

게임

다윗보다 골리앗: 크로스 플랫폼에 주목

게임산업 하반기 전망: 대형주 위주의 접근이 유효할 하반기

다윗(중소형주) 보다 골리앗(대형주)에 주목해야 할 시점이다. 그 이유는 3가지로, 1)작년 대비 중소형주보다 대형주(시총 2조이상)들의 이벤트가 풍부하다. 엔씨소프트 아이온2, 넷마블 7대죄 오리진, 몬길 STARDIVE, 크래프톤 서브노트 카2, 펄어비스 붉은사막이 올해 게임산업 주요 기대작이다. 2)과거 대비 대형주의 밸류에이션 매력도가 높다. 기존 대형주에서 밸류에이션으로 설명할 수 있는 회사는 크래프톤 하나였다. 그러나 올해는 엔씨소프트와 넷마블도 비용감축과 신작기여로 정말 오랜만에 12MF PER 20배 밑을 하회하게 되었다. 신작만 히트한다면 영업 레버리지를 창출할 수 있는 구조로 나아가고 있다. 또한 최근 모바일 같은 경우 마케팅이 중요해지고 있으며, 크로스플랫폼의 중요도도 높아지고 있다. 여러모로 대형사들에게 유리한 시장환경이다.

게임산업 하반기 Keyword: 크로스플랫폼 게임 출시하는 넷마블 주목

앞으로 국내게임 산업은 크로스 플랫폼의 중요도가 더 높아질 전망이다. 라이브 서비스(온라인게임)와 모바일게임을 선호하는 국내/중국시장과 상대적으로 콘솔을 선호하는 북미/일본 시장을 동시에 타겟할 방법은 크로스플랫폼 서비스뿐이다. 국내사가 강점을 보이는 라이브서비스 기반으로 크로스 플랫폼 확장 통한 북미/서구권 유저 유입이 기대된다.

TOP-PICK: 크래프톤, 차선희주 넷마블

게임산업 Top-pick 크래프톤, 차선희주 넷마블을 유지한다. Top-pick/차선희주 선정은 1) 밸류에이션 및 이익 성장 여부, 2) 크로스플랫폼/AI 등 신기술에 투자할 수 있는 자본력 및 실제 투자현황, 3) 최근 Hit ratio 및 퍼블리싱 역량을 고려했다. 크래프톤은 가시성 높은 이익성장, 그리고 국내게임사 최고수준의 개발 역량과 신작 파이프라인을 보유하고 있다는 것이 주요 투자포인트다. 넷마블은 비용통제와 기대신작 출시로 올해 QoQ/YoY 전분기 개선이 이뤄질 것이라는 점이 주요 투자 포인트다. 올해의 게임으로 넷마블의 신작 '7대죄 오리진'을 선정한다. 해당게임은 크로스플랫폼(PC/콘솔/모바일)으로 출시 예정이다.

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.06.02

비중확대 (유지)

Top Picks

넷마블 251270

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	70,000원
상승여력	37.0%

엔씨소프트 036570

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	170,000원
상승여력	11.5%

시프트업 462870

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	60,000원
상승여력	18.5%

네오위즈 095660

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	33,000원
상승여력	28.9%

웹젠 069080

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	20,000원
상승여력	44.1%

Con- tents

1Q 인터넷/게임 REVIEW	03
무난한 실적 기록	
게임산업 현황: 경쟁심화로 수익성도 악화	05
국내 모바일게임 전망 - 시장 점유율 50% 유지 예상 마케팅/퍼블리셔 역량 중요해짐	
게임산업 KEYWORD: 크로스 플랫폼에 주목	10
모바일 기반 크로스 플랫폼 - 국내게임사에게 가장 안전한 방식의 확장 크로스 플랫폼: 오픈월드 RPG가 유리 크로스 플랫폼 게임 출시 앞두고 있는 넷마블 주목	
게임산업 하반기 투자전략	16
하반기에는 다양한 카드를 긁어볼 수 있는 회사에 주목해야 Top-pick: 크래프톤/ 차선호주: 넷마블	
기업분석	20
넷마블(251270)_ 연이은 헤드샷, 아직 5발 남았다 엔씨소프트(036570)_ 공격적인 가이던스 덕택에 주가는 방어 전망 시프트업(462870)_ 시장 기대하회 했지만, 매출기여는 꾸준할 전망 네오위즈(095660)_ P의거짓 DLC를 통한 IP가치 제고 긍정적 웹젠(069080)_ 과도한 저평가 구간, 하반기 리레이팅 전망	

1Q 인터넷/게임 Review

무난한 실적 기록

서프라이즈:

삼성SDS

크래프톤

넷마블

네오위즈

인터넷/게임 업종 전반적으로 무난한 실적을 기록했다. 인터넷/SW 업종은 네이버/카카오/SOOP 컨센서스 부합했고, 삼성SDS가 컨센서스를 상회했다. 게임은 크래프톤, 넷마블, 네오위즈가 컨센서스를 상회했다.

실적발표 당일 주가수익률은 넷마블이 가장 우수했다. 혼재된 시장의견으로 1-4월 하락세를 그렸으나, 예상을 뛰어넘는 실적과 QoQ 연속 증익 가능성 높아지며 실적 발표 다음날 15% 급등하고 주가가 현재까지 유지 중이다.

표1 1Q25 리뷰 시트 - 빨간색 서프라이즈/ 파란색: 쇼크

(십억원, %)	1Q25		1Q25 컨센서스		컨센서스편	
종목명	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
NAVER	2,787	505	2,801	512	(0.5)	(1.2)
카카오	1,864	105	1,935	106	(3.7)	(0.3)
SOOP	108	33	105	30	2.4	7.9
삼성에스디에스	3,490	269	3,462	226	0.8	19.0
크래프톤	874	457	794	386	10.1	18.3
넷마블	624	50	607	31	2.8	63.0
엔씨소프트	360	5	366	9	(1.5)	(40.2)
시프트업	42	26	42	26	1.4	0.8
펄어비스	84	(5)	84	(4)	(0.6)	적지
위메이드	142	(11)	156	(5)	(9.1)	적지
네오위즈	89	10	89	7	(0.2)	47.8
컴투스	168	2	175	(1)	(4.2)	흑전
넥슨게임즈	51	(5)	53	(0)	(3.9)	적지
카카오게임즈	123	(12)	133	(8)	(7.5)	적지
웹젠	42	9	47	11	(11.8)	(19.8)

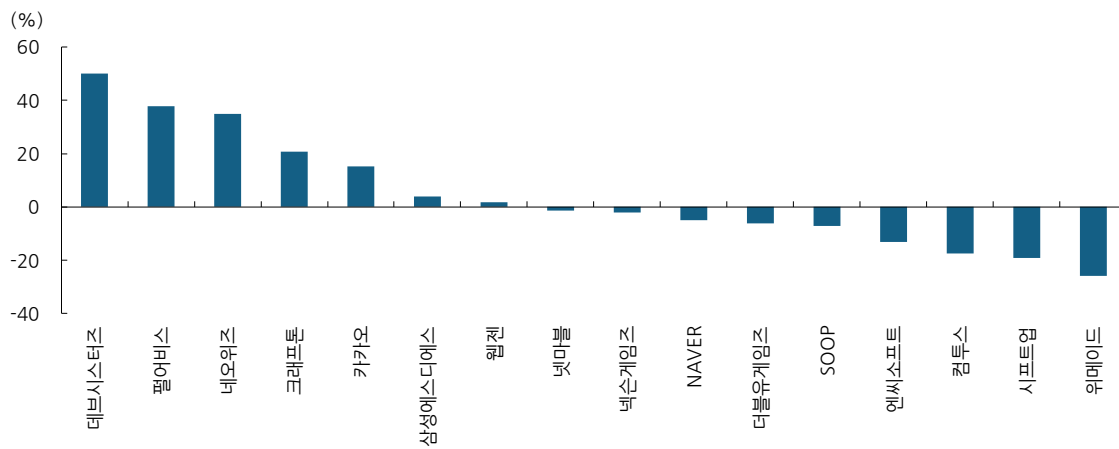
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

표2 인터넷/게임 실적

(%, 배)	1Q25 QoQ 성장률		1Q25 YoY 성장률		영업이익률		PER	PBR
종목명	매출액	영업이익	매출액	영업이익	1Q25	4Q24	25F	25F
NAVER	(3.4)	(6.8)	10.3	15.0	18.1	18.8	15.5	1.0
카카오	(4.8)	39.8	(6.3)	(12.4)	5.7	3.9	35.3	1.5
SOOP	(3.6)	17.6	14.1	14.7	30.4	24.9	8.9	2.0
삼성애스디에스	(4.2)	26.9	7.5	19.0	7.7	5.8	12.8	1.1
크래프톤	41.5	112.2	31.3	47.3	52.3	34.9	15.1	2.1
넷마블	(3.9)	41.2	6.6	1,243.2	8.0	5.4	22.5	0.8
엔씨소프트	(12.0)	흑전	(9.4)	(79.8)	1.4	(31.6)	20.7	1.0
시프트업	(33.5)	(43.1)	12.8	1.5	62.3	72.8	16.9	3.6
플레이비스	(12.5)	적전	(2.0)	적전	(6.2)	2.5	21.1	2.5
위메이드	(14.1)	적전	(11.9)	적지	(8.0)	10.3	14.0	1.8
네오위즈	(0.7)	47.8	(8.3)	(31.1)	11.5	7.7	14.2	1.0
컴투스	(11.7)	(22.7)	6.5	41.7	1.0	1.2	18.0	0.5
넥슨게임즈	6.2	적지	(2.5)	적전	(9.6)	(4.3)	(35.8)	2.9
카카오게임즈	(7.5)	적지	(30.9)	적전	(9.8)	(3.0)	(44.2)	0.9
웹젠	(25.8)	(41.1)	(32.2)	(50.6)	21.4	26.9	11.6	0.6

자료: Quantwise, 컨센서스, DS투자증권 리서치센터

그림1 인터넷/게임 YTD 수익률



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

게임산업 현황: 경쟁심화로 수익성도 악화

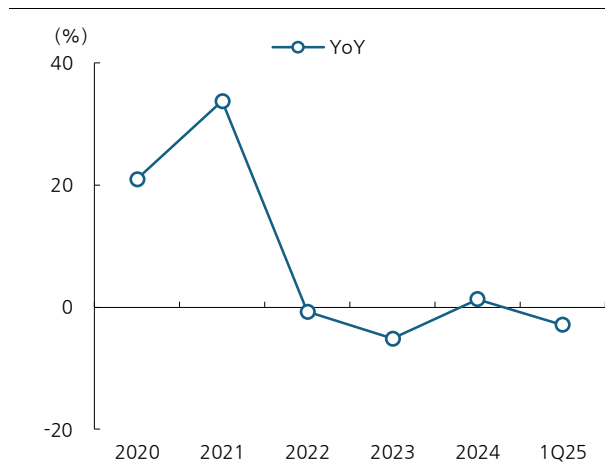
경쟁심화로 수익성도 악화

국내 모바일 게임시장 역성장 지속에 경쟁도 심화

국내 모바일게임시장
국내사 점유율 50%로
하락

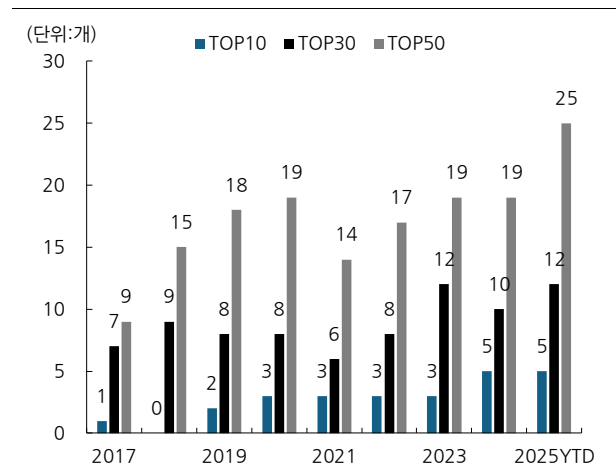
모바일인덱스 기준 1Q25 국내 모바일게임시장은 QoQ -2%, YoY -1% 하락했다. 여기에 Top50 내 외산게임 비중은 2021-2024 평균 38% → 2025YTD 50%로 지속해서 높아지고 있다. 24년도와 동일하게 TOP 10 내 외산게임 비율도 50%에 달한다. 국내 매출 비중이 높은 회사들이 디레이팅 받을 수 밖에 없는 이유다.

그림1 국내 모바일게임 시장 성장률



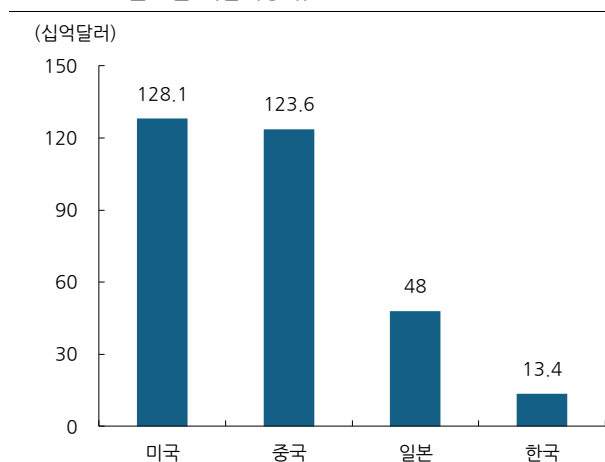
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림2 국내 모바일 게임시장 외산게임 비중 추이



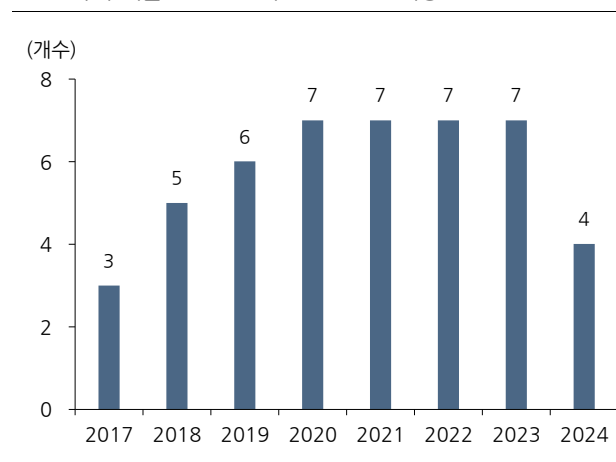
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림3 2024 글로벌 게임시장 규모



자료: Statista, DS투자증권 리서치센터

그림4 국내 매출 TOP 10 내 MMORPG 비중



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

국내 모바일게임 전망: 외산게임 비중 50% 유지 전망

라스트워 같은
양산형 중국산게임의
지속 강세 예상

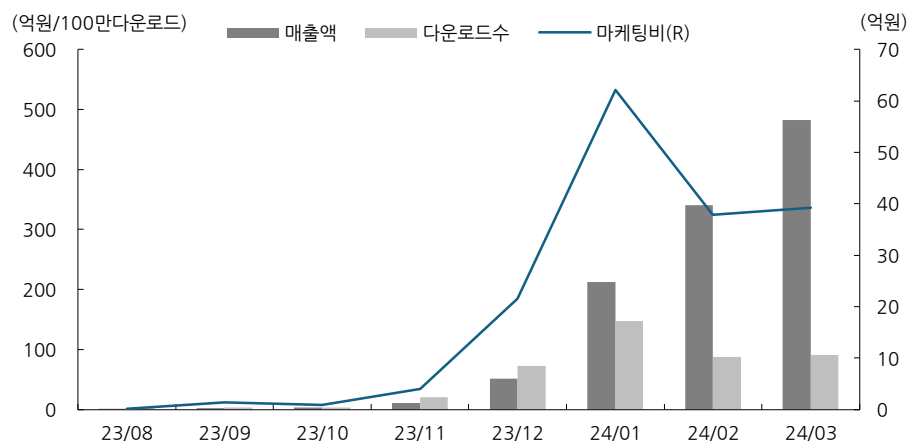
최근 외산게임의 비중이 높아지고 있는 이유 중 하나는 라스트워, 화이트아웃 서바이벌과 같은 중국산 전쟁시뮬레이션 장르(SLG)의 흥행이다. 이는 비단 한국 게임시장에만 해당되는 이야기가 아니다. 해당게임들은 압도적인 마케팅 지출을 통해 글로벌적인 히트를 누리고 있다. 25년 YTD 기준 중국 매출순위 5위, 미국 3위/5위, 일본 2위/5위, 한국 2위/3위 기록하고 있다. 라스트워의 24년 글로벌 추정매출액은 10억달러로 추정된다. 중국산 전쟁시뮬레이션 게임의 특세로 중국 제외 전세계 모든 국가가 모바일게임에서 시장점유율을 잃고 있는 셈이다. 해당추이는 지속될 가능성이 높다. 당분간 국내사 국내시장 점유율은 50% 수준에서 유지될 것으로 예측한다.

게임산업 경쟁 격화에 따라, 마케팅/퍼블리셔 역량 중요해짐

모바일 게임산업에서
마케팅비 경쟁이
더 심화되고 있음

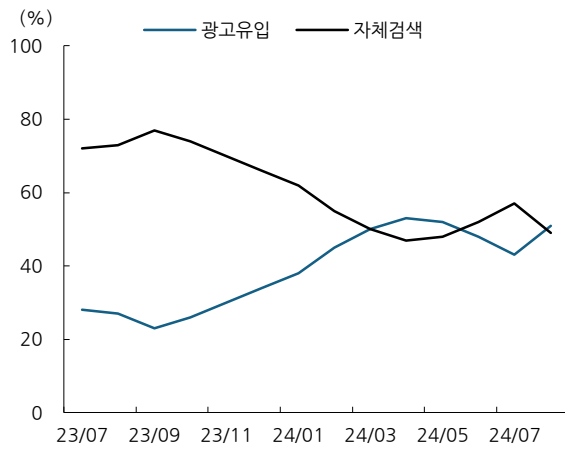
라스트워와 같은 전쟁시뮬레이션 장르는 유튜브, ADMOB, 틱톡 등 모든 플랫폼에서 게임 광고 1위, 광고점유율 20%에 육박하는 등 압도적인 비용 지출을 기록하고 있다. 미국시장에서만 연간 천억원 가까운 비용을 투입하는 것으로 추정된다. 마케팅을 통해 이제는 오히려 그림7처럼 광고로 유입되는 비율보다 자체검색으로 유입되는 비율도 크게 증가했다. ROI가 점차 개선되고 있으며, 마케팅 →인지도 제고 →선순환이 이뤄지고 있는 셈이다. 이는 사실상 중국 게임사들만 가능한 공격적인 마케팅비 지출이다. 전쟁시뮬레이션 게임은 게임간 차별점도 적다. 따라서 국내에서 유사한 전쟁시뮬레이션 게임을 출시하더라도 해당 파이를 가져가기는 쉽지 않을 전망이다.

