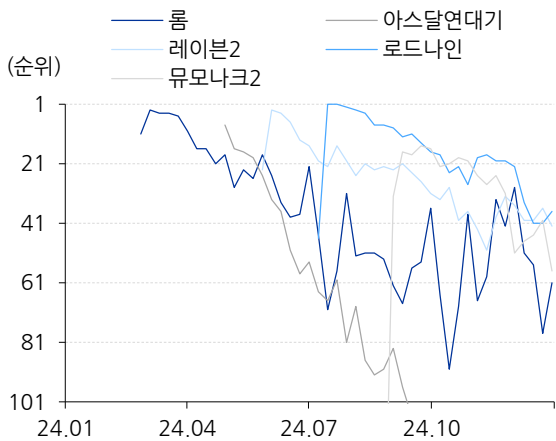
매출 Top 10 장르 점유율



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

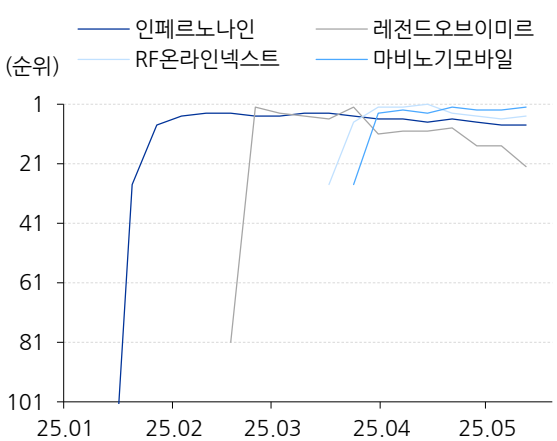
# 국내 게임시장 분석

MMORPG 신작 주간 매출순위 추이(24년)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

MMORPG 신작 주간 매출순위 추이(2025년)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

MMORPG 신작 정리

| 연도   | 게임                                                 |
|------|----------------------------------------------------|
| 2017 | 리니지M                                               |
| 2019 | V4, 리니지2M                                          |
| 2020 | R2M, 미르4, 세븐나이츠2                                   |
| 2021 | 데카론M, 트릭스터M, 오딘, 블레이드앤소울2, 리니지W                    |
| 2022 | 제2의 나라, 미르M, 세븐나이츠 리볼루션, 서머너즈워 크로니클, 히트2, 프리스톤 테일M |
| 2023 | 아키에이지 워, 프라시아 전기, 나이트 크로우, 제노니아 크로노브레이크, 아레스, 뮤모나크 |
| 2024 | 룸, 아스달 연대기, 레이븐2, 로드나인, 뮤모나크2                      |
| 2025 | 인페르노 나인, 레전드 오브 이미르, RF 온라인 넥스트, 마비노기 모바일          |

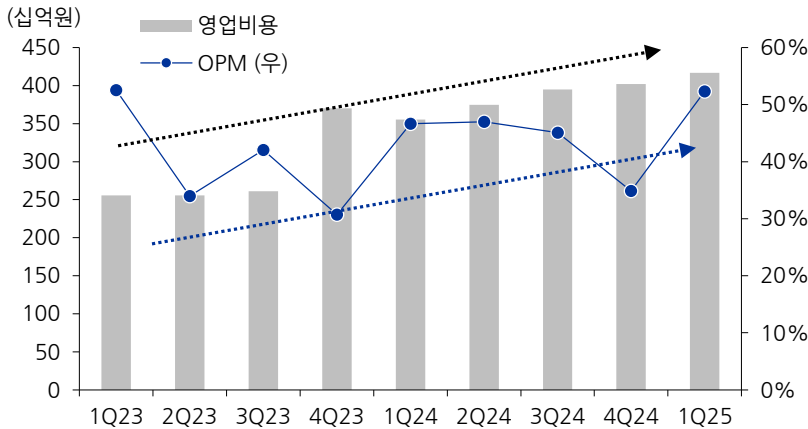
자료: 유진투자증권

# 게임사 비용 전략 분석

## 게임사 비용 전략 1) 외형 성장을 위한 비용 확대

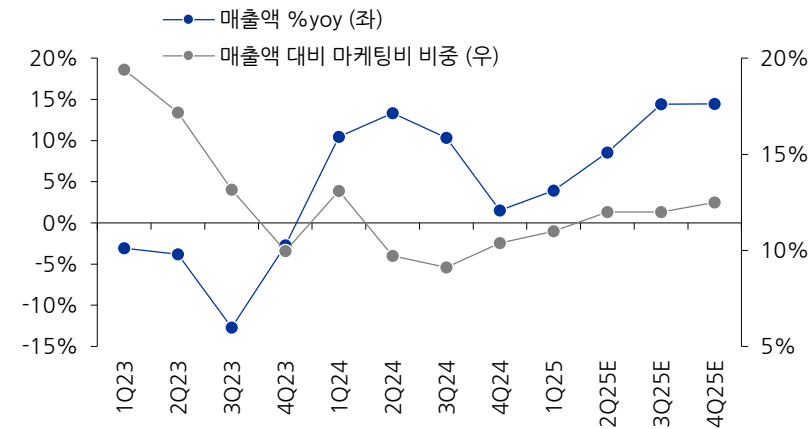
- 최근까지 이어진 국내 게임사들의 실적 부진은 기존IP 매출 감소 및 신작 흥행 실패 등 매출에서의 부진 영향이 가장 컸지만, 비용 부담 또한 적지 않았음. 특히 코로나 이후 크게 높아진 개발 인건비, 마케팅비 등이 주요 원인으로 꼽혔음. 또한 영업환경 악화로 대부분의 게임사들이 비용 통제 기조를 이어가고 있음
- 특히 1) 크래프톤과 더블유게임즈, 2)넷마블과 엔씨소프트 각각의 비용 전망은 눈여겨볼 만한데, 전자는 외형 성장을 위한 비용 확대를 후자는 수익성 강화를 위한 비용 축소 전략을 꾀하고 있음
- 크래프톤은 23년 이후 영업비용이 꾸준히 증가했지만, 큰 폭의 매출 성장률을 통해 영업이익률을 더욱 높임. 연초 4Q24 실적 발표에서 올해 투자비용을 전년 대비 약 1,500억원 가량 늘릴 것이라 발표함
- 더블유게임즈의 경우 소셜카지노 사업은 매출액 대비 10% 미만의 마케팅비 집행 기조 유지. 다만 올해 자회사 슈퍼네이션과 팍시게임즈 매출 비중이 빠르게 늘어날 것으로 예상되는데, 매출 성장을 위한 적극적인 마케팅비 집행이 예상됨

크래프톤 영업비용, OPM 추이



자료: 크래프톤, 유진투자증권

더블유게임즈 매출 성장률, 마케팅비 비중 추이



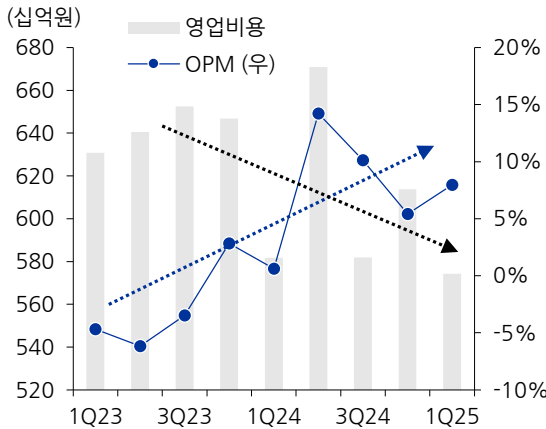
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

# 게임사 비용 전략 분석

## 게임사 비용 전략 2) 수익성 강화를 위한 비용 축소

- 넷마블
  - 2021년 연말 북미 스피넥스 인수로 스피넥스 자체 비용 외 상각비만 분기 300억원이 반영됨. 이후 매년 연말 대규모 무형자산손상차손 반영하며 2023년 연간으로 약 470억원, 2024년 약 310억원의 상각비 절감. 올해 1분기 상각비는 약 320억원으로 스피넥스 인수 직전 분기(3Q21)와 동일한 수준까지 떨어짐
  - 인건비 또한 유지하는 수준을 넘어 인력 조정 등을 통해 매년 감소했음(2023년 연간으로 약 350억원, 2024년 약 250억원 감소)
  - 22년 이후 매년 무형자산손상차손 반영으로 감가비 감소, 인력 조정으로 인건비 감소, 자체결제 확대로 지급수수료율 감소 등으로 비용 감축 및 마진을 상승 효과
- 엔씨소프트: 지난해 연말 대규모 회망퇴직 실시. 전년 대비 분기별 약 200억원의 인건비 감축 효과 예상

넷마블 영업비용, OPM 추이



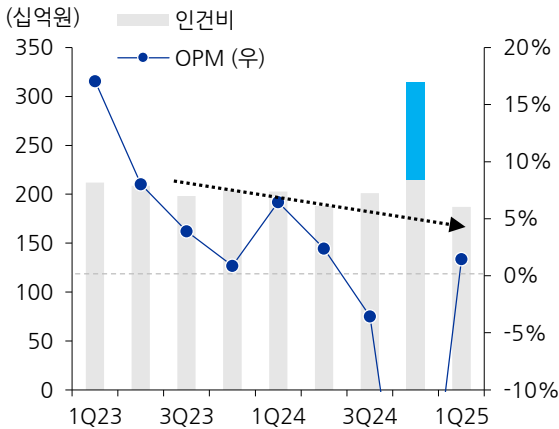
자료: 넷마블, 유진투자증권

넷마블 영업비용 항목별 추이

| (십억원)           | 21년   | 22년    | 23년    | 24년    |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|
| 인건비             | 638.6 | 779.3  | 744.6  | 720.0  |
|                 | -     | +140.7 | -34.7  | -24.6  |
| 상각비             | 150.6 | 232.2  | 185.4  | 154.4  |
|                 | -     | +81.6  | -46.8  | -31.0  |
| 매출액 대비 지급수수료 비중 | 40.4% | 39.5%  | 39.2%  | 35.5%  |
|                 | -     | -0.9%p | -0.3%p | -3.6%p |

자료: 넷마블, 유진투자증권

엔씨소프트 인건비, OPM 추이



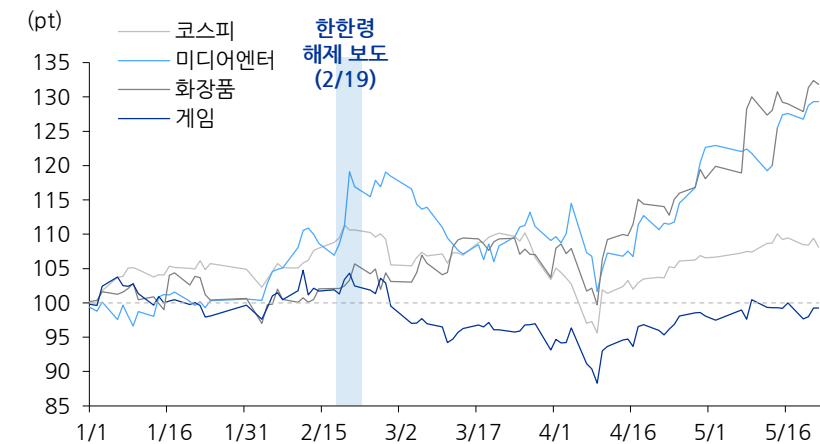
자료: 엔씨소프트, 유진투자증권  
주: 하늘색은 대규모 회망퇴직에 따른 일회성 인건비(추정)

# 한한령 해제 영향 점검

## 한한령 해제 가능성 대두, 주가 반응은 그닥

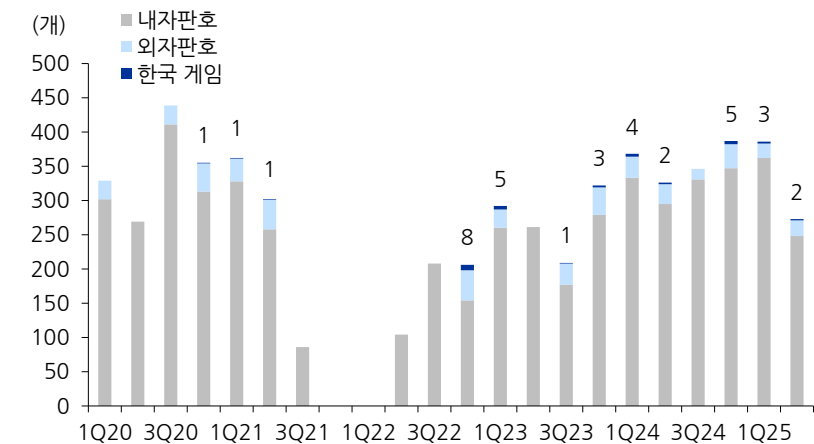
- 올해 2월, 8년간 이어져 온 중국의 한한령이 해제될 수 있다는 언론 보도 이후 중국향 수혜가 예상되는 업종 주가가 상승함
- 하지만 국내 게임주는 중국 관련 수혜가 예상되는 다른 업종들과 달리 한한령 해제 가능성에도 불구하고 주가가 거의 반응하지 않았음
- 한한령 해제 가능성에도 게임주 주가가 반응하지 못한 이유는 1) 한한령 해제 가능성만으로는 확실한 수혜를 기대하긴 어렵다는 점, 2) 한한령임에도 2021년 이후 국내 게임 판호발급은 이미 있어왔다는 점, 3) 실제 판호 발급을 받은 국내 게임들이 중국 내에서 성과가 부진한 점을 꼽을 수 있음

### 한한령 해제 보도 이후 게임, 미디어엔터, 화장품 업종 주가 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

### 중국 게임 판호 발급 추이



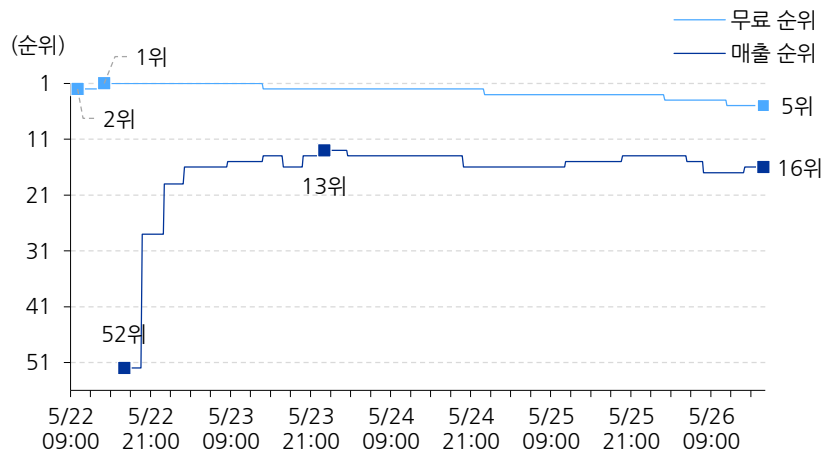
자료: NPPA, 유진투자증권  
주: 2Q25는 25년 4, 5월 집계분

# 한한령 해제 영향 점검

## 중국 출시 국산 게임 매출 성적 분석

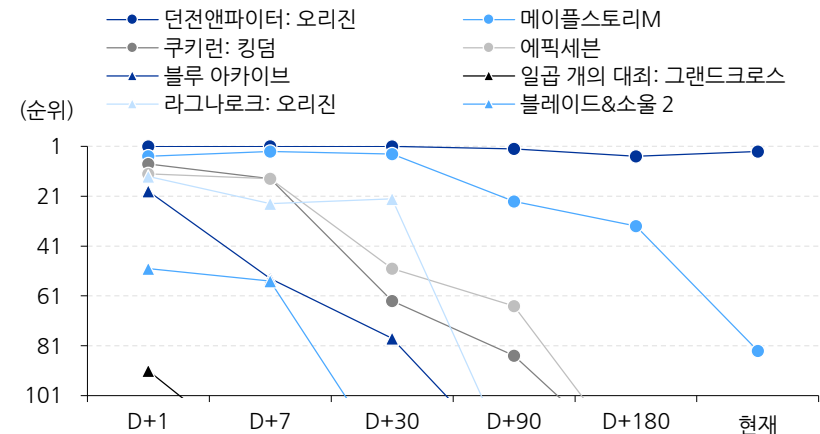
- 최근 몇 년간 중국에 출시된 국내 주요 게임들이 받은 성적표는 좋지 못함
- 검은사막 모바일(22년 4월), 블루 아카이브(23년 8월), 일곱개의 대죄: 그랜드 크로스(23년 11월), 블레이드&소울2(25년 4월) 등은 국내에서 좋은 평가를 받은 IP였지만 대부분 출시 3개월만에 매출 순위 100위권 밖으로 밀려남. 메이플스토리M(23년 8월)은 출시 2년차인 현재 80위권에 위치
- 예외적으로 지난해 5월 넥슨의 던파 모바일이 출시 하루 만에 중국 앱스토어 매출 1위를 기록하고 현재도 10위권 내에 위치하며 성공적으로 안착
- 던파 모바일의 이 같은 흥행은 다소 예견된 결과였음. 2007년 중국에서 출시된 던파 PC는 동시접속자 300만명을 돌파하는 기록을 세우며 강한 IP 로열티를 구축했기 때문

### 승리의 여신: 니케 출시 이후 중국 앱스토어 순위



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 5/22 9:00 출시 이후 실시간 순위(10분 단위, ~5/26 17:00)

### 중국 출시 국산 게임 매출 성적



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: X축은 출시일 기준

# 한한령 해제 영향 점검

## 과거 대비 열악해진 중국 진출 여건

- 1) 중국 진출 국산 게임의 흥행 부진 이유는 우선 중국 유저들의 눈높이가 높아지면서 외산 게임에 대한 선호도가 이전만 못한 점을 들 수 있음. 중국 게임사 개발력이 성장하며 자국 게임 경쟁력이 강화됐기 때문
- 2) 중국 또한 유저의 선호 장르가 다변화되고 있음. 액션, 슈팅, 전략, 캐주얼, MMORPG 등 다양한 장르가 매출 순위권에 분포됨. 반면 판호 발급을 받은 국내 게임들의 경우 MMORPG의 비중이 높은 점은 다소 아쉬움
- 3) 중국 정부의 게임 규제도 잠재적 리스크로 잔존. 작년 연말 중국 정부에서 게임 BM을 대상으로 강도 높은 규제안을 발표한 바가 있음. 지나친 강도의 규제라는 여론에 밀려 규제안은 철회됐지만, 규제 불확실성은 언제나 작용하고 있음

다양한 장르의 게임이 분포된 중국 게임 매출 순위

| 순위 | 게임명         | 개발사     | 장르     | 판호 종류  | 출시일         |
|----|-------------|---------|--------|--------|-------------|
| 1  | 왕자영요        | 텐센트     | MOBA   | 내자     | 15. 11. 26. |
| 2  | 던전앤파이터: 오리진 | 네오플(넥슨) | RPG    | 외자(한국) | 24. 5. 21.  |
| 3  | 화평정영        | 텐센트     | FPS    | 내자     | 19. 5. 8.   |
| 4  | WOS         | 센츄리게임즈  | 생존 전략  | 내자     | 24. 4. 1.   |
| 5  | 붕괴: 스타레일    | 미호요     | 서브컬처   | 내자     | 23. 4. 26.  |
| 6  | 몽환서유        | 넷이즈     | MMORPG | 내자     | 15. 3. 26.  |
| 7  | 금산산지전       | 텐센트     | 전략     | 내자     | 21. 8. 26.  |
| 8  | 화영닌자(나루토)   | 텐센트     | RPG    | 내자     | 16. 1. 8.   |
| 9  | 델타 포스       | 텐센트     | FPS    | 내자     | 25. 4. 22.  |
| 10 | 명조          | 쿠로게임즈   | ARPG   | 내자     | 24. 5. 23.  |

자료: 모바일인덱스, 유진투자증권  
주: 중국 앱스토어 일매출 순위(5/22일 기준)

2024년 이후 외자판호 발급받은 국산 모바일게임 목록

| 게임명              | IP 보유사   | 장르      | 판호 발급   | 출시         |
|------------------|----------|---------|---------|------------|
| 던전앤파이터: 오리진      | 넥슨       | 액션 RPG  | 2024.02 | 24. 5. 21. |
| 킹 오브 파이터 올스타     | SNK(넷마블) | 액션 RPG  |         | -          |
| 고양이와 스프          | 네오위즈     | 시뮬레이션   |         | 24. 4. 25. |
| 라그나로크: 여명        | 그라비티     | MMORPG  | 2024.06 | 25. 2. 20. |
| 승리의 여신: 니케       | 시프트업     | MMORPG  | 2024.10 | 25. 5. 22. |
| 리니지2M            | 엔씨소프트    | MMORPG  |         | -          |
| 세븐나이츠 키우기        | 넷마블      | 서브컬처 슈팅 | 2024.12 | -          |
| 라그나로크: 리버스       | 그라비티     | MMORPG  |         | -          |
| 라그나로크: 초심        | 그라비티     | 방치형 RPG | 2025.01 | -          |
| 포트리스 사가          | 쿡앰스      | 배틀로얄    |         | -          |
| 무명 기사단           | 쿡앰스      | MMORPG  | 2025.03 | -          |
| 고양이와 스프: 마법의 레시피 | 네오위즈     | MMORPG  | 2025.05 | -          |
| 라테알: 모험          | 액토즈소프트   | 방치형 RPG |         | -          |

