

2025. 3. 11

게임

Checklist

인터넷/게임

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

국내 게임 산업의 글로벌 성과 첫 척도가 될 3월 28일 신작들

-지난해 글로벌 게임 산업은 기존 게임의 업데이트를 통해 신규/복귀 유저의 리텐션을 올리는 데 성공하느냐의 싸움이었음. 올해는 신작까지 더해지며 두 가지 만족하는 사업자 성장이 가장 클 것

-플랫폼적으로는 여전히 PC/콘솔>모바일. 지역적으로는 PC/콘솔은 서구권 중심, 모바일은 동남아/남미/아프리카 등 신흥국 중심 성장이 유의미. 중국은 문화 개방 중이나 기대치 과거 대비 미미

-현재 스팀 위시리스트 기준 4위 <인조이>(크래프톤), 7위 <서브노티카2>(크래프톤), 45위 <카잔>(넥슨, 일본상장), 73위 <붉은사막>(펄어비스). 글로벌 신작 성공 시 2023/2024 일본 게임 산업에서와 같은 밸류에이션 확장 예상

-3월 28일 넥슨(일본 상장)의 던파 IP <카잔>과 크래프톤의 신규 IP <인조이> 얼리엑세스가 스팀에 출시. 두 게임 모두 글로벌 타깃한 신작. <인조이>는 위시리스트 기준 4위로 예상대로 300만장 이상의 성과 거둔다면 크래프톤의 리레이팅 뿐 아니라 국내 게임 산업 전체에 호재로 작용할 것(중국 게임 산업과의 격차 감소에 따른 과거 밸류에이션 디레이팅 일부를 회복)

-<카잔>의 성과는 넥슨게임즈의 다음 신작으로 예상하는 <던전앤파이터:아라드>에 영향을 줄 것으로 전망됨. ㈜넥슨이 던파의 IP 확장에 힘을 쏟고 있는데 이에 대한 글로벌 첫 성과이기 때문. 이미 예판이 시작되었으며 10일 판매 순위는 280위(예판 구매시 25일 얼리엑세스 가능). 추가 성과 확인 필요

3/4월 체크 리스트 및 투자 아이디어

-반면, 모바일 신작은 출시=모멘텀 소멸 공식. 2월 20일 위메이드 <이미르> 지나왔고 25일부터 열린 NHN <다키스트 데이즈>(위시리스트 326위) 스팀 넥스트 페스트(베타 서비스)가 지난주 마무리. 반응도 확인된 시기로 두 업체 모두 이벤트 직후 주가 반락

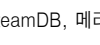
-지난 3월 7일 시프트업 주요 임원 4인의 지분매각 공시 후 전일(10일) 주가 약 6.8% 하락. 중국 <니케>와 <스텔라 블레이드> 멀티 플랫폼 출시 예정되어 있는 점은 상반기 동사의 모멘텀. 그러나 2025년 하반기 이후부터 내년까지 신작 혹은 이벤트 부재하여 보유한 투자자들의 고민은 커져가는 구간. 2026년이 성장을 기대할 수 있는 시기라면 수급 이슈를 매수 기회로 삼기 좋으나 상반기

모멘텀이 쏠려 있다는 점이 신규 투자자 유입을 저지하는 요인. 글로벌 <니케>의 1분기 매출은 YoY 소폭의 하락을 전망함. 4월 글로벌 2.5주년 이벤트 통해 중국을 제외하고도 성장할 수 있다는 것을 보여준다면 저점 매수 유효

-3월 28일 스팀 출시 작품 성과가 산업에 단기적으로 중요한 역할. 글로벌 성과 투자자 만족 시 다음 타깃은 네오위즈(여름 <P의거짓> DLC)와 크래프톤(하반기 마이크로소프트 게임패스 Day1&게임스컴 <서브노티카2>)

-4분기 회계 적용 환율 이슈로 투자자 실망한 크래프톤과 더블유게임즈(손익 계산서 적용 평균 환율 1,300원대), 1분기 정상 환율 적용(1,400원대 전망)으로 4분기 오해 풀 수 있을 것. 3월 28일 글로벌 성과 부진하다면 방어주 성격의 더블유게임즈 매력 추가 상승 전망