그림5 라스트워 미국 매출액/다운로드/마케팅비 추이 - 마케팅비 지출과 함께 매출 권텀점프



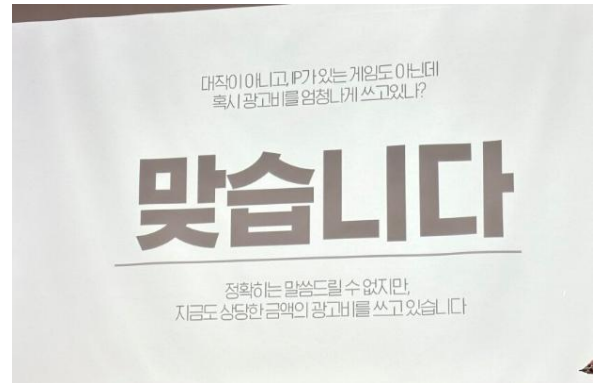
자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

그림6 라스트워 국내 다운로드 유입별 분류



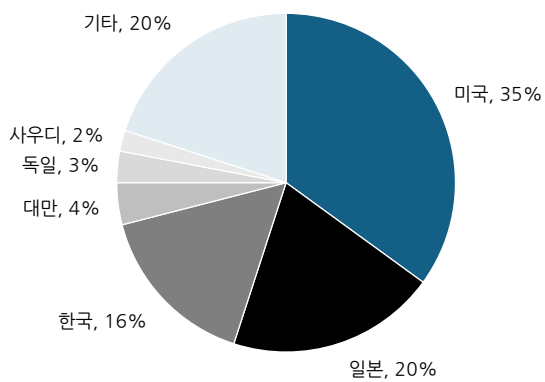
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림7 라스트워 광고대행사(아이브 코리아) 발표자료



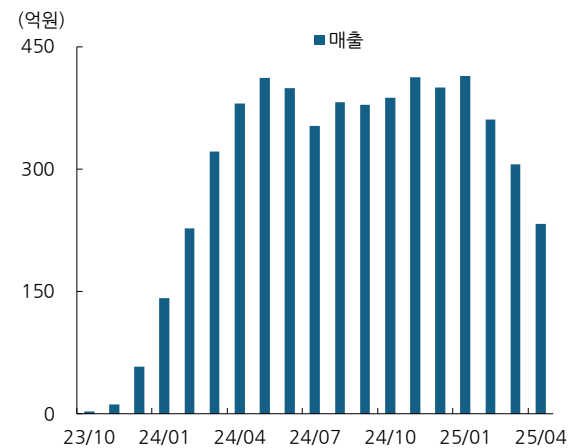
자료: 아이브코리아, DS투자증권 리서치센터

그림8 라스트워 국가별 매출비중



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림9 라스트워 국내 월간 매출추이



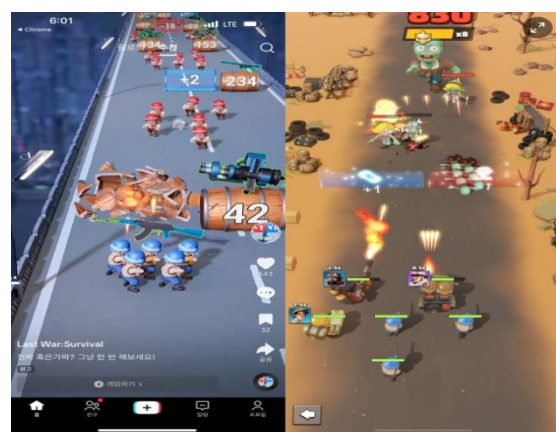
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

그림10 라스트워



자료: DS투자증권 리서치센터

그림11 라스트워 허위광고



자료: DS투자증권 리서치센터

국내 모바일: 퍼블리싱 파워있는 회사가 장기적으로 매력적

모바일게임 매출성장공식

- 1) 게임 다작
- 2) 마케팅비 투입

이처럼 글로벌적으로 마케팅의 중요도가 높아지고 있다. 따라서 게임을 배급/서비스 하는 퍼블리셔의 역량도 점점 더 중요해지고 있다. 즉, 1) 일정수준 이상의 게임을 여러 개 출시할 수 있고, 2) 마케팅 등의 수단을 필요 시 높게 투입하여 3) 해당게임들의 매출을 높게 발생시킬 수 있는 회사가 성장 가능성이 높다.

모바일 게임에서는 넷마블이 가장 앞서는 중

국내사에서는 넷마블이 해당 관점에서 가장 앞서 있다고 판단된다. 그 이유는 1) 지난 2년간 12개의 게임을 출시하며 국내사 중 가장 많은 게임들을 출시하고 있다는 점. 2) 최근 출시한 게임들을 모두 매출1등에 위치시키며 국내 퍼블리싱 역량을 증명했고, 북미/유럽 퍼블리싱 역량도 가장 우수하다는 점. 마지막으로 3) 최근 3년간 HIT RATIO도 가장 높아 신작에 대한 히트 기대감이 높다는 점이다.

엔씨소프트는 퍼블리셔로서의 역량부족

반면 비슷한 체급인 엔씨소프트는 퍼블리셔로서의 역량이 뒤떨어지는 것으로 판단한다. 적지 않은 마케팅비 지출에도 최근 출시한 모든 모바일 게임이 실패했다. 엔씨소프트 신작들의 실패는 1) 기업 규모 대비 낮은 퀄리티의 게임 배급/제작, 2) 시장 조사 미흡함에 따른 부적절한 마케팅(최근 저니오브모나크/호연 게임 기대성과 대비 과도한 마케팅비 투입) 3) 1030에서 상대적으로 낮은 인지도와 명성이 이유로 보인다.

다음은 최근 3개년간 국내 게임사 출시 목록과 흥행 여부다. 출시작이 가장 많은 회사는 넷마블이었으며, HIT RATIO도 12개중 5개로 가장 높았다. 반면 엔씨소프트는 5개의 게임을 출시해 모두 실패하며 가장 낮은 HIT RATIO를 보였다.

표3 최근 국내게임사 출시작 히트 여부

기업	Hit Ratio	출시작	플랫폼	흥행여부	비고
크래프톤	2개 중 1개	인조이	PC	O	첫주 100만장 판매
엔씨소프트	5개 중 0개	칼리스토 프로토콜	콘솔/PC	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		TL	콘솔/PC	X	국내 실패, 글로벌 흥행
		퍼즈업	모바일	X	서비스 종료
		호연	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		배틀크러시	모바일	X	서비스 종료
넷마블	12개 중 5개	저니오브모나크	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		파라곤 디 오버프라이임	콘솔/PC	X	서비스종료
		모두의마블: 메타월드	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		신의탑	모바일	X	초기 흥행 후 매출급락 심했음
		그랜드크로스:에이지오브타이탄	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		세븐나이츠 키우기	모바일	O	초기 흥행 성공, 매출유지는 실패
		아스달연대기	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		나혼자만 레벨업:어라이즈	모바일	O	초기 대흥행 성공, 매출유지는 실패
		레이븐 2	모바일	O	기대대비 성공
		킹아서:레전드 라이즈	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
		RF 온라인 넥스트	모바일	O	초기 일매출 20억상회
		세븐나이츠 리버스	모바일	O	초기 일매출 20억 상회
		왕좌의게임: 킹스로드	모바일	X	낮은 기대/낮은 매출
카카오게임즈	7개 중 2개	에버소울	모바일	X	초기 흥행 성공했지만 매출급감
		아키에이지워	모바일	O	초기 일매출 20억 상회, 이후 적당한 하향안정화
		아레스	모바일	X	초기 일매출 10억 상회, 마케팅 투입/기대대비 실패
		달빛조각사	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		ROM	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		발할라 서바이벌	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		POE2	PC	O	PC 방 TOP20 내 유지
데브시스터즈	2개 중 0개	마녀의성	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		모험의탑	모바일	X	출시 1년 후 매출급감
네오위즈	4개 중 2개	브라운더스트 2	모바일	O	초기 흥행 실패 후 후반 반등통한 성공
		P의거짓	PC/콘솔	O	누적 260만장 이상 판매, 빅히트
		갯슈벨	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		영웅전설	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
시프트업(텐센트/소니)	2개 중 2개	니케(텐센트)	모바일	O	빅히트
		스텔라블레이드(소니)	콘솔	O	누적 200만장 수준 판매, 독점작 감안 시 히트
넥슨게임즈(넥슨)	2개 중 0개	퍼스트디센던트	PC/콘솔	X	초기 대흥행 후 매출 급감
		베일드엑스퍼트	PC/콘솔	X	출시 반년만 서비스 종료
컴투스	5개 중 0개	BTS 쿠키온 타이니탄 레스토랑	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		프로스트 펑크	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		스타시드	모바일	X	마케팅비 투입/시장 기대 대비 실패
		갯앤데몬	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출(일매출 천만원 하회 추정)
		프로야구 라이징	모바일	X	시장 기대 대비 아쉬운 성과, 추후 반등여부 주목
웹젠	4개 중 1개	뮤모나크 2	모바일	X	낮은기대/ 낮은 매출
		뮤모나크 1	모바일	O	마케팅비 투입 대비 성공
		어둠의실력자가 되고싶어서!	모바일	X	서비스종료
		라그나돌	모바일	X	서비스종료
위메이드	3개 중 1개	나이트크로우	모바일	O	마케팅비 투입/시장 기대 대비 성공
		판타스틱 베이스볼	모바일	X	낮은 기대/ 낮은 매출
		레전드 오브 이미르	모바일	X	초기 구글매출 1위 달성했지만 시장/회사 기대 하회

자료: DS투자증권 리서치센터

게임산업 KEYWORD: 크로스 플랫폼에 주목

크로스 플랫폼에 주목하자

국내/중국게임시장:
여전히 모바일 중심
서구권/일본시장:
PC/콘솔도 유의미함

국내 게임산업은 23조원으로 평가되며 그 중 모바일 게임시장은 14조원(60%)으로 대부분을 차지한다. 콘솔 시장은 5%인 1.1조원에 불과하다. 과거에 비하면 괄목할만한 성장을 거두었으나, 여전히 국내에서 싱글플레이 콘솔 시장의 규모는 모바일게임 시장대비 크지 않다. 중국의 경우도 마찬가지다. 중국음상디지털협회 자료에 따르면 콘솔게임 비중은 9% 수준에 불과하다. 반면에 서구권/일본 시장은 PC/콘솔과 모바일게임이 5:5 수준이다. 특히 그 중에서도 콘솔의 비중이 높은 점이 특기할만하다.

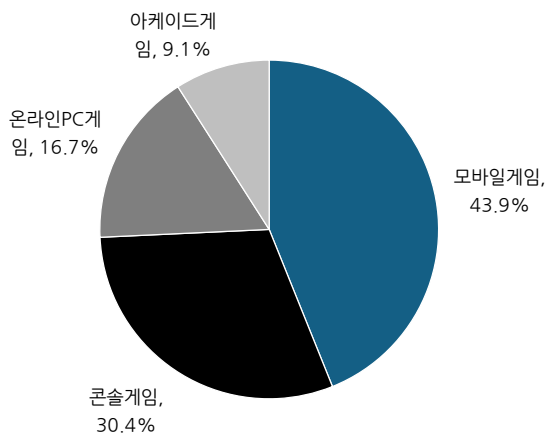
내수시장에서 인기가 없기 때문에 한국/중국은 콘솔/PC 싱글패키지 게임 개발이 늦었다. 중국의 오공, 한국의 P의거짓, 스텔라 블레이드 등 이제서야 콘솔 게임 개발에 나선 상황이다. 낮은 기저 덕에 최근에 높은 기울기의 성장을 보이고 있기도 하다.

**그동안 모바일게임만
열을 올린 것은
당연한 일**

그동안 한국/중국게임사들이 싱글패키지 PC/콘솔 게임을 개발하지 않았던 것은 너무나도 당연하고 합리적인 일이었다. 내수시장을 버리고 글로벌 시장을 타겟하는 것이 사업적으로 적절하다고 할 수는 없다. 실제로 P의거짓과 스텔라블레이드의 국내 판매량 비중은 5%수준에 불과한 것으로 추정된다.

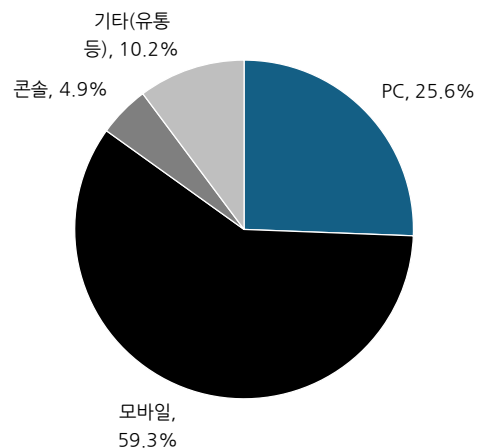
결국 가장 안전하고 수익을 극대화하는 전략은 국내+글로벌 시장을 동시에 타겟할 수 있는 온라인 모바일 게임 개발이었다. 다만 국내가 강점을 보이는 MMORPG가 중화권을 제외하면 부진하며 유의미한 성과를 거두는 데에는 결과적으로 실패했다.

그림12 2023년 세계 게임 플랫폼별 규모



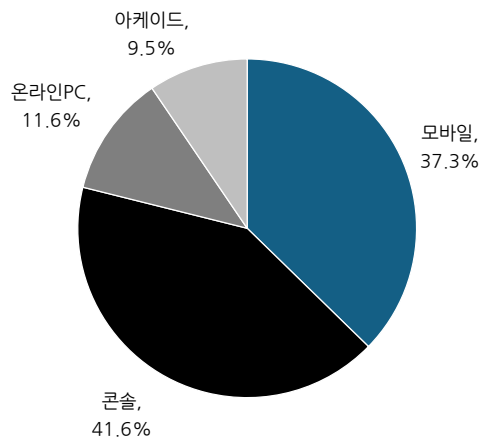
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림13 2023년 국내 게임시장 플랫폼별 규모



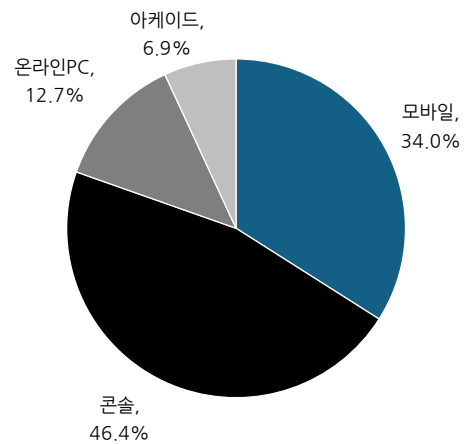
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림14 2023년 북미 게임시장 플랫폼별 규모



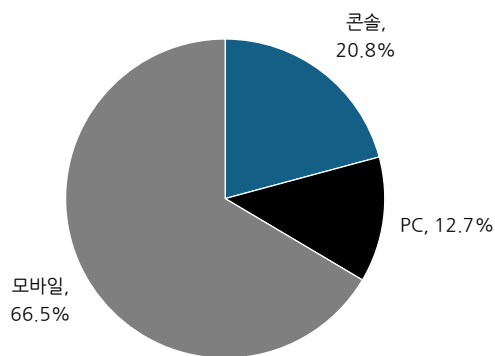
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림15 2023년 유럽 게임시장 Break down



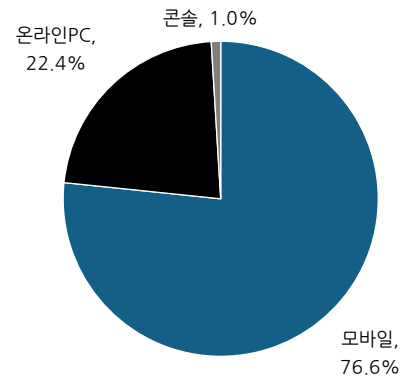
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림16 일본 게임시장 플랫폼별 비중



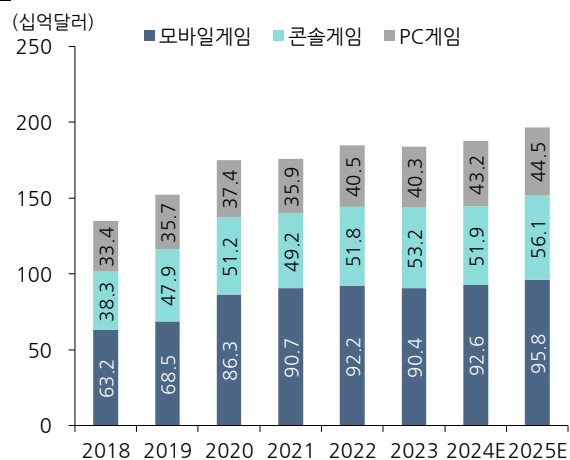
자료: 일본컴퓨터엔터테인먼트협회 DS투자증권 리서치센터

그림17 2023년 중국 게임시장 플랫폼별 비중



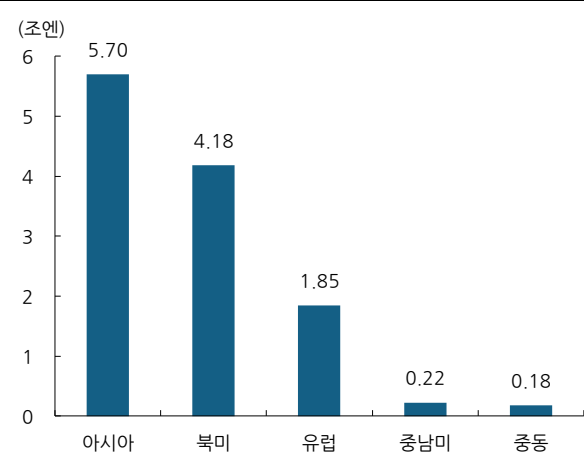
자료: 중국음상디지털협회, DS투자증권 리서치센터

그림18 글로벌 게임시장 추이 및 전망



자료: NEWZOO, DS투자증권 리서치센터 추정

그림19 페미통 추정 세계 모바일 게임시장 규모



자료: 페미통, DS투자증권 리서치센터

경쟁 심화된 국내모바일
글로벌 타겟필요성

높아진 상황

모바일+PC+콘솔

크로스플랫폼 출시:

모바일 선호 국내/중국

PC/콘솔 선호 일본/서구권

동시에 타겟 가능

그러나 지금은 상황이 좀 다르다. 국내 모바일 게임시장이 앞서 살펴본 것처럼 포화되며 새로운 시장을 개척해야 할 필요성이 높아졌기 때문이다.

글로벌 시장 타겟하기 위해서는 PC/콘솔로서의 확장이 유리하다. 장기적으로는 콘솔게임 개발도 방법이 될 수 있다. 이미 히트 IP를 확보한 네오위즈/시프트업 같은 경우 유리한 고지에 서있다.

그러나 국내의 경우 여전히 모바일 매출의 비중이 압도적이며, 글로벌로 보아도 시장의 성장기울기는 모바일게임에서 더 높게 나타난다. 콘솔게임을 개발하는 회사가 좋은 회사고, 안 하는 회사가 나쁘다고 할 수는 없다. 각자 유리한 방식대로 어떤 수단을 통해서든 IP를 확보하고 글로벌 시장을 공략하면 된다. 결국은 결과가 중요하다.

