



2024 메리츠 현장 탐방기
GO WEST

GO WEST



인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr



종목	투자판단	적정주가
크래프톤 (259960)	Buy	400,000원
펄어비스 (263750)	Hold	40,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	350,000원
시프트업 (462870)	Buy	90,000원
카카오게임즈 (293490)	Hold	18,000원
넥슨게임즈 (225570)	Buy (신규)	32,000원
네오위즈 (095660)	Buy	26,000원
넷마블 (251270)	Hold	58,000원

Contents



Part I	Go West, 왜 지금인가?	09
Part II	2024 Gamescom	19

기업분석	크래프톤 (259960)	46
	펄어비스 (263750)	53
	엔씨소프트 (036570)	57
	시프트업 (462870)	62
	카카오게임즈 (293490)	66
	넥슨게임즈 (225570)	72
	네오위즈 (095660)	80
	넷마블 (251270)	84



Summary

GO WEST

1 따뜻했던 내수, 더 이상 게임 산업에 안전지대가 아니다

- 글로벌 게임 산업 성장 둔화와 비교해도 국내 부진 두드러졌던 2023년. 모바일 중심 성장해 온 한국 게임 산업 한계 봉착
- 여가 시간 내 게임의 지분 낮아지는 데 더해 최근 모바일 방치형/캐주얼 증가는 시간 확보 경쟁이 더욱 치열해질 것을 암시
- 이용 시간 증가를 위해서는 몰입도 높이는 콘솔/PC가 유리. 다만 내수 중심이라면 시장성 떨어져 해외 확보가 필연적

2 Go West, 왜 지금인가?

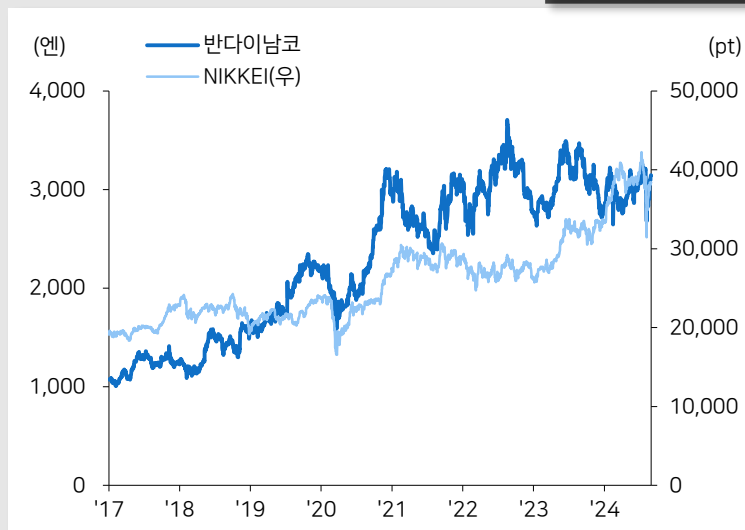
- 국내 부진 지속되며 내수로도 이익 나던 구조였던 과거를 지나 게임 산업도 엔터/미디어 산업의 서구권 개척 경로 걷는 중
- 여타 콘텐츠 산업이 유튜브/넷플릭스라는 글로벌 플랫폼 활용했듯이 게임 산업도 PS, 특히 스팀 통해 소비자 직접 확보
- PC/콘솔 서구권 진출은 글로벌 게임 산업 내 4%(국내 모바일)에서 24% 시장으로의 확대를 의미함
- 2022 게임스컴 수상한 <P의 거짓>은 누적 이용자수 700만으로 훌륭하나 평가가 실적으로 연결되지 못하며 실망감 키움
- 2024년 <스텔라 블레이드>, <퍼스트 디센던트>로 시장 반응 재차 확인. 특히 <퍼스트 디센던트>는 패키지가 아닌 라이브 서비스 시장 안착 가능성을 엿보게 함. <펍지>는 아시아 중심이나 PC로 연간 8천억 매출 창출 중
- 국내 게임사의 PC/콘솔 hit ratio 높아지는 구간. 게임도 서구권 수익화 분기점 진입했다고 판단됨
- 마침 서구권 마케팅 장인 '2024 게임스컴'에 다수 국내사 B2C 참여하며 반응도 체크할 수 있어 현장 탐방

3 2024 Gamescom

- B2C 참여한 국내사는 크래프톤, 펄어비스, 넥슨, 오션드라이브(카카오게임즈). 모두 게임 직접 체험 공간을 마련했음
- <붉은 사막>, <인조이>, <카잔>이 수상 후보에 올랐으나 12개 부문 중 반다이남코의 <Little Nightmares 3>와 캡콤의 <Monster Hunter Wilds>가 각각 3관왕, 4관왕을 차지하며 노미네이트에 만족해야 했음
- 수상작 포함 출품 게임 대부분은 시리즈 혹은 유명 IP를 활용한 패키지 게임. 출발선상에서는 강한 IP 보유해 유리
- 국내 게임사는 신규 IP로 접근. 그러나 마블처럼 장기화 시 소비자 피로도 올라오기 때문에 수년 후 신작 IP가 유리할 수도
- 참여사 포함 유수 게임사 2023/2024 게임 프로젝트 드롭 및 팀 해체로 글로벌 구조조정 인력 지난 5월 누적 기준, 2023년 연간 수치 상회. 패키지 게임 판매의 수익 연속성 떨어지는 데 반해 높은 퀄리티 요구해 개발 리스크 커졌기 때문
- 패키지보다는 라이브 서비스가 유리. 다만 패키지 출시 후 라이브 서비스 전환 혹은 꾸준한 DLC 출시하면 단점 보완 가능
- 낮은 인지도라는 핸디캡에도 불구하고 서구권 시장에서의 국내 게임사 성공 가능성을 확인할 수 있었음
- 게임스컴에 이어 9월 도쿄게임쇼 다수 게임사 노출. 해외로 마케팅 초점 옮겨가는 것은 타깃 시장의 장기적 변화를 의미

- 디지털(게임) 매출 내 라이브와 패키지 비중은 절반 정도
- 직접 개발과 퍼블리싱이 혼재. <엘든링>, <리틀 나이트 메어 3> 모두 퍼블리싱에 해당, 다만 리나메는 동사 IP 소유
- 2022년 2월 출시된 <엘든링> 성공 있었으나 패키지 매출 특성으로 출시 초반 콘솔 매출 집중되나 연속성 떨어져
- 디지털 매출 지난 3년간 증가에도 영업이익은 훼손

반다이남코 주가



자료: 반다이남코, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

반다이남코 재무제표

(십억엔)	'18.3	'19.3	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3
매출	678.3	732.4	724.0	740.9	889.3	990.1	1,050.2
Digital	326.5	340.9	328.1	338.0	378.2	385.7	372.7
% YoY	-14%	4%	-4%	3%	12%	2%	-3%
Network content	199.6	211.1	200.9	207.7	185.5	194.0	187.9
Home console game	98.4	102.1	99.0	118.1	174.4	159.8	151.5
기타	28.5	27.7	28.2	12.2	18.3	31.9	33.3
Toys and Hobby	222.4	242.9	253.7	300.8	373.6	447.5	509.9
IP Production	57.7	68.0	70.4	62.4	80.0	81.7	82.5
Amusement	90.5	101.5	91.8	63.9	82.3	104.6	119.7
지역별							
Japan	539.0	595.3	578.9	575.5	625.5	707.5	758.5
Americas	51.8	46.8	53.6	58.5	99.2	99.3	91.4
Europe	45.1	43.9	44.2	54.6	82.5	94.5	102.9
Asia	42.4	46.4	47.3	52.3	82.1	88.8	97.4
영업이익	75.0	84.1	78.8	84.7	125.5	116.5	90.7
Digital	50.2	47.5	43.9	56.8	69.6	49.3	6.3
% YoY	13%	-5%	-8%	29%	23%	-29%	-87%
Toys and Hobby	14.5	21.7	26.7	39.1	52.3	59.5	78.7
IP Production	11.9	13.8	14.3	4.3	8.5	10.6	10.0
Amusement	3.2	4.3	-1.5	-8.4	4.1	6.0	6.8

캡콤 패키지 판매 비중

	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3
PC	34%	27%	33%	43%	47%
콘솔	47%	50%	42%	47%	43%

캡콤 주가



자료: 캡콤, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

캡콤 재무제표

(십억엔)	'18.3	'19.3	'20.3	'21.3	'22.3	'23.3	'24.3
매출	94.5	100.0	81.6	95.3	110.1	125.9	152.4
Digital Contents	74.1	83.0	59.9	75.3	87.5	98.2	119.8
% YoY	26%	12%	-28%	26%	16%	12%	22%
피지컬					30.0	17.9	19.3
디지털					53.3	77.4	97.0
모바일					4.2	2.8	3.5
Arcade Operations	10.2	11.1	12.1	9.9	12.4	15.6	19.3
Amusement	7.8	3.4	6.5	7.1	5.7	7.8	9.0
지역별							
북미	25.7	32.4	20.9	25.8	27.7	34.2	43.7
일본	52.1	38.1	40.4	46.4	49.5	47.4	52.0
유럽	11.2	16.8	10.7	13.2	14.0	18.1	23.9
기타	5.6	12.8	9.6	9.9	18.8	26.3	32.9
영업이익	16.0	18.1	22.8	34.6	42.9	50.8	57.1
Digital Contents	19.1	23.3	24.2	37.0	45.4	53.5	59.8
% YoY	72%	22%	4%	53%	23%	18%	12%
Arcade Operations	0.9	1.1	1.2	0.1	0.7	1.2	1.9
Amusement	-0.8	-2.7	2.1	2.4	2.3	3.4	4.1

- 넷이즈는 중국에서 매출이 대부분 발생
- 2023년 출시된 <역수한> 성공으로 모바일 매출 레벨업
- 텐센트가 M&A를 통해 해외 거점 확보하는 반면 동사는 직접 해외 스튜디오 설립하는 방식을 택하고 있음

넷이즈 주가



자료: 넷이즈, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

넷이즈 재무제표

(십억위안)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출	44.4	51.2	59.2	73.7	87.6	96.5	103.5
Online game services	36.3	40.2	46.4	54.6	62.8	73.2	81.6
% YoY	30%	11%	16%	18%	15%	17%	11%
PC/콘솔				15.3	18.5	24.2	20.3
모바일				39.3	44.3	49.0	61.3
Youdao	0.5	0.7	1.3	3.2	5.4	5.0	5.4
Cloud Music			2.3	4.9	7.0	9.0	7.9
Innovative and others	7.7	10.3	9.2	11.0	12.4	9.3	8.6
매출총이익	25.0	27.3	31.6	39.0	47.0	52.8	63.1
Online game services	22.8	25.6	29.4	34.8	40.7	46.4	55.6
% YoY	27%	12%	15%	18%	17%	14%	20%
Youdao	0.2	0.2	0.4	1.5	2.9	2.6	2.8
Cloud Music			-1.1	-0.6	0.1	1.3	2.1
Innovative and others	2.1	1.6	2.8	3.4	3.2	2.5	2.6
영업이익	12.2	7.9	13.8	14.5	16.4	19.6	27.7

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
크래프톤 (259960)	Buy	400,000원
펄어비스 (263750)	Hold	40,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	350,000원
시프트업 (462870)	Buy	90,000원
카카오게임즈 (293490)	Hold	18,000원
넥슨게임즈 (225570)	Buy (신규)	32,000원
네오위즈 (095660)	Buy	26,000원
넷마블 (251270)	Hold	58,000원

크래프톤(259960) 수요를 확인한 게임스컴

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

Buy

(20거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

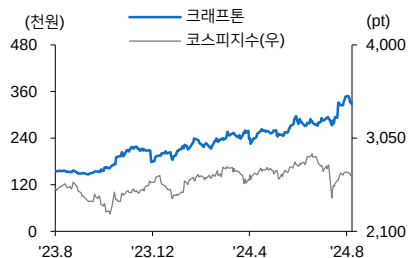
적정주가 (12개월)	400,000원
현재주가 (8.30)	327,000원
상승여력	22.3%

KOSPI	2,674.31pt
시가총액	156,613억원
발행주식수	4,789만주
유동주식비율	59.18%
외국인비중	40.87%
52주 최고/최저가	349,000원/146,500원
평균거래대금	458.3억원

주요주주(%)	
장병규 외 29 인	21.28
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.87
국민연금공단	6.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.8	44.1	108.5
상대주가	14.5	42.3	99.7

주가그래프



신규 IP로 도전한 2024 게임스컴

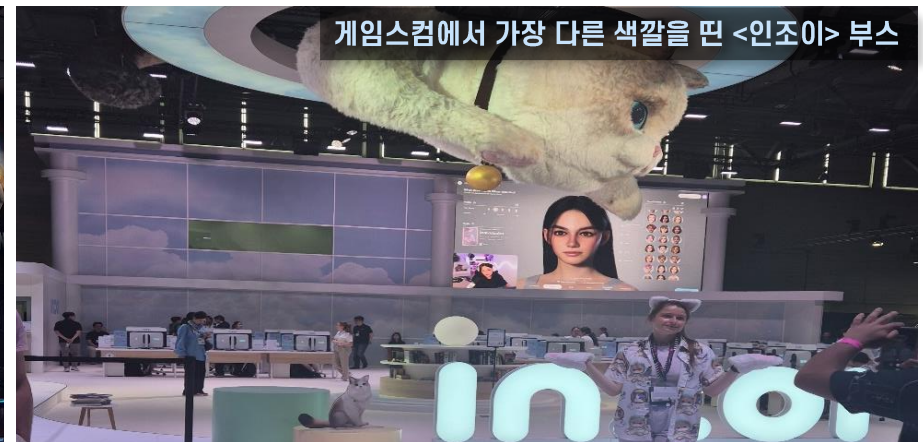
- 동사는 게임스컴 B2C 참여를 통해 <다크앤다커 M>과 <인조이> 신작 체험 부스를 마련함
- PC/콘솔 관심도가 큰 곳으로 <인조이>가 프랜차이즈IP 게임 못지 않은 대기줄을 보였음
- 동사의 예상보다 관련 장르 내 소비자 목마름이 존재했고, 경쟁작(<라이프 바이 유>)까지 제거되며 출시 환경 긍정적
- 높은 자유도와 사실적 그래픽으로 최근 캐릭터 스튜디오 데모 버전 출시하자 이틀 만에 창작물 10만개 돌파
- 당사는 4Q24 <다크앤다커 M> 부분 지역 출시 및 1Q25 <인조이> 얼리엑세스 출시를 가정

<다크앤다커 M>이 라이브서비스로 실적에, <인조이>가 밸류에이션 확대 이끌 2025

- 기존 IP의 안정적 운영이 오히려 성장으로 이끌 수 있음을 보인 23/24. 25년부터는 신작이 탑라인 성장을 이끌 것
- <다크앤다커 M>은 <펍지M>처럼 초반 매출보다는 트래픽 안정화에 집중, 본격 매출 기여는 2025년 하반기 전망
- <인조이>는 2025년 340만장의 얼리엑세스 판매를 가정. 관심도 고려 시 무난히 달성 가능한 수치
- 라이브 서비스인 <다크앤다커 M>이 실적에, <인조이>가 서구권 소비자 확보를 통한 밸류에이션 확대 기대
- 카카오게임즈가 발행한 EB 교환가액 32만원 넘어서며 주가 주춤하나 물량 1.74%로 크지 않아 매수 기회로 활용 권고

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,137	16.5	1.6	6.3	10.3	18.0
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,844.9	1,199.0	1,022.2	21,258	74.0	133,156	15.4	2.5	10.0	17.1	12.9
2025E	3,233.9	1,303.1	1,058.8	22,107	4.2	152,000	14.8	2.2	8.6	15.5	11.2
2026E	3,867.2	1,579.6	1,111.9	23,215	5.0	169,609	14.1	1.9	6.9	14.4	10.4

- 크래프톤은 행사 첫날 미디어 쇼케이스를 진행, 기자 대상 간담회를 통해 신작 소개 자리를 마련함



자료: 게임스컴

<다크앤다커M>, <인조이>, <펍지>로 게임스컴 참여한 크래프톤



2024 게임스컴 내 크래프톤 참여 부스



자료: 게임스컴

<다크 앤 다커M> 게임스컴 체험 소비자 만명 돌파



자료: 게임스컴

<인조이> 게임스컴 체험관



자료: 게임스컴

<인조이> 경쟁작으로 언급되던 <라이프 바이 유> 개발 중단

심즈 대체제 '라이프 바이 유' 결국 출시 취소

#라이프 바이 유 #인생 시뮬레이션 #취재 #패러독스 인터랙티브

신승원 sw@gamedonga.co.kr

2024.06.18.

전 심즈 개발진이 참여해 '심즈 대체제', '심즈 정신적 후속작'으로 불리던 패러독스 인터랙티브의 인생시뮬레이션 '라이프 바이 유'를 만나볼 수 없게 됐다.

지난 17일 회사의 부사장인 마티아스 릴자(Mattias Lilja)는 자사의 패러독스 포럼에서 "솔프게도 우리는 오랫동안 기다려온 인생 시뮬레이션 라이프 바이 유의 출시를 취소하기로 결정했다"라고 밝혔다.

게임은 지난 2월부터 출시를 6월로 미루더니, 5월에는 출시를 무기한 연기하겠다고 밝히며 불안감을 키우더니, 결국 개발 중단 및 출시 취소 입장을 내놓은 것이다.

소식을 들은 이용자들은 "심즈에서 벗어나려고 했는데 대체제가 사라져 버렸다.", "명확한 이유라도 알려주면 좋겠는데. 너무 아쉽다." 등의 반응을 보였다.