자료: NPPA, 유진투자증권

# 한한령 해제 영향 점검

## 중국 판호 발급 게임

| 판호 발급 시점 | 게임                | IP 보유사   | 장르      | 출시 시기         | 비고                  |
|----------|-------------------|----------|---------|---------------|---------------------|
| 2020.12  | 서머너즈 워: 천공의 아레나   | 컴투스      | 턴제 RPG  | -             | -                   |
| 2021.02  | 룸즈: 풀리지 않는 퍼즐     | 핸드메이드게임  | 퍼즐      | -             | -                   |
| 2021.06  | 검은사막(모바일)         | 펄어비스     | MMORPG  | 2022. 4. 26.  | 앱스토어 매출 순위 최고 29위   |
| 2022.12  | 제2의 나라: 크로스 월드    | 넷마블      | MMORPG  | 2024. 2. 28.  | 앱스토어 매출 순위 최고 46위   |
|          | A3: 스틸얼라이브        | 넷마블      | MMORPG  | 2023. 8. 16.  | 앱스토어 매출 순위 최고 100+위 |
|          | Shop Titans       | 넷마블      | 시뮬레이션   | -             | -                   |
|          | 로스트아크             | 스마일게이트   | MMORPG  | -             | -                   |
|          | 에픽세븐              | 스마일게이트   | 턴제 RPG  | 2023. 6. 20.  | 앱스토어 매출 순위 최고 9위    |
|          | 메이플스토리M           | 넥슨       | MMORPG  | 2023. 8. 17.  | 앱스토어 매출 순위 최고 3위    |
|          | 그랑사가              | 엔픽셀      | MMORPG  | -             | -                   |
|          | 뮤: 레전드            | 웹젠       | MMORPG  | 2023. 11. 30. | -                   |
| 2023.03  | 메이플스토리 H5         | 넥슨       | 방치형 RPG | -             | -                   |
|          | 블루 아카이브           | 넥슨게임즈    | 수집형 RPG | 2023. 8. 3.   | 앱스토어 매출 순위 최고 19위   |
|          | 일곱 개의 대죄: 그랜드크로스  | 고단샤(넷마블) | 수집형 RPG | 2023. 11. 3.  | 앱스토어 매출 순위 최고 69위   |
|          | 쿠키런: 킹덤           | 데브시스터즈   | 수집형 RPG | 2023. 12. 28. | 앱스토어 매출 순위 최고 8위    |
| 2023.08  | 라그나로크: 오리진        | 그라비티     | MMORPG  | 2024. 3. 26.  | 앱스토어 매출 순위 최고 10위   |
| 2023.12  | 블레이드&소울2          | 엔씨소프트    | MMORPG  | 2025. 4. 3.   | 앱스토어 매출 순위 최고 49위   |
|          | 미르M               | 위메이드     | MMORPG  | 3Q25          | -                   |
|          | 라그나로크X: 넥스트 제너레이션 | 그라비티     | MMORPG  | 2024. 9. 13.  | 앱스토어 매출 순위 최고 90위   |
| 2024.02  | 던전앤파이터: 오리진       | 넥슨       | 액션 RPG  | 2024. 5. 21.  | 앱스토어 매출 순위 최고 1위    |
|          | 킹 오브 파이터 올스타      | SNK(넷마블) | 액션 RPG  | -             | -                   |
|          | 고양이와 스프           | 네오위즈     | 시뮬레이션   | 2024. 4. 25.  | 앱스토어 매출 순위 최고 52위   |
| 2024.06  | 라그나로크: 여명         | 그라비티     | MMORPG  | 2025. 2. 20.  | 앱스토어 미출시            |
| 2024.10  | 승리의 여신: 나케        | 시프트업     | 서브컬처 슈팅 | 2025. 5. 22.  | -                   |
|          | 리니지2M             | 엔씨소프트    | MMORPG  | -             | -                   |
| 2024.12  | 세븐나이츠 키우기         | 넷마블      | 방치형 RPG | -             | -                   |
|          | 라그나로크: 리버스        | 그라비티     | MMORPG  | -             | -                   |
| 2025.01  | 라그나로크: 초심         | 그라비티     | MMORPG  | -             | -                   |
|          | 포트리스 사가           | 쿡앳스      | 방치형 RPG | -             | -                   |
| 2025.03  | 무명 기사단            | 쿡앳스      | 수집형 RPG | -             | -                   |
| 2025.05  | 고양이와 스프: 마법의 레시피  | 네오위즈     | 시뮬레이션   | -             | -                   |
|          | 라테알: 모험           | 액토즈소프트   | MMORPG  | -             | -                   |

자료: 유진투자증권

# 2025년 하반기 게임시장 전망

## 2025 하반기 게임시장 전망

- 올해 연초 대비 몇몇 게임주의 주가가 반등했다고는 하나, 긴 시계열로 봤을 때 여전히 주가는 많이 내려와 게임주에 대한 시장의 눈높이(혹은 기대치) 또한 높지 않음. 따라서 하반기에는 실적 안정성을 갖춘 기업 중 일정 부분 신작 기대감만을 갖추더라도 주가는 긍정적으로 반응할 것으로 전망. 당사는 이에 해당하는 5개의 종목을 투자의견 BUY로 제시하며 이 중 탑픽은 크래프톤, 차선호주로는 넷마블과 네오위즈를 추천함

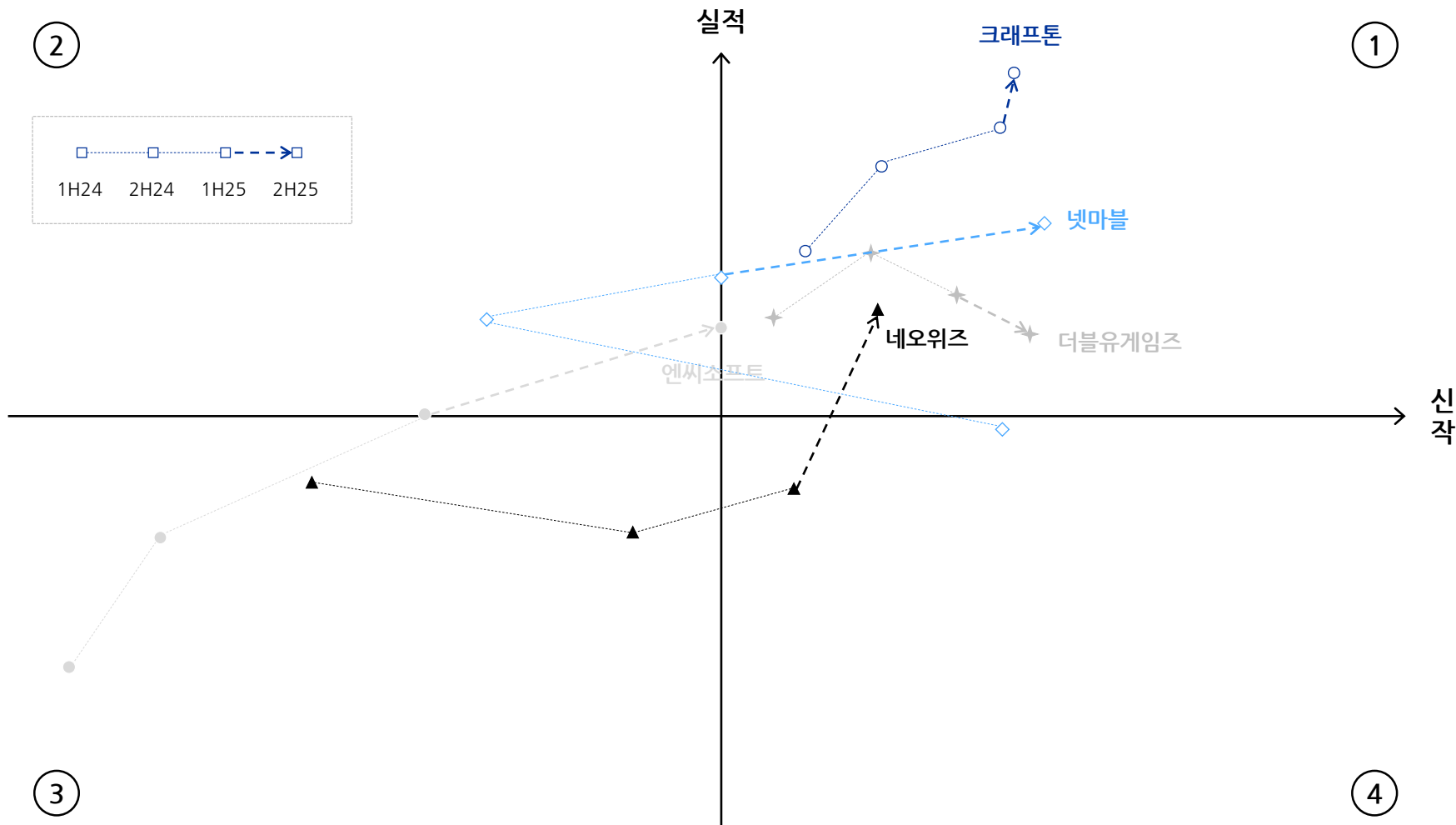
### Investment point

| 게임사    | 투자의견 | 목표주가     | 투자포인트                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|--------|------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 크래프톤   | BUY  | 510,000원 | <ul style="list-style-type: none"><li>PC배그와 펍지모바일 모두 양호한 트래픽을 유지 중. 특히 PC배그의 경우 4월 컨텐더(성장형 의상) 업데이트와 하반기 2종의 슈퍼카 콜라보 및 K-pop 콜라보가 예정돼 실적 우상향을 이어갈 전망</li><li>3월 신작 인조이는 출시 일주일 만에 판매량 100만장 돌파. 다만 출시 이후 트래픽은 꾸준히 우하향. 하반기 기대 신작은 '서브노티카2'</li></ul>                                                                                |
| 넷마블    | BUY  | 60,000원  | <ul style="list-style-type: none"><li>지난해 매출 기저로 작용했던 나혼렘 매출이 안정화 단계로 접어들기 시작했으며, 비용 또한 인건비, 마케팅비, 상각비가 잘 통제되고 있음</li><li>상반기 출시된 RF 온라인 넥스트, 세븐나이츠: 리버스 모두 시장의 기대치를 상회하는 성과. 하반기 '몬걸: STAR DIVE', '일곱개의대죄:Origin'도 기대감 충분</li></ul>                                                                                                |
| 네오위즈   | BUY  | 30,000원  | <ul style="list-style-type: none"><li>1분기 P의거짓 판매량은 20만장을 상회. P의거짓 전체 플레이 유저 수는 약 800만명이며 이중 25%는 최종업적을 달성. 또한 DLC 콘텐츠 진입 조건은 챕터 9 클리어인데 이를 만족한 유저 수는 약 40%. 이를 고려할 때 DLC 판매량은 최소 50만장으로 추정함</li><li>올해 하반기 모바일 MMORPG 킹덤2, 2026년에는 지난 11월, 2월 퍼블리싱 계약을 체결한 울프아이, 자카자네 스튜디오의 신작 2종이 출시 예정이며 라운드8의 P의거짓 차기작은 2027년에 출시될 전망</li></ul> |
| 더블유게임즈 | BUY  | 69,000원  | <ul style="list-style-type: none"><li>지난 12월 인수한 터키 모바일 캐주얼 게임 개발사 '팍시게임즈'는 2분기부터 연결 실적으로 반영될 예정. 당사에서 추정하는 올해 슈퍼네이션과 팍시게임즈 매출은 각각 약 860억원, 380억원</li><li>자회사 외형 확대를 위한 마케팅 확대에 수익성은 다소 떨어지겠지만, 올해 슈퍼네이션과 팍시게임즈 모두 매월 최고 매출액을 경신하고 있어 기존 소셜카지노 부문의 저조한 성장성에도 불구하고 동사의 외형 성장세는 변함 없을 전망</li></ul>                                    |
| 엔씨소프트  | BUY  | 190,000원 | <ul style="list-style-type: none"><li>2026년 동사 매출액을 약 1.8조원으로 추정함. 이는 기존IP 매출 하향과 아이온2 매출액(약 3,200억원)을 반영한 수치. 지난해 대규모 구조조정 등 비용 감축 효과가 올해 이어질 가운데, 4분기 아이온2 출시 가시성이 높아지면서 내년도 신규IP 매출 기대까지 반영될 수 있음</li></ul>                                                                                                                      |

자료: 유진투자증권

# Key Chart

주요 게임사 실적 및 신작 비교: 1H24 - 2H24 - 1H25 → 2H25



자료: 유진투자증권

# 게임 신작 정리

## 게임 신작 정리

| 게임사   | 게임               | 개발사           | 장르          | 플랫폼       | 출시 시기        |
|-------|------------------|---------------|-------------|-----------|--------------|
| 크래프톤  | inZOI            | 인조이 스튜디오      | 인생 시뮬레이션    | 콘솔/PC     | 2025. 3. 28. |
|       | 서브노티카2           | 언노운월즈         | 수중 생존 어드벤처  | 콘솔/PC     | 2H25         |
|       | PUBG: 블라인드스팟     | 펍지 스튜디오 (서울)  | 슈팅 액션       | PC        | 2H25         |
|       | 어비스 오브 던전        | 블루홀 스튜디오      | 익스트렉션 RPG   | 모바일       | 2025         |
|       | 딩컴 투게더           | 5민랩           | 생활 시뮬레이션    | 모바일/PC    | 2026         |
|       | 프로젝트 블랙 버짓       | 펍지 스튜디오 (서울)  | 익스트렉션 슈터    | 콘솔/PC     | 2026         |
|       | 프로젝트 Valor       | 펍지 스튜디오 (매디슨) | 배틀로얄        | 콘솔        | 2026         |
| 넷마블   | RF 온라인 넥스트       | 넷마블엔투         | MMORPG      | 모바일/PC    | 2025. 3. 20. |
|       | 세븐나이츠 리버스        | 넷마블넥서스        | 턴제 RPG      | 모바일/PC    | 2025. 5. 15. |
|       | 왕좌의 게임: 킹스로드     | 넷마블네오         | 오픈월드 액션 RPG | 모바일/PC    | 2025. 5. 21. |
|       | 킹 오브 파이터 AFK     | 넷마블네오         | 수집형 AFK RPG | 모바일       | 2Q25         |
|       | 뱀피르              | 넷마블네오         | MMORPG      | 모바일/PC    | 2H25         |
|       | 몬걸: STAR DIVE    | 넷마블몬스터        | 액션 RPG      | 모바일/PC    | 2H25         |
|       | 나 혼자만 레벨업: ARISE | 넷마블네오         | 액션 RPG      | 콘솔/PC     | 2H25         |
|       | 프로젝트 SOL         | 알트나인          | MMORPG      | 모바일/PC    | 2H25         |
|       | 일곱 개의 대죄: Origin | 넷마블F&C        | 오픈월드 RPG    | 콘솔/PC/모바일 | 4Q25         |
| 엔씨소프트 | 블레이드&소울2 (중국)    | 엔씨소프트         | MMORPG      | 모바일/PC    | 2025. 4. 3.  |
|       | 리니지2M (동남아)      | 엔씨소프트         | MMORPG      | 모바일/PC    | 2025. 5. 20. |
|       | 아이온2             | 엔씨소프트         | MMORPG      | 콘솔/PC/모바일 | 4Q25         |
|       | LLL              | 엔씨소프트         | 오픈월드 루터 슈터  | 콘솔/PC     | 2H25         |
|       | 기존 IP 기반 스피노프    | 엔씨소프트         | -           | -         | 2H25         |
|       | 브레이커스: 언락 더 월드   | 빅게임스튜디오       | 서브컬처 RPG    | 모바일/PC    | 2H25         |
|       | 타임 테이커즈          | 미스틸게임즈        | 히어로 슈터 배틀로얄 | 콘솔/PC     | 2H25         |

자료: 유진투자증권  
주: 회색은 출시 완료된 게임

# 게임 신작 정리

## 게임 신작 정리

| 게임사    | 게임                 | 개발사         | 장르              | 플랫폼    | 출시 시기        |
|--------|--------------------|-------------|-----------------|--------|--------------|
| 카카오게임즈 | 발할라 서바이벌           | 라이온하트 스튜디오  | 핵앤슬래시 로그라이크     | 모바일    | 2025. 1. 21. |
|        | 섹션13               | 오션드라이브 스튜디오 | 액션 로그라이크 슈터     | 콘솔/PC  | 2025. 5. 26. |
|        | 가디소오더              | 픽셀트라이브      | 액션RPG           | 모바일    | 3Q25         |
|        | SM 게임 스테이션         | 메타보라        | SM 아이돌IP 활용 캐주얼 | 모바일    | 4Q25         |
|        | 갓 세이브 버밍엄          | 오션드라이브 스튜디오 | 좀비 서바이벌         | PC     | 4Q25         |
|        | 프로젝트 Q             | 라이온하트 스튜디오  | MMORPG          | 모바일/PC | 4Q25         |
|        | 크로노 오디세이           | 크로노스튜디오     | 온라인 액션 RPG      | 콘솔/PC  | 4Q25         |
|        | 프로젝트 C             | 라이온하트 스튜디오  | 서브컬처 육성 시뮬레이션   | 모바일/PC | 4Q25         |
|        | 아키에이지 크로니클         | 엑스엘게임즈      | 온라인 액션 RPG      | 콘솔/PC  | 1H26         |
|        | 프로젝트 S             | 라이온하트 스튜디오  | 루트 슈터           | 콘솔/PC  | 2026         |
|        | 검술명가 막내아들 IP       | 오션드라이브 스튜디오 | 액션 RPG          | 콘솔/PC  | 2026         |
| 네오위즈   | 리그오브퍼즐             | 하이드이어       | 턴제 배틀           | 모바일    | 2025. 3. 26. |
|        | Shape of Dreams    | 리자드스무디      | 로그라이크 MOBA      | PC     | 3Q25         |
|        | P의 거짓: 서곡 (DLC)    | 라운드8        | 소울라이크           | 콘솔/PC  | 3Q25         |
|        | 고양이와 스프: 마법의 레시피   | 하이드이어       | 시뮬레이션           | 모바일    | 2H25         |
|        | 안녕서울: 이태원편         | 지노게임즈       | 퍼즐 플랫폼어         | PC     | 2H25         |
|        | 영웅전설: 가가브 트릴로지     | 파우게임즈       | 수집형 RPG         | 모바일    | 2H25         |
|        | 킹덤2                | 파우게임즈       | MMORPG          | 모바일    | 2H25         |
|        | Wolfeye Studios 신작 | 울프아이 스튜디오   | 1인칭 RPG         | 콘솔/PC  | 2026~        |
|        | Zakazane Studio 신작 | 자카자네        | 서부 느와르 CRPG     | 콘솔/PC  | 2026~        |
|        | 라이프 시뮬레이션 신작       | 라운드8        | 라이프 시뮬레이션       | 콘솔/PC  | 2026~        |
|        | 서바이벌 액션 어드벤처 신작    | 라운드8        | 서바이벌 액션 어드벤처    | 콘솔/PC  | 2026~        |
|        | P의 거짓 차기작          | 라운드8        | 소울라이크           | 콘솔/PC  | 2026~        |
| 펠어비스   | 붉은사막               | 펠어비스        | 오픈월드 액션 RPG     | 콘솔/PC  | 4Q25         |