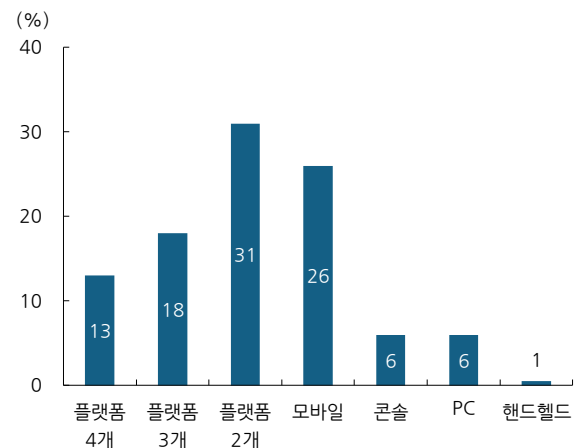
우리는 크로스플레이가 글로벌 확장을 노리는 국내 게임사에게 좋은 대안이 될 수 있다고 판단한다.

그림20 표적인 PC/모바일/콘솔 크로스플랫폼 게임- 원신



자료: 호요비스,DS투자증권 리서치센터

그림21 미국 게이머의 62%는 여러 개의 플랫폼을 사용



자료: CTA, DS투자증권 리서치센터

주1: CTA 설문조사

표4 용어정리

용어	의미	예시
싱글 플랫폼	하나의 게임이 하나의 기기에서만 출시 및 작동	포켓몬스터,젤다,슈퍼마리오(닌텐도 독점)
크로스 플랫폼(멀티 플랫폼)	하나의 게임이 여러 개의 기기에서 출시 및 작동	하데스(PC/콘솔),디아블로 5(PC/콘솔),리니지 M(PC/모바일)
크로스 플레이	크로스 플랫폼의 하위개념. 서로 다른 기기를 사용하는 플레이어들이 같은 서버에서 함께 플레이할 수 있음. 한 유저가 모바일에서 하던 데이터를 그대로 이어서 PS/PC에서 이어서하는 것도 가능	포트나이트(PC/모바일/콘솔 크로스 매칭) 원신, 명조, 일곱개의대죄 오리진

자료: DS투자증권 리서치센터

모바일 기반 크로스플랫폼: 국내 게임사에게 가장 안전한 방식의 확장

모바일/PC 크로스 플랫폼은 발에 차일 정도로 많은 중요한 것은 모바일+PC+콘솔 ALL 크로스 플랫폼

모바일/PC+ 콘솔까지 지원하는 ALL 크로스 플랫폼이 매력적
모바일 선호하는 아시아와 콘솔선호하는 서구권 동시타겟 가능하기 때문

크로스 플랫폼 게임은 서로 다른 기기(플랫폼)에서도 동일한 게임을 만든 게임을 뜻한다. 즉 PC에서도 출시되었고, 동일한 게임이 콘솔에서도 출시되었다면 크로스 플랫폼으로 분류한다. 사실 대부분의 게임들이 크로스 플랫폼으로 분류된다. 모바일 게임을 PC플랫폼으로 포팅하는 시도 자체가 워낙 많고, 크게 어렵지도 않은 일이다. 리니지M, 리니지W, 니케 등 국내 대다수의 모바일 게임이 PC를 지원하고 있다.

우리는 모바일/PC에 그치지 않고 콘솔까지 확장되는 ALL CROSS PLATFORM 케이스에 주목한다. 모바일 게임 기반의 ALL 크로스 플랫폼이 시장확장에 유리한 이유는 상대적으로 모바일을 선호하는 국내/중국 시장과 콘솔을 선호하는 일본/서구권을 동시에 타겟할 수 있기 때문이다. 콘솔/PC/모바일 크로스 플랫폼을 지원하는 명조, 스타레일의 미국 모바일 25년 YTD 매출순위는 100위권 밖, 50위에 불과하다. 반면 PS STORE 북미 매출순위는 10~20위권을 보이고 있다. 일본시장은 아예 PS5 매출 TOP 10내 크로스플랫폼 게임이 4개에 달한다.

그림22 5/27기준 미국 PS STORE 매출 TOP20

순위	게임	플랫폼
1	포트나이트	모바일,PC,콘솔
2	NBA2K	PC,콘솔
3	콜 오브 듀티	PC,콘솔
4	FC25	PC,콘솔
5	로블록스	모바일,PC,콘솔
6	GTA5	PC,콘솔
7	포르자5	PC,콘솔
8	둠:다크에이지	PC,콘솔
9	33원정대	PC,콘솔
10	마인크래프트	모바일,PC,콘솔
11	마블라이벌스	PC,콘솔
12	헬다이버스2	PC,콘솔
13	NFL25	PC,콘솔
14	캘리지 풋볼25	PC,콘솔
15	엘든링 나이트레인	PC,콘솔
16	워프레임	PC,콘솔
17	에이펙스	PC,콘솔
18	오버워치2	PC,콘솔
19	명조	모바일,PC,콘솔
20	배틀프론트2	PC,콘솔

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

주: 볼드체가 모바일/PC/콘솔 ALL 크로스플랫폼

그림23 5/27 기준 일본 PS STORE 매출 TOP 20

순위	게임	플랫폼
1	판타지라이프	PC,콘솔
2	스타레일	모바일,PC,콘솔
3	명조	모바일,PC,콘솔
4	에이펙스	PC,콘솔
5	원신	모바일,PC,콘솔
6	엘든링 나이트레인	PC,콘솔
7	E FOOTBALL	PC,콘솔
8	FC25	PC,콘솔
9	오버워치2	PC,콘솔
10	전례스존제로	모바일,PC,콘솔
11	오니무사2	PC,콘솔
12	발로란트	PC,콘솔
13	PSO2 뉴 제네시스	PC,콘솔
14	포트나이트	모바일,PC,콘솔
15	기동전사 건담2	PC,콘솔
16	마인크래프트	모바일,PC,콘솔
17	드래곤퀘스트온라인	PC,콘솔
18	33원정대	PC,콘솔
19	나히아 울트라럼블	PC,콘솔
20	SYNDUALITY	PC,콘솔

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

콘솔시장에서
모바일 크로스플랫폼
게임의 매출 비중
높아지는 중

현재 콘솔게임 시장 점유율 1위인 소니 PS STORE 연간 매출액은 165억 달러에 달한다. 소니 PS게임 매출의 50%를 차지하는 수준으로, 실물 패키지 게임보다 디지털 다운로드의 확대가 가속화되고 있음을 알 수 있다. 크로스 플랫폼 게임들의 흥행으로 디지털 시장 파이는 더 커질 전망이다.

크로스 플랫폼: 오픈월드 RPG가 유리

모바일+콘솔+PC에
어울리는 장르가 따로
있음

단순히 모바일/PC 게임이 콘솔로 확장된다고 해서 유의미한 성과를 거두는 것은 아니다. 콘솔, PC, 모바일 각각의 플랫폼에 적합한 장르가 있다. 미국에서 퍼즐게임이 모바일 플랫폼에서 인기지만, 콘솔에서는 찾아보기도 힘든 것과 궤를 같이한다. 마찬가지로 MMORPG는 PC/모바일에서는 어느 정도의 인기를 구가하는 장르지만, 콘솔에서는 인기가 거의 전무하다. 이는 MMORPG 게임이 게임패드에 최적화 되어있지 않기 때문이다.

따라서 크로스 플랫폼 게임이 유의미한 성과를 거두기 위해서는, 모바일/PC/콘솔 각각 플랫폼에 맞는 최적화가 필요하다. 특히 게임패드를 통한 플레이에 최적화가 필요하다.

원신과 같은
모바일 오픈월드 게임이
ALL 크로스플랫폼에
유리함

모바일/PC/콘솔 모든 플랫폼에 어울리는 게임은 원신/명조와 같은 모바일 오픈월드 RPG게임으로 판단한다. 해당 장르는 비교적 단순한 조작 구성과 최적화로 모바일에서도 플레이가 가능하다. 또한 게임패드와의 최적화도 훌륭한 편이다.

실제로 유출된 자료(23년 12월 인섬니악게임즈 해킹)에 따르면, 2019년 모바일/PC로 출시되어 2020년 플레이스테이션으로 확장한 원신은 높은 콘솔 매출을 기록했다. 해당게임은 출시 2년만에 매출 10억달러를 달성한 바 있다. 원신 모바일이 출시 2년간 36억달러의 매출을 발생시켰음을 고려하면, 매우 고무적인 수치다. 결제 혜택이 모바일이 더 좋음을 고려하면, 실제로 콘솔로 플레이하는 유저수는 매출 수치를 뛰어넘을 것으로 추정된다.

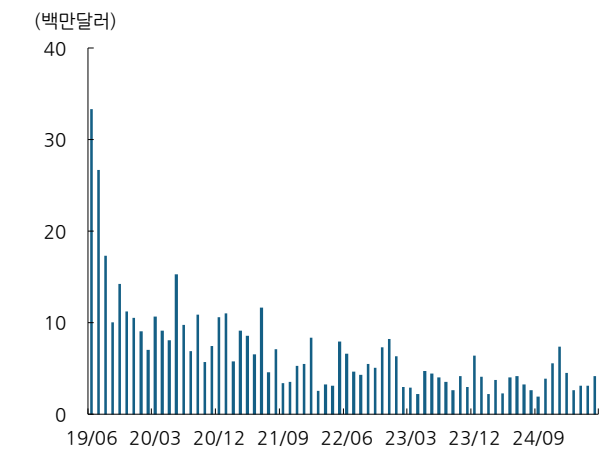
크로스플랫폼 게임 출시 앞두고 있는 넷마블 주목

넷마블 7대죄 오리진:
전작에 이어 빅히트 전망
전세계 모두 타겟 할 것

국내 게임사도 국내게임 최초의 모바일/PC/콘솔 크로스플랫폼 게임 출시를 앞두고 있다. 넷마블의 일곱개의 대죄: 오리진이 그 주인공이다. 해당게임은 일본 인기 IP인 일곱개의 대죄 IP를 기반으로 제작된 오픈월드 RPG 게임이다. 오픈월드에 조작용소가 많기 때문에 크로스 플랫폼에 적합하다.

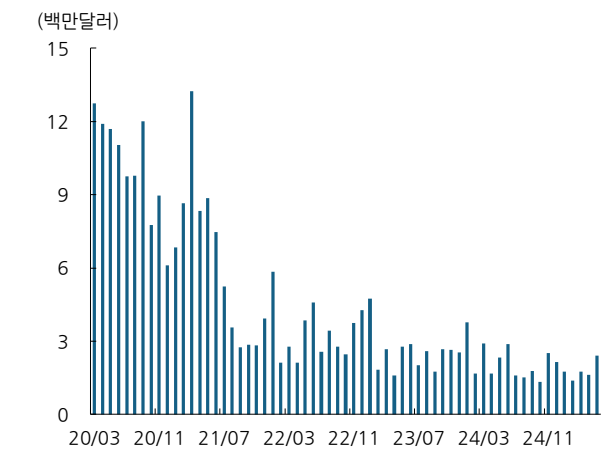
해당 IP가 콘솔비중 높은 북미/일본에 인기가 높은 점을 고려하면, 국내에서는 모바일 매출이, 서구권에서는 PC/콘솔 매출이 의미 있게 발생할 것이 기대된다. 최근 높아진 넷마블의 퍼블리싱 역량을 고려, 넷마블 일곱개의 대죄 초기 일매출을 21억원으로 종전 13억 대비 상향조정한다. 또한 게임주 차선후주 의견 유지한다.

그림24 7대죄 그랜드크로스 일본 매출 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터 추정

그림25 7대죄 그랜드크로스 미국 매출 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터 추정

그림26 일곱개의 대죄 오리진



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

그림27 일곱개의 대죄 오리진: 25년 PC/콘솔/모바일 출시확정



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

게임산업 하반기 투자전략

하반기에는 다양한 카드를 긁어볼 수 있는 회사에 주목해야

신작 익스포제가
낮은 회사가 안정적

트레이딩으로 접근하면 살 게임회사가 많다. 기대감이 크지 않은데 이슈물이가 될 법한 게임회사를 단기적으로 매매하면 된다. 그러나 장기적 관점에서 매매한다면 다르다. 게임 하나하나에 이익이 크게 변동하는 회사는 모 아니면 도로 흘러갈 가능성이 높다. 즉 개발 파이프라인이 여러 개이며, 기존 게임들의 실적도 견조한 회사에 주목해야 한다.

게임산업:
대형사 위주 재편성
전망

개발 파이프라인을 여러 개 확대할 수 있는 회사는 인원과 자본이 충분한 대형사 뿐이다. 장기적 게임산업의 흐름도 대형사 위주로 공고화 될 것으로 전망한다. 물론 최근 글로벌 게임산업 전반적으로 33원정대, 스케줄2, 운빨존망겜과 같은 인디게임들의 약진이 두드러지고 있다. AI의 발전으로 초소형 게임개발 프로젝트도 많아지고 있다. 이들의 흥행은 중소의 기적이라고 불리기도 한다. 그러나 과거에도 스타듀벨리, 하데스처럼 인디게임이 히트하는 사례는 많았다. 최근 일부 사례를 가지고, 초소형사의 Hit ratio가 유의미하게 변하고 있다고 해석하기는 어렵다.

오히려 앞으로 게임산업은 대형사 위주로 공고화될 가능성이 크다고 판단한다. 최근 게임산업 트렌드인 크로스플랫폼/AI와 같은 기술을 적극적으로 활용하기 위해서는 자본력이 필요하다. 최적화 같은 이슈에서도 자본력과 노하우가 풍부한 대형사들이 유리하다. 오히려 인디 게임의 산발적 히트에 점유율을 잃는 쪽은 대형게임사 보다는 개발/퍼블리싱 역량 없는 중소형 게임사가 될 가능성이 크다.

Top-pick/차선후주
크래프톤/넷마블

Top-pick: 크래프톤, 차선후주: 넷마블

국내 상장사에서는 크래프톤, 넷마블이 여러 개의 파이프라인을 통해 매출과 이익을 신장할 가능성이 높다고 판단된다. 이에 따라 Top-pick 크래프톤, 차선후주 넷마블을 제시한다.

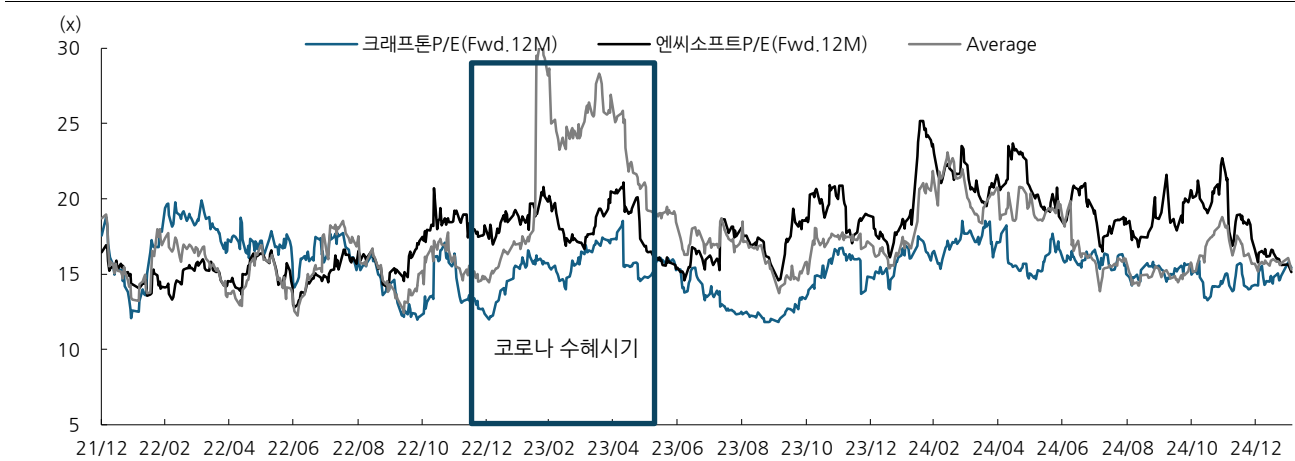
1)주주환원, 2)기존작의 실적, 3)신작 파이프라인, 4)밸류에이션 4가지가 다 우수한 종목은 크래프톤 뿐이다. 따라서 Top-pick도 크래프톤으로 제시한다. 차선후주는 넷마블이다. 비용통제와 탑라인성장이 동시에 일어나며 영업레버리지 효과가 크게 발생할 전망이다. 최근 3년간 12개의 게임을 출시해서 5개를 히트시켰다. 국내 게임사 중 가장 많은 게임을 출시했으며, Hit Ratio도 가장 높다.

현재 게임주 밸류에이션 레벨은 적절한 수준

모멘텀 트레이딩은
가능한 밸류에이션 구간

현재 국내게임주 12MF PER은 15배로, Historical 중하단 수준으로 적절한 수준으로 평가된다. 대부분의 게임주들이 Fwd PER 15~20배 사이에 위치 되어있다. 크래프톤 / 넷마블을 제외하고 저렴한 구간에 놓여있다고 보기는 어렵지만, 이벤트 플레이를 해볼 만한 밸류에이션 구간에는 놓여있다고 판단된다. 밸류와 실적신뢰성 높은 크래프톤과 넷마블을 중심으로, 기타 게임사들은 신작 이벤트에 따라 접근하는 전략이 유효할 것으로 전망한다. 하반기 모멘텀으로 보면 크래프톤, 넷마블, 네오위즈, 펠어비스, 웹젠, 카카오게임즈, 테브시스터즈의 이벤트 플레이가 가능하다.

