

게임

중국 판호가 더 이상 중요하지 않은 이유: 스팀

이지은 jeeeun.lee@daishin.com



Culture

게임

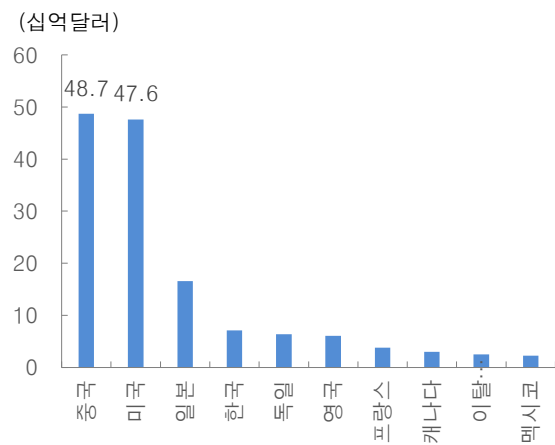
- 2022년 12월부터 국내 게임에 대한 중국 판호 발급 재개. 최근까지도 시프트업의 '승리의 여신: 니케'를 비롯하여 중국 모바일 게임 시장 진출은 국내 게임 시장에서 큰 이슈로 부각. 그만큼 중국은 글로벌 게임 시장에서 최대 시장이며, 그 안에서 모바일 게임이 중국 게임 시장을 주도하고 있기 때문
- 그러나 국내 게임사들이 중국 모바일 게임 시장에서 흥행하긴 쉽지 않음. 1) 기출시한 글로벌 버전과의 출시 시차에 따른 신선도 저하, 2) 중국 내 자국 게임사들이 장악하고 있는 모바일 게임 시장 구조, 3) 중국 출시 후 낮은 수익 환수 구조 등이 요인
- 다만, 스팀(PC) 출시는 판호 발급 효과를 무색하게 할 대안적 중국 진출 경로. 스팀을 중심으로 한 중국 PC 게임 시장은 2024~2030년 CAGR 약 14%로 꾸준히 성장 중이며, 스팀 내에서도 중국어 사용자 비중이 가장 높을 만큼 중국에서 상당히 개방된 플랫폼. 스팀은 판호 발급이 필요 없는 플랫폼이기 때문에 중국 정부의 제재 가능성 우려가 있을 수 있지만, 중국 게임사들 역시 스팀을 통해 전세계 게임 시장에서 수익을 창출하고 있어 제재 가능성은 상당히 낮은 것으로 판단
- 결국, 스팀 출시 자체가 중국을 포함한 글로벌 전 지역 출시를 의미. 크래프톤, 시프트업 등의 국내 게임사들은 이미 스팀 내 게임 판매를 통해 유의미한 중국 매출 비중을 기록할 만큼 퍼블리싱 역량 입증
- 하반기에 국내 게임사들 대부분 스팀에 신작을 출시할 예정. 스팀 신작 흥행 시, 최대 게임 시장인 중국에서 새로운 성장 동력 확보 가능 판단
- 크래프톤 Top-pick 의견 유지. 하반기 견조한 펍지의 트래픽과 매출 성장이 기대되며 신작 기대감 역시 높은 것으로 판단. 특히 서브노티카2의 원작 서브노티카1은 중국을 포함한 글로벌 전 지역에서 흥행한 바 있음. 중국에서 고전하고 있는 국내 경쟁사들과 달리 펍지, inZOI 등을 통해 중국에서도 의미있는 레퍼런스 확보. 향후 신작들 역시 중국을 포함한 글로벌 전 지역에서 성장 기대

[중국] 글로벌 게임 시장 주도

중국 게임 시장 플랫폼별 분석

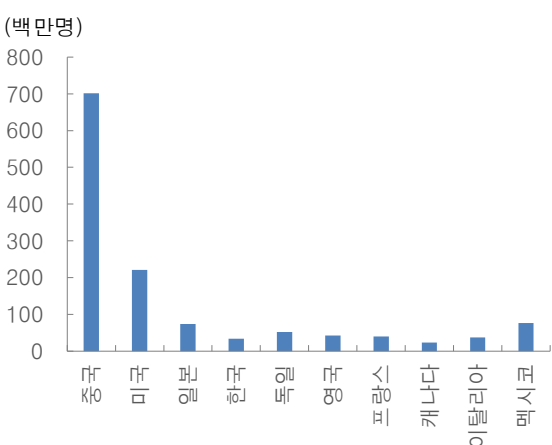
- Newzoo에 따르면, 2024년 기준 중국 게임 시장 규모는 487억 달러(한화 약 67조원)이며, 게임 플레이어 수 역시 약 7억명으로 글로벌 게임 시장에서 가장 큰 비중을 차지
- 중국 게임 시장에서 플랫폼별 매출 비중은 모바일 55%, PC 32%, 콘솔 5% 등으로 구성. 모바일 게임 시장의 비중이 가장 크지만, PC 게임 시장 역시 유의미한 비중을 차지
- 대한민국게임백서 데이터에 따르면, 중국 게임 시장은 여전히 모바일이 주도하긴 하나, 모바일 게임 시장의 상대적 비중은 감소 중