자료: 유진투자증권  
주: 회색은 출시 완료된 게임

# 게임 신작 정리

## 게임 신작 정리

| 게임사    | 게임                   | 개발사     | 장르            | 플랫폼       | 출시 시기        |
|--------|----------------------|---------|---------------|-----------|--------------|
| 시프트업   | 승리의 여신: 니케 (중국)      | 시프트업    | 서브컬처 슈팅       | 모바일/PC    | 2025. 5. 22. |
|        | 스텔라 블레이드 (PC)        | 시프트업    | 액션 어드벤처       | PC        | 2025. 6. 12. |
|        | 프로젝트 위치스             | 시프트업    | 어반 SF 액션 RPG  | 콘솔/PC/모바일 | 2027         |
| 컴투스    | 갯앤데몬                 | MOYE    | 방치형 RPG       | 모바일       | 2025. 1. 15. |
|        | 프로야구RISING (일본)      | 컴투스     | 스포츠(야구)       | 모바일       | 2025. 3. 26. |
|        | 미니언 럼블               | 편플로     | 캐주얼 액션        | 모바일       | 2025. 4. 8.  |
|        | 서머너즈 워: 러쉬           | 컴투스     | 키우기 RPG       | 모바일       | 2025. 5. 28. |
|        | 더 스타라이트              | 게임테일즈   | MMORPG        | 콘솔/PC/모바일 | 3Q25         |
|        | 프로젝트 M               | 에이지소프트  | 세로형 캐주얼 MORPG | 모바일/PC    | 2H25         |
|        | 도원암귀 IP              | 컴투스     | RPG           | 모바일       | 2026         |
|        | 데스티니 차일드 IP          | 티키타카    | 키우기 RPG       | 모바일       | 2026         |
|        | 프로젝트 ES              | 에이버튼    | MMORPG        | 콘솔/PC/모바일 | 2026         |
|        | 프로젝트 MAIDEN          | 브이에이게임즈 | 육성 시뮬레이션      | 콘솔/PC/모바일 | 2026         |
|        | 전지적 독자 시점 IP         | 오프비트    | RPG           | 모바일/PC    | 2027         |
|        | 로스트 소드               | 코드캣     | 서브컬처 수집형 RPG  | 모바일       | 2025. 1. 16. |
| 위메이드   | 레전드 오브 이미르           | 위메이드XR  | MMORPG        | 모바일/PC    | 2025. 2. 20. |
|        | 판타스틱 베이스볼: 일미프로 (일본) | 위메이드    | 스포츠(야구)       | 모바일       | 2025. 5. 20. |
|        | 미드나잇 워커스             | 위메이드맥스  | 익스트렉션 FPS     | PC        | 2025년 8월     |
|        | 미르M (중국)             | 위메이드    | MMORPG        | 모바일       | 2025년 8월     |
|        | 레전드 오브 이미르 (글로벌)     | 위메이드XR  | MMORPG        | 모바일/PC    | 4Q25         |
|        | 미르5                  | 위메이드    | MMORPG        | PC        | 4Q25         |
|        | 쿠키런: 모험의 탑 (일본)      | 오븐게임즈   | 3D 멀티플레이 액션   | 모바일       | 2025. 4. 3.  |
| 데브시스터즈 | 쿠키런: 오븐스매시           | 프레스에이   | 실시간 배틀 액션     | 모바일       | 2H25         |

자료: 유진투자증권  
주: 회색은 출시 완료된 게임

# Global Peer Valuation

Global Peer Valuation

| (2025. 5. 23. 기준) |       | 로블록스     | 테이크투<br>인터랙티브 | 일렉트로닉<br>아츠 | 유비소프트   | 닌텐도      | 반다이남코   | 코나미     | 넥슨      | 캡콤      | 세가      | 텐센트       | 넷이즈      |
|-------------------|-------|----------|---------------|-------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|
|                   |       | RBLX.US  | TTWO.US       | EA.US       | UBI.FP  | 7974.JT  | 7832.JT | 9766.JT | 3659.JT | 9697.JT | 6460.JT | 700.HK    | NTES.US  |
| 주가                |       | \$82.3   | \$225.0       | \$146.9     | 9.60 €  | ¥11,800  | ¥4,745  | ¥19,345 | ¥2,505  | ¥4,154  | ¥2,754  | HK\$518   | \$119.8  |
| 시가총액 (십억)         |       | \$55.8   | \$41.1        | \$36.8      | 1.26 €  | ¥15,325  | ¥3,084  | ¥2,776  | ¥2,062  | ¥2,214  | ¥609    | HK\$4,760 | \$75.8   |
| 매출액<br>(백만달러)     | 2024A | 3,602.0  | 5,349.6       | 7,562.0     | 2,495.6 | 11,578.9 | 7,273.5 | 2,495.4 | 2,948.0 | 1,055.6 | 3,240.5 | 91,706.8  | 14,625.1 |
|                   | 2025F | 5,124.8  | 5,633.6       | 7,463.0     | 2,039.2 | 7,647.5  | 8,150.3 | 2,767.8 | 2,969.7 | 1,113.4 | 2,816.0 | 101,188.1 | 15,885.0 |
|                   | 2026F | 6,262.7  | 6,106.7       | 7,747.7     | 2,096.0 | 14,180.9 | 8,720.4 | 3,143.8 | 3,219.8 | 1,279.1 | 3,176.9 | 110,220.1 | 16,975.3 |
| 영업이익<br>(백만달러)    | 2024A | -1,063.3 | -3,590.6      | 1,518.0     | 340.1   | 3,663.3  | 628.0   | 555.9   | 820.4   | 395.3   | 393.6   | 28,904.1  | 4,109.1  |
|                   | 2025F | -1,099.4 | -4,391.1      | 1,520.0     | -88.7   | 1,854.9  | 1,183.2 | 669.2   | 797.3   | 431.8   | 315.9   | 33,269.9  | 5,044.4  |
|                   | 2026F | -910.9   | 937.2         | 2,338.4     | 50.0    | 2,785.1  | 1,212.7 | 847.9   | 863.7   | 526.1   | 405.3   | 37,774.6  | 5,375.5  |
| EPS<br>(달러)       | 2024A | -1.44    | -22.01        | 4.71        | 1.38    | 2.92     | 1.07    | 3.02    | 1.07    | 0.72    | 1.04    | 2.91      | 6.40     |
|                   | 2025F | -1.41    | -25.58        | 4.28        | -1.34   | 1.57     | 1.30    | 3.62    | 0.80    | 0.76    | 1.38    | 3.10      | 7.51     |
|                   | 2026F | -1.24    | -1.84         | 3.60        | -0.58   | 2.07     | 1.34    | 4.49    | 0.90    | 0.90    | 1.43    | 3.55      | 7.96     |
| OPM<br>(%)        | 2024A | -29.5%   | -67.1%        | 20.1%       | 13.6%   | 31.6%    | 8.6%    | 22.3%   | 27.8%   | 37.5%   | 12.1%   | 31.5%     | 28.1%    |
|                   | 2025F | -21.5%   | -77.9%        | 20.4%       | -4.3%   | 24.3%    | 14.5%   | 24.2%   | 26.8%   | 38.8%   | 11.2%   | 32.9%     | 31.8%    |
|                   | 2026F | -14.5%   | 15.3%         | 30.2%       | 2.4%    | 19.6%    | 13.9%   | 27.0%   | 26.8%   | 41.1%   | 12.8%   | 34.3%     | 31.7%    |
| PER<br>(배)        | 2024A | n/a      | n/a           | 27.6        | 7.8     | 27.6     | 43.0    | 40.8    | 15.4    | 40.0    | 13.8    | 24.2      | 18.9     |
|                   | 2025F | n/a      | n/a           | 31.9        | n/a     | 48.5     | 23.6    | 33.5    | 21.8    | 35.1    | 14.3    | 17.6      | 14.4     |
|                   | 2026F | n/a      | 51.6          | 18.5        | n/a     | 38.2     | 24.1    | 29.1    | 19.3    | 31.6    | 14.0    | 15.7      | 14.1     |
| PSR<br>(배)        | 2024A | 15.3     | 7.5           | 5.0         | 0.6     | 9.0      | 2.9     | 7.7     | 4.7     | 14.6    | 1.5     | 6.6       | 5.2      |
|                   | 2025F | 10.8     | 7.1           | 5.1         | 0.7     | 13.0     | 2.5     | 6.6     | 4.8     | 13.1    | 1.7     | 6.0       | 4.8      |
|                   | 2026F | 8.8      | 6.6           | 4.9         | 0.7     | 7.3      | 2.4     | 6.0     | 4.4     | 11.8    | 1.5     | 5.5       | 4.5      |
| PBR<br>(배)        | 2024A | 244.6    | 6.8           | 5.4         | 0.7     | 5.2      | 4.4     | 6.2     | 2.1     | 8.9     | 1.8     | 4.5       | 4.0      |
|                   | 2025F | 119.0    | 18.8          | 6.0         | 0.7     | 5.0      | 3.8     | 5.5     | 2.0     | 7.7     | 1.6     | 3.7       | 3.5      |
|                   | 2026F | 63.6     | 20.8          | 5.6         | 0.7     | 4.7      | 3.6     | 4.8     | 1.8     | 6.5     | 1.5     | 3.2       | 3.0      |
| EV/EBITDA<br>(배)  | 2024A | 50.8     | 37.7          | 12.3        | 3.6     | 14.3     | 12.7    | 11.3    | 8.7     | 21.2    | 6.5     | 18.4      | 11.0     |
|                   | 2025F | 48.0     | 57.0          | 12.0        | 3.9     | 44.9     | 12.1    | 19.8    | 11.9    | 28.0    | 11.2    | 15.8      | 10.7     |
|                   | 2026F | 35.6     | 40.7          | 14.8        | 3.4     | 31.6     | 12.8    | 17.0    | 10.9    | 25.5    | 8.9     | 14.3      | 10.2     |

자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: 2025, 26년 수치는 블룸버그 컨센서스 기준

# 커버리지 종목 Valuation

커버리지 종목 Valuation

| (2025. 5. 26. 기준) |       | 크래프톤           | 넷마블           | 엔씨소프트          | 더블유게임즈        | 네오위즈          | 필어비스           | 카카오게임즈         |
|-------------------|-------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|                   |       | 259960.KS      | 251270.KS     | 036570.KS      | 192080.KS     | 095660.KQ     | 263750.KQ      | 293490.KQ      |
| 투자조건 / 목표주가       |       | BUY / 510,000원 | BUY / 60,000원 | BUY / 190,000원 | BUY / 69,000원 | BUY / 30,000원 | HOLD / 35,000원 | HOLD / 13,000원 |
| 주가(원)             |       | 382,500        | 52,400        | 151,900        | 51,400        | 25,100        | 37,700         | 15,130         |
| 시가총액(십억원)         |       | 18,329         | 4,504         | 3,273          | 1,105         | 549           | 2,422          | 1,254          |
| 매출액<br>(십억원)      | 2024A | 2,710          | 2,664         | 1,578          | 633           | 367           | 342            | 627            |
|                   | 2025F | 3,256          | 2,694         | 1,550          | 699           | 386           | 489            | 589            |
|                   | 2026F | 3,549          | 2,815         | 1,793          | 738           | 418           | 476            | 686            |
| 영업이익<br>(십억원)     | 2024A | 1,182          | 216           | -109           | 249           | 33            | -12            | 19             |
|                   | 2025F | 1,489          | 277           | 79             | 236           | 49            | 69             | -1             |
|                   | 2026F | 1,562          | 304           | 203            | 246           | 52            | 51             | 51             |
| EPS<br>(원)        | 2024A | 27,269         | -203          | 4,291          | 8,450         | 109           | 939            | -1,314         |
|                   | 2025F | 25,448         | 2,176         | 7,002          | 6,828         | 1,832         | 1,129          | 24             |
|                   | 2026F | 26,233         | 2,474         | 10,930         | 6,964         | 1,915         | 963            | 686            |
| OPM<br>(%)        | 2024A | 43.6%          | 8.1%          | -6.9%          | 39.3%         | 9.0%          | -3.6%          | 3.1%           |
|                   | 2025F | 45.7%          | 10.3%         | 5.1%           | 33.7%         | 12.8%         | 14.1%          | -0.1%          |
|                   | 2026F | 44.0%          | 10.8%         | 11.3%          | 33.3%         | 12.5%         | 10.7%          | 7.4%           |
| PER<br>(배)        | 2024A | 14.0           | n/a           | 35.4           | 6.1           | 230.9         | 29.5           | n/a            |
|                   | 2025F | 15.0           | 24.1          | 21.7           | 7.5           | 13.7          | 32.8           | 611.5          |
|                   | 2026F | 14.6           | 21.2          | 13.9           | 7.4           | 13.1          | 38.4           | 21.5           |
| PSR<br>(배)        | 2024A | 6.5            | 1.3           | 2.6            | 1.6           | 1.4           | 7.5            | 2.9            |
|                   | 2025F | 5.4            | 1.3           | 2.6            | 1.4           | 1.3           | 5.2            | 2.2            |
|                   | 2026F | 5.0            | 1.2           | 2.3            | 1.3           | 1.2           | 4.9            | 1.9            |
| PBR<br>(배)        | 2024A | 2.8            | 1.0           | 1.1            | 1.2           | 1.1           | 2.2            | 1.0            |
|                   | 2025F | 2.3            | 1.0           | 1.0            | 1.0           | 1.0           | 2.9            | 1.0            |
|                   | 2026F | 2.0            | 0.9           | 1.0            | 0.9           | 1.0           | 2.7            | 0.9            |
| EV/EBITDA<br>(배)  | 2024A | 13.3           | 14.5          | n/a            | 2.5           | 4.5           | 117.1          | 19.7           |
|                   | 2025F | 10.2           | 10.8          | 22.7           | 2.3           | 2.2           | 22.3           | 78.4           |
|                   | 2026F | 9.2            | 12.4          | 10.7           | 1.7           | 2.3           | 28.4           | 79.3           |

자료: Quantiwise, 유진투자증권  
주: 2025, 26년 수치는 당사 추정치 기준

---

03

## 기업분석

# 크래프톤

## (259960)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

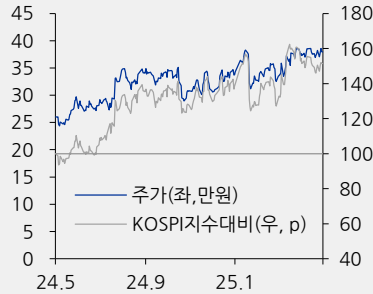
목표주가  
**510,000원**  
(유지)

| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M  |
|---------|------|------|------|
| 상대기준    | -1.3 | 19.7 | 48.7 |
| 절대기준    | 2.5  | 24.6 | 47.1 |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 510,000 | 510,000 | -  |
| 영업이익(25) | 1,489   | 1,489   | -  |
| 영업이익(26) | 1,562   | 1,562   | -  |

인터넷/게임/우주 정희훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

|                      |                 |                  |                     |
|----------------------|-----------------|------------------|---------------------|
| <b>현재주가(25.5.26)</b> | <b>382,500원</b> | <b>투자의견</b>      | <b>BUY(유지)</b>      |
| 시가총액(십억원)            | 18,329          | <b>목표주가(12M)</b> | <b>510,000원(유지)</b> |
| 발행주식수(천주)            | 47,918          |                  |                     |
| 52주 최고가(원)           | 393,000         |                  |                     |
| 최저가(원)               | 240,500         |                  |                     |
| 52주 일간 Beta          | 0.36            |                  |                     |
| 60일 일평균거래대금(억원)      | 529             |                  |                     |
| 외국인 지분율(%)           | 42.2            |                  |                     |
| 배당수익률(2025F)(%)      | 0.0             |                  |                     |
| 주주구성(%)              |                 |                  |                     |
| 장병규 (외 34인)          | 36.6            |                  |                     |
| 국민연금공단 (외 1인)        | 7.1             |                  |                     |



| 결산기(12월)(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액           | 1,854  | 1,911  | 2,710  | 3,256  | 3,549  |
| 영업이익          | 752    | 768    | 1,182  | 1,489  | 1,562  |
| 세전손익          | 684    | 829    | 1,723  | 1,629  | 1,664  |
| 당기순이익         | 500    | 594    | 1,303  | 1,219  | 1,256  |
| EPS(원)        | 10,190 | 12,310 | 27,269 | 25,448 | 26,233 |
| 증감률(%)        | -4.0   | 20.8   | 121.5  | -6.7   | 3.1    |
| PER(배)        | 16.5   | 15.7   | 14.0   | 15.0   | 14.6   |
| ROE(%)        | 10.3   | 11.2   | 21.4   | 16.8   | 14.8   |
| PBR(배)        | 1.6    | 1.7    | 2.8    | 2.3    | 2.0    |
| EV/EBITDA(배)  | 9.1    | 10.0   | 13.3   | 10.2   | 9.2    |

자료: 유진투자증권

## 우려를 불식시키는 실적

### 1Q25 Review: PUBG IP 파워 재확인

- PC 매출(3,235억원, +33%yoy)은 PC배그가 4분기 트래픽(월 트래픽 평균 72.2만명)을 뛰어넘는 1분기 트래픽(74.9만명)에 설맞이 성장형 무기 스킨 또한 호평을 받으며 높은 매출을 기록
- 3/28 출시된 '인조이'는 판매량 100만장을 일주일 만에 돌파해 1분기 실적에도 유의미하게 기여한 것으로 파악됨
- 모바일 매출(5,324억원, +32%yoy) 또한 기대치를 크게 상회했는데, 중국 지역 매출의 1분기 성수기 효과에 펍지모바일 론도맵 업데이트 및 콜라보 출시 효과가 더해짐. 특히 지난 4분기 저조했던 중국 지역 매출의 성장이 두드러진 것으로 파악됨

### 신작보다는 실적 모멘텀

- 펍지모바일은 론도맵 및 엑스슈트(성장형 의상스킨) 업데이트로 높은 매출 순위를 유지 중. PC배그 트래픽은 5월(80.8만명)에도 좋은 흐름을 이어감
- 4월 컨텐더(성장형 의상) 업데이트와 하반기 2종의 슈퍼카 콜라보 및 K-pop 콜라보가 예정돼 실적 우상향을 이어갈 전망
- 하반기 서브노티카2, 덩کم 등 기대 신작이 있지만, 당분간은 실적 모멘텀이 추가 등락을 좌우할 것

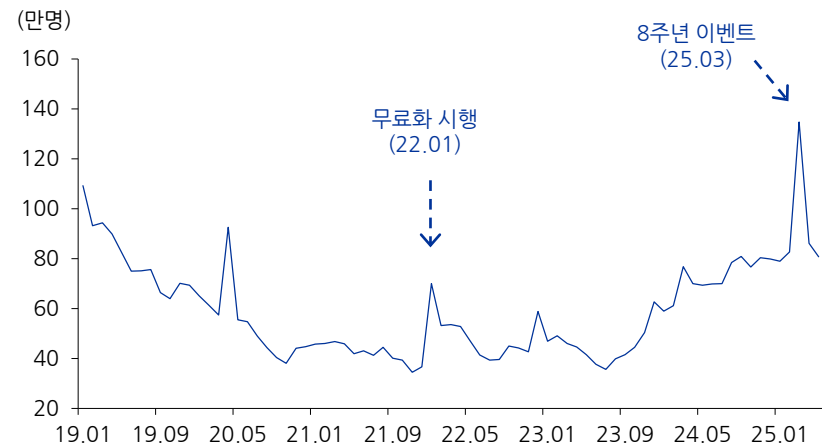
# 크래프톤 실적 전망

## 크래프톤 실적 추이

| (십억원)     | 1Q24  | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E  | 2024    | 2025E   |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액       | 665.9 | 707.0  | 719.3  | 617.6 | 874.2 | 765.1  | 838.8  | 778.0  | 2,709.8 | 3,256.1 |
| (%yoy)    | 23.6% | 82.7%  | 59.7%  | 15.5% | 31.3% | 8.2%   | 16.6%  | 26.0%  | 41.8%   | 20.2%   |
| 온라인       | 243.7 | 191.3  | 274.3  | 232.6 | 323.5 | 288.1  | 337.9  | 342.7  | 941.9   | 1,292.2 |
| 모바일       | 402.3 | 499.9  | 425.4  | 362.2 | 532.4 | 457.6  | 479.6  | 412.6  | 1,689.8 | 1,882.2 |
| 콘솔        | 11.5  | 8.8    | 11.8   | 12.3  | 13.1  | 13.0   | 13.5   | 13.7   | 44.3    | 53.3    |
| 기타        | 8.5   | 7.0    | 7.8    | 10.5  | 5.1   | 6.4    | 7.8    | 9.0    | 33.7    | 28.3    |
| 영업비용      | 355.4 | 374.9  | 394.9  | 402.1 | 416.9 | 423.5  | 443.8  | 482.5  | 1,527.3 | 1,766.7 |
| (%yoy)    | 39.0% | 46.7%  | 51.3%  | 8.6%  | 17.3% | 13.0%  | 12.4%  | 20.0%  | 33.7%   | 15.7%   |
| 인건비       | 121.4 | 129.6  | 133.1  | 132.7 | 148.4 | 158.4  | 169.4  | 181.4  | 516.8   | 657.6   |
| 앱수수료/매출원가 | 85.9  | 77.5   | 101.1  | 84.8  | 105.0 | 103.3  | 110.7  | 103.5  | 349.3   | 422.5   |
| 지급수수료     | 61.3  | 76.4   | 80.4   | 97.9  | 84.1  | 91.0   | 85.7   | 105.0  | 316.1   | 365.8   |
| 광고선전비     | 12.4  | 21.2   | 29.9   | 37.9  | 22.9  | 22.3   | 28.5   | 40.0   | 101.4   | 113.7   |
| 주식보상비용    | 42.1  | 35.2   | 14.5   | 10.5  | 17.9  | 15.0   | 15.5   | 14.0   | 102.4   | 62.4    |
| 기타        | 32.3  | 34.9   | 35.9   | 38.3  | 38.5  | 33.5   | 34.0   | 38.6   | 141.3   | 144.6   |
| 영업이익      | 310.5 | 332.1  | 324.4  | 215.5 | 457.3 | 341.6  | 395.0  | 295.5  | 1,182.5 | 1,489.4 |
| (%yoy)    | 9.7%  | 152.6% | 71.4%  | 31.1% | 47.3% | 2.9%   | 21.7%  | 37.2%  | 54.0%   | 26.0%   |
| OPM(%)    | 46.6% | 47.0%  | 45.1%  | 34.9% | 52.3% | 44.6%  | 47.1%  | 38.0%  | 43.6%   | 45.7%   |
| 영업외손익     | 154.8 | 126.0  | -127.7 | 387.1 | 41.6  | 36.2   | 33.2   | 25.8   | 540.2   | 136.7   |
| 세전이익      | 465.3 | 458.1  | 196.7  | 602.6 | 498.9 | 377.8  | 428.1  | 321.3  | 1,722.7 | 1,626.1 |
| 당기순이익     | 348.6 | 341.4  | 121.4  | 491.2 | 371.5 | 283.3  | 321.1  | 241.0  | 1,302.6 | 1,216.9 |
| (%yoy)    | 30.5% | 165.7% | -42.6% | 흑자전환  | 6.6%  | -17.0% | 164.6% | -50.9% | 119.3%  | -6.6%   |
| NPM(%)    | 52.4% | 48.3%  | 16.9%  | 79.5% | 42.5% | 37.0%  | 38.3%  | 31.0%  | 48.1%   | 37.4%   |

