



# 게임

**비중확대 (유지)**

**해외 성과 유무가 가장 중요**

 **신한투자증권**  
기업분석부

강석오 선임연구원  
☎ 02-3772-1543  
✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원  
☎ 02-3772-1539  
✉ jhko0330@shinhan.com



신한 리서치  
투자정보



## Contents

Investment Summary	3
Key Charts	4
I. 한국에서도 감지되는 트렌드 변화	5
II. 게임 산업 저점 확인	8
III. 가장 중요한 성과 '해외 매출 비중'	11
Company Analysis	
크래프톤(259960) - 매출 (상향), 목표주가 290,000원(상향)	23
넷마블(251270) - 증립 (유지)	29
펄어비스(263750) - 매출 (유지), 목표주가 72,000원(유지)	35
데브시스터즈(194480) - 매출 (유지), 목표주가 88,000원(상향)	41

## Investment Summary

### 한국 내 게임 수요와 공급 트렌드 변화 감지

트렌드 대응 실패로  
실적 악화와 신작 부재

국내 게임 시장 내  
수요/공급 변화 감지

한국 게임 개발사들은 과거 3년간 해외 유저들의 수요 트렌드에 대응하지 못하며 정체된 모습이었다. 매출 성장이 없는 상황에서 코로나19 이후 인건비가 가파르게 증가해 실적 악화는 당연했고, 신작 흥행률도 저조해져 주식으로서의 멀티플도 하락했다. 그러나 부정적인 분위기에서도 선제적으로 사업 전략을 새로 수립하고 비용을 효율화한 기업들이 올해 하반기부터 신작을 통한 성장이 나타날 전망이다. 국내 개발사들에게는 보기 어려웠던 해외 유저를 겨냥한 PC/콘솔 게임이나, 모바일 플랫폼에서는 대중성 높은 캐주얼 장르가 유의미한 성장을 이끌 수 있을 것이다. 이제는 한국 내에서도 모바일 MMORPG 수요가 감소하고 다양한 장르로 수요가 분산됨에 따라 해외 개발사들과의 점유율 경쟁이 불가피하고 생존할 수 있을 개발력을 갖춘 기업을 선별해 투자해야한다.

### 해외 성과 유무가 가장 중요

해외 매출 확대 가능성과  
PC/콘솔, 모바일 양극화  
대응 필요

하반기 게임사 투자를 검토할 때 가장 중요하게 고려해야할 점은 해외 매출 비중의 확대 가능성이다. 이제 한국에서만 발생하는 신작 성과는 주가에 긍정적인 영향을 주지 못하며, 실제로 1Q24 실적 서프라이즈 이후 해외 매출 비중이 높거나 해외향 기대 신작이 있는 기업들부터 주가가 크게 반등했다. 또한 과거 기대가 높았지만 장벽이 생긴 중국 외에도 북미유럽, 일본, 아시아/중동 등 모든 지역을 고려한 전략이 필요하다.

PC/콘솔과 모바일 간 양극화에도 대응이 필요하다. 물리 엔진 성능 향상으로 PC/콘솔 게임에 대한 유저 눈높이는 더욱 높아졌고, 어디서든 즐길 수 있는 모바일 캐주얼 게임에 과금 의향이 있는 유저의 수는 늘어만 간다. 투자 기업을 선정할 때 신작이 각 플랫폼에 특화되거나 충분한 대중성을 가졌는지 잘 살필 필요가 있다. PC/콘솔에서는 액션과 슈팅, 모바일에서는 캐주얼 장르에 경쟁력이 있는 기업에 투자하는 것이 좋은 전략이 될 수 있겠다.

### Top Picks: 펠어비스, 데브시스터즈

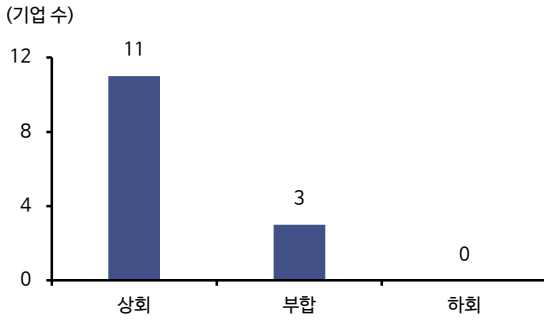
펠어비스  
목표주가 72,000원

데브시스터즈  
목표주가 88,000원

게임 산업 Top Picks로 펠어비스와 데브시스터즈를 제시한다. 펠어비스는 <붉은사막>의 마케팅을 여름부터 전개함에 따라 주가에 기대감이 반영될 전망이다. <붉은사막>은 역대 국산 PC/콘솔 게임 중 가장 높은 글로벌 판매량을 기록할 전망이다이며, 이를 통해 동사의 개발력과 실적 성장을 증명할 것이다. 데브시스터즈는 국내 개발사 중 가장 영향력 있는 캐주얼 IP 보유 기업으로 6월 <쿠키런:모험의탑>을 시작으로 실적의 퀀텀 점프가 예상된다. 인건비와 마케팅이 작년 하반기부터 충분히 안정화되며 흑자전환에 성공했고, 2년간 적자를 겪는 대신 확대된 라인업으로 성장의 준비를 마쳤다. 두 기업은 각각 PC/콘솔, 모바일 플랫폼의 영역에서 국내 개발사 중 가장 큰 폭의 성장률뿐만 아니라 해외 매출 비중 확대를 통해 멀티플 리레이팅까지 가능성이 높아 업종 내 최선호주로 선정했다.

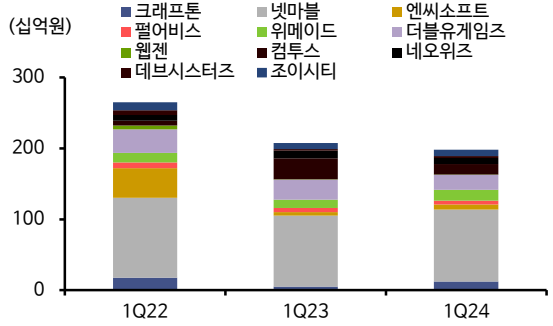
## Key Charts

### 1Q24 게임사 실적발표 결과



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 게임사 마케팅비 총합 추이



자료: Quantwise, 신한투자증권

### 글로벌 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (24년 4월)

순위	이름	개발사	장르
1	모노폴리 고	스코프리	캐주얼, 보드
2	왕자영요	티미 스튜디오	MOBA
3	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐
4	로블록스	로블록스	샌드박스
5	캔디크러시 사가	킹	캐주얼, 퍼즐
6	라스트 워 서바이벌	퍼스트펀	전략
7	PUBG 모바일	크래프톤	배틀로얄 슈터
8	브롤스타즈	슈퍼셀	대전 슈팅
9	원신	호요버스	오픈월드
10	붕괴: 스타레일	호요버스	RPG

자료: 센서타워, 신한투자증권

### 2024년 주목해야할 주요 게임쇼

행사명	지역	기간
서머 게임 페스트	온라인 스트리밍	24.06.07
게임스컴	독일 쾰른	24.08.21 ~ 24.08.25
도쿄게임쇼	일본 도쿄	24.09.26 ~ 24.09.29
지스타	한국 부산	24.11.14 ~ 24.11.17

자료: 언론보도, 신한투자증권

### 2024년 해외 성과 기대되는 신작

회사명	게임명	장르	플랫폼	출시시기
크래프톤	다크앤다커 모바일	익스트랙션 RPG	모바일	2H24
넷마블	킹아서 레전드 라이즈	전략 RPG	PC/모바일	2H24
풀어비스	붉은사막	오픈월드 액션	PC/콘솔	2H24~1H25
컬투스	프로스트 핑크	생존 시뮬레이션	모바일	2H24
데브시스터즈	쿠키런: 모험의탑	액션 RPG	PC/모바일	2024.06
네오위즈	P의 거짓 DLC	소울라이크 액션	PC/콘솔	2H24
조이시티	디즈니 렐름 브레이커스	캐주얼 전략	모바일	2H24

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## I. 한국에서도 감지되는 트렌드 변화

### 게임의 수요와 공급 모두에서 변화 발견

#### 수요: 장르 수요 다양화

게임 수요의 변화  
MMORPG를 제치고  
부각되는 '캐주얼' 장르

2015년 이후 모바일 MMORPG의 대중화 성공 이후 한국 모바일 게임 매출 순위의 최상위권은 모두 MMORPG가 차지했다. 한국은 PC 플랫폼에서도 MMO의 인기가 높았고 해당 세대가 2010년대 모바일 게임 시장의 주 소비층이었기에 가능한 모습이었다. 그러나 젊은층 중심의 모바일 MMO, 특히 리니지라이크의 수요가 부재함에 따라 최근 매출 순위는 4년전과 많이 달라졌다.

전략/캐주얼/방치형의 선전이 부각된다. 2~3년 전부터 모바일 플랫폼에서는 특히 중소과금과 간단한 조작으로 즐길 수 있는 게임들이 인기를 얻고 있다. 스테이지마다 결과가 결정되는 아케이드성 게임뿐만 아니라 몇 번의 터치로 캐릭터와 병력을 움직이고 이를 지켜보는 방치형 콘텐츠도 최상위권에 위치해있다. 유저 객단가가 MMO 대비 낮아 재무적 기여가 낮다는 편견이 있었지만, 아래 표에 있는 캐주얼/전략 게임들은 이제 일매출 10억 이상의 매출을 일으키기도 한다.

	이름	개발사	장르
1	리니지2M	엔씨소프트	MMORPG
2	리니지M	엔씨소프트	MMORPG
3	AFK아레나	릴리스게임즈	방치형RPG
4	카트라이더 러쉬플러스	넥슨	레이싱
5	라이즈 오브 킹덤	릴리스게임즈	전략
6	기적의검	4399	RPG
7	V4	넥슨	MMORPG
8	리니지2 레볼루션	넷마블	MMORPG
9	A3 스틸 얼라이브	넷마블	MMORPG
10	블&소 레볼루션	넷마블	MMORPG

자료: 센서타워, 신한투자증권

	이름	개발사	장르
1	라스트 워 서바이벌	퍼스트펀	캐주얼 전략
2	리니지M	엔씨소프트	MMORPG
3	나혼자만레벨업	넷마블	RPG
4	명조: 웨더링 웨이브	쿠로게임즈	오픈월드
5	화이트아웃 서바이벌	센추리 게임즈	전략 시뮬레이션
6	리니지W	엔씨소프트	MMORPG
7	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐
8	버섯커 키우기	JOY MOBILE	방치형 RPG
9	오딘: 발할라 라이징	라이온하트	MMORPG
10	아키에이지 워	엑스엘게임즈	MMORPG

자료: 센서타워, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권



자료: 회사 자료, 신한투자증권

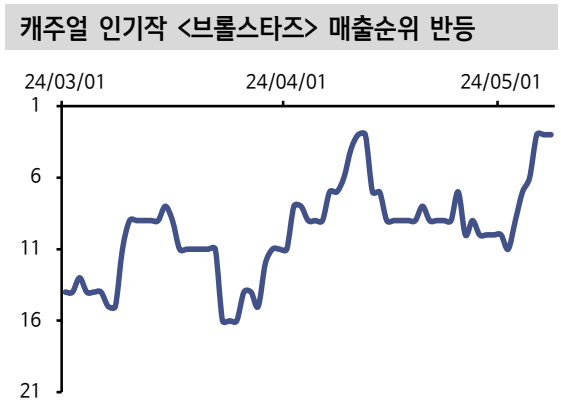
5월 12일, 한국 구글플레이 매출 순위 12위 내에 비MMORPG 장르의 수가 9개, 해외 개발사의 작품이 7개를 기록했다. 한 장르에 편중되지 않고 다양한 스타일의 게임들에 수요가 존재하는 것은 개발사들에게도 기회로 작동해 긍정적이다. 그러나 한국의 수요 다변화에서 우려되는 점은 최근 인기를 얻고 있는 캐주얼/방치형, 서브컬처, 전략의 경우 중국 개발사들의 역량이 뛰어나다는 것이다. 한국 개발사들의 캐주얼 장르 시도 자체가 매우 적다보니, 현 상황이 유지되면 국내 개발사들의 시장 점유율은 더 낮아질 것이다. 일부 개발사들은 캐주얼 게임 개발 경험을 보유한 인력이 충분하지 않다는 핑계를 대기도 하지만, 이는 향후 거대한 시장을 포기하고 기존 사업만 유지하겠다는 태도로 받아들일 수 있겠다.

최근 매출 순위가 반등한 <브롤스타즈>나 <로블록스>는 매출 순위 오르내림으로 국내에선 단일 게임 기준 매출이 작아보일 수 있으나, 전 세계에 수요가 분산되어있고 그 규모도 커서 중장기 매출 안정성은 더 높을 수 있다는 판단이다. 슈퍼셀의 <스쿼드 버스터즈>는 5/29 글로벌 출시되었는데, 사전 예약자 수 4,000만 명을 돌파하면서 절대적으로 높은 수요를 증명했다. 국내 개발사들이 캐주얼 장르를 포기해선 안되는 이유다.

**국내 모바일 게임 매출 순위 (구글플레이, 5/12)**

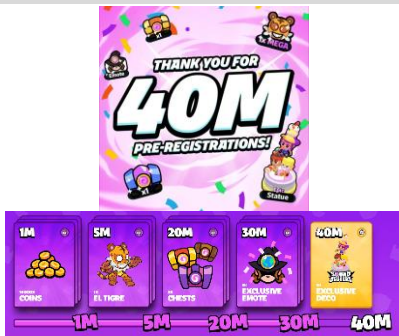
순위	게임명	순위	게임명
1위	라스트 서바이벌	7위	붕괴: 스타레일
2위	나혼자만레벨업	8위	화이트아웃 서바이벌
3위	리니지M	9위	리니지W
4위	브롤스타즈	10위	오딘: 발할라 라이징
5위	로블록스	11위	로얄 매치
6위	버섯커 키우기	12위	FC 모바일

자료: Mobile Index, 신한투자증권



자료: 센서타워, 신한투자증권

**슈퍼셀의 <스쿼드 버스터즈> 사전예약 40M 돌파**



자료: 회사 자료, 신한투자증권

**<스쿼드 버스터즈> 인게임 이미지**



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 공급: 글로벌 PC/콘솔 시장에 도전

해외 수요를 겨냥해  
PC/콘솔 시장 도전하는  
개발사들의 새로운 전략

모바일 MMORPG 장르, 그리고 한국에서의 영업에만 집중한 개발사들은 대부분 2~3년간 주가가 큰 폭 하락했다. 2010년대와 다르게 모바일 게임 시장의 성장이 크게 둔화되고, 한국이 북미유럽/중국/일본/유럽에 비해 작은 시장임을 인지한 후부터 이전에 시도되지 않았던 장르들이 등장한다.

2023년 9월 네오위즈의 <P의거짓>이 출시되었고, 국산 소울라이크 액션 게임으로서는 처음으로 글로벌 인지도가 생긴 IP이다. 콘솔 시장이 거의 없다시피한 한국에서 이러한 시도가 보일 수 있는 것은 개발사들의 사업 전략 자체가 해외 수요 겨냥으로 옮겨갔기 때문이다. 한국 개발사들에게는 생소한 장르인데 좋은 성과까지 내는 아웃라이어가 등장함에 따라 신규 프로젝트도 빠르게 늘어났다. 4월에는 시프트업의 <스텔라 블레이드>가 PS5에서 가장 높은 유저 평점을 기록했다. 네오플의 <던전앤파이터> IP 기반 PC/콘솔 신작 <더 퍼스트 버서커: 카잔>은 최근 CBT를 통해 긍정적 반응을 자아내기도 했다. 오랜 개발 끝에 내년 상반기 출시를 앞두고 있는 펠어비스의 <붉은사막>도 해외 유저들의 주목을 받고 있어 올해 하반기 마케팅 행보에 관심이 쏠릴 예정이다.

#### <P의거짓> 누적 이용자 700만명 돌파



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 시프트업의 액션 신작 <스텔라 블레이드> 평점

##### Stellar Blade

PS5

Released On: APR 26, 2024

METASCORE

Generally Favorable

Based on 127 Critic Reviews

82

USER SCORE

Universal Acclaim

Based on 4,554 User Ratings

9.3

자료: 메타크리틱, 신한투자증권

#### 네오플의 PC/콘솔 신작 <더 퍼스트 버서커: 카잔>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 펠어비스의 PC/콘솔 신작 <붉은사막>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## II. 게임 산업 저점 확인

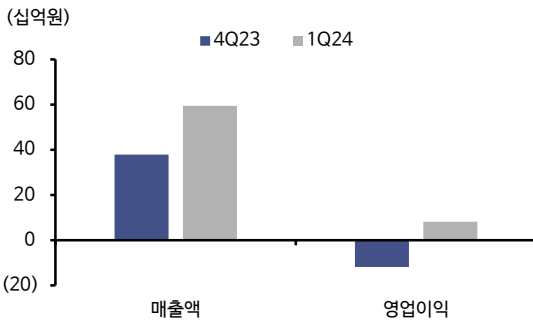
### 신작과 실적 서프라이즈로 섹터 바닥 형성

#### 기대 신작 흥행에 따른 분위기 반전

〈쿠키런:킹덤〉 중국,  
〈나이트크로우 글로벌〉,  
〈나혼자만레벨업〉  
신작 성과로 분위기 반전

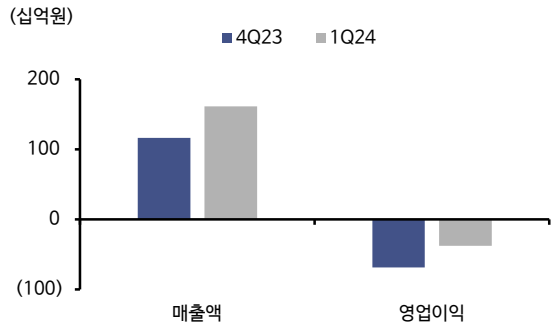
2024년 상반기는 신작의 수가 많지는 않았지만 큰 성과를 이룬 소수 작품들이 섹터의 분위기를 반전시켰다. 작년말 중국에 출시된 데브시스터즈의 〈쿠키런:킹덤〉은 중국에서 부진한 모습이 이어지던 한국산 게임의 자존심을 회복시켰다. 중국에서 최고 다운로드 1위, 최고 매출 8위까지 기록하며 동사의 실적에도 유의미한 기여를 보였다. 3월엔 위메이드의 〈나이트크로우 글로벌〉이 3일만에 매출 1,000만달러, 최고 동점자 40만명을 기록해 블록체인 MMORPG로서 해외 성과를 증명했다. 그리고 최근 5월 8일 글로벌 동시 출시된 넷마블의 〈나혼자만레벨업〉은 강력한 IP를 기반으로 24시간 매출 140억원, DAU 500만명을 기록하며 게임 섹터 기대감을 높였다. 2년 넘게 새로운 장르 또는 새로운 시장에서 의미있는 성과가 적어 게임 개발사들에 대한 주가 관심도가 많이 낮아졌지만, 그동안의 재무구조 개선 및 사업 방향 전환의 성과가 조금씩 나타나며 섹터의 바닥을 형성했다는 판단이다.