2024년 국가별 게임 시장 규모



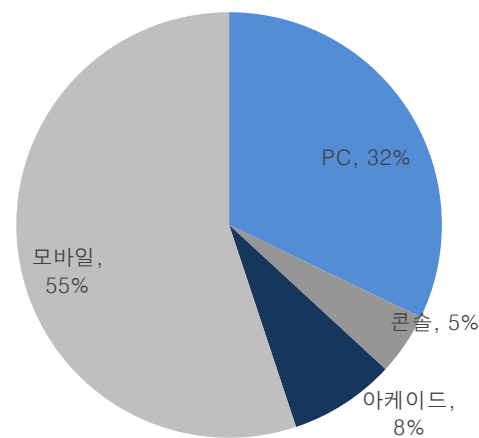
자료: newzoo, 대신증권 Research Center

2024년 국가별 게임 플레이어 수



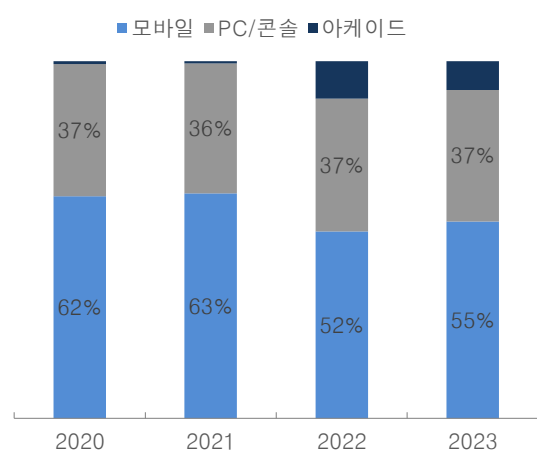
자료: newzoo, 대신증권 Research Center

중국 게임 시장 플랫폼별 매출 비중



자료: 대한민국게임백서2024, 대신증권 Research Center

중국 게임 시장 플랫폼 비중의 연도별 추이



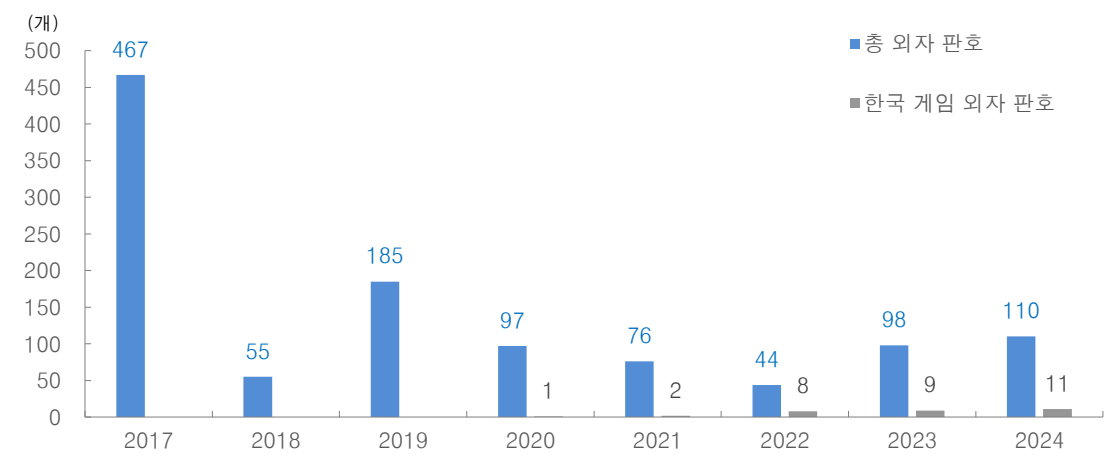
자료: 대한민국게임백서, 대신증권 Research Center

[중국] 외자 판호 발급 증가

외자 판호 발급 증가 배경

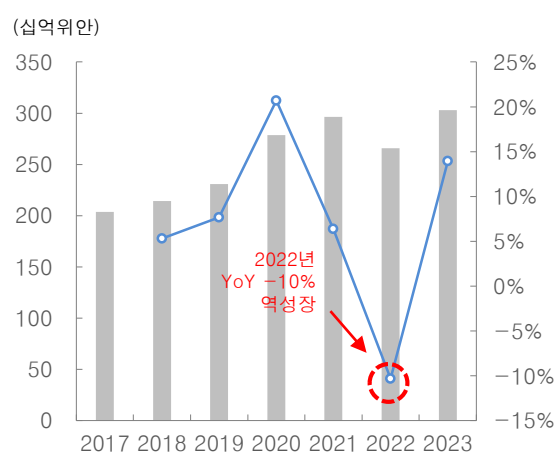
- 중국에 출시하기 위한 해외 게임에 대한 외자 판호 발급이 2022년부터 본격화되기 시작
- 외자 판호 발급이 증가하게 된 배경은 1) 중국 게임 시장이 역성장을 기록한 것과 달리 2) 자국 게임 산업의 높아진 경쟁력 때문
- 중국 게임 시장은 정부 규제와 경기 둔화에 따른 소비심리 위축 등으로 2022년 매출은 전년대비 약 10% 감소. 이에 반해 글로벌 게임 시장에서 텐센트, 넷이즈 등의 중국 게임사들은 경쟁력 강화 지속