자료: 게임동아

<심즈>에 한국적 색채 느낄 수 있는 <인조이> ‘도원’ 내 스크린샷



자료: INZOI

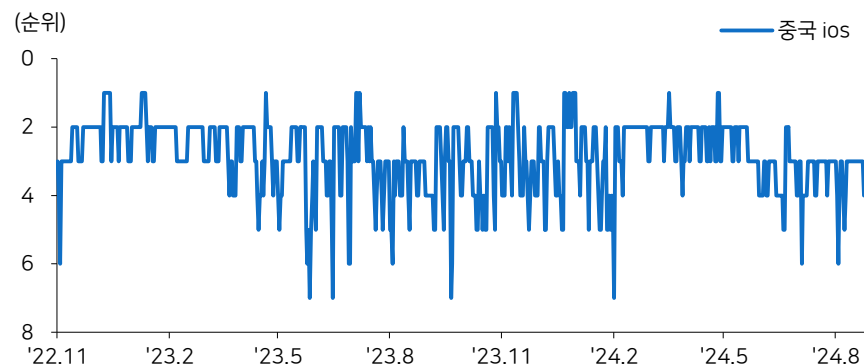
2024년 이후 크래프톤 신작 및 2025 주요 라인업

크래프톤 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리엑세스	PC	플라이웨이게임즈(100%)	자회사 개발
24.04.05	불릿 에코 인도 소프트런칭	모바일	젠토랩	퍼블리싱
24.05.23	즈쿱도쿱 얼리엑세스	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.06.24	언커버 더 스모킹 건	PC	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.10.31	리택티드	PC, 콘솔	스트라이킹 디스턴스 스튜디오(100%)	자회사 개발
4Q24	다크 앤 다커 모바일	모바일	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
2H24	쿠키런 인도	모바일	데브시스터즈	퍼블리싱
	언더스티드: 과거에서 온 편지	PC	5민랩(100%)	자회사 개발
1Q25	프로젝트 인조이	PC	크래프톤	자체개발
2025 이후	딩컴 모바일	모바일	5민랩(100%)	자회사 개발
	프로젝트 블랙버짓	PC, 콘솔	크래프톤	자체개발
	서브노티카2	PC, 콘솔	언노운월즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 곰드러시	PC, 콘솔	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트 윈드리스		크래프톤	자체개발

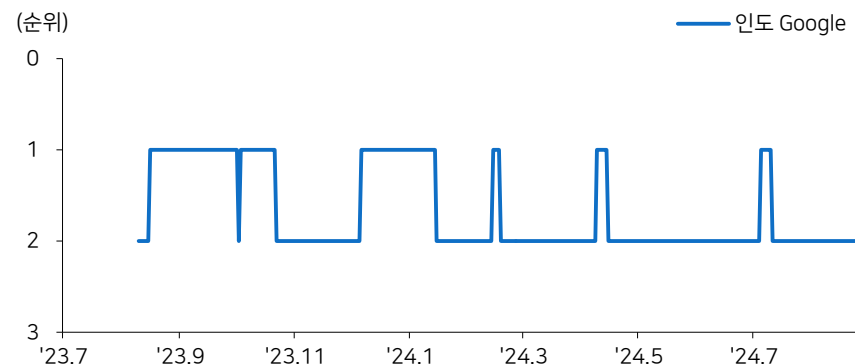
주: 상기 출시 일정은 크래프톤의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

<화평정영> 중국 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<BGMI> 인도 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	707.0	751.2	720.7	1,910.6	2,844.9	3,233.9	3,867.2
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	191.3	233.2	215.7	583.9	883.8	1,198.5	1,690.0
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	499.9	497.2	484.3	1,244.8	1,883.8	1,959.8	2,102.1
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	8.8	12.1	12.5	55.7	44.8	43.2	42.6
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	7.0	8.8	8.2	26.2	32.5	32.5	32.5
% YoY												
매출	3.0	-8.6	3.8	12.8	23.6	82.7	66.8	34.8	3.1	48.9	13.7	19.6
PC	68.2	32.1	-7.5	20.1	36.5	63.5	92.3	29.1	25.6	51.4	35.6	41.0
모바일	-12.1	-23.4	9.4	34.5	15.5	104.2	60.9	41.3	-0.6	51.3	4.0	7.3
콘솔	-51.8	98.4	2.6	-74.3	58.5	-53.9	0.2	-28.3	-46.5	-19.6	-3.5	-1.3
기타	-19.0	7.7	-6.3	-39.3	77.2	14.1	11.0	11.7	-18.6	24.0	0.0	0.0
영업비용	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	374.9	418.3	497.2	1,142.5	1,645.9	1,930.8	2,287.6
% to sales	47.5	66.0	58.0	69.3	53.4	53.0	55.7	69.0	59.8	57.9	59.7	59.2
% YoY	22.9	-0.8	-9.7	6.5	39.0	46.7	60.3	34.3	3.6	44.1	17.3	18.5
인건비	110.9	112.3	82.5	149.2	163.6	164.8	179.9	197.5	454.9	705.8	830.4	938.2
주식보상비용	10.0	9.1	-19.8	28.3	42.1	35.2	45.7	45.7	27.6	168.7	189.2	201.2
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	87.9	85.9	77.5	89.8	98.1	226.8	351.3	462.9	639.7
지급수수료	61.6	70.6	64.9	61.9	61.3	76.4	73.7	66.1	258.9	277.6	319.9	365.3
광고선전비	5.1	8.7	18.1	34.2	12.4	21.2	38.3	96.3	66.1	168.3	157.1	163.4
기타	31.4	31.9	35.6	36.9	32.3	34.9	36.7	39.2	135.9	143.0	160.5	181.0
영업이익	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	332.1	332.9	223.5	768.0	1,199.0	1,303.1	1,579.6
% YoY	-10.1	-20.7	30.9	30.3	9.7	152.6	75.9	36.0	2.2	56.1	8.7	21.2
영업이익률(%)	52.5	34.0	42.0	30.7	46.6	47.0	44.3	31.0	40.2	42.1	40.3	40.8
세전이익	362.4	159.5	280.4	26.3	465.3	458.1	416.0	58.3	828.6	1,397.6	1,449.6	1,553.3
% YoY	8.9	-38.7	-10.6	흑전	28.4	187.2	48.3	121.8	21.2	68.7	3.7	7.2
지배주주순이익	267.5	128.8	211.9	-12.8	350.0	341.9	291.2	39.1	595.4	1,022.2	1,058.8	1,111.9
% YoY	9.1	-33.6	-6.4	적지	30.9	165.5	37.4	흑전	19.0	71.7	3.6	5.0

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤(259960)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,854.0	1,910.6	2,844.9	3,233.9	3,867.2
매출액증가율(%)	-1.7	3.1	48.9	13.7	19.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,844.9	3,233.9	3,867.2
판매비와관리비	1,102.4	1,142.5	1,645.9	1,930.8	2,287.6
영업이익	751.6	768.1	1,199.0	1,303.1	1,579.6
영업이익률(%)	40.5	40.2	42.1	40.3	40.8
금융손익	26.1	28.6	27.3	27.5	27.5
종속/관계기업관련손익	-35.3	-44.2	-44.8	-37.5	-36.5
기타영업외손익	-58.6	76.1	216.2	156.5	-17.3
세전계속사업이익	683.9	828.6	1,397.6	1,449.6	1,553.3
법인세비용	168.7	234.6	377.4	390.8	426.0
당기순이익	500.2	594.1	1,020.3	1,058.8	1,111.9
지배주주지분 순이익	500.2	595.4	1,022.2	1,058.8	1,111.9
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,892.6	3,964.4	4,104.5	4,829.1	5,502.8
현금및현금성자산	674.7	721.1	618.5	1,187.9	1,608.7
매출채권	525.6	700.4	1,042.9	1,185.5	1,417.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,145.2	2,476.0	3,095.6	3,272.6	3,470.9
유형자산	223.4	257.0	640.8	644.6	644.4
무형자산	867.7	607.8	685.8	659.1	632.4
투자자산	693.3	918.2	1,418.2	1,618.2	1,843.4
자산총계	6,037.8	6,440.5	7,200.0	8,101.7	8,973.6
유동부채	411.5	520.7	543.2	543.2	556.2
매입채무	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	509.9	361.0	277.0	276.0	291.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
부채총계	921.4	881.6	820.2	819.3	847.9
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,797.6	5,747.0	6,670.9
비지배주주지분	5.2	4.4	2.5	2.5	2.5
자본총계	5,116.4	5,558.8	6,379.9	7,282.4	8,125.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	512.7	662.4	671.0	1,045.1	1,027.0
당기순이익(손실)	500.2	594.1	1,020.3	1,058.8	1,111.9
유형자산감가상각비	75.6	77.2	86.2	116.2	126.2
무형자산상각비	31.8	30.8	22.0	26.7	26.7
운전자본의 증감	-134.4	-139.5	-457.5	-156.7	-237.8
투자활동 현금흐름	-2,863.0	-394.2	-604.4	-319.3	-350.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.6	-34.4	-470.0	-120.0	-126.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	-269.1	-500.0	-200.0	-225.2
재무활동 현금흐름	-56.1	-225.3	-169.2	-156.3	-255.7
차입금증감	57.8	-151.2	30.0	0.0	12.9
자본의증가	-2,390.5	23.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-2,344.6	46.4	-102.6	569.4	420.8
기초현금	3,019.3	674.7	721.1	618.5	1,187.9
기말현금	674.7	721.1	618.5	1,187.9	1,608.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,789	39,217	59,165	67,523	80,744
EPS(지배주주)	10,194	12,221	21,258	22,107	23,215
CFPS	17,542	18,854	30,729	32,628	34,885
EBITDAPS	17,509	17,982	27,185	30,193	36,174
BPS	104,137	114,849	133,156	152,000	169,609
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	15.8	15.4	14.8	14.1
PCR	9.6	10.3	10.6	10.0	9.4
PSR	4.4	4.9	5.5	4.8	4.0
PBR	1.6	1.7	2.5	2.2	1.9
EBITDA(십억원)	859.0	876.1	1,307.2	1,446.1	1,732.5
EV/EBITDA	6.3	7.4	10.0	8.6	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	11.2	17.1	15.5	14.4
EBITDA이익률	46.3	45.9	45.9	44.7	44.8
부채비율	18.0	15.9	12.9	11.2	10.4
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	99.2	86.2	161.5	167.2	198.7
매출채권회전율(x)	3.5	3.1	3.3	2.9	3.0
재고자산회전율(x)					

펠어비스(263750) 게임스컴 지나 출시일 공개 통한 신뢰 회복 필요

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

Hold

(20거래일 평균증가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	40,000원
현재주가 (8.30)	34,000원
상승여력	17.6%

KOSDAQ	767.66pt
시가총액	21,844억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	51.42%
외국인비중	7.84%
52주 최고/최저가	51,900원/27,000원
평균거래대금	164.8억원

주요주주(%)

김대일 외 12 인	44.11
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-23.2	12.0	-29.8
상대주가	-19.5	25.9	-15.5

주가그래프



<붉은 사막>으로 게이머 직접 만난 펠어비스

- 펠어비스는 2024 게임스컴에 참여해 <붉은 사막>의 게이머 직접 체험 공간을 마련함
- 2020년 TGA를 통해 실제 게임 플레이 트레일러 공개 후 4년만에 첫 소비자 공개
- 총 4개의 보스 중 제한 시간 내 시도해 볼 수 있었으며 같은 데모 버전을 지스타에 출품할 것으로 예상
- 퍼블리셔를 동반하지 않는, 직접 서비스 계획을 밝힌 만큼 스팀/콘솔 동시 출시가 전망됨
- 추정치에 반영된 판매량은 2025/2026년 합산 1천만장

뉴스에 따른 등락 구간으로 진입. 본격 상승은 신뢰 회복 선행되어야

- 지난 2주간 동사 주가는 24% 하락함. 게임스컴 시작과 함께 모멘텀 소멸로 해석
- 행사와 함께 유튜브 영상 공개 진행하자 주가가 하락하며 부정적 반응에 더욱 집중된 것으로 추정
- 당사는 게임 출시를 2025년 중반으로 추정하는데 출시까지 모멘텀 부재한 상황
- 기존 사업의 적자에 더해 신작의 반복된 지연으로 인한 '학습된 불안감'도 심적 부담 요인
- 이벤트 소멸되며 뉴스에 따른 등락 구간으로 진입. 본격 상승 위해서는 게이머와 투자자에 대한 신뢰 회복이 필요

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	385.7	16.4	-43.0	-662	적전	10,887	-63.4	3.9	60.2	-6.1	74.8
2023	333.5	-16.4	15.2	237	흑전	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024E	324.3	-45.1	-4.0	-62	적전	11,223	-552.8	3.0	-81.1	-0.5	40.8
2025E	732.9	178.1	149.9	2,333	흑전	13,556	14.6	2.5	9.4	18.8	34.5
2026E	518.3	42.3	60.5	942	-59.6	14,498	36.1	2.3	27.6	6.7	32.4

2019년 검은사막M 이후 사실상 첫 신작인 2025년 예정 <붉은 사막>

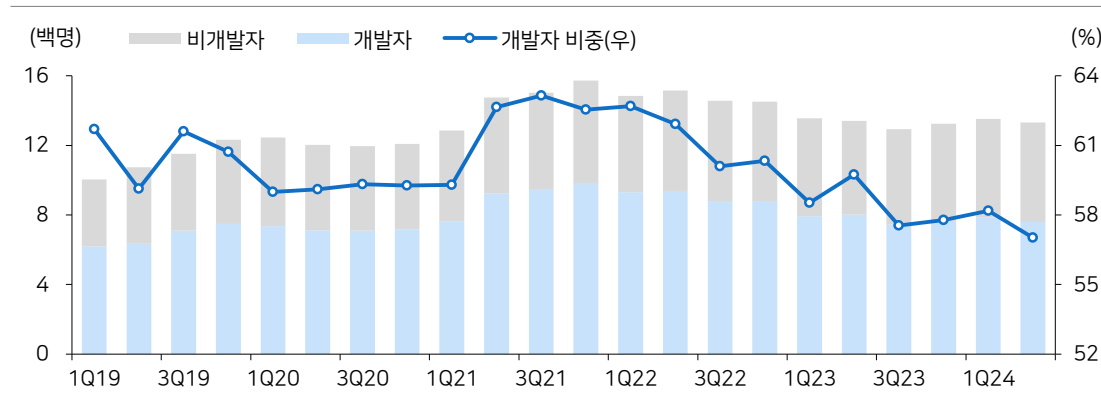


<붉은 사막> 게임스컴 B2C 부스: 데모 체험 가능



자료: 게임스컴

펄어비스 개발자 인력 추이



자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

펄어비스 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
2018.02	검은사막M 국내	모바일	펄어비스	자체개발
2018.08	검은사막M 대만	모바일	펄어비스	자체개발
2019.03	검은사막 콘솔 북미/유럽	콘솔	펄어비스	자체개발
2019.08	검은사막 콘솔 아시아	콘솔	펄어비스	자체개발
2019.12	검은사막M 글로벌	모바일	펄어비스	자체개발
2020.08	이브 에코스	모바일	CCP 게임즈(100%), 넷이즈	넷이즈 공동개발
2Q25	붉은사막	PC, 콘솔	펄어비스	자체개발
2027	도깨비	PC, 콘솔	펄어비스	자체개발
미정	플랜8	PC, 콘솔	펄어비스	자체개발

주: 상기 출시 일정은 펄어비스의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

자료: 펄어비스, 메리츠증권 리서치센터

필어비스 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.8	79.9	77.2	333.5	324.3	732.9	518.3
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	61.2	61.3	57.4	257.8	238.4	351.3	209.4
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.3	3.8	3.6	18.0	14.9	268.4	103.8
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	17.1	14.3	12.4	49.7	65.9	108.2	200.2
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	0.2	0.5	3.8	8.0	5.1	5.0	5.0
% YoY												
매출	-6.2	-16.7	-12.7	-18.0	-0.4	4.3	-5.9	-8.6	-13.5	-2.7	126.0	-29.3
PC	0.1	-8.4	-7.5	-2.9	-6.3	1.0	-10.3	-13.6	-4.8	-7.5	47.4	-40.4
콘솔	-5.3	-40.4	-24.6	-35.6	-16.3	-14.9	-24.2	-11.1	-27.3	-17.0	1,700.9	-61.3
모바일	-21.1	-36.4	-28.6	-32.4	30.6	39.6	29.9	29.4	-29.2	32.5	64.2	85.1
기타	-41.7	-22.2	-58.6	-68.6	-52.8	-90.3	-7.6	-13.8	-59.8	-35.9	-3.2	0.0
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	87.6	99.6	97.4	349.8	369.4	554.8	476.1
% to sales	98.7	118.0	97.5	106.5	99.3	107.1	124.6	126.1	104.9	113.9	75.7	91.8
% YoY	-1.8	-5.9	-3.0	-9.6	0.2	-5.3	20.3	8.3	-5.3	5.6	50.2	-14.2
인건비	44.4	50.0	41.6	41.6	46.7	46.6	46.1	46.3	177.6	185.7	222.6	229.5
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	18.4	19.1	17.4	69.1	71.9	80.1	103.7
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	7.3	19.1	11.3	31.8	43.4	155.6	70.3
상각비	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.4	6.3	6.3	26.0	25.5	26.3	27.2
기타	9.2	9.8	10.3	16.1	9.0	8.9	9.0	16.1	45.4	43.0	70.1	45.4
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-5.8	-19.7	-20.2	-16.4	-45.1	178.1	42.3
% YoY	-78.9	적지	-82.2	적전	-46.3	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	-76.3
영업이익률(%)	1.3	-18.0	2.5	-6.5	0.7	-7.1	-24.6	-26.1	-4.9	-13.9	24.3	8.2
세전이익	13.6	-5.1	22.8	-9.1	17.2	10.1	-11.8	-18.2	22.1	-2.7	203.9	80.7
% YoY	114.4	적전	-23.9	적지	26.7	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	-60.4
지배주주순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	9.1	-7.7	-18.2	15.2	-4.0	149.9	60.5
% YoY	61.9	적전	-30.4	적지	36.3	흑전	적전	적지	흑전	적전	흑전	-59.6

자료: 필어비스, 메리츠증권 리서치센터

펠어비스(263750)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	385.7	333.5	324.3	732.9	518.3
매출액증가율(%)	-4.5	-13.5	-2.7	126.0	-29.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	324.3	732.9	518.3
판매비와관리비	369.3	349.8	369.4	554.8	476.1
영업이익	16.4	-16.4	-45.1	178.1	42.3
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-13.9	24.3	8.2
금융손익	-0.7	24.7	33.4	17.3	24.7
종속/관계기업관련손익	-8.0	-6.4	-5.6	-6.0	-6.4
기타영업외손익	-63.5	20.2	14.6	14.6	20.2
세전계속사업이익	-55.8	22.1	-2.7	203.9	80.7
법인세비용	-12.8	6.9	1.2	54.1	3.6
당기순이익	-43.0	15.2	-4.0	149.9	60.5
지배주주지분 순이익	-43.0	15.2	-4.0	149.9	60.5
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	556.5	582.8	383.0	550.0	603.4
현금및현금성자산	159.6	235.7	118.8	202.7	242.5
매출채권	40.8	39.3	38.2	86.3	61.1
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	666.1	630.1	632.1	621.6	629.9
유형자산	209.8	194.4	198.2	201.3	204.4
무형자산	231.3	227.0	232.3	237.4	242.2
투자자산	179.1	167.8	169.5	169.2	169.5
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,015.1	1,171.7	1,233.3
유동부채	236.2	315.9	149.3	151.4	151.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	84.0	158.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	287.0	172.0	144.8	149.4	150.5
사채	146.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.6	70.0	70.0	70.0	70.0
부채총계	523.3	487.9	294.1	300.7	301.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	29.6	32.1	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	482.5	498.2	494.3	644.2	704.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	721.0	870.9	931.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	47.6	32.4	-17.6	95.2	128.8
당기순이익(손실)	-43.0	15.2	-4.0	149.9	60.5
유형자산감가상각비	16.2	16.9	16.2	16.9	16.9
무형자산상각비	9.6	9.1	4.7	4.9	5.1
운전자본의 증감	-15.1	8.3	-34.6	-76.5	46.2
투자활동 현금흐름	-108.0	134.3	58.9	-11.4	-87.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-94.0	-9.1	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-19.0	4.9	-1.7	0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-22.6	-89.6	-158.1	0.0	-1.4
차입금증감	-110.5	-81.3	-158.1	0.0	-1.4
자본의증가	4.5	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-84.3	76.1	-116.8	83.8	39.8
기초현금	243.9	159.6	235.7	118.9	202.7
기말현금	159.6	235.7	118.9	202.7	242.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	5,939	5,191	5,048	11,407	8,068
EPS(지배주주)	-662	237	-62	2,333	942
CFPS	1,161	519	203	3,406	1,448
EBITDAPS	648	151	-376	3,112	1,001
BPS	10,887	11,284	11,223	13,556	14,498
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-63.4	163.7	-552.8	14.6	36.1
PCR	36.1	74.7	167.6	10.0	23.5
PSR	7.1	7.5	6.7	3.0	4.2
PBR	3.9	3.4	3.0	2.5	2.3
EBITDA(십억원)	42.1	9.7	-24.1	199.9	64.3
EV/EBITDA	60.2	229.0	-81.1	9.4	27.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.1	2.1	-0.5	18.8	6.7
EBITDA이익률	10.9	2.9	-7.4	27.3	12.4
부채비율	74.8	67.3	40.8	34.5	32.4
금융비용부담률	2.4	3.8	2.3	0.5	0.8
이자보상배율(x)	1.8	-1.3	-6.1	45.0	10.8
매출채권회전율(x)	9.0	8.3	8.4	11.8	7.0
재고자산회전율(x)					