#### 데브시스터즈 신작 출시 전후 실적



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 위메이드 신작 출시 전후 실적



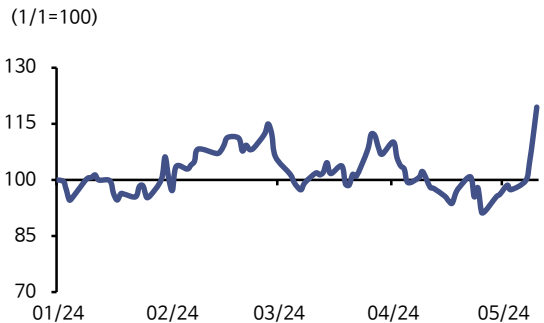
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 넷마블 <나혼자만레벨업> 5월 8일 글로벌 출시



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 넷마블 YTD 주가 추이



자료: Quantwise, 신한투자증권



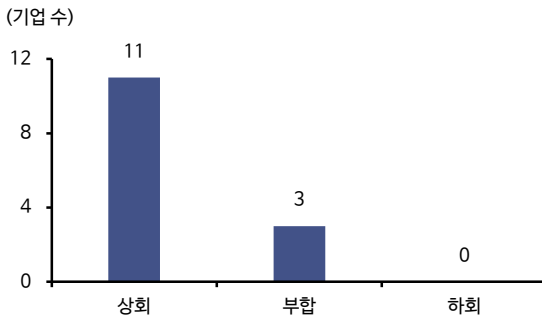
### 비용 효율화 통한 실적 서프라이즈 기록

비용 효율화 및 구조조정  
인건비 총합 변동 없고,  
마케팅비 총합 대폭 감소

과거 2년간 한국 게임 개발사들의 신작 흥행률이 크게 떨어지며 주가에 기대감 반영도 적어졌다. 심지어 코로나19 이후 개발자들의 연봉 인상, 마케팅 비용 증가 및 효율 감소로 게임사들의 비용 구조가 악화되어 실적 서프라이즈를 기대하는 것은 더욱 어려웠다. 하지만 5월에 진행된 1Q24 실적발표는 분위기가 달랐다. 당사 게임 섹터 커버리지 중 컨센서스가 존재하는 14개 기업의 실적을 분류했을 때, 컨센서스 대비 서프라이즈를 기록한 기업의 수는 11개, 컨센서스 부합 3개, 쇼크 0개로 호실적을 보였다. 게임사 대부분의 실적발표가 이루어진 5월 KRX 게임 Top 10 지수 수익률은 13.5%를 기록했다.

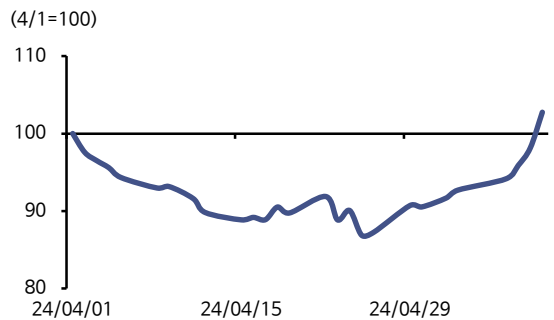
게임 개발사들의 실적 서프라이즈는 비용 효율화 및 구조조정으로 이루어졌다. 2023년부터 2024년 상반기까지 국내외 소프트웨어 개발 기업들은 대대적인 구조조정이 진행되었는데, 특히 게임 개발사들의 급격하게 높아진 인건비는 신작 흥행이 부재한 상황에서 큰 부담으로 다가왔기 때문이다. 기존작의 하락세도 마케팅을 통해 막기 힘들어 아예 마케팅비를 줄여 적자를 면하기도 했다. 덕분에 2022년 이후 인건비 총합은 거의 변동이 없으며, 마케팅비 총합은 1Q22 대비 1Q24에 26% 감소했다.

#### 1Q24 게임사 실적발표 결과



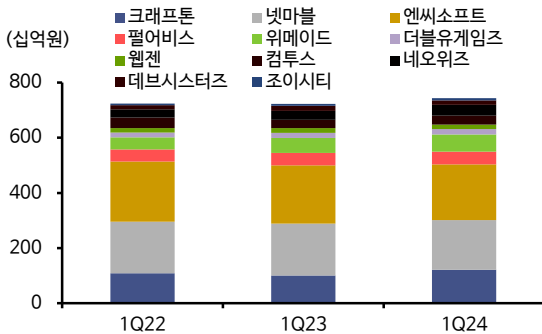
자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### KRX 게임 Top 10 지수 5월 큰 폭 반등



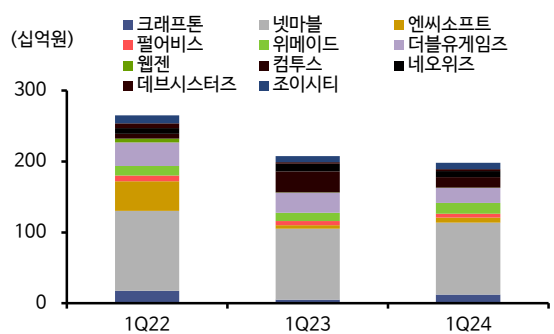
자료: Quantwise, 신한투자증권

#### 게임사 인건비 총합 연도별 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 게임사 마케팅비 총합 연도별 비교



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2021년 이후 주요 게임 개발사 연봉 인상 내역

기업명	내용
넥슨	전 직원 800만원 인상, 개발자 초봉 5천만원
넷마블	전 직원 800만원 인상, 초봉 5천만원
크래프톤	개발직군 연봉 2천만원 인상, 초봉 6천만원
엔씨소프트	개발직군 연봉 1,300만원, 초봉 5,500만원. 비개발직군 연봉 1,000만원 인상
컴투스, 컴투스홀딩스	연봉 800만원 인상
더블유게임즈	전 직원 연봉 30% 인상, 초봉 4,500천만원
네오위즈	전 직원 600만원 인상(두 차례 진행)
스마일게이트	21년 전직원 800만원 인상 / 22년 연봉인상 재원 전년비 9.5% 증액
데브시스터즈	22년 7월 포괄임금제 폐지

자료: 회사 자료, 언론 자료, 신한투자증권

국내외 소프트웨어 개발사들의 구조조정 내역

기업명	내용
메타	22년부터 진행된 구조조정으로, 전체 직원의 22% 해고
아마존	22년말부터 약 2만 7천명 해고, AWS 수백명 해고
구글	개발자 등 핵심부서 인력 최소 200명 해고
MS	게임부분 대상 구조조정으로 전체 인원의 약 8% 해고
엔씨소프트	권고사직에 이어 지원조직 일부를 분사하는 구조조정 안을 확정
넷마블	실적 부진 자회사 및 메타버스 관련 스튜디오 중심 구조조정
데브시스터즈	희망퇴직 프로그램 실시를 통한 구조조정
컴투스	메타버스 사업 계열사 '컴투버스'에 대한 구조조정 진행

자료: 회사 자료, 언론 자료, 신한투자증권

서비스 종료한 게임 리스트

게임	개발사	출시	종료시점
세븐나이츠	넷마블넥서스	2014-03-07	2024-08-22
세븐나이츠 레볼루션	넷마블넥서스	2022-07-28	2024-08-22
빌딩앤파이터	에이스툼	2023-10-26	2024-06-12
워헤이븐	넥슨	2023-09-21	2024-04-05
트릭스터M	엔트리브	2021-05-20	2024-03-13
던만추 메모리아 프레제	WFS	2018-10-25	2024-02-29
브라운더스트 스토리	네오위즈	2022-11-29	2024-02-29
BTS WORLD	테이크원 컴퍼니	2019-06-26	2023-12-26
데스티니 차일드	시프트업	2016-10-27	2023-09-21
마블 퓨처 레볼루션	넷마블몬스터	2021-08-25	2023-08-25
드래곤빌리지2	하이브로	2014-04-01	2023-05-30
쿵야 캐치마인드	넷마블	2019-08-08	2023-05-23
에이펙스 레전드 모바일	리스폰 엔터테인먼트	2022-05-17	2023-05-02
윈드러너	위메이드맥스	2013-01-29	2023-04-20

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### III. 가장 중요한 성과 “해외 매출 비중”

#### 글로벌 성과가 아니라면 더 이상 고평가 불가

#### 글로벌 유저들 겨냥한 신작 개발 가능해야 리레이팅될 것

24년 하반기  
해외 성과가 기대되는  
신작 출시에 주목 필요

2021년 이후 국내 개발사들의 전반적인 신작 흥행률이 낮았고 신작 개발 방향성도 글로벌 트렌드와 맞지 않아 부진했다. 2024년 하반기부터는 해외 수요에 맞는 신작들이 몇몇 등장하며 성과를 확인할 수 있을 전망이다. 단순히 신작의 장르만 보는 것보다 선제적으로 비대한진 비용 규모를 효율화해 안정성을 회복하고, 개발 방향성 및 사업 전략 변경으로 글로벌 트렌드에 대응하는 기업들에 주목해야 할 것이다. 올해도 게임 산업은 전체적으로 통일성 있게 움직이기 보단 개별 기업들의 성과 평가에 따른 선별적 투자를 추천한다.

2010년대와 달리 한국 모바일 게임 시장의 성장률은 크게 둔화되었고, 모바일뿐만 아니라 PC/콘솔 시장의 성장성이 다시 부각됨에 따라 프로젝트별 자세한 분석과 평가를 통한 선별이 필요하다. 비록 한국 개발사들의 글로벌 트렌드 대응은 늦었지만 2024년 하반기부터는 해외 성과를 기대할만한 프로젝트들이 등장하고, 비용 통제로 실적 안정화도 이룬 만큼 현 시점이 섹터 저점 가능성이 높다. 또한 테비스스터즈의 <쿠키런:킹덤>, 위메이드의 <나이트크로우>, 시프트업의 <스텔라 블레이드>가 상반기에 해외 성과를 유의미하게 기록한 만큼 주식 시장에서도 신작 기대감이 빠르게 형성될 수 있다는 판단이다.

모바일 중심의 대규모 트래픽을 일으킬 것으로 예상되는 게임은 크래프톤의 <다크앤다커 모바일>과 테비스스터즈의 <쿠키런:모험의탑>이다. 두 게임은 대중성 높은 장르이면서 이미 전작을 통해 IP 인지도도 높아진 타이틀이다. <다크앤다커>는 PC 버전 테스트 단계에서부터 글로벌 유저들의 높은 관심을 받았고 작년 지스타에서도 긴 대기열을 기록했다. <쿠키런:모험의탑>은 <쿠키런> IP 전작들을 통해 이미 글로벌 인지도가 높아졌고, 구글플레이게임즈가 지스타 등의 행사를 통해 마케팅을 지원할 만큼 플랫폼 사업자가 기대하고 있는 게임이다. 두 작품 모두 스테이지, 단판 매칭 단위의 캐주얼 스타일 신작이며, 글로벌 CBT에서의 유저 반응도 긍정적이었다.

PC/콘솔 대작으로는 펠어비스의 <붉은사막>이 올해 가장 큰 주목을 받을 전망이다. 8월 독일에서 개최되는 게임스컴 2024에서 B2C 마케팅을 시작할 계획이며, 이에 대한 계획을 실적 발표에서 언급하자 당일 주가는 11% 상승했다. 언론에 따르면 글로벌 플랫폼 사업자들이 매력적인 조건으로 러브콜을 보내고 있는 것으로 알려졌으며, 주요 오픈월드 또는 액션 장르 기대작들이 2023년에 대부분 출시되어 2024~25년 중 경쟁 강도가 낮아진 것도 투자 포인트가 될 수 있다. 초고사양으로 구현한 정밀한 액션, 그리고 방대한 오픈월드 콘텐츠 볼륨으로 한국에서 개발된 콘솔 게임 중 가장 높은 판매량을 기록할 전망이다.

2024년 해외 성과 기대되는 신작

회사명	게임명	장르	플랫폼	출시시기
크래프톤	다크앤다커 모바일	익스트랙션 RPG	모바일	2H24
넷마블	킹아서 레전드 라이즈	전략 RPG	PC/모바일	2H24
펄어비스	붉은사막	오픈월드 액션	PC/콘솔	2H24~1H25
컴투스	프로스트 핑크	생존 시뮬레이션	모바일	2H24
데브시스터즈	쿠키런: 모험의탑	액션 RPG	PC/모바일	2024.06
네오위즈	P의 거짓 DLC	소울라이크 액션	PC/콘솔	2H24
조이시티	디즈니 켈름 브레이커스	캐주얼 전략	모바일	2H24

자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 <다크앤다커 모바일>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

펄어비스 <붉은사막>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 <쿠키런:모험의탑>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

네오위즈 <P의거짓> DLC



자료: 회사 자료, 신한투자증권

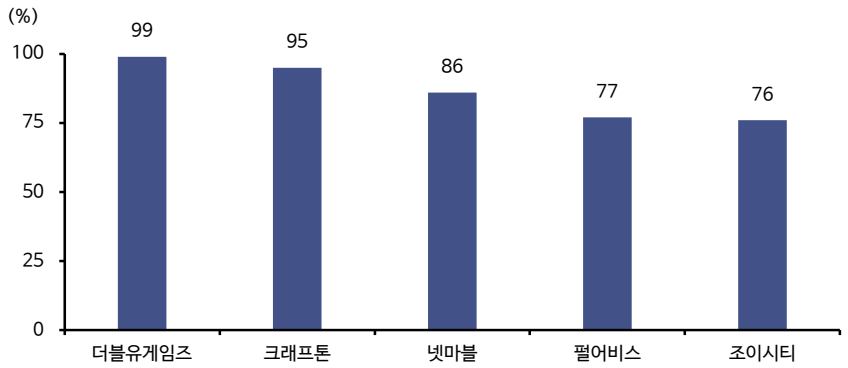
높은 해외 매출 비중,  
고환율 수혜 효과

고환율은 해외 매출 비중 높은 기업들에 수혜

2022년말 1,263원이었던 원/달러 환율은 현재 1,369원, 4월엔 최고 1,393원까지 치솟기도 했다. 고환율이 장기화됨에 따라 해외 매출 비중이 높은 기업들은 결제액을 유지만 해도 원화 기준 매출 상승의 효과를 누리고 있다. 꾸준히 높은 비중으로 달러 매출이 발생하는 기업, 그리고 향후 해외 매출 비중이 높아질 수 있는 기업은 지역 확장 전략에 고환율 수혜까지 누릴 전망이다.

2023년 기준 해외 매출 비중이 가장 높은 기업은 더블유게임즈다. 한국에서는 소셜카지노 게임을 통한 수익 창출이 전면 제한되어 모든 매출이 미국/유럽에서 발생하고 실적의 환율 민감도가 가장 높다. 물론 해외 매출 비중이 높은 것만으로는 주식으로서 매력이 크지 않다. 해외 사업의 경험을 바탕으로 현지 수요 및 트렌드를 잘 파악하고, 향후 출시 예정인 작품을 통해 해외 매출 비중이 지속적으로 확대될 수 있는 기업을 선별해야 한다. 크래프톤의 <PUBG>, 넷마블의 캐주얼 게임들, 펠어비스의 <검은사막> 또한 전 세계에 매출이 분산되어 있어 비교적 안정적인 흐름을 보여주는 편이다. 환 노출의 분산과 매출의 안정성으로 인해 해외 매출 비중이 높은 캐시카우가 더 높은 멀티플을 받을 수 있을 것이다.

해외 매출 비중 상위 게임사



자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤의 <PUBG>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

펠어비스의 <검은사막>



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 다가오는 게임쇼 주목

연내 게임쇼 출품작 주목,  
정성적 평가도 주가에  
유의미하게 반영된다는 점

세계 3개 게임쇼 중 미국의 E3가 폐지되면서 8월 독일에서 열리는 게임스컴이 세계 최대 게임쇼가 되었다. 게임쇼는 게임 산업의 트렌드를 가장 먼저 확인하고 미출시된 신작을 미리 체험해볼 수 있다는 점에서 의미가 크다. 게임 기업 투자 자라면 연내 게임쇼에 출품되는 신작들을 꼭 살펴보아야 한다.

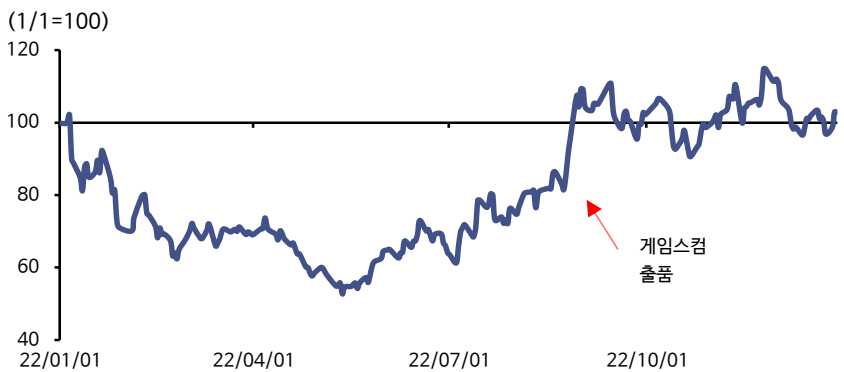
하반기에는 8월 게임스컴, 9월 도쿄게임쇼, 11월 지스타 세 행사를 눈여겨 보아야 한다. 경험상 신작이 대형 게임쇼에서 시연 및 마케팅을 계획하고 해당 게임쇼가 가까워졌을 때 기대감으로 인한 선제적 주가 상승이 나타났었다. 대표적으로 네오위즈의 <P의거짓>은 게임스컴2023 3개 부문에서 수상하며 글로벌 유저들의 이목이 집중되고 주가에 기대감이 반영되기 시작했다. 갈수록 게임 퀄리티에 대한 유저 눈높이가 높아지고 있어 정성적 평가도 기대감 형성 및 주가에 유의미하게 반영된다. 올해 게임스컴에는 넥슨, 크래프톤, 펠어비스가 참여할 것으로 예상하며 각 사의 출품작에 대한 유저 반응에 따라 주가 변동성도 커질 전망이다.

#### 2024년 하반기 예정된 게임쇼

행사명	지역	기간
서머 게임 페스트	온라인 스트리밍	24.06.07
게임스컴	독일 쾰른	24.08.21~24.08.25
도쿄게임쇼	일본 도쿄	24.09.26~24.09.29
지스타	한국 부산	24.11.14~24.11.17

자료: 회사 자료, 신한투자증권

#### 네오위즈 2022년 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

의미있는大作들 중심으로  
중국 판호 발급 진행  
해외 매출 비중 확대에 기여

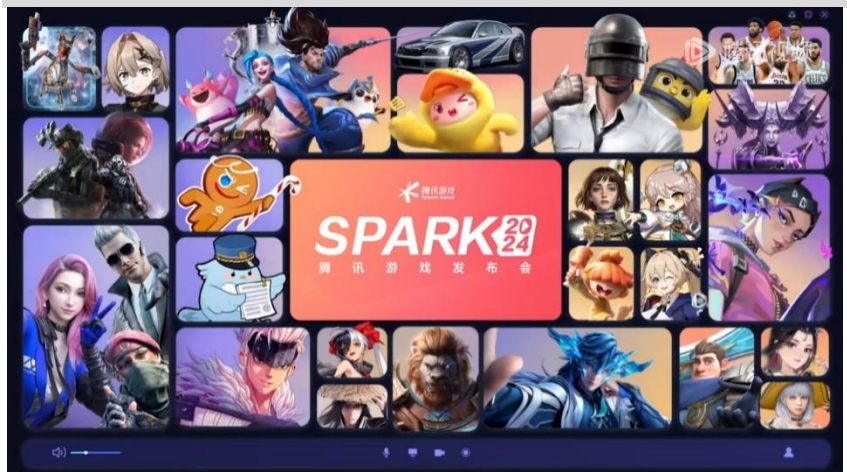
## 다시 열리는 중국

2022년말부터 한국산 게임에 대한 외자판호가 발급되기 시작했다. 심지어 한국이나 글로벌에서 흥행 경험이 있는 대형작들에 판호가 발급되면서 중국 시장이 유의미하게 재개됨을 알렸다. 2022년말부터 지금까지 20여개 이상의 한국 게임에 외자판호가 발급되었는데 대부분 1년 내에 출시가 완료되었다. 2015년 이전 대비 내자/외자판호 발급 수가 크게 줄었기 때문에 중국 퍼블리셔 입장에서 어떤 게임에 공들여 판호를 발급받을지 신중해질 수 밖에 없다. 따라서 향후 국산 게임의 판호발급은 의미있는 성과가 나타난大作들 중심으로 진행될 전망이다.