그림1 스팀 위시리스트 순위

1.		Deadlock	—	—	TBA
2.		Hollow Knight: Silksong	—	—	TBA
3.		ELDEN RING NIGHTREIGN #148 in top sellers	₩ 49800	—	May 2025
4.		inZOI	—	—	Mar 2025
5.		Mecha BREAK	—	—	2025
6.		Light No Fire	—	—	TBA
7.		Subnautica 2	—	—	2025
8.		Dune: Awakening	—	—	May 2025
9.		Borderlands 4	—	—	Sep 2025
10.		ARK 2	—	—	TBA
44.		Paralives	—	—	2025
45.		The First Berserker: Khazan #257 in top sellers	₩ 64800	—	Mar 2025
46.		Tempest Rising #673 in top sellers	₩ 44000	—	Apr 2025
66.		Solo Leveling: ARISE	Free	—	2025
67.		Deep Rock Galactic: Rogue Core	—	—	TBA
68.		Nova Roma	—	—	2025
69.		Stellar Blade™	—	—	Jun 2025
70.		Crowsworn	—	—	TBA
71.		Tales of the Shire: A The Lord of The Rings™ Game	—	—	Jul 2025
72.		Derelicts	—	—	TBA
73.		Crimson Desert	—	—	2025

자료: SteamDB, 메리츠증권 리서치센터

표1 시프트업 보유주식 변동 사항

구분	이름	변경 전 주식 수	비율	증감 주식 수	증감분	변경 후 주식 수	비율 비교
CEO	김형태	24,218,570	41.56%	-134,920	-0.45%p	24,083,650	41.11% 시간 외 매매
CSO	민경립	970,410	1.67%	-68,160	-0.13%p	902,250	1.54% 블록딜 매매
CSO	민경립	902,250	1.54%	150,000	+0.26%p	1,052,250	1.80% 스타트업 행사
CFO	안재우	73,320	0.13%	-66,760	-0.12%p	6,560	0.01% 블록딜 매매
CBO	유준석	45,840	0.08%	-12,840	-0.02%p	33,000	0.06% 블록딜 매매
디렉터	유형석	33,900	0.06%	-33,900	-0.06%p	0	0.00% 블록딜 매매
계		25,342,040	43.33%	-166,580	-0.28%p	25,175,460	43.05%

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

표2 게임 신작 일정

출시 예정일	회사	신작명	플랫폼
25.02.25	크래프톤	다크앤다커 모바일 (캐나다 소프트웨어)	모바일
25.02.11	위메이드	골프 슈퍼 크루	모바일
25.02.12	컴투스	서머너즈 워: 러쉬 (태국)	모바일
25.02.20	위메이드	레전드 오브 이미르 (국내)	모바일
25.02.25	NHN	다키스트 데이즈 (스팀 베타)	PC, 모바일
25.03.20	넷마블	RF 온라인 넥스트 (국내)	PC, 모바일
25.03.27	넥슨	마비노기 모바일 (국내)	모바일
25.03.28	크래프톤	인조이 (얼리엑세스)	PC, 콘솔
25.03.28	넥슨	카잔 (예판 구매 시 25일 얼리엑세스)	PC, 콘솔
25.03	컴투스	프로야구 RISING (일본)	모바일