외자 판호 발급 추이



자료:국가신문출판서, 대신증권 Research Center

중국 게임 시장 규모 추이



자료: 2023 China Gaming Industry Report, 대신증권 Research Center

글로벌 시장에서 중국 게임사 입지 강화

순위	게임	퍼블리셔	매출액 (십억달러)
1	Honor of Kings	Tencent	1.9
2	Monopoly Go	Scopely	1.6
3	Royal Match	Dream Games	1.5
4	Roblox	Roblox	1.2
5	PUBG Mobile	Tencent	1.2
6	Last War: Survival	Firstfun	1.2
7	Candy Crush Saga	King	1.1
8	Whiteout Survival	Century Games	1.0
9	DnF Mobile	Tencent	0.8
10	Coin Master	Moon Active	0.7

자료: Appmagic, 대신증권 Research Center
주: 2024년 모바일 게임 매출 10위권 안에 중국 게임 5개 위치

[중국] 미약한 판호 효과

판호 발급 이후 중국에 출시한 국내 게임들의 고전

- 출시 시차에 따른 신선도 저하: 중국 게임 시장에서 국내 게임들의 흥행이 쉽지 않은 이유 중 하나는, 국내 게임들은 판호 획득 이전에 이미 글로벌 버전으로 선출시된 이력이 있으며 이후 중국 현지 출시까지 수개월에서 1~2년 이상의 시차가 발생하기 때문. 이에 따라 중국 플레이어 입장에서는 새로운 게임으로 인식되기 어려움

국내 게임사들의 글로벌 버전 출시일 vs. 중국 출시일

판호 발급	게임	개발사	글로벌 출시일	중국 출시일
2021.06	검은사막 모바일	펄어비스	2018.02	2022.04
2022.12	뮤레전드	벨로프	2017.03	2023.11
	메이플스토리M	넥슨	2016.10	2023.08
	에픽세븐	스마일게이트	2018.08	2023.06
	로스트아크(PC)	스마일게이트	2018.11	2023.07
	A3: 스틸얼라이브	넷마블	2020.03	2023.08
	제2의나라	넷마블	2021.06	2024.02
2023.03	일곱개의 대죄: 그랜드크로스	넷마블	2019.06	2023.10
	블루아카이브	넥슨게임즈	2021.11	2023.08
	쿠키런:킹덤	데브시스터즈	2021.01	2023.12
2023.08	라그나로크 오리진	그라비티	2020.07	2024.03
2024.02	고양이와스프	네오위즈	2021.07	2024.04
	던전앤파이터모바일	넥슨	2022.03	2024.05
2024.10	승리의 여신: 니케	시프트업	2022.11	2025.05

자료:각 사, 모바일인덱스, 대신증권 Research Center

[중국] 미약한 판호 효과

판호 발급 이후 중국에 출시한 국내 게임들의 고전

- 자국 게임사 중심의 매출 구조: 중국 모바일 게임 시장은 이미 자국 게임사들이 주도, 모바일 게임의 상위 매출권을 대부분 이들이 점유하고 있음. 또한 자국 게임사 간 경쟁이 심화되고 있어, 국내 게임사들이 진입하거나 흥행을 기대하기 어려움
- 낮은 수익 환수 구조: 중국에서 발생하는 게임 매출 중 한국 게임사들이 인식하는 RS 비율은 약 20~30% 수준에 불과하기 때문에 유의미한 실적 기여를 기대하기 어려움. 대형 게임사일수록 중국에서 발생한 실적 기여는 더욱 미미할 수 밖에 없음

중국 모바일 게임 시장은 자국 게임사들이 장악

순위	게임	퍼블리셔	개발사	장르
1	왕자영요	텐센트	텐센트	MOBA
2	전략적 팀 전투	텐센트	라이엇게임즈	오토배틀러
3	화평정영	텐센트	텐센트/크래프톤	배틀로얄 슈팅
4	무진동일(화이트아웃서바이벌)	센츄리 게임즈	센츄리 게임즈	생존전략
5	몽환서유	넷이즈	넷이즈	MMORPG
6	던전앤파이터: 기원	텐센트	넥슨	액션
7	리그오브레전드: 와일드드리프트	텐센트	라이엇게임즈	MOBA
8	역수한	넷이즈	넷이즈	MMORPG
9	델타포스	텐센트	텐센트	FPS
10	英勇之地	Xiamen Yuchangfeng	Xiamen Yuchangfeng	액션 RPG
11	向僵尸开炮-尸潮来袭	Shengchang	Shengchang	좀비슈팅
12	捕鱼大作战-街机打鱼游戏王者	Tuyoo	Tuyoo	낚시
13	나루토모바일(화영닌자)	텐센트	텐센트/반다이남코	액션 RPG
14	연운십육성	넷이즈	넷이즈	오픈월드 무협 ARPG
15	英雄没有闪	Yingqu Network	Yingqu Network	액션 rpg
16	Love and Deepspace	Nikki Inc	인폴드게임즈	연애 육성 시뮬레이션 게임
17	Identity V	넷이즈	넷이즈	대전
18	함어지황	Hortor	Hortor	캐주얼 전략
19	开心消消乐	Happy Elements	Happy Elements	퍼즐
20	CrossFire: King of Gunfight	텐센트	텐센트	1인칭 슈팅