한편 5월 28일 중국 현지에서 텐센트는 연례 행사이자 자체 게임 쇼케이스인 '스파크 2024'를 개최했다. 아래 그림에서 익숙한 한국 게임들을 다수 볼 수 있는데 텐센트가 서비스 중인 한국 게임들에 대한 내용들도 공개되었다. 시작은 텐센트가 서비스 중인 기존작들의 최근 업데이트 내용 및 PV가 공개되었는데 여기에는 화평정영(PUBG), 크로스파이어, 던전앤파이터, 메이플스토리, 로스트아크, 쿠키런 IP가 포함되었다. 중국에서도 한국 게임 IP의 영향력을 중요하게 여기고 있음을 알 수 있다.

신작의 경우 국산 게임 중엔 <블&소2>와 <검은사막>이 포함되었다. <블&소2>는 작년 12월 판호를 발급받았고 최근 CBT를 진행했는데, 과거 중국에서 인기 있었던 IP인 만큼 기대감이 있어보인다. 모바일 버전에 이어 PC 버전도 텐센트가 서비스하게 된 <검은사막>은 아직 판호가 발급되지 않았지만 이전부터 중국 내 테스트가 진행되어 판호 발급 가능성이 높다. 이렇게 향후 대형작들이 중국에서 판호 발급이 수월해진다면, 중국이 전 세계 1위 시장 규모인 만큼 국내 개발사들의 해외 매출 비중 확대에 의미있는 기여가 가능할 것이다.

### 텐센트 자체 쇼케이스 <SPARK 2024> 5/29 진행



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2022년 12월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
제2의나라: 크로스월드	넷마블네오	MMORPG	모바일
삼타이탄	카밤 (넷마블 자회사)	시뮬레이션	모바일
A3: 스틸 얼라이브	넷마블엔투	MMORPG	모바일
메이플스토리M	넥슨	MMORPG	모바일
로스트아크	스마일게이트알피지	MMORPG	PC
에픽세븐	슈퍼크리에이티브	수집형 RPG	모바일
그랑사가	엔픽셀	MMORPG	모바일
뮤: 레전드	웹젠	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 3월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
쿠키런: 킹덤	데브시스템즈	수집형 RPG	모바일
블루아카이브	넥슨게임즈	수집형 RPG	모바일
메이플스토리: H5	넥슨(라스타)	방치형 RPG	모바일
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	넷마블(고단샤)	MMORPG	모바일
오디션: 모두의 파티	티쓰리	리듬/캐주얼	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 8월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
라그나로크 오리진	그라비티	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2023년 12월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
블레이드&소울 2	엔씨소프트	MMORPG	모바일
미르 M	위메이드	MMORPG	모바일
라그나로크 X: 넥스트 제너레이션	그라비티	MMORPG	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권

2024년 2월 중국 외자판호 발급된 국내 개발사 게임 List

게임명	개발사	장르	플랫폼
던전앤파이터: 오리진	넥슨	액션 RPG	모바일
킹 오브 파이터 올스타	넷마블	액션 RPG	모바일
고양이와 스프	네오위즈	힐링 시뮬레이션	모바일

자료: NPPA, 언론 보도, 신한투자증권



## 중국은 한동안 주요 투자포인트가 되기는 힘들다

### 홍행 가능성 높은 작품들은 이미 판호발급/출시 완료

22년 이전 개발작들은 이미 판호 발급 후 출시, 북미/유럽/일본 공략 필요

중국 외자판호를 발급받아 출시까지 이어진 게임들은 대부분 시장이 예상했던 작품들이다. 이미 좋은 성과를 거둔 작품들은 게임성이 검증된 것으로 중국에서도 흥행 가능성이 높아보였는데, 예상대로 해당 게임들이 먼저 판호가 발급되었다. 중국 퍼블리셔들도 기회비용을 줄이기 위해 흥행 가능성 높은 작품들에 대해 우선적으로 판호 발급 프로세스를 진행하기 때문이다.

흥행 가능성이 높아 빠르게 판호가 발급되어 출시까지 이루어진 게임들은 대부분 2022년 이전 개발작들이다. 2022~23년은 국산 게임들이 대부분 부진했기에 다시 중국에서 성과가 좋을만한 작품이 출시되고 판호 발급까지 이어지려면 시간이 필요할 것이다. 신작이 개발 및 출시되고 중국으로 지역 확장을 하는 데까지 특히 공백이 긴 시기가 될 예정이기에 한국 개발사들의 북미/유럽, 일본 지역 매출 비중 확대가 더욱 중요해졌다.

### 미래시(未來視)로 인해 기대 매출 축소

미래시로 인하여, 게임 퀄리티와 무관하게 중국에서의 핸디캡 존재

‘미래시’란 신작의 지역 순차 출시에 따라 후순위 출시 국가 유저들은 예정된 업데이트 내용을 미리 알 수 있음을 뜻한다. 퍼블리셔들은 전락상 글로벌 동시 출시와 지역 순차 출시를 선택하는데, 중국은 판호 발급이라는 진입 장벽으로 인해 출시를 위해 소요되는 시간이 가장 긴 국가가 되었다. 한편 미래시가 존재할 경우 유저들은 향후 업데이트 순서와 내용을 알 수 있기에 효율적인 과금을 집행한다. 예를 들어, 중~고과금 유저의 경우 향후 업데이트 내용을 모른다면 캐릭터 업데이트마다 꾸준한 과금을 유지할 수도 있지만, 업데이트 내용을 미리 알 수 있다면 캐릭터의 능력치나 취향에 따라 선택적인(효율적인) 과금이 가능해진다. 또한 신규 콘텐츠 업데이트에도 유저들이 받아들이는 신선도에 차이가 있어 몰입도가 낮아질 수도 있다. 중국에서 개발된 게임은 중국을 포함한 글로벌 동시 론칭이 가능하지만, 한국에서 개발된 게임은 중국에서 반드시 미래시가 존재할 수밖에 없다보니 게임의 퀄리티와 무관하게 중국 시장에서 핸디캡을 갖게 된다.

### 트렌드 변화로 더 공략이 어려워진 중국 시장

‘요즘 트렌드’를 따르는 중국 기업들을 고려해 북미/유럽/일본 공략 필요

과거 중국은 한국, 대만과 유사한 시장으로 평가되었다. 그러나 2015년 이후 중국 기업들의 자체 개발 신작 퀄리티가 높아지고 유저 선호도가 다양해지면서 한국의 대표 프로덕트 MMORPG의 인기도 예전같지 않다. 중국 모바일 게임 매출 순위에서도 MMORPG를 찾아보기 어렵고 전략/턴제/수집형RPG/서브컬처 등의 “요즘 트렌드” 게임들이 더 많아졌다. 해당 인기 장르의 게임들은 이미 중국 개발사들의 역량이 뛰어나고 대규모 마케팅으로 글로벌 시장 점유율을 차지 해버려서 앞으로는 중국을 주요 목표 국가로 삼지 않고 한국/북미유럽/일본 시장을 목표로 신작이 더 중요해질 전망이다.

주요 커버리지 기업의 신작 출시 일정

회사명	게임	개발사	장르	플랫폼	출시시기
크래프톤	다크앤더커 모바일	블루홀 스튜디오	익스트랙션	모바일	2H24
	Project Black Budget	PUBG Studios	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔/모바일	2H24
	Proeject InZOY	블루홀 스튜디오	인생 시뮬레이션	PC/콘솔	2H24
넷마블	킹 아서: 레전드 라이즈	카밤	수집형 전략 RPG	PC/모바일	2H24
	데미스 리본	넷마블에프앤씨	수집형 RPG	PC/모바일	2H24
	일곱개의대죄 키우기	넷마블에프앤씨	방치형 RPG	모바일	2H24
엔씨소프트	배틀 크러쉬	엔씨소프트	액션배틀로얄	모바일/스위치/스팀	24.06
	블레이드&소울 S	엔씨소프트	수집형 RPG	모바일	2024
	블레이드 & 소울 2 (중국)	엔씨소프트	MMORPG	모바일	2024
	프로젝트G	엔씨소프트	실시간 전략	PC/모바일	2025
펄어비스	붉은사막	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	2024
	DokeV (도깨비)	펄어비스	수집형 오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	미정
	Project Awakening	CCP게임즈	복합 샌드박스 슈팅게임	미정	미정
	검은사막 (중국)	펄어비스	MMORPG	PC/콘솔	미정
카카오게임즈	가디언오더	로드컴플릿	액션 RPG	모바일	2H24
	오딘:발할라라이징	자체개발(라이언하트)	MMORPG	PC/모바일	2H24
	패스 오브 엑자일 2	그라인딩 기어 게임즈	핵앤슬래시	PC	2H24
	크로노 오디세이	엔픽셀 크로노 스튜디오	오픈월드 MMORPG	PC/콘솔	2025
위메이드	레전드오브이미르	위메이드엑스알	MMORPG	모바일/PC	2024
	미르4 (중국)	위메이드넥스트	MMORPG	모바일	2024
	미르M (중국)	위메이드M	MMORPG	모바일	2024
	미르5	위메이드넥스트	MMORPG	PC	미정
더블유게임즈	빙고헤이븐	더블유게임즈	캐주얼 빙고	모바일	1H24
	수퍼매치(가제)	더블다운인터랙티브	매치3 퍼즐	모바일	2H24
	잭팟 스매쉬(가제)	더블유게임즈	소셜카지노	모바일	2H24
NHN	다키스트 데이즈	NHN BF	오픈월드 루터슈터	PC	2H24
	우파루오딧세이 글로벌	하이브로	SNG	모바일	2H24
	스텔라판타지	링게임즈	서브컬처 수집형 RPG	PC/모바일	2H24
	페블시티	NHN BF	소셜카지노	모바일	2H24
데브시스터즈	쿠키런: 모험의 탑	오븐게임즈	캐주얼 협동 액션 어드벤처	PC/모바일	24.06.26
	쿠키런 (인도)	오븐게임즈	러닝 액션	모바일	2H24
	쿠키런: 오븐스매시	프레스에이	대전 슈팅	모바일	2024
웹젠	테르비스	웹젠노바	수집형 RPG	모바일	2024
	프로젝트D	하운드13	오픈월드 액션	PC/모바일	2024
컴투스	스타시드: 아스니아 트리거	모히또게임즈	수집형 RPG	모바일	24.03.28
	프로스트펍크: 비온더 더 아이스	넷이즈	생존형 건설 경영 시뮬레이션	모바일	2H24
네오위즈	고양이와 스프: 말랑타운	퍼블리싱	SNG	모바일	2H24
	고양이와 스프: 매직 레시피	자체개발	시뮬레이션	모바일	2H24
	영웅전설: 가가브 트릴로지	자체개발	수집형 RPG	모바일	2H24
	P의 거짓 DLC	자체개발	소울라이크	PC/콘솔	2H24
조이시티	디즈니 켈름 브레이커스	테이크파이브스튜디오	전략 대전	모바일	2024
	프리스타일 풋볼2	우레(자회사)	스포츠 캐주얼	PC	2025

자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 플랫폼의 게임 개발사 인수 / 투자 내역

투자 주체	투자 대상	보유 지분 (%)	투자 금액 (억달러)	투자 대상의 주요 IP
마이크로소프트	ZeniMax	100	75	〈엘더스크롤〉, 〈Quake〉
	Activision Blizzard	100	686.8	〈디아블로〉, 〈콜오브듀티〉
	Ensemble Studios	100	1	〈에이지 오브 엠파이어〉
	Rare Studios	100	3.8	〈동키콩〉
	Mojang Studios	100	25	〈마인크래프트〉
	위메이드	미공개	0.47	〈미르4〉, 〈나이트 크로우〉
	Nemesis Games	미공개	미공개	〈Fortix〉
소니	Epic Games	14	10	〈포트나이트〉
	Bungie	100	36	〈헤일로〉
	Savage Game Studios	미공개	미공개	미공개
	Insomniac Games	100	2.3	〈마블 스파이더맨〉
	Firewalk Studios LLC	100	미공개	미공개
넷플릭스	Next Games	100	0.7	〈기묘한 이야기: 퍼즐 이야기〉
	Boss Fight Entertainment	미공개	미공개	〈던전 보스〉
	Night School Studios	미공개	미공개	〈Oxenfree〉
텐센트	Riot Games	100	4	〈LoL〉
	Sumo Group	100	12.7	〈Forza Horizon〉
	Ubisoft	5	3	〈어쌔신 크리드〉
	Epic Games	40	3.3	〈포트나이트〉
	Supercell	84	86	〈클래시 오브 클랜〉
	From Software	16	11.6	〈엘드링〉
	Activision Blizzard	5	미공개	〈디아블로〉, 〈콜오브듀티〉
	Bluehole	12	미공개	〈PUBG〉
	Funcom	29	1.5	〈Conan Exiles〉
	Grinding Gear Games	80	미공개	〈Path of Exile〉
시프트업	20	미공개	〈승리의여신:니케〉	
디즈니	Playdom	미공개	7.6	〈Gardens of Time〉
	New Horizon Interactive	미공개	3.5	〈클럽 펑귄〉
	FoxNext Games LLC	미공개	미공개	〈Marvel Strike Force〉
메타	Armature Studio	100	미공개	〈레지던트 이블〉
	Camouflaj	100	미공개	〈마블 아이언맨 VR〉
	Twisted Pixel	100	미공개	〈Wilson's Heart〉

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## Appendix. 지역별 모바일 게임 매출 순위

글로벌 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (24년 4월)

	이름	개발사	장르
1	모노폴리 고	스코프리	캐주얼, 보드
2	왕자영요	티미 스튜디오	MOBA
3	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐
4	로블록스	로블록스	샌드박스
5	캔디크러시 사가	킹	캐주얼, 퍼즐
6	라스트 워 서바이벌	퍼스트편	전략
7	PUBG 모바일	크래프톤	배틀로얄 슈터
8	브롤스타즈	슈퍼셀	대전 슈팅
9	원신	호요버스	오픈월드
10	붕괴: 스타레일	호요버스	RPG

자료: 센서타워, 신한투자증권

미국 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (5/29)

	이름	개발사	장르
1	모노폴리 고	스코프리	캐주얼, 보드
2	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐
3	로블록스	로블록스	샌드박스
4	캔디크러시 사가	킹	캐주얼, 퍼즐
5	라스트 워 서바이벌	퍼스트편	전략
6	화이트아웃 서바이벌	센추리 게임즈	전략 시뮬레이션
7	브롤스타즈	슈퍼셀	대전 슈팅
8	타운십	플레이릭스	시뮬레이션
9	드래곤볼 레전드	반다이남코	액션 RPG
10	코인마스터	문액티브	캐주얼 어드벤처

자료: 센서타워, 신한투자증권

중국 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (5/29)

	이름	개발사	장르
1	던전앤파이터 모바일	넥슨	액션 RPG
2	왕자영요	티미 스튜디오	MOBA
3	PUBG 모바일	크래프톤	배틀로얄 슈터
4	붕괴: 스타레일	호요버스	RPG
5	가레나 프리 파이어	가레나	배틀로얄 슈터
6	出发吧麦芬	X.D.Global	MMORPG
7	리그 오브 레전드	라이엇 게임즈	전략
8	BangBang Survivor	SPGAME	캐주얼 슈팅 전
9	捕鱼大作战	TUYOO	시뮬레이션
10	리그 오브 레전드: 와일드	라이엇 게임즈	MOBA

자료: 센서타워, 신한투자증권

일본 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (5/29)

	이름	개발사	장르
1	붕괴: 스타레일	호요버스	RPG
2	드래곤 퀘스트	스퀘어 에닉스	RPG
3	퍼즐 & 드래곤즈	GungHo Online	퍼즐
4	学園アイドルマスター	반다이남코	카드 시뮬레이션
5	eFootball 2024	코나미	스포츠
6	라스트 워 서바이벌	퍼스트편	전략
7	원피스 바운티러쉬	반다이남코	액션 어드벤처
8	원피스 트레저 크루즈	반다이남코	스워드 RPG
9	나혼자만레벨업	넷마블	RPG
10	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐

자료: 센서타워, 신한투자증권

한국 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (5/29)

	이름	개발사	장르
1	라스트 워 서바이벌	퍼스트편	전략
2	리니지M	엔씨소프트	MMORPG
3	나혼자만레벨업	넷마블	RPG
4	명조: 웨더링 웨이브	쿠로게임즈	오픈월드
5	화이트아웃 서바이벌	센추리 게임즈	전략 시뮬레이션
6	리니지W	엔씨소프트	MMORPG
7	로얄 매치	드림게임즈	캐주얼, 퍼즐
8	버섯커 키우기	JOY MOBILE	방치형 RPG
9	오딘: 발할라 라이징	라이온하트	MMORPG
10	아키에이지 워	엑스엘게임즈	MMORPG

자료: 센서타워, 신한투자증권

대만 모바일 게임 매출 순위 TOP 10 (5/29)

	이름	개발사	장르
1	리니지W	엔씨소프트	MMORPG
2	리니지M	엔씨소프트	MMORPG
3	星城 Online	Wanin	소셜카지노
4	명조: 웨더링 웨이브	쿠로게임즈	오픈월드
5	라스트 워 서바이벌	퍼스트편	전략
6	신마지탑	매드헤드업	퍼즐 RPG
7	버섯커 키우기	JOY MOBILE	방치형 RPG
8	화이트아웃 서바이벌	센추리 게임즈	전략 시뮬레이션
9	包你發娛樂城	YILE	소셜 카지노
10	리니지2M	엔씨소프트	MMORPG

자료: 센서타워, 신한투자증권

주요 커버리지 기업의 신작 출시 일정

회사명	게임	개발사	장르	플랫폼	출시시기
크래프톤	다크앤더커 모바일	블루홀 스튜디오	익스트랙션	모바일	2H24
	Project Black Budget	PUBG Studios	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔/모바일	2H24
	Proeject InZOY	블루홀 스튜디오	인생 시뮬레이션	PC/콘솔	2H24
넷마블	킹 아서: 레전드 라이즈	카밤	수집형 전략 RPG	PC/모바일	2H24
	데미스 리본	넷마블에프앤씨	수집형 RPG	PC/모바일	2H24
	일곱개의대죄 키우기	넷마블에프앤씨	방치형 RPG	모바일	2H24
엔씨소프트	배틀 크러쉬	엔씨소프트	액션배틀로얄	모바일/스위치/스팀	24.06
	블레이드&소울 S	엔씨소프트	수집형 RPG	모바일	2024
	블레이드 & 소울 2 (중국)	엔씨소프트	MMORPG	모바일	2024
	프로젝트G	엔씨소프트	실시간 전략	PC/모바일	2025
펄어비스	붉은사막	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	2024
	DokeV (도깨비)	펄어비스	수집형 오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	미정
	Project Awakening	CCP게임즈	복합 샌드박스 슈팅게임	미정	미정
	검은사막 (중국)	펄어비스	MMORPG	PC/콘솔	미정
카카오게임즈	가디언오더	로드컴플릿	액션 RPG	모바일	2H24
	오딘:발할라라이징	자체개발(라이언하트)	MMORPG	PC/모바일	2H24
	패스 오브 엑자일 2	그라인딩 기어 게임즈	핵앤슬래시	PC	2H24
	크로노 오디세이	엔픽셀 크로노 스튜디오	오픈월드 MMORPG	PC/콘솔	2025
위메이드	레전드오브이미르	위메이드엑스알	MMORPG	모바일/PC	2024
	미르4 (중국)	위메이드넥스트	MMORPG	모바일	2024
	미르M (중국)	위메이드M	MMORPG	모바일	2024
	미르5	위메이드넥스트	MMORPG	PC	미정
더블유게임즈	빙고헤이븐	더블유게임즈	캐주얼 빙고	모바일	1H24
	수퍼매치(가제)	더블다운인터랙티브	매치3 퍼즐	모바일	2H24
	잭팟 스매쉬(가제)	더블유게임즈	소셜카지노	모바일	2H24
NHN	다키스트 데이즈	NHN BF	오픈월드 루터슈터	PC	2H24
	우파루오딧세이 글로벌	하이브로	SNG	모바일	2H24
	스텔라판타지	링게임즈	서브컬처 수집형 RPG	PC/모바일	2H24
	페블시티	NHN BF	소셜카지노	모바일	2H24
데브시스터즈	쿠키런: 모험의 탑	오븐게임즈	캐주얼 협동 액션 어드벤처	PC/모바일	24.06.26
	쿠키런 (인도)	오븐게임즈	러닝 액션	모바일	2H24
	쿠키런: 오븐스매시	프레스에이	대전 슈팅	모바일	2024
웹젠	테르비스	웹젠노바	수집형 RPG	모바일	2024
	프로젝트D	하운드13	오픈월드 액션	PC/모바일	2024
컴투스	스타시드: 아스니아 트리거	모히또게임즈	수집형 RPG	모바일	24.03.28
	프로스트펍크: 비온더 더 아이스	넷이즈	생존형 건설 경영 시뮬레이션	모바일	2H24
네오위즈	고양이와 스프: 말랑타운	퍼블리싱	SNG	모바일	2H24
	고양이와 스프: 매직 레시피	자체개발	시뮬레이션	모바일	2H24
	영웅전설: 가가브 트릴로지	자체개발	수집형 RPG	모바일	2H24
	P의 거짓 DLC	자체개발	소울라이크	PC/콘솔	2H24
조이시티	디즈니 켈름 브레이커스	테이크파이브스튜디오	전략 대전	모바일	2024
	프리스타일 풋볼2	우레(자회사)	스포츠 캐주얼	PC	2025