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표3 국내 게임사 실적 비교

(십억원)		시프트업	크래프톤	엔씨소프트	넥슨게임즈	카카오게임즈	넷마블	펄어비스	네오위즈	NHN
종목코드		462870 KS	259960 KS	036570 KS	225570 KQ	293490 KQ	251270 KS	263750 KQ	095660 KQ	181710 KS
최근증가(원)		57,200	350,500	162,600	13,480	15,650	41,150	31,550	21,250	19,390
시가총액		3,774	14,947	3,796	897	1,327	3,975	2,107	449	622
투자의견		Buy	Buy	Hold	Sell	Hold	Hold	Hold	Buy	Hold
적정증가(원)		90,000	470,000	200,000	10,000	16,000	52,000	40,000	26,000	20,000
적정 시가총액		5,939	20,043	4,669	665	1,356	5,024	2,672	550	641.5
상승여력(%)		57.3	34.1	23.0	-25.8	2.2	26.4	26.8	22.4	3.1
매출액	2024P	219.9	2,709.8	1,578.1	256.1	738.8	2,663.8	342.4	361.8	2,456.1
	2025E	284.9	3,238.8	1,462.4	176.0	570.5	2,399.8	734.0	415.9	2,586.7
	2026E	228.0	3,851.9	1,792.7	208.3	804.5	2,479.3	492.1	380.5	2,674.7
영업이익	2024P	148.6	1,182.5	-109.2	38.7	6.5	215.6	-12.1	28.6	-32.6
	2025E	209.4	1,430.7	-25.3	-54.9	-34.6	59.8	212.7	45.4	98.5
	2026E	138.7	1,714.6	94.9	-40.6	51.9	118.6	58.0	8.0	92.7
지배순이익	2024P	142.7	1,306.1	-0.4	31.4	-94.7	28.8	63.0	20.4	-125.4
	2025E	210.2	1,318.5	251.9	-39.4	-3.8	-166.9	260.8	35.8	40.5
	2026E	168.4	1,407.0	89.0	-28.6	32.5	88.1	73.3	-2.6	41.4
EPS (원, 지배주주)	2024P	2,636	27,162	-18	478	-1,146	335	980	924	-3,694
	2025E	3,604	27,781	11,641	-598	-46	-1,942	4,060	1,626	1,199
	2026E	2,887	30,104	4,131	-434	393	1,024	1,142	-117	1,263
PER (배)	2024P	24.1	11.5	N/A	28.0	N/A	154.2	28.3	20.4	N/A
	2025E	15.9	12.6	14.0	N/A	N/A	N/A	7.8	13.1	16.2
	2026E	19.8	11.6	39.4	N/A	39.8	40.2	27.6	N/A	15.4
PBR (배)	2024P	4.9	2.2	1.3	3.0	1.0	0.9	2.3	0.9	0.4
	2025E	3.4	2.2	1.0	3.5	1.0	0.7	1.9	0.9	0.5
	2026E	2.9	1.9	1.0	3.9	1.0	0.7	1.8	0.9	0.4
EV/EBITDA (배)	2024P	19.6	8.7	732.2	14.1	32.8	18.0	174.6	5.1	4.8
	2025E	13.9	6.8	23.2	-21.2	96.3	35.5	6.9	3.3	1.6
	2026E	19.2	5.4	11.0	-35.4	17.9	26.8	18.9	11.3	1.4

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표4 국내 게임사 수익률 비교

수익률	(%)	시프트업	크래프톤	엔씨소프트	넥슨게임즈	카카오게임즈	넷마블	펄어비스	네오위즈	NHN
절대수익률	전일	-6.8	0.4	0.8	-1.0	-0.2	0.4	1.0	-0.7	-0.5
	1주 전	-6.4	2.0	-4.4	-0.5	-2.1	2.2	-3.2	0.2	-1.8
	1개월 전	-10.3	-7.2	-6.2	-1.3	-3.9	-9.5	7.3	12.7	1.7
	3개월 전	4.2	15.9	-14.4	3.6	-10.5	-24.5	-10.1	7.8	6.7
	6개월 전	4.0	9.4	-6.0	-9.3	-5.8	-27.0	-2.5	1.9	8.3
	1년 전	N/A	57.9	-13.6	3.5	-32.0	-28.7	12.3	-0.9	-21.7
	연초 이후	-9.8	12.2	-11.2	0.7	-4.5	-20.4	13.9	12.5	9.9
상대수익률	전일	-7.1	0.2	0.5	-0.8	0.1	0.1	1.2	-0.4	-0.8
	1주 전	-7.9	0.6	-5.9	1.9	0.4	0.8	-0.8	2.7	-3.3
	1개월 전	-12.3	-9.1	-8.2	1.9	-0.7	-11.4	10.5	15.9	-0.2
	3개월 전	-2.1	9.6	-20.7	-6.1	-20.2	-30.8	-19.8	-1.9	0.3
	6개월 전	2.1	7.5	-7.9	-12.1	-8.6	-28.9	-5.3	-0.9	6.5
	1년 전	N/A	62.0	-9.5	20.4	-15.1	-24.6	29.2	15.9	-17.6
	연초 이후	-16.9	5.0	-18.3	-6.4	-11.5	-27.5	6.9	5.5	2.7