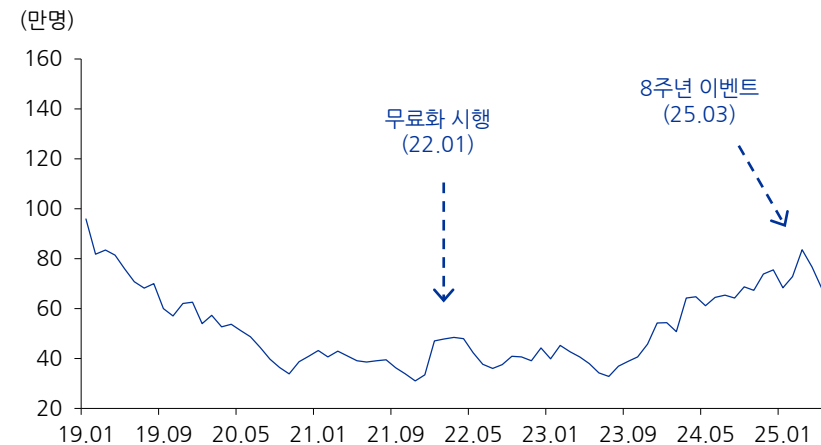
자료: 유진투자증권

## PC펍지 스팀 동시접속자 수 추이



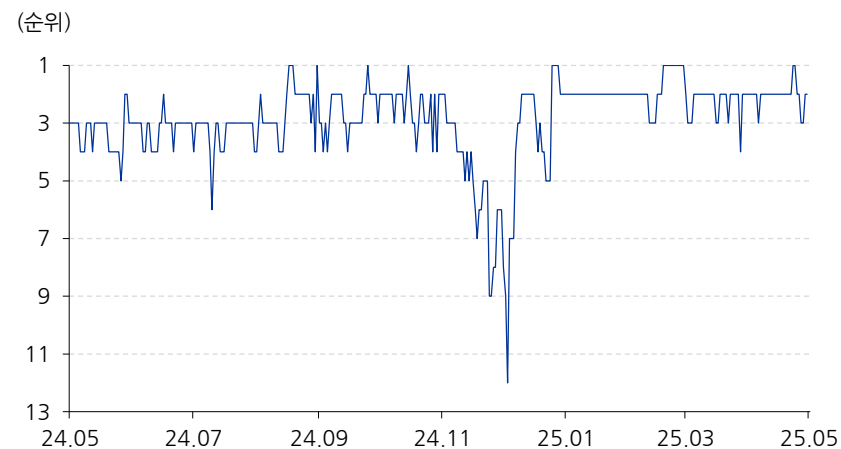
자료: SteamDB, 유진투자증권

## PC펍지 스팀 동시접속자 수 추이 (월평균)



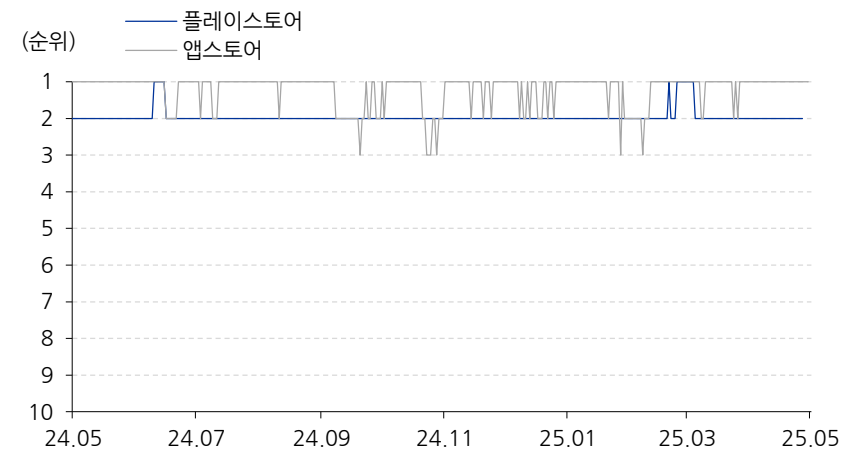
자료: SteamDB, 유진투자증권

## 중국 화평정영 앱스토어 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 인도 BGMI 일간 매출순위 추이



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

# 크래프톤(259960.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F         |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>자산총계</b> | <b>6,038</b> | <b>6,440</b> | <b>7,567</b> | <b>8,793</b> | <b>10,058</b> |
| 유동자산        | 3,893        | 3,964        | 4,928        | 6,206        | 7,505         |
| 현금성자산       | 829          | 851          | 1,727        | 2,778        | 3,915         |
| 매출채권        | 558          | 717          | 781          | 984          | 1,122         |
| 재고자산        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0             |
| 비유동자산       | 2,145        | 2,476        | 2,639        | 2,587        | 2,552         |
| 투자자산        | 1,054        | 1,611        | 1,807        | 1,838        | 1,871         |
| 유형자산        | 223          | 257          | 230          | 177          | 137           |
| 기타          | 868          | 608          | 601          | 572          | 544           |
| <b>부채총계</b> | <b>921</b>   | <b>882</b>   | <b>903</b>   | <b>911</b>   | <b>919</b>    |
| 유동부채        | 411          | 521          | 534          | 536          | 538           |
| 매입채무        | 223          | 224          | 0            | 0            | 0             |
| 유동성이자부채     | 64           | 73           | 307          | 307          | 307           |
| 기타          | 124          | 224          | 227          | 229          | 231           |
| 비유동부채       | 510          | 361          | 369          | 375          | 380           |
| 비유동이자부채     | 375          | 215          | 235          | 235          | 235           |
| 기타          | 135          | 146          | 134          | 139          | 145           |
| <b>자본총계</b> | <b>5,116</b> | <b>5,559</b> | <b>6,664</b> | <b>7,883</b> | <b>9,139</b>  |
| 자배지분        | 5,111        | 5,554        | 6,662        | 7,881        | 9,137         |
| 자본금         | 5            | 5            | 5            | 5            | 5             |
| 자본잉여금       | 1,449        | 1,472        | 1,478        | 1,478        | 1,478         |
| 이익잉여금       | 3,468        | 3,895        | 5,081        | 6,300        | 7,557         |
| 기타          | 190          | 183          | 97           | 97           | 97            |
| 비자배지분       | 5            | 4            | 2            | 2            | 2             |
| <b>자본총계</b> | <b>5,116</b> | <b>5,559</b> | <b>6,664</b> | <b>7,883</b> | <b>9,139</b>  |
| 총차입금        | 439          | 288          | 543          | 543          | 543           |
| 순차입금        | (390)        | (563)        | (1,184)      | (2,235)      | (3,372)       |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2022A          | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-----------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>513</b>     | <b>662</b>   | <b>1,658</b> | <b>1,083</b> | <b>1,170</b> |
| 당기순이익                 | 500            | 594          | 1,303        | 1,219        | 1,256        |
| 자산상각비                 | 107            | 108          | 103          | 83           | 68           |
| 기타비현금성손익              | 253            | 216          | 297          | (68)         | (69)         |
| 운전자본증감                | (134)          | (139)        | 163          | (225)        | (160)        |
| 매출채권감소(증가)            | (42)           | (148)        | (89)         | (203)        | (138)        |
| 재고자산감소(증가)            | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 매입채무증가(감소)            | 8              | (62)         | (15)         | 0            | 0            |
| 기타                    | (100)          | 70           | 267          | (22)         | (22)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(2,863)</b> | <b>(394)</b> | <b>(532)</b> | <b>(37)</b>  | <b>(38)</b>  |
| 단기투자자산감소              | (2,581)        | 166          | (271)        | (5)          | (5)          |
| 장기투자증권감소              | (55)           | (188)        | (178)        | 0            | 0            |
| 설비투자                  | 27             | 34           | 18           | 0            | 0            |
| 유형자산처분                | 0              | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 무형자산처분                | 5              | 25           | (3)          | (1)          | (1)          |
| <b>재무현금</b>           | <b>(56)</b>    | <b>(225)</b> | <b>(244)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 차입금증가                 | (46)           | (57)         | (47)         | 0            | 0            |
| 자본증가                  | 0              | (168)        | (197)        | 0            | 0            |
| 배당금지급                 | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>현금 증감</b>          | <b>(2,345)</b> | <b>46</b>    | <b>892</b>   | <b>1,046</b> | <b>1,132</b> |
| 기초현금                  | 3,019          | 675          | 721          | 1,613        | 2,660        |
| 기말현금                  | 675            | 721          | 1,613        | 2,660        | 3,792        |
| Gross Cash flow       | 861            | 919          | 1,722        | 1,308        | 1,330        |
| Gross Investment      | 417            | 700          | 98           | 257          | 194          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>444</b>     | <b>219</b>   | <b>1,623</b> | <b>1,051</b> | <b>1,137</b> |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2022A         | 2023A         | 2024A         | 2025F         | 2026F         |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>1,854</b>  | <b>1,911</b>  | <b>2,710</b>  | <b>3,256</b>  | <b>3,549</b>  |
| 증가율(%)        | (1.7)         | 3.1           | 41.8          | 20.2          | 9.0           |
| 매출원가          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>매출총이익</b>  | <b>1,854</b>  | <b>1,911</b>  | <b>2,710</b>  | <b>3,256</b>  | <b>3,549</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 1,102         | 1,143         | 1,527         | 1,767         | 1,988         |
| 기타영업손익        | (11)          | 4             | 34            | 16            | 12            |
| <b>영업이익</b>   | <b>752</b>    | <b>768</b>    | <b>1,182</b>  | <b>1,489</b>  | <b>1,562</b>  |
| 증가율(%)        | 15.5          | 2.2           | 54.0          | 26.0          | 4.8           |
| <b>EBITDA</b> | <b>859</b>    | <b>876</b>    | <b>1,285</b>  | <b>1,573</b>  | <b>1,630</b>  |
| 증가율(%)        | 19.6          | 2.0           | 46.7          | 22.4          | 3.6           |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(68)</b>   | <b>61</b>     | <b>540</b>    | <b>139</b>    | <b>103</b>    |
| 이자수익          | 34            | 38            | 0             | 1             | 1             |
| 이자비용          | 8             | 9             | 1             | 6             | 6             |
| 자본비용          | (35)          | (40)          | (30)          | 0             | 0             |
| 기타영업외손익       | (59)          | 71            | 572           | 144           | 108           |
| <b>세전순이익</b>  | <b>684</b>    | <b>829</b>    | <b>1,723</b>  | <b>1,629</b>  | <b>1,664</b>  |
| 증가율(%)        | (10.2)        | 21.2          | 107.9         | (5.4)         | 2.2           |
| 법인세비용         | 169           | 235           | 420           | 410           | 408           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>500</b>    | <b>594</b>    | <b>1,303</b>  | <b>1,219</b>  | <b>1,256</b>  |
| 증가율(%)        | (3.8)         | 18.8          | 119.3         | (6.4)         | 3.1           |
| 지배주주지분        | 500           | 595           | 1,306         | 1,219         | 1,256         |
| 증가율(%)        | (3.8)         | 19.0          | 119.4         | (6.7)         | 3.1           |
| 비지배지분         | (0)           | (1)           | (3)           | 0             | 0             |
| <b>EPS(원)</b> | <b>10,190</b> | <b>12,310</b> | <b>27,269</b> | <b>25,448</b> | <b>26,233</b> |
| 증가율(%)        | (4.0)         | 20.8          | 121.5         | (6.7)         | 3.1           |
| 수정EPS(원)      | 10,190        | 12,310        | 27,269        | 25,448        | 26,233        |
| 증가율(%)        | (4.0)         | 20.8          | 121.5         | (6.7)         | 3.1           |

## 주요투자지표

|                    | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 10,190  | 12,310  | 27,269  | 25,448  | 26,233  |
| BPS                | 104,137 | 114,849 | 139,086 | 164,534 | 190,767 |
| DPS                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | 16.5    | 15.7    | 14.0    | 15.0    | 14.6    |
| PBR                | 1.6     | 1.7     | 2.8     | 2.3     | 2.0     |
| EV/ EBITDA         | 9.1     | 10.0    | 13.3    | 10.2    | 9.2     |
| 배당수익률              | 0.0     | 0.0     | n/a     | n/a     | n/a     |
| PCR                | 9.6     | 10.2    | 10.6    | 14.0    | 13.8    |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 40.5    | 40.2    | 43.6    | 45.7    | 44.0    |
| EBITDA이익률          | 46.3    | 45.9    | 47.4    | 48.3    | 45.9    |
| 순이익률               | 27.0    | 31.1    | 48.1    | 37.4    | 35.4    |
| ROE                | 10.3    | 11.2    | 21.4    | 16.8    | 14.8    |
| ROIC               | 20.9    | 13.4    | 20.9    | 24.6    | 25.3    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (7.6)   | (10.1)  | (17.8)  | (28.4)  | (36.9)  |
| 유동비율               | 946.0   | 761.4   | 923.1   | 1,157.6 | 1,394.1 |
| 이자보상배율             | 99.2    | 86.2    | 909.6   | 266.0   | 278.9   |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.3     | 0.3     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권회전율            | 3.4     | 3.0     | 3.6     | 3.7     | 3.4     |
| 재고자산회전율            | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| 매입채무회전율            | 6.6     | 8.6     | n/a     | n/a     | n/a     |

# 넷마블 (251270)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

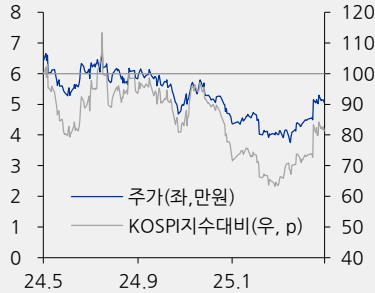
목표주가  
**60,000원**  
(유지)

| 주가상승(%) | 1M   | 6M   | 12M   |
|---------|------|------|-------|
| 상대기준    | 15.8 | -0.3 | -17.0 |
| 절대기준    | 19.6 | 4.6  | -18.6 |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 60,000 | 60,000 | -  |
| 영업이익(25) | 277    | 277    | -  |
| 영업이익(26) | 304    | 304    | -  |

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

|                      |                |                  |                    |
|----------------------|----------------|------------------|--------------------|
| <b>현재주가(25.5.26)</b> | <b>52,400원</b> | <b>투자의견</b>      | <b>BUY(유지)</b>     |
| 시가총액(십억원)            | 4,504          | <b>목표주가(12M)</b> | <b>60,000원(유지)</b> |
| 발행주식수(천주)            | 85,954         |                  |                    |
| 52주 최고가(원)           | 72,100         |                  |                    |
| 최저가(원)               | 37,500         |                  |                    |
| 52주 일간 Beta          | 0.99           |                  |                    |
| 60일 일평균거래대금(억원)      | 95             |                  |                    |
| 외국인 지분율(%)           | 24.6           |                  |                    |
| 배당수익률(2025F)(%)      | 0.0            |                  |                    |
| 주주구성(%)              |                |                  |                    |
| 방준혁 (외 15인)          | 58.6           |                  |                    |
| 엔씨소프트 (외 1인)         | 6.8            |                  |                    |



| 결산기(12월)(십억원) | 2022A  | 2023A  | 2024A | 2025F | 2026F |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 2,673  | 2,502  | 2,664 | 2,694 | 2,815 |
| 영업이익          | -109   | -68    | 216   | 277   | 304   |
| 세전손익          | -941   | -159   | 28    | 266   | 304   |
| 당기순이익         | -886   | -304   | -41   | 207   | 230   |
| EPS(원)        | -9,531 | -2,975 | -203  | 2,176 | 2,474 |
| 증감률(%)        | 적전     | na     | na    | 흑전    | 13.7  |
| PER(배)        | na     | na     | na    | 24.1  | 21.2  |
| ROE(%)        | -14.6  | -4.9   | -0.4  | 4.0   | 4.4   |
| PBR(배)        | 1.0    | 1.0    | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA(배)  | 58.1   | 56.4   | 14.5  | 10.8  | 12.4  |

자료: 유진투자증권

## 실적과 신작 모두 좋아지는 중

### 1Q25 Review: 실적 서프라이즈

- 꾸준히 하향됐던 나혼렘 매출은 1분기 qoq로 +100억원 수준 반등함. 현재 진행 예정인 1주년 업데이트 효과까지 더해지면 2분기 유의미한 매출 반등을 기대
- 3/20 출시된 신작 MMORPG 'RF 온라인 넥스트'는 부진한 시장환경에도 불구하고 4월 매출 순위 2위를 기록하는 등 선전을 이어감. 5/26 현재 4위를 기록하고 있으나 매출 순위 하락 속도를 감안해도 기존 추정치를 상회할 것으로 전망됨
- 비용에서는 인력 감소로 인건비가 qoq, yoy 모두 감소했으며 4분기 무형자산손상차손 반영으로 감가상각비도 qoq로 약 60억원 감소

### 비용 통제에 신작 성과까지

- 지난해 매출 기저로 작용했던 나혼렘 매출이 안정화 단계로 접어들기 시작했으며, 비용 또한 인건비, 마케팅비, 상각비가 잘 통제되고 있음
- 상반기 출시된 RF 온라인 넥스트, 세븐나이츠: 리버스 모두 시장의 기대치를 상회하는 성과. 하반기 '몬길: STAR DIVE', '일곱개의대죄:Origin'도 기대감을 갖기엔 충분하다고 판단함

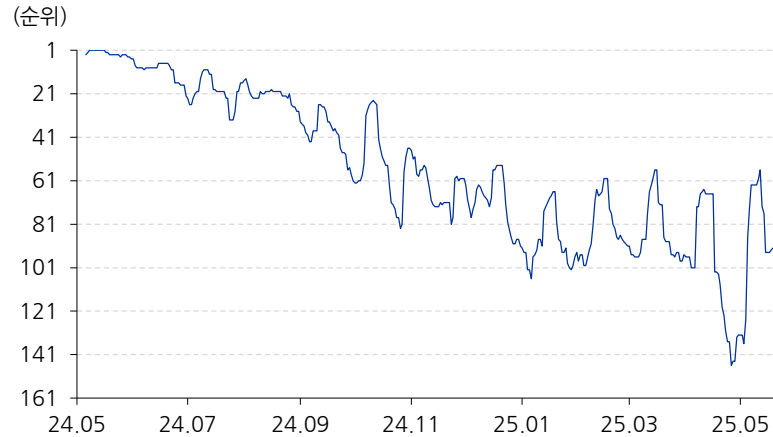
# 넷마블 실적 전망

## 넷마블 실적 추이

| (십억원)  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25    | 2Q25E  | 3Q25E  | 4Q25E | 2024    | 2025E   |
|--------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|-------|---------|---------|
| 매출액    | 585.4 | 782.1 | 647.3  | 649.0  | 623.9   | 718.4  | 685.6  | 666.0 | 2,663.8 | 2,693.9 |
| (%yoy) | -2.9% | 29.6% | 2.7%   | -2.5%  | 6.6%    | -8.1%  | 5.9%   | 2.6%  | 6.5%    | -1.2%   |
| 모바일게임  | 577.0 | 736.1 | 542.2  | 599.1  | 572.9   | 668.5  | 633.9  | 615.0 | 2,454.4 | 2,490.3 |
| PC게임   | 7.1   | 7.0   | 8.6    | 6.9    | 7.5     | 7.3    | 7.7    | 8.0   | 29.6    | 30.5    |
| 기타     | 48.0  | 39.0  | 49.8   | 42.9   | 43.5    | 42.6   | 44.0   | 43.0  | 179.7   | 173.1   |
| 영업비용   | 581.7 | 670.9 | 581.8  | 613.8  | 574.2   | 623.6  | 612.0  | 606.8 | 2,448.2 | 2,416.6 |
| (%yoy) | -7.8% | 4.7%  | -10.8% | -5.1%  | -1.3%   | -7.0%  | 5.2%   | -1.1% | -4.8%   | -1.3%   |
| 지급수수료  | 227.4 | 263.0 | 224.9  | 231.6  | 219.1   | 250.0  | 241.3  | 229.1 | 946.9   | 939.5   |
| 인건비    | 179.5 | 182.7 | 179.1  | 178.7  | 172.1   | 173.5  | 174.0  | 179.6 | 720.0   | 699.2   |
| 마케팅비   | 101.5 | 143.7 | 104.6  | 120.5  | 114.2   | 125.6  | 126.7  | 120.0 | 470.3   | 486.5   |
| 감가상각비  | 39.0  | 39.9  | 37.3   | 38.2   | 31.9    | 32.5   | 32.5   | 33.0  | 154.4   | 129.9   |
| 기타     | 34.3  | 41.6  | 35.9   | 44.8   | 36.9    | 42.0   | 37.5   | 45.1  | 156.6   | 161.5   |
| 영업이익   | 3.7   | 111.2 | 65.5   | 35.2   | 49.7    | 94.8   | 73.6   | 59.2  | 215.6   | 277.3   |
| (%yoy) | 흑자전환  | 흑자전환  | 흑자전환   | 87.1%  | 1245.8% | -14.8% | 12.3%  | 68.0% | 흑자전환    | 28.6%   |
| OPM(%) | 0.6%  | 14.2% | 10.1%  | 5.4%   | 8.0%    | 13.2%  | 10.7%  | 8.9%  | 8.1%    | 10.3%   |
| 영업외손익  | -2.8  | 106.2 | -23.3  | -219.4 | 5.1     | -4.5   | -6.1   | -6.0  | -139.3  | -11.5   |
| 세전이익   | 0.9   | 217.4 | 42.2   | -184.1 | 54.8    | 90.3   | 67.5   | 53.2  | 76.3    | 265.8   |
| 지배순이익  | -0.4  | 169.5 | 22.4   | -165.9 | 38.5    | 64.1   | 47.6   | 36.9  | 25.6    | 187.1   |
| (%yoy) | 적자지속  | 흑자전환  | 흑자전환   | 적자지속   | 흑자전환    | -62.2% | 112.0% | 흑자전환  | 흑자전환    | 629.6%  |
| NPM(%) | -0.1% | 21.7% | 3.5%   | -25.6% | 6.2%    | 8.9%   | 6.9%   | 5.5%  | 1.0%    | 6.9%    |