자료: 회사 자료, 신한투자증권



# 크래프톤 (259960)

## IP 관리 역량 긍정적이나 단기 매력 하락

2024년 5월 30일

✓ 투자판단	매수 (상향)	✓ 목표주가	290,000 원 (상향)
✓ 상승여력	18.9%	✓ 현재주가 (5월 29일)	244,000 원

### 신한생각 장기적인 IP 지속성 증명, 단기적인 주가 매력은 하락

실적 서프라이즈로 뛰어난 <PUBG> IP의 지속성을 증명. 대규모 자사주 매입까지 진행해 큰 폭의 주가 상승. 다만 자사주 매입, 호실적 등이 5월에 현실화되어 추가 상승 이끌만한 재료는 단기적으로 부재

### 글로벌 Top Tier 수준 IP 관리 역량과 기대 신작 <다크앤다커 모바일>

크래프톤은 여러 분기 연속으로 실적 서프라이즈를 기록하며 시장에서 언급되었던 <PUBG> IP 매출 하락 우려 해소. 라이브 서비스에서 어려운 영역인 충분한 볼륨의 콘텐츠 공급과 과금 강도 조절에서 글로벌 Top Tier 수준의 실력 증명. 충분한 유저 모객과 충성도 향상 이후 완만하게 객단가를 높이는 동사의 전략은 향후 익스트랙션 장르 신작들에서도 나타날 전망. <다크앤다커 모바일>은 4월말 한국 CBT를 진행. 5만명 이상의 유저가 참여했고 일부 BM에 대한 논란도 있었지만 코어 콘텐츠 및 조작성에 대해선 긍정적 평가 다수 존재. 익스트랙션 장르를 시도하는 글로벌 개발사들 모두 지속 가능한 콘텐츠를 제시하지 못하고 있어, 해당 문제를 해결하는 것이 동사에게도 오랜 라이브 서비스를 위한 과제라 판단

### 목표주가 290,000원으로 상향, 미래를 기대할 수 있는 트래픽 필요

실적 서프라이즈로 추정치 조정에 따라 목표주가 290,000원으로 상향. 이전 추정에는 <다크앤다커 모바일>의 상반기말 출시 가정이 있었는데 CBT 시점이 늦어져 사실상 상반기 출시는 힘들어보여, 3분기말~4분기초 한국 출시 후 해외 순차적 확장 예상. 기존 IP 관리와 투자를 통한 스튜디오 발굴로 높은 멀티플을 받을 수 있는 회사이나, <PUBG> 외 글로벌 트래픽을 유의미하게 일으킬 수 있는 신작이 필요. 이익 규모가 당장 부족하지 않기 때문에 미래 재무적 기여를 기대할 수 있는 트래픽이 신작을 통해 나타난다면 큰 폭의 주가 리레이팅이 가능할 전망

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (%)	DY (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	16.5	10.3	1.6	6.0	-
2023	1,910.6	768.0	595.4	15.8	11.2	1.7	7.3	-
2024F	2,329.2	843.8	678.3	17.3	11.5	1.9	8.8	-
2025F	2,419.9	780.1	642.8	18.2	9.8	1.7	8.8	-
2026F	2,627.4	885.8	708.1	16.5	9.8	1.5	7.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

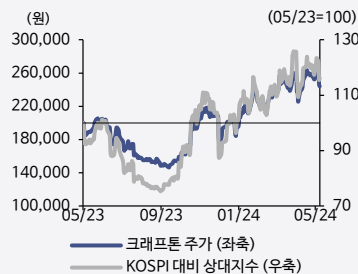
시가총액	11,801.3 십억원
발행주식수(유동비율)	47.9 백만주 (58.6%)
52주 최고가/최저가	263,500 원/146,500 원
일평균 거래액 (60일)	38,747 백만원
외국인 지분율	37.2%

### 주요주주 (%)

장병규 외 28인	21.1
IMAGE FRAME INVESTMENT (HK) LIMITED	13.7

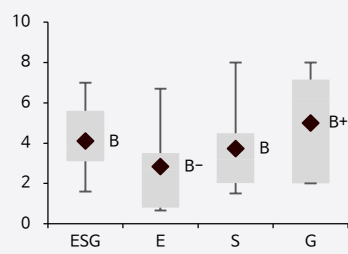
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	1.7	7.5	31.7	24.6
상대	2.1	6.1	25.9	24.3

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



크래프톤 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	522.7	547.9	592.6	1,910.6	2,329.2	2,419.9
(% YoY)	3.0	(8.6)	3.8	12.8	23.6	35.1	21.7	10.9	3.1	21.9	3.9
(% QoQ)	13.7	(28.2)	16.3	18.7	24.6	(21.5)	4.8	8.2			
<b>[매출구성]</b>											
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	182.7	188.4	218.3	583.9	833.1	853.9
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	320.8	340.9	356.1	1,244.8	1,420.1	1,460.5
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	10.5	9.7	8.9	55.7	40.5	65.7
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	8.7	9.0	9.2	26.2	35.4	39.8
<b>영업비용</b>	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	346.0	363.5	420.4	1,142.5	1,485.3	1,639.8
(% YoY)	22.9	(0.8)	(9.7)	6.5	39.0	35.4	39.3	13.6	3.6	30.0	10.4
(% QoQ)	(26.4)	(0.0)	2.1	41.8	(4.0)	(2.7)	5.1	15.7			
<b>[비용구성]</b>											
인건비	100.8	103.2	102.3	120.9	121.4	127.6	134.0	153.1	427.3	536.2	617.1
지급수수료	61.6	70.6	64.9	61.9	61.3	77.4	81.3	95.2	258.9	315.2	334.2
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	87.9	85.9	68.3	71.2	84.2	226.8	309.7	338.5
마케팅비	5.1	8.7	18.1	34.2	12.4	18.4	21.1	30.6	66.1	82.5	108.2
주식보상비용	10.0	9.1	(19.8)	28.3	42.1	19.0	19.3	19.7	27.6	100.1	82.9
기타	31.4	31.9	35.6	36.9	32.3	35.3	36.5	37.6	135.9	141.6	159.0
<b>영업이익</b>	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	176.8	184.4	172.2	768.0	843.8	780.1
(% YoY)	(10.1)	(20.7)	30.9	30.3	9.7	34.5	(2.6)	4.8	2.2	9.9	(7.6)
(% QoQ)	124.3	(53.5)	44.0	(13.2)	89.0	(43.1)	4.3	(6.6)			
(% OPM)	52.5	34.0	42.0	30.7	46.6	33.8	33.7	29.1	40.2	36.2	32.2
<b>당기순이익</b>	267.2	128.5	211.6	(13.2)	348.6	145.0	165.2	18.1	594.1	676.9	642.8
(% YoY)	9.0	(33.7)	(6.6)	적지	30.5	12.8	(21.9)	흑전	18.8	13.9	(5.0)
(% QoQ)	흑전	(51.9)	64.6	적전	흑전	(58.4)	14.0	(89.1)			
(% NPM)	49.6	33.2	47.0	(2.5)	52.4	27.7	30.2	3.0	31.1	29.1	26.6
<b>지배기업순이익</b>	267.5	128.8	211.9	(12.8)	350.0	145.0	165.2	18.1	595.4	678.3	642.8
(% YoY)	9.1	(33.6)	(6.4)	적지	30.9	12.6	(22.0)	흑전	19.0	13.9	(5.2)
(% QoQ)	흑전	(51.8)	64.6	적전	흑전	(58.6)	14.0	(89.1)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 Valuation Table			
(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	678.3	642.8	자기주식수 차감
주식 수 (만주)	4,542	4,542	
EPS	14,934	14,153	
12M Fwd EPS (A)		14,615	시가총액 기준 14.0 조원
목표 PER (B)		20.0	
(A) * (B)		292,303	
목표 주가		290,000	
현재 주가 (5/29)		244,000	
상승여력 (%)		18.9	

자료: 신한투자증권



크래프톤 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	%Gap
매출액	665.9	534.6	24.6	538.7	23.6	568.2	17.2
영업이익	310.5	164.3	89.0	283.0	9.7	241.1	28.8
순이익	350.0	(12.8)	흑전	267.5	30.9	195.6	78.9
영업이익률	46.6	30.7		52.5		42.4	
순이익률	52.6	(2.4)		49.6		34.4	

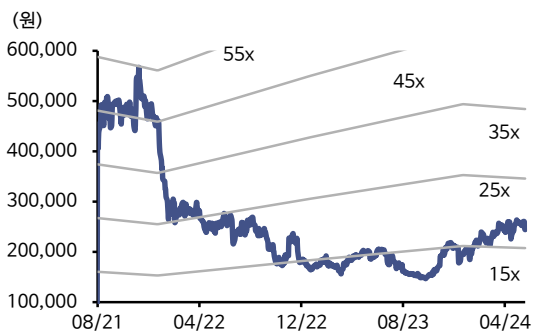
자료: 회사 자료, 신한투자증권

크래프톤 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,323.6	2,329.2	0.2	2,661.4	2,419.9	(9.1)
영업이익	851.9	843.8	(0.9)	1,011.9	780.1	(22.9)
순이익	768.2	678.3	(11.7)	838.5	642.8	(23.3)

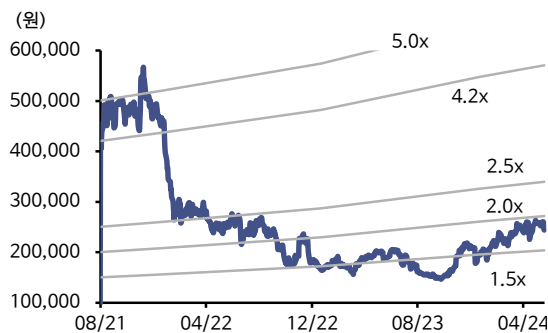
자료: 신한투자증권 추정

크래프톤 12개월 선행 PER band



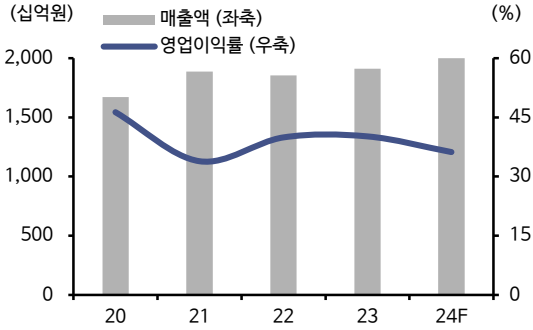
자료: QuantiWise, 신한투자증권

크래프톤 12개월 선행 PBR band



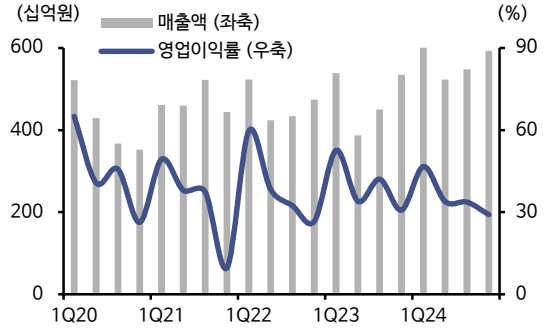
자료: QuantiWise, 신한투자증권

### 연간 실적 추이 및 전망



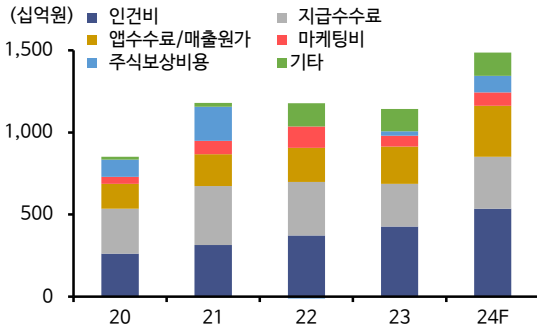
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 분기 실적 추이 및 전망



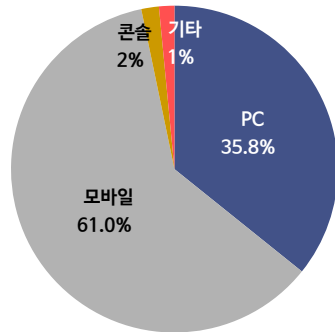
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 연간 비용 추이 및 전망



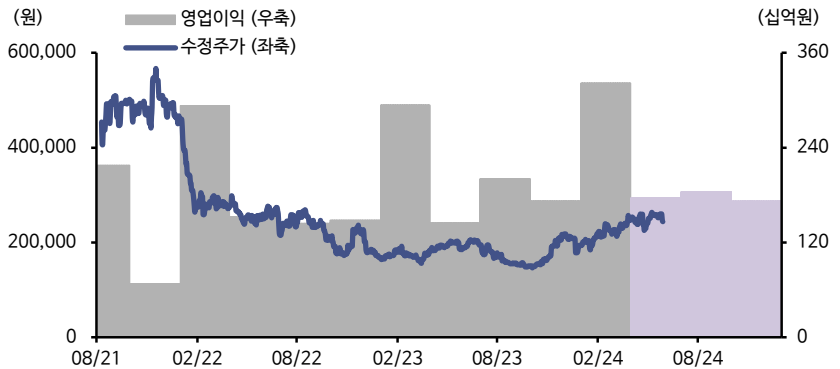
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 크래프톤 영업이익 및 주가 추이



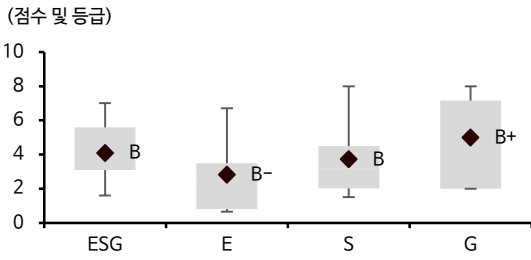
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권

# ESG Insight 크래프톤

## Analyst Comment

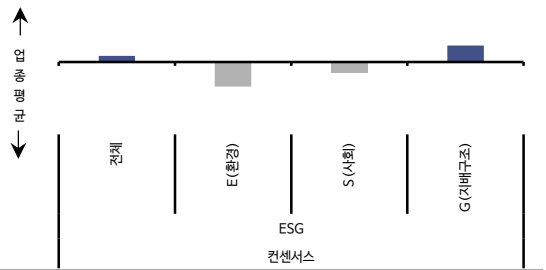
- ◆ 자발적 기부 문화 프로그램 ‘매칭 그랜트’를 통해 미래 인재 양성 및 우수 인재 확보 노력
- ◆ 소프트웨어 인재 양성 프로그램 ‘크래프톤 정글’을 통하여 청년 고용 창출에 기여
- ◆ 환경정보공개시스템상 2021년 녹색경영전담조직, 용수 및 에너지 사용량, 폐기물발생량 등 공개

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

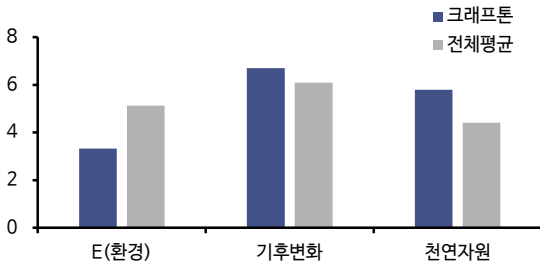
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

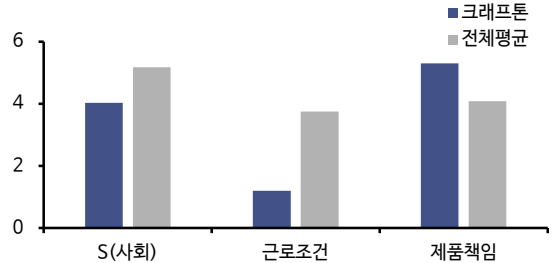
## Key Chart

### 환경 세부 점수 및 전체평균



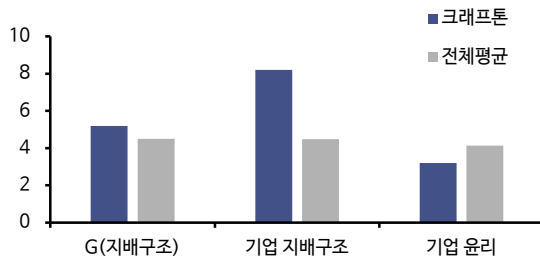
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 사회 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 인재 양성 프로그램 ‘크래프톤 정글’