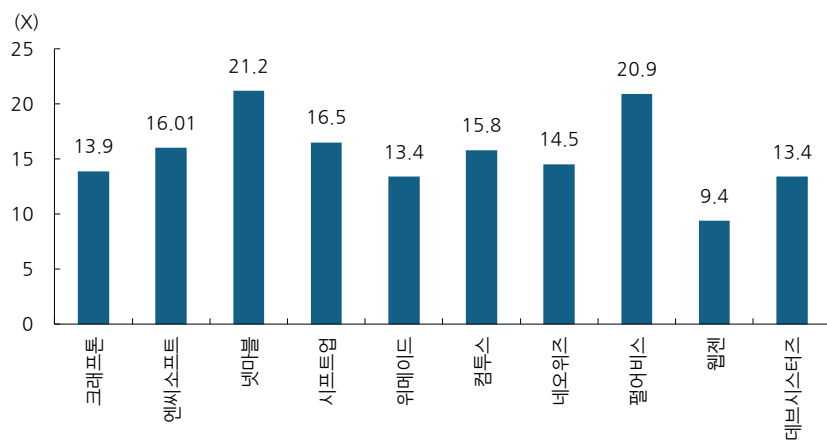
그림28 게임주 12MF PER 추이



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

주: 평균 산정 시 PER 50배 이상은 제외

그림29 주요게임주 컨센서스 12MF PER



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

리레이팅은 아직
먼 이야기
산업 업황 부진

게임체인저 나타나지 않으면 리레이팅할 이유없다. 향후 게임체인저는 AI가 될 것

24년 글로벌 게임시장은 2.1%상승했고, 국내 모바일 게임시장은 1.3%상승했다. 현재 게임산업이 봉착한 가장 큰 문제점은 10년이 넘도록 게임체인저가 등장하고 있지 않다는 점이다. 다른 엔터테인먼트 산업과 달리, 게임산업은 하드웨어/플랫폼에 종속 받는 영향이 지대하다. 그동안 게임산업은 약 10년을 주기로 새로운 게임체인저가 계속해서 등장해왔다. 80년대 아케이드 게임, 90년대 포터블게임기, 00년대 PC 시대, 10년대 모바일 시대가 있었다. 시장은 20년대에는 VR/XR이 새로운 게임체인저로 기능할 것을 기대했으나 부족한 하드웨어 성능 때문에 아직도 시장의 대체는 모바일/PC/콘솔로 귀결되고 있다. 이로 인해 국내/글로벌 모두 PER 리레이팅은 이뤄지지 않고 있다. 앞으로도 새로운 게임체인저가 등장하지 않는다면 리레이팅을 시킬 이유도 없다. 현재로서는 AI가 Next 게임체인저로 기대되며 그 시기는 빠르면 26-27년이 될 것으로 전망한다.

그림30 50년간 게임시장 규모 추이

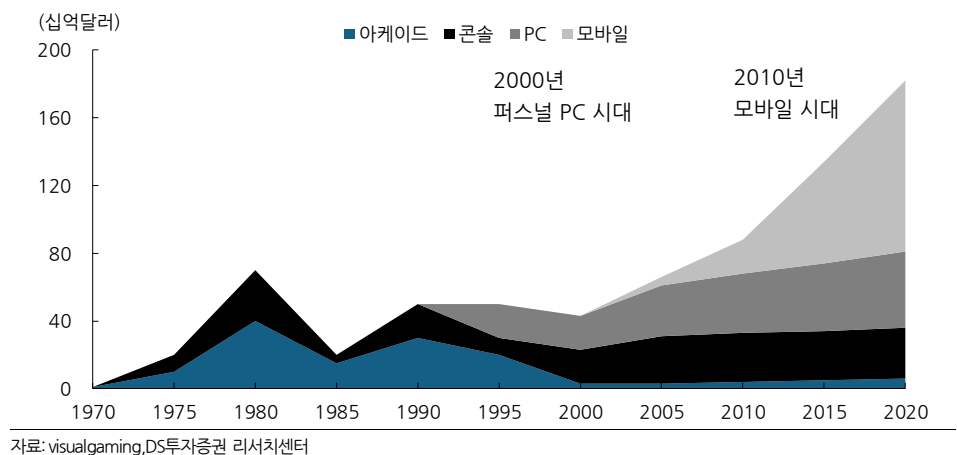


그림31 모바일 ARPU추이(리니지M)- 차이가 없음

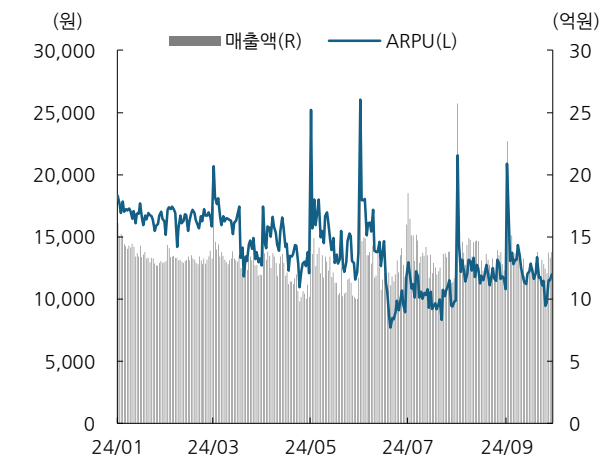


그림32 매출 TOP 10내 MMORPG 비중

게임	출시가	출시년도
GTA3 (PS2)	\$50USD	2001
GTA4 (PS3)	\$60USD	2008
레드데드리뎀션2 (PS4)	\$60USD	2018
호그와트레거시 (PS5)	\$70USD	2023

자료: DS투자증권 리서치센터

표5 2025 신작 일정 및 모멘텀

회사	게임명	장르	플랫폼	구분	출시예정일	회사 이익대비중요도	모멘텀중요도
크래프톤	다크앤다커 M	익스트랙션	모바일	자체개발	2025	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	서브노티카 2	수중 어드벤처	PC/콘솔	자체개발	3Q25	★★★★☆	★★★★☆
	PUBG 블라인드스팟	탑다운슈터	PC	자체개발	2H25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	딩کم	생활시뮬	닌텐도	퍼블리싱	2H25	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
엔씨소프트	아이온 2	MMORPG	모바일/PC	자체개발	4Q25	★★★★★	★★★★★
	프로젝트 ILL	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	25-26	★★★★☆	★★★★★
	브레이커스	수집형 RPG	모바일	퍼블리싱	25-26	★★★★☆	★★★★★
시프트업	스텔라블레이드 PC	액션 RPG	PC	외부퍼블	6/12	★★★★☆	★★★★★
넷마블	세븐나이츠리버스 글로벌	턴제 RPG	모바일/PC	자체개발	2H25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	킹오브파이터 AFK	AFK	모바일	자체개발	1H25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	나혼자만레벨업 PC	수집형 RPG	PC	자체개발	2H25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	THE RED:피의계승자	MMORPG	모바일/PC	자체개발	2H25	★★★★☆	★★☆☆☆
	프로젝트 SOL	MMORPG	모바일/PC	퍼블리싱	2H25	★★★★☆	★★☆☆☆
	몬길:스타 다이브	수집형 RPG	모바일/PC	자체개발	2H25	★★★★☆	★★★★☆
	일곱개의 대죄 오리진	오픈월드 RPG	모바일/PC/콘솔	자체개발	2H25	★★★★★	★★★★★
펄어비스	붉은사막	오픈월드 RPG	PC/콘솔	자체개발	4Q25	★★★★★	★★★★★
카카오게임즈	프로젝트 C	서브컬처	모바일	자체개발	3Q25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	가디언오더	액션 RPG	모바일	퍼블리싱	3Q25	★★★★☆	★★☆☆☆
	크로노오디세이	MMORPG	PC/콘솔	퍼블리싱	4Q25	★★★★★	★★★★★
	아키에이지크로니클	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	1H26	★★★★★	★★★★★
	Project Q	MMORPG	모바일/PC	자체개발	4Q25	★★★★★	★★★★★
	Project S	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	2026	★★★★☆	★★☆☆☆
	검술명가 막내아들	RPG	모바일/PC	자체개발	2026	★★★★★	★★★★★
위메이드	미드나잇워커스	좀비 서바이벌	PC	자체개발	3Q25	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	이미르 글로벌	MMORPG	모바일/PC	자체개발	4Q25	★★★★★	★★★★☆
컴투스	더스타라이트	MMORPG	모바일/PC	퍼블리싱	2H25	★★★★☆	★★☆☆☆
네오위즈	P 의거짓 DLC	소울라이크	PC/콘솔	자체개발	3Q25	★★★★★	★★★★★
	Shape of Dreams	MOBA 로그라이크	PC	퍼블리싱	5 월	★☆☆☆☆	★★☆☆☆
	킹덤 2	MMORPG	모바일	자체개발	4Q25	★☆☆☆☆	★☆☆☆☆
데브시스터즈	오븐스매시	PVP 액션	모바일	자체개발	2H25	★★★★☆	★★★★★
넥슨게임즈	던파 아라드	오픈월드 RPG	모바일/PC	자체개발	2026	★★★★★	★★★★★
	서든어택 글로벌	슈터	PC	자체개발	2025	★★★★☆	★★★★★
웹젠	테르비스	서브컬처	모바일	자체개발	4Q25	★★★★☆	★★★★☆
	드래곤소드	오픈월드 RPG	모바일/PC	퍼블리싱	4Q25	★★★★★	★★★★☆
	R2M 2	MMORPG	모바일/PC	자체개발	2025	★★★★★	★★★★☆
	뮤 IP	MMORPG	모바일/PC	자체개발	2026	★★★★★	★★★★☆

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·**넷마블** 251270

연이은 헤드샷, 아직 5발 남았다

·**엔씨소프트** 036570

공격적인 가이드스 덕분에 주가는 방어전망

·**시프트업** 462870

시장 기대하회 했지만, 매출기여는 꾸준할 전망

·**네오위즈** 095660

P의거짓 DLC를 통한 IP가치 제고 긍정적

·**웹젠** 069080

과도한 저평가 구간, 하반기 리레이팅 전망

넷마블

251270

연이은 헤드샷, 아직 5발 남았다

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.06.02

BUY(유지)

목표주가(상향) 70,000원
현재주가(05/30) 51,100원
상승여력 37.0%

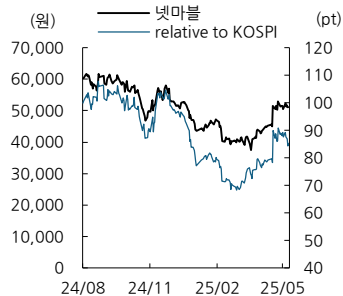
Stock Data

KOSPI	2,697.7pt
시가총액(보통주)	4,392십억원
발행주식수	85,954천주
액면가	100원
자본금	86십억원
60일 평균거래량	162천주
60일 평균거래대금	7,230백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	72,100원
52주 최저가	37,500원
주요주주	
방준혁(외 15인)	58.6%
엔씨소프트(외 1인)	6.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	14.3	8.8
3M	27.0	20.4
6M	-3.6	-13.4

주가차트



게임주 차선후주 유지, 목표주가는 상향

넷마블 목표주가를 70,000원으로 상향하고, 투자 의견 매수, 게임주 차선후주의견을 유지한다. 목표주가 상향 이유는 신작 추정 변경 때문이다. 세븐나이즈 리버스는 초기 일매출 20억원 상회하는 호실적을 거둔 것으로 추정된다. 해당 게임은 RF 온라인에 이어 연속 히트하며 넷마블의 높은 퍼블리싱 역량을 증명하고 있다. 하반기 최고 기대작인 7대죄 오리진은 국내사 올해의 게임에 등극할 수 있는 쉼리터를 보일 것으로 전망한다

7대죄 오리진: 올해의 한국게임에 등극할 것으로 예상

7대죄 오리진이 서머게임페스트 출점 확정되면서 글로벌 마케팅에 본격적으로 나서고 있다. 전작인 7대죄 그랜드크로스는 일본/미국 합해서 누적 1조원에 달하는 매출 발생시킨 것으로 추정된다. 올해 넷마블은 RF/세나리/몬길/7대죄가 연이어 성공하며 연간 영업이익 규모가 54% 증가한 3,320억원에 달할 것으로 전망한다. 넷마블이 글로벌 퍼블리싱 역량은 작년 출시된 나혼자만 레벨업의 초기 흥행에서 증명된 바 있다. 이번엔 나혼렙보다 스케일이 큰 오픈월드 신작 7대죄 오리진으로 더 큰 흥행을 구가할 것으로 예상한다. 해당 게임은 PS/PC/모바일 지원하는 크로스 플랫폼으로, 최근 콘솔까지 확대되는 글로벌 트렌드에 부합한다는 점도 큰 장점이다. 사실상 전세계 모든 게이머를 타겟하며 최근 가장 큰 히트 거두었던 나혼자만 레벨업의 초기 성과를 상회하는 매출 발생시킬 것으로 전망한다. 오픈월드 게임 장르 특성 상 매출 유지도도 기존 대비 높을 것으로 분석한다.

밸류에이션/이익정상화 구간 진입, 밸류에이션 방법 SOTP->PER 변경

동사는 지속적인 적자로 EPS/PER로 설명하기 어려운 회사였다. 그러나 24년 이익 턴어라운드와 함께 이익/밸류에이션이 정상적인 레벨로 회귀를 시도하고 있다. 밸류에이션 방법을 SOTP에서 PER로 변경한다. 목표주가는 25년 EPS에 국내 최고의 퍼블리셔인 점을 감안, 게임주 Historical 상단수준 PER 20 적용해 산출했다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,673	2,502	2,664	2,867	3,123
영업이익	-109	-68	216	332	372
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	11.6	11.9
세전이익	-941	-159	76	368	425
지배주주지분순이익	-819	-256	26	278	319
EPS(원)	-9,531	-2,975	298	3,398	3,891
증감률(%)	적전	적지	흑전	1,039.1	14.5
ROE(%)	-14.6	-4.9	0.5	5.2	5.9
PER (배)	-6.3	-19.5	173.3	15.0	13.1
PBR (배)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (배)	58.1	54.2	14.7	11.0	8.5

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표6 넷마블 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	682.2	649.8	911.1	2,502.1	2,663.8	2,867.1
MCOG	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.5	48.6	63.3	269.6	253.4	228.6
스핀엑스	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	144.0	142.9	147.9	649.0	604.2	584.5
나혼자만 레벨업	-	156.4	84.1	38.9	49.9	37.3	33.9	59.4	-	279.5	180.6
레이븐2	-	31.3	38.8	32.5	29.0	21.8	15.6	11.3	-	102.6	77.8
RF 온라인넥스트	-	-	-	-	18.7	63.7	32.2	22.5	-	-	137.2
더레드 피의 계승자	-	-	-	-	-	-	-	36.8	-	-	36.8
세븐나이츠리버스	-	-	-	-	-	59.8	64.4	46.0	-	-	170.2
일곱개의 대죄:오리진	-	-	-	-	-	-	-	147.0	-	-	147.0
몬걸:STAR DIVE	-	-	-	-	-	-	22.0	70.8	-	-	92.8
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	611.5	599.4	749.9	2,570.6	2,448.2	2,476.6
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	237.4	226.1	314.3	980.0	946.9	945.1
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	176.5	180.1	181.1	744.1	720.0	725.5
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	129.6	124.1	180.4	486.8	470.3	495.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	37.5	39.0	44.1	174.3	156.6	170.7
감가상각비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	30.5	30.1	29.9	185.4	154.4	139.5
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	70.7	50.4	161.2	-68.5	215.6	332.0
OPM	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	10.4%	7.8%	17.7%	-	8.1%	11.6%
지배순이익	-9.9	162.3	20.6	-166.7	75.6	50.1	35.6	117.2	-303.9	6.3	278.4
NPM	-1.7%	20.8%	3.2%	-25.7%	4.0%	10.1%	8.8%	11.0%	-12.1%	0.2%	8.7%

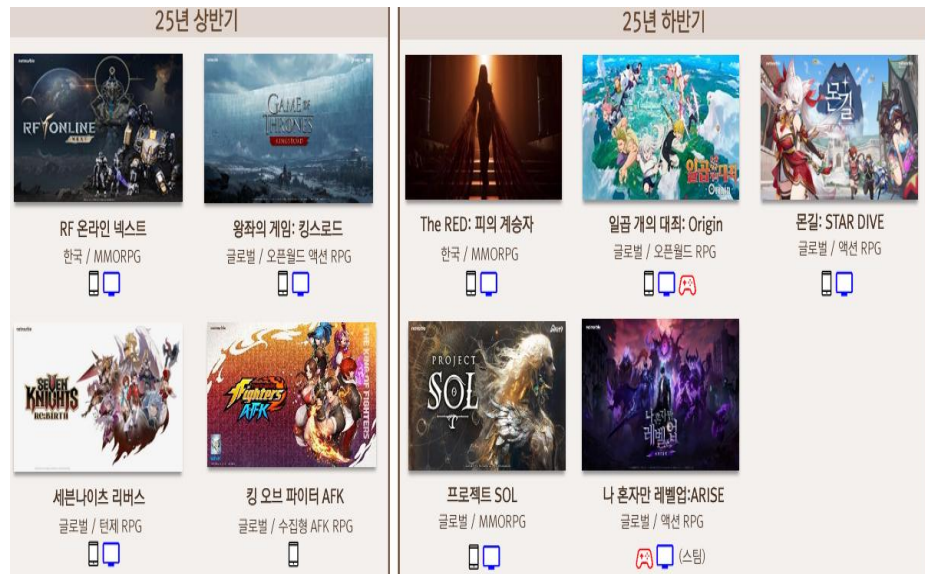
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표7 넷마블 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	278	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	3,398	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	20	게임주 Historical 37개년 PER 상단 적용
목표주가	(원)	70,000	적정주가 67,957원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	51,100	5/30 종가 기준
Upside	(%)	36.9	5/30 종가 기준

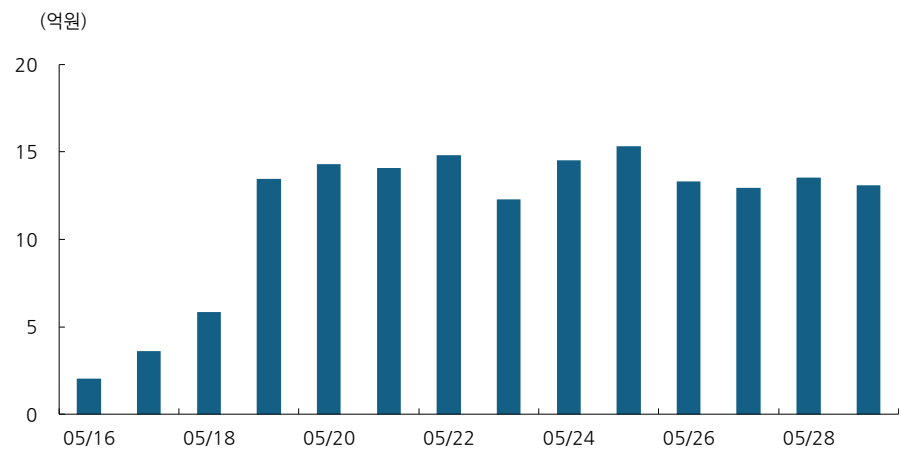
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림33 넷마블 출시예정 신작



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림34 세븐나이츠리버스 일매출 추이 - 출시 후 계속 1위 유지 중



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

게임산업 KEYWORD: 크로스 플랫폼에 주목

크로스 플랫폼에 주목하자

국내/중국게임시장:
여전히 모바일 중심
서구권/일본시장:
PC/콘솔도 유의미함

국내 게임산업은 23조원으로 평가되며 그 중 모바일 게임시장은 14조원(60%)으로 대부분을 차지한다. 콘솔 시장은 5%인 1.1조원에 불과하다. 과거에 비하면 괄목할만한 성장을 거두었으나, 여전히 국내에서 싱글플레이 콘솔 시장의 규모는 모바일게임 시장 대비 크지 않다. 중국의 경우도 마찬가지다. 중국음상디지털협회 자료에 따르면 콘솔게임 비중은 9% 수준에 불과하다. 반면에 서구권/일본 시장은 PC/콘솔과 모바일게임이 5:5 수준이다. 특히 그 중에서도 콘솔의 비중이 높은 점이 특기할만하다.