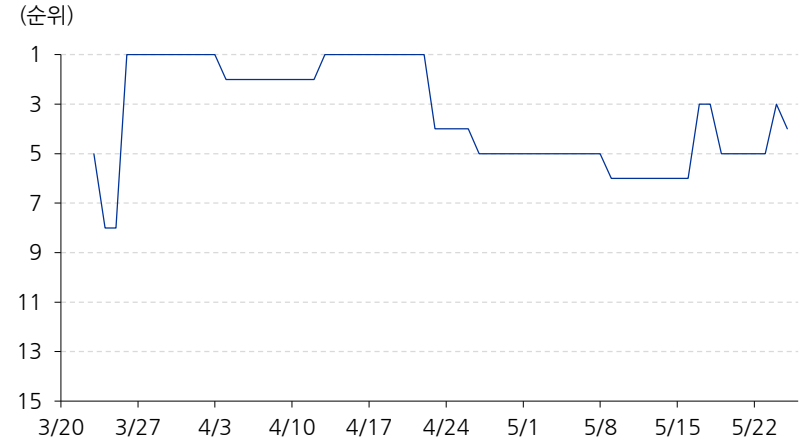
자료: 유진투자증권

### 나 혼자만 레벨업: ARISE 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

### RF 온라인 넥스트 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



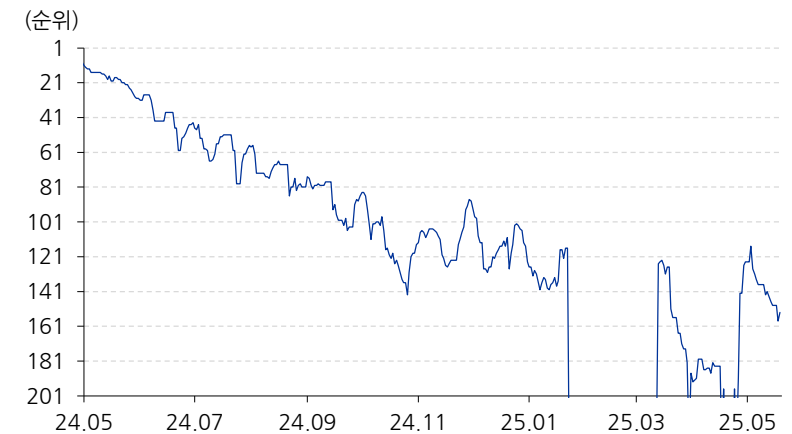
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

### 레이븐 2 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

### 아스달 연대기 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

# 넷마블(251270.KS) 재무제표

| 대차대조표<br>(단위:십억원) | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b>       | <b>8,936</b> | <b>7,916</b> | <b>7,315</b> | <b>7,521</b> | <b>7,757</b> |
| 유동자산              | 997          | 906          | 408          | 725          | 948          |
| 현금성자산             | 578          | 499          | (28)         | 280          | 484          |
| 매출채권              | 215          | 272          | 299          | 307          | 324          |
| 재고자산              | 3            | 3            | 2            | 2            | 2            |
| 비유동자산             | 7,938        | 7,010        | 6,907        | 6,796        | 6,809        |
| 투자자산              | 4,006        | 3,437        | 3,477        | 3,618        | 3,765        |
| 유형자산              | 336          | 344          | 249          | 79           | 25           |
| 기타                | 3,596        | 3,229        | 3,181        | 3,099        | 3,020        |
| <b>부채총계</b>       | <b>3,314</b> | <b>2,837</b> | <b>2,701</b> | <b>2,720</b> | <b>2,744</b> |
| 유동부채              | 2,294        | 1,906        | 973          | 980          | 993          |
| 매입채무              | 213          | 172          | 166          | 170          | 180          |
| 유동성이자부채           | 1,783        | 1,456        | 527          | 527          | 527          |
| 기타                | 298          | 278          | 280          | 283          | 286          |
| 비유동부채             | 1,020        | 931          | 1,728        | 1,739        | 1,751        |
| 비유동이자부채           | 795          | 646          | 1,435        | 1,435        | 1,435        |
| 기타                | 225          | 286          | 293          | 304          | 316          |
| <b>자본총계</b>       | <b>5,622</b> | <b>5,079</b> | <b>4,614</b> | <b>4,801</b> | <b>5,013</b> |
| 자배지분              | 5,461        | 4,980        | 4,540        | 4,727        | 4,940        |
| 자본금               | 9            | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 자본잉여금             | 3,897        | 3,900        | 3,904        | 3,904        | 3,904        |
| 이익잉여금             | 1,378        | 1,128        | 1,106        | 1,293        | 1,505        |
| 기타                | 177          | (58)         | (478)        | (478)        | (478)        |
| 비자배지분             | 161          | 100          | 74           | 74           | 74           |
| <b>자본총계</b>       | <b>5,622</b> | <b>5,079</b> | <b>4,614</b> | <b>4,801</b> | <b>5,013</b> |
| 총차입금              | 2,577        | 2,102        | 1,963        | 1,963        | 1,963        |
| 순차입금              | 1,999        | 1,603        | 1,990        | 1,683        | 1,479        |

| 현금흐름표<br>(단위:십억원)     | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>(408)</b> | <b>(98)</b>  | <b>(422)</b> | <b>423</b>   | <b>340</b>   |
| 당기순이익                 | (886)        | (304)        | (41)         | 207          | 230          |
| 자산상각비                 | 232          | 185          | 231          | 297          | 177          |
| 기타비현금성손익              | 855          | 255          | (944)        | (219)        | (170)        |
| 운전자본증감                | (73)         | (121)        | (128)        | (2)          | (6)          |
| 매출채권감소(증가)            | 12           | (80)         | (30)         | (8)          | (17)         |
| 재고자산감소(증가)            | 1            | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| 매입채무증가(감소)            | (8)          | (15)         | 4            | 4            | 10           |
| 기타                    | (78)         | (26)         | (101)        | 1            | 1            |
| <b>투자현금</b>           | <b>(40)</b>  | <b>525</b>   | <b>72</b>    | <b>(120)</b> | <b>(141)</b> |
| 단기투자자산감소              | 126          | 32           | (46)         | (5)          | (5)          |
| 장기투자증권감소              | 0            | 518          | 201          | (49)         | (69)         |
| 설비투자                  | 39           | 36           | 13           | 0            | 0            |
| 유형자산처분                | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 무형자산처분                | (82)         | 13           | 24           | (44)         | (44)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>(549)</b> | <b>(540)</b> | <b>(232)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 차입금증가                 | (443)        | (493)        | (225)        | 0            | 0            |
| 자본증가                  | (52)         | (2)          | (0)          | 0            | 0            |
| 배당금지급                 | 52           | 2            | 0            | 0            | 0            |
| <b>현금 증감</b>          | <b>(851)</b> | <b>(73)</b>  | <b>(569)</b> | <b>303</b>   | <b>199</b>   |
| 기초현금                  | 1,354        | 503          | 430          | (139)        | 165          |
| 기말현금                  | 503          | 430          | (139)        | 165          | 364          |
| Gross Cash flow       | 201          | 136          | (241)        | 425          | 346          |
| Gross Investment      | 239          | (372)        | 10           | 117          | 142          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>(38)</b>  | <b>508</b>   | <b>(250)</b> | <b>308</b>   | <b>204</b>   |

자료: 유진투자증권

| 손익계산서<br>(단위:십억원) | 2022A          | 2023A          | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>        | <b>2,673</b>   | <b>2,502</b>   | <b>2,664</b> | <b>2,694</b> | <b>2,815</b> |
| 증가율(%)            | 6.6            | (6.4)          | 6.5          | 1.1          | 4.5          |
| 매출원가              | 0              | 0              | 0            | 0            | 0            |
| <b>매출총이익</b>      | <b>2,673</b>   | <b>2,502</b>   | <b>2,664</b> | <b>2,694</b> | <b>2,815</b> |
| 판매 및 일반관리비        | 2,782          | 2,571          | 2,448        | 2,417        | 2,511        |
| 기타영업손익            | 18             | (8)            | (5)          | (1)          | 4            |
| <b>영업이익</b>       | <b>(109)</b>   | <b>(68)</b>    | <b>216</b>   | <b>277</b>   | <b>304</b>   |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 흑전           | 28.6         | 9.8          |
| <b>EBITDA</b>     | <b>124</b>     | <b>117</b>     | <b>447</b>   | <b>574</b>   | <b>481</b>   |
| 증가율(%)            | (59.0)         | (5.5)          | 282.2        | 28.4         | (16.1)       |
| <b>영업외손익</b>      | <b>(833)</b>   | <b>(90)</b>    | <b>(187)</b> | <b>(12)</b>  | <b>0</b>     |
| 이자수익              | 24             | 29             | 25           | 16           | 16           |
| 이자비용              | 113            | 147            | 107          | 82           | 82           |
| 지분법손익             | 79             | 423            | 242          | 70           | 55           |
| 기타영업외손익           | (823)          | (396)          | (346)        | (16)         | 11           |
| <b>세전순이익</b>      | <b>(941)</b>   | <b>(159)</b>   | <b>28</b>    | <b>266</b>   | <b>304</b>   |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 흑전           | 835.0        | 14.6         |
| 법인세비용             | (55)           | 145            | 69           | 58           | 75           |
| <b>당기순이익</b>      | <b>(886)</b>   | <b>(304)</b>   | <b>(41)</b>  | <b>207</b>   | <b>230</b>   |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 적지           | 흑전           | 10.9         |
| 지배주주지분            | (819)          | (256)          | (17)         | 187          | 213          |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 적지           | 흑전           | 13.7         |
| 비지배지분             | (67)           | (48)           | (23)         | 20           | 17           |
| <b>EPS(원)</b>     | <b>(9,531)</b> | <b>(2,975)</b> | <b>(203)</b> | <b>2,176</b> | <b>2,474</b> |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 적지           | 흑전           | 13.7         |
| 수정EPS(원)          | (9,531)        | (2,975)        | (203)        | 2,176        | 2,474        |
| 증가율(%)            | 적전             | 적지             | 적지           | 흑전           | 13.7         |

| 주요투자지표             | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | (9,531) | (2,975) | (203)   | 2,176   | 2,474   |
| BPS                | 63,533  | 57,933  | 52,819  | 54,995  | 57,469  |
| DPS                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | n/a     | n/a     | n/a     | 24.1    | 21.2    |
| PBR                | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 1.0     | 0.9     |
| EV/ EBITDA         | 58.1    | 56.4    | 14.5    | 10.8    | 12.4    |
| 배당수익률              | 0.0     | 0.0     | n/a     | n/a     | n/a     |
| PCR                | 25.8    | 36.6    | n/a     | 10.6    | 13.0    |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익률              | (4.1)   | (2.7)   | 8.1     | 10.3    | 10.8    |
| EBITDA이익률          | 4.6     | 4.7     | 16.8    | 21.3    | 17.1    |
| 순이익률               | (33.2)  | (12.1)  | (1.5)   | 7.7     | 8.2     |
| ROE                | (14.6)  | (4.9)   | (0.4)   | 4.0     | 4.4     |
| ROIC               | (2.0)   | (1.3)   | (8.4)   | 6.1     | 6.8     |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | 35.6    | 31.6    | 43.1    | 35.0    | 29.5    |
| 유동비율               | 43.5    | 47.5    | 41.9    | 74.0    | 95.5    |
| 이자보상배율             | (1.0)   | (0.5)   | 2.0     | 3.4     | 3.7     |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권회전율            | 11.9    | 10.3    | 9.3     | 8.9     | 8.9     |
| 재고자산회전율            | 786.3   | 900.4   | 1,075.0 | 1,190.1 | 1,193.9 |
| 매입채무회전율            | 12.1    | 13.0    | 15.8    | 16.1    | 16.1    |

# 네오위즈

(095660)

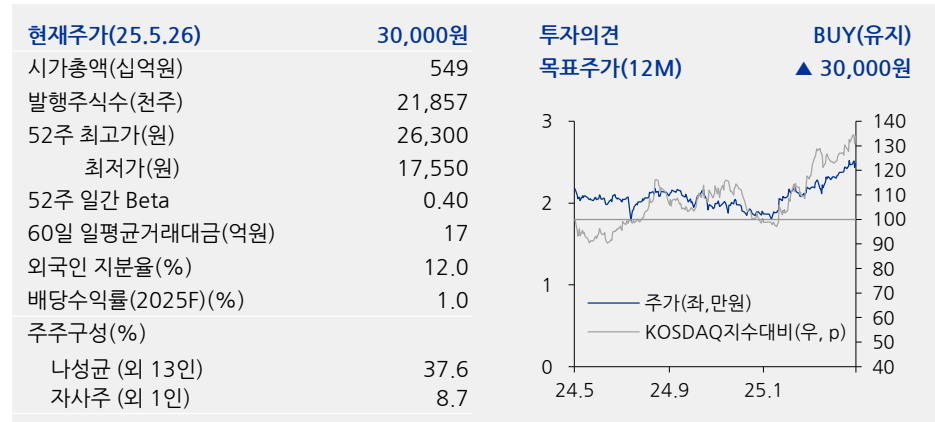
투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**30,000원**  
(상향)

| 주가상승(%) | 1M  | 6M   | 12M  |
|---------|-----|------|------|
| 상대기준    | 8.6 | 19.3 | 29.0 |
| 절대기준    | 8.0 | 24.0 | 15.4 |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 30,000 | 28,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | 49     | 48     | ▲  |
| 영업이익(26) | 52     | 58     | ▼  |

인터넷/게임/우주 정희훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com



| 결산기(12월)(십억원) | 2022A | 2023A | 2024A | 2025F   | 2026F |
|---------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 매출액           | 295   | 366   | 367   | 386     | 418   |
| 영업이익          | 20    | 32    | 33    | 49      | 52    |
| 세전손익          | 19    | 44    | 5     | 51      | 54    |
| 당기순이익         | 13    | 46    | -7    | 39      | 42    |
| EPS(원)        | 593   | 2,209 | 109   | 1,832   | 1,915 |
| 증감률(%)        | -77.0 | 272.5 | -95.1 | 1,585.4 | 4.5   |
| PER(배)        | 62.3  | 12.1  | 230.9 | 13.7    | 13.1  |
| ROE(%)        | 2.9   | 10.4  | 0.5   | 7.8     | 7.7   |
| PBR(배)        | 1.8   | 1.2   | 1.1   | 1.0     | 1.0   |
| EV/EBITDA(배)  | 18.7  | 8.1   | 4.5   | 2.2     | 2.3   |

자료: 유진투자증권

## P의거짓 DLC 추가 정보 공개

### 1Q25 Review: DLC 기대감 갖기 충분

- 1분기 PC매출은 전분기 디제이맥스 DLC 판매 효과가 제거되면서 qoq 감소했지만, 지난 2월 'P의거짓: 서곡' DLC 트레일러 공개로 1분기 P의거짓 판매량은 약 20만장을 상회한 것으로 파악됨
- P의거짓 전체 플레이 유저 수는 약 800만명이며 이중 25%는 최종업적을 달성. 또한 DLC 콘텐츠 진입 조건은 챕터9 클리어인데 이를 만족한 유저 수는 약 40%. 이를 고려할 때 DLC 판매량은 최소 50만장으로 추정함
- 모바일 브라운더스트2는 지난해 연말 1.5주년 이벤트를 기점으로 유저 지표와 매출 모두 반등 중. 6월 2주년 이벤트로 3분기 모바일 유의미한 성장 기대

### DLC 가격은 29.99 달러, 인게임 영상도 Good

- 올해 하반기 모바일 MMORPG 킹덤2, 2026년에는 지난 11월, 2월 퍼블리싱 계약을 체결한 울프아이, 자카자네 스튜디오의 신작 2종이 출시 예정이며 라운드8의 P의거짓 차기작은 2027년에 출시될 전망
- 5/22, P의거짓 DLC의 가격, 게임플레이 영상이 공개됨. 가격은 29.99달러이며, 인게임 영상에 대한 플레이 유저들의 호의적인 반응이 지배적. P의거짓 DLC 판매 성과에 따라 올해 하반기에는 내년도 신작에 대한 기대감도 반영될 것. DLC 가격 반영에 따른 추정치 상향으로 목표주가를 기존 2.8만원에서 3만원으로 상향함

# 네오위즈 실적 전망

## 네오위즈 실적 추이

| (십억원)   | 1Q24    | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25E  | 3Q25E   | 4Q25E  | 2024   | 2025E   |
|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액     | 97.1    | 87.0   | 93.1   | 89.6   | 89.0   | 87.2   | 108.2   | 101.9  | 366.8  | 386.3   |
| (%yoy)  | 41.6%   | 24.0%  | -20.7% | -18.1% | -8.3%  | 0.2%   | 16.2%   | 13.7%  | 0.3%   | 5.3%    |
| PC/콘솔게임 | 44.6    | 37.2   | 36.9   | 37.6   | 36.4   | 34.6   | 50.1    | 43.7   | 156.3  | 164.8   |
| 모바일게임   | 42.0    | 38.1   | 45.7   | 43.2   | 45.3   | 44.6   | 49.0    | 48.5   | 169.0  | 187.4   |
| 기타      | 10.5    | 11.6   | 10.6   | 9.0    | 7.3    | 8.0    | 9.1     | 9.7    | 41.7   | 34.1    |
| 영업비용    | 82.2    | 82.3   | 86.7   | 82.7   | 78.8   | 82.6   | 87.8    | 87.6   | 333.9  | 336.8   |
| (%yoy)  | 22.2%   | 9.6%   | -10.9% | -12.4% | -4.2%  | 0.4%   | 1.3%    | 5.9%   | 0.0%   | 0.9%    |
| 영업이익    | 14.8    | 4.7    | 6.5    | 6.9    | 10.2   | 4.6    | 20.4    | 14.3   | 32.9   | 49.5    |
| (%yoy)  | 1085.2% | 흑자전환   | -68.1% | -54.2% | -31.1% | -2.3%  | 215.0%  | 107.7% | 4.2%   | 50.3%   |
| OPM(%)  | 15.3%   | 5.5%   | 6.9%   | 7.7%   | 11.5%  | 5.3%   | 18.8%   | 14.0%  | 9.0%   | 12.8%   |
| 영업외손익   | 4.0     | 1.9    | -5.2   | -28.8  | -1.2   | -0.7   | 2.8     | 1.0    | -28.1  | 1.9     |
| 세전이익    | 18.8    | 6.6    | 1.3    | -21.9  | 9.0    | 3.9    | 23.2    | 15.3   | 4.9    | 51.4    |
| 지배순이익   | 17.9    | 7.8    | 1.4    | -24.7  | 7.3    | 3.3    | 18.1    | 11.8   | 2.4    | 40.4    |
| (%yoy)  | 396.0%  | -65.4% | -92.4% | 적자전환   | -59.3% | -58.1% | 1175.6% | 흑자전환   | -95.1% | 1586.1% |
| NPM(%)  | 18.4%   | 9.0%   | 1.5%   | -27.5% | 8.2%   | 3.7%   | 16.7%   | 11.5%  | 0.7%   | 10.4%   |