자료: 회사 자료, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>6,037.8</b>	<b>6,440.5</b>	<b>7,211.7</b>	<b>7,843.6</b>	<b>8,648.8</b>
유동자산	3,892.6	3,964.4	4,637.4	5,354.2	6,057.6
현금및현금성자산	674.7	721.0	1,151.7	1,883.4	2,453.9
매출채권	525.6	700.4	776.5	764.9	868.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,145.2	2,476.0	2,574.2	2,489.4	2,591.2
유형자산	223.4	257.0	236.7	171.1	175.1
무형자산	867.7	607.8	633.4	624.4	631.3
투자자산	693.3	918.2	989.8	979.6	1,070.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>921.4</b>	<b>881.6</b>	<b>963.5</b>	<b>952.7</b>	<b>1,049.7</b>
유동부채	411.5	520.7	576.5	568.0	643.6
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
매입채무	0.0	0.2	0.2	0.2	0.3
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	509.9	360.9	387.1	384.7	406.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	139.9	131.0	136.2	136.2	136.2
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,116.4</b>	<b>5,558.8</b>	<b>6,248.1</b>	<b>6,891.0</b>	<b>7,599.1</b>
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,471.5	1,471.5	1,471.5
기타자본	103.6	97.3	83.5	83.5	83.5
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	112.0	112.0	112.0
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,573.2	5,216.1	5,924.2
<b>지배주주지분</b>	<b>5,111.2</b>	<b>5,544.4</b>	<b>6,245.1</b>	<b>6,888.0</b>	<b>7,596.1</b>
비지배주주지분	5.2	4.4	3.0	3.0	3.0
*총차입금	204.1	203.8	216.0	215.0	224.6
*순차입금(순현금)	(3,075.8)	(2,987.6)	(3,564.4)	(4,295.0)	(4,874.9)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>512.7</b>	<b>662.3</b>	<b>843.7</b>	<b>720.4</b>	<b>748.8</b>
당기순이익	500.2	594.1	676.9	642.8	708.1
유형자산상각비	75.6	77.2	83.2	65.6	58.0
무형자산상각비	31.8	30.8	12.0	9.0	9.0
외환환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(7.2)	(25.6)	(0.0)	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	35.3	39.7	10.9	0.0	0.0
운전자본변동	(134.4)	(139.5)	77.7	2.9	(26.3)
(법인세납부)	(244.6)	(145.6)	(150.9)	(199.4)	(215.5)
기타	256.0	231.2	133.9	199.5	215.5
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(2,863.0)</b>	<b>(394.2)</b>	<b>(189.2)</b>	<b>12.3</b>	<b>(187.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(26.6)	(34.4)	(57.7)	0.0	(63.0)
유형자산의감소	0.2	0.8	0.5	0.0	1.0
무형자산의감소(증가)	4.8	24.7	(14.8)	0.0	(16.0)
투자자산의감소(증가)	(2,658.5)	(46.4)	(34.7)	10.2	(90.8)
기타	(182.9)	(338.9)	(82.5)	2.1	(19.1)
<b>FCF</b>	<b>426.0</b>	<b>567.5</b>	<b>630.4</b>	<b>657.3</b>	<b>611.7</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(56.1)</b>	<b>(225.3)</b>	<b>(244.5)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>9.7</b>
차입금의 증가(감소)	5.9	0.0	(222.3)	(1.1)	9.7
자기주식의처분(취득)	0.0	168.0	(6.1)	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(62.0)	(393.3)	(16.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	61.7	3.5	20.7	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(2,344.6)</b>	<b>46.4</b>	<b>430.7</b>	<b>731.6</b>	<b>570.6</b>
기초현금	3,019.3	674.7	721.0	1,151.7	1,883.4
기말현금	674.7	721.0	1,151.7	1,883.4	2,453.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,854.0</b>	<b>1,910.6</b>	<b>2,329.2</b>	<b>2,419.9</b>	<b>2,627.4</b>
증감률 (%)	(1.7)	3.1	21.9	3.9	8.6
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>1,854.0</b>	<b>1,910.6</b>	<b>2,329.2</b>	<b>2,419.9</b>	<b>2,627.4</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>1,102.4</b>	<b>1,142.5</b>	<b>1,485.3</b>	<b>1,639.8</b>	<b>1,741.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>751.6</b>	<b>768.0</b>	<b>843.8</b>	<b>780.1</b>	<b>885.8</b>
증감률 (%)	15.5	2.2	9.9	(7.6)	13.5
영업이익률 (%)	40.5	40.2	36.2	32.2	33.7
<b>영업외손익</b>	<b>(67.7)</b>	<b>60.6</b>	<b>127.8</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(56.8)</b>
금융손익	26.1	28.6	6.7	0.0	0.0
기타영업외손익	(58.5)	76.1	132.2	(13.3)	(56.8)
종속 및 관계기업관련손익	(35.3)	(44.2)	(11.0)	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>683.9</b>	<b>828.6</b>	<b>971.7</b>	<b>766.8</b>	<b>829.0</b>
법인세비용	168.2	234.6	248.3	199.4	215.5
계속사업이익	515.2	594.1	723.3	567.4	613.4
중단사업이익	(15.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>500.2</b>	<b>594.1</b>	<b>676.9</b>	<b>642.8</b>	<b>708.1</b>
증감률 (%)	(3.8)	18.8	13.9	(5.0)	10.2
순이익률 (%)	27.0	31.1	29.1	26.6	27.0
(지배주주)당기순이익	500.2	595.4	678.3	642.8	708.1
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(1.3)	(1.4)	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>535.7</b>	<b>592.9</b>	<b>703.7</b>	<b>642.8</b>	<b>708.1</b>
(지배주주)총포괄이익	535.9	594.0	706.3	645.2	710.8
(비지배주주)총포괄이익	(0.2)	(1.1)	(2.6)	(2.4)	(2.7)
<b>EBITDA</b>	<b>859.0</b>	<b>876.1</b>	<b>939.1</b>	<b>854.7</b>	<b>952.8</b>
증감률 (%)	19.6	2.0	7.2	(9.0)	11.5
EBITDA 이익률 (%)	46.3	45.9	40.3	35.3	36.3

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	10,194	12,194	14,079	13,424	14,787
EPS (지배순이익, 원)	10,194	12,221	14,107	13,424	14,787
BPS (자본총계, 원)	104,243	114,940	130,473	143,897	158,684
BPS (지배지분, 원)	104,137	114,849	130,411	143,835	158,622
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	16.5	15.9	17.3	18.2	16.5
PER (지배순이익, 배)	16.5	15.8	17.3	18.2	16.5
PBR (자본총계, 배)	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (배)	6.0	7.3	8.8	8.8	7.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	46.3	45.9	40.3	35.3	36.3
영업이익률 (%)	40.5	40.2	36.2	32.2	33.7
순이익률 (%)	27.0	31.1	29.1	26.6	27.0
ROA (%)	8.5	9.5	9.9	8.5	8.6
ROE (지배순이익, %)	10.3	11.2	11.5	9.8	9.8
ROIC (%)	43.5	42.1	51.8	48.4	56.2
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	18.0	15.9	15.4	13.8	13.8
순차입금비율 (%)	(60.1)	(53.7)	(57.0)	(62.3)	(64.2)
현금비율 (%)	164.0	138.5	199.8	331.6	381.3
이자보상배율 (배)	99.2	86.2	N/A	N/A	N/A
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	11.7	6.4	6.8	6.8	6.9
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	104.0	117.1	115.7	116.2	113.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

# 넷마블 (251270)

## 감은 잡았지만 실적 규모는 아직...

2024년 5월 30일

✓ 투자판단	중립 (유지)	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (5월 29일)	66,000 원

### 신한생각 신작 흥행 성공률 높였지만 여전히 부족한 이익 규모

비용 효율화와 신작 흥행 성공률 제고로 흑자전환 했지만 시총 대비 여전히 부족한 이익 규모로 부담스러운 밸류에이션 부각될 전망

### 수익성 개선 및 트렌드 맞는 신작 개발 긍정적

넷마블은 실적 부진 자회사 및 메타버스 중심 스튜디오를 정리하며 인력 효율화 진행. 기존작 유지와 신작 론칭에 적절한 마케팅비 배분으로 영업 비용 전체적으로 안정화. 매출 지속성 높은 캐주얼 비중도 높아 포트폴리오 안정성도 높음. 여기에 최근 키우기류 장르, 웹툰 IP 신작 등으로 수익성 높은 성과 기록한 점 긍정적. <세븐나이즈 키우기> 흥행 이후 <일곱개의대죄 키우기>도 준비 중이며 적은 개발비 대비 매출 규모가 크고 수익성도 높아 향후 동사가 보유한 다수의 IP를 캐주얼 장르화 할 것으로 예상. <나혼자만레벨업>은 5월 출시 후 첫 날 매출 140억원을 기록할 정도로 흥행했지만 웹툰 IP 게임이 가진 콘텐츠 볼륨 및 BM 제한으로 가파른 하락 안정화 전망. 동사의 시가총액과 인력 규모를 감안했을 때 소수 작품에 집중하는 것보다 다수 신작의 꾸준한 출시가 중요하다고 판단

### 부담스러운 멀티플 부각 우려

2023년 4분기부터 공매도 금지로 인한 긍정적 수급, 구조조정 및 신작 통한 흑자전환 기대감에 동사의 주가는 가파르게 상승. <나혼렐> 웹툰/미디어 흥행으로 동사의 신작 기대감도 컸으며 흥행에도 성공. 그러나 대형작의 수가 상반기에 집중되어 있어 신작 기대감만으로는 하반기 주가를 방어하기 어려우며, 흑자전환에 성공했기에 시총 대비 낮은 이익 규모로 멀티플 부담이 부각될 전망. 현 주가에서 추가 상승을 위해서는 하반기 중 서프라이즈가 필요한데, <일곱개의대죄 키우기> 외에 큰 폭의 실적 성장 기대할 수 있는 신작은 부재함

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (%)	DY (%)
2022	2,673.4	(108.7)	(819.2)	(6.3)	(14.6)	1.0	58.9	-
2023	2,502.1	(68.5)	(255.7)	(19.5)	(4.9)	1.0	57.1	-
2024F	2,712.0	136.4	109.5	51.8	2.2	1.1	23.6	-
2025F	2,839.6	159.0	148.9	38.1	2.8	1.1	21.6	-
2026F	2,902.7	166.4	161.3	35.2	3.0	1.0	20.8	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	유지

시가총액	5,672.9십억원
발행주식수(유동비율)	86.0백만주(31.2%)
52주 최고가/최저가	69,400원/37,200원
일평균 거래액 (60일)	11,208백만원
외국인 지분율	24.6%

### 주요주주 (%)

방준혁 외 15인	24.8
CJENM	21.8

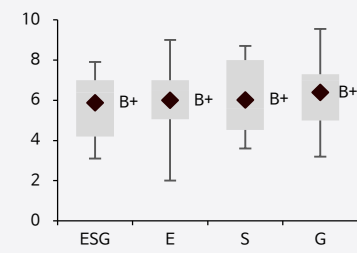
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	18.9	7.0	16.4	13.8
상대	19.4	5.6	11.3	13.5

### 주가



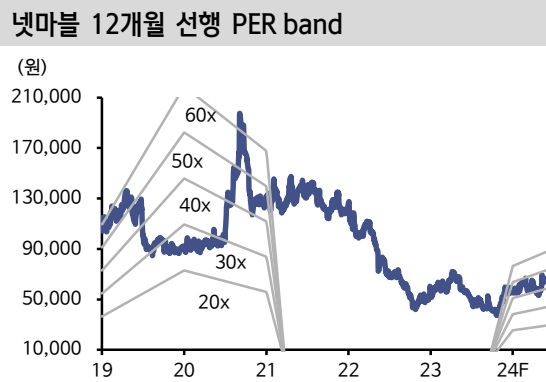
### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)

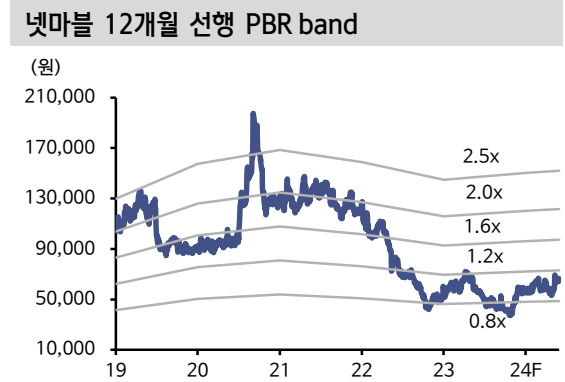


넷마블 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	709.3	702.6	714.8	2,502.1	2,712.0	2,839.6
(%YoY)	(4.6)	(8.7)	(9.2)	(3.1)	(2.9)	17.6	11.4	7.4	(6.4)	8.4	4.7
(%QoQ)	(12.3)	0.1	4.5	5.5	(12.0)	21.2	(0.9)	1.7			
<b>영업비용</b>	630.8	640.6	652.4	647.2	581.7	675.3	653.4	665.2	2,571.0	2,575.6	2,680.7
(%YoY)	(2.0)	(7.9)	(10.9)	(9.0)	(7.8)	5.4	0.2	2.8	(7.6)	0.2	4.1
(%QoQ)	(11.3)	1.5	1.9	(0.8)	(10.1)	16.1	(3.2)	1.8			
<b>[비용구성]</b>											
지급수수료	247.1	240.3	239.1	253.5	227.4	278.4	274.6	278.9	980.0	1,059.3	1,099.9
인건비	187.5	193.2	180.6	183.3	179.5	181.3	183.1	184.9	744.6	728.8	742.5
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	133.0	113.0	117.5	486.8	465.0	480.8
D&A	48.3	48.1	46.3	42.7	43.2	43.6	44.0	44.5	185.4	175.3	187.0
기타	47.6	45.8	40.7	40.1	30.1	39.0	38.6	39.3	174.2	147.1	170.4
<b>영업이익</b>	(28.2)	(37.2)	(21.9)	18.4	3.7	34.0	49.1	49.6	(69.0)	136.4	159.0
(%YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	91.5	적지	흑전	16.5
(%QoQ)	적지	적지	적지	흑전	(79.8)	818.2	44.6	1.1			
(%OPM)	(4.7)	(6.2)	(3.5)	2.8	0.6	4.8	7.0	6.9	(2.8)	5.0	5.6
<b>당기순이익</b>	(45.8)	(44.1)	(28.5)	(185.6)	(9.9)	0.4	33.3	82.0	(303.9)	105.8	156.7
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	48.1
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	8,529.1	146.0			
(%NPM)	(7.6)	(7.3)	(4.5)	(27.9)	(1.7)	0.1	4.7	11.5	(12.1)	3.9	5.5
<b>지배기업순이익</b>	(37.7)	(27.1)	(19.0)	(171.9)	(0.4)	0.4	31.7	77.9	(255.7)	109.5	148.9
(%YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	35.9
(%QoQ)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	8,529.1	146.0			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정



자료: QuantiWise, 신한투자증권



자료: QuantiWise, 신한투자증권

넷마블 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	585.4	665.6	(12.0)	602.6	(2.9)	619.9	(5.6)
영업이익	3.7	18.4	(79.8)	(28.2)	(113.1)	(9.2)	흑건
순이익	(0.4)	(171.9)	적지	(37.7)	(98.9)	(6.8)	적자
영업이익률	0.6	2.8		(4.7)		(1.5)	
순이익률	(0.1)	(25.8)		(6.3)		(1.1)	

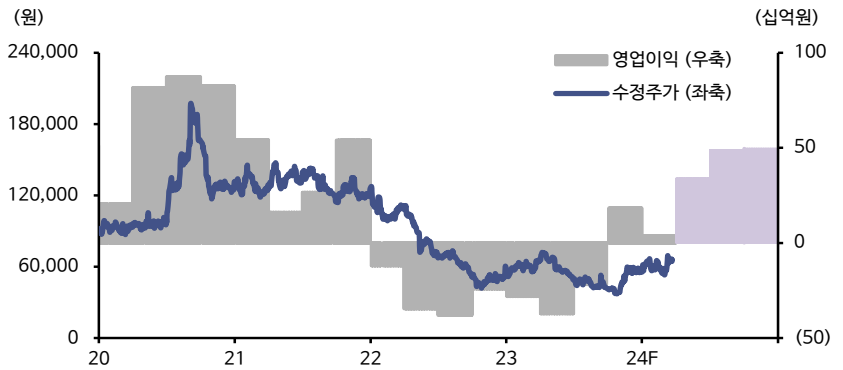
자료: 회사 자료, 신한투자증권

넷마블 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정치	차이(%)	컨센서스	신한 추정치	차이(%)
매출액	2,884.1	2,712.0	(6.0)	2,933.9	2,839.6	(3.2)
영업이익	134.9	136.4	1.1	164.8	159.0	(3.5)
순이익	84.7	109.5	29.3	125.2	148.9	18.9

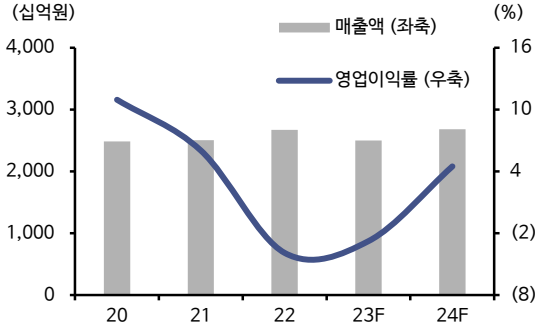
자료: 신한투자증권 추정

넷마블 영업이익 및 주가 추이



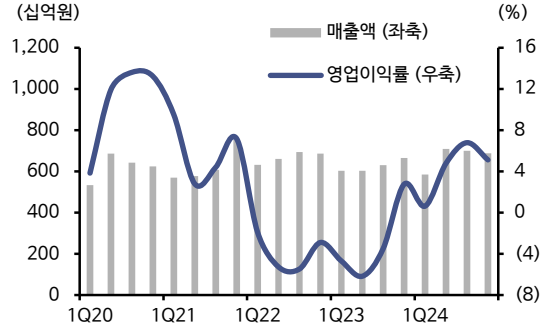
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

### 연간 실적 추이 및 전망



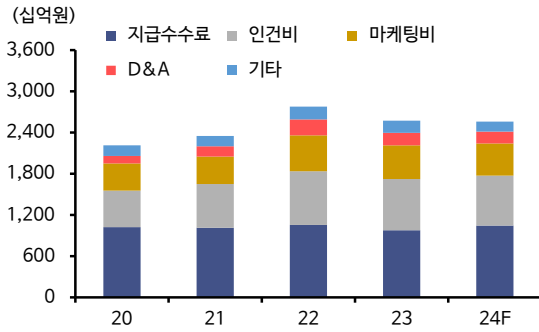
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 분기 실적 추이 및 전망



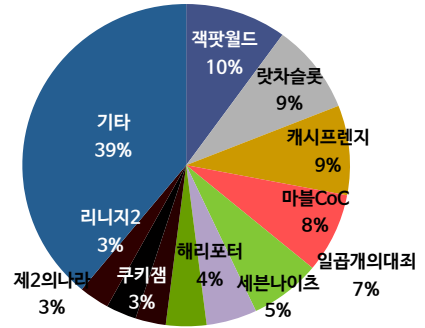
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 연간 비용 추이 및 전망



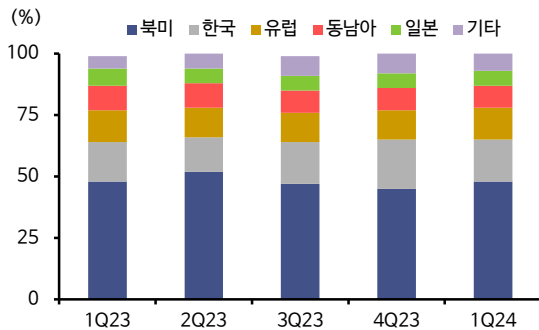
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 매출비중(1Q24)



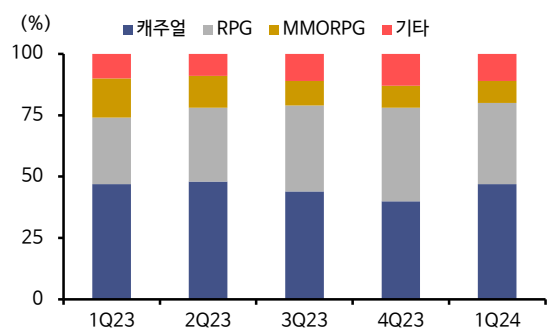
자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 지역별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

### 장르별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

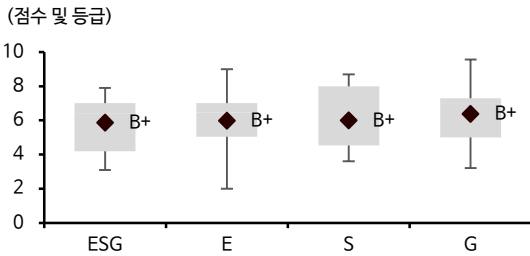


# ESG Insight

## Analyst Comment

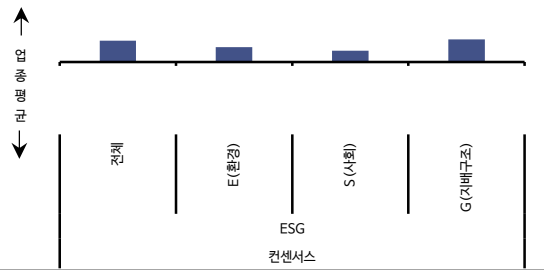
- ◆ 환경: 지속 확대되는 친환경 투자
- ◆ 사회: 활발한 고객소통으로 만족도 매년 상승
- ◆ 지배구조: 핵심지표 준수를 개선되는 중

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

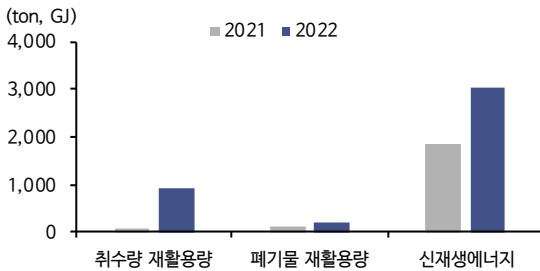
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