엔씨소프트(036570) 퍼블리셔의 역량을 기대하며

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

Buy

(20거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 350,000원

현재주가 (8.30) 187,600원

상승여력 86.6%

KOSPI 2,674.31pt
시가총액 41,186억원
발행주식수 2,195만주
유동주식비율 78.07%
외국인비중 36.15%
52주 최고/최저가 281,000원/160,400원
평균거래대금 158.1억원

주요주주(%)

김택진 외 12 인 12.01
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26
넷마블 8.88

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	-3.3	-26.4
상대주가	10.9	-4.5	-29.5

주가그래프



아마존게임즈, <TL> 들고 2024 게임스컴에 출석 도장

- 아마존은 올해 B2C 부스를 마련함. <TL> 출시일이 10월 1일로 결정되며 마케팅 본격화
- 지난 7월 아마존 주관으로 OBT를 진행했는데 동 행사에서는 게임 체험 부스는 마련하지 않았음
- 동사와 아마존이 <TL> 계약을 한 시점은 <로스트아크> 성공 이후. 상당한 마케팅 예산 할당을 예상
- 마케팅 측면에서 아마존이 전세계 최대 규모의 게임 방송 플랫폼인 '트위치' 보유, 게이머 여론에 긍정적 역할을 기대

엔씨에 대한 선입견이 없는 곳에서의 성과가 필요

- 최근 엔씨는 빅게임스튜디오 투자 등 퍼블리싱 권한 확보를 목적으로 현금 활용 본격화
- 굵직한 대작 중심이던 동사는 최근 중소형 다작 전략으로 회귀한 것으로 판단됨. 다음 신작까지 시간 소요되기 때문
- <호연>에 이어 리니지 IP 기반 <저니 오브 모나크> 다가오나 아시아 중심 게이머 여론이 부정적으로 굳어져 쉽지 않음. 퍼블리셔를 동반하더라도 <리니지>가 닿지 않았던 서구권 호응도가 필요
- 글로벌 업체들의 미공개 프로젝트 드롭 및 인원 감축 활발. 직접 서비스할 신작과 <TL>까지 시장 안착 실패한다면 동사에게도 고정비 절감이 적자를 막을 수 있는 유일한 카드가 될 것

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024E	1,587.0	31.9	338.4	15,414	58.2	157,080	12.2	1.2	16.2	10.1	25.2
2025E	1,805.7	48.6	243.9	11,111	-27.9	166,893	16.9	1.1	11.7	6.9	21.1
2026E	2,176.9	200.1	357.6	16,290	46.6	181,885	11.5	1.0	6.1	9.3	22.8

엔씨소프트 신작 라인업



엔씨소프트 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
24.06.27	배틀 크러쉬 얼리엑세스	모바일, PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
24.08.28	호연(BSS)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
24.10.01	TL 글로벌	PC, 콘솔	엔씨소프트(아마존 퍼블리싱)	자체개발
2H24	블레이드 앤 소울 2 중국	모바일	엔씨소프트	자체개발
	리니지 키우기	모바일	엔씨소프트	자체개발
2025	프로젝트LLL	PC, 콘솔	엔씨소프트	자체개발
	아이온2	모바일	엔씨소프트	자체개발
미정	프로젝트 스카이라인(호라이즌 IP)	PC, 모바일	엔씨소프트	자체개발
	택탄(프로젝트G)	모바일	엔씨소프트	자체개발

주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

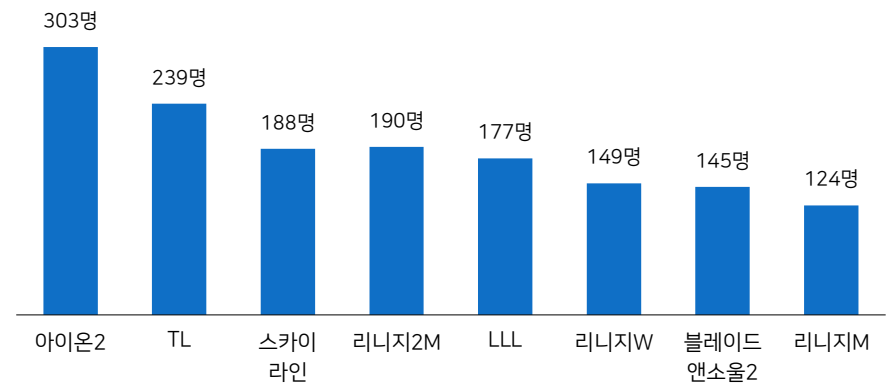
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

아마존 부스 통해 마케팅 참여한 <TL>



자료: 게임스컴

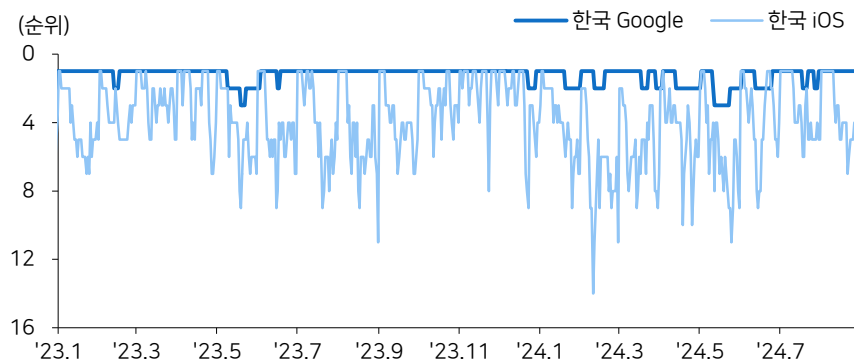
프로젝트 팀당 인원



자료: MTN뉴스 “대마불사’ 게임 엔씨 살릴까...’아이온2’ 개발진 300명 넘어서’ 기사 참조 정리

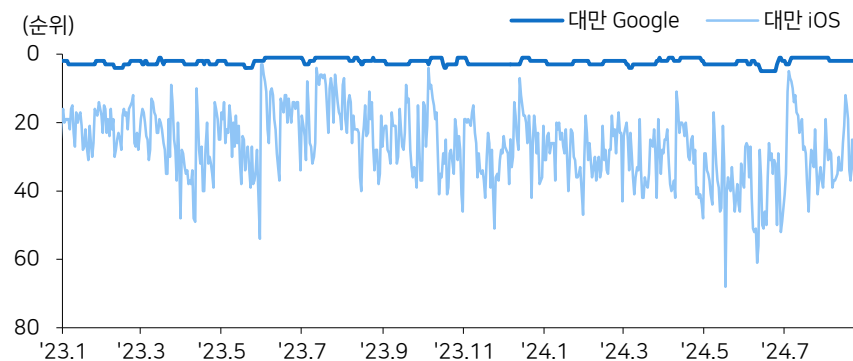
엔씨소프트 모바일 게임 매출 순위

<리니지M> 국내 매출 순위



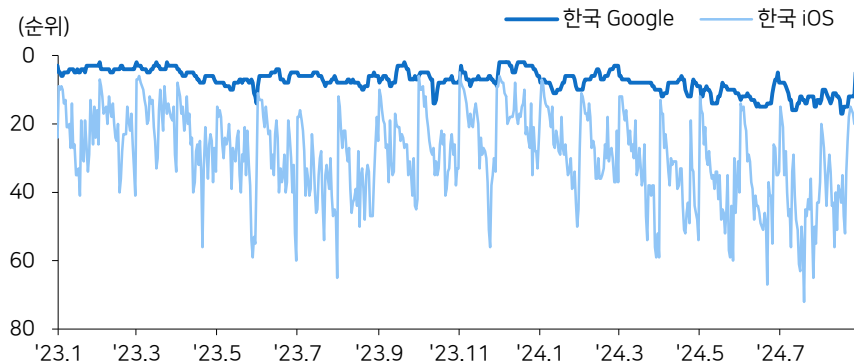
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<리니지M> 대만 매출 순위



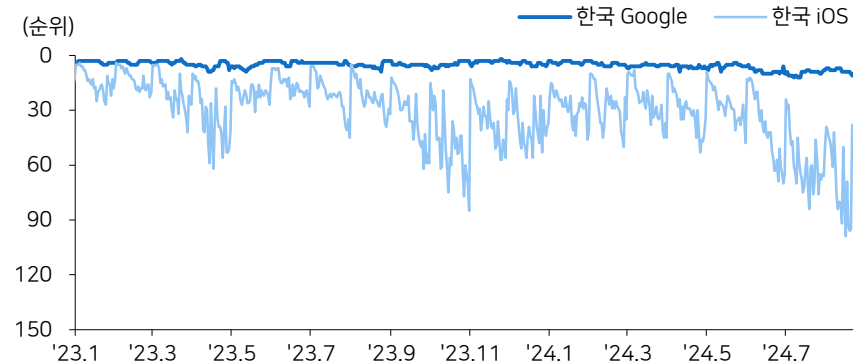
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<리니지2M> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<리니지W> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	368.9	406.7	413.6	1,779.8	1,587.0	1,805.7	2,176.9
온라인	91.4	88.2	93.2	87.7	91.5	86.2	92.1	93.1	360.5	362.8	356.2	329.4
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	218.2	254.2	263.1	1,200.4	985.0	1,227.6	1,641.6
기타	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	26.8	28.6	28.3	74.5	108.0	97.2	87.5
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	37.7	31.8	29.0	144.5	131.2	124.6	118.4
% YoY												
매출	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.9	-16.2	-3.9	-5.5	-30.8	-10.8	13.8	20.6
온라인	-1.8	-8.0	-4.0	-15.9	0.1	-2.2	-1.2	6.1	-7.7	0.7	-1.8	-7.5
모바일	-48.4	-37.5	-37.4	-21.6	-24.6	-26.5	-7.2	-12.0	-37.9	-17.9	24.6	33.7
기타	-19.5	-14.6	-21.7	-13.3	70.3	41.3	37.6	38.1	-17.3	45.0	-10.0	-10.0
로열티	8.9	0.8	-18.5	-21.4	-22.8	3.8	-10.0	-5.0	-8.0	-9.2	-5.0	-5.0
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	360.0	404.6	418.3	1,642.5	1,555.2	1,757.1	1,976.8
% to sales	83.0	92.0	96.1	99.1	93.5	97.6	99.5	101.1	92.3	98.0	97.3	90.8
% YoY	-27.3	-20.0	-11.6	-13.3	-6.3	-11.1	-0.5	-3.6	-18.4	-5.3	13.0	12.5
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	126.8	138.0	150.5	622.8	550.0	635.7	776.9
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	27.9	28.6	30.9	111.9	115.1	135.0	145.4
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	17.4	27.7	27.7	85.0	79.6	138.2	186.5
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	188.0	210.4	209.3	822.9	810.4	848.1	868.1
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	8.8	2.1	-4.8	137.3	31.9	48.6	200.1
% YoY	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-68.5	-74.9	-87.6	적전	-75.4	-76.8	52.6	311.6
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	2.4	0.5	-1.1	7.7	2.0	2.7	9.2
세전이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	78.4	84.9	98.8	215.9	206.2	478.0	329.7	483.8
% YoY	-39.4	-76.0	-81.5	적지	-44.5	117.2	113.8	흑전	-66.1	131.8	-31.0	46.8
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	71.0	82.7	127.5	212.1	338.4	243.9	357.6
% YoY	-32.7	-74.8	-76.0	흑전	-49.7	137.6	89.7	411.0	-51.3	59.5	-27.9	46.6

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트(036570)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,571.8	1,779.8	1,587.0	1,805.7	2,176.9
매출액증가율(%)	11.4	-30.8	-10.8	13.8	20.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,587.0	1,805.7	2,176.9
판매비와관리비	2,012.8	1,642.6	1,555.2	1,757.1	1,976.8
영업이익	559.0	137.3	31.9	48.6	200.1
영업이익률(%)	21.7	7.7	2.0	2.7	9.2
금융손익	-31.8	91.1	111.1	123.5	123.5
종속/관계기업관련손익	-8.1	4.1	11.2	10.6	10.1
기타영업외손익	90.0	-26.2	323.9	146.9	150.1
세전계속사업이익	609.1	206.2	478.0	329.7	483.8
법인세비용	173.1	-7.7	139.5	85.7	83.0
당기순이익	436.0	213.9	338.5	243.9	357.6
지배주주지분 순이익	435.7	212.1	338.4	243.9	357.6
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,325.3	2,485.3	2,681.4
현금및현금성자산	285.6	365.2	172.9	402.9	635.0
매출채권	175.5	132.7	193.0	219.6	264.8
재고자산	1.5	0.7	0.8	1.5	1.8
비유동자산	1,746.6	2,057.0	1,995.3	1,956.1	2,228.0
유형자산	930.2	1,000.5	938.9	903.8	1,168.8
무형자산	43.4	96.1	101.8	97.7	93.8
투자자산	537.9	672.6	666.9	666.9	677.8
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,320.6	4,441.4	4,909.4
유동부채	515.4	614.3	354.3	397.7	479.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	240.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	723.7	526.5	514.3	376.3	433.5
사채	349.4	169.7	169.7	39.7	39.7
장기차입금	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,239.1	1,140.8	868.7	774.0	912.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-34.8	-44.5	-44.5	-44.5	-44.5
이익잉여금	3,409.4	3,472.7	3,771.5	3,986.9	4,316.1
비지배주주지분	2.3	3.3	3.4	3.4	3.4
자본총계	3,198.6	3,253.0	3,451.9	3,667.4	3,996.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736.0	139.9	154.3	345.2	519.5
당기순이익(손실)	436.0	213.9	338.5	243.9	357.6
유형자산감가상각비	104.0	110.1	115.1	135.0	135.0
무형자산상각비	1.9	1.8	4.3	4.1	3.9
운전자본의 증감	49.5	-95.6	-41.2	11.3	72.0
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	56.9	54.4	-267.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-249.7	-117.4	-100.0	-100.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	663.5	-134.7	5.7	0.1	-10.9
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-403.5	-169.6	-20.3
차입금증감	-151.6	14.4	-240.0	-130.0	8.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.6	79.6	-192.4	230.1	232.1
기초현금	255.9	285.6	365.2	172.9	402.9
기말현금	285.6	365.2	172.9	402.9	635.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	117,145	81,071	72,288	82,249	99,158
EPS(지배주주)	19,847	9,663	15,414	11,111	16,290
CFPS	36,228	13,017	12,131	15,727	22,456
EBITDAPS	30,288	11,350	6,890	8,553	15,444
BPS	145,587	148,023	157,080	166,893	181,885
DPS	6,680	3,130	2,000	1,442	1,442
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.1	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	24.9	12.2	16.9	11.5
PCR	12.4	18.5	15.5	11.9	8.4
PSR	3.8	3.0	2.6	2.3	1.9
PBR	3.1	1.6	1.2	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	664.9	249.2	151.3	187.8	339.1
EV/EBITDA	12.1	15.3	16.2	11.7	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	6.6	10.1	6.9	9.3
EBITDA이익률	25.9	14.0	9.5	10.4	15.6
부채비율	38.7	35.1	25.2	21.1	22.8
금융비용부담률	0.4	0.8	0.8	0.4	0.3
이자보상배율(x)	59.0	9.4	2.6	6.2	31.3
매출채권회전율(x)	11.3	11.6	9.7	8.8	9.0
재고자산회전율(x)	653.2	1,590.1	2,038.3	1,561.5	1,318.5

시프트업(462870) 텐센트와 함께 독일부터 도쿄까지

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

Buy

(20거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	90,000원
현재주가 (8.30)	63,800원
상승여력	41.1%

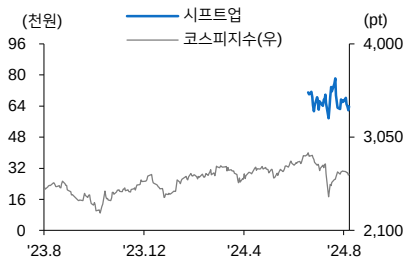
KOSPI	2,674.31pt
시가총액	37,218억원
발행주식수	5,833만주
유동주식비율	17.80%
외국인비중	1.46%
52주 최고/최저가	78,300원/57,800원
평균거래대금	1,135.7억원

주요주주(%)

김형태 외 9 인	43.17
ACEVILLE PTE. LTD.	34.85

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.2	0.0	0.0
상대주가	-2.9	0.0	0.0

주가그래프



레벨 인피니트(텐센트) 부스 통해 참여한 <승리의 여신: 니케>

- 텐센트는 게임스컴에 부스를 마련하고 <니케>를 신작과 함께 대표 라인업으로 소개. 라인업 내 유일한 모바일 게임
- 서구권 마케팅 자리인 만큼 PC/콘솔로 라인업 꾸렸지만 대표성 띠는 모바일 게임임을 알 수 있음
- 출시 2년 가까워지는 만큼 게임 체험 부스를 마련하기 보다는 코스프레 무대 등 이벤트 운영이 주요
- 오는 9월 도쿄게임쇼에 텐센트는 <니케>로 참여 예정. 일본은 <니케> 매출 비중 가장 높은 지역