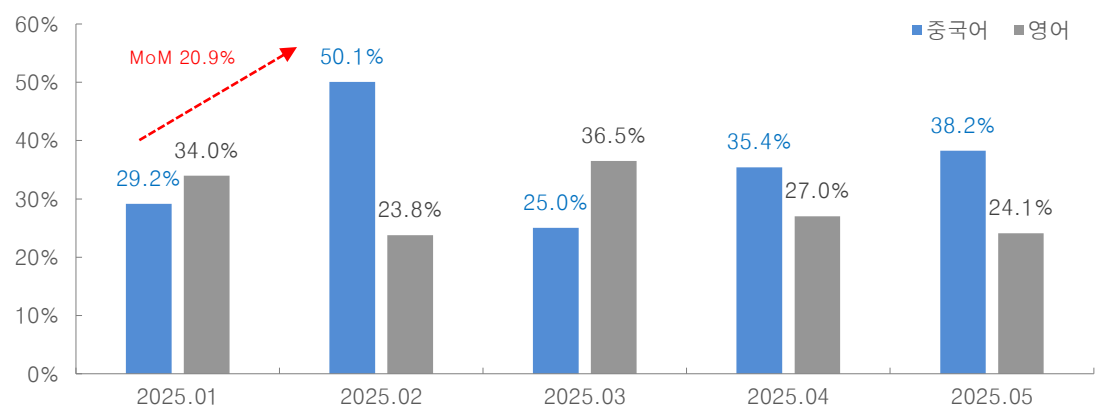
자료:Appannie, 대신증권 Research Center
주: 2025년 5월, iOS 기준

스팀 출시가 곧 중국 출시

스팀 내 중국 유저 급증

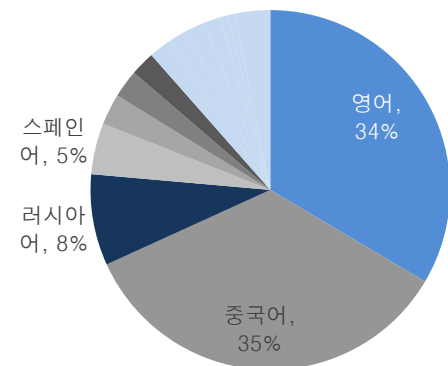
- Valve가 발표한 '스팀 하드웨어&소프트웨어 서베이'의 2025년 2월 데이터에 따르면, 중국어 사용자 수는 전월대비 20.88% 급증했으며, 전체 스팀 유저의 50.06% 차지. 동기간 영어 사용자 비중은 23.79%에 그침. 춘절 연휴가 있는 2월 중국 유저가 증가하는 현상은 항상 반복됐지만, 올해의 증가폭은 이례적
- 스팀에서 중국 게임들의 존재감이 플랫폼 내 중국 유저 활동 증가에 기여. 특히 '검은신화: 오공 (2024.08 출시)', '마블 라이벌즈(2024.12)'의 역할이 컸던 것으로 판단
- 중국 유저들은 스팀을 통해 자국 게임뿐 아니라 글로벌 게임에 쉽게 접근 가능. 기존 인식과 달리, 스팀은 중국 유저에게 상당히 개방된 플랫폼. 이에 따라 2024년 기준 스팀에서 중국어 사용자 비중은 1위이며, 2위는 영어 사용자. 스팀에서 위챗페이, 알리페이 등 중국 전자 결제 시스템 역시 지원 중

2025년 2월 스팀 내 중국 유저 급증



자료:steamdb, 대신증권 Research Center

스팀 내 사용되는 언어 비중



자료:steamdb, 대신증권 Research Center

스팀 내 중국 전자 결제 시스템



자료:steamdb, 대신증권 Research Center

스팀 출시가 곧 중국 출시

중국 정부의 스팀 제재 가능성 낮음

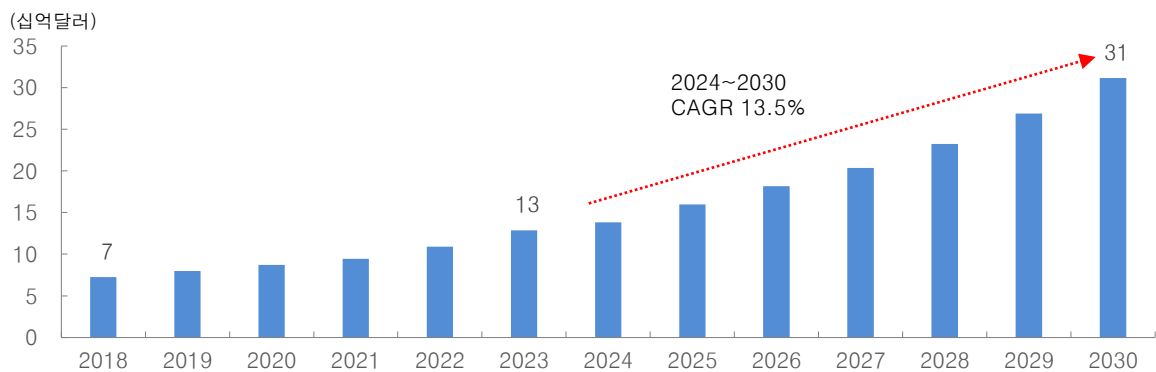
- 스팀 플랫폼을 통한 우회 진출 전략: 스팀을 통한 중국 진출은 2017년 사드 배치 이후 중국 모바일 게임 시장 진출이 사실상 막혔던 시기에도 국내 게임사들이 적극적으로 꾀하던 전략이었음. 스팀은 판호 발급이 필수가 아닌, 소위 'Grey Area Platform'으로 간주되기 때문. 2017년 3월 스팀 얼리엑세스로 출시했던 '펍지: 배틀그라운드'는 당시 중국에서만 1,500만장 이상 팔린 것으로 파악. 하지만 당시 현지 분위기 상 중국에서 스팀 접속 차단 및 '스팀차이나' 별도 출시 시도가 있었음
- 달라진 2025년, '회색지대'에서 중국 게임사들 선전 중. 스팀 제재 가능성 낮은 것으로 판단
 - 중국 게임, 스팀 차트 점령 시작. 2024년 Top Sellers에 '검은신화: 오공', Most Played에 '마블 라이벌즈', '나라카: 블레이드포인트', '델타포스' 등 위치. 중국 게임사들 역시 스팀을 통해 글로벌 시장에서 수익 창출 중이기 때문에 중국 정부의 스팀 제재 가능성은 상당히 낮은 것으로 판단
 - 중국 PC 시장 역시 꾸준히 성장 중으로, 2024년~2030년 연평균성장률은 약 13.5%로 전망