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

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

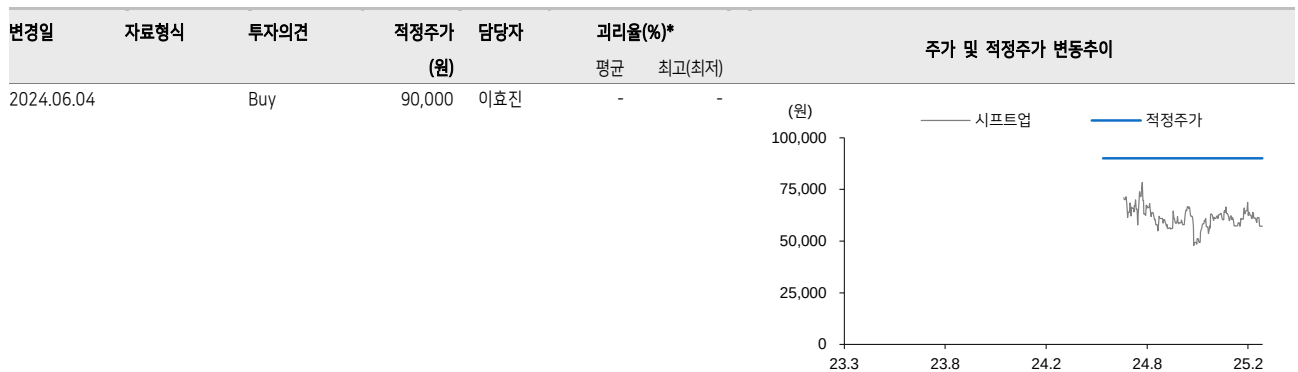
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

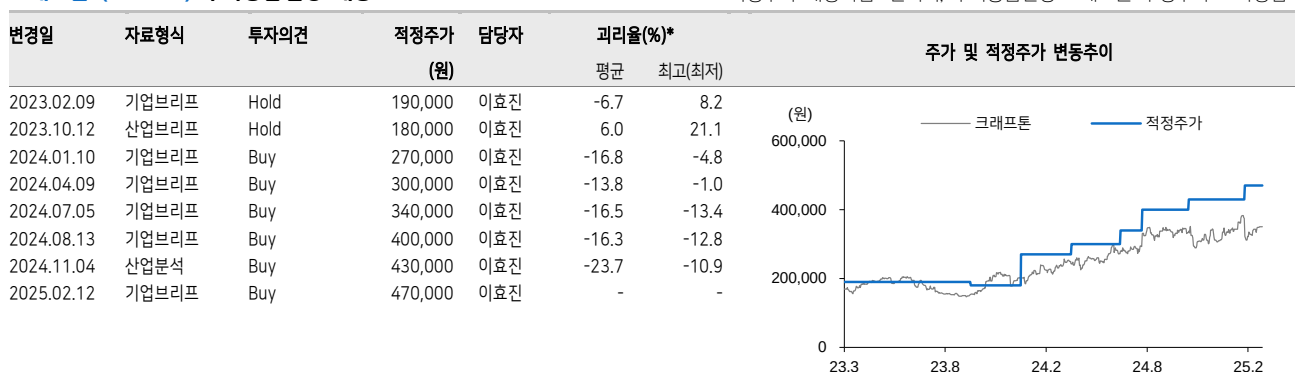
시프트업 (462870) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