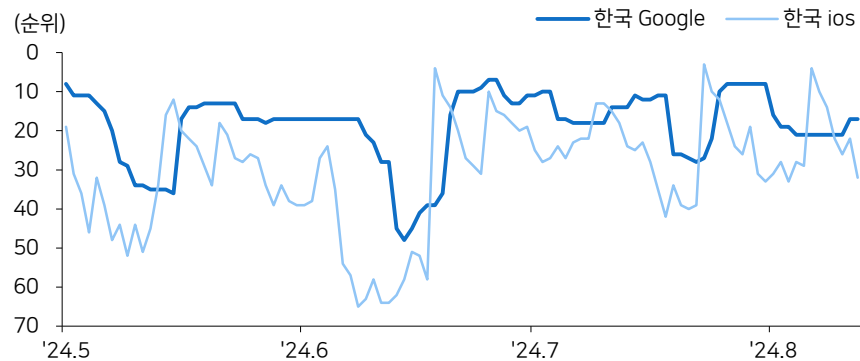
<니케>현 흐름 유지한다면 콜옵선 성격의 주가

- <스텔라블레이드> 초기 판매량이 PS5 내 소화되고 2025년 초 플랫폼 확장이 예정되며 연간 판매량 큰 반등 없을 듯
- 연내 실적은 <니케>가 이끌어야 하는데, 여름 이벤트로 <에반게리온> 콜라보가 현재 진행되고 있으며 핵심 국가인 일본에서 재차 상위권 탈환
- 모멘텀 측면에서 신작 성과 반영된 직후 상장되며 연말까지 이벤트 부재하다는 점이 단점으로 지목되어 왔음
- 실적 측면에서는 연말까지 중국 판호의 가능성, 서구권 성과 측면에서는 2025년 스팀 출시를 고려해 접근 권고
- <니케>가 예상대로 흘러갈 경우 지역/플랫폼 다변화 반영되지 않은 2024년 기준 PER 22배로 글로벌 평균 수준
- 여타 서브컬처 게임과 유사하게 성장 이어간다면 콜옵선 성격의 주가

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	66.1	18.3	20.4	-212	적지	1,357	0.0	0.0	-0.9	-12.8	12.6
2023	168.6	111.1	106.7	3,004	흑전	3,568	0.0	0.0	-0.9	86.4	12.6
2024E	241.9	180.3	156.2	2,891	-3.7	13,308	22.1	4.8	16.5	32.8	3.7
2025E	393.5	315.2	270.4	4,661	61.2	17,969	13.7	3.6	9.1	29.8	3.9
2026E	299.4	202.2	178.0	3,068	-34.2	21,037	20.8	3.0	12.9	15.7	2.7

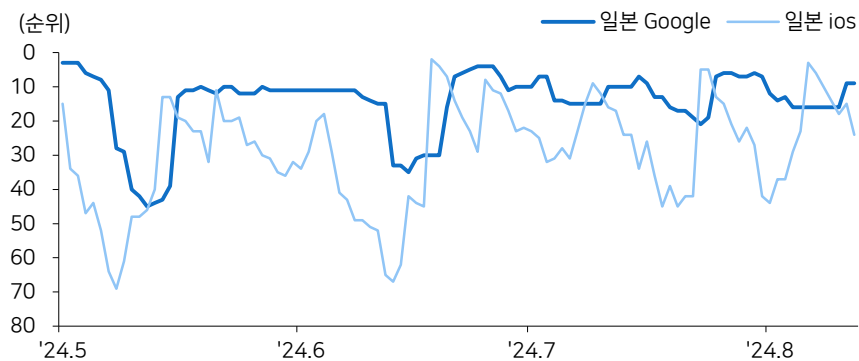
시프트업 주요 지표

<승리의 여신: 니케> 국내 매출 순위



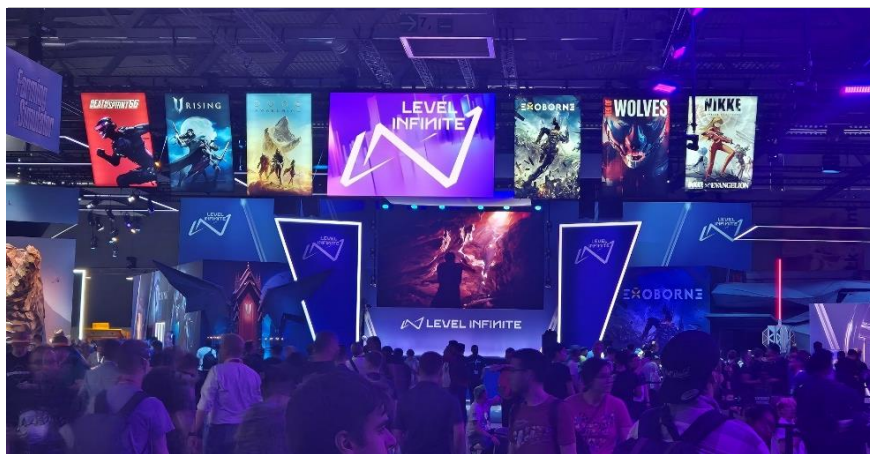
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<승리의 여신: 니케> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

2024 게임스컴 텐센트(레벨 인피니트) 라인업으로 소개된 <니케>



자료: 게임스컴

콘솔 선출시 게임, 평균 1~1.5년 후 PC 출시 이루어져

게임	콘솔 플랫폼	콘솔 출시일	스팀 출시일
Final Fantasy 16	PS5	2023.06	2024.11(예상)
Final Fantasy 15	PS4, Xbox One	2016.11	2018.03
Final Fantasy 7 Remake	PS4	2020.04	2021.12
	PS5	2021.06	
Marvel's Spider-Man 2	PS5	2023.10	2025.10(예상)
Horizon Zero Dawn	PS4	2017.02	2020.08
God of War	PS4	2018.04	2022.01
Days Gone	PS4	2019.04	2021.05
Marvel's Spider-Man: Miles Morales	PS4, PS5	2020.11	2022.11
Marvel's Spider-Man	PS4	2018.09	2022.08
	PS5	2020.11	
Marvel's Spider-Man	PS5	2021.04	2023.02
Horizon Forbidden West	PS5	2022.02	2024.03

자료: 메리츠증권 리서치센터

시프트업 실적 전망



(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	37.4	65.2	66.3	72.9	96.0	98.1	99.5	99.9	168.6	241.9	393.5	299.4
니케	36.5	38.5	50.0	54.6	51.9	49.3	74.6	74.4	163.5	179.5	250.1	266.3
스텔라 블레이드		25.9	15.5	17.0	43.2	48.0	24.0	24.3		58.4	139.5	29.2
데스티니 차일드									4.0			
기타	0.9	0.9	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9	1.3	1.1	4.0	4.0	4.0
% YoY												
매출	-16.8	65.5	72.5	59.1	156.8	50.4	50.0	37.1	155.2	43.5	62.7	-23.9
니케	-14.4	3.5	30.4	20.2	42.2	28.1	49.2	36.2	196.1	9.8	39.3	6.5
스텔라 블레이드	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	85.3	55.3	42.6	N/A	N/A	139.0	-79.1
데스티니 차일드									-61.3			
기타	흑전	-60.3	흑전	220.6	0.0	0.0	0.0	0.0	88.5	267.0	0.0	0.0
영업비용	11.4	20.1	12.7	17.4	18.0	19.1	20.3	20.9	57.5	61.6	78.3	97.2
% to sales	30.6	30.8	19.1	23.8	18.8	19.5	20.4	20.9	34.1	25.5	19.9	32.5
% YoY	-24.0	119.4	-36.2	29.2	57.3	-4.9	60.0	20.3	20.3	7.0	27.1	24.1
인건비	5.3	13.6	5.7	10.2	6.2	11.1	4.4	11.5	32.8	34.9	33.2	32.8
R&D	4.1	4.1	4.3	4.5	4.3	4.3	4.5	4.7	15.8	16.9	17.9	18.9
지급수수료	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	4.0	2.7	2.9	3.1
마케팅비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7
상각비	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	2.2	4.0	5.1	5.9
기타	0.7	0.6	0.7	0.7	5.5	1.5	9.2	2.5	2.6	2.7	18.7	35.8
영업이익	25.9	45.1	53.6	55.6	78.0	79.0	79.2	79.1	111.1	180.3	315.2	202.2
% YoY	-13.1	49.2	188.9	71.5	200.7	75.1	47.6	42.3	508.1	62.3	74.9	-35.8
영업이익률(%)	69.4	69.2	80.9	76.2	81.2	80.5	79.6	79.1	65.9	74.5	80.1	67.5
세전이익	29.2	47.2	54.8	56.0	81.1	81.4	80.8	80.0	114.3	187.3	323.3	213.3
% YoY	-8.9	51.8	172.8	80.2	177.6	72.4	47.4	42.9	흑전	63.8	72.7	-34.0
지배주주순이익	24.7	40.4	46.3	44.8	68.6	69.6	68.3	64.0	106.7	156.2	270.4	178.0
% YoY	-0.4	5.1	326.4	37.3	177.6	72.4	47.4	42.9	흑전	46.4	73.2	-34.2

주: 데스티니차일드는 2023년 9월 서비스 종료
 자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업(462870)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	66.1	168.6	241.9	393.5	299.4
매출액증가율(%)	284.6	155.2	43.5	62.7	-23.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	66.1	168.6	241.9	393.5	299.4
판매비와관리비	47.8	57.5	61.6	78.3	97.2
영업이익	18.3	111.1	180.3	315.2	202.2
영업이익률(%)	27.6	65.9	74.5	80.1	67.5
금융손익	-19.1	1.1	4.0	6.8	9.5
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	2.2	3.0	1.3	1.6
세전계속사업이익	-3.3	114.4	187.3	323.3	213.3
법인세비용	0.0	7.7	31.1	52.9	35.3
당기순이익	-7.1	106.7	156.2	270.4	178.0
지배주주지분 순이익	20.4	106.7	156.2	270.4	178.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	69.5	177.2	777.0	962.6	1,139.9
현금및현금성자산	12.4	116.1	689.4	820.1	1,031.4
매출채권	51.7	59.9	85.9	139.8	106.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	4.6	26.7	23.8	120.3	113.8
유형자산	1.3	0.9	-2.0	93.9	89.0
무형자산	0.5	0.6	-0.1	-0.9	-1.6
투자자산	0.5	1.8	2.4	3.8	3.0
자산총계	74.1	203.9	800.7	1,082.9	1,253.6
유동부채	6.3	11.2	16.1	26.1	19.9
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.0	11.7	12.4	14.1	13.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.3	22.9	28.5	40.2	32.9
자본금	0.8	9.9	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	71.8	95.9	529.5	529.5	529.5
기타포괄이익누계액	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	-6.8	71.1	227.3	497.7	675.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.8	181.1	772.2	1,042.7	1,220.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-22.5	100.4	139.1	231.3	212.6
당기순이익(손실)	-7.1	106.7	156.2	270.4	178.0
유형자산감가상각비	0.9	2.2	4.0	5.1	5.9
무형자산상각비	0.3	0.5	0.7	0.8	0.8
운전자본의 증감	-45.8	-10.4	-21.7	-45.0	27.9
투자활동 현금흐름	28.5	3.9	-2.0	-103.1	0.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-0.3	-1.0	-101.0	-1.0
투자자산의 감소(증가)	1.5	-1.2	-0.7	-1.4	0.9
재무활동 현금흐름	0.0	-0.5	436.2	2.5	-1.5
차입금증감	0.0	12.6	1.2	2.5	-1.5
자본의증가	0.0	33.3	435.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.0	103.7	573.2	130.7	211.4
기초현금	6.4	12.4	116.1	689.4	820.1
기말현금	12.4	116.1	689.4	820.1	1,031.4
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,962	4,746	4,478	6,782	5,160
EPS(지배주주)	-212	3,004	2,891	4,661	3,068
CFPS	-124	3,404	3,452	5,476	3,542
EBITDAPS	578	3,201	3,423	5,534	3,600
BPS	1,357	3,568	13,308	17,969	21,037
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	22.1	13.7	20.8
PCR	0.0	0.0	18.5	11.6	18.0
PSR	0.0	0.0	14.2	9.4	12.4
PBR	0.0	0.0	4.8	3.6	3.0
EBITDA(십억원)	19.5	113.7	184.9	321.1	208.9
EV/EBITDA	-0.9	-0.9	16.5	9.1	12.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.8	86.4	32.8	29.8	15.7
EBITDA이익률	29.5	67.4	76.5	81.6	69.8
부채비율	12.6	12.6	3.7	3.9	2.7
금융비용부담률	0.0	0.5	0.8	0.5	0.7
이자보상배율(x)		126.6	98.1	150.6	93.7
매출채권회전율(x)	2.5	3.0	3.3	3.5	2.4
재고자산회전율(x)					

카카오게임즈(293490) 서구권 퍼블리싱 성공을 기원하며

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

Hold

(20거래일 평균증가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	18,000원
현재주가 (8.30)	18,270원
상승여력	-1.5%

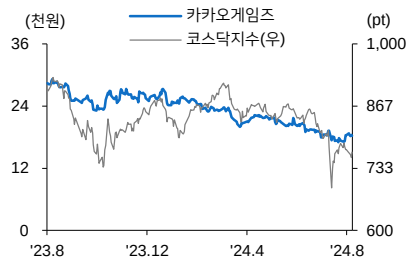
KOSDAQ	767.66pt
시가총액	15,103억원
발행주식수	8,267만주
유동주식비율	45.31%
외국인비중	11.87%
52주 최고/최저가	29,250원/17,000원
평균거래대금	45.8억원

주요주주(%)

카카오 외 16 인	49.44
------------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.2	-22.1	-37.5
상대주가	4.5	-12.4	-24.8

주가그래프



인디 게임 3종 들고 게임스컴 찾은 카렘 자회사, 그리고 2025 게임스컴 참여 의사

- 카카오게임즈는 게임스컴에 직접 참여하지 않았으나 자회사 오션드라이브가 인디게임 3종으로 참여함
- 동사가 국내 퍼블리싱을 담당하는 <Path of Exile2>도 행사 내 마케팅이 진행되었음
- 지난 2분기 실적발표회에서 “배그, 크로노 오디세이, 아키에이지2, 오션드라이브의 신작 등 PC, 콘솔, 인디 게임으로 장르를 다각화해 글로벌 확장을 위한 초석을 다질 것”이란 계획을 밝힘
- 더불어 준비 중인 대작 <아키에이지2>와 <검술명가 막내아들> 추가 정보를 2025 게임스컴에서 공개할 예정

서구권 시장 진출 계획 세운 카카오게임즈

- 동사는 국내 퍼블리싱, 특히 모바일에 강점을 살려 개발사 지분을 확보하며 덩치를 키웠음
- 그러나 내수 시장이 가장 어려운 상황이 지속되며 신작 성과가 예전 대비 크게 저하됨
- 보유 자회사 개발 게임의 퍼블리싱을 담당하며 글로벌 마케팅 역량 확대를 꾀하는 중
- 변화는 긍정적이나 MMORPG를 제외하면 해외 유의미한 성공 최근에 보여주지 못해 동사의 증명이 필요
- 특히 서구권 마케팅 채널 확보가 필요할 것으로 추정. 미확보 시 퍼블리싱 ROIC 개선 기대감 지연될 것
- 실적 하향세는 둔화될 것이나 특별한 반전 하반기 기대하기 어려워 비게임 적자 축소 기대

	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
(십억원)											
2022	1,147.7	175.8	-233.6	-2,929	적전	20,435	-15.2	2.2	16.6	-12.4	92.3
2023	1,025.1	74.5	-228.8	-2,774	적지	16,947	-9.3	1.5	16.8	-14.9	113.5
2024E	884.0	15.3	61.0	739	흑전	17,655	24.7	1.0	25.2	4.3	104.1
2025E	1,141.0	116.7	46.0	557	2.9	18,212	32.8	1.0	10.5	3.1	86.7
2026E	1,097.2	86.2	47.8	579	-41.5	18,790	31.6	1.0	12.1	3.1	84.3

카검 자회사 오션드라이브, 인디 게임 3종 2024게임스컴 소개



오션드라이브 <로스트 아이돌론스: 위선의 마녀>



자료: 게임스컴

오션드라이브 <섹션 13>과 <갓세이프 버밍엄>



자료: 게임스컴

카카오게임즈가 국내 퍼블리싱 맡은 <Path of Exile2>도 마케팅 본격화



자료: 게임스컴

2025 게임스컴, 영상 공개 통해 참여 의사 밝힌 <검술명가 막내아들>



자료: 카카오페이지

카카오게임즈 신작 라인업

카카오게임즈 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
24.02.27	R.O.M 글로벌	PC, 모바일	레드랩게임즈(9.81%)	퍼블리싱
24.05.29	에버소울 일본	모바일	나인아크 (19.59%)	퍼블리싱
24.05.30	그랑사가 키우기: 나이트x나이트	모바일	파이드픽셀즈	퍼블리싱
24.06.27	아키에이지워 대만/일본/동남아	PC, 모바일	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
24.08.14	스토키테이트 얼리엑세스	PC	프로스트자이언트스튜디오	퍼블리싱
24.11.16	POE2 국내 얼리엑세스	PC	그라인딩기어 게임즈	퍼블리싱
4Q24	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	발할라 서바이벌	모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
1Q25	섹션13	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	야구 시뮬레이션 게임	NFT	메타보라(61.6%)	자회사 개발
	프로젝트C	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발
2Q25	가디스 오더	모바일	로드컴플릿	퍼블리싱
	SM 게임 스테이션(가제)	모바일	메타보라(61.6%)	자회사 개발
3Q25	아레스: 라이즈 오브 가디언즈 글로벌	PC, 모바일	세컨드다이버 (19.83%)	퍼블리싱
	갯세이브 버밍엄	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	크로노 오디세이	PC, 콘솔	크로노스튜디오	퍼블리싱
2026년 이후	검술명가 막내아들	PC, 콘솔	오션드라이브(55.99%)	자회사 개발
	아키에이지 2	PC, 콘솔	엑스엘게임즈(52.82%)	자회사 개발
	프로젝트Q	PC, 모바일	라이온하트 (54.95%)	자회사 개발