중국 게임, 스팀에서 선전 중

			
- 2024 Top Sellers - Game Science 퍼블리싱 - Game Science 개발	- 2024 Most Played - 넷이즈 퍼블리싱 - 24entertainment 개발	- 2024 Most Played - 넷이즈 퍼블리싱 - starry studio 개발	- 2024 Most Played - 텐센트 퍼블리싱 - Team jade 개발

자료:steamdb, 대신증권 Research Center

중국 PC 시장 규모 전망



자료:HorizonGrandViewResearch, 대신증권 Research Center

스팀 출시가 곧 중국 출시

국내 게임사들, 스팀에서 퍼블리싱/개발 역량 입증 중

- 크래프톤의 배틀그라운드는 2017년 3월 스팀에 얼리엑세스로 출시했을 당시, 중국에서만 약 1,500만장 이상 판매한 것으로 파악. 최근 출시한 inZOI 역시 중국에서 유의미한 판매 비중을 기록한 것으로 파악
- 시프트업은 스팀에서 스텔라블레이드(6/11 출시)의 사전 판매가 5월부터 시작됨. 스텔라블레이드 역시 중국에서 유의미한 판매 비중을 기록 중인 것으로 파악
- 스팀 출시 자체가 곧 중국을 포함한 글로벌 전 지역 출시를 의미. 크래프톤, 시프트업 등은 중국에서 스팀 내 게임 퍼블리싱/개발 역량 입증
- 이외 넷마블의 '나혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브', '일곱 개의 대죄 오리진', 펠어비스의 '붉은사막', 카카오게임즈의 '크로노오디세이' 등이 2025년 하반기 스팀에 출시될 예정. 스팀의 위시리스트 순위 기반, 서브노티카2, 크로노오디세이에 대한 기대감이 높은 것으로 판단. 스팀 흥행에 성공한다면, 글로벌 시장에서 가장 큰 게임 시장을 보유하고 있는 중국에서 새로운 성장 동력 확보 가능 판단

국내 주요 스팀 출시 예정 작

	게임	출시일정	장르	개발사/퍼블리셔	스팀 위시리스트 순위 (6/15 기준)
크래프톤	서브노티카2	2H25	해양 생존 게임	언노운월즈/크래프톤	2
	펄지 블라인드 스팟	2H25	PvP 슈팅, 액션	펄지/크래프톤	470
넷마블	일곱 개의 대죄: 오리진	2H25	오픈월드 액션 RPG	넷마블F&C/넷마블	444
	나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브	2H25	액션 RPG	넷마블네오/넷마블	45
펠어비스	붉은사막	4Q25	오픈월드 액션 어드벤처	펠어비스	53
카카오 게임즈	갯 세이브 버밍엄	4Q25	좀비 서바이벌	오션드라이브/카카오게임즈	139
	크로노 오디세이	4Q25	MMORPG	크로노스튜디오/카카오게임즈	30
네오위즈	Shape of Dreams	2H25	로그라이크 MOBA	리자드스무디/네오위즈	101
	안녕서울: 이태원편	2H25	퍼즐 플랫폼머	지노게임즈/네오위즈	503
위메이드	미드나잇 워커스	4Q25	PvPvE 좀비	원웨이티켓스튜디오/위메이드	411

자료:각 사, steamdb, 대신증권 Research Center

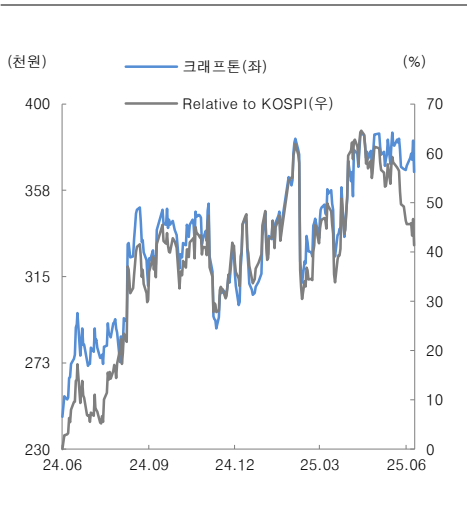
크래프톤 (259960)