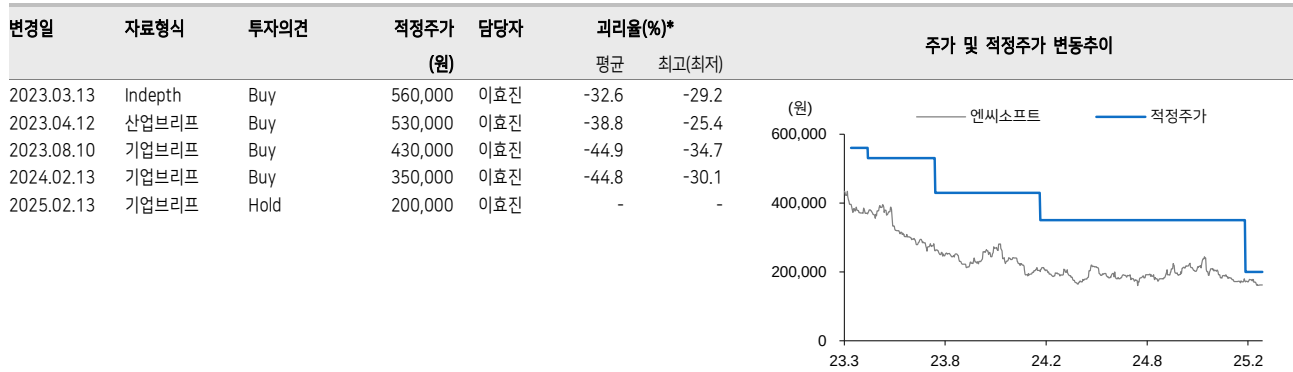
크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