주: 상기 출시 일정은 카카오게임즈의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

하반기 국내 얼리엑세스 예정된 <POE2>



자료: Grinding Gear Games

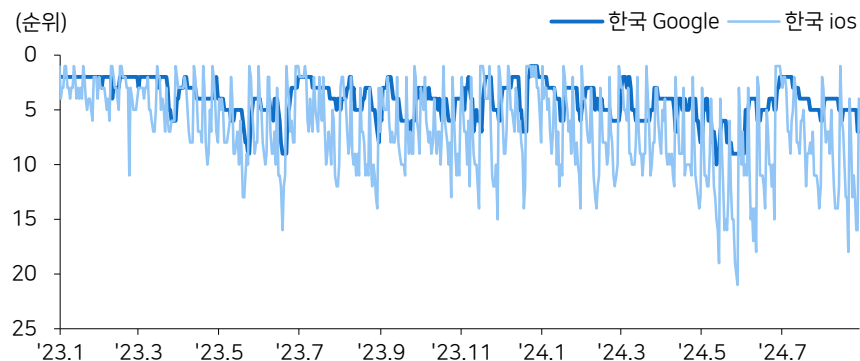
4Q24 출시 예정인 라이온하트 신작 <발할라 서바이벌>



자료: 라이온하트스튜디오

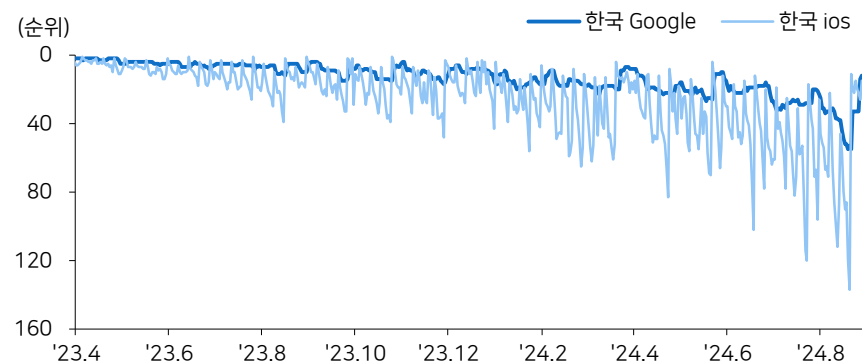
카카오게임즈 모바일 게임 매출 순위

<오딘> 국내 매출 순위



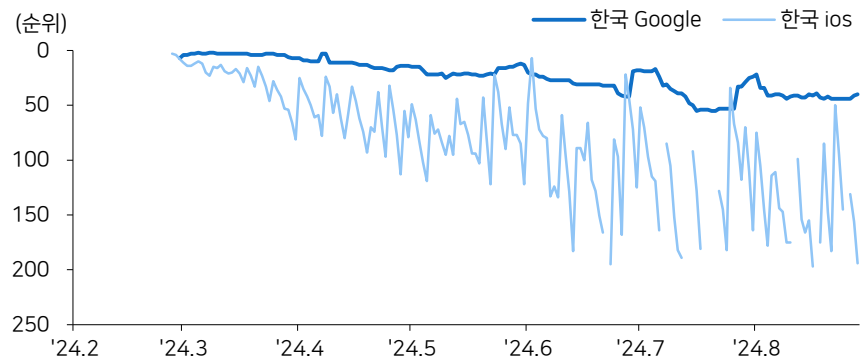
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<아키에이지워> 국내 매출 순위



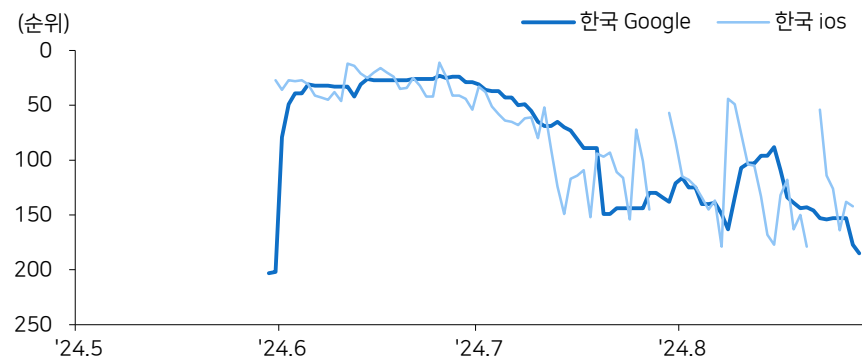
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<룸> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<그랑사가 키우기> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	249.2	271.1	264.7	240.1	246.3	235.6	202.1	200.0	1,025.1	884.0	1,141.0	1,097.1
PC	14.1	11.9	11.5	13.2	15.6	16.3	16.3	13.8	50.7	62.1	163.5	177.2
모바일	153.9	171.9	183.8	157.1	161.3	134.5	121.6	123.1	666.6	540.5	722.5	687.2
기타	81.2	87.3	69.4	68.9	69.4	84.8	64.2	63.1	306.8	281.4	255.1	232.8
% YoY												
매출	-6.5	-20.0	-13.7	1.9	-1.2	-13.1	-23.7	-16.7	-10.7	-13.8	29.1	-3.8
PC	-3.5	-20.5	-13.5	21.9	10.5	37.3	41.5	5.0	-5.6	22.4	163.4	8.4
모바일	-13.2	-19.3	-6.7	3.6	4.8	-21.8	-33.8	-21.6	-9.8	-18.9	33.7	-4.9
기타	8.9	-21.2	-28.2	-5.8	-14.5	-2.9	-7.5	-8.5	-13.6	-8.3	-9.4	-8.7
영업비용	237.8	244.6	242.1	226.0	234.0	232.8	203.7	198.2	950.6	868.7	1,024.3	1,010.9
% to sales	95.4	90.2	91.5	94.1	95.0	98.8	100.8	99.1	92.7	98.3	89.8	92.1
% YoY	6.0	-5.1	-8.0	-0.3	-1.6	-4.8	-15.9	-12.3	-2.2	-8.6	17.9	-1.3
인건비	49.4	53.7	51.1	52.3	54.5	52.0	51.5	51.1	206.4	209.1	219.9	228.7
지급수수료	92.4	92.7	104.3	91.3	103.0	94.2	76.8	74.7	380.7	348.6	455.9	445.1
마케팅비	20.3	20.6	13.2	10.2	11.2	12.2	12.0	9.0	64.3	44.4	83.2	74.6
상각비	21.1	21.5	21.7	22.4	16.2	16.3	16.3	16.3	86.8	65.0	65.2	65.2
기타	54.6	56.1	51.9	49.8	49.2	58.1	47.2	47.1	212.3	201.5	200.1	197.3
영업이익	11.3	26.5	22.6	14.1	12.3	2.8	-1.6	1.9	74.5	15.3	116.7	86.2
% YoY	-73.1	-67.3	-48.4	57.8	8.1	-89.4	적전	-86.7	-57.6	-79.5	662.7	-26.1
영업이익률(%)	4.6	9.8	8.5	5.9	5.0	1.2	-0.8	0.9	7.3	1.7	10.2	7.9
세전이익	2.7	18.0	13.7	-399.6	8.1	-9.1	98.9	-7.6	-365.1	90.3	77.9	47.6
% YoY	-92.1	-84.6	-48.1	적지	197.0	적전	619.5	적지	적지	흑전	-13.7	-38.9
지배주주순이익	2.2	3.4	3.0	-237.4	1.0	-9.5	74.9	-5.3	-228.7	61.0	46.0	47.8
% YoY	-83.4	-92.5	-5.0	적지	-57.6	적전	2,399.2	적지	적지	흑전	-24.6	4.0

자료: 카카오게임즈, 메리츠증권 리서치센터

카카오게임즈(293490)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,147.7	1,025.1	884.0	1,141.0	1,097.2
매출액증가율(%)	13.4	-10.7	-13.8	29.1	-3.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,147.7	1,025.1	884.0	1,141.0	1,097.2
판매비와관리비	971.9	950.6	868.7	1,024.3	1,010.9
영업이익	175.8	74.5	15.3	116.7	86.2
영업이익률(%)	15.3	7.3	1.7	10.2	7.9
금융손익	-216.5	-3.7	-32.7	-34.0	-34.0
중속/관계기업관련손익	-30.9	-21.0	-2.5	-2.2	-2.0
기타영업외손익	-123.1	-414.9	110.1	-2.7	-2.7
세전계속사업이익	-194.7	-365.1	90.3	77.9	47.6
법인세비용	1.4	-42.7	33.7	19.6	11.8
당기순이익	-196.1	-322.4	56.6	58.3	34.1
지배주주지분 순이익	-233.6	-228.8	61.0	46.0	47.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,057.4	1,020.8	1,200.5	1,053.6	1,107.8
현금및현금성자산	626.8	653.7	829.2	647.8	704.1
매출채권	71.2	86.0	74.2	95.7	92.0
재고자산	123.3	80.4	104.7	107.9	111.1
비유동자산	2,816.6	2,450.3	2,233.1	2,196.6	2,163.4
유형자산	93.0	115.6	117.9	120.2	122.5
무형자산	2,033.3	1,639.2	1,601.8	1,564.5	1,527.1
투자자산	489.4	486.8	304.7	303.2	305.0
자산총계	3,873.9	3,471.0	3,433.6	3,250.2	3,271.1
유동부채	267.0	710.1	751.3	522.3	508.4
매입채무	17.7	16.4	14.1	18.2	17.5
단기차입금	22.2	0.4	0.4	0.4	0.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1,592.1	1,135.4	1,000.1	987.5	988.2
사채	460.9	0.0	350.0	350.0	350.0
장기차입금	609.0	649.5	279.5	279.5	279.5
부채총계	1,859.1	1,845.5	1,751.4	1,509.7	1,496.6
자본금	8.2	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,133.0	1,099.4	1,099.4	1,099.4	1,099.4
기타포괄이익누계액	62.7	42.5	42.5	42.5	42.5
이익잉여금	507.1	277.4	338.4	384.4	432.3
비지배주주지분	333.3	227.1	222.7	235.0	221.2
자본총계	2,014.9	1,625.5	1,682.1	1,740.4	1,774.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	133.8	124.6	59.1	161.3	89.8
당기순이익(손실)	-196.1	-322.4	56.6	58.3	34.1
유형자산감가상각비	29.7	34.6	27.7	27.7	27.7
무형자산상각비	63.6	61.4	37.4	37.4	37.4
운전자본의 증감	-82.3	5.1	-62.5	37.9	-9.3
투자활동 현금흐름	-963.6	-54.0	152.1	-28.6	-31.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-23.6	-27.6	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	272.6	-18.5	182.1	1.5	-1.8
재무활동 현금흐름	644.1	-43.9	-35.8	-314.2	-1.7
차입금증감	625.3	18.5	-35.8	-314.2	-1.7
자본의증가	79.8	-33.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-181.9	27.0	175.5	-181.5	56.3
기초현금	808.7	626.8	653.7	829.2	647.8
기말현금	626.8	653.7	829.2	647.8	704.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	14,386	12,433	10,698	13,803	13,272
EPS(지배주주)	-2,929	-2,774	739	557	579
CFPS	3,689	2,767	2,332	2,076	1,637
EBITDAPS	3,373	2,068	972	2,199	1,830
BPS	20,435	16,947	17,655	18,212	18,790
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-15.2	-9.3	24.7	32.8	31.6
PCR	12.1	9.3	7.8	8.8	11.2
PSR	3.1	2.1	1.7	1.3	1.4
PBR	2.2	1.5	1.0	1.0	1.0
EBITDA(십억원)	269.1	170.5	80.3	181.8	151.3
EV/EBITDA	16.6	16.8	25.2	10.5	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.4	-14.9	4.3	3.1	3.1
EBITDA이익률	23.4	16.6	9.1	15.9	13.8
부채비율	92.3	113.5	104.1	86.7	84.3
금융비용부담률	1.3	3.9	7.3	4.9	4.4
이자보상배율(x)	11.6	1.9	0.2	2.1	1.8
매출채권회전율(x)	14.2	13.0	11.0	13.4	11.7
재고자산회전율(x)	12.5	10.1	9.6	10.7	10.0

넥슨게임즈(225570) 퍼블리셔, 퍼디를 이렇게 포기하지 않을 것

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

Buy (신규)

(20거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	32,000원
현재주가 (8.30)	19,100원
상승여력	67.5%

KOSDAQ	767.66pt
시가총액	12,577억원
발행주식수	6,585만주
유동주식비율	33.74%
외국인비중	3.52%
52주 최고/최저가	29,350원/12,700원
평균거래대금	655.7억원

주요주주(%)	
넥슨코리아	60.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.7	37.2	7.2
상대주가	-18.0	54.2	29.1

주가그래프



Western Dream 가능성을 보여준 <퍼스트 디센던트>

- 7월 2일 출시된 <퍼스트 디센던트>는 출시 한 달간 북미/유럽 스팀 Top3에 위치하며 기대감을 높임
- 주 넥슨은 3분기 가이드스에서 일본 및 북미/유럽이 동계임 성과로 74-96%, 88-107% 성장을 전망한다고 밝힘
- 8월 초 기준 게임 내 북미/유럽 사용자가, 콘솔 비중이 약 2/3. 초반 대비 스팀의 대표성 하락
- <퍼디> 성과가 국내 게임 산업에 중요한 이유는 라이브 서비스 게임으로 서구권 성과를 보였기 때문
- 패키지 게임은 높은 퀄리티 요구하며 개발 기간 대비 수익 기간 짧음. 앨범 초동과 유사한 매출 성격, 상대적 한계 존재

넥슨게임즈가 보여준 산업이 가야 할 길, 그리고 실패해도 다시 걸어야 할 길

- 8월 29일 시즌1 업데이트 공개되었으나 주말 스팀 매출 기준 순위는 9위. 상위 게임 5개 패키지로 실망 과도
- 펍지의 매출을 기준, 퍼디 스팀/콘솔 비중을 고려했을 때 현재 일매출 17억원으로 추정됨. 3분기 일매출 25억원 전망
- 스팀 이용자가 출시 초반 20만 상회한 것과 대비해 주말 5만명인 점이 아쉬움. 다만 초반과 달리 현재 스팀 이용자는 1/3로 추정되어 약 15만명으로 추정됨. 이용자 불만 사항 접수해 차주 수정 업데이트 예고
- 첫 업데이트 아쉬우나 라이브 서비스는 수정 통한 반등 가능. 서구권 성과 확보한 라인업이란 측면에서 주 넥슨에게 동 게임은 높은 중요도를 보일 것. 새로운 게임 개발보다는 반응 왔던 게임의 반등 모색이 기업 입장에서도 경제적
- 부진을 감안하더라도 현 주가는 2H24-1H25 PER 기준 12.4배. 퍼디 일평균 10억 변동 시 OP 연간 750억 변화
- 2025년 PER 20배(글로벌 평균) 적용, 적정주가 32,000원으로 커버리지 개시. 퍼디 일평균 14억원 가정한 수치

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	132.4	5.2	6.1	107		3,604	121.3	3.6	70.1	5.1	37.3
2023	193.3	12.0	11.3	172	60.8	3,995	87.2	3.8	37.7	4.5	39.6
2024E	303.7	84.0	55.3	839	388.9	4,831	22.8	4.0	11.4	19.0	51.7
2025E	381.4	139.7	104.8	1,591	89.6	6,422	12.0	3.0	5.9	28.3	43.5
2026E	454.7	188.8	144.2	2,189	37.6	8,611	8.7	2.2	3.8	29.1	35.8

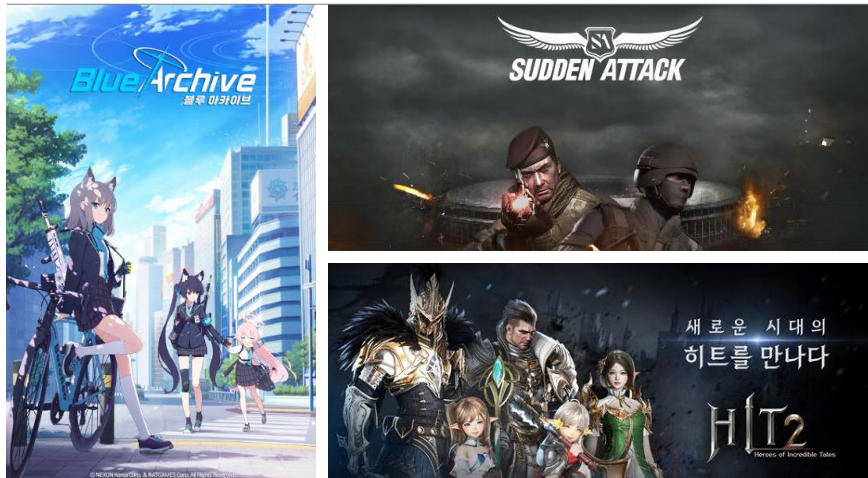
넥슨게임즈 적정주가 및 주요 게임 라인업

넥슨게임즈 적정주가

(원)		비고
EPS	1,591	2025E 지배순이익
적정배수(X)	20.0	글로벌 peer 평균
적정주가	32,000	31,820원 반올림
현재주가	19,100	
상승여력(%)	67.5	

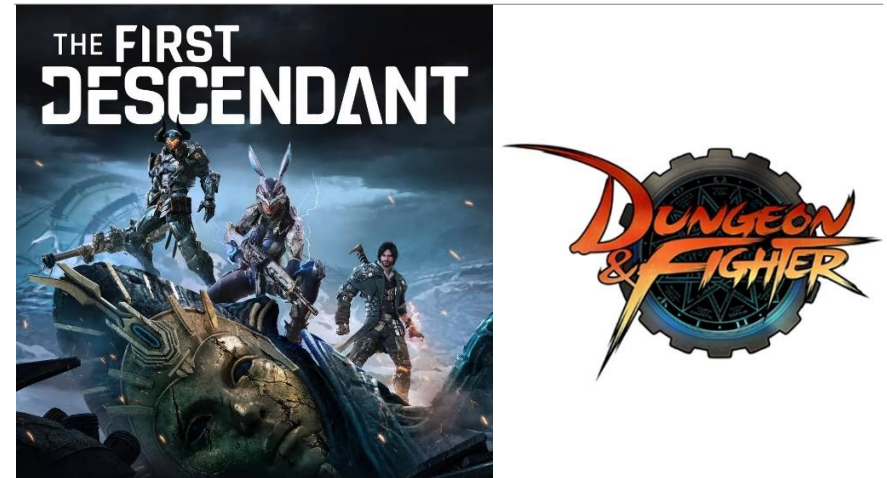
자료: 메리츠증권 리서치센터

~2023 출시 게임: 블루아카이브/히트2/서든어택



자료: 넥슨게임즈

2024 이후 라인업: 퍼스트 디센던트/프로젝트 DW(던파 IP 활용)



자료: 넥슨게임즈

<퍼스트 디센던트> 시즌 1 업데이트 후 지표 및 수정 방안

8/29 시즌1 업데이트 후 여론 반영하여 공개된 개발팀 대응 방안

개발자노트

개발자 노트 vol.13

2024.08.30

안녕하세요. 퍼스트 디센던트 디렉터 주민석입니다.

먼저, 최근 업데이트 이후 여러 문제로 인해 불편을 겪으신 여러분께 진심으로 사과드립니다.

여러분의 목소리는 저희에게 무엇보다 중요하며, 현재 발생한 문제들을 신속하게 해결하기 위해 최선을 다하고 있습니다.

이번 개발자 노트를 통해 침공 던전과 헤일리파밍 난이도 이슈에 대한 개발팀의 대응 방안을 공유드리고자 합니다.