지역, 플랫폼을 가리지 않고 성장 중

투자의견	BUY (유지)
목표주가	540,000원 (유지)
현재주가 (25.06.13)	366,500원

KOSPI	2,894.62
시가총액	17,368십억원
시가총액비중	0.79%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 265,500원
120일 평균거래대금	555억원
외국인지분율	42.88%
주요주주	장병규 외 32인 23.03% IMAGE FRAME INVESTMENT LIMITED 14.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	2.4	7.6	38.0
상대수익률	-10.6	-9.0	-7.2	31.4



- 투자 의견 매수, TP 54만원, 게임주 Top-pick 유지
- 2025년 하반기 투자포인트는 1) 펍지의 견조한 성장세 지속, 2) 기대감 높은 신작 출시, 3) 이를 통한 글로벌 IP 확장 등임. 하반기 펍지는 ARPU가 높은 두 번의 차량 콜라보와 한 번의 K-pop 콜라보가 있을 것으로 예상. 특히 3분기 성수기를 맞이하여 2분기 잠시 정체됐던 트래픽 역시 반등할 것으로 전망
- 서브노티카2는 스팀 위시리스트 순위 현재 2등으로 상반기 출시한 inZOI보다 기대감이 더 빠르게 형성되는 것으로 판단. 서브노티카1은 중국을 포함한 글로벌 전 지역에서 흥행에 성공. 스팀 출시를 통해 글로벌 파이프라인 확장 가능 판단
- 약 3.8조원의 풍부한 순현금을 바탕으로 외부 IP를 적극 확보하며 지역과 플랫폼 확장을 동시에 추진 중. 특히 글로벌 최대 게임 시장인 중국에서 고전 중인 국내 경쟁사들과 달리, 스팀 퍼블리싱 역량을 통해 중국에서도 의미있는 레퍼런스 확보. 향후 신작들 역시 중국을 포함한 글로벌 전 지역에서 성장 기대

(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,317	3,757	4,025
영업이익	768	1,182	1,469	1,596	1,686
세전순이익	829	1,723	1,714	1,840	1,929
총당기순이익	594	1,303	1,280	1,380	1,447
지배지분순이익	595	1,306	1,282	1,381	1,448
EPS	12,221	27,162	26,752	28,828	30,229
PER	15.8	11.5	13.7	12.7	12.1
BPS	114,012	141,993	169,264	198,091	228,320
PBR	1.7	2.2	2.2	1.9	1.6
ROE	11.2	21.1	17.2	15.7	14.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

크래프톤 (259960)

지역, 플랫폼을 가리지 않고 성장 중

크래프톤 목표주가 산출

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	1,283.2	
Target PER(x)	20.0x	글로벌 Peer의 12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	25,664.1	
주식 수(천주)	47,911.0	
적정 주가(원)	535,663	
목표 주가(원)	540,000	반올림 적용
현재 주가(원)	366,500	
상승 여력	47.3%	

자료:크래프톤, 대신증권 Research Center

크래프톤 실적추정표

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	751.1	931.6	760.5	2,709.8	3,317.5	3,757.5
YoY	23.6%	82.6%	59.7%	15.5%	31.3%	6.2%	29.5%	23.1%	41.8%	22.4%	13.3%
QoQ	24.6%	6.2%	1.7%	-14.1%	41.5%	-14.1%	24.0%	-18.4%			
PC게임	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	258.8	414.3	269.9	941.9	1,266.5	1,530.3
모바일게임	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	476.7	501.1	474.3	1,689.8	1,984.5	2,162.6
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	10.4	11.2	11.2	44.4	46.0	44.9
기타	8.4	8.8	7.8	10.5	5.2	5.1	5.1	5.0	35.5	20.5	19.7
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	442.2	493.2	496.3	1,527.3	1,848.6	2,161.1
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.2	105.3	110.5	116.0	316.0	416.0	526.1
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	101.8	128.9	105.0	349.3	440.6	500.8
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	157.5	166.2	183.8	516.8	655.8	767.2
마케팅비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	18.3	29.3	38.1	101.4	108.6	114.3
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	18.1	18.3	18.4	102.3	72.7	75.6
기타비용	32.3	35.0	35.9	38.3	38.5	41.3	40.1	35.0	141.5	154.9	177.0
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	308.9	438.4	264.2	1,182.5	1,468.9	1,596.4
OPM	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	41.1%	47.1%	34.7%	43.6%	44.3%	42.5%
순이익	348.6	341.5	121.3	491.2	371.5	281.9	379.6	247.5	1,302.6	1,280.5	1,379.8
% of NP	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	37.5%	40.7%	32.5%	48.1%	38.6%	36.7%

자료:크래프톤, 대신증권 Research Center

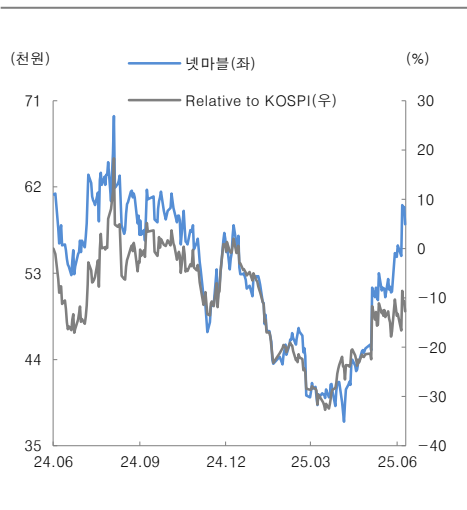
넷마블 (251270)