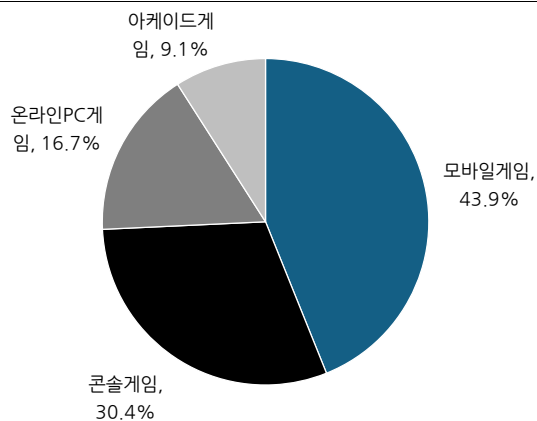
내수시장에서 인기가 없기 때문에 한국/중국은 콘솔/PC 싱글패키지 게임 개발이 늦었다. 중국의 오펜, 한국의 P의거짓, 스텔라 블레이드 등 이제서야 콘솔 게임 개발에 나선 상황이다. 낮은 기저 덕에 최근에 높은 기울기의 성장을 보이고 있기도 하다.

**그동안 모바일게임만
열을 올린 것은
당연한 일**

그동안 한국/중국게임사들이 싱글패키지 PC/콘솔 게임을 개발하지 않았던 것은 너무나도 당연하고 합리적인 일이었다. 내수시장을 버리고 글로벌 시장을 타겟하는 것이 사업적으로 적절하다고 할 수는 없다. 실제로 P의거짓과 스텔라블레이드의 국내 판매량 비중은 5%수준에 불과한 것으로 추정된다.

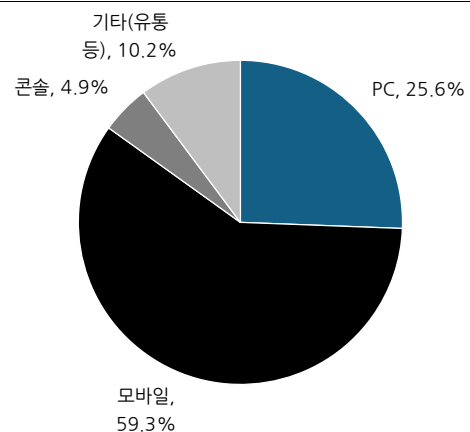
결국 가장 안전하고 수익을 극대화하는 전략은 국내+글로벌 시장을 동시에 타겟할 수 있는 온라인 모바일 게임 개발이었다. 다만 국내가 강점을 보이는 MMORPG가 중화권을 제외하면 부진하며 유의미한 성과를 거두는 데에는 결과적으로 실패했다.

그림35 2023년 세계 게임 플랫폼별 규모



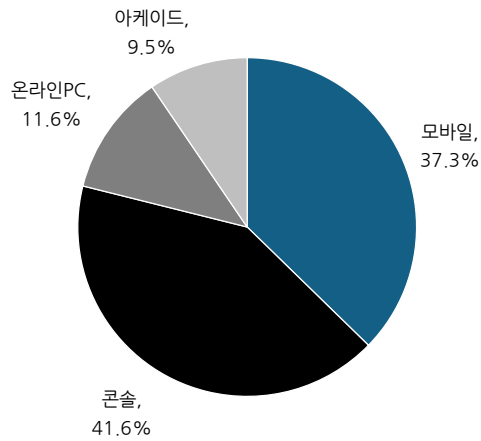
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림36 2023년 국내 게임시장 플랫폼별 규모



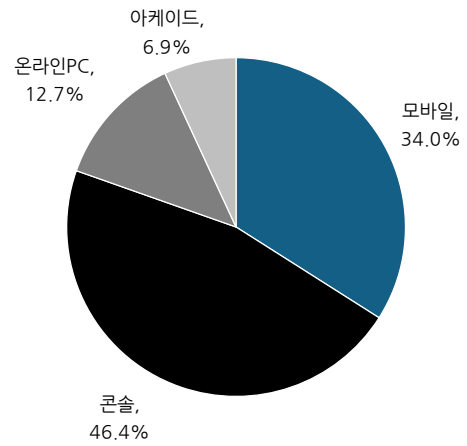
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림37 2023년 북미 게임시장 플랫폼별 규모



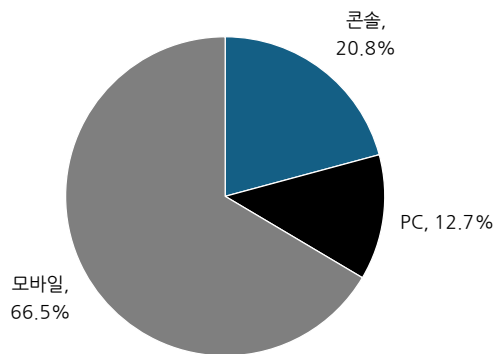
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림38 2023년 유럽 게임시장 Break down



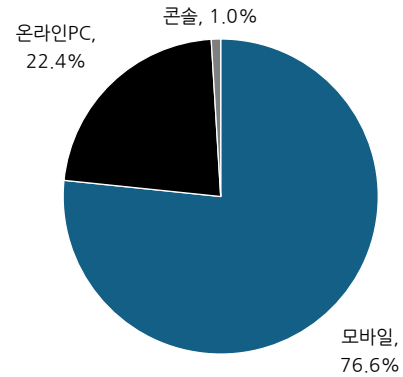
자료: PWC, DS투자증권 리서치센터

그림39 일본 게임시장 플랫폼별 비중



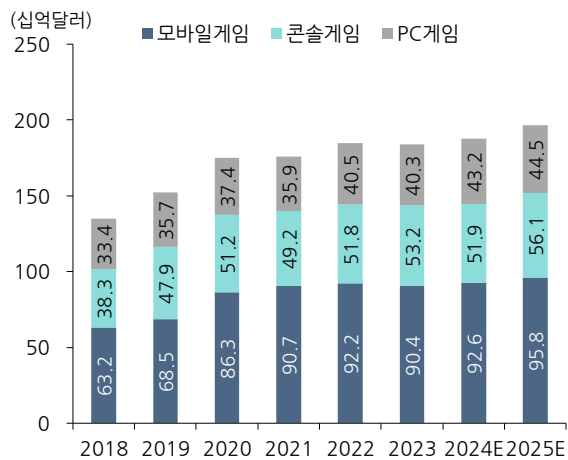
자료: 일본컴퓨터엔터테인먼트협회 DS투자증권 리서치센터

그림40 2023년 중국 게임시장 플랫폼별 비중



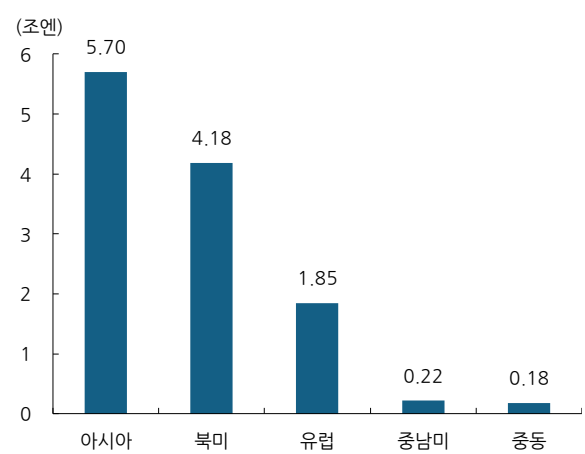
자료: 중국음상디지털협회, DS투자증권 리서치센터

그림41 글로벌 게임시장 추이 및 전망



자료: NEWZOO, DS투자증권 리서치센터 추정

그림42 페미통 추정 세계 모바일 게임시장 규모



자료: 페미통, DS투자증권 리서치센터

경쟁 심화된 국내모바일
글로벌 타겟필요성

높아진 상황

모바일+PC+콘솔
크로스플랫폼 출시:
모바일 선호 국내/중국
PC/콘솔 선호 일본/서구권
동시에 타겟 가능

그러나 지금은 상황이 좀 다르다. 국내 모바일 게임시장이 앞서 살펴본 것처럼 포화되며 새로운 시장을 개척해야 할 필요성이 높아졌기 때문이다.

글로벌 시장 타겟하기 위해서는 PC/콘솔로서의 확장이 유리하다. 장기적으로는 콘솔게임 개발도 방법이 될 수 있다. 이미 히트 IP를 확보한 네오위즈/시프트업 같은 경우 유리한 고지에 서있다.

그러나 국내의 경우 여전히 모바일 매출의 비중이 압도적이며, 글로벌로 보아도 시장의 성장기울기는 모바일게임에서 더 높게 나타난다. 콘솔게임을 개발하는 회사가 좋은 회사고, 안 하는 회사가 나쁘다고 할 수는 없다. 각자 유리한 방식대로 어떤 수단을 통해서든 IP를 확보하고 글로벌 시장을 공략하면 된다. 결국은 결과가 중요하다.

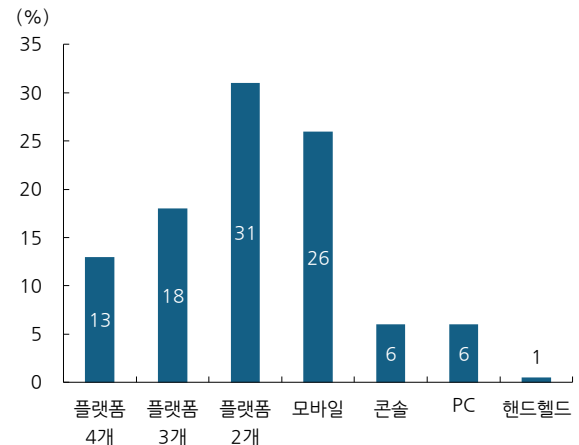
우리는 크로스플레이가 글로벌 확장을 노리는 국내 게임사에게 좋은 대안이 될 수 있다고 판단한다.

그림43 대표적인 PC/모바일/콘솔 크로스플랫폼 게임- 원신



자료: 호요비스,DS투자증권 리서치센터

그림44 미국 게이머의 62%는 여러 개의 플랫폼을 사용



자료: CTA, DS투자증권 리서치센터

주1: CTA 설문조사

표8 용어정리

용어	의미	예시
싱글 플랫폼	하나의 게임이 하나의 기기에서만 출시 및 작동	포켓몬스터,젤다,슈퍼마리오(닌텐도 독점)
크로스 플랫폼(멀티 플랫폼)	하나의 게임이 여러 개의 기기에서 출시 및 작동	하데스(PC/콘솔),디아블로 5(PC/콘솔),리니지 M(PC/모바일)
크로스 플레이	크로스 플랫폼의 하위개념. 서로 다른 기기를 사용하는 플레이어들이 같은 서버에서 함께 플레이할 수 있음. 한 유저가 모바일에서 하던 데이터를 그대로 이어서 PS/PC에서 이어서하는 것도 가능	포트나이트(PC/모바일/콘솔 크로스 매칭) 원신, 명조, 일곱개의대죄 오리진

자료: DS투자증권 리서치센터

모바일 기반 크로스플랫폼: 국내 게임사에게 가장 안전한 방식의 확장

모바일/PC 크로스 플랫폼은 발에 차일 정도로 많은 중요한 것은 모바일+PC+콘솔 ALL 크로스 플랫폼

모바일/PC+ 콘솔까지 지원하는 ALL 크로스 플랫폼이 매력적
모바일 선호하는 아시아와 콘솔선호하는 서구권 동시타겟 가능하기 때문

크로스 플랫폼 게임은 서로 다른 기기(플랫폼)에서도 동일한 게임을 만든 게임을 뜻한다. 즉 PC에서도 출시되었고, 동일한 게임이 콘솔에서도 출시되었다면 크로스 플랫폼으로 분류한다. 사실 대부분의 게임들이 크로스 플랫폼으로 분류된다. 모바일 게임을 PC플랫폼으로 포팅하는 시도 자체가 워낙 많고, 크게 어렵지도 않은 일이다. 리니지M, 리니지W, 니케 등 국내 대다수의 모바일 게임이 PC를 지원하고 있다.

우리는 모바일/PC에 그치지 않고 콘솔까지 확장되는 ALL CROSS PLATFORM 케이스에 주목한다. 모바일 게임 기반의 ALL 크로스 플랫폼이 시장 확장에 유리한 이유는 상대적으로 모바일을 선호하는 국내/중국 시장과 콘솔을 선호하는 일본/서구권을 동시에 타겟할 수 있기 때문이다. 콘솔/PC/모바일 크로스 플랫폼을 지원하는 명조, 스타레일의 미국 모바일 25년 YTD 매출 순위는 100위권 밖, 50위에 불과하다. 반면 PS STORE 북미 매출순위는 10~20위권을 보이고 있다. 일본 시장은 아예 PS5 매출 TOP 10내 크로스플랫폼 게임이 4개에 달한다.

그림45 5/27기준 미국 PS STORE 매출 TOP20

순위	게임	플랫폼
1	포트나이트	모바일,PC,콘솔
2	NBA2K	PC,콘솔
3	콜 오브 듀티	PC,콘솔
4	FC25	PC,콘솔
5	로블록스	모바일,PC,콘솔
6	GTA5	PC,콘솔
7	포르자5	PC,콘솔
8	둠:다크에이지	PC,콘솔
9	33원정대	PC,콘솔
10	마인크래프트	모바일,PC,콘솔
11	마블라이벌스	PC,콘솔
12	헬다이버스2	PC,콘솔
13	NFL25	PC,콘솔
14	캘리지 풋볼25	PC,콘솔
15	엘든링 나이트레인	PC,콘솔
16	워프레임	PC,콘솔
17	에이펙스	PC,콘솔
18	오버워치2	PC,콘솔
19	명조	모바일,PC,콘솔
20	배틀프론트2	PC,콘솔

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

주: 볼드체가 모바일/PC/콘솔 ALL 크로스플랫폼

그림46 5/27 기준 일본 PS STORE 매출 TOP 20

순위	게임	플랫폼
1	판타지라이프	PC,콘솔
2	스타레일	모바일,PC,콘솔
3	명조	모바일,PC,콘솔
4	에이펙스	PC,콘솔
5	원신	모바일,PC,콘솔
6	엘든링 나이트레인	PC,콘솔
7	E FOOTBALL	PC,콘솔
8	FC25	PC,콘솔
9	오버워치2	PC,콘솔
10	전례스존제로	모바일,PC,콘솔
11	오니무사2	PC,콘솔
12	발로란트	PC,콘솔
13	PSO2 뉴 제네시스	PC,콘솔
14	포트나이트	모바일,PC,콘솔
15	기동전사 건담2	PC,콘솔
16	마인크래프트	모바일,PC,콘솔
17	드래곤퀘스트온라인	PC,콘솔
18	33원정대	PC,콘솔
19	나히아 울트라럼블	PC,콘솔
20	SYNDUALITY	PC,콘솔

자료: SONY, DS투자증권 리서치센터

콘솔시장에서
모바일 크로스플랫폼
게임의 매출 비중
높아지는 중

현재 콘솔게임 시장 점유율 1위인 소니 PS STORE 연간 매출액은 165억 달러에 달한다. 소니 PS게임 매출의 50%를 차지하는 수준으로, 실물 패키지 게임보다 디지털 다운로드의 확대가 가속화되고 있음을 알 수 있다. 크로스 플랫폼 게임들의 흥행으로 디지털 시장 파이는 더 커질 전망이다.

크로스 플랫폼: 오픈월드 RPG가 유리

모바일+콘솔+PC에
어울리는 장르가 따로
있음

단순히 모바일/PC 게임이 콘솔로 확장된다고 해서 유의미한 성과를 거두는 것은 아니다. 콘솔, PC, 모바일 각각의 플랫폼에 적합한 장르가 있다. 미국에서 퍼즐게임이 모바일 플랫폼에서 인기지만, 콘솔에서는 찾아보기도 힘든 것과 궤를 같이한다. 마찬가지로 MMORPG는 PC/모바일에서는 어느 정도의 인기를 구가하는 장르지만, 콘솔에서는 인기가 거의 전무하다. 이는 MMORPG 게임이 게임패드에 최적화 되어있지 않기 때문이다.

따라서 크로스 플랫폼 게임이 유의미한 성과를 거두기 위해서는, 모바일/PC/콘솔 각각 플랫폼에 맞는 최적화가 필요하다. 특히 게임패드를 통한 플레이에 최적화가 필요하다.

원신과 같은
모바일 오픈월드 게임이
ALL 크로스플랫폼에
유리함

모바일/PC/콘솔 모든 플랫폼에 어울리는 게임은 원신/명조와 같은 모바일 오픈월드 RPG게임으로 판단한다. 해당 장르는 비교적 단순한 조작 구성과 최적화로 모바일에서도 플레이가 가능하다. 또한 게임패드와의 최적화도 훌륭한 편이다.

실제로 유출된 자료(23년 12월 인섬니아게임즈 해킹)에 따르면, 2019년 모바일/PC로 출시되어 2020년 플레이스테이션으로 확장한 원신은 높은 콘솔 매출을 기록했다. 해당게임은 출시 2년만에 매출 10억달러를 달성한 바 있다. 원신 모바일이 출시 2년간 36억달러의 매출을 발생시켰음을 고려하면, 매우 고무적인 수치다. 결제 혜택이 모바일이 더 좋음을 고려하면, 실제로 콘솔로 플레이하는 유저수는 매출 수치를 뛰어넘을 것으로 추정된다.

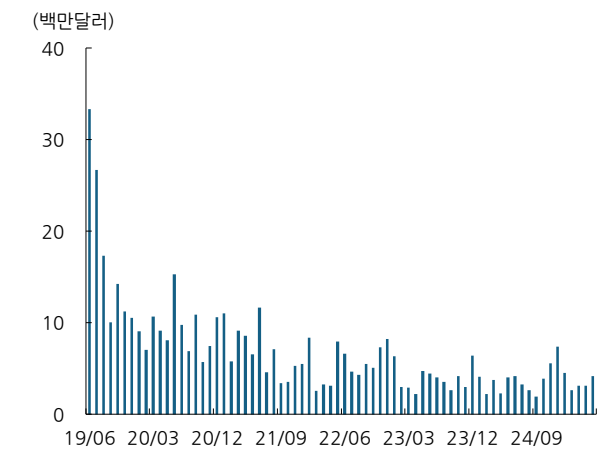
크로스플랫폼 게임 출시 앞두고 있는 넷마블 주목

넷마블 7대죄 오리진:
전작에 이어 빅히트 전망
전세계 모두 타겟 할 것

국내 게임사도 국내게임 최초의 모바일/PC/콘솔 크로스플랫폼 게임 출시를 앞두고 있다. 넷마블의 일곱개의 대죄: 오리진이 그 주인공이다. 해당게임은 일본 인기 IP인 일곱개의 대죄 IP를 기반으로 제작된 오픈월드 RPG 게임이다. 오픈월드에 조작용소가 많기 때문에 크로스 플랫폼에 적합하다.