요약

- 침공 던전 및 역배열 강화 조정: 퍼즐 난이도 하향, 역배열 강화 버프, 패네티 삭제 예정. 다음 주 11.1 업데이트
- 헤일리파밍 개선: 연구 재료 드롭률 상향 조정, 이번 주 1.10b 핫픽스에 반영
- 개발 프로세스 개선: FGT 및 사전 피드백 반영 검토
- 커뮤니티 소통 강화: 플레이어 의견을 적극 반영하며, 문제 해결과 개선 사항을 신속히 처리할 예정

자료: 넥슨게임즈

Top 10 안 패키지 게임 5개. 일 5만장만 팔려도 일매출 30억~40억 찍힐 것

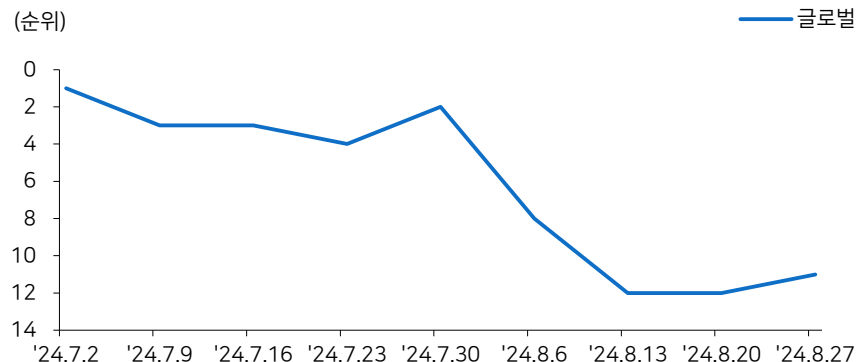
TOP SELLERS						
Top 100 selling games right now, by revenue						
RANK		출시일	PRICE	CHANGE	WEEKS	
1	WUKONG	Black Myth: Wukong	2024.08.20	₩ 64,800		12
2	CALL OF DUTY BLACK OPS	Call of Duty®: Black Ops 6	2024.10.25	Prepurchase ₩ 84,500	▲ 18	6
3	COUNTER-STRIKE	Counter-Strike 2	2012.08.22	Free To Play	▼ 1	629
4	SPACE MARINE	Warhammer 40,000: Space Marine 2	2024.09.09	Prepurchase ₩ 69,800	▲ 7	6
5	PUBG BATTLEGROUNDS	PUBG: BATTLEGROUNDS	2017.12.21	Free To Play	▼ 2	388
6	HOGWARTS	Hogwarts Legacy	2023.02.11	-70% ₩ 23,940	NEW	1
7	STEAM DECK	Steam Deck	2022.02.25		▼ 3	131
8	HUMAN	Once Human	2024.07.10	Free To Play	▼ 3	7
9	GUNDAM BREAKER 4	GUNDAM BREAKER 4	2024.08.29	₩ 69,800	NEW	1
10	THE FIRST DESCENDANT	The First Descendant	2024.07.02	Free To Play	▲ 2	8

주: 24.09.01(일) 오후 4시 기준 매출 기준 글로벌 Top10 게임

자료: Steam

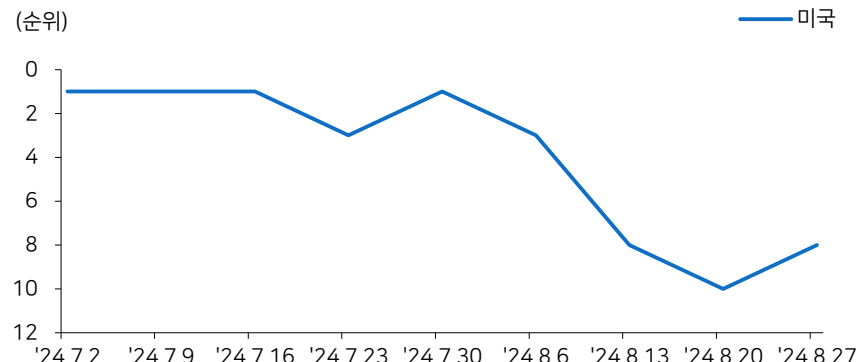
<퍼스트 디센던트> 스팀 매출 순위

스팀 주간 매출 순위(글로벌)



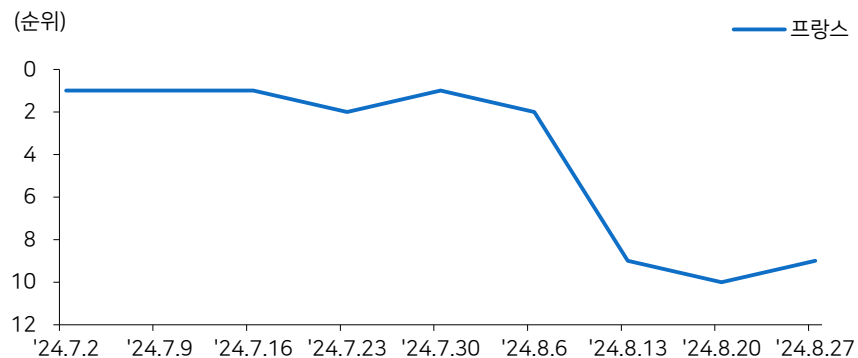
주: 8/27주차 순위는 8/31 실시간 순위로 반영
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

스팀 주간 매출 순위(미국)



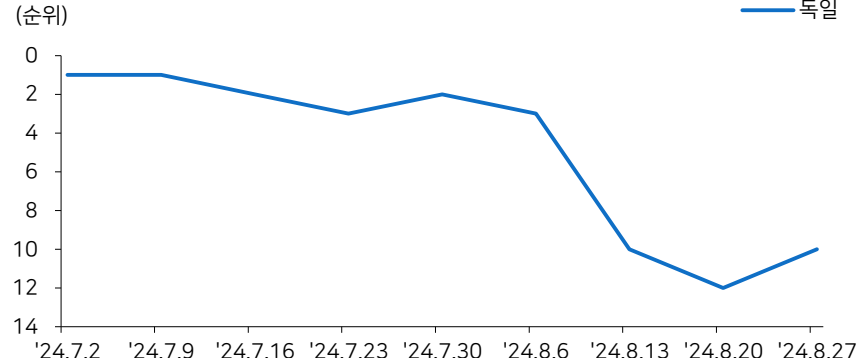
주: 8/27주차 순위는 8/31 실시간 순위로 반영
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

스팀 주간 매출 순위(프랑스)



주: 8/27주차 순위는 8/31 실시간 순위로 반영
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

스팀 주간 매출 순위(독일)



주: 8/27주차 순위는 8/31 실시간 순위로 반영
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

<퍼스트 디센던트>의 퍼블리싱을 담당하는 (주) 넥슨 가이던스



넥슨 분기 매출 및 3Q24 가이던스

(십억엔)	23.03	23.06	23.09	23.12	24.03	24.06	3Q24 가이던스		% YoY		가이던스 설명
							low end	high end	low end	high end	
매출	124.1	94.4	120.3	84.6	108.4	122.5	137.8	152.0	15%	26%	
PC	93.1	65.3	86.0	59.8	79.3	56.9	73.7	80.3	-14%	-7%	
모바일	31.0	29.1	34.3	24.8	29.1	65.6	64.1	71.8	87%	109%	
지역별											
한국	64.9	62.1	75.9	52.5	57.3	48.9	50.9	54.2	-33%	-29%	메이플, 모바일게임 감소
중국	43.1	18.2	24.0	15.1	29.2	56.3	55.9	63.9	133%	166%	던파 모바일 호조
일본	3.6	2.3	3.1	2.9	3.6	4.6	5.4	6.1	74%	96%	퍼스트 디센던트 호조
북미/유럽	5.2	5.5	8.9	8.2	9.9	7.0	16.8	18.5	88%	107%	퍼스트 디센던트 주요 기여
기타	7.3	6.4	8.3	5.9	8.3	5.7	8.7	9.4	5%	13%	퍼스트 디센던트 주요 기여

주: <퍼스트 디센던트> 개발 매출의 50%가 정산 지연될 수 있음을 반영한 가이던스 ; 자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

넥슨 3분기 일본 및 북미/유럽, 퍼디 성과로 큰 성장 기대. 특히 북미/유럽 기대 커



자료: 넥슨

슈팅 장르 글로벌 시장에서 장기 흥행하는 경우 다수 존재

게임명	장르	출시일	라이브/패키지
Counter-Strike 2	슈팅(FPS)	2012.08.22	라이브
Hogwarts Legacy	액션 RPG	2023.02.10	패키지
Dota 2	MOBA	2013.07.09	라이브
PUBG	슈팅(배틀로얄)	2017.12.21	라이브
Call of Duty	슈팅(FPS)	2022.10.28	패키지
Starfield	액션 RPG	2023.09.06	패키지
Cyberpunk 2077	액션 RPG	2020.12.10	패키지
Apex Legends	슈팅(배틀로얄)	2020.11.05	라이브
Sons of the Forest	서바이벌 호러	2023.02.23	패키지
Destiny 2	슈팅(FPS)	2017.09.06	라이브
Baldur's Gate 3	RPG	2023.08.04	패키지

주: 2023년 스팀 베스트셀러
자료: Steam, 메리츠증권 리서치센터

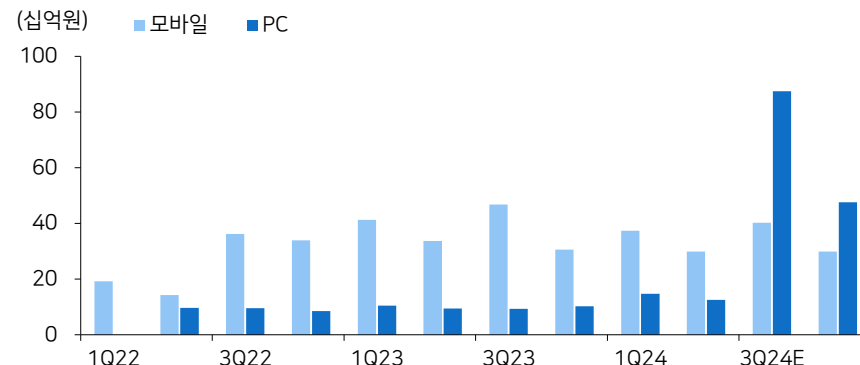
넥슨게임즈 주요 지표

<퍼스트 디센던트> 트위치 뷰어



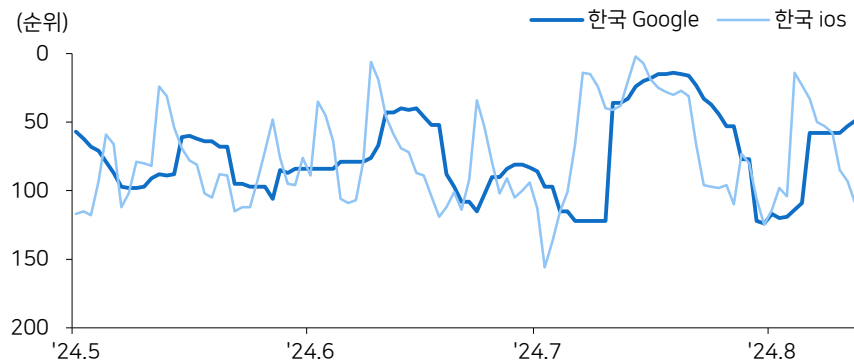
자료: twitch tracker, 메리츠증권 리서치센터

넥슨게임즈 분기 매출 추이



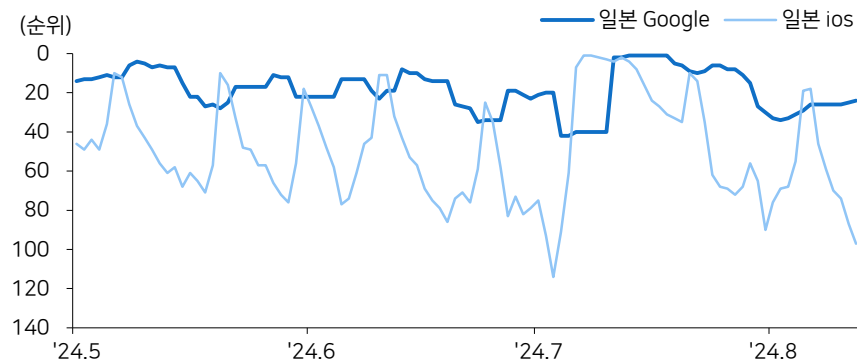
자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터 전망

<블루아카이브> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<블루아카이브> 일본 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

넥슨게임즈 실적 전망



(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	52.6	43.6	128.8	78.7	99.7	75.6	116.2	89.9	193.3	303.7	381.4	454.7
모바일게임	37.3	29.8	40.2	29.9	40.5	31.3	43.7	32.4	152.4	137.4	147.9	223.7
온라인게임	14.7	12.5	87.5	47.6	58.6	43.2	71.5	56.3	39.4	162.3	229.5	226.8
기타	0.6	1.3	1.1	1.1	0.6	1.1	1.1	1.2	1.5	4.1	4.0	4.2
% YoY												
매출	0.9	0.4	128.1	91.0	89.5	73.4	-9.8	14.2	46.0	57.2	25.6	19.2
모바일게임	-9.6	-11.4	-14.0	-2.2	8.4	5.0	8.5	8.3	47.0	-9.9	7.7	51.3
온라인게임	40.1	33.0	835.2	368.1	298.7	246.1	-18.4	18.1	42.3	311.9	41.4	-1.2
기타	68.8	267.9	204.5	163.5	5.0	-13.1	5.0	5.0	41.7	175.4	-0.7	5.0
영업비용	50.2	52.0	60.0	57.5	57.8	60.0	59.3	64.6	181.3	219.7	241.7	266.0
% to sales	95.3	119.4	46.6	73.1	57.9	79.4	51.0	71.9	93.8	72.3	63.4	58.5
% YoY	27.2	20.3	27.9	11.3	15.1	15.4	-1.2	12.4	42.5	21.2	10.0	10.0
인건비	42.2	42.2	49.8	46.3	44.6	46.0	48.1	51.2	154.4	180.5	189.9	206.1
지급수수료	3.3	3.7	4.1	5.1	6.2	6.5	3.7	5.8	10.7	16.2	22.2	24.6
상각비	3.0	3.7	3.8	3.8	4.6	4.6	4.6	4.6	9.5	14.3	18.4	21.8
마케팅비	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	1.7	2.3	2.3	2.3	2.3	2.9	2.9	2.9	6.5	8.5	10.9	13.4
영업이익	2.5	-8.4	68.8	21.2	42.0	15.6	56.9	25.3	12.0	84.0	139.7	188.8
% YoY	-80.6	적전	620.3	흑전	1,599.5	흑전	-17.3	19.1	133.0	599.5	66.3	35.1
영업이익률(%)	4.7	-19.4	53.4	26.9	42.1	20.6	49.0	28.1	6.2	27.7	36.6	41.5
세전이익	1.9	-9.9	68.3	21.4	42.4	15.2	57.5	26.5	15.7	81.8	141.6	194.8
% YoY	-87.5	적지	535.3	흑전	2,152.2	흑전	-15.9	23.7	155.9	419.7	73.1	37.6
지배주주순이익	-0.2	-11.0	50.6	15.9	31.4	11.2	42.5	19.6	11.3	55.3	104.8	144.1
% YoY	적전	적지	555.6	흑전	흑전	흑전	-15.9	23.7	86.8	389.2	89.7	37.6

자료: 넥슨게임즈, 메리츠증권 리서치센터

넥스게임즈(225570)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	132.4	193.3	303.7	381.4	454.7
매출액증가율(%)		46.0	57.2	25.6	19.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	132.4	193.3	303.7	381.4	454.7
판매비와관리비	127.2	181.3	219.7	241.7	266.0
영업이익	5.2	12.0	84.0	139.7	188.8
영업이익률(%)	3.9	6.2	27.7	36.6	41.5
금융손익	1.2	3.4	-2.6	1.6	5.7
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	6.2	15.7	81.8	141.6	194.8
법인세비용	0.1	4.4	26.5	36.8	50.7
당기순이익	6.1	11.3	55.3	104.8	144.2
지배주주지분 순이익	6.1	11.3	55.3	104.8	144.2
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	204.0	237.3	293.3	415.5	575.5
현금및현금성자산	114.9	111.5	169.8	287.8	443.3
매출채권	27.2	29.8	46.9	58.9	70.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	121.5	129.6	189.4	191.2	194.7
유형자산	50.3	58.9	86.9	88.9	92.5
무형자산	36.3	35.5	35.3	35.2	35.0
투자자산	3.0	5.2	5.2	5.2	5.2
자산총계	325.6	366.9	482.7	606.8	770.2
유동부채	59.7	66.2	86.2	106.7	127.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	28.8	37.9	78.4	77.2	76.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	88.5	104.0	164.6	183.9	203.2
자본금	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	240.0	98.6	98.6	98.6	98.6
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-8.1	153.2	208.5	313.3	457.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	237.1	262.8	318.1	422.9	567.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	29.1	36.9	60.1	141.5	181.7
당기순이익(손실)	6.1	11.3	55.3	104.8	144.2
유형자산감가상각비	4.3	7.8	12.0	28.0	29.4
무형자산상각비	0.5	1.7	0.2	0.2	0.1
운전자본의 증감	6.2	-7.0	-7.4	8.5	8.0
투자활동 현금흐름	35.9	-36.7	-63.5	-22.4	-26.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.9	-3.8	-40.0	-30.0	-33.0
투자자산의 감소(증가)	-3.0	-2.2	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-7.7	-2.5	61.8	-1.2	-0.1
차입금증감	14.9	7.7	61.8	-1.2	-0.1
자본의증가	272.9	-141.4	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	56.2	-3.4	58.4	117.9	155.6
기초현금	58.7	114.9	111.5	169.8	287.8
기말현금	114.9	111.5	169.8	287.8	443.3
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	2,337	2,939	4,615	5,793	6,906
EPS(지배주주)	107	172	839	1,591	2,189
CFPS	443	715	1,376	2,520	3,288
EBITDAPS	176	328	1,462	2,550	3,316
BPS	3,604	3,995	4,831	6,422	8,611
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	121.3	87.2	22.8	12.0	8.7
PCR	29.3	21.0	13.9	7.6	5.8
PSR	5.5	5.1	4.1	3.3	2.8
PBR	3.6	3.8	4.0	3.0	2.2
EBITDA(십억원)	10.0	21.6	96.2	167.9	218.3
EV/EBITDA	70.1	37.7	11.4	5.9	3.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	4.5	19.0	28.3	29.1
EBITDA이익률	7.5	11.1	31.7	44.0	48.0
부채비율	37.3	39.6	51.7	43.5	35.8
금융비용부담률	0.4	0.6	1.1	1.4	1.2
이자보상배율(x)	9.8	10.1	24.7	26.2	35.7
매출채권회전율(x)	9.7	6.8	7.9	7.2	7.0
재고자산회전율(x)					

네오위즈(095660) <P의 거짓> 누적 이용자 700만. DLC 기대

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

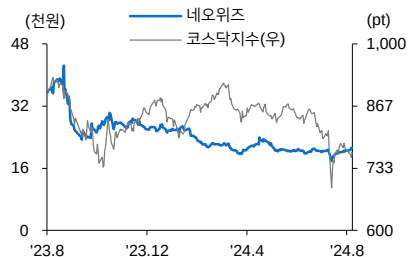
Buy

(20거래일 평균종가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (8.30)	21,250원
상승여력	22.4%
KOSDAQ	767.66pt
시가총액	4,682억원
발행주식수	2,203만주
유통주식비율	53.18%
외국인비중	8.54%
52주 최고/최저가	42,400원/17,830원
평균거래대금	20.2억원
주요주주(%)	
나성균 외 10 인	37.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.2	-3.8	-40.4
상대주가	8.0	8.1	-28.3