중국 모바일 게임 최다 도전자, 이제 스팀으로

투자의견	BUY (유지)
목표주가	74,000원 (상향)
현재주가 (25.06.13)	58,100원

KOSPI	2,894.62
시가총액	4,994십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	69,400원 / 37,500원
120일 평균거래대금	82억원
외국인지분율	24.68%
주요주주	방준혁 외 12인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE.LTD 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.8	43.8	0.2	0.2
상대수익률	1.7	27.9	-13.7	-4.7



- 투자의견 매수, 목표주가 74,000원으로 13.8% 상향. 최근 신작 추정치 상향 조정하면서 목표주가상향
- 2025년 하반기 투자포인트는 1) 견조한 기존 게임, 다수의 신작 흥행, 비용 절감 등을 통한 상저하고 실적과 연간 영업이익 YoY 50% 이상 성장 가능, 2) 높아진 hit-ratio와 하반기 신작 기대감, 3) 스팀 신작 출시 2종을 통해 지역 확장 및 플랫폼 다변화 등임
- 넷마블은 2023년부터 3종의 모바일 게임을 중국에 출시했으나, 시장의 경쟁 심화로 인해 부진한 흥행 성과 기록. 2H25 2종(나혼렘, 일곱개의 대죄 오리진)을 중국 포함 글로벌 전지역을 대상으로 한 스팀에 출시할 예정. 특히 나혼렘의 스팀 위시리스트 순위는 현재 긍정적이며, 중국 대표 웹툰 플랫폼 콰이칸만화에서 웹툰 공개 당시 인기 랭킹 1위를 자주 기록할 정도로 중국 팬덤을 보유하고 있어 기대해 볼 만한 신작으로 판단. 스팀 신작 흥행 시 중국 시장 내 입지 제고 및 글로벌 파이프라인 확장 가능
- 기출시한 나혼렘, 세븐나이츠리버스 등의 견조한 매출 흐름, 신작 출시에도 이뤄지는 마케팅비 효율화, 고정비 통제 등으로 2025년 영업이익은 YoY 50% 이상 성장 전망. 밸류에이션 매력도 또한 상승

(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,798	2,735	2,717
영업이익	-68	216	320	295	308
세전순이익	-159	76	425	335	349
총당기순이익	-304	3	329	255	265
지배지분순이익	-256	26	310	240	250
EPS	-2,975	298	3,606	2,793	2,905
PER	NA	173.3	16.1	20.8	20.0
BPS	57,933	63,011	73,805	90,149	118,308
PBR	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5
ROE	-4.9	0.5	5.3	3.4	2.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

넷마블 (251270)

중국 모바일 게임 최다 도전자, 이제 스팀으로

넷마블 목표주가 산출

구분	내용	비고
SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	470.5	EA, Nexon, 크래프톤 등 글로벌 peer 7개사의 12MF EV/EBITDA 평균
Target EV/EBITDA	12.6	
적정 가치	5,335.7	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	12,349.8	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	699.5	
엔씨소프트 적정가치	3,809.0	현재 주가 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	202.9	
코웨이 적정가치	6,737.9	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	1,013.9	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	1,916.4	
(3) 순차입금	882.0	1Q25 별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	6,370.1	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	74,111	
목표 주가(원)	74,000	반올림 적용
현재 주가(원)	58,100	
상승 여력	27.4%	

자료:넷마블, 대신증권 Research Center

넷마블 (251270)

중국 모바일 게임 최다 도전자, 이제 스팀으로

넷마블 실적추정표											
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	698.4	677.8	797.6	2,663.8	2,797.7	2,734.8
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.4	11.7	11.1	10.8	61.8	45.9	40.5
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	62.5	46.5	75.7	253.4	240.7	212.9
일곱개의대작:그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	32.1	26.9	32.2	130.6	122.4	119.5
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	71.9	70.2	67.4
해리포터호그와트미스터리	23.4	18.6	18.2	19.5	18.7	18.6	18.5	18.2	79.7	73.9	69.0
블소레	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	57.7	48.8	40.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	134.8	128.0	130.6	604.2	543.1	549.0
신의탑	15.7	12.7	16.7	12.0	11.9	9.6	7.8	6.2	57.2	35.5	14.5
세븐나이츠키우기	29.3	14.8	10.5	9.4	6.0	5.5	5.0	4.5	64.0	20.9	13.7
나혼자만레벨업		156.4	84.1	38.9	49.9	45.4	25.3	45.5	279.5	166.0	153.9
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	28.4	27.3	25.9	102.6	112.7	90.5
일곱개의 대죄 오리진								105.0		105.0	66.5
RF온라인넥스트					18.7	70.2	42.6	30.1		161.6	52.8
세븐나이츠리버스						58.5	46.8	33.1		138.4	76.2
중국 로열티 수익	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	68.3	60.4	39.0
기타(기타 게임/신작)	196.8	230.2	196.9	209.2	189.7	174.9	249.0	238.4	833.1	852.1	1,128.5
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	613.9	606.7	682.6	2,448.2	2,477.5	2,440.0
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	173.8	175.6	177.3	720.0	698.8	698.4
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	233.2	236.9	297.6	946.9	986.8	1,012.1
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	137.0	123.3	135.7	470.3	510.2	434.1
감가비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	32.2	32.5	32.9	154.4	129.5	134.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	37.6	38.4	39.2	156.6	152.1	160.6
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	84.4	71.1	115.0	215.6	320.2	294.8
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.1%	10.5%	14.4%	8.1%	11.4%	10.8%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	87.6	57.8	89.1	25.6	310.1	240.1
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	12.5%	8.5%	11.2%	1.0%	11.1%	8.8%