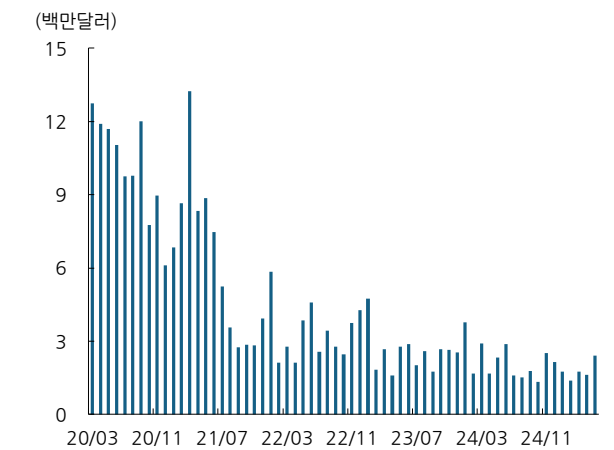
해당 IP가 콘솔 비중 높은 북미/일본에 인기가 높은 점을 고려하면, 국내에서는 모바일 매출이, 서구권에서는 PC/콘솔 매출이 의미 있게 발생할 것이 기대된다. 최근 높아진 넷마블의 퍼블리싱 역량을 고려, 넷마블 일곱개의 대죄 초기 일매출을 21억 원으로 종전 13억 대비 상향조정한다. 또한 게임주 차선후주 의견 유지한다.

그림47 7대죄 그랜드크로스 일본 매출 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터 추정

그림48 7대죄 그랜드크로스 미국 매출 추이



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터 추정

그림49 일곱개의 대죄 오리진



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

그림50 일곱개의 대죄 오리진: 25년 PC/콘솔/모바일 출시확정



자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터

[넷마블 251270]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	997	906	1,115	1,339	1,681	매출액	2,673	2,502	2,664	2,867	3,123
현금 및 현금성자산	503	430	578	704	994	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	215	272	295	443	488	매출총이익	2,673	2,502	2,664	2,867	3,123
재고자산	3	3	2	3	4	판매비 및 관리비	2,782	2,571	2,448	2,535	2,751
기타	276	201	240	189	197	영업이익	-109	-68	216	332	372
비유동자산	7,938	7,010	7,062	7,075	7,074	(EBITDA)	124	117	370	490	540
관계기업투자등	3,541	2,996	2,918	2,977	3,098	금융손익	-211	-151	-90	-70	-53
유형자산	336	344	340	499	444	이자비용	113	147	107	94	80
무형자산	3,596	3,229	3,245	3,015	2,925	관계기업등 투자손익	79	423	244	100	100
자산총계	8,936	7,916	8,177	8,414	8,755	기타영업외손익	-701	-362	-293	6	5
유동부채	2,294	1,940	1,348	1,940	1,808	세전계속사업이익	-941	-159	76	368	425
매입채무 및 기타채무	213	265	344	549	604	계속사업법인세비용	-55	145	73	74	89
단기금융부채	1,783	1,398	636	1,073	873	계속사업이익	-886	-304	3	294	336
기타유동부채	298	278	368	318	331	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	1,020	897	1,355	1,164	1,352	당기순이익	-886	-304	3	294	336
장기금융부채	795	443	1,057	696	396	지배주주	-819	-256	26	278	319
기타비유동부채	225	454	298	468	957	총포괄이익	-894	-584	358	294	336
부채총계	3,314	2,837	2,703	3,104	3,160	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	5,461	4,980	5,416	5,258	5,542	영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	8.1	11.6	11.9
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	4.6	4.7	13.9	17.1	17.3
자본잉여금	3,897	3,050	3,055	3,056	3,056	당기순이익률 (%)	-33.2	-12.1	0.1	10.2	10.7
이익잉여금	1,378	1,128	1,145	1,390	1,674	ROA (%)	-8.4	-3.0	0.3	3.4	3.7
비지배주주지분(연결)	161	100	58	53	53	ROE (%)	-14.6	-4.9	0.5	5.2	5.9
자본총계	5,622	5,079	5,474	5,311	5,596	ROIC (%)	-2.0	-1.3	0.3	7.7	9.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-408	-98	288	0	695	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-886	-304	3	294	336	P/E	-6.3	-19.5	173.3	15.0	13.1
비현금수익비용가감	1,088	440	382	-331	341	P/B	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
유형자산감가상각비	54	57	53	67	75	P/S	1.9	2.0	1.7	1.5	1.4
무형자산상각비	178	129	101	91	93	EV/EBITDA	58.1	54.2	14.7	11.0	8.5
기타현금수익비용	855	255	228	-747	-80	P/CF	25.8	36.6	11.5	n/a	6.5
영업활동 자산부채변동	-73	-121	-35	67	19	배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.8	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	12	-80	-9	-99	-44	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-1	0	매출액	6.6	-6.4	6.5	7.6	8.9
매입채무 증가(감소)	-8	-15	-6	185	55	영업이익	적전	적지	흑전	54.0	12.1
기타자산 부채변동	-78	-26	-19	-18	9	세전이익	적전	적지	흑전	382.1	15.5
투자활동 현금	-40	466	37	67	-70	당기순이익	적전	적지	흑전	9,033.3	14.3
유형자산처분(취득)	-38	-36	-17	-21	-20	EPS	적전	적지	흑전	1,039.1	14.5
무형자산 감소(증가)	-82	13	21	1	-2	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	550	192	0	-24	부채비율	58.9	55.9	49.4	58.4	56.5
기타투자활동	-46	-62	-159	87	-24	유동비율	43.5	46.7	82.7	69.0	93.0
재무활동 현금	-549	-481	-221	70	-534	순차입금/자기자본(x)	35.6	26.4	18.4	18.5	3.4
차입금의 증가(감소)	-443	-493	-203	69	-500	영업이익/금융비용(x)	-1.0	-0.5	2.0	3.5	4.6
자본의 증가(감소)	-52	-2	0	-34	-34	총차입금 (십억원)	2,577	1,841	1,693	1,768	1,268
배당금의 지급	52	2	0	34	34	순차입금 (십억원)	1,999	1,342	1,009	983	190
기타재무활동	-54	14	-18	35	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-851	-73	148	126	290	EPS	-9,531	-2,975	298	3,398	3,891
기초현금	1,354	503	430	578	704	BPS	63,533	57,933	63,011	61,169	64,481
기말현금	503	430	578	704	994	SPS	31,103	29,109	30,991	33,356	36,332
NOPLAT	-79	-50	9	265	294	CFPS	2,343	1,587	4,482	-437	7,867
FCF	88	481	387	97	625	DPS	n/a	n/a	417	420	420

자료: 넷마블, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

엔씨소프트

036570

공격적인 가이던스 덕택에 주가는 방어전망

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.06.02

매수(유지)

목표주가(유지) 170,000원
현재주가(05/30) 152,500원
상승여력 11.5%

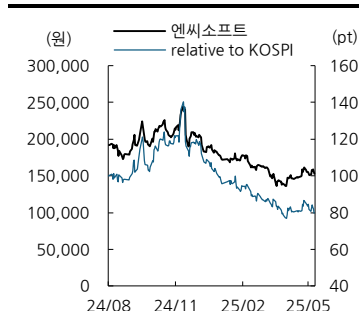
Stock Data

KOSPI 2,697.7pt
시가총액(보통주) 3,285십억원
발행주식수 21,544천주
액면가 500원
자본금 110십억원
60일 평균거래량 119천주
60일 평균거래대금 18,111백만원
외국인 지분율 0.0%
52주 최고가 248,000원
52주 최저가 134,600원
주요주주
김택진(외 17인) 12.4%
자사주(외 1인) 10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.2	-1.3
3M	-10.3	-16.9
6M	-35.8	-45.6

주가차트



목표주가 유지

엔씨소프트 투자 의견 매수, 목표주가 170,000원을 유지한다. 회사는 26년 가이던스 매출액 2~2.5조원의 공격적 가이던스를 제시했다. 기존 컨센서스 1.8조를 뛰어넘는 수치다. 충족가능성을 높게 보지는 않지만, 회사의 말을 무조건적으로 불신할 이유도 없다. 그 중 구작 가이던스 1.4~1.5조원은 맞출 수 있는 가능성이 높다고 판단한다. 다만 신작 0.6조~1조원에 대해서는 고려해 볼 점이 많다. 이는 엔씨소프트가 최근에 출시한 모든 게임이 회사/시장의 기대치를 하회하는 성과를 냈기 때문이다. 과거와 같은 흐름으로 간다고 보면 가이던스를 충족시키지 못할 가능성이 높다고 판단된다.

그래도 가이던스는 좋고, 신작 모멘텀도 살아있다

그러나 이는 과거 사례를 기반으로 추정된 것뿐이다. 비공개 간담회에서 짧은 영상들을 보긴 했지만, 아직 엔씨소프트의 신작들이 어떤 게임성을 가지고 있는지 명확히 알 수는 없다. 즉 시장에서는 아이온2 출시전까지 회사가 제시한 공격적 가이던스를 신뢰할 가능성이 높다고 판단된다. 아이온2는 29일 라이브방송 시작하면서 본격적 마케팅에 들어섰다. 언리얼5를 활용한 그래픽이 돋보이며, 자동사냥이 없는 PC중심의 PC/모바일 게임이라는 점이 차별점이다. 개인적으로는 실험에 가까운 도전이라고 생각된다. 추후 글로벌 서비스가 기대되지만 국내 서비스는 크게 기대되지 않는다.

주가레벨은 최하단, 하지만 아이온2 실패하면 결과는 모른다

그동안 지켜왔었던 PBR 1.2배선도 무너졌다. 하락의 가장 큰 이유는 올해 추정이 이익의 변화다. 4Q24→1Q25 넘어오면서 '25년 엔씨소프트 컨센서스 영업이익은 2,200억원 수준에서 1,100억원 수준으로 그리고 또다시 500억원으로 수직낙하했다. 컨센 하향 조정은 신작일정 지연 탓이다. 언제나 그랬듯이 주가에 신작에 대한 큰 기대감이 반영되어 있지 않다. 예상하지 못한 히트는 주가 상승을 야기할 수 있다. 그러나 주가가 장기적으로 유지되기 위해서는 리니지를 잇는 히트 상품이 필요할 것으로 생각된다. 현재로서는 그 가능성이 매우 긍정적으로 보이지 않는다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,578	1,573	1,828
영업이익	559	137	-109	85	171
영업이익률(%)	21.7	7.7	-6.9	5.4	9.3
세전이익	609	206	121	146	164
지배주주지분순이익	436	212	94	123	123
EPS(원)	19,847	9,663	4,291	6,469	6,472
증감률(%)	9.8	-51.3	-55.6	50.7	0.1
ROE(%)	13.7	6.6	3.0	4.0	3.8
PER (배)	22.6	24.9	42.7	23.6	23.6
PBR (배)	3.1	1.6	1.3	1.0	1.0
EV/EBITDA (배)	13.7	17.6	-77,100.0	13.9	9.6

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표9 엔씨소프트 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	358.6	370.5	483.5	1,779.8	1,578.1	1,572.8
모바일	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	205.3	207.2	297.7	1,200.4	936.7	916.5
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	115.5	132.2	125.5	496.1	492.8	485.9
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	30.5	25.5	30.1	262.9	182.6	124.0
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	44.1	36.5	35.5	417.0	244.3	169.2
아이온 2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	97.5	0.0	0.0	97.5
PC	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	82.4	87.7	97.6	365.0	351.8	351.0
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	45.4	49.4	55.1	144.4	182.0	194.8
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	346.6	359.4	427.3	1,642.6	1,687.3	1,488.3
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	181.1	185.0	179.1	822.9	906.4	732.4
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	16.5	21.1	53.1	85.0	128.2	104.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	11.9	11.1	56.2	137.3	-109.2	84.5
OPM	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.3%	3.0%	11.6%	7.7%	-6.9%	5.4%
지배순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	14.2	18.7	52.2	212.0	122.9	112.6
NPM	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	4.0%	5.1%	10.8%	11.9%	6.0%	7.2%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표10 간담회 소개 게임들

게임	소개내용
LLL	회사 첫 번째 오픈월드 슈팅으로 AAA퀄리티의 시네마틱 택티컬 슈터 완성 21세기 서울에서 펼쳐지는 또 다른 현실 세계를 구현 오픈월드와 MMO, 슈팅이 결합된 도전적 시도
타임테이커스	타임 서바이벌 히어로 슈터 히어로슈터+배틀로얄(서바이벌)의 특징을 가지고 있으며, 시간을 키워드로 차별성 부여 팀 단위 대전을 기반으로 한 경쟁형 슈터 게임 PC/콘솔 모두 출시 예정이며, 글로벌 서비스 목표 연내 글로벌 CBT 진행목표
본파이어	차세대슈터 현대/SF 배경 기반의 FPS 시장에 있는 경쟁작들과 확연히 다른 점을 보유
아이온2	엔리얼엔진5 기반 MMORPG, 모바일 및 퍼플을 통한 PC 서비스 준비중 올해 4분기 한국과 대만에 선출시 후, 글로벌 출시 조속한 시일 내에 마케팅을 통해 유저대상 공개 예정
브레이커스 엔락더월드	NC최초의 글로벌 타겟 액션중심 서브컬처 RPG 본격 헌팅액션+서브컬처 애니메이션 게임으로 기존 서브컬처와 차별화 AAA급 전투를 모바일에서 경험하고, 한편의 애니메이션을 보며 플레이하는 감각의 서브컬처 업계 유명애니메이션 제작사 협업을 통해 고품질 캐릭터 아트/애니 제작 카도카와와의 IP협업을 통한 확장성 확보로 폭넓은 글로벌 유저층 타겟

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터

[엔씨소프트 036570]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,691	2,337	1,789	1,993	2,040	매출액	2,572	1,780	1,578	1,573	1,828
현금 및 현금성자산	286	365	1,260	545	479	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	219	172	167	175	200	매출총이익	2,572	1,780	1,578	1,573	1,828
재고자산	1	1	1	1	1	판매비 및 관리비	2,013	1,643	1,687	1,488	1,658
기타	2,185	1,799	360	1,272	1,360	영업이익	559	137	-109	85	171
비유동자산	1,747	2,057	2,165	2,078	2,115	(EBITDA)	665	249	0	193	281
관계기업투자등	531	665	864	769	801	금융손익	166	102	155	62	58
유형자산	930	1,001	998	986	977	이자비용	9	15	10	12	9
무형자산	43	96	104	106	108	관계기업등 투자손익	-8	3	5	-26	-64
자산총계	4,438	4,394	3,954	4,071	4,155	기타영업외손익	-108	-36	70	25	-1
유동부채	515	614	322	451	470	세전계속사업이익	609	206	121	146	164
매입채무 및 기타채무	292	215	196	252	264	계속사업법인세비용	173	-8	27	22	41
단기금융부채	35	280	46	45	45	계속사업이익	436	214	94	123	123
기타유동부채	188	119	80	155	161	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	724	526	568	462	435	당기순이익	436	214	94	123	123
장기금융부채	593	369	336	296	265	지배주주	436	212	94	123	123
기타비유동부채	130	158	232	165	170	총포괄이익	145	204	77	123	151
부채총계	1,239	1,141	890	913	906	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	3,196	3,250	3,058	3,153	3,245	영업이익률 (%)	21.7	7.7	-6.9	5.4	9.3
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	25.9	14.0	0.0	12.3	15.4
자본잉여금	433	433	433	433	433	당기순이익률 (%)	17.0	12.0	6.0	7.8	6.7
이익잉여금	3,409	3,473	3,474	3,443	3,506	ROA (%)	9.7	4.8	2.3	3.1	3.0
비지배주주지분(연결)	2	3	5	5	5	ROE (%)	13.7	6.6	3.0	4.0	3.8
자본총계	3,199	3,253	3,064	3,158	3,250	ROIC (%)	20.1	5.5	-6.0	4.9	7.0

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	736	140	107	232	251	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	436	214	94	123	123	P/E	22.6	24.9	42.7	23.6	23.6
비현금수익비용가감	359	72	-7	152	206	P/B	3.1	1.6	1.3	1.0	1.0
유형자산감가상각비	104	110	106	105	107	P/S	3.8	3.0	2.5	2.1	1.8
무형자산상각비	2	2	3	3	3	EV/EBITDA	13.7	17.6	-77,100.0	13.9	9.6
기타현금수익비용	253	-40	-116	34	91	P/CF	12.4	18.5	46.1	12.0	10.0
영업활동 자산부채변동	50	-96	-43	-51	-78	배당수익률 (%)	1.5	1.3	0.8	2.1	2.1
매출채권 감소(증가)	101	42	20	-32	-25	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	5	1	0	0	0	매출액	11.4	-30.8	-11.3	-0.3	16.3
매입채무 증가(감소)	0	0	0	73	13	영업이익	49.0	-75.4	적전	흑전	102.0
기타자산 부채변동	-57	-139	-63	-92	-66	세전이익	24.0	-66.1	-41.4	20.4	12.9
투자활동 현금	-392	113	1,294	-921	-228	당기순이익	10.2	-50.9	-56.0	30.9	0.0
유형자산처분(취득)	-249	-117	-83	-76	-98	EPS	9.8	-51.3	-55.6	50.7	0.1
무형자산 감소(증가)	-3	-41	41	12	-5	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-136	266	1,318	-847	-111	부채비율	38.7	35.1	29.1	28.9	27.9
기타투자활동	-3	5	18	-11	-14	유동비율	522.2	380.4	555.1	441.5	433.7
재무활동 현금	-304	-177	-523	-49	-90	순차입금/자기자본(x)	-23.4	-27.2	-34.6	-18.9	-17.8
차입금의 증가(감소)	-185	-43	-285	-47	-31	영업이익/금융비용(x)	59.0	9.4	-10.6	6.8	18.5
자본의 증가(감소)	-119	-136	-239	-29	-59	총차입금 (십억원)	629	649	382	342	311
배당금의 지급	119	136	64	28	59	순차입금 (십억원)	-748	-885	-1,059	-597	-578
기타재무활동	0	1	2	27	0	주당지표(원)					
현금의 증가	30	80	895	-715	-67	EPS	19,847	9,663	4,291	6,469	6,472
기초현금	256	286	365	1,260	545	BPS	145,587	148,023	139,312	146,366	150,619
기말현금	286	365	1,260	545	479	SPS	117,144	81,071	71,883	73,005	84,869
NOPLAT	400	100	-85	72	128	CFPS	36,227	13,017	3,975	12,759	15,303
FCF	453	303	1,338	-697	24	DPS	6,680	3,130	1,460	3,130	3,200

자료: 엔씨소프트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

시프트업

462870

시장 기대하회 했지만, 매출기여는 꾸준할 전망

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.06.02

매수(유지)

목표주가(하향)	60,000원
현재주가(05/30)	50,600원
상승여력	18.5%

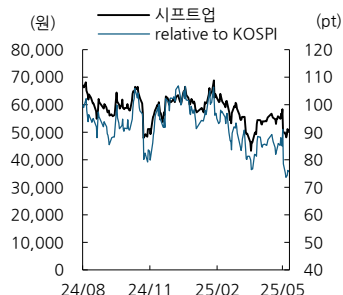
Stock Data

KOSPI	2,697.7pt
시가총액(보통주)	2,974십억원
발행주식수	58,782천주
액면가	200원
자본금	117십억원
60일 평균거래량	232천주
60일 평균거래대금	12,519백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	89,500원
52주 최저가	42,300원
주요주주	
김형태(외 8인)	42.6%
ACEVILLE PTE. LTD.(외 1인)	34.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-6.1	-11.6
3M	-17.2	-23.7
6M	-13.4	-23.2

주가차트



투자의견 매수유지, 목표주가 60,000원 하향

5/22 니케 중국 출시되었다. 깜짝 성과는 없었다. 초기 니케 일매출 2~30억원 수준 발생했던 것으로 추정된다. 이는 당사 초기 추정과 시장 기대를 하회한 수치다. 그러나 생각보다 매출 유지력이 좋다. 특히 5/28 있었던 헬름픽업의 매출액은 출시 첫날을 상회하는 수치로 긍정적이다. 예상은 하회했지만, 거대한 중국 시장의 규모 덕택에 꾸준히 매출을 발생시킬 수 있는 레벨은 될 것으로 전망한다. 과거 한국서버 매출추이를 감안할 때, 2Q는 일평균 13억원 수준의 매출을 달성할 것으로 예상된다. 이에 25년 니케중국 매출액을 니케의 추정치를 기존 대비 36% 하향한 일평균 총 매출 6억원으로 조정한다. 이는 과거 국내 일매출 사이클을 카피한 추정치다. 이에 따라 목표주가를 60,000원으로 하향한다.