주가그래프



국내 게임사의 콘솔 가능성 보여줬던 <P의 거짓>

- 2023년 9월 출시된 <P의 거짓>은 2022 게임스컴에서 3관왕을 차지하며 국내 콘솔 게임의 기대감을 높임
- 출시 5개월 만에 글로벌 누적 이용자 수 700만명 달성. 이용자도 북미>유럽>아시아 순으로 서구권 중심 수요 확인

투자 의견 Buy 상향: 아쉬웠던 수익. 다만 DLC는 노려볼 만

- 그러나 마이크로소프트 구독 서비스인 '게임패스' 입점으로 인해 판매량은 기대치에 미치지 못함
- 전 플랫폼 동시 출시에도 첫 해 100만장을 소폭 상회했고 만 1년이 되어가는 현재 200만장 이하 추정
- 유의미한 평가에도 실적 연결성 낮아 산업의 서구권 진출에 대한 실망감을 키움
- 유사 장르인 <엘든링>은 6월 기준 누적 2,500만장 판매. 같은달 발매된 DLC는 첫 3일간 500만장 이상 다운로드
- 당사는 단품 판매량 연말까지 256만장 가정, 20% 수준인 60만장의 DLC 판매를 베이스로 추정함
- 다만 게임패스로 인해 이용자수 과소 평가된 상황. 누적 이용자 700만 이상인 점 이용 시 동종 장르 게임과 유사한 판매비율 기록한다면 DLC 140만장까지 가능. 이 경우 단순 DLC 뿐 아니라 다음 시리즈에 대한 기대감 크게 높아질 것
- DLC 출시일 다가오는데 기대치 상향 가능성 존재. 주가 하락으로 괴리율 확대, 투자 의견 Hold에서 Buy로 상향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	294.6	19.6	13.1	593	-76.7	20,381	62.3	1.8	16.5	2.9	22.1
2023	365.6	31.6	48.7	2,209	251.6	22,213	12.1	1.2	8.1	10.4	27.3
2024E	433.2	68.6	58.0	2,632	3.9	24,662	8.1	0.9	2.9	11.2	20.0
2025E	398.2	29.6	21.9	992	-56.2	25,452	21.4	0.8	4.5	4.0	18.2
2026E	574.9	146.9	133.7	6,067	372.7	31,318	3.5	0.7	0.5	21.4	21.6

네오위즈 신작 라인업



네오위즈 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)	형태
24.03.21	Oh My Anne	모바일	네오위즈	자체개발
24.05.08	프로사커: 레전드 일레븐	모바일	스타어레이	퍼블리싱
24.05.23	고양이와 스프: 말랑 타운	모바일	아름게임즈	퍼블리싱
24.06.05	스컬 모바일 글로벌	모바일	사우스포게임즈	퍼블리싱
24.08.28	영웅전설: 가가브 트릴로지	모바일	파우게임즈(51.49%)	자회사 개발
4Q24	고양이와 스프: 매직 레시피	모바일	네오위즈	자체개발
	P의 거짓 확장 DLC	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발
	프로젝트 IG	모바일	네오위즈	자체개발
2025 이후	금색의 갯슈벨!! 영원한 인연의 친구들	모바일	네오위즈	자체개발
	P의 거짓 2	PC, 콘솔	네오위즈	자체개발

주: 상기 출시 일정은 네오위즈의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

2024년 2월 기준 <P의 거짓> 누적 이용자 수 700만명 돌파



자료: 네오위즈

글로벌 패키지 게임 DLC 가격

본게임	가격(원)	DLC	가격(원)
엘든링	64,800	황금 나무의 그림자	49,800
사이버펑크 2077	66,000	팬텀 리버티	34,900
Starfield	79,990	Shattered Space	34,800
디아블로4	62,400	증오의 그릇	49,900
Street Fighter 6	69,800	Year 2 캐릭터 패스	34,800
Final Fantasy 16	79,800	바다의 통곡	20,000
Assassin's Creed Valhalla	65,000	Dawn of Ragnarok	44,000

자료: 메리츠증권 리서치센터

네오위즈 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	68.5	70.1	117.5	109.4	97.1	87.0	105.1	144.0	365.6	433.2	398.2	574.9
PC/콘솔게임	27.5	27.0	54.8	61.3	44.6	37.2	35.4	84.5	170.5	201.7	149.7	336.7
모바일게임	32.3	33.0	53.2	36.1	42.0	38.1	58.4	46.6	154.7	185.1	203.1	193.7
기타	8.7	10.1	9.5	12.1	10.5	11.6	11.3	12.9	40.4	46.3	45.4	44.5
% YoY												
매출	-10.5	-0.2	56.8	50.4	41.6	24.0	-10.5	31.6	24.1	18.5	-8.1	44.4
PC/콘솔게임	-19.1	-8.1	69.1	96.5	62.2	38.0	-35.4	37.9	34.4	18.3	-25.8	124.9
모바일게임	-9.6	-2.6	46.1	1.7	30.0	15.4	9.7	29.0	9.3	19.6	9.7	-4.6
기타	27.4	43.9	55.5	98.7	20.2	15.0	19.8	6.5	55.1	14.7	-2.0	-2.0
영업비용	67.3	75.0	97.2	94.4	82.2	82.3	93.7	106.3	334.0	364.5	368.5	428.0
% to sales	98.2	107.0	82.8	86.3	84.7	94.5	89.2	73.9	91.4	84.2	92.6	74.5
% YoY	2.8	16.5	39.5	25.1	22.2	9.6	-3.6	12.6	21.5	9.1	1.1	16.1
인건비	32.0	34.1	39.7	47.0	40.0	39.9	41.1	51.1	152.8	172.1	177.5	199.3
지급수수료	14.1	17.8	29.3	25.5	22.5	22.3	24.9	33.6	86.7	103.3	91.5	134.7
마케팅	10.8	12.3	14.2	11.5	8.3	8.3	14.5	12.1	48.8	43.3	50.8	44.5
상각비	4.2	4.4	5.0	5.2	4.2	4.2	4.2	4.4	18.8	16.9	17.7	18.5
기타	6.2	6.5	9.0	5.2	7.2	7.6	9.0	5.2	26.8	29.0	31.0	31.0
영업이익	1.3	-4.9	20.2	15.0	14.8	4.7	11.4	37.6	31.6	68.6	29.6	146.9
% YoY	-88.8	적전	286.1	흑전	1,085.2	흑전	-43.8	151.2	61.5	117.2	-56.8	395.5
영업이익률(%)	1.8	-7.0	17.2	13.7	15.3	5.5	10.8	26.1	8.6	15.8	7.4	25.5
세전이익	4.9	13.3	22.3	3.4	18.8	6.6	15.2	25.7	43.8	66.4	30.0	143.9
% YoY	-68.2	-47.2	181.1	흑전	288.5	-49.9	-31.6	660.7	124.6	51.8	-54.8	379.4
지배주주순이익	3.6	22.5	18.7	3.9	17.9	7.8	12.2	20.2	48.7	58.0	21.9	133.7
% YoY	-69.7	13.4	129.0	흑전	396.0	-65.4	-34.9	421.6	272.5	19.1	-62.3	511.8

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

네오위즈(095660)



Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	294.6	365.6	433.2	398.2	574.9
매출액증가율(%)	12.8	24.1	18.5	-8.1	44.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	294.6	365.6	433.2	398.2	574.9
판매비와관리비	275.0	334.0	364.5	368.6	428.0
영업이익	19.6	31.6	68.6	29.6	146.9
영업이익률(%)	6.6	8.6	15.8	7.4	25.5
금융손익	22.1	-1.1	6.9	5.7	3.6
중속/관계기업관련손익	1.9	-0.2	-1.3	-1.3	-1.3
기타영업외손익	-24.1	13.4	-7.9	-4.0	-5.3
세전계속사업이익	19.5	43.8	66.4	30.0	143.9
법인세비용	6.3	-2.7	18.2	8.9	44.1
당기순이익	13.2	46.4	48.2	21.1	99.8
지배주주지분 순이익	13.1	48.7	58.0	21.9	133.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	253.6	297.6	321.1	341.2	463.3
현금및현금성자산	91.7	129.9	139.4	168.6	286.8
매출채권	0.0	0.0	21.7	20.0	28.8
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
비유동자산	306.5	373.8	365.1	354.3	368.0
유형자산	86.1	86.9	90.7	92.4	94.2
무형자산	79.2	149.4	136.9	124.4	120.6
투자자산	84.7	70.1	70.1	70.1	85.9
자산총계	560.1	671.4	686.2	695.5	831.3
유동부채	87.3	113.2	96.2	88.6	127.9
매입채무	7.2	10.8	12.8	11.8	17.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	18.0	19.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	14.0	30.6	18.2	18.4	19.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	101.3	143.8	114.4	107.0	147.4
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타포괄이익누계액	-18.1	-18.6	-18.6	-18.6	-18.6
이익잉여금	381.0	428.2	482.2	499.6	628.8
비지배주주지분	9.7	38.2	28.4	27.7	-6.2
자본총계	458.8	527.6	571.8	588.5	683.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	43.2	64.7	43.5	35.7	141.2
당기순이익(손실)	13.2	46.4	48.2	21.1	99.8
유형자산감가상각비	6.1	6.3	6.3	8.2	8.2
무형자산상각비	12.7	12.5	12.5	12.5	3.8
운전자본의 증감	-16.2	-1.0	-23.5	-6.2	29.3
투자활동 현금흐름	-29.1	-10.2	-10.0	-2.5	-19.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.8	-1.2	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-8.4	14.6	0.0	0.0	-15.8
재무활동 현금흐름	-32.1	-13.6	-24.0	-4.0	-3.9
차입금증감	-1.1	1.7	-19.0	0.0	0.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-21.7	38.2	9.5	29.2	118.2
기초현금	113.4	91.7	129.9	139.4	168.6
기말현금	91.7	129.9	139.4	168.6	286.8
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	13,369	16,593	19,659	18,072	26,091
EPS(지배주주)	593	2,209	2,632	992	6,067
CFPS	2,974	3,287	3,770	2,164	6,901
EBITDAPS	1,742	2,286	3,966	2,287	7,214
BPS	20,381	22,213	24,662	25,452	31,318
DPS	0	245	200	220	220
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.9	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	62.3	12.1	8.1	21.4	3.5
PCR	12.4	8.1	5.6	9.8	3.1
PSR	2.8	1.6	1.1	1.2	0.8
PBR	1.8	1.2	0.9	0.8	0.7
EBITDA(십억원)	38.4	50.4	87.4	50.4	159.0
EV/EBITDA	16.5	8.1	2.9	4.5	0.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	10.4	11.2	4.0	21.4
EBITDA이익률	13.0	13.8	20.2	12.7	27.6
부채비율	22.1	27.3	20.0	18.2	21.6
금융비용부담률	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1
이자보상배율(x)	11.5	17.2	60.3	79.5	373.4
매출채권회전율(x)			39.9	19.1	23.6
재고자산회전율(x)	10,872.1	4,730.8	3,373.9	4,774.8	14,571.1

넷마블(251270) 플랫폼 변화를 기대하며

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

Hold

(20거래일 평균증가
대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	58,000원
현재주가 (8.30)	60,900원
상승여력	-4.8%

KOSPI	2,674.31pt
시가총액	52,346억원
발행주식수	8,595만주
유동주식비율	36.69%
외국인비중	25.86%
52주 최고/최저가	69,400원/37,200원
평균거래대금	164.5억원

주요주주(%)	
방준혁 외 14 인	24.34
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52
CJ ENM	16.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.1	-1.3	39.2
상대주가	0.2	-2.5	33.3

주가그래프



훌륭한 실적 vs. 빗겨간 컨셉

- 2분기 <나혼렘>, <아스달>, <레이븐2> 3개의 신작이 유의미한 실적 기여로 이어지며 성공적 턴어라운드
- 특히 자체 PC 런처를 신작에 적극적으로 활용, 게이머의 결제를 유도하며 관련 매출의 이익률 25%p 상향 효과
- 다만 신작의 국내 의존도 높는데 모바일 게임 순위 빠르게 하락하고 있어 하향 안정화 수준 확인이 필요
- 두 가지 가능성. 1) 기존 게이머의 PC 유도를 통해 모바일 순위 하락, 혹은 2) 게이머 이탈
- 전자라면 동일 매출이더라도 이익률 상향의 효과를 가져와 긍정적. 후자라면 일반적인 모바일 게임의 빠른 하향화

턴어라운드 다음은?: 상대적 매력 제고를 위해서는 非모바일 서구권 성과가 필요

- 24년 동사는 '턴어라운드'에 초점. 선택과 집중의 과정에서 모바일/PC 신작에 집중되어 출시 중
- 동사의 노력으로 PC 자체 런처라는 모바일 게임 내 훌륭한 방안 덕분에 동일 매출 기준 기존 대비 높은 이익률 기록
- 다만 모바일 게임 순위대로 2분기 출시된 게임의 빠른 하향화가 진행되고 있다면 2025년 고민 시작될 것
- 시장 확대 절대적인 시기로 'PC/콘솔'용 게임의 '서구권' 성과 필요 측면에서 상대적 매력도는 낮은 편
- 2023 지스타에서 선보였던 <일곱개의 대죄: Origin> 통해 PC/모바일/콘솔 멀티 플랫폼 신작 선보일 예정
- 모바일 특화 가능성 있어 한계 존재하나 플랫폼 변화의 첫 발을 뗀다는 점에서 추가 정보를 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,673.4	-108.7	-819.2	-9,531	적전	63,533	-6.3	1.0	58.9	-14.6	58.9
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	57.1	-4.9	55.9
2024E	2,774.1	223.4	34.8	405	적지	58,338	150.4	1.0	17.0	0.7	53.3
2025E	2,420.3	11.5	-176.2	-2,050	적지	56,288	-29.7	1.1	37.8	-3.6	53.0
2026E	2,186.6	-46.6	5.8	68	적지	56,356	902.2	1.1	55.2	0.1	57.7

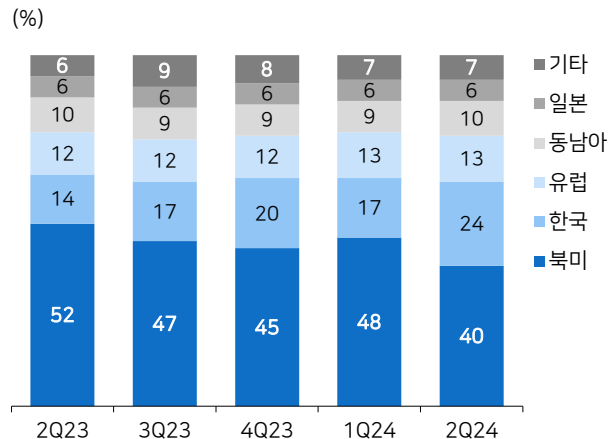
국내 성과 특히 좋았던 상반기 출시 신작들

넷마블 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	개발사 (지분율)
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	넷마블네오 (78.5%)
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	넷마블몬스터 (75.67%)
24.08.13	일곱개의 대죄 키우기	모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
4Q24	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)
	RF 온라인 넥스트	PC, 모바일	넷마블엔투 (87.66%)
	데미스리본	PC, 모바일	넷마블에프앤씨 (80.49%)
2025	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	넷마블에프앤씨 (80.49%)

주: 상기 출시 일정은 넷마블의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

지역별 매출 비중(IR 자료 기준)



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

하반기 신작 4종: 모두 모바일 베이스

일곱 개의 대죄 키우기

글로벌
방치형 RPG

- '일곱 개의 대죄' IP 세계관
- 원터치 드로우의 쉬운 게임성
- 작고 귀여워진 캐릭터

킹 아서: 레전드 라이즈

글로벌
수집형 전략 RPG

- '원탁의 기사' IP 기반 다크 판타지 세계관
- 엔리얼엔진5 고화질 그래픽
- 퍼즐 및 기믹을 활용한 시네마틱 스토리텔링

RF 온라인 넥스트

한국
MMORPG

- 20년간 서비스한 'RF 온라인' IP
- 우주 배경의 사실적인 SF 세계관
- 3개 국가의 RvR 대립

데미스 리본

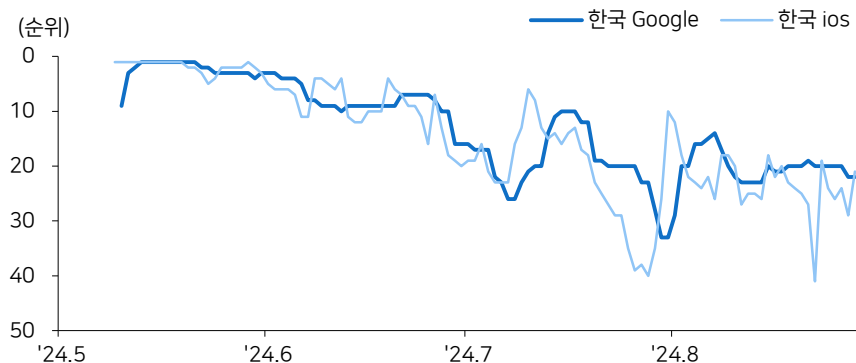
글로벌
수집형 RPG

- 넷마블 오리지널 IP 세계관
- 고품질의 매력적인 캐릭터
- 월드를 탐험하며 펼쳐지는 서브컬처 스토리

자료: 넷마블

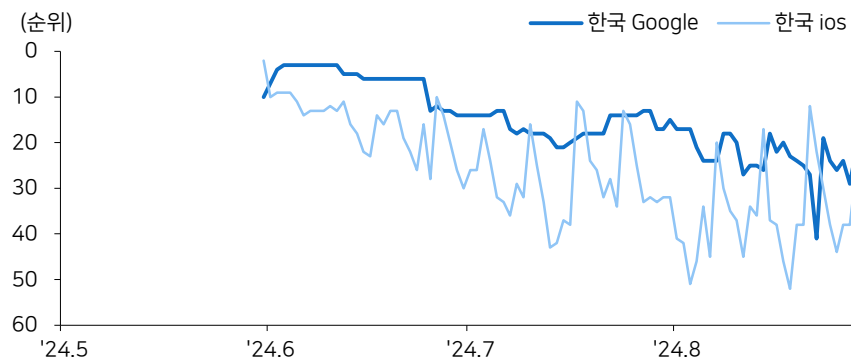
넷마블 모바일 게임 매출 순위

<나 혼자만 레벨업> 국내 매출 순위



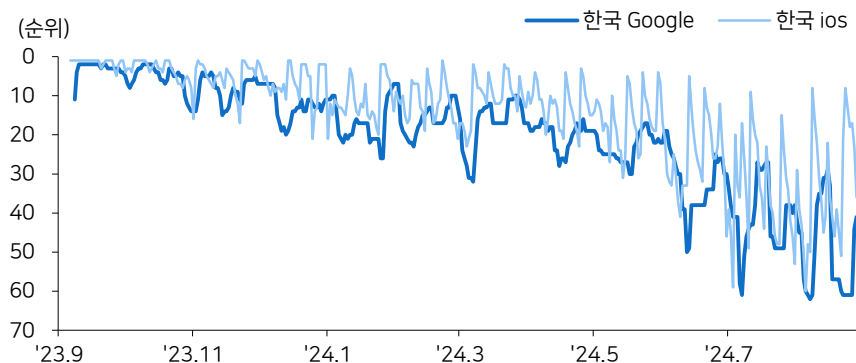
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<레이븐2> 국내 매출 순위