자료:넷마블, 대신증권 Research Center

넷마블 (251270)

중국 모바일 게임 최다 도전자, 이제 스팀으로

국내 주요 스팀 출시 예정 작

	게임	출시일정	장르	개발사/퍼블리셔	스팀 위시리스트 순위 (6/15 기준)
크래프톤	서브노티카2	2H25	해양 생존 게임	언노운월즈/크래프톤	2
	펍지 블라인드 스팟	2H25	PvP 슈팅, 액션	펍지/크래프톤	470
넷마블	일곱 개의 대죄: 오리진	2H25	오픈월드 액션 RPG	넷마블F&C/넷마블	444
	나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브	2H25	액션 RPG	넷마블네오/넷마블	45
펄어비스	붉은사막	4Q25	오픈월드 액션 어드벤처	펄어비스	53
카카오 게임즈	갯 세이프 버밍엄	4Q25	좀비 서바이벌	오션드라이브/카카오게임즈	139
	크로노 오디세이	4Q25	MMORPG	크로노스튜디오/카카오게임즈	30
네오위즈	Shape of Dreams	2H25	로그라이크 MOBA	리자드스무디/네오위즈	101
	안녕서울: 이태원편	2H25	퍼즐 플랫폼머	지노게임즈/네오위즈	503
위메이드	미드나잇 워커스	4Q25	PvPvE 좀비	원웨이티켓스튜디오/위메이드	411

자료:각 사, steamdb, 대신증권 Research Center

나 혼자만 레벨업, 중국 대표 웹툰 플랫폼인 콰이칸 만화에서 인기 상위권 유지

综合榜

NO.1

《谷围南亭》| 墨飞

奖金300元

NO.2

《成也萧何》| 亮小杀 (主笔)
+ 左小翎 (编剧)

奖金200元

NO.3

《我独自升级》| DUBU(主笔)
+ Chugong (原著)

奖金200元

少年榜

NO.1

《我独自升级》| DUBU(主笔)
+ Chugong (原著)

奖金300元

NO.2

《高等灵魂》| 干亮

奖金200元

APP高清观看 >

少年飙升力作TOP5

NO.1

《我独自升级》
DUBU(主笔) + Chugong (原著)

责编点评
转职任务进行中！击败傀儡士兵，终于来到终极BOSS的房间，但房间内却是一座空空如也的王座？

NO.2

《末世超级系统》
猫腻 (原著) / 阅文集团起点中文网+大行动漫

责编点评
末世之下人心叵测。为了生存，男主即将开始收服小弟组建自己末日小队的征程。他能否带领小队成功末日求生，又能否成为末世领袖呢？

NO.3

《我，炼药成圣》
辰公子 (原著) / 大阅中文网+阅月山行(主笔)/ 牛头马面社+星光阁(编辑)/ 牛头马面社

责编点评

APP高清观看 >

자료:넷마블, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김희재, 이지은, 임수진)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

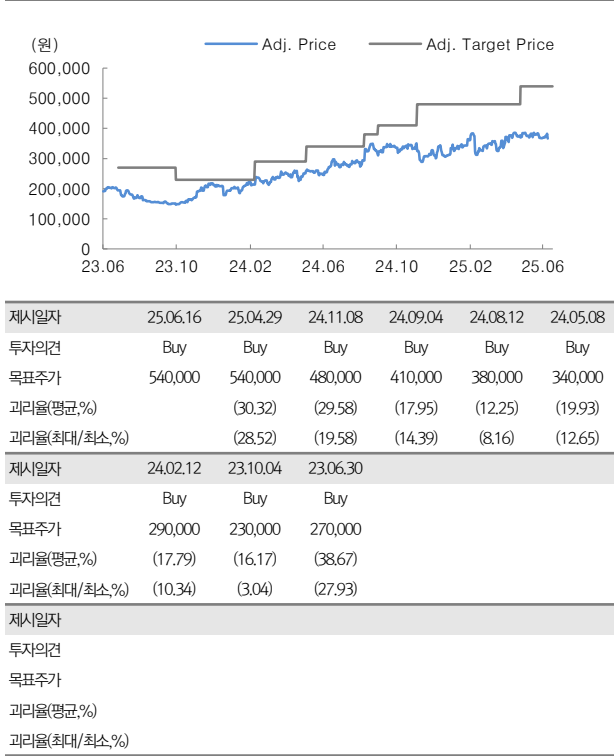
투자 의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

기준일자: 2025.06.11

[게임]

크래프톤(259960) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용



넷마블(251270) 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