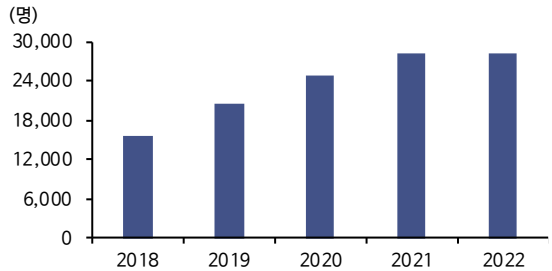
## Key Chart

### 넷마블 재활용 및 신재생에너지 사용 지표



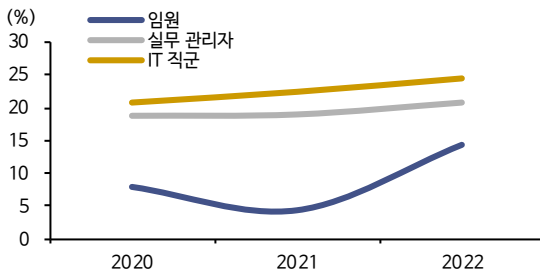
자료: 넷마블, 신한투자증권

### 넷마블 사회공헌활동 수혜 인원 현황



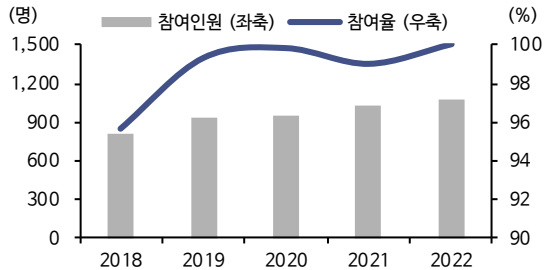
자료: 넷마블, 신한투자증권

### 넷마블 2022년 여성 임직원 비율



자료: 넷마블, 신한투자증권

### 넷마블 정도경영 자체 교육 성과 추이



자료: 넷마블, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>8,935.6</b>	<b>7,915.9</b>	<b>8,491.1</b>	<b>8,657.1</b>	<b>8,822.3</b>
유동자산	997.3	905.8	1,340.0	1,643.0	1,900.1
현금및현금성자산	503.0	430.3	830.3	1,128.0	1,387.8
매출채권	189.6	254.6	273.4	276.4	274.9
재고자산	2.8	2.7	2.9	3.0	2.9
비유형자산	7,938.2	7,010.1	7,151.1	7,014.0	6,922.2
유형자산	335.9	344.4	323.5	258.7	274.8
무형자산	3,596.1	3,228.8	3,252.5	3,152.3	3,058.2
투자자산	3,572.6	3,008.8	3,096.0	3,123.9	3,110.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>3,313.8</b>	<b>2,836.8</b>	<b>3,234.0</b>	<b>3,243.3</b>	<b>3,238.7</b>
유동부채	2,294.0	1,905.5	1,860.8	1,866.7	1,863.8
단기차입금	1,507.0	1,311.4	1,228.2	1,228.2	1,228.2
매입채무	49.0	32.2	34.6	35.0	34.8
유동성장기부채	222.4	86.3	87.2	87.2	87.2
비유동부채	1,019.8	931.3	1,373.2	1,376.5	1,374.9
사채	0.0	0.0	398.8	398.8	398.8
장기차입금(장기금융부채 포함)	794.8	645.7	667.8	667.8	667.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>5,621.8</b>	<b>5,079.0</b>	<b>5,257.1</b>	<b>5,413.8</b>	<b>5,583.6</b>
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.4	3,900.0	3,900.5	3,900.5	3,900.5
기타자본	(525.2)	(479.9)	(479.6)	(479.6)	(479.6)
기타포괄이익누계액	702.5	422.4	497.7	497.7	497.7
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,238.0	1,386.9	1,548.2
<b>지배주주지분</b>	<b>5,460.9</b>	<b>4,979.5</b>	<b>5,165.2</b>	<b>5,314.1</b>	<b>5,475.4</b>
비지배주주지분	160.9	99.5	91.9	99.7	108.2
*총차입금	2,577.4	2,101.9	2,444.7	2,445.4	2,445.1
*순차입금(순현금)	1,935.6	1,589.5	1,527.3	1,229.5	969.7

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(408.4)</b>	<b>(98.1)</b>	<b>295.8</b>	<b>325.7</b>	<b>326.3</b>
당기순이익	(886.4)	(303.9)	105.8	156.7	169.8
유형자산상각비	54.1	56.5	70.6	64.9	61.4
무형자산상각비	178.3	128.9	102.3	100.2	97.1
외환환산손실(이익)	(157.9)	2.8	0.2	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	38.3	(30.9)	(10.9)	0.0	0.0
지분법, 총속, 관계기업손실(이익)	(79.0)	(423.1)	(22.7)	0.0	0.0
운전자본변동	(73.4)	(121.0)	17.6	4.0	(2.0)
법인세납부	(492.7)	(3.8)	(41.7)	(53.0)	(41.1)
기타	1,010.3	596.4	74.6	52.9	41.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.4)</b>	<b>524.9</b>	<b>(205.4)</b>	<b>(28.7)</b>	<b>(66.2)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(38.7)	(36.2)	(43.9)	0.0	(78.0)
유형자산의감소	0.5	0.4	0.5	0.0	0.5
무형자산의증가(증가)	(82.0)	12.6	16.4	0.0	(3.0)
투자자산의감소(증가)	88.8	550.6	(139.8)	(27.9)	13.9
기타	(9.0)	(2.5)	(38.6)	(0.8)	0.4
<b>FCF</b>	<b>(258.7)</b>	<b>(83.2)</b>	<b>228.8</b>	<b>286.5</b>	<b>206.6</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(549.0)</b>	<b>(540.3)</b>	<b>294.5</b>	<b>0.7</b>	<b>(0.3)</b>
차입금의 증가(감소)	(424.6)	(473.5)	306.7	0.7	(0.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(52.5)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(71.9)	(64.6)	(12.2)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	147.1	40.8	15.1	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(850.7)</b>	<b>(72.7)</b>	<b>400.0</b>	<b>297.7</b>	<b>259.8</b>
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	830.3	1,128.0
기말현금	503.0	430.3	830.3	1,128.0	1,387.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,712.0</b>	<b>2,839.6</b>	<b>2,902.7</b>
증감률 (%)	6.6	(6.4)	8.4	4.7	2.2
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>2,673.4</b>	<b>2,502.1</b>	<b>2,712.0</b>	<b>2,839.6</b>	<b>2,902.7</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>2,782.1</b>	<b>2,570.5</b>	<b>2,575.6</b>	<b>2,680.7</b>	<b>2,736.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>(108.7)</b>	<b>(68.5)</b>	<b>136.4</b>	<b>159.0</b>	<b>166.4</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	16.5	4.7
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	5.0	5.6	5.7
<b>영업외손익</b>	<b>(832.8)</b>	<b>(90.1)</b>	<b>25.1</b>	<b>61.9</b>	<b>4.7</b>
금융손익	(148.2)	(188.8)	(109.6)	(91.9)	(86.5)
기타영업외손익	(764.8)	(14.2)	112.1	153.8	91.2
중속 및 관계기업관련손익	80.2	112.8	22.7	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(941.5)</b>	<b>(158.6)</b>	<b>161.6</b>	<b>220.9</b>	<b>171.1</b>
법인세비용	(55.1)	145.3	48.1	53.0	41.1
계속사업이익	(886.4)	(303.9)	113.4	167.9	130.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(886.4)</b>	<b>(303.9)</b>	<b>105.8</b>	<b>156.7</b>	<b>169.8</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	48.1	8.4
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	3.9	5.5	5.9
(지배주주)당기순이익	(819.2)	(255.7)	109.5	148.9	161.3
(비지배주주)당기순이익	(67.2)	(48.2)	(3.7)	7.8	8.5
<b>총포괄이익</b>	<b>(880.4)</b>	<b>(589.9)</b>	<b>182.9</b>	<b>156.7</b>	<b>169.8</b>
(지배주주)총포괄이익	(821.3)	(542.0)	203.7	174.5	189.1
(비지배주주)총포괄이익	(59.1)	(47.9)	(20.7)	(17.8)	(19.3)
<b>EBITDA</b>	<b>123.7</b>	<b>117.0</b>	<b>309.3</b>	<b>324.0</b>	<b>324.9</b>
증감률 (%)	(59.0)	(5.5)	164.5	4.7	0.3
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	11.4	11.4	11.2

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(10,312)	(3,535)	1,231	1,823	1,976
EPS (지배순이익, 원)	(9,531)	(2,975)	1,274	1,732	1,877
BPS (자본총계, 원)	65,405	59,091	61,162	62,985	64,961
BPS (지배지분, 원)	63,533	57,933	60,093	61,825	63,702
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(5.9)	(16.4)	53.6	36.2	33.4
PER (지배순이익, 배)	(6.3)	(19.5)	51.8	38.1	35.2
PBR (자본총계, 배)	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
PBR (지배지분, 배)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	58.9	57.1	23.6	21.6	20.8
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	4.6	4.7	11.4	11.4	11.2
영업이익률 (%)	(4.1)	(2.7)	5.0	5.6	5.7
순이익률 (%)	(33.2)	(12.1)	3.9	5.5	5.9
ROA (%)	(9.0)	(3.6)	1.3	1.8	1.9
ROE (지배순이익, %)	(14.6)	(4.9)	2.2	2.8	3.0
ROIC (%)	(7.3)	(2.4)	2.5	3.6	3.8
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	58.9	55.9	61.5	59.9	58.0
순차입금비율 (%)	34.4	31.3	29.1	22.7	17.4
현금비율 (%)	21.9	22.6	44.6	60.4	74.5
이자보상배율 (배)	(1.0)	(0.5)	1.0	1.2	1.2
<b>활동성</b>					
순운전자본회전을 (회)	(8.1)	(24.0)	(48.8)	(49.1)	(50.1)
재고자산회수기간 (일)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회수기간 (일)	26.7	32.4	35.5	35.3	34.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

# 풀어비스 (263750)

## 세계가 주목할수록 주가가 먼저 움직일 것

2024년 5월 30일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	72,000 원 (유지)
✓ 상승여력	79.8%	✓ 현재주가 (5월 29일)	40,050 원

### 신한생각 <붉은사막> 기대감 반영 시작

게임쇼를 통한 B2C 마케팅이 계획됨에 따라 신작 출시시점이 다가왔음을 확인. 하반기 본격적인 유저 대상 마케팅에 따라 유저/평론가들의 반응이 주가에 빠르게 반영될 전망. 게임 섹터 대형주 Top Pick으로 제시

### 8월 게임스컴부터 본격화될 B2C 마케팅

풀어비스는 여름부터 <붉은사막>의 B2C향 마케팅을 시작함을 발표. 과거 트레일러 공개 후 글로벌 유저들의 반응이 긍정적이었고 액션 장르 경쟁작이 적은 시기여서 어워드까지도 기대 가능. 국산 콘솔 게임 <P의거짓>과 <스텔라블레이드>가 글로벌 호평을 받으며 한국산 액션 게임에 대한 가능성을 확인해 <붉은사막>에 대한 기대감도 주가에 반영될 수 있는 분위기 조성되었다고 판단. 하반기 게임스컴, 지스타 등 게임쇼 참가나 글로벌 마케팅으로 인한 비용 증가로 영업이익은 악화되겠지만 출시가 다가옴에 따라 주가는 상승 가능성 높음

### <붉은사막> 글로벌 흥행 기대, 주가 선반영 전망

<붉은사막>은 한국에서 개발된 콘솔 게임중 가장 많은 판매량을 기록할 것으로 전망. 글로벌 유저들의 관심도가 매우 높은 작품이기에 출시 전에 주가는 선제적으로 큰 폭 상승할 가능성이 높음. PC/PS/XBOX 전 플랫폼 동시 출시를 가정했을 때 2025년 상반기 출시 후 1년간 650만장 이상의 판매량 예상. 현재 추정은 패키지 판매 매출 중심이지만 향후 유의미한 인 게임 BM이 확인될 경우 추정치 상향 가능. <검은사막>이 안정적인 매출을 기록하고 있기 때문에 신작에 대한 기대감이 충분히 주가에 선반영될 수 있는 상황. 또한 액션 장르 기대작들이 2022~23년에 다수 출시되어 2025년 경쟁작이 적어진 점도 긍정적. 5월 29일 텐센트가 PC <검은사막> 중국 서비스를 담당함을 발표해 하반기 중국 진출에 대한 기대감도 존재할 것

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (%)	DY (%)
2022	385.7	16.4	(43.0)	-	(6.1)	3.9	60.2	-
2023	333.5	(16.4)	15.2	163.7	2.1	3.4	229.1	-
2024F	337.0	(32.1)	(9.4)	-	(1.3)	3.6	(243.1)	-
2025F	785.3	276.4	222.0	11.6	26.9	2.7	6.8	-
2026F	472.0	58.9	62.4	41.3	6.4	2.6	25.1	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [게임]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	유지
Valuation	유지

시가총액	2,573.1 십억원
발행주식수(유동비율)	64.2 백만주(51.4%)
52주 최고가/최저가	58,200원/27,000원
일평균 거래액 (60일)	14,822 백만원
외국인 지분율	8.5%

### 주요주주 (%)

김대일 외 12인	44.1
서용수	5.2

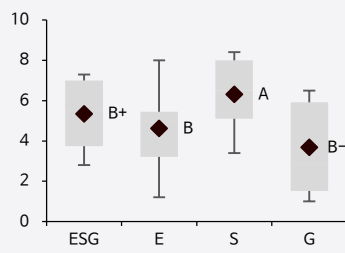
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	26.5	32.0	(13.3)	3.8
상대	31.3	35.8	(12.8)	8.8

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



펠어비스 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	<b>85.8</b>	<b>78.4</b>	<b>84.9</b>	<b>84.4</b>	<b>85.4</b>	<b>83.5</b>	<b>81.4</b>	<b>86.7</b>	<b>333.5</b>	<b>337.0</b>	<b>785.3</b>
(% YoY)	(6.2)	(16.7)	(12.7)	(18.2)	(0.4)	6.6	(4.1)	2.6	(13.6)	1.1	133.0
(% QoQ)	(16.9)	(8.6)	8.4	(0.6)	1.2	(2.3)	(2.5)	6.4			
<b>[매출구성]</b>											
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	56.9	56.7	63.7	257.8	235.8	518.3
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	21.9	20.0	18.2	49.7	82.2	62.3
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	4.1	4.0	4.1	18.0	16.5	201.9
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.6	0.6	0.7	8.0	2.6	2.8
<b>[매출비중]</b>											
PC	72.8	77.3	80.5	78.6	68.5	68.1	69.6	73.5	77.3	70.0	66.0
모바일	19.7	15.7	12.9	11.4	25.8	26.3	24.6	21.0	14.9	24.4	7.9
콘솔	5.9	4.9	6.0	4.7	5.0	4.9	5.0	4.7	5.4	4.9	25.7
기타	1.6	2.1	0.6	5.3	0.7	0.7	0.8	0.8	2.4	0.8	0.4
<b>영업비용</b>	<b>84.7</b>	<b>92.5</b>	<b>82.8</b>	<b>89.9</b>	<b>84.9</b>	<b>95.0</b>	<b>93.1</b>	<b>96.2</b>	<b>349.8</b>	<b>369.2</b>	<b>508.9</b>
(% YoY)	(1.8)	(5.9)	(3.0)	(9.7)	0.2	2.7	12.5	7.0	(5.3)	5.5	37.9
(% QoQ)	(15.0)	9.2	(10.5)	8.6	(5.6)	11.9	(2.0)	3.3			
<b>[비용구성]</b>											
인건비	44.3	49.6	40.7	40.6	46.0	53.3	46.7	48.9	175.2	194.9	224.8
자급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	17.2	17.1	17.2	69.1	68.5	149.0
마케팅비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	8.2	12.7	13.3	31.8	39.8	65.3
D&A	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.6	6.7	6.8	26.0	26.5	28.0
기타	9.3	10.2	11.3	17.0	9.7	9.8	9.9	10.0	47.8	39.4	41.9
<b>영업이익</b>	<b>1.1</b>	<b>(14.1)</b>	<b>2.1</b>	<b>(5.5)</b>	<b>0.6</b>	<b>(11.5)</b>	<b>(11.7)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(16.3)</b>	<b>(32.1)</b>	<b>276.4</b>
(% YoY)	(78.9)	적지	(82.1)	적전	(46.3)	적지	적전	적지	적전	적지	흑전
(% QoQ)	(70.0)	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			
(% OPM)	1.3	(18.0)	2.5	(6.5)	0.7	(13.7)	(14.4)	(11.0)	(4.9)	(9.5)	0.4
<b>당기순이익</b>	<b>9.4</b>	<b>(4.4)</b>	<b>15.0</b>	<b>(4.4)</b>	<b>12.8</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(18.6)</b>	<b>15.5</b>	<b>(9.6)</b>	<b>222.0</b>
(% YoY)	61.9	적전	(29.9)	적지	36.3	적지	적전	적지	흑전	적전	흑전
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			
(% NPM)	11.0	(5.7)	17.6	(5.2)	15.0	(2.5)	(2.1)	(21.5)	4.6	(2.9)	28.3
<b>지배기업순이익</b>	<b>9.4</b>	<b>(4.4)</b>	<b>14.8</b>	<b>(4.6)</b>	<b>13.1</b>	<b>(2.1)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(18.6)</b>	<b>15.2</b>	<b>(9.4)</b>	<b>222.0</b>
(% YoY)	61.9	적전	(30.4)	적지	39.0	적지	적전	적지	흑전	적전	흑전
(% QoQ)	흑전	적전	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펠어비스 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	Gap(%)
매출액	85.4	84.4	1.2	85.8	(0.4)	79.7	7.2
영업이익	0.6	(5.5)	흑전	1.1	(46.3)	(6.1)	흑전
순이익	13.1	(4.6)	흑전	9.4	39.0	0.4	3164.4
영업이익률	0.7	(6.5)		1.3		(7.7)	
순이익률	15.3	(5.4)		11.0		0.5	

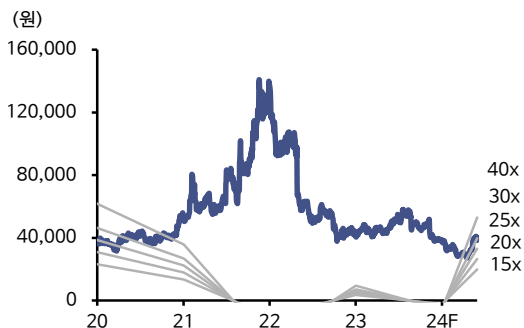
자료: 회사 자료, 신한투자증권

펠어비스 2024, 2025년 실적 추정치 변경

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	332.7	337.0	1.3	609.9	785.3	28.8
영업이익	(30.2)	(32.1)	적자	134.1	276.4	106.1
순이익	(7.2)	(9.4)	적자	118.9	222.0	86.7

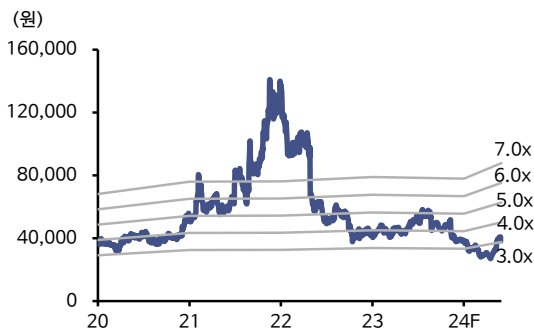
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펠어비스 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