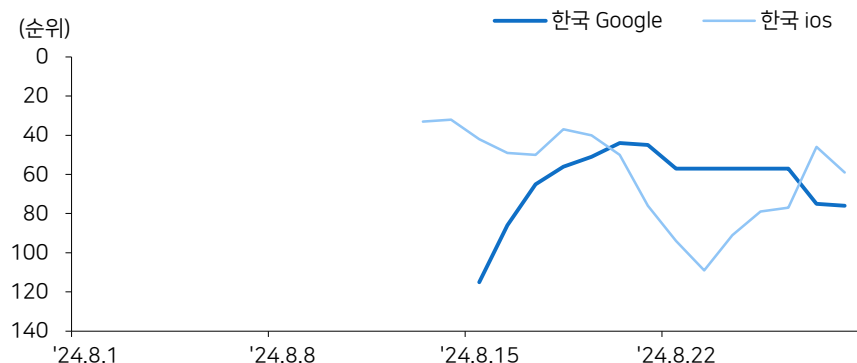
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<세븐나이츠 키우기> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

<일곱개의 대죄 키우기> 국내 매출 순위



자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 실적 전망



(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	782.1	680.7	726.0	2,502.1	2,774.1	2,420.3	2,186.6
모바일게임	543.6	552.0	574.1	586.5	522.9	736.9	635.9	682.1	2,256.1	2,577.7	2,221.2	1,988.7
기타	59.0	51.4	56.5	79.0	62.5	45.2	44.8	43.9	245.9	196.4	199.0	197.9
% YoY												
매출	-4.6	-8.7	-9.2	-3.1	-2.9	29.6	7.9	9.1	-6.4	10.9	-12.8	-9.7
모바일게임	-7.3	-10.2	-11.5	-8.2	-3.8	33.5	10.8	16.3	-9.4	14.3	-13.8	-10.5
기타	30.9	11.2	24.0	65.7	5.9	-12.1	-20.7	-44.4	33.2	-20.1	1.3	-0.6
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	670.9	630.6	667.5	2,570.5	2,550.7	2,408.8	2,233.2
% to sales	104.7	106.2	103.5	97.2	99.4	85.8	92.6	91.9	102.7	91.9	99.5	102.1
% YoY	-2.0	-7.9	-10.9	-9.0	-7.8	4.7	-3.3	3.2	-7.6	-0.8	-5.6	-7.3
지급수수료	281.9	271.2	264.8	281.4	248.5	290.3	276.7	297.1	1,099.3	1,112.7	939.1	846.8
인건비	187.7	193.3	179.4	182.6	178.3	181.1	183.8	192.8	743.0	736.0	758.7	750.7
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	143.6	112.9	124.0	486.8	482.1	497.0	428.1
감가상각비	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	39.8	39.8	40.0	185.4	158.7	152.8	146.2
기타	12.6	14.8	16.2	12.4	14.4	16.0	17.4	13.5	56.0	61.3	61.3	61.3
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	111.2	50.1	58.5	-68.5	223.4	11.5	-46.6
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	210.4	적지	흑전	-94.9	적전
영업이익률(%)	-4.7	-6.2	-3.5	2.8	0.6	14.2	7.4	8.1	-2.7	8.1	0.5	-2.1
세전이익	-53.6	-64.7	-33.0	-7.3	0.9	217.4	40.8	-154.8	-158.6	104.2	6.4	32.6
% YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	-93.9	411.8
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	169.5	30.3	-164.5	-255.7	34.8	-176.2	5.8
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전	적전	흑전

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블(251270)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673.4	2,502.1	2,774.1	2,420.3	2,186.6
매출액증가율(%)	6.6	-6.4	10.9	-12.8	-9.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,774.1	2,420.3	2,186.6
판매비와관리비	2,782.1	2,570.5	2,550.7	2,408.8	2,233.2
영업이익	-108.7	-68.5	223.4	11.5	-46.6
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	8.1	0.5	-2.1
금융손익	-148.2	-188.8	-151.8	-146.9	-122.5
중속/관계기업관련손익	80.2	112.9	114.2	119.9	125.9
기타영업외손익	-764.8	-14.2	-81.6	28.3	75.7
세전계속사업이익	-941.5	-158.6	104.2	6.4	32.6
법인세비용	-55.1	145.3	109.2	222.4	66.6
당기순이익	-886.4	-303.9	-5.0	-216.0	-34.0
지배주주지분 순이익	-819.2	-255.7	34.8	-176.2	5.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997.3	905.8	1,222.0	1,141.9	1,555.6
현금및현금성자산	503.0	430.3	725.4	704.9	1,159.7
매출채권	189.6	254.6	282.3	246.3	222.5
재고자산	2.8	2.7	3.0	2.8	2.6
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,558.1	6,291.8	6,052.5
유형자산	336.0	344.4	348.1	351.7	365.3
무형자산	3,596.1	3,228.8	2,996.4	2,764.1	2,531.8
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,805.5	2,787.9	2,787.2
자산총계	8,935.6	7,915.9	7,780.1	7,433.7	7,608.1
유동부채	2,294.0	1,905.6	968.3	1,070.3	918.6
매입채무	49.0	32.2	39.2	29.2	23.6
단기차입금	1,507.0	1,311.4	511.4	511.4	511.4
유동성장기부채	222.4	86.3	0.0	170.0	0.0
비유동부채	1,019.8	931.3	1,737.8	1,505.4	1,865.5
사채	0.0	0.0	400.0	400.0	550.0
장기차입금	455.5	371.6	371.6	201.6	501.6
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,706.1	2,575.7	2,784.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.5	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타포괄이익누계액	702.6	422.4	422.4	422.4	422.4
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	1,163.3	987.1	992.9
비지배주주지분	160.9	99.5	59.7	19.8	-20.0
자본총계	5,621.8	5,079.0	5,074.0	4,858.0	4,824.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408.4	-98.1	-33.0	-184.2	-11.6
당기순이익(손실)	-886.4	-303.9	-5.0	-216.0	-34.0
유형자산감가상각비	54.1	56.5	56.4	56.4	56.4
무형자산상각비	178.3	128.9	102.3	102.3	102.3
운전자본의 증감	-73.4	-121.0	-72.4	-6.9	-10.4
투자활동 현금흐름	-40.4	524.9	414.3	233.7	212.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-38.7	-36.2	-60.0	-60.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	377.2	676.6	317.5	137.6	126.6
재무활동 현금흐름	-549.1	-540.3	-86.3	-70.0	254.4
차입금증감	-811.9	-475.5	-86.3	-70.0	254.4
자본의증가	0.7	2.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-850.7	-72.7	295.0	-20.5	454.8
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	725.4	704.9
기말현금	503.0	430.3	725.4	704.9	1,159.7
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	31,103	29,109	32,275	28,158	25,439
EPS(지배주주)	-9,531	-2,975	405	-2,050	68
CFPS	2,343	1,587	2,863	1,558	1,790
EBITDAPS	1,439	1,361	4,446	1,980	1,304
BPS	63,533	57,933	58,338	56,288	56,356
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.3	-19.5	150.4	-29.7	902.2
PCR	25.8	36.6	21.3	39.1	34.0
PSR	1.9	2.0	1.9	2.2	2.4
PBR	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
EBITDA(십억원)	123.7	117.0	382.1	170.2	112.1
EV/EBITDA	58.9	57.1	17.0	37.8	55.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.6	-4.9	0.7	-3.6	0.1
EBITDA이익률	4.6	4.7	13.8	7.0	5.1
부채비율	58.9	55.9	53.3	53.0	57.7
금융비용부담률	4.2	5.9	4.7	5.1	5.9
이자보상배율(x)	-1.0	-0.5	1.7	0.1	-0.4
매출채권회전율(x)	13.7	11.3	10.3	9.2	9.3
재고자산회전율(x)	786.3	900.4	970.8	830.4	810.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

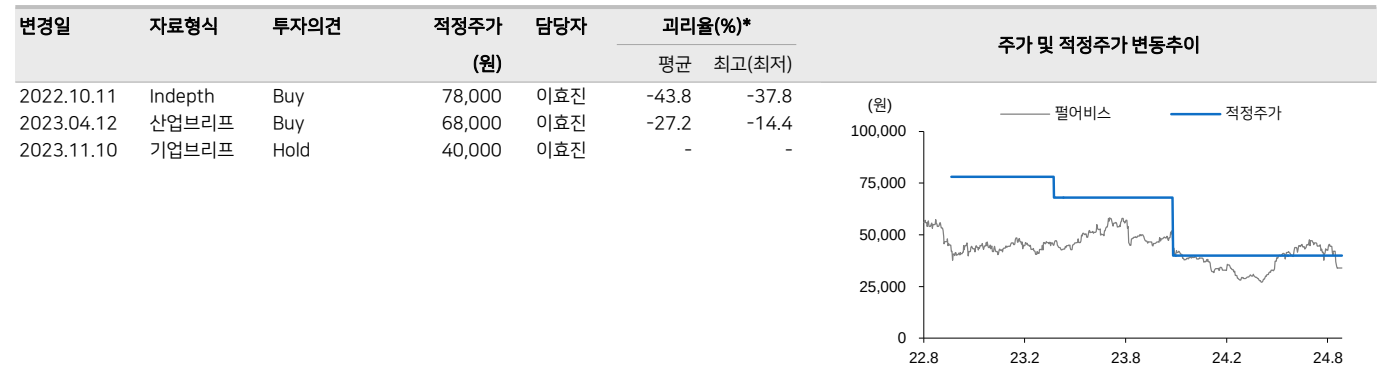
크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.10.11	Indepth	Hold	250,000	이호진	-24.1	-5.4	
2023.01.10	산업브리프	Hold	190,000	이호진	-6.7	8.2	
2023.10.12	산업브리프	Hold	180,000	이호진	6.0	21.1	
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이호진	-16.8	-4.8	
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이호진	-13.8	-1.0	
2024.07.05	기업브리프	Buy	340,000	이호진	-16.5	-13.4	
2024.08.13	기업브리프	Buy	400,000	이호진	-	-	

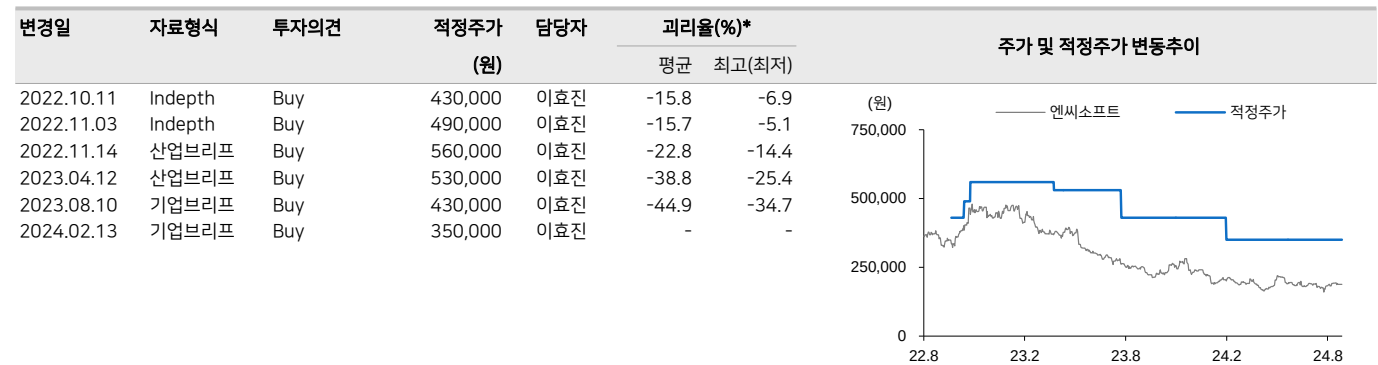
펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



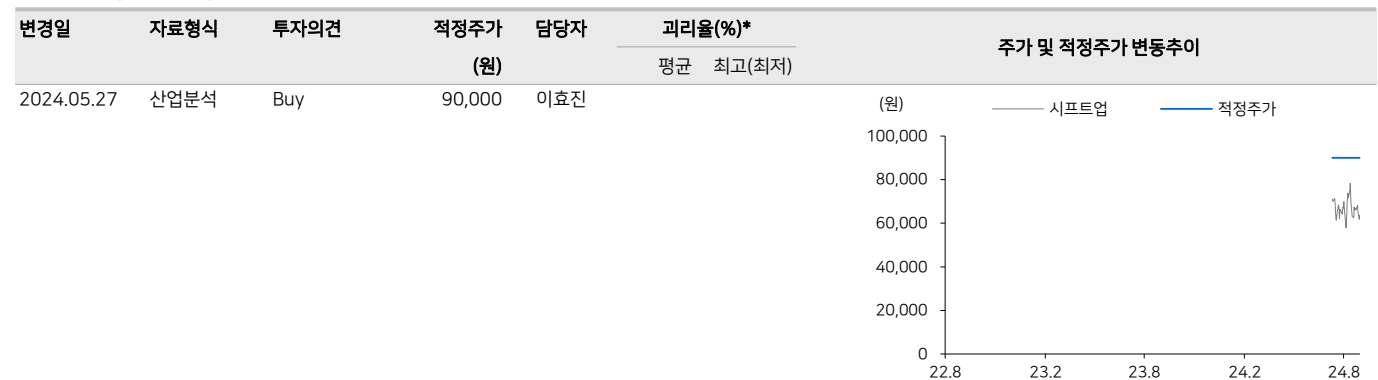
엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



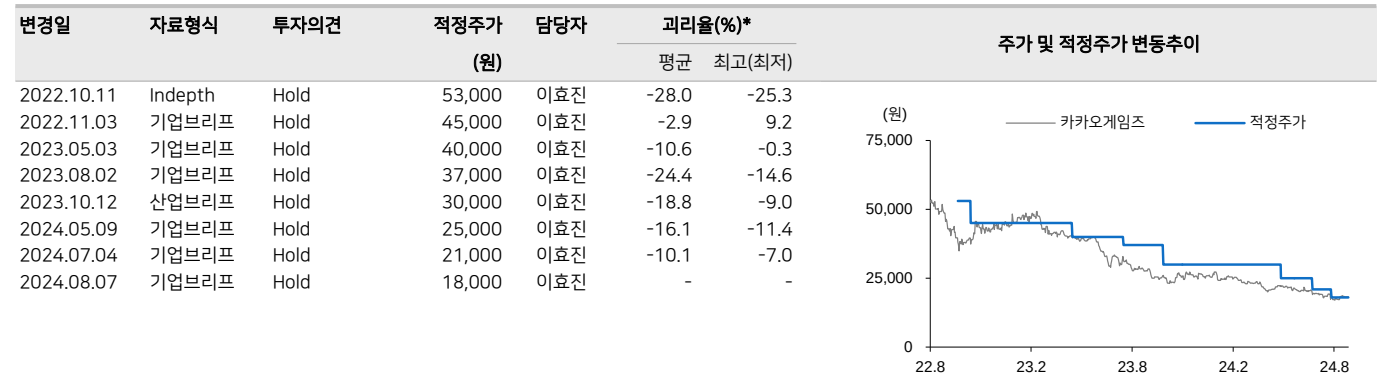
시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



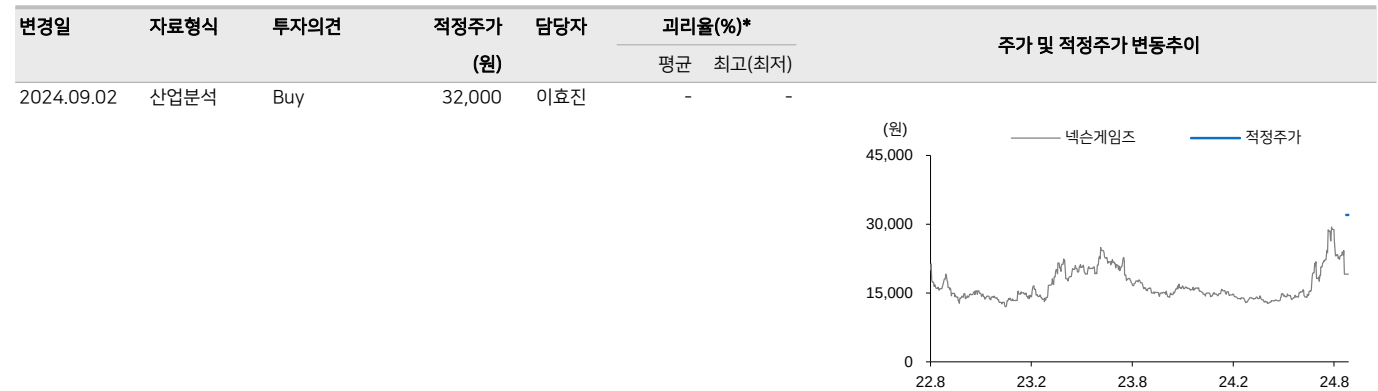
카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



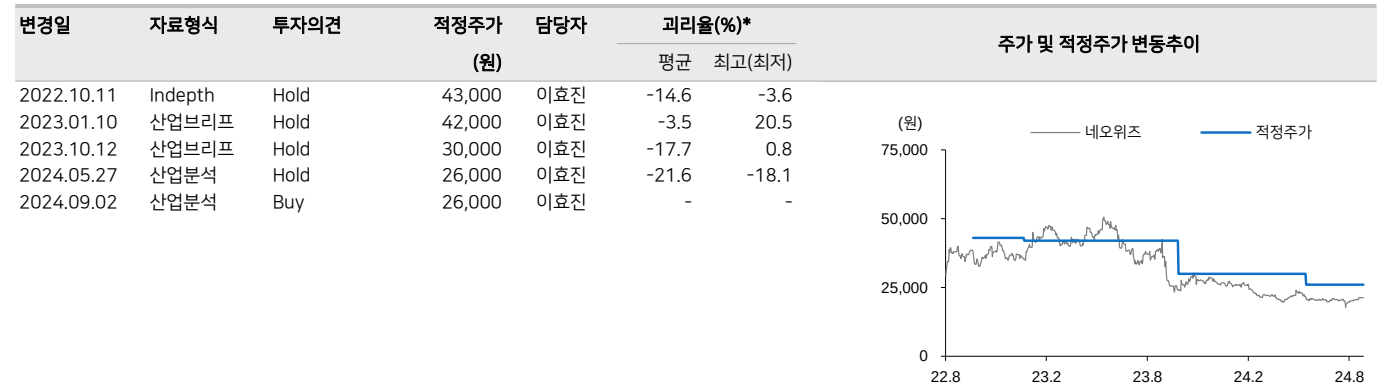
넥슨게임즈(225570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