글로벌 니케는 현재 수준 유지전망/ 스텔라블레이드 PC 출시 대기 중

니케 글로벌(중국)은 따라서 지속적인 업데이트를 통해 추가적인 하락을 방어할 가능성이 높다. 우리는 니케 글로벌 하향 안정화 수렴 레벨을 연간 순매출 1,200억원 수준으로 제시한다. 25년 글로벌 니케(중국 제외) 추정 매출액은 1,425억원으로 전년도와 유사한 그림을 예상한다. 그 외로는 스텔라블레이드가 6/12 출시 예정이다. 이미 PS로 출시되었던 만큼 단기간에 판매가 집중될 가능성은 낮지만, 장기간에 걸쳐 매출에 기여할 것으로 전망한다.

나무를 볼지, 숲을 볼지에 따라 달라질 적정주가

기존 당사 올해 추정 실적에서 니케 중국이 차지하는 비중이 30%에 달했다. 내년에는 신작 출시가 없을 전망이다. 따라서 이번 니케 중국의 성과가 중단기적인 주가와 적정 밸류에이션을 결정할 수 밖에 없었다. 따라서 최근 주가하락이 과도하다고 보이지 않는다. 그러나 나무를 넘어 숲을 보면 장기적 적정주가는 다를 수 있다. 숲을 보면 1)회사가 가진 서버컬처에 대한 확고한 헤게모니, 2)글로벌 1등 퍼블리셔인 텐센트와의 협업, 3)글로벌 초히트 포텐셜을 지닌 차기작(프로젝트워치스)가 보인다. 우리는 대한민국 미디어/엔터/게임을 포함해서 앞으로도 시프트업이 독보적인 서버컬처 No.1으로 순항할 것으로 굳게 믿는다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	65	169	224	254	234
영업이익	22	111	153	170	157
영업이익률(%)	34.0	65.9	68.1	67.1	67.3
세전이익	20	114	179	187	169
지배주주지분순이익	20	107	148	155	139
EPS(원)	605	2,747	2,537	2,655	2,380
증감률(%)	흑전	354.1	-7.7	4.7	-10.4
ROE(%)	36.7	86.4	31.3	18.4	14.1
PER (배)	n/a	n/a	19.9	19.1	21.3
PBR (배)	n/a	n/a	3.9	3.2	2.8
EV/EBITDA (배)	-0.7	-0.9	17.2	15.4	16.1

자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표11 시프트업 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F
매출액	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	72.6	69.8	68.8	168.6	224.1	253.5
글로벌 니케	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	34.7	35.9	39.6	163.5	151.6	142.5
중국 니케						18.3	16.8	15.0			50.1
스텔라블레이드		25.9	22.6	19.6	7.0	17.1	14.5	10.5		68.1	49.2
영업비용	11.4	20.1	22.4	17.3	16.0	28.6	19.7	19.2	57.5	71.3	83.5
인건비	9.1	17.1	19.1	9.8	9.8	22.2	13.2	13.1	46.7	55.1	58.3
변동비	0.7	0.9	0.8	5.0	2.3	2.2	2.5	3.1	4.8	7.4	10.1
고정비	1.6	2.1	2.5	2.5	3.8	4.2	4.0	3.0	6.1	8.8	15.0
영업이익	26.0	45.1	35.6	46.2	26.3	44.0	50.1	49.6	111.1	152.8	170.0
OPM	69%	69%	61%	73%	62%	61%	72%	72%	66%	68%	0.67
지배순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	41.7	39.8	46.9	106.7	148.0	155.3
NPM	66%	62%	41%	94%	64%	57%	57%	68%	63%	66%	61%

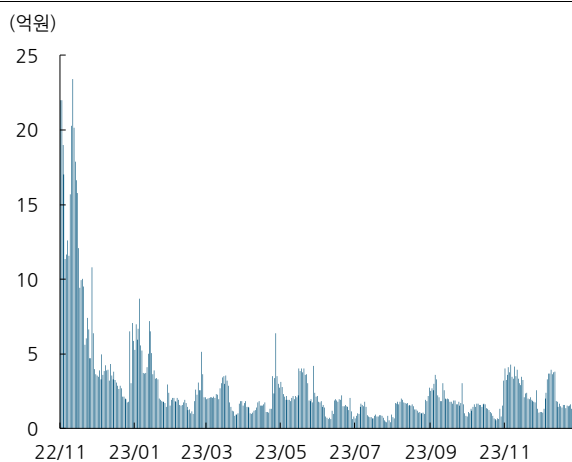
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표12 시프트업 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	155	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	2,665	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	22	게임주 Historical 3개년 PER 최상단 적용
목표주가	(원)	60,000	적정주가 58,403원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	50,600	5/30 종가 기준
Upside	(%)	18.5	5/30 종가 기준

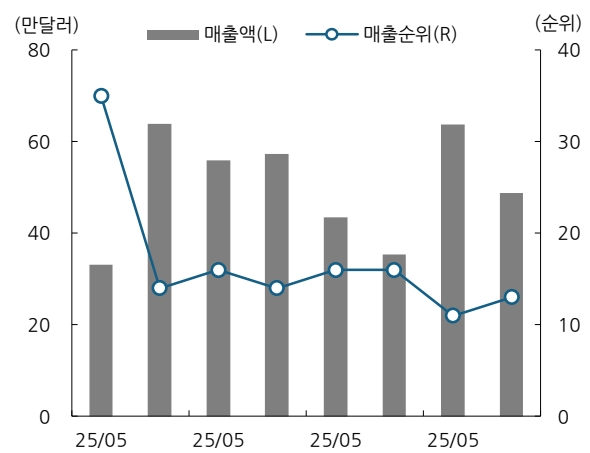
자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림51 니케 국내 출시 1년간 일매출 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터

그림52 니케 중국 iOS 매출 및 순위 추이



자료: 모바일인덱스, DS투자증권 리서치센터 추정

[시프트업 462870]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	70	177	768	937	1,082	매출액	65	169	224	254	234
현금 및 현금성자산	12	116	289	269	396	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	52	60	114	106	100	매출총이익	65	169	224	254	234
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	43	58	71	83	76
기타	5	1	365	563	585	영업이익	22	111	153	170	157
비유동자산	5	27	36	34	34	(EBITDA)	23	114	157	176	161
관계기업투자등	0	0	14	14	14	금융손익	-2	2	19	8	7
유형자산	1	1	3	1	1	이자비용	0	1	1	2	3
무형자산	0	1	3	2	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	74	204	804	971	1,115	기타영업외손익	0	1	8	9	4
유동부채	6	11	29	41	47	세전계속사업이익	20	114	179	187	169
매입채무 및 기타채무	5	5	6	15	15	계속사업법인세비용	0	8	31	32	30
단기금융부채	0	3	3	3	8	계속사업이익	20	107	148	155	139
기타유동부채	1	4	20	23	24	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	2	12	11	10	10	당기순이익	20	107	148	155	139
장기금융부채	0	10	8	8	8	지배주주	20	107	148	155	139
기타비유동부채	2	2	3	3	3	총포괄이익	20	107	148	155	139
부채총계	8	23	39	51	57	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	66	181	764	919	1,059	영업이익률 (%)	34.0	65.9	68.1	67.1	67.3
자본금	1	10	12	12	12	EBITDA마진률 (%)	35.8	67.4	70.1	69.4	68.9
자본잉여금	72	96	527	530	530	당기순이익률 (%)	31.2	63.3	66.0	61.2	59.5
이익잉여금	-7	71	219	374	513	ROA (%)	33.6	76.8	29.4	17.5	13.3
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	36.7	86.4	31.3	18.4	14.1
자본총계	66	181	764	919	1,059	ROIC (%)	60.5	165.8	46.0	25.2	19.8

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F		2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-22	100	114	161	126	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	20	107	148	155	139	P/E	n/a	n/a	19.9	19.1	21.3
비현금수익비용가감	3	14	16	4	4	P/B	n/a	n/a	3.9	3.2	2.8
유형자산감가상각비	1	2	3	5	3	P/S	n/a	n/a	13.2	11.7	12.7
무형자산상각비	0	0	1	1	1	EV/EBITDA	-0.7	-0.9	17.2	15.4	16.1
기타현금수익비용	2	12	12	-4	0	P/CF	n/a	n/a	18.0	18.6	20.7
영업활동 자산부채변동	-46	-10	-44	2	-17	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	-52	-9	-40	9	5	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	280.3	158.1	32.9	13.1	-7.8
매입채무 증가(감소)	-1	1	1	8	-1	영업이익	흑전	400.7	37.5	11.4	-7.4
기타자산, 부채변동	6	-2	-6	-14	-22	세전이익	흑전	460.7	56.4	4.5	-9.7
투자활동 현금	28	4	-368	-181	-4	당기순이익	흑전	423.2	38.7	4.9	-10.4
유형자산처분(취득)	-1	0	-3	-3	-3	EPS	흑전	354.1	-7.7	4.7	-10.4
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-3	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	28	5	-361	-178	0	부채비율	12.6	12.6	5.2	5.6	5.4
기타투자활동	1	0	-1	0	-1	유동비율	1,108.3	1,582.3	2,687.2	2,274.9	2,324.1
재무활동 현금	0	0	427	0	5	순차입금/자기자본(x)	-26.2	-57.6	-36.4	-28.1	-36.0
차입금의 증가(감소)	0	-1	-1	-1	5	영업이익/금융비용(x)	n/a	126.6	130.5	91.4	52.3
자본의 증가(감소)	0	0	435	0	0	총차입금 (십억원)	0	13	11	11	16
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	-17	-104	-278	-258	-381
기타재무활동	0	0	-7	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	6	104	173	-20	127	EPS	605	2,747	2,537	2,655	2,380
기초현금	6	12	116	289	269	BPS	40,713	3,568	13,104	15,720	18,099
기말현금	12	116	289	269	396	SPS	1,347	3,323	3,841	4,335	3,996
NOPLAT	16	104	126	141	130	CFPS	481	2,383	2,814	2,719	2,445
FCF	6	114	-249	-20	122	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 시프트업, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

네오위즈

095660

P의거짓 DLC를 통한 IP가치 제고 긍정적

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

2025.06.02

매수(신규)

목표주가(신규)	33,000원
현재주가(05/30)	25,600원
상승여력	28.9%

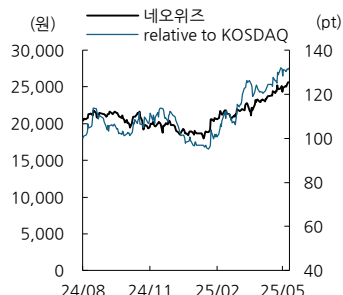
Stock Data

KOSDAQ	734.4pt
시가총액(보통주)	560십억원
발행주식수	21,857천주
액면가	500원
자본금	110십억원
60일 평균거래량	73천주
60일 평균거래대금	1,696백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	26,300원
52주 최저가	17,550원
주요주주	
나성균(외 13인)	37.6%
자사주(외 1인)	8.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	9.6	7.3
3M	20.8	22.0
6M	30.1	21.9

주가차트



투자 의견 매수, 목표주가 33,000원 커버리지 개시

목표주가 33,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 예상 EPS에 P의거짓 출시 기대감 고조되었던 23년 Fwd P/E 17배 적용해 산출했다. 25년 예상 매출액 3,893억원(YoY+6.1%), 영업이익 468억원(YoY+42%)를 전망한다.

P의거짓:서곡, 난이도 추가 등으로 폭 넓은 유저 타겟전망

P의거짓은 콘솔 불모지였던 대한민국에서 나왔다고 믿기 어려운 퀄리티를 보인다. 실제로 당시 추정치였던 2Y 200만장을 Beat하며 흥행에 성공했다. 그러나 주가와 이익은 그렇지 못했는데, 이는 더 높았던 시장 기대와 낮은 오프라인 패키지 마진에 따른 기대이익하회 때문이다. 이번 DLC는 오프라인 패키지 판매가 없어 공헌영업이익률 70%에 육박할 것으로 전망한다. 퀄리티 또한 메타스코어 80점 이상 수준으로 훌륭할 것으로 예상된다.

이에 DLC 판매량 반기 50만장 수준을 예상한다. 관전포인트는 DLC 판매 후 본편 판매량이다. 쉬움 난이도를 추가하며 게임의 장르가 소울라이크 → 액션 RPG로 확장되었다. 더 많은 유저를 타겟할 수 있게 됨으로서 본편 판매량도 유의미한 증가세가 예상된다.

아직까지는 모멘텀 트레이딩 구간, 리레이팅은 시리즈화 성공 시 가능

이번 P의거짓 DLC는 단기간의 이익보다도 P의거짓 IP를 관리하고 가치를 제고하는 측면에서 의미가 있다고 생각한다. IP의 확장성도 좋아 시리즈화 성공 시 안정적인 Cashflow를 창출할 것이 기대된다. 다만 아직은 신규 IP로, 출시 3년차인 현재 해당 게임의 가치만으로 리레이팅을 논하기는 다소 어렵다고 판단된다. 아직까지는 P의거짓 DLC 모멘텀을 보고 트레이딩하는 구간으로 판단한다. 밸류에이션 리레이팅은 P의거짓 2 출시시기가 될 것으로 예상된다. 콘솔 게임 전문가로 시장에 차별화된 포지셔닝을 한 점은 매우 긍정적이다. 현재 네오위즈는 한국의 캡콤으로 나아가는 초입에 서있어 긍정적이다.

Financial Data

(억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,946	3,656	3,668	3,893	3,932
영업이익	196	316	329	468	495
영업이익률(%)	6.6	8.6	9.0	12.0	12.6
세전이익	195	438	49	445	490
지배주주지분순이익	131	487	24	386	432
EPS(원)	593	2,209	110	1,937	2,170
증감률(%)	-77.0	272.5	-95.0	1,668.2	12.0
ROE(%)	2.9	10.4	0.5	8.0	8.8
PER(배)	62.3	12.1	172.5	13.2	11.8
PBR(배)	1.8	1.2	0.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	18.7	8.1	3.8	5.9	5.2

자료: 네오위즈, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표13 네오위즈 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	97.1	87	93.1	89.6	89	85.5	112.3	102.5	366.8	389.3
P C / 콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	33.7	62.1	53.5	156.3	185.7
모바일게임	42	38.1	45.7	43	45.3	44.1	42.2	40.5	168.8	172.1
기타	10.5	11.6	10.6	9	7.3	7.7	8	8.5	41.7	31.5
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.7	78.8	81.8	92.3	89.6	333.9	342.5
인건비	40	39.9	38.2	39.3	37	38.8	41.5	40	157.4	157.3
지급수수료	22.5	22.3	25.7	23.7	24.5	23.9	29.2	28.2	94.2	105.8
마케팅비	8.3	8.3	10.4	8	5.6	6.5	9.1	8.2	35	29.4
영업이익	14.9	4.7	6.4	6.9	10.2	3.7	20	12.9	32.9	46.8
OPM	15%	5%	7%	8%	11%	4%	18%	13%	9%	12%
지배순이익	17.9	7.8	1.4	-24.7	7.3	3.4	17.5	10.4	2.4	38.6
NPM	18%	9%	2%	-28%	8%	4%	16%	10%	1%	10%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표14 네오위즈 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	39	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	1,937	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	17	23년 P의거짓 출시시기 FWD P/E 적용
목표주가	(원)	32,929	적정주가32,929원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	25,600	5/30 종가 기준
Upside	(%)	28.9	5/30 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