펠어비스 12개월 선행 PBR band



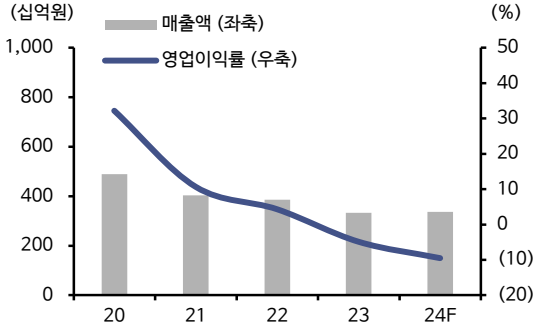
자료: QuantiWise, 신한투자증권

펠어비스 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익		222.0	
주식 수 (만주)		6,142	자기주식수 차감
EPS		3,614	
12M Fwd EPS (A)		3,614	
목표 PER (B)		20.0	
(A) * (B)		72,281	
목표 주가		72,000	시가총액 기준 4.6조원
현재 주가 (5/29)		40,050	
상승여력 (%)		79.8	

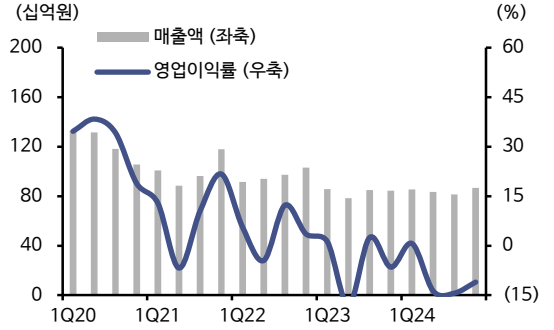
자료: 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



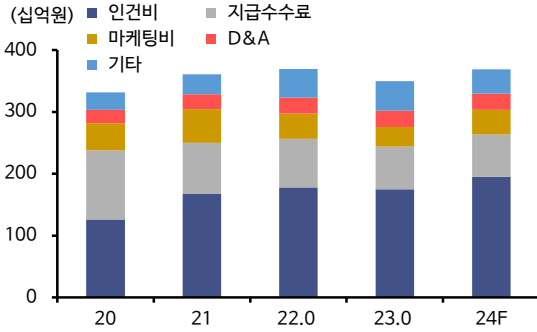
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



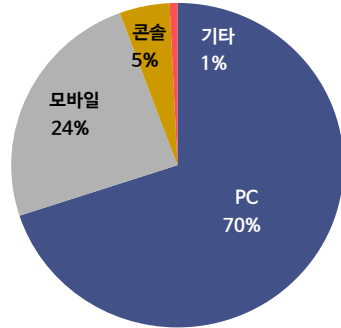
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



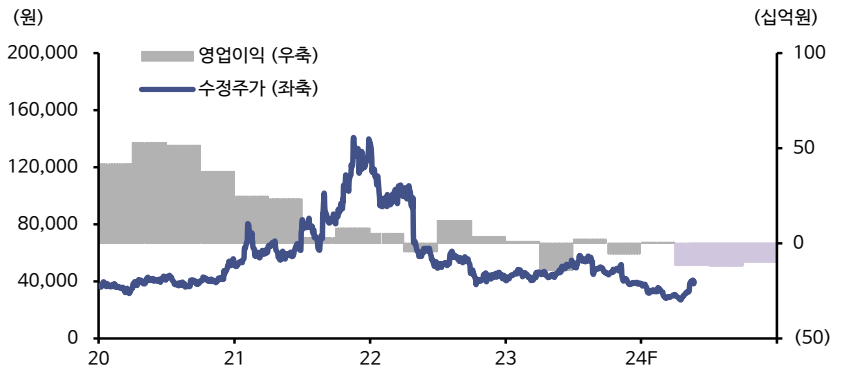
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

펠어비스 영업이익 및 주가 추이



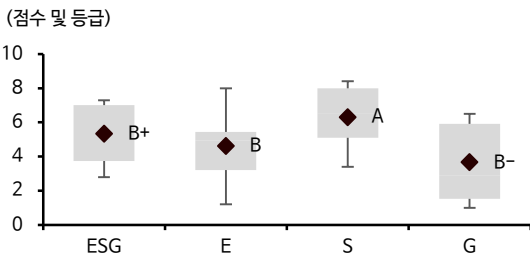
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

# ESG Insight 펠어비스

## Analyst Comment

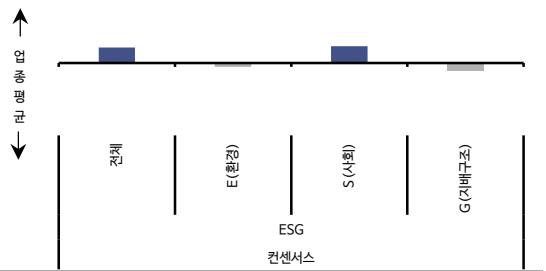
- ◆ 환경: 2030년까지 ISO14001 인증 획득을 목표로 환경경영 목표 수립 및 4대 환경경영 추진 과제 도출
- ◆ 사회: 다양성과 포용성을 바탕으로 '존중'과 '공감'의 가치를 나누며 서로 존중하는 조직문화 추구
- ◆ 지배구조: 주주친화 경영 및 주주환원 정책 시행으로 지배구조 선진화

### 신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

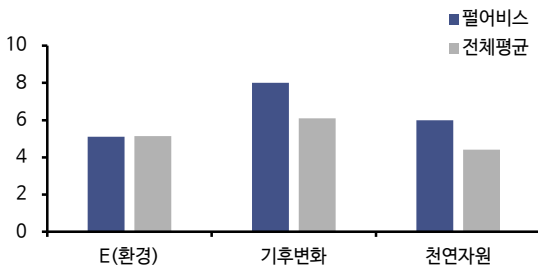
### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

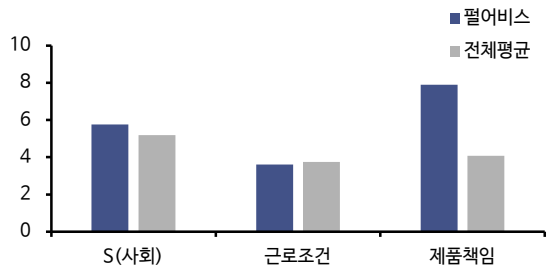
## Key Chart

### 환경 세부 점수 및 전체평균



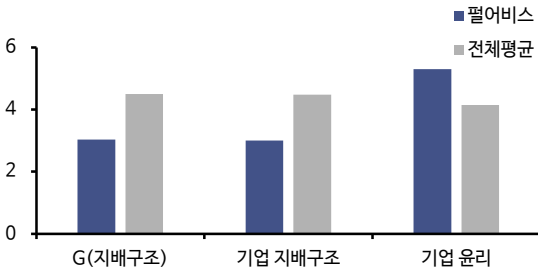
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 사회 세부 점수 및 전체평균



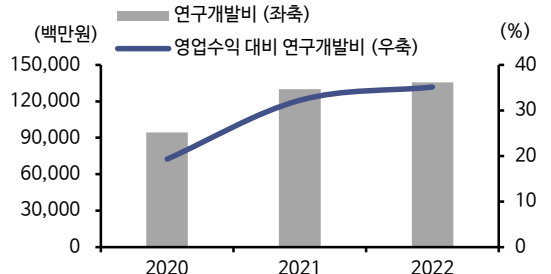
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 지배구조 세부 점수 및 전체평균



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

### 펠어비스 연구개발비



자료: 회사 자료, 신한투자증권

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,222.6</b>	<b>1,212.9</b>	<b>1,209.7</b>	<b>1,544.9</b>	<b>1,528.7</b>
유동자산	556.5	592.8	570.8	904.7	887.7
현금및현금성자산	159.6	235.7	214.9	391.6	495.0
매출채권	40.8	39.3	40.3	58.5	44.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	666.1	630.1	638.8	640.2	641.0
유형자산	209.8	194.4	196.2	179.1	182.4
무형자산	231.3	227.0	232.7	228.3	243.3
투자자산	179.1	167.8	169.1	192.0	174.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>523.3</b>	<b>487.9</b>	<b>494.3</b>	<b>607.5</b>	<b>520.7</b>
유동부채	236.2	315.9	320.0	392.9	337.0
단기차입금	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	84.0	158.1	158.1	158.1	158.1
비유동부채	287.0	172.0	174.3	214.6	183.7
사채	146.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	88.5	84.8	84.8	84.8	84.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>699.3</b>	<b>725.0</b>	<b>715.4</b>	<b>937.3</b>	<b>1,008.0</b>
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타자본	(35.2)	(31.7)	(31.7)	(31.7)	(31.7)
기타포괄이익누계액	29.6	32.1	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	482.5	498.2	488.6	710.6	781.2
<b>지배주주지분</b>	<b>699.3</b>	<b>725.0</b>	<b>715.4</b>	<b>937.3</b>	<b>1,008.0</b>
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	329.0	247.7	247.8	250.0	248.4
*순차입금(순현금)	(161.8)	(267.9)	(254.2)	(554.8)	(563.2)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>47.6</b>	<b>32.4</b>	<b>17.5</b>	<b>323.5</b>	<b>30.6</b>
당기순이익	(43.0)	15.2	(9.6)	222.0	70.7
유형자산상각비	16.1	16.9	18.3	17.1	16.6
무형자산상각비	9.5	9.1	4.3	4.3	4.6
외화환산손실(이익)	15.5	3.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.4)	(11.3)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(6.1)	6.4	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(15.1)	8.3	4.5	80.0	(61.3)
법인세납부	(7.2)	(8.9)	4.4	(82.1)	(21.1)
기타	78.3	(6.8)	(4.4)	82.2	21.1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(108.0)</b>	<b>134.3</b>	<b>(38.4)</b>	<b>(149.0)</b>	<b>74.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(93.9)	(9.1)	(20.0)	0.0	(20.0)
유형자산의감소	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	11.8	35.8	(10.0)	0.0	(19.6)
투자자산의감소(증가)	92.1	156.1	(1.3)	(22.8)	17.5
기타	(118.6)	(48.6)	(7.1)	(126.2)	96.7
<b>FCF</b>	<b>(42.1)</b>	<b>14.8</b>	<b>(17.2)</b>	<b>262.9</b>	<b>16.2</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(22.6)</b>	<b>(89.6)</b>	<b>0.1</b>	<b>2.2</b>	<b>(1.7)</b>
차입금의 증가(감소)	(17.4)	(85.3)	0.1	2.2	(1.7)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(5.2)	(4.3)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(1.3)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(84.3)</b>	<b>76.1</b>	<b>(20.8)</b>	<b>176.7</b>	<b>103.5</b>
기초현금	243.9	159.6	235.7	214.9	391.6
기말현금	159.6	235.7	214.9	391.6	495.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>385.7</b>	<b>333.5</b>	<b>337.0</b>	<b>785.3</b>	<b>472.0</b>
증감률 (%)	(4.5)	(13.5)	1.1	133.0	(39.9)
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>385.7</b>	<b>333.5</b>	<b>337.0</b>	<b>785.3</b>	<b>472.0</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>369.3</b>	<b>349.8</b>	<b>369.2</b>	<b>508.9</b>	<b>413.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>16.4</b>	<b>(16.4)</b>	<b>(32.1)</b>	<b>276.4</b>	<b>58.9</b>
증감률 (%)	(61.9)	적전	적지	흑전	(78.7)
영업이익률 (%)	4.2	(4.9)	(9.5)	35.2	12.5
<b>영업외손익</b>	<b>(72.2)</b>	<b>38.5</b>	<b>18.1</b>	<b>27.7</b>	<b>32.8</b>
금융손익	(0.7)	24.7	9.2	18.0	20.2
기타영업외손익	(63.5)	20.2	8.9	9.7	12.6
종속 및 관계기업관련손익	(8.0)	(6.4)	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(55.8)</b>	<b>22.1</b>	<b>(14.0)</b>	<b>304.1</b>	<b>91.8</b>
법인세비용	(12.8)	6.9	(4.4)	82.1	21.1
계속사업이익	(43.0)	15.2	(9.6)	222.0	70.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(43.0)</b>	<b>15.2</b>	<b>(9.6)</b>	<b>222.0</b>	<b>70.7</b>
증감률 (%)	적전	흑전	적전	흑전	(68.2)
순이익률 (%)	(11.1)	4.6	(2.9)	28.3	15.0
(지배주주)당기순이익	(43.0)	15.2	(9.4)	222.0	62.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>총포괄이익</b>	<b>(24.4)</b>	<b>17.8</b>	<b>(9.6)</b>	<b>222.0</b>	<b>70.7</b>
(지배주주)총포괄이익	(24.4)	17.8	(9.6)	222.0	70.7
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBITDA</b>	<b>42.1</b>	<b>9.7</b>	<b>(9.5)</b>	<b>297.9</b>	<b>80.2</b>
증감률 (%)	(37.5)	(76.9)	적전	흑전	(73.1)
EBITDA 이익률 (%)	10.9	2.9	(2.8)	37.9	17.0

**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(662)	237	(150)	3,455	1,100
EPS (지배순이익, 원)	(662)	237	(146)	3,455	971
BPS (자본총계, 원)	10,887	11,284	11,135	14,589	15,689
BPS (지배지분, 원)	10,887	11,284	11,135	14,589	15,689
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(63.4)	163.7	(267.4)	11.6	36.4
PER (지배순이익, 배)	(63.4)	163.7	(274.8)	11.6	41.3
PBR (자본총계, 배)	3.9	3.4	3.6	2.7	2.6
PBR (지배지분, 배)	3.9	3.4	3.6	2.7	2.6
EV/EBITDA (배)	60.2	229.1	(243.1)	6.8	25.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	10.9	2.9	(2.8)	37.9	17.0
영업이익률 (%)	4.2	(4.9)	(9.5)	35.2	12.5
순이익률 (%)	(11.1)	4.6	(2.9)	28.3	15.0
ROA (%)	(3.3)	1.2	(0.8)	16.1	4.6
ROE (지배순이익, %)	(6.1)	2.1	(1.3)	26.9	6.4
ROIC (%)	1.5	(4.4)	(6.3)	68.8	12.0
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	74.8	67.3	69.1	64.8	51.7
순차입금비율 (%)	(23.1)	(37.0)	(35.5)	(59.2)	(55.9)
현금비율 (%)	67.5	74.6	67.2	99.7	146.9
이자보상배율 (배)	1.8	(1.3)	(3.7)	31.4	6.8
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	(5.5)	(4.1)	(3.9)	(7.3)	(4.2)
재고자산회수기간 (일)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출채권회수기간 (일)	40.5	43.8	43.1	23.0	39.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권



# 데브시스터즈 (194480)

## 효율성 높은 글로벌 성과 기대

2024년 5월 30일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	88,000 원 (상향)
✓ 상승여력	69.6%	✓ 현재주가 (5월 29일)	51,900 원

### 신한생각 하반기 퀀텀 점프 수준의 성장 기대

6/26 출시 예정인 <쿠키런:모험의탑>으로 실적 성장뿐만 아니라 해외 매출 비중 확대 통한 멀티플 리레이팅도 기대. 중소형주 Top Pick으로 제시

### 해외 진출 전략과 비용 통제에서 확인한 높은 효율성

<쿠키런:킹덤>을 통해 해외 매출 비중을 의미있게 높였던 경험이 있지만 당시에는 한국>일본>미국>유럽 순서로 대규모 마케팅비가 집행 되었음. 올해는 기존작 간의 크로스 마케팅, 특수 지역에서의 현지 퍼블리셔 이용, 신작의 선택과 집중을 통해 예년 대비 낮은 광고비를 지출할 것으로 전망. 오리지널 <쿠키런>은 크래프트톤이 인도 퍼블리싱을 맡기로 했고, 기대 신작 <쿠키런:모험의탑> 일본 마케팅은 현지 퍼블리셔와 협업할 계획. 단기적인 기대 매출이 낮은 <마녀의성>에는 기존작끼리의 크로스 마케팅으로 <쿠키런> IP에 충성도 높은 유저들을 비용 없이 유입시킴. 이러한 전략들은 모두 <쿠키런> IP가 글로벌 인지도가 높아진 덕분이기도 함

### 목표주가 88,000원으로 상향, <쿠키런:모험의탑> 글로벌 흥행 기대

동사에 대한 투자 의견 '매수'를 유지하고, 목표주가는 88,000원으로 상향. 실적의 퀀텀점프가 예상되는 하반기와 내년이 다가옴에 따라 12m Fwd EPS 산지에서 기간 조정 효과가 있었으며, 1Q24 실적 발표에서 예상보다 더 큰 폭의 인건비 효율화를 보여 신작을 통한 영업 레버리지 효과를 누릴 준비 마쳤다고 판단. 높아진 <쿠키런> IP 글로벌 인지도로 인해 신작 출시에 요구되는 마케팅 예산 규모도 과거 대비 작을 것이기에 수익성도 긍정적인 전망. 특히 <쿠키런:모험의탑>은 글로벌 CBT에서 유저들과게임 인플루언서들에게 극찬을 받으며 기대감 형성 중. 중국/일본 제외 글로벌 동시 론칭인 만큼 초기부터 글로벌 대규모 유저 유입이 가능하며, 콘텐츠와 BM 특성상 과금 강도가 높아져 초기 매출 폭발적일 것으로 예상

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (%)	DY (%)
2022	214.4	(19.9)	(6.7)	-	(3.9)	3.7	(68.7)	-
2023	161.1	(48.0)	(49.6)	-	(31.7)	4.4	(14.6)	-
2024F	323.5	63.0	53.7	11.6	33.7	3.3	9.4	-
2025F	390.5	95.9	77.2	8.1	34.3	2.4	7.6	-
2026F	421.4	105.1	83.1	7.5	27.2	1.8	18.3	-

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [개입]

강석오 선임연구원

✉ sokang@shinhan.com

고준혁 연구원

✉ jhko0330@shinhan.com

### Revision

실적추정치	상향
Valuation	상향

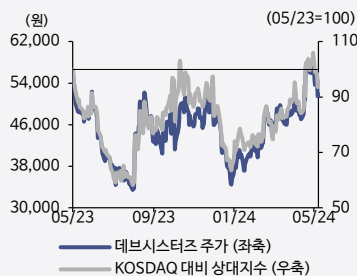
시가총액	623.5 십억원
발행주식수(유동비율)	12.0 백만주(65.1%)
52주 최고가/최저가	58,000 원/33,450 원
일평균 거래액 (60일)	6,029 백만원
외국인 지분율	4.6%

### 주요주주 (%)

이지훈 외 11인	24.6
컴투스	13.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	4.5	25.1	3.2	16.0
상대	8.4	28.7	3.8	21.6

### 주가



데브시스터즈 실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
<b>영업수익</b>	50.3	38.3	34.8	37.8	59.5	53.0	120.2	90.8	161.1	323.5	390.5
(% YoY)	(17.1)	(28.2)	(32.7)	(22.5)	18.3	38.6	245.9	140.0	(24.8)	100.8	20.7
(% QoQ)	3.1	(24.0)	(9.2)	8.9	57.3	(10.9)	126.7	(24.4)			
<b>[매출구성]</b>											
오븐브레이크	9.0	8.9	9.9	12.5	10.9	11.4	11.3	11.7	40.3	45.4	46.1
킹덤	40.3	28.5	22.8	23.4	44.9	26.9	21.3	21.4	115.0	114.4	89.2
마녀의성					0.7	1.1	1.0	1.0		3.8	4.5
모험의탑						4.8	78.7	48.8		132.2	119.6
오븐스매시											100.5
기타	1.0	0.9	2.1	1.9	3.0	8.8	7.9	8.0	5.8	27.7	30.7
<b>영업비용</b>	55.4	51.4	52.8	49.6	51.4	55.6	81.2	72.4	209.1	260.5	294.6
(% YoY)	7.9	(7.5)	(4.8)	(31.2)	(7.2)	8.2	53.8	46.0	(10.8)	24.6	13.1
(% QoQ)	(23.2)	(7.2)	2.8	(6.0)	3.5	8.2	46.1	(10.8)			
<b>[비용구성]</b>											
인건비	19.0	20.5	19.5	20.8	15.9	14.7	15.2	19.2	79.8	65.1	71.2
플랫폼 수수료	14.5	11.1	9.9	10.3	14.2	14.4	33.9	25.1	45.7	87.6	108.6
마케팅	2.5	1.6	4.6	4.3	2.7	7.5	12.8	8.3	13.1	31.3	31.9
기타	19.3	18.1	18.8	14.2	18.6	18.9	19.3	19.7	70.5	76.5	82.8
<b>영업이익</b>	(5.0)	(13.1)	(18.0)	(11.8)	8.1	(2.6)	39.0	18.4	(48.0)	63.0	95.9
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	52.3
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	(52.8)			
(% OPM)	(10.0)	(34.3)	(51.9)	(31.1)	13.7	(4.8)	32.4	20.3	(0.3)	0.2	0.2
<b>당기순이익</b>	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(15.9)	8.0	(2.1)	33.3	15.7	(49.0)	54.8	80.5
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	46.7
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	(52.7)			
(% NPM)	(0.1)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	0.1	(0.0)	0.3	0.2	(30.4)	17.0	20.6
<b>자배기업순이익</b>	(3.4)	(12.3)	(17.4)	(15.8)	7.8	(2.1)	32.6	15.4	(48.9)	53.7	77.2
(% YoY)	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	흑전	43.7
(% QoQ)	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전	(52.7)			