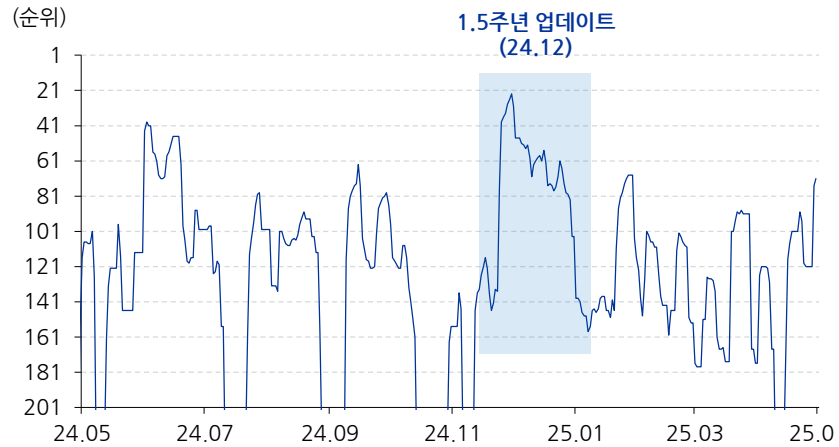
자료: 유진투자증권

## 네오위즈 목표주가 변경

|           |         |                       |
|-----------|---------|-----------------------|
| 적용 EPS(원) | 1,980   | 12m fwd EPS           |
| 적용 PER(배) | 15.0    | 글로벌 Peer 대비 할인        |
| 목표주가(원)   | 30,000원 | 기존 28,000원 대비 7.1% 상향 |

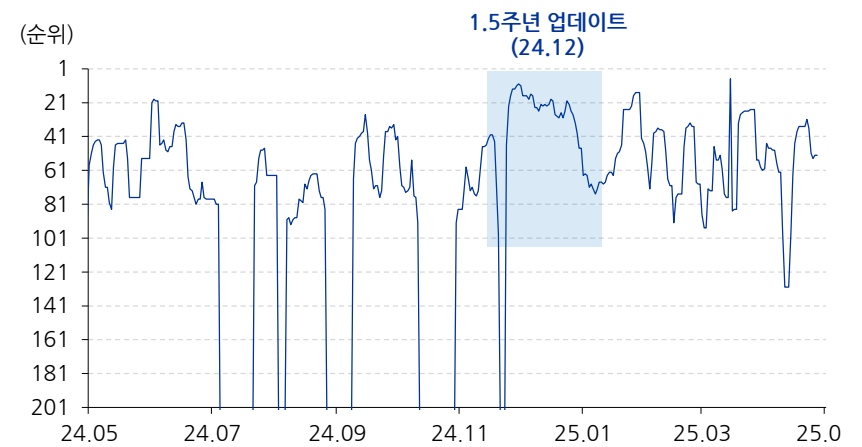
자료: 유진투자증권

## 브라운더스트2 국내 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 브라운더스트2 대만 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## P의 거짓: 서곡(DLC) 플레이영상 (1)



자료: 네오위즈, 유진투자증권

## P의 거짓: 서곡(DLC) 플레이영상 (2)



자료: 네오위즈, 유진투자증권

# 네오위즈(095660.KQ) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2022A      | 2023A      | 2024A      | 2025F      | 2026F      |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>자산총계</b> | <b>560</b> | <b>671</b> | <b>649</b> | <b>691</b> | <b>730</b> |
| 유동자산        | 254        | 298        | 323        | 413        | 470        |
| 현금성자산       | 120        | 205        | 237        | 322        | 377        |
| 매출채권        | 28         | 48         | 41         | 47         | 48         |
| 재고자산        | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 비유동자산       | 307        | 374        | 326        | 277        | 260        |
| 투자자산        | 141        | 137        | 127        | 133        | 138        |
| 유형자산        | 86         | 87         | 64         | 20         | 6          |
| 기타          | 79         | 149        | 134        | 124        | 115        |
| <b>부채총계</b> | <b>101</b> | <b>144</b> | <b>117</b> | <b>124</b> | <b>127</b> |
| 유동부채        | 87         | 113        | 83         | 89         | 90         |
| 매입채무        | 39         | 50         | 39         | 44         | 45         |
| 유동성이자부채     | 21         | 20         | 1          | 1          | 1          |
| 기타          | 27         | 43         | 43         | 44         | 44         |
| 비유동부채       | 14         | 31         | 35         | 36         | 37         |
| 비유동이자부채     | 1          | 4          | 3          | 3          | 3          |
| 기타          | 13         | 27         | 31         | 33         | 34         |
| <b>자본총계</b> | <b>459</b> | <b>528</b> | <b>532</b> | <b>567</b> | <b>603</b> |
| 자배지분        | 449        | 489        | 497        | 532        | 568        |
| 자본금         | 11         | 11         | 11         | 11         | 11         |
| 자본잉여금       | 130        | 130        | 130        | 130        | 130        |
| 이익잉여금       | 381        | 428        | 425        | 460        | 497        |
| 기타          | (73)       | (80)       | (69)       | (69)       | (69)       |
| 비자배지분       | 10         | 38         | 35         | 35         | 35         |
| <b>자본총계</b> | <b>459</b> | <b>528</b> | <b>532</b> | <b>567</b> | <b>603</b> |
| 총차입금        | 22         | 24         | 4          | 4          | 4          |
| 순차입금        | (98)       | (182)      | (234)      | (318)      | (373)      |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025F       | 2026F       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>43</b>   | <b>65</b>   | <b>66</b>   | <b>96</b>   | <b>68</b>   |
| 당기순이익                 | 13          | 46          | (7)         | 39          | 42          |
| 자산상각비                 | 19          | 19          | 38          | 55          | 24          |
| 기타비현금성손익              | 34          | 7           | 31          | (12)        | (13)        |
| 운전자본증감                | (16)        | (1)         | 2           | (0)         | (0)         |
| 매출채권감소(증가)            | 6           | (4)         | 8           | (6)         | (1)         |
| 재고자산감소(증가)            | (0)         | (0)         | 0           | (0)         | (0)         |
| 매입채무증가(감소)            | (7)         | 0           | (9)         | 5           | 1           |
| 기타                    | (15)        | 3           | 3           | (0)         | (0)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(29)</b> | <b>(10)</b> | <b>(24)</b> | <b>(11)</b> | <b>(11)</b> |
| 단기투자자산감소              | (4)         | 37          | (14)        | (4)         | (4)         |
| 장기투자증권감소              | 11          | (22)        | (0)         | (3)         | (3)         |
| 설비투자                  | 2           | 1           | 1           | 0           | 0           |
| 유형자산처분                | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 무형자산처분                | (24)        | (6)         | 2           | (1)         | (1)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>(32)</b> | <b>(14)</b> | <b>(35)</b> | <b>(5)</b>  | <b>(6)</b>  |
| 차입금증가                 | (2)         | (3)         | (1)         | 0           | 0           |
| 자본증가                  | (21)        | (10)        | (15)        | (5)         | (6)         |
| 배당금지급                 | 0           | 0           | 5           | 5           | 6           |
| <b>현금증감</b>           | <b>(22)</b> | <b>38</b>   | <b>9</b>    | <b>80</b>   | <b>51</b>   |
| 기초현금                  | 113         | 92          | 130         | 139         | 219         |
| 기말현금                  | 92          | 130         | 139         | 219         | 270         |
| Gross Cash flow       | 66          | 72          | 74          | 97          | 68          |
| Gross Investment      | 41          | 48          | 7           | 7           | 7           |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>24</b>   | <b>24</b>   | <b>67</b>   | <b>90</b>   | <b>61</b>   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2022A      | 2023A        | 2024A       | 2025F        | 2026F        |
|---------------|------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>295</b> | <b>366</b>   | <b>367</b>  | <b>386</b>   | <b>418</b>   |
| 증가율(%)        | 12.8       | 24.1         | 0.3         | 5.3          | 8.2          |
| 매출원가          | 0          | 0            | 0           | 0            | 0            |
| <b>매출총이익</b>  | <b>295</b> | <b>366</b>   | <b>367</b>  | <b>386</b>   | <b>418</b>   |
| 판매 및 일반관리비    | 275        | 334          | 334         | 337          | 366          |
| 기타영업손익        | 15         | 21           | (0)         | 1            | 9            |
| <b>영업이익</b>   | <b>20</b>  | <b>32</b>    | <b>33</b>   | <b>49</b>    | <b>52</b>    |
| 증가율(%)        | (8.0)      | 61.5         | 4.2         | 50.3         | 5.4          |
| <b>EBITDA</b> | <b>38</b>  | <b>50</b>    | <b>71</b>   | <b>104</b>   | <b>76</b>    |
| 증가율(%)        | 15.2       | 31.2         | 40.1        | 48.0         | (27.0)       |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(0)</b> | <b>12</b>    | <b>(28)</b> | <b>2</b>     | <b>2</b>     |
| 이자수익          | 3          | 3            | 6           | 6            | 6            |
| 이자비용          | 2          | 2            | 0           | 5            | 5            |
| 지분법손익         | (7)        | 15           | (1)         | (0)          | (0)          |
| 기타영업외손익       | 6          | (4)          | (32)        | 1            | 1            |
| <b>세전순이익</b>  | <b>19</b>  | <b>44</b>    | <b>5</b>    | <b>51</b>    | <b>54</b>    |
| 증가율(%)        | (69.7)     | 124.6        | (88.9)      | 959.2        | 5.2          |
| 법인세비용         | 6          | (3)          | 12          | 12           | 12           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>13</b>  | <b>46</b>    | <b>(7)</b>  | <b>39</b>    | <b>42</b>    |
| 증가율(%)        | (76.7)     | 251.6        | 적전          | 흑전           | 7.6          |
| 지배주주지분        | 13         | 49           | 2           | 40           | 42           |
| 증가율(%)        | (77.0)     | 272.5        | (95.1)      | 1,585.4      | 4.5          |
| 비지배지분         | 0          | (2)          | (9)         | (1)          | 0            |
| <b>EPS(원)</b> | <b>593</b> | <b>2,209</b> | <b>109</b>  | <b>1,832</b> | <b>1,915</b> |
| 증가율(%)        | (77.0)     | 272.5        | (95.1)      | 1,585.4      | 4.5          |
| 수정EPS(원)      | 593        | 2,209        | 109         | 1,832        | 1,915        |
| 증가율(%)        | (77.0)     | 272.5        | (95.1)      | 1,585.4      | 4.5          |

## 주요투자지표

|                    | 2022A    | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |          |         |         |         |         |
| EPS                | 593      | 2,209   | 109     | 1,832   | 1,915   |
| BPS                | 20,381   | 22,213  | 22,549  | 24,136  | 25,801  |
| DPS                | 0        | 245     | 250     | 250     | 250     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |          |         |         |         |         |
| PER                | 62.3     | 12.1    | 230.9   | 13.7    | 13.1    |
| PBR                | 1.8      | 1.2     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| EV/ EBITDA         | 18.7     | 8.1     | 4.5     | 2.2     | 2.3     |
| 배당수익률              | 0.0      | 0.9     | 1.0     | 1.0     | 1.0     |
| PCR                | 12.4     | 8.1     | 7.5     | 5.7     | 8.2     |
| <b>수익성(%)</b>      |          |         |         |         |         |
| 영업이익률              | 6.6      | 8.6     | 9.0     | 12.8    | 12.5    |
| EBITDA이익률          | 13.0     | 13.8    | 19.2    | 27.0    | 18.2    |
| 순이익률               | 4.5      | 12.7    | (1.9)   | 10.1    | 10.1    |
| ROE                | 2.9      | 10.4    | 0.5     | 7.8     | 7.7     |
| ROIC               | 5.5      | 7.9     | (17.5)  | 17.8    | 23.2    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |          |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (21.3)   | (34.4)  | (43.9)  | (56.1)  | (61.9)  |
| 유동비율               | 290.3    | 262.9   | 389.7   | 466.5   | 521.5   |
| 이자보상배율             | 11.5     | 17.2    | 74.6    | 10.3    | 10.9    |
| <b>활동성 (회)</b>     |          |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.5      | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     |
| 매출채권회전율            | 9.6      | 9.6     | 8.2     | 8.8     | 8.9     |
| 재고자산회전율            | 10,872.1 | 4,730.8 | 3,313.6 | 3,647.1 | 3,661.7 |
| 매입채무회전율            | 7.2      | 8.2     | 8.3     | 9.3     | 9.4     |

# 더블유게임즈

## (192080)

투자의견  
**BUY**  
(유지)

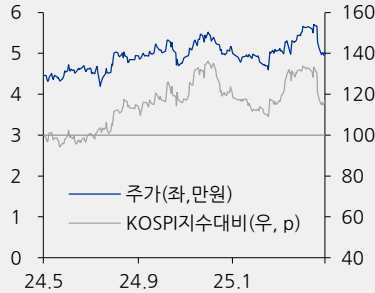
목표주가  
**69,000원**  
(유지)

| 주가상승(%) | 1M    | 6M   | 12M  |
|---------|-------|------|------|
| 상대기준    | -13.0 | -0.8 | 16.7 |
| 절대기준    | -9.2  | 4.2  | 15.1 |

| (원, 십억원) | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자의견     | BUY    | BUY    | -  |
| 목표주가     | 69,000 | 69,000 | -  |
| 영업이익(25) | 236    | 265    | ▼  |
| 영업이익(26) | 246    | 283    | ▼  |

인터넷/게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

|                      |                |                  |                    |
|----------------------|----------------|------------------|--------------------|
| <b>현재주가(25.5.26)</b> | <b>51,400원</b> | <b>투자의견</b>      | <b>BUY(유지)</b>     |
| 시가총액(십억원)            | 1,105          | <b>목표주가(12M)</b> | <b>69,000원(유지)</b> |
| 발행주식수(천주)            | 21,496         |                  |                    |
| 52주 최고가(원)           | 57,400         |                  |                    |
| 최저가(원)               | 40,500         |                  |                    |
| 52주 일간 Beta          | 0.19           |                  |                    |
| 60일 일평균거래대금(억원)      | 27             |                  |                    |
| 외국인 지분율(%)           | 17.6           |                  |                    |
| 배당수익률(2025F)(%)      | 2.7            |                  |                    |
| 주주구성(%)              |                |                  |                    |
| 김가람 (외 7인)           | 44.5           |                  |                    |
| 자사주 (외 1인)           | 7.2            |                  |                    |



| 결산기(12월)(십억원) | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 617    | 582   | 633   | 699   | 738   |
| 영업이익          | 184    | 213   | 249   | 236   | 246   |
| 세전손익          | -292   | 244   | 309   | 261   | 266   |
| 당기순이익         | -221   | 193   | 238   | 202   | 208   |
| EPS(원)        | -6,090 | 6,935 | 8,450 | 6,828 | 6,964 |
| 증감률(%)        | 적전     | 흑전    | 21.9  | -19.2 | 2.0   |
| PER(배)        | na     | 5.8   | 6.1   | 7.5   | 7.4   |
| ROE(%)        | -16.8  | 18.6  | 20.0  | 14.6  | 13.3  |
| PBR(배)        | 1.0    | 0.8   | 1.2   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA(배)  | 2.7    | 2.4   | 2.5   | 2.3   | 1.7   |

자료: 유진투자증권

## 가장이 된 두 자회사

### 1Q25 Review: 소셜카지노 부진

- 1분기 슈퍼네이션 매출은 192억원으로 전분기 대비 52% 성장해 당사 예상치(160억원)를 크게 상회함
- 반면 북미 지역 소셜카지노 시장 하향으로 인해 소셜카지노 부문 매출이 부진했음. 현재 슈퍼네이션과 팍시게임즈 등의 신사업을 강화하고 있는 만큼 향후 소셜카지노 매출 성장률은 부진할 전망
- 비용에서는 플랫폼 비용이 자체 결제 플랫폼(DTC) 비중 확대로 감소했으나, 슈퍼네이션 매출 확대에 따른 게이밍 텍스 그리고 증가한 마케팅 비용이 반영되며 영업이익률을 훼손함

### 아이게이밍, 캐주얼 게임 '해줘'

- 지난 12월 인수한 터키 모바일 캐주얼게임 개발사 '팍시게임즈'는 2분기부터 연결 실적으로 반영될 예정. 당사에서 추정하는 올해 슈퍼네이션과 팍시게임즈 매출은 각각 약 860억원, 380억원
- 자회사 외형 확대를 위한 마케팅 확대로 수익성은 다소 떨어지겠지만, 올해 슈퍼네이션과 팍시게임즈 모두 매출 최고 매출액을 경신하고 있어 기존 소셜카지노 부문의 저조한 성장성에도 불구하고 동사의 외형 성장세는 변함 없을 전망

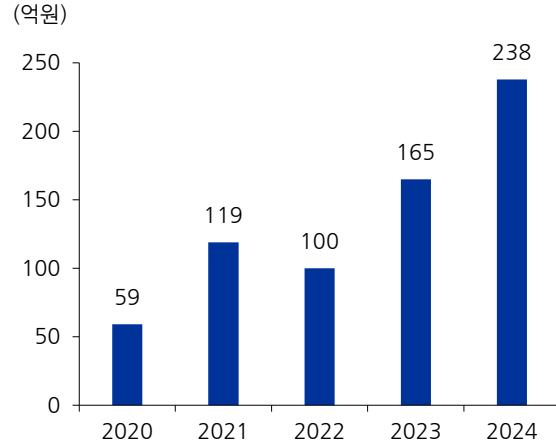
# 더블유게임즈 실적 전망

더블유게임즈 실적 추이

| (십억원)     | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24   | 4Q24  | 1Q25   | 2Q25E  | 3Q25E | 4Q25E  | 2024  | 2025E  |
|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 매출액       | 160.5 | 163.1 | 154.1  | 155.8 | 162.0  | 178.3  | 178.6 | 180.5  | 633.5 | 699.4  |
| (%yoy)    | 10.4% | 13.3% | 10.3%  | 1.5%  | 0.9%   | 9.3%   | 15.9% | 15.9%  | 8.8%  | 10.4%  |
| 더블다운인터랙티브 | 106.0 | 110.1 | 102.2  | 102.1 | 102.1  | 104.0  | 102.5 | 101.0  | 420.5 | 409.6  |
| 더블유게임즈    | 43.4  | 42.2  | 41.2   | 41.1  | 40.7   | 41.8   | 42.1  | 41.3   | 167.9 | 165.9  |
| 슈퍼네이션     | 11.1  | 10.8  | 10.6   | 12.6  | 19.2   | 21.5   | 21.6  | 23.7   | 45.1  | 86.0   |
| 팍시게임즈     | -     | -     | -      | -     | -      | 11.0   | 12.4  | 14.5   | -     | 37.9   |
| 영업비용      | 98.8  | 96.1  | 94.6   | 95.3  | 107.2  | 116.9  | 118.8 | 120.9  | 384.7 | 463.8  |
| (%yoy)    | -0.4% | 2.5%  | 10.6%  | 5.1%  | 8.5%   | 21.7%  | 25.6% | 26.9%  | 4.3%  | 20.5%  |
| 플랫폼       | 43.6  | 44.4  | 40.8   | 41.1  | 41.0   | 45.1   | 45.5  | 45.5   | 169.9 | 177.1  |
| 마케팅       | 21.0  | 15.9  | 14.0   | 16.2  | 23.8   | 27.3   | 27.7  | 29.1   | 67.1  | 107.9  |
| 인건비       | 19.2  | 21.8  | 22.5   | 22.9  | 23.7   | 26.0   | 26.5  | 27.0   | 86.5  | 103.2  |
| 로열티       | 3.2   | 2.7   | 2.7    | 3.0   | 3.6    | 3.1    | 3.1   | 3.3    | 11.6  | 13.1   |
| 기타운영비용    | 8.4   | 8.1   | 11.6   | 9.1   | 12.1   | 11.5   | 12.0  | 12.0   | 37.2  | 47.6   |
| 유무형자산상각비  | 3.3   | 3.1   | 3.0    | 3.0   | 3.1    | 3.9    | 3.9   | 4.0    | 12.4  | 14.9   |
| 영업이익      | 61.7  | 67.1  | 59.5   | 60.5  | 54.8   | 61.4   | 59.8  | 59.6   | 248.7 | 235.6  |
| (%yoy)    | 33.9% | 33.4% | 9.9%   | -3.7% | -11.2% | -8.4%  | 0.6%  | -1.5%  | 16.6% | -5.3%  |
| OPM(%)    | 38.4% | 41.1% | 38.6%  | 38.8% | 33.8%  | 34.5%  | 33.5% | 33.0%  | 39.3% | 33.7%  |
| 영업외손익     | 14.5  | 15.1  | -4.0   | 34.7  | 6.3    | 7.6    | 5.1   | 6.1    | 60.2  | 25.1   |
| 세전이익      | 76.2  | 82.1  | 55.4   | 95.2  | 61.1   | 69.0   | 64.9  | 65.7   | 309.0 | 260.7  |
| 지배순이익     | 47.1  | 49.0  | 29.9   | 55.6  | 34.2   | 39.1   | 36.5  | 36.9   | 181.6 | 146.8  |
| (%yoy)    | 19.8% | 44.3% | -24.5% | 55.8% | -27.4% | -20.2% | 22.1% | -33.6% | 22.2% | -19.2% |
| NPM(%)    | 29.4% | 30.0% | 19.4%  | 35.7% | 21.1%  | 21.9%  | 20.4% | 20.5%  | 28.7% | 21.0%  |