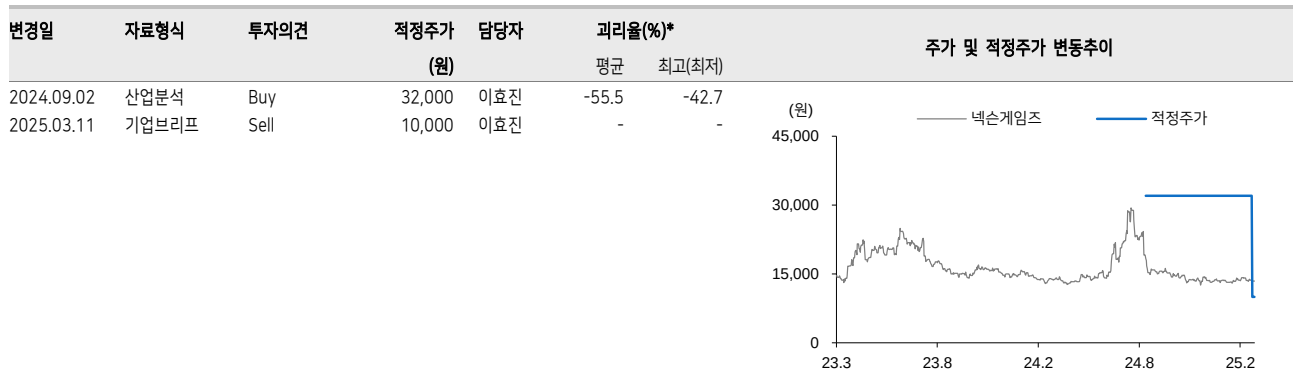


엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

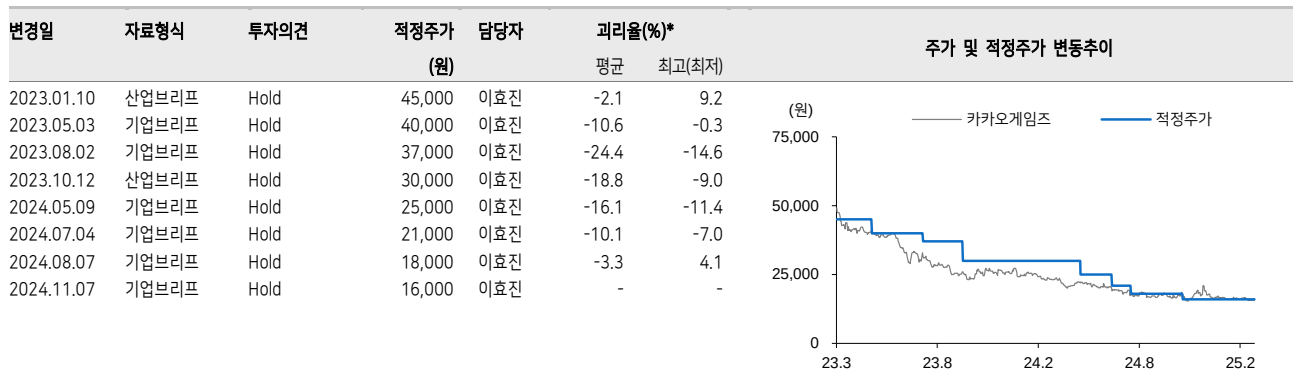
**넥슨게임즈 (225570) 투자등급변경 내용**

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



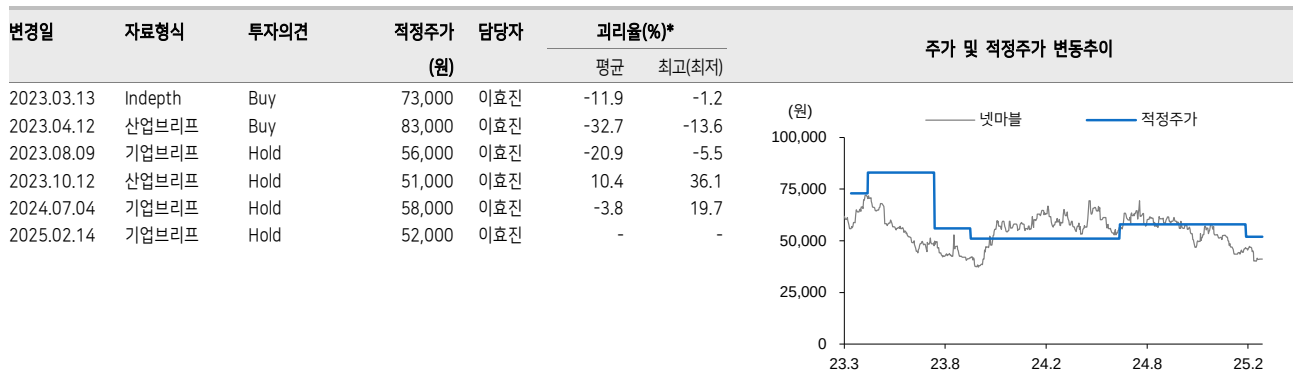
카카오게임즈 (293490) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



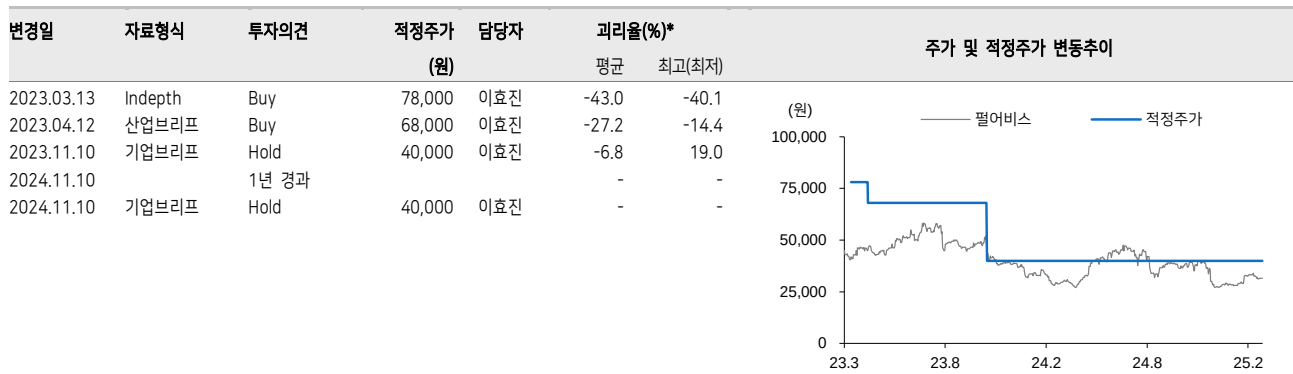
넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