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 1Q24P 실적 Review

(십억원)	1Q24P	4Q23	%QoQ	1Q23	%YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	59.5	37.8	57.3	50.3	18.3	60.4	(1.5)
영업이익	8.1	(11.8)	흑전	(5.0)	흑전	7.7	5.7
순이익	7.8	(15.8)	흑전	(3.4)	흑전	6.4	22.0
영업이익률	13.7	(31.1)		(10.0)		12.7	
순이익률	13.1	(41.7)		(6.8)		10.6	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

데브시스터즈 Valuation Table

(십억원, 원, 배)	2024F	2025F	비고
지배기업 순이익	53.7	77.2	
주식 수 (만주)	1,078	1,078	자기주식수 차감
EPS	4,988	7,168	
(A) 12M Fwd EPS (원)		5,878	
(B) 목표 PER (배)		15.0	
(A) * (B)		88,167	
목표 주가(원)		88,000	시가총액 기준 1.1 조원
현재 주가(원) (5/29)		51,900	
상승여력 (%)		69.6	

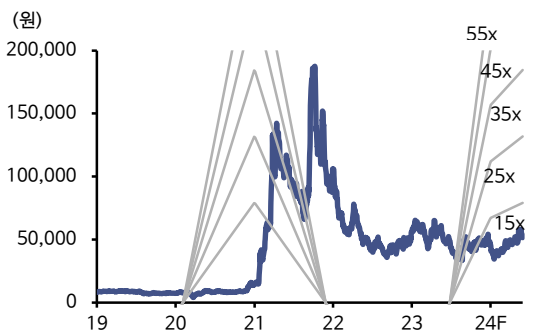
자료: 신한투자증권 추정

데브시스터즈 2024, 2025년 실적 추정치

(십억원)	2024F			2025F		
	컨센서스	신한 추정	차이(%)	컨센서스	신한 추정	차이(%)
매출액	300.0	323.5	7.8	350.0	390.5	11.6
영업이익	59.9	63.0	5.1	92.4	95.9	3.8
순이익	49.5	53.7	8.6	70.0	77.2	10.3

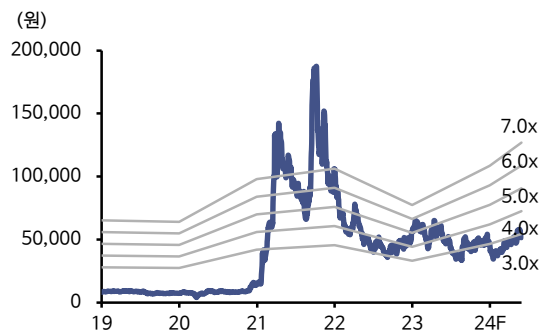
자료: 신한투자증권 추정

데브시스터즈 12개월 선행 PER band



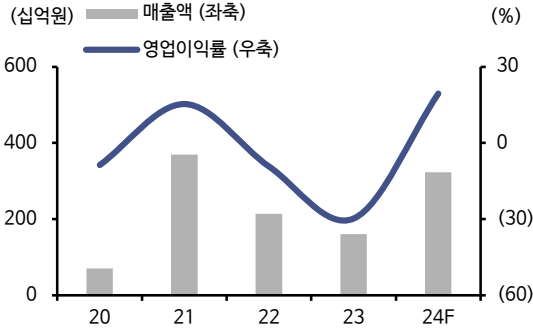
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 12개월 선행 PBR band



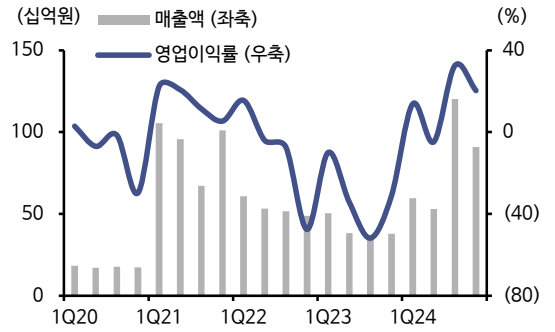
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

연간 실적 추이 및 전망



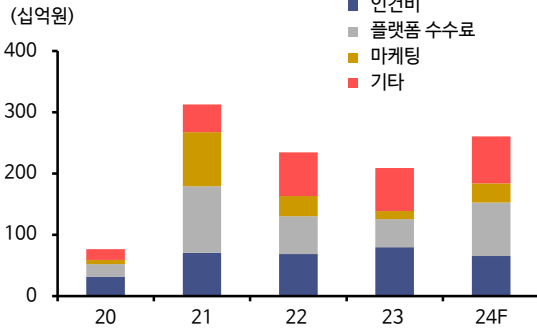
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

분기 실적 추이 및 전망



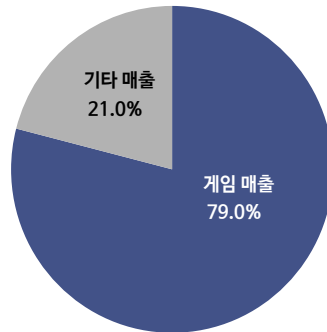
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

연간 비용 추이 및 전망



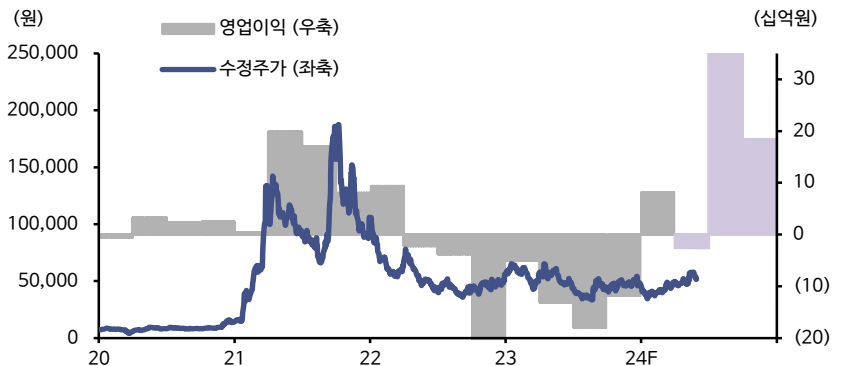
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

매출 비중(2024F)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

데브시스터즈 영업이익 및 주가 추이



자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한투자증권 추정

**재무상태표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>300.4</b>	<b>239.8</b>	<b>311.3</b>	<b>388.1</b>	<b>479.7</b>
유동자산	116.8	80.1	136.8	179.7	186.0
현금및현금성자산	21.6	8.2	58.3	103.8	107.7
매출채권	12.2	13.2	14.0	12.9	14.2
재고자산	1.9	0.9	2.2	2.0	2.3
비유동자산	183.6	159.7	174.4	208.4	293.6
유형자산	13.8	11.6	10.2	5.8	(0.1)
무형자산	8.3	6.8	23.0	61.6	152.9
투자자산	135.9	118.2	118.1	117.8	117.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>119.2</b>	<b>105.2</b>	<b>121.9</b>	<b>118.2</b>	<b>122.4</b>
유동부채	20.2	25.7	27.7	26.0	27.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
비유동부채	99.0	79.5	94.2	92.3	94.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	20.0	9.5	9.5	9.5	9.5
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>181.2</b>	<b>134.6</b>	<b>189.4</b>	<b>269.9</b>	<b>357.3</b>
자본금	5.9	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	152.1	153.1	153.1	153.1	153.1
기타자본	(34.4)	(30.1)	(30.1)	(30.1)	(30.1)
기타포괄이익누계액	16.3	12.7	12.7	12.7	12.7
이익잉여금	39.9	(9.1)	44.6	121.8	204.9
<b>지배주주지분</b>	<b>179.9</b>	<b>132.6</b>	<b>186.3</b>	<b>263.6</b>	<b>346.6</b>
비지배주주지분	1.3	2.0	3.1	6.3	10.7
*총차입금	25.9	22.1	22.1	21.6	21.3
*순차입금(순현금)	(63.7)	(33.2)	(87.5)	(133.0)	(137.8)

**현금흐름표**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(13.7)</b>	<b>(26.1)</b>	<b>64.6</b>	<b>50.5</b>	<b>13.4</b>
당기순이익	(6.7)	(49.7)	54.8	80.5	87.4
유형자산상각비	8.3	9.9	6.5	4.3	9.3
무형자산상각비	2.8	0.4	(12.3)	(34.6)	(87.3)
외환환산손실(이익)	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.3	(0.3)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(9.4)	(6.4)	14.3	(1.0)	2.6
법인세납부	(6.3)	0.0	(12.7)	(21.3)	(20.0)
기타	(3.2)	19.6	14.0	22.6	21.4
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(6.1)</b>	<b>7.0</b>	<b>(13.3)</b>	<b>(3.2)</b>	<b>(7.9)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(7.2)	(2.4)	(5.0)	0.0	(3.4)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(4.3)	(0.1)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
투자자산의감소(증가)	5.7	9.0	0.1	0.2	0.2
기타	(0.3)	0.4	(4.4)	0.6	(0.7)
<b>FCF</b>	<b>(25.6)</b>	<b>(39.1)</b>	<b>39.8</b>	<b>45.5</b>	<b>2.0</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>10.1</b>	<b>5.7</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(1.8)</b>	<b>(1.5)</b>
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	(0.5)	(0.3)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.4	5.7	(1.3)	(1.3)	(1.2)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(13.4)</b>	<b>50.0</b>	<b>45.5</b>	<b>3.9</b>
기초현금	31.3	21.6	8.2	58.3	103.8
기말현금	21.6	8.2	58.3	103.8	107.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

**포괄손익계산서**

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>214.4</b>	<b>161.1</b>	<b>323.5</b>	<b>390.5</b>	<b>421.4</b>
증감률 (%)	(41.9)	(24.8)	100.8	20.7	7.9
<b>매출원가</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>214.4</b>	<b>161.1</b>	<b>323.5</b>	<b>390.5</b>	<b>421.4</b>
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매관리비</b>	<b>234.3</b>	<b>209.1</b>	<b>260.5</b>	<b>294.6</b>	<b>316.2</b>
<b>영업이익</b>	<b>(19.9)</b>	<b>(48.0)</b>	<b>63.0</b>	<b>95.9</b>	<b>105.1</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	52.3	9.6
영업이익률 (%)	(9.3)	(29.8)	19.5	24.6	25.0
영업외손익	10.1	(1.6)	(7.0)	1.1	(12.2)
금융손익	10.5	(0.9)	0.9	1.6	2.0
기타영업외손익	0.1	(1.0)	(15.9)	(0.5)	(15.9)
총속 및 관계기업관련손익	(0.5)	0.3	8.0	0.0	1.7
<b>세전계속사업이익</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(49.5)</b>	<b>55.9</b>	<b>97.0</b>	<b>92.9</b>
법인세비용	(3.1)	0.2	12.7	21.3	20.0
계속사업이익	(6.7)	(49.7)	45.4	75.6	73.4
중단사업이익	0.0	0.0	10.1	0.0	2.2
<b>당기순이익</b>	<b>(6.7)</b>	<b>(49.7)</b>	<b>54.8</b>	<b>80.5</b>	<b>87.4</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	46.7	8.7
순이익률 (%)	(3.1)	(30.9)	17.0	20.6	20.7
(지배주주)당기순이익	(6.7)	(49.6)	53.7	77.2	83.1
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.1)	1.1	3.2	4.4
<b>총포괄이익</b>	<b>11.3</b>	<b>(53.0)</b>	<b>54.8</b>	<b>80.5</b>	<b>87.4</b>
(지배주주)총포괄이익	11.3	(52.9)	54.5	80.0	87.0
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.1)	0.3	0.4	0.5
<b>EBITDA</b>	<b>(8.7)</b>	<b>(37.7)</b>	<b>57.1</b>	<b>65.7</b>	<b>27.2</b>
증감률 (%)	적전	적지	흑전	15.0	(58.7)
EBITDA 이익률 (%)	(4.1)	(23.4)	17.7	16.8	6.4

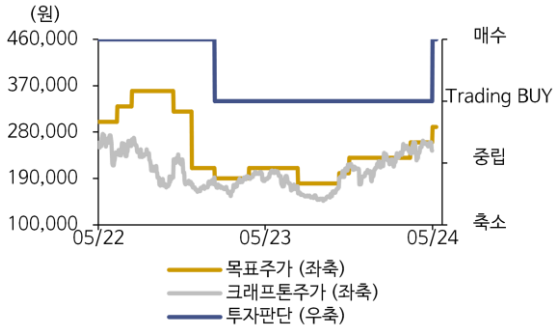
**주요 투자지표**

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(566)	(4,173)	4,567	6,697	7,278
EPS (지배순이익, 원)	(566)	(4,162)	4,476	6,429	6,914
BPS (자본총계, 원)	15,292	11,226	15,766	22,462	29,740
BPS (지배지분, 원)	15,180	11,058	15,507	21,936	28,849
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(98.8)	(11.6)	11.4	7.7	7.1
PER (지배순이익, 배)	(98.8)	(11.7)	11.6	8.1	7.5
PBR (자본총계, 배)	3.7	4.3	3.3	2.3	1.7
PBR (지배지분, 배)	3.7	4.4	3.3	2.4	1.8
EV/EBITDA (배)	(68.7)	(14.6)	9.4	7.6	18.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	(4.1)	(23.4)	17.7	16.8	6.4
영업이익률 (%)	(9.3)	(29.8)	19.5	24.6	25.0
순이익률 (%)	(3.1)	(30.9)	17.0	20.6	20.7
ROA (%)	(2.3)	(18.4)	19.9	23.0	20.2
ROE (지배순이익, %)	(3.9)	(31.7)	33.7	34.3	27.2
ROIC (%)	(53.6)	(148.2)	135.6	120.7	68.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	65.8	78.2	64.4	43.8	34.3
순차입금비율 (%)	(35.1)	(24.6)	(46.2)	(49.3)	(38.6)
현금비율 (%)	107.2	32.0	210.7	399.6	387.3
이자보상배율 (배)	(16.6)	(32.8)	49.0	74.7	82.0
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	43.9	13.1	27.2	33.6	38.2
채고자산회수기간 (일)	1.7	3.2	1.8	2.0	1.9
매출채권회수기간 (일)	31.5	28.8	15.4	12.6	11.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

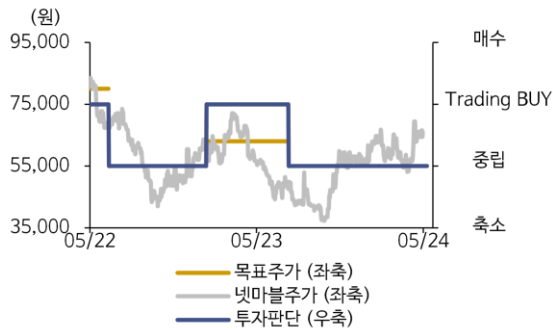
### 크래프톤 (259960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 02일	매수	300,000	(15.9)	(7.8)
2022년 07월 11일	매수	330,000	(24.6)	(20.2)
2022년 08월 12일	매수	360,000	(41.1)	(25.3)
2022년 11월 11일	매수	320,000	(36.2)	(26.1)
2022년 12월 21일	매수	210,000	(16.9)	(8.6)
2023년 02월 09일	Trading BUY	190,000	(7.1)	2.4
2023년 04월 25일	Trading BUY	210,000	(9.5)	(2.1)
2023년 08월 10일	Trading BUY	180,000	(13.0)	(3.7)
2023년 11월 08일	Trading BUY	200,000	1.9	8.5
2023년 11월 30일	Trading BUY	230,000	(4.6)	11.7
2024년 04월 12일	Trading BUY	260,000	(3.4)	1.3
2024년 05월 30일	매수	290,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### 넷마블 (251270)

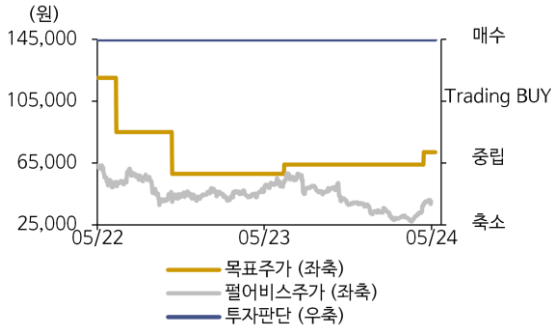


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 13일	Trading BUY	80,000	(6.3)	4.4
2022년 07월 11일	중립	-	-	-
2023년 01월 12일	6개월경과	-	-	-
2023년 02월 10일	Trading BUY	63,000	(7.9)	14.4
2023년 08월 09일	중립	-	-	-
2024년 02월 10일	6개월경과	-	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## 투자 의견 및 목표주가 추이

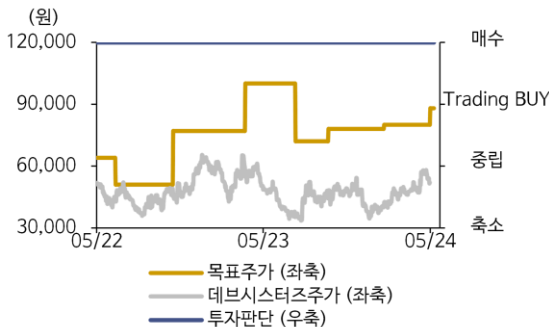
### 펠어비스 (263750)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 02일	매수	120,000	(51.8)	(45.3)
2022년 07월 11일	매수	85,000	(40.3)	(27.9)
2022년 11월 10일	매수	58,000	(23.6)	(16.4)
2023년 05월 11일		6개월경과	(14.6)	(5.2)
2023년 07월 13일	매수	64,000	(27.2)	(9.1)
2024년 01월 14일		6개월경과	(51.1)	(41.7)
2024년 05월 13일	매수	72,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

### 데브시스터즈 (194480)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 05월 12일	매수	64,000	(26.6)	(19.1)
2022년 07월 11일	매수	51,000	(14.5)	2.0
2022년 11월 14일	매수	77,000	(30.7)	(15.2)
2023년 04월 14일	매수	77,000	-	-
2023년 04월 14일	매수	77,000	(19.8)	(15.8)
2023년 04월 21일	매수	100,000	(52.9)	(38.9)
2023년 08월 09일	매수	72,000	(39.8)	(27.5)
2023년 10월 20일	매수	78,000	(43.0)	(30.5)
2024년 02월 19일	매수	80,000	(39.5)	(27.5)
2024년 05월 30일	매수	88,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 강석오, 고준혁)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 넷마블을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 크래프톤을 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 5월 27일 기준)

매수 (매수)	93.50%	Trading BUY (중립)	4.47%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------