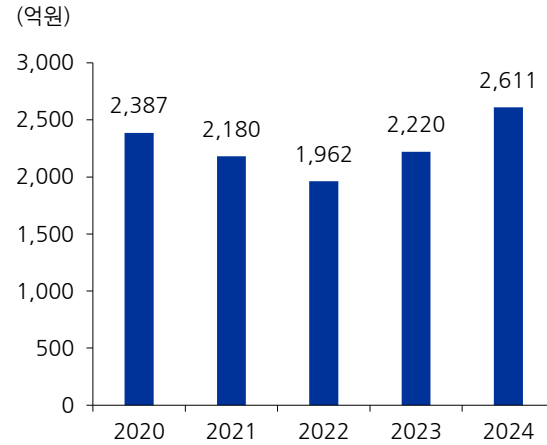
자료: 유진투자증권

### 최근 5년간 결산배당 추이



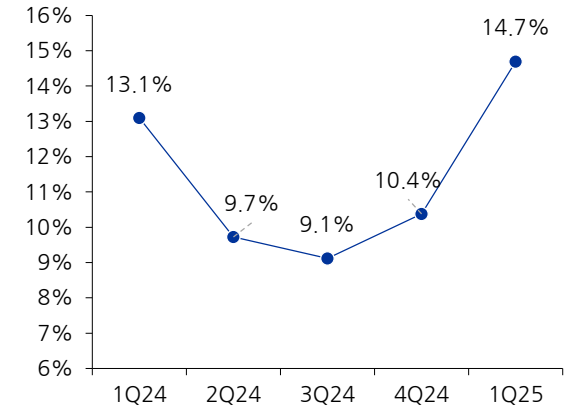
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

### 최근 5년간 연결 EBITDA 추이



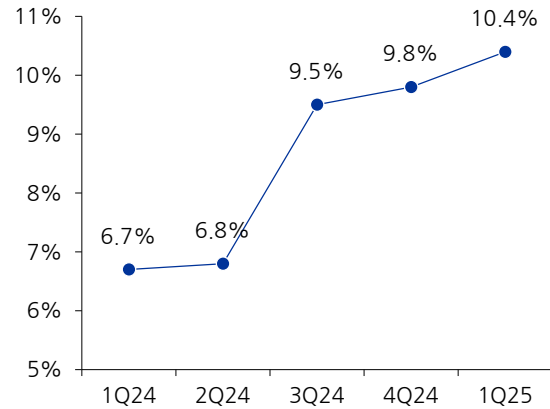
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

### 분기별 마케팅비 비중 추이



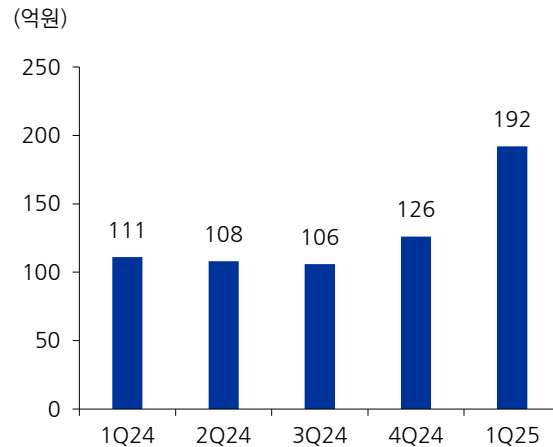
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

### 분기별 DTC 매출 비중 추이



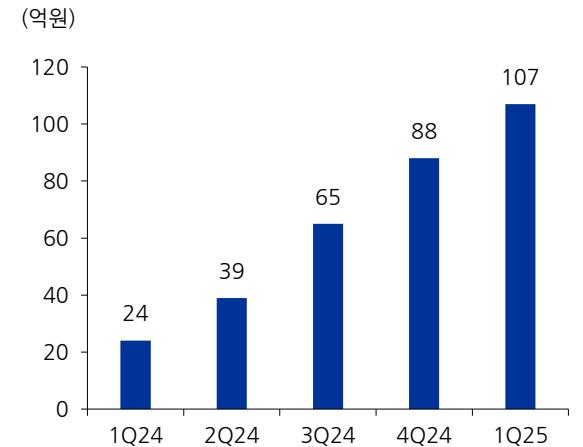
자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

### 분기별 슈퍼네이션 매출액 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

### 분기별 팍시게임즈 결제액 추이



자료: 더블유게임즈, 유진투자증권

## 더블유게임즈(192080.KS) 재무제표

### 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>1,236</b> | <b>1,288</b> | <b>1,397</b> | <b>1,522</b> | <b>1,644</b> |
| 유동자산        | 573          | 583          | 706          | 828          | 946          |
| 현금성자산       | 406          | 386          | 502          | 613          | 727          |
| 매출채권        | 52           | 58           | 63           | 73           | 76           |
| 재고자산        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 비유동자산       | 663          | 705          | 692          | 695          | 698          |
| 투자자산        | 79           | 67           | 41           | 43           | 44           |
| 유형자산        | 2            | 2            | 1            | 0            | 0            |
| 기타          | 582          | 636          | 650          | 652          | 654          |
| <b>부채총계</b> | <b>229</b>   | <b>91</b>    | <b>85</b>    | <b>89</b>    | <b>91</b>    |
| 유동부채        | 206          | 62           | 58           | 62           | 63           |
| 매입채무        | 158          | 25           | 22           | 26           | 27           |
| 유동성이자부채     | 37           | 29           | 27           | 27           | 27           |
| 기타          | 10           | 9            | 9            | 9            | 9            |
| 비유동부채       | 24           | 29           | 27           | 28           | 28           |
| 비유동이자부채     | 22           | 21           | 20           | 20           | 20           |
| 기타          | 2            | 8            | 8            | 8            | 8            |
| <b>자본총계</b> | <b>1,006</b> | <b>1,197</b> | <b>1,312</b> | <b>1,433</b> | <b>1,553</b> |
| 자배지분        | 729          | 872          | 942          | 1,063        | 1,183        |
| 자본금         | 9            | 9            | 11           | 11           | 11           |
| 자본잉여금       | 298          | 298          | 297          | 297          | 297          |
| 이익잉여금       | 399          | 531          | 696          | 817          | 937          |
| 기타          | 23           | 33           | (62)         | (62)         | (62)         |
| 비자배지분       | 277          | 325          | 370          | 370          | 370          |
| <b>자본총계</b> | <b>1,006</b> | <b>1,197</b> | <b>1,312</b> | <b>1,433</b> | <b>1,553</b> |
| 총차입금        | 59           | 49           | 46           | 46           | 46           |
| 순차입금        | (347)        | (336)        | (456)        | (567)        | (680)        |

### 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2022A       | 2023A       | 2024A       | 2025F       | 2026F       |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>119</b>  | <b>96</b>   | <b>180</b>  | <b>141</b>  | <b>148</b>  |
| 당기순이익                 | (221)       | 193         | 238         | 202         | 208         |
| 자산상각비                 | 12          | 9           | 10          | 2           | 1           |
| 기타비현금성손익              | 422         | 35          | (148)       | (93)        | (81)        |
| 운전자본증감                | (64)        | (149)       | 29          | (8)         | (3)         |
| 매출채권감소(증가)            | (5)         | (2)         | (4)         | (10)        | (3)         |
| 재고자산감소(증가)            | 0           | 0           | (0)         | (0)         | (0)         |
| 매입채무증가(감소)            | (65)        | (123)       | 1           | 4           | 1           |
| 기타                    | 6           | (23)        | 31          | (1)         | (1)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>86</b>   | <b>(46)</b> | <b>(62)</b> | <b>(9)</b>  | <b>(9)</b>  |
| 단기투자자산감소              | 87          | (9)         | (59)        | (4)         | (5)         |
| 장기투자증권감소              | 0           | 0           | (0)         | (0)         | (0)         |
| 설비투자                  | 1           | 1           | 1           | 0           | 0           |
| 유형자산처분                | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 무형자산처분                | (0)         | (0)         | (2)         | (3)         | (3)         |
| <b>재무현금</b>           | <b>(85)</b> | <b>(53)</b> | <b>(22)</b> | <b>(26)</b> | <b>(29)</b> |
| 차입금증가                 | (57)        | (38)        | (5)         | 0           | 0           |
| 자본증가                  | (28)        | (15)        | (17)        | (26)        | (29)        |
| 배당금지급                 | 12          | 10          | 17          | 26          | 29          |
| <b>현금증감</b>           | <b>119</b>  | <b>(4)</b>  | <b>97</b>   | <b>106</b>  | <b>109</b>  |
| 기초현금                  | 184         | 303         | 298         | 396         | 502         |
| 기말현금                  | 303         | 298         | 396         | 502         | 611         |
| Gross Cash flow       | 213         | 236         | 158         | 149         | 151         |
| Gross Investment      | 65          | 186         | (26)        | 12          | 8           |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>148</b>  | <b>51</b>   | <b>184</b>  | <b>137</b>  | <b>143</b>  |

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2022A          | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>617</b>     | <b>582</b>   | <b>633</b>   | <b>699</b>   | <b>738</b>   |
| 증가율(%)        | (1.1)          | (5.7)        | 8.8          | 10.4         | 5.6          |
| 매출원가          | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>매출총이익</b>  | <b>617</b>     | <b>582</b>   | <b>633</b>   | <b>699</b>   | <b>738</b>   |
| 판매 및 일반관리비    | 433            | 369          | 385          | 464          | 493          |
| 기타영업손익        | (0)            | (15)         | 4            | 21           | 6            |
| <b>영업이익</b>   | <b>184</b>     | <b>213</b>   | <b>249</b>   | <b>236</b>   | <b>246</b>   |
| 증가율(%)        | (3.4)          | 16.0         | 16.6         | (5.3)        | 4.3          |
| <b>EBITDA</b> | <b>196</b>     | <b>222</b>   | <b>259</b>   | <b>237</b>   | <b>247</b>   |
| 증가율(%)        | (10.0)         | 13.1         | 16.6         | (8.3)        | 4.0          |
| <b>영업외손익</b>  | <b>(476)</b>   | <b>31</b>    | <b>60</b>    | <b>25</b>    | <b>20</b>    |
| 이자수익          | 12             | 24           | 26           | 18           | 18           |
| 이자비용          | 4              | 2            | 2            | 2            | 2            |
| 지분법손익         | (0)            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 기타영업외손익       | (485)          | 10           | 37           | 9            | 5            |
| <b>세전순이익</b>  | <b>(292)</b>   | <b>244</b>   | <b>309</b>   | <b>261</b>   | <b>266</b>   |
| 증가율(%)        | 적전             | 흑전           | 26.4         | (15.6)       | 2.1          |
| 법인세비용         | (71)           | 51           | 71           | 59           | 59           |
| <b>당기순이익</b>  | <b>(221)</b>   | <b>193</b>   | <b>238</b>   | <b>202</b>   | <b>208</b>   |
| 증가율(%)        | 적전             | 흑전           | 23.2         | (15.1)       | 2.8          |
| 지배주주지분        | (132)          | 149          | 182          | 147          | 150          |
| 증가율(%)        | 적전             | 흑전           | 21.9         | (19.2)       | 2.0          |
| 비지배지분         | (89)           | 44           | 56           | 55           | 58           |
| <b>EPS(원)</b> | <b>(6,090)</b> | <b>6,935</b> | <b>8,450</b> | <b>6,828</b> | <b>6,964</b> |
| 증가율(%)        | 적전             | 흑전           | 21.9         | (19.2)       | 2.0          |
| 수정EPS(원)      | (6,090)        | 6,935        | 8,450        | 6,828        | 6,964        |
| 증가율(%)        | 적전             | 흑전           | 21.9         | (19.2)       | 2.0          |

### 주요투자지표

|                    | 2022A   | 2023A  | 2024A   | 2025F   | 2026F    |
|--------------------|---------|--------|---------|---------|----------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |        |         |         |          |
| EPS                | (6,090) | 6,935  | 8,450   | 6,828   | 6,964    |
| BPS                | 39,699  | 47,914 | 43,821  | 49,448  | 55,042   |
| DPS                | 508     | 846    | 1,200   | 1,370   | 1,370    |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |        |         |         |          |
| PER                | n/a     | 5.8    | 6.1     | 7.5     | 7.4      |
| PBR                | 1.0     | 0.8    | 1.2     | 1.0     | 0.9      |
| EV/ EBITDA         | 2.7     | 2.4    | 2.5     | 2.3     | 1.7      |
| 배당수익률              | 1.3     | 2.1    | 2.3     | 2.7     | 2.7      |
| PCR                | 4.1     | 3.7    | 7.0     | 7.4     | 7.3      |
| <b>수익성(%)</b>      |         |        |         |         |          |
| 영업이익률              | 29.8    | 36.6   | 39.3    | 33.7    | 33.3     |
| EBITDA이익률          | 31.8    | 38.1   | 40.9    | 33.9    | 33.4     |
| 순이익률               | (35.8)  | 33.1   | 37.5    | 28.9    | 28.1     |
| ROE                | (16.8)  | 18.6   | 20.0    | 14.6    | 13.3     |
| ROIC               | 15.1    | 22.3   | 22.4    | 21.3    | 22.1     |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |        |         |         |          |
| 순차입금/자기자본          | (34.4)  | (28.1) | (34.7)  | (39.5)  | (43.8)   |
| 유동비율               | 278.3   | 933.4  | 1,214.8 | 1,340.8 | 1,503.8  |
| 이자보상배율             | 50.6    | 92.8   | 103.6   | 117.8   | 117.0    |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |        |         |         |          |
| 총자산회전율             | 0.5     | 0.5    | 0.5     | 0.5     | 0.5      |
| 매출채권회전율            | 13.0    | 10.6   | 10.5    | 10.3    | 9.9      |
| 재고자산회전율            | n/a     | n/a    | n/a     | 19,164  | 19,190.0 |
| 매입채무회전율            | 6.5     | 6.3    | 26.6    | 28.8    | 27.8     |

# 엔씨소프트

(036570)

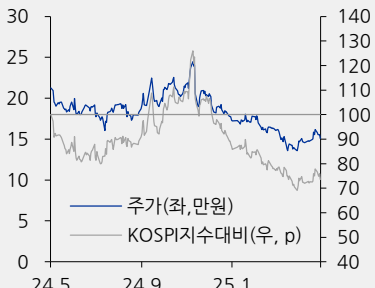
투자의견  
**BUY**  
(유지)

목표주가  
**190,000원**  
(유지)

| 주가상승(%) | 1M   | 6M    | 12M   |
|---------|------|-------|-------|
| 상대기준    | -0.4 | -33.3 | -26.9 |
| 절대기준    | 3.4  | -28.3 | -28.5 |

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자의견     | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 190,000 | 190,000 | -  |
| 영업이익(25) | 79      | 79      | -  |
| 영업이익(26) | 203     | 203     | -  |

인터넷/게임/우주 정익훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

|                      |                 |                                                                                   |                     |
|----------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|
| <b>현재주가(25.5.26)</b> | <b>151,900원</b> | <b>투자의견</b>                                                                       | <b>BUY(유지)</b>      |
| 시가총액(십억원)            | 3,273           | <b>목표주가(12M)</b>                                                                  | <b>190,000원(유지)</b> |
| 발행주식수(천주)            | 21,544          |  |                     |
| 52주 최고가(원)           | 248,000         |                                                                                   |                     |
| 최저가(원)               | 134,600         |                                                                                   |                     |
| 52주 일간 Beta          | 0.60            |                                                                                   |                     |
| 60일 일평균거래대금(억원)      | 136             |                                                                                   |                     |
| 외국인 지분율(%)           | 37.0            |                                                                                   |                     |
| 배당수익률(2025F)(%)      | 2.1             |                                                                                   |                     |
| 주주구성(%)              |                 |                                                                                   |                     |
| 김택진 (외 17인)          | 12.4            |                                                                                   |                     |
| 자사주 (외 1인)           | 10.0            |                                                                                   |                     |

| 결산기(12월)(십억원) | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F  |
|---------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액           | 2,572  | 1,780 | 1,578 | 1,550 | 1,793  |
| 영업이익          | 559    | 137   | -109  | 79    | 203    |
| 세전손익          | 609    | 206   | 121   | 182   | 312    |
| 당기순이익         | 436    | 214   | 94    | 153   | 240    |
| EPS(원)        | 19,847 | 9,663 | 4,291 | 7,002 | 10,930 |
| 증감률(%)        | 9.8    | -51.3 | -55.6 | 63.2  | 56.1   |
| PER(배)        | 22.6   | 24.9  | 35.4  | 21.7  | 13.9   |
| ROE(%)        | 13.7   | 6.6   | 2.9   | 4.8   | 7.3    |
| PBR(배)        | 3.1    | 1.6   | 1.1   | 1.0   | 1.0    |
| EV/EBITDA(배)  | 13.7   | 17.6  | na    | 22.7  | 10.7   |

자료: 유진투자증권

## 판은 깔렸다

### 1Q25 Review: 비용 절감 효과

- 1분기 리니지M 일매출은 12.5억원으로 2분기 MMORPG 경쟁작 출시에도 매출 순위를 유지하고 있어 2분기에도 이와 유사할 것. 리니지 2M과 리니지W 또한 IP장기화로 인해 올해 큰 폭의 매출 하락은 제한적일 전망
- PC와 로열티 매출은 각각 길드워 2 확장팩 출시 효과 감소 및 TL 글로벌 매출 하향으로 감소세 이어짐
- 지난 연말 대규모 희망퇴직 효과로 인건비가 크게 줄었으나 일부 위로금 반영과 추가적인 해외 자회사 인력 조정 등을 감안하면 2분기에 더 감소될 예정

### 2026년 매출액 추정치 1.8조원

- 동사는 내년도 성장 전략으로 기존IP 매출(연 1.4조원)+신규IP 매출(연 6천억원)로 연간 매출 2조원 달성을 제시. 이에 대해 당사는 2026년 동사 매출액을 약 1.8조원으로 추정함. 이는 기존IP 매출 하향과 아이온2 매출액(약 3,200억원)을 반영한 것. 이외 신규IP의 매출을 공격적으로 추정하는 것은 불확실성이 큼
- 지난해 대규모 구조조정 등 비용 감축 효과가 올해 이어질 가운데, 4분기 아이온2 출시 가시성이 높아지면서 내년도 신규IP 매출 기대까지 반영될 수 있음

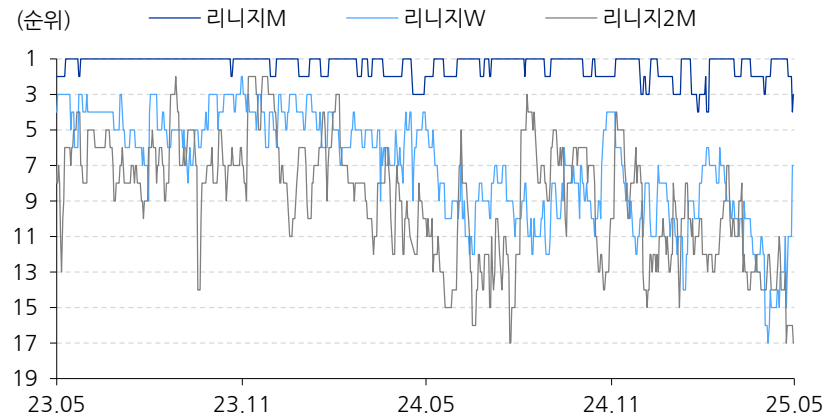
# 엔씨소프트 실적 전망

## 엔씨소프트 실적 추이

| (십억원)        | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24          | 1Q25         | 2Q25E        | 3Q25E        | 4Q25E        | 2024           | 2025E          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>397.9</b> | <b>368.9</b> | <b>401.9</b> | <b>409.4</b>  | <b>360.3</b> | <b>347.7</b> | <b>347.7</b> | <b>494.2</b> | <b>1,578.1</b> | <b>1,549.9</b> |
| (%yoy)       | -16.9%       | -16.2%       | -5.0%        | -6.5%         | -9.5%        | -5.7%        | -13.5%       | 20.7%        | -11.3%         | -1.8%          |
| PC게임         | 91.5         | 86.2         | 80.7         | 93.4          | 83.3         | 82.7         | 79.4         | 86.6         | 351.8          | 332.1          |
| 모바일게임        | 249.4        | 218.2        | 253.4        | 215.6         | 206.3        | 192.0        | 200.1        | 340.4        | 936.7          | 938.8          |
| 리니지M         | 105.1        | 107.0        | 158.9        | 121.8         | 112.7        | 109.2        | 119.6        | 110.4        | 492.8          | 451.9          |
| 리니지2M        | 55.9         | 42.3         | 43.1         | 41.3          | 37.9         | 41.0         | 36.8         | 36.8         | 182.6          | 152.4          |
| 리니지W         | 82.9         | 65.5         | 46.9         | 49.1          | 53.1         | 36.4         | 36.8         | 38.6         | 244.3          | 164.9          |
| 기타           | 24.3         | 26.8         | 29.7         | 26.9          | 25.7         | 25.0         | 25.2         | 23.6         | 107.7          | 99.5           |
| 로열티          | 32.7         | 37.7         | 38.1         | 73.5          | 45.0         | 48.0         | 43.0         | 43.6         | 182.0          | 179.6          |
| <b>영업비용</b>  | <b>372.2</b> | <b>360.0</b> | <b>416.2</b> | <b>538.9</b>  | <b>355.1</b> | <b>337.9</b> | <b>339.6</b> | <b>438.8</b> | <b>1,687.3</b> | <b>1,471.4</b> |
| (%yoy)       | -6.3%        | -11.1%       | 2.4%         | 24.2%         | -4.6%        | -6.1%        | -18.4%       | -18.6%       | 2.7%           | -12.8%         |
| <b>영업이익</b>  | <b>25.7</b>  | <b>8.8</b>   | <b>-14.3</b> | <b>-129.5</b> | <b>5.2</b>   | <b>9.8</b>   | <b>8.1</b>   | <b>55.4</b>  | <b>-109.2</b>  | <b>78.5</b>    |
| (%yoy)       | -68.5%       | -74.9%       | 적자전환         | 적자전환          | -79.7%       | 11.2%        | 흑자전환         | 흑자전환         | 적자전환           | 흑자전환           |
| OPM(%)       | 6.5%         | 2.4%         | -3.6%        | -31.6%        | 1.4%         | 2.8%         | 2.3%         | 11.2%        | -6.9%          | 5.1%           |
| 영업외손익        | 52.6         | 76.1         | -17.7        | 119.2         | 26.0         | 31.6         | 21.5         | 24.2         | 230.1          | 103.3          |
| 세전이익         | 78.4         | 84.9         | -32.0        | -10.3         | 31.3         | 41.4         | 29.6         | 79.6         | 120.9          | 181.8          |
| <b>지배순이익</b> | <b>57.2</b>  | <b>71.0</b>  | <b>-26.5</b> | <b>-7.5</b>   | <b>37.8</b>  | <b>31.9</b>  | <b>22.8</b>  | <b>61.3</b>  | <b>94.2</b>    | <b>153.7</b>   |
| (%yoy)       | -49.7%       | 137.6%       | 적자전환         | 적자전환          | -34.0%       | -55.1%       | 흑자전환         | 흑자전환         | -55.6%         | 63.2%          |
| NPM(%)       | 14.4%        | 19.2%        | -6.6%        | -1.8%         | 10.5%        | 9.2%         | 6.6%         | 12.4%        | 6.0%           | 9.9%           |