[네오위즈 095660]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	254	298	314	298	338	매출액	295	366	367	389	393
현금 및 현금성자산	92	130	117	63	96	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	28	48	49	49	50	매출총이익	295	366	367	389	393
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	275	334	334	343	344
기타	134	119	148	185	193	영업이익	20	32	33	47	50
비유동자산	307	374	306	308	313	(EBITDA)	38	50	50	65	67
관계기업투자등	80	67	57	58	61	금융손익	8	0	10	5	7
유형자산	86	87	87	85	82	이자비용	2	2	1	0	0
무형자산	79	149	100	97	99	관계기업등 투자손익	-7	15	-5	-1	-1
자산총계	560	671	620	606	651	기타영업외손익	-1	-3	-34	-6	-6
유동부채	87	113	81	84	86	세전계속사업이익	19	44	5	45	49
매입채무 및 기타채무	39	50	50	56	57	계속사업법인세비용	6	-3	12	12	13
단기금융부채	21	20	1	1	1	계속사업이익	13	46	-7	32	36
기타유동부채	27	43	31	27	28	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	14	31	20	20	20	당기순이익	13	46	-7	32	36
장기금융부채	1	4	3	3	3	지배주주	13	49	2	39	43
기타비유동부채	13	27	17	17	17	총포괄이익	9	46	2	32	36
부채총계	101	144	101	104	106	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	449	489	487	471	515	영업이익률 (%)	6.6	8.6	9.0	12.0	12.6
자본금	11	11	11	11	11	EBITDA마진률 (%)	13.0	13.8	13.7	16.8	17.0
자본잉여금	130	130	130	130	130	당기순이익률 (%)	4.5	12.7	-1.9	8.3	9.2
이익잉여금	381	428	421	459	503	ROA (%)	2.3	7.9	0.4	6.3	6.9
비지배주주지분(연결)	10	38	32	30	30	ROE (%)	2.9	10.4	0.5	8.0	8.8
자본총계	459	528	519	502	545	ROIC (%)	5.5	8.2	-18.2	13.3	13.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	43	65	34	7	60	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	13	46	-7	32	36	P/E	62.3	12.1	172.5	13.2	11.8
비현금수익비용가감	52	26	77	-24	26	P/B	1.8	1.2	0.8	1.2	1.1
유형자산감가상각비	6	6	5	5	5	P/S	2.8	1.6	1.1	1.4	1.4
무형자산상각비	13	13	13	14	13	EV/EBITDA	18.7	8.1	3.8	5.9	5.2
기타현금수익비용	34	7	60	-43	8	P/CF	12.4	8.1	5.9	69.0	9.1
영업활동 자산부채변동	-16	-1	-26	-1	-2	배당수익률 (%)	n/a	0.9	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	6	-4	2	-4	0	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	12.8	24.1	0.3	6.1	1.0
매입채무 증가(감소)	-7	0	1	5	1	영업이익	-8.0	61.5	4.2	42.2	5.8
기타자산 부채변동	-15	3	-29	-2	-2	세전이익	-69.7	124.6	-88.9	817.5	10.1
투자활동 현금	-29	-10	-16	-62	-27	당기순이익	-76.7	251.6	적전	흑전	12.0
유형자산처분(취득)	-2	-1	-1	-1	-2	EPS	-77.0	272.5	-95.0	1,668.2	12.0
무형자산 감소(증가)	-24	-6	6	-14	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	7	15	-4	-38	-8	부채비율	22.1	27.3	19.5	20.8	19.5
기타투자활동	-10	-19	-16	-9	-3	유동비율	290.3	262.9	387.4	353.3	393.9
재무활동 현금	-32	-14	-35	0	0	순차입금/자기자본(x)	-21.3	-34.4	-43.0	-34.4	-38.5
차입금의 증가(감소)	-2	-3	-20	0	0	영업이익/금융비용(x)	11.5	17.2	63.0	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-21	-10	-15	0	0	총차입금 (십억원)	22	24	4	4	4
배당금의 지급	0	0	5	0	0	순차입금 (십억원)	-98	-182	-223	-172	-210
기타재무활동	-9	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-22	38	-13	-54	33	EPS	593	2,209	110	1,937	2,170
기초현금	113	92	130	117	63	BPS	20,381	22,213	22,296	21,565	23,542
기말현금	92	130	117	63	96	SPS	13,369	16,592	16,783	17,813	17,991
NOPLAT	13	23	-47	34	37	CFPS	2,974	3,287	3,222	371	2,828
FCF	20	61	29	-55	33	DPS	n/a	245	n/a	n/a	n/a

자료: 네오위즈, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

웹젠

069080

과도한 저평가 구간, 하반기 리레이팅 전망

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

2025.06.02

매수(신규)

목표주가(신규)	20,000원
현재주가(05/30)	13,860원
상승여력	44.3%

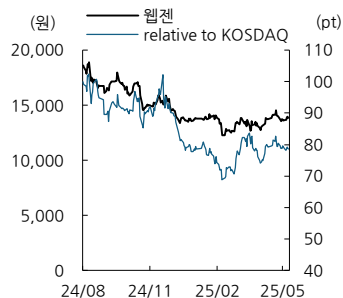
Stock Data

KOSDAQ	734.4pt
시가총액(보통주)	480십억원
발행주식수	34,601천주
액면가	500원
자본금	177십억원
60일 평균거래량	71천주
60일 평균거래대금	939백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	19,710원
52주 최저가	12,210원
주요주주	
김병관(외 3인)	28.4%
FunGame International Limited(외 1인)	20.7%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.4	-2.0
3M	12.7	14.0
6M	-8.1	-16.4

주가차트



뮤 IP 실적은 부진하지만, 우월한 비용통제 덕에 흑자기조 유지되는 중

동사는 과거 리니지와 어깨를 나란히 했던 뮤 IP를 서비스하는 중견게임사다. 최근 국내시장에서 MMORPG의 점유율이 하락하고 경쟁작들이 다수 출시되면서 1Q실적은 매출액 416억원, 영업이익 89억원으로 하향 조정되었다. 현재 주력 라인업인 모나크1, 모나크2의 일매출이 수천만원대로 하향화가 멈춘 상황이다. 여기서 국내 매출의 하락은 더 이어지지 않을 것으로 판단한다. 또한 분기당 100억원의 영업이익을 창출하는 해외 뮤 매출(대부분이 중국 IP 로열티로 추정)이 건재해 신작 없이도 분기당 6~80억원의 영업이익은 보장되어 있다. 인건비 매출액 대비 30%, 마케팅비 신작 없을 시에는 분기당 4~7억원 수준 집행으로 재무구조 및 비용관리도 우수하다.

PER 7배, PBR 0.6배로 전세기 게임주 중에서 가장 싼 수준

현재 당사 추정기준 '25 PER 7배, Trailing PBR 0.6배로 게임주 평균 밑 끝에도 미치지 못하는 밸류에이션을 받고 있다. 전세기로 봐도 가장 싼 수준의 게임주다.

저평가의 이유는 1) 2020년 R2M을 마지막으로 신작게임 개발이 없었고, 그동안의 모든 신작이 퍼블리싱으로 낮은 성장성과 개발역량 보였다는 점. 2) 현금성 자산이 시가총액을 넘어서지만 채투자보다는 유보되었다는 점에 기인한다.

하반기 신작 3종 출시와 함께 리레이팅 전망

그러나 하반기 부터는 적어도 게임주 최하단 수준으로의 리레이팅과 EPS 개선이 동시에 이뤄질 것으로 전망한다. 1) 자체개발 신작 2종 출시, 2) 최근 공격적인 지분투자&퍼블리싱 이어지고 있는 것이 그 이유다. 신작의 경우 5년만의 자체개발 신작, 수집형 서브컬처 RPG 장르의 테르비스가 하반기 한/일 동시 출시 될 전망이다. 최근 CBT 모집하며 출시 임박한 상황이다. 퍼블리싱 타이틀이지만 지분을 보유하고 있는 하운드13의 오픈월드 RPG 신작 드래곤소드도 출시될 예정이다. 5/22 CBT 실시했고 반응 양호하다. 웹젠의 주전공인 MMORPG 자체개발 신작도 출시된다. 웹젠레드코어 개발의 R2M IP 신작이 연말 출시될 것으로 예상된다. 25년 예상 EPS에 게임주 최하단 PER 10배를 적용해 목표주가 20,000원으로 커버리지를 개시한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	242	196	215	220	264
영업이익	83	50	55	53	78
영업이익률(%)	34.3	25.4	25.4	24.1	29.8
세전이익	105	72	71	73	129
지배주주지분순이익	72	58	57	58	97
EPS(원)	2,050	1,648	1,629	1,990	3,333
증감률(%)	-16.7	-19.6	-1.2	22.2	67.5
ROE(%)	13.5	9.7	8.8	8.8	14.2
PER (배)	7.4	9.9	8.4	7.0	4.2
PBR (배)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	4.5	8.0	2.4	4.3	2.2

자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표15 웹젠 실적 추정 Table

(십억원, %, %p)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	61.4	47.9	49.1	56.0	41.6	39.6	42.3	96.2	214.3	219.7
뮤	44.1	31.8	34.6	40.5	29.6	27.7	27.7	24.6	150.9	109.6
뮤 해외	10.0	9.5	9.9	9.2	10.8	11.5	12.2	12.0	38.6	46.5
R2	6.1	5.6	4.9	4.4	3.5	3.2	5.0	4.4	21.0	16.1
메틴2	6.4	6.0	6.1	7.5	5.5	5.1	6.6	7.2	26.1	24.4
드래곤소드							6	22.5		22.5
테르비스								18.9		18.9
영업비용	43.5	36.2	39.5	40.9	32.7	31.8	40.4	61.9	160.2	166.8
인건비	16.5	16.3	17.0	16.2	16.7	16.5	17.2	16.5	66.0	66.9
마케팅비	0.7	0.6	1.7	5.1	0.4	1.5	7.9	4.5	8.1	14.3
영업이익	17.9	11.7	9.5	15.0	8.9	7.8	1.9	34.3	54.2	52.9
OPM	29%	24%	19%	27%	21%	20%	5%	36%	25%	24%
지배순이익	20.7	14.0	10.1	12.2	1.3	11.7	5.9	39.0	56.9	57.9
NPM	34%	29%	21%	22%	3%	30%	13%	40%	27%	26%

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표16 웹젠 Valuation Table

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	58	25F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	1,990	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	10	게임주 최하단 P/E 적용
목표주가	(원)	20,000	적정주가19,990원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	13,860	5/30 종가 기준
Upside	(%)	44.3	5/30 종가 기준

자료: 회사 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

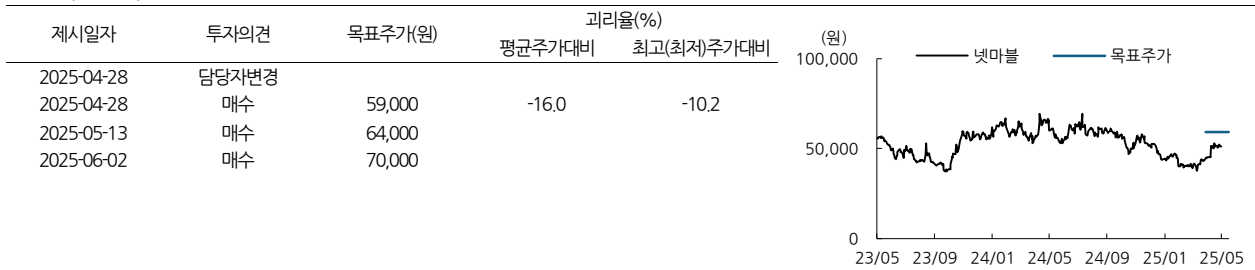
[웹젠 069080]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	366	382	482	572	596	매출액	242	196	215	220	264
현금 및 현금성자산	52	84	261	235	265	매출원가	0	0	0	0	0
매출채권 및 기타채권	28	39	25	37	19	매출총이익	242	196	215	220	264
재고자산	0	0	0	0	0	판매비 및 관리비	159	146	160	167	185
기타	287	259	196	300	312	영업이익	83	50	55	53	78
비유동자산	281	321	269	224	235	(EBITDA)	88	57	61	60	87
관계기업투자등	177	177	125	85	88	금융손익	11	19	19	6	7
유형자산	45	55	66	70	78	이자비용	0	0	0	0	0
무형자산	35	32	30	29	27	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	647	703	751	796	831	기타영업외손익	12	3	-2	15	45
유동부채	63	73	69	114	66	세전계속사업이익	105	72	71	73	129
매입채무 및 기타채무	14	24	24	38	20	계속사업법인세비용	33	14	15	17	32
단기금융부채	2	2	2	14	-19	계속사업이익	72	58	57	56	97
기타유동부채	46	48	43	62	64	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	10	6	10	40	36	당기순이익	72	58	57	56	97
장기금융부채	3	1	4	4	-1	지배주주	72	58	57	58	97
기타비유동부채	7	5	6	37	37	총포괄이익	72	58	57	56	97
부채총계	73	79	78	154	101	매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
지배주주지분	572	622	671	640	728	영업이익률 (%)	34.3	25.4	25.4	24.1	29.8
자본금	18	18	18	18	18	EBITDA마진률 (%)	36.3	28.8	28.6	27.5	32.9
자본잉여금	150	150	150	150	150	당기순이익률 (%)	29.9	29.3	26.4	25.6	36.8
이익잉여금	483	524	571	615	704	ROA (%)	11.5	8.5	7.8	7.5	11.9
비지배주주지분(연결)	2	2	2	2	2	ROE (%)	13.5	9.7	8.8	8.8	14.2
자본총계	574	624	673	642	730	ROIC (%)	24.2	13.7	15.9	14.6	16.9

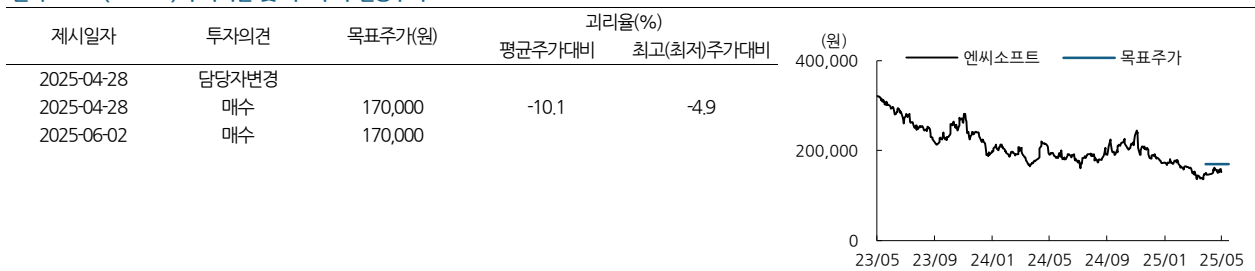
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	39	60	72	89	91	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	72	58	57	56	97	P/E	7.4	9.9	8.4	7.0	4.2
비현금수익비용가감	-8	6	6	29	4	P/B	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
유형자산감가상각비	5	5	5	6	7	P/S	2.2	2.9	2.2	2.2	1.8
무형자산상각비	0	1	2	1	1	EV/EBITDA	4.5	8.0	2.4	4.3	2.2
기타현금수익비용	-13	-1	0	21	-4	P/CF	8.4	9.0	7.6	5.6	4.7
영업활동 자산부채변동	-29	-3	5	2	-10	배당수익률 (%)	2.4	1.8	2.2	2.2	2.9
매출채권 감소(증가)	2	-8	13	-9	18	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	매출액	-15.0	-18.9	9.4	2.3	20.0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	29	-18	영업이익	-19.4	-39.9	9.3	-3.0	48.4
기타자산 부채변동	-31	5	-8	-18	-10	세전이익	-13.0	-31.7	-0.7	2.7	76.4
투자활동 현금	-48	-15	115	-61	-20	당기순이익	-16.6	-20.5	-1.4	-0.8	72.3
유형자산처분(취득)	-2	-21	-12	-12	-14	EPS	-16.7	-19.6	-1.2	22.2	67.5
무형자산 감소(증가)	-4	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	105	173	186	-39	-4	부채비율	12.6	12.7	11.6	24.1	13.9
기타투자활동	-148	-167	-60	-11	-2	유동비율	583.6	526.1	703.1	502.3	910.0
재무활동 현금	-12	-13	-11	-3	-42	순차입금/자기자본(x)	-24.4	-19.0	-49.3	-33.9	-39.0
차입금의 증가(감소)	-2	-2	-2	0	-33	영업이익/금융비용(x)	675.1	485.9	324.0	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-10	-11	-9	-12	-9	총차입금 (십억원)	5	3	6	18	-20
배당금의 지급	0	11	9	9	9	순차입금 (십억원)	-140	-119	-332	-217	-285
기타재무활동	0	0	0	9	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-21	32	177	-26	30	EPS	2,050	1,648	1,629	1,990	3,333
기초현금	73	52	84	261	235	BPS	16,202	17,788	19,185	18,485	21,037
기말현금	52	84	261	235	265	SPS	6,857	5,616	6,144	6,349	7,618
NOPLAT	57	40	43	41	59	CFPS	1,810	1,822	1,807	2,461	2,920
FCF	-13	45	183	26	71	DPS	370	300	300	300	400

자료: 웹젠, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

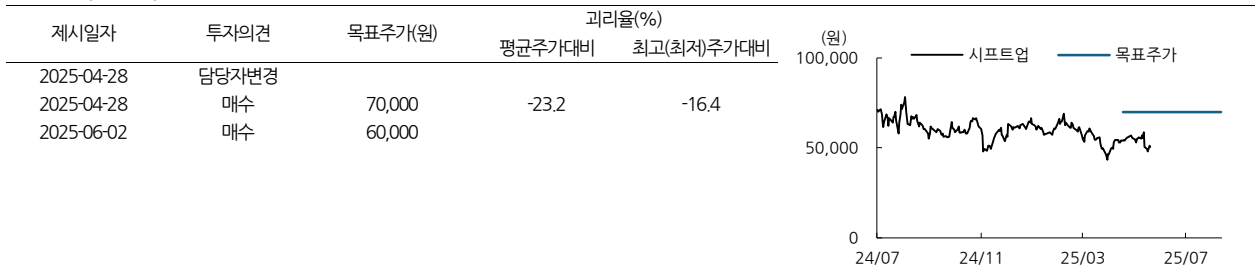
넷마블 (251270) 투자의견 및 목표주가 변동추이



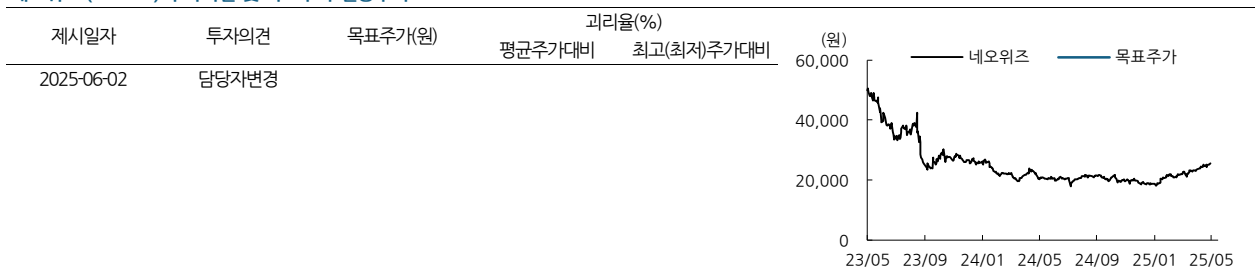
엔씨소프트 (036570) 투자의견 및 목표주가 변동추이



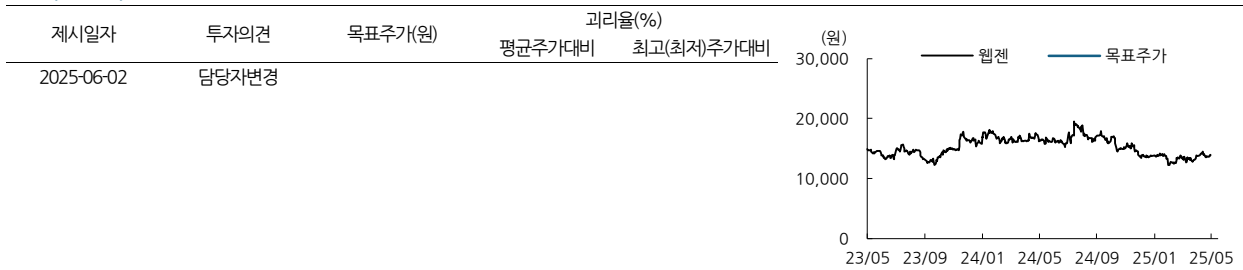
시프트업 (462870) 투자의견 및 목표주가 변동추이



네오위즈 (095660) 투자의견 및 목표주가 변동추이



웹젠 (069080) 투자 의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2025.03.31

매수	중립	매도
97.4%	1.9%	0.6%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.