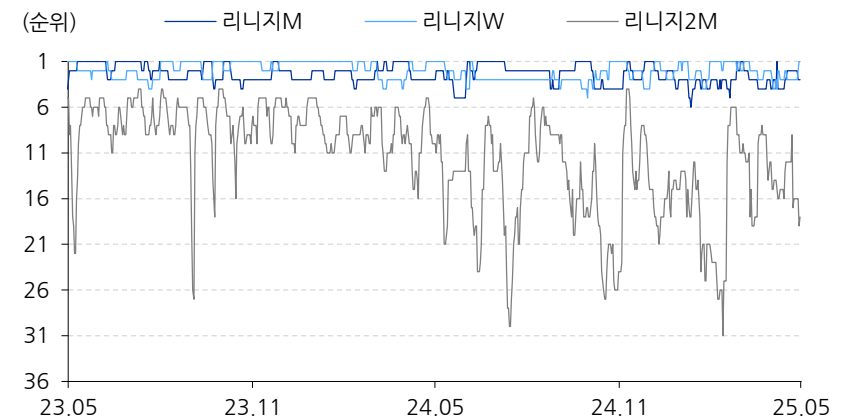
자료: 유진투자증권

## 주요 모바일 게임 국내 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



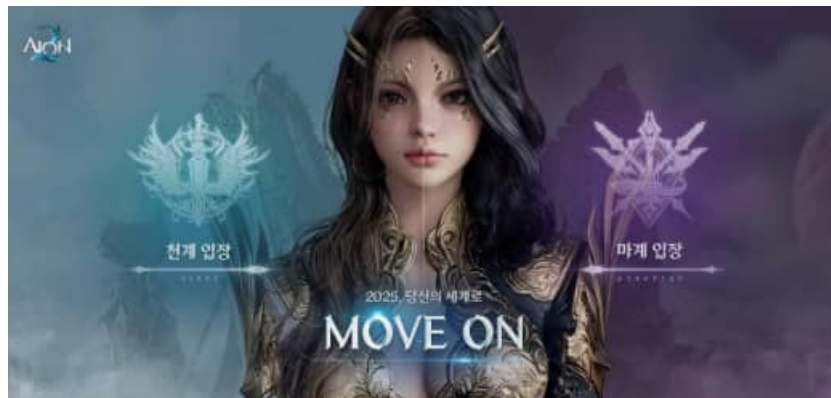
자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 주요 모바일 게임 대만 일간 매출순위 추이 (플레이스토어)



자료: 모바일인덱스, 유진투자증권

## 하반기 신작 아이온2 공식 홈페이지 오픈



자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

## 엔씨소프트 신작 출시 일정

| 출시            | 게임명                               | 장르          | 플랫폼       | 자체개발/퍼블리싱 |
|---------------|-----------------------------------|-------------|-----------|-----------|
| 4/3           | <a href="#">블레이드&amp;소울2 (중국)</a> | MMORPG      | 모바일/PC    | 자체개발      |
| 5/20          | <a href="#">리니지2M (동남아)</a>       | MMORPG      | 모바일/PC    | 자체개발      |
| 4Q25          | <a href="#">아이온2</a>              | MMORPG      | 콘솔/PC/모바일 | 자체개발      |
| 2H25<br>~2026 | <a href="#">LLL</a>               | 오픈월드 루터 슈터  | 콘솔/PC     | 자체개발      |
|               | <a href="#">기존 IP 기반 스핀오프</a>     | -           | -         | 자체개발      |
|               | <a href="#">브레이커스: 연락 더 월드</a>    | 서브컬처 RPG    | 모바일/PC    | 퍼블리싱      |
|               | <a href="#">타임 테이커즈</a>           | 히어로 슈터 배틀로얄 | 콘솔/PC     | 퍼블리싱      |
|               | <a href="#">본파이어</a>              | FPS         | -         | 자체개발      |

자료: 엔씨소프트, 유진투자증권

# 엔씨소프트(036570.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>자산총계</b> | <b>4,438</b> | <b>4,394</b> | <b>4,011</b> | <b>4,139</b> | <b>4,295</b> |
| 유동자산        | 2,691        | 2,337        | 1,784        | 1,894        | 2,025        |
| 현금성자산       | 1,376        | 1,534        | 924          | 981          | 1,134        |
| 매출채권        | 219          | 172          | 224          | 270          | 242          |
| 재고자산        | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 비유동자산       | 1,747        | 2,057        | 2,227        | 2,245        | 2,270        |
| 투자자산        | 773          | 960          | 1,134        | 1,180        | 1,228        |
| 유형자산        | 930          | 1,001        | 988          | 951          | 919          |
| 기타          | 43           | 96           | 105          | 114          | 123          |
| <b>부채총계</b> | <b>1,239</b> | <b>1,141</b> | <b>868</b>   | <b>911</b>   | <b>896</b>   |
| 유동부채        | 515          | 614          | 343          | 381          | 360          |
| 매입채무        | 292          | 215          | 176          | 213          | 190          |
| 유동성이자부채     | 35           | 280          | 47           | 47           | 47           |
| 기타          | 188          | 119          | 120          | 121          | 123          |
| 비유동부채       | 724          | 526          | 524          | 530          | 536          |
| 비유동이자부채     | 593          | 363          | 333          | 333          | 333          |
| 기타          | 130          | 163          | 191          | 196          | 202          |
| <b>자본총계</b> | <b>3,199</b> | <b>3,253</b> | <b>3,143</b> | <b>3,228</b> | <b>3,400</b> |
| 자배지분        | 3,196        | 3,250        | 3,139        | 3,224        | 3,395        |
| 자본금         | 11           | 11           | 11           | 11           | 11           |
| 자본잉여금       | 433          | 433          | 433          | 433          | 433          |
| 이익잉여금       | 3,409        | 3,473        | 3,493        | 3,578        | 3,750        |
| 기타          | (658)        | (667)        | (799)        | (799)        | (799)        |
| 비자배지분       | 2            | 3            | 4            | 4            | 4            |
| <b>자본총계</b> | <b>3,199</b> | <b>3,253</b> | <b>3,143</b> | <b>3,228</b> | <b>3,400</b> |
| 총차입금        | 629          | 643          | 380          | 380          | 380          |
| 순차입금        | (748)        | (891)        | (543)        | (601)        | (753)        |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F       | 2026F       |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <b>영업현금</b>           | <b>736</b>   | <b>140</b>   | <b>(259)</b> | <b>184</b>  | <b>277</b>  |
| 당기순이익                 | 436          | 214          | 94           | 153         | 240         |
| 자산상각비                 | 106          | 112          | 93           | 39          | 34          |
| 기타비현금성손익              | 253          | (40)         | (115)        | (74)        | (103)       |
| 운전자본증감                | 50           | (96)         | (497)        | (15)        | 1           |
| 매출채권감소(증가)            | 101          | 42           | 19           | (46)        | 28          |
| 재고자산감소(증가)            | 5            | 1            | (0)          | (0)         | 0           |
| 매입채무증가(감소)            | 0            | 0            | 2            | 36          | (22)        |
| 기타                    | (57)         | (139)        | (519)        | (5)         | (5)         |
| <b>투자현금</b>           | <b>(392)</b> | <b>113</b>   | <b>986</b>   | <b>(72)</b> | <b>(71)</b> |
| 단기투자자산감소              | (156)        | 261          | 1,026        | (14)        | (14)        |
| 장기투자증권감소              | 20           | 6            | (2)          | (36)        | (34)        |
| 설비투자                  | 250          | 117          | 55           | 0           | 0           |
| 유형자산처분                | 0            | 1            | 1            | 0           | 0           |
| 무형자산처분                | (3)          | (41)         | 25           | (11)        | (11)        |
| <b>재무현금</b>           | <b>(304)</b> | <b>(177)</b> | <b>(511)</b> | <b>(69)</b> | <b>(69)</b> |
| 차입금증가                 | (185)        | (43)         | (274)        | 0           | 0           |
| 자본증가                  | (119)        | (136)        | (239)        | (69)        | (69)        |
| 배당금지급                 | 119          | 136          | 64           | 69          | 69          |
| <b>현금 증감</b>          | <b>30</b>    | <b>80</b>    | <b>219</b>   | <b>44</b>   | <b>138</b>  |
| 기초현금                  | 256          | 286          | 365          | 585         | 628         |
| 기말현금                  | 286          | 365          | 585          | 628         | 767         |
| Gross Cash flow       | 795          | 286          | 186          | 199         | 277         |
| Gross Investment      | 187          | 243          | 537          | 73          | 55          |
| <b>Free Cash Flow</b> | <b>609</b>   | <b>42</b>    | <b>(351)</b> | <b>126</b>  | <b>221</b>  |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2022A         | 2023A        | 2024A        | 2025F        | 2026F         |
|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>매출액</b>    | <b>2,572</b>  | <b>1,780</b> | <b>1,578</b> | <b>1,550</b> | <b>1,793</b>  |
| 증가율(%)        | 11.4          | (30.8)       | (11.3)       | (1.8)        | 15.7          |
| 매출원가          | 0             | 0            | 0            | 0            | 0             |
| <b>매출총이익</b>  | <b>2,572</b>  | <b>1,780</b> | <b>1,578</b> | <b>1,550</b> | <b>1,793</b>  |
| 판매 및 일반관리비    | 2,013         | 1,643        | 1,687        | 1,471        | 1,591         |
| 기타영업손익        | 4             | (18)         | 3            | (13)         | 8             |
| <b>영업이익</b>   | <b>559</b>    | <b>137</b>   | <b>(109)</b> | <b>79</b>    | <b>203</b>    |
| 증가율(%)        | 49.0          | (75.4)       | 적전           | 측전           | 158.2         |
| <b>EBITDA</b> | <b>665</b>    | <b>249</b>   | <b>(16)</b>  | <b>118</b>   | <b>236</b>    |
| 증가율(%)        | 41.8          | (62.5)       | 적전           | 측전           | 100.7         |
| <b>영업외손익</b>  | <b>50</b>     | <b>69</b>    | <b>230</b>   | <b>103</b>   | <b>109</b>    |
| 이자수익          | 52            | 87           | 78           | 42           | 42            |
| 이자비용          | 9             | 15           | 10           | 18           | 18            |
| 지분법손익         | (8)           | 3            | 5            | (1)          | 3             |
| 기타영업외손익       | 16            | (7)          | 158          | 80           | 82            |
| <b>세전순이익</b>  | <b>609</b>    | <b>206</b>   | <b>121</b>   | <b>182</b>   | <b>312</b>    |
| 증가율(%)        | 24.0          | (66.1)       | (41.4)       | 50.4         | 71.4          |
| 법인세비용         | 173           | (8)          | 27           | 28           | 72            |
| <b>당기순이익</b>  | <b>436</b>    | <b>214</b>   | <b>94</b>    | <b>153</b>   | <b>240</b>    |
| 증가율(%)        | 10.2          | (50.9)       | (56.0)       | 63.1         | 56.4          |
| 지배주주지분        | 436           | 212          | 94           | 154          | 240           |
| 증가율(%)        | 9.8           | (51.3)       | (55.6)       | 63.2         | 56.1          |
| 비지배지분         | 0             | 2            | (0)          | (0)          | 0             |
| <b>EPS(원)</b> | <b>19,847</b> | <b>9,663</b> | <b>4,291</b> | <b>7,002</b> | <b>10,930</b> |
| 증가율(%)        | 9.8           | (51.3)       | (55.6)       | 63.2         | 56.1          |
| 수정EPS(원)      | 19,847        | 9,663        | 4,291        | 7,002        | 10,930        |
| 증가율(%)        | 9.8           | (51.3)       | (55.6)       | 63.2         | 56.1          |

## 주요투자지표

|                    | 2022A   | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |         |         |         |         |         |
| EPS                | 19,847  | 9,663   | 4,291   | 7,002   | 10,930  |
| BPS                | 145,587 | 148,023 | 142,988 | 146,860 | 154,660 |
| DPS                | 6,680   | 3,130   | 3,130   | 3,130   | 3,130   |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                | 22.6    | 24.9    | 35.4    | 21.7    | 13.9    |
| PBR                | 3.1     | 1.6     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| EV/ EBITDA         | 13.7    | 17.6    | n/a     | 22.7    | 10.7    |
| 배당수익률              | 1.5     | 1.3     | 2.1     | 2.1     | 2.1     |
| PCR                | 12.4    | 18.5    | 17.9    | 16.7    | 12.1    |
| <b>수익성(%)</b>      |         |         |         |         |         |
| 영업이익율              | 21.7    | 7.7     | (6.9)   | 5.1     | 11.3    |
| EBITDA이익율          | 25.9    | 14.0    | (1.0)   | 7.6     | 13.2    |
| 순이익율               | 17.0    | 12.0    | 6.0     | 9.9     | 13.4    |
| ROE                | 13.7    | 6.6     | 2.9     | 4.8     | 7.3     |
| ROIC               | 20.1    | 5.5     | (5.0)   | 3.9     | 9.2     |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |         |         |         |         |         |
| 순차입금/자기자본          | (23.4)  | (27.4)  | (17.3)  | (18.6)  | (22.2)  |
| 유동비율               | 522.2   | 380.4   | 519.7   | 497.3   | 562.6   |
| 이자보상배율             | 59.0    | 9.4     | (10.6)  | 4.4     | 11.4    |
| <b>활동성 (회)</b>     |         |         |         |         |         |
| 총자산회전율             | 0.6     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 매출채권회전율            | 9.4     | 9.1     | 8.0     | 6.3     | 7.0     |
| 재고자산회전율            | 653.2   | 1,590.1 | 2,021.3 | 1,713.0 | 1,912.0 |
| 매입채무회전율            | 8.5     | 7.0     | 8.1     | 8.0     | 8.9     |

# Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

| 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율                                        |                            |                |
|------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------|
| 종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월<br>(추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) |                            | 당사 투자의견 비율 (%) |
| · STRONG BUY(매수)                                           | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%             |
| · BUY(매수)                                                  | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 96%            |
| · HOLD(중립)                                                 | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 4%             |
| · REDUCE(매도)                                               | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%             |
| (2025.03.31 기준)                                            |                            |                |

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |         |              |            |                |                                               |
|-------------------------|------|---------|--------------|------------|----------------|-----------------------------------------------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원)  | 목표가격<br>대상시점 | 과리율(%)     |                | 크래프톤(259960.KS) 주가 및 목표주가 추이<br>담당 애널리스트: 정의훈 |
|                         |      |         |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |                                               |
| 2023-05-31              | Buy  | 260,000 | 1년           | -33.6      | -21.0          |                                               |
| 2023-07-10              | Buy  | 260,000 | 1년           | -37.4      | -25.2          |                                               |
| 2023-08-10              | Buy  | 260,000 | 1년           | -40.7      | -37.3          |                                               |
| 2023-10-12              | Buy  | 220,000 | 1년           | -11.2      | 1.4            |                                               |
| 2023-11-08              | Buy  | 220,000 | 1년           | -6.9       | 1.4            |                                               |
| 2023-11-22              | Buy  | 220,000 | 1년           | -6.4       | 1.4            |                                               |
| 2024-01-04              | Buy  | 220,000 | 1년           | -6.5       | 1.4            |                                               |
| 2024-01-10              | Buy  | 220,000 | 1년           | -6.3       | 1.4            |                                               |
| 2024-02-07              | Buy  | 220,000 | 1년           | -2.7       | -2.7           |                                               |
| 2024-02-13              | Buy  | 250,000 | 1년           | -7.0       | 2.8            |                                               |
| 2024-03-14              | Buy  | 250,000 | 1년           | -3.3       | 2.8            |                                               |
| 2024-04-01              | Buy  | 280,000 | 1년           | -11.7      | -7.1           |                                               |
| 2024-04-11              | Buy  | 280,000 | 1년           | -12.0      | -7.1           |                                               |
| 2024-05-09              | Buy  | 330,000 | 1년           | -17.4      | -10.0          |                                               |
| 2024-05-14              | Buy  | 330,000 | 1년           | -17.2      | -10.0          |                                               |
| 2024-05-30              | Buy  | 330,000 | 1년           | -15.9      | -10.0          |                                               |
| 2024-08-13              | Buy  | 370,000 | 1년           | -9.4       | -5.1           |                                               |
| 2024-11-08              | Buy  | 450,000 | 1년           | -27.2      | -14.9          |                                               |
| 2024-11-20              | Buy  | 450,000 | 1년           | -26.3      | -14.9          |                                               |
| 2025-01-06              | Buy  | 450,000 | 1년           | -22.3      | -14.9          |                                               |
| 2025-02-12              | Buy  | 430,000 | 1년           | -21.3      | -16.7          |                                               |
| 2025-03-19              | Buy  | 470,000 | 1년           | -23.2      | -17.9          |                                               |
| 2025-04-30              | Buy  | 510,000 | 1년           | -25.8      | -24.3          |                                               |
| 2025-05-27              | Buy  | 510,000 | 1년           |            |                |                                               |

| 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역 |      |        |              |            |                |                                              |
|-------------------------|------|--------|--------------|------------|----------------|----------------------------------------------|
| 추천일자                    | 투자의견 | 목표가(원) | 목표가격<br>대상시점 | 과리율(%)     |                | 넷마블(251270.KS) 주가 및 목표주가 추이<br>담당 애널리스트: 정의훈 |
|                         |      |        |              | 평균<br>주가대비 | 최고(최저)<br>주가대비 |                                              |
| 2023-06-23              | Hold | 55,000 | 1년           | -18.4      | -3.8           |                                              |
| 2023-08-09              | Hold | 55,000 | 1년           | -21.9      | -3.8           |                                              |
| 2023-11-13              | Hold | 47,000 | 1년           | 20.4       | 31.3           |                                              |
| 2023-11-22              | Hold | 47,000 | 1년           | 22.0       | 15.5           |                                              |
| 2024-02-08              | Hold | 52,000 | 1년           | 14.9       | 2.1            |                                              |
| 2024-05-10              | Hold | 66,000 | 1년           | -9.7       | -20.0          |                                              |
| 2024-05-30              | Hold | 66,000 | 1년           | -10.6      | 5.2            |                                              |
| 2024-08-09              | Hold | 66,000 | 1년           | -10.8      | -4.2           |                                              |
| 2024-11-08              | Hold | 58,000 | 1년           | -18.1      | 0.0            |                                              |
| 2025-04-07              | Hold | 46,000 | 1년           | -7.1       | -1.0           |                                              |
| 2025-05-09              | Buy  | 60,000 | 1년           | -14.7      | -11.7          |                                              |
| 2025-05-27              | Buy  | 60,000 | 1년           |            |                |                                              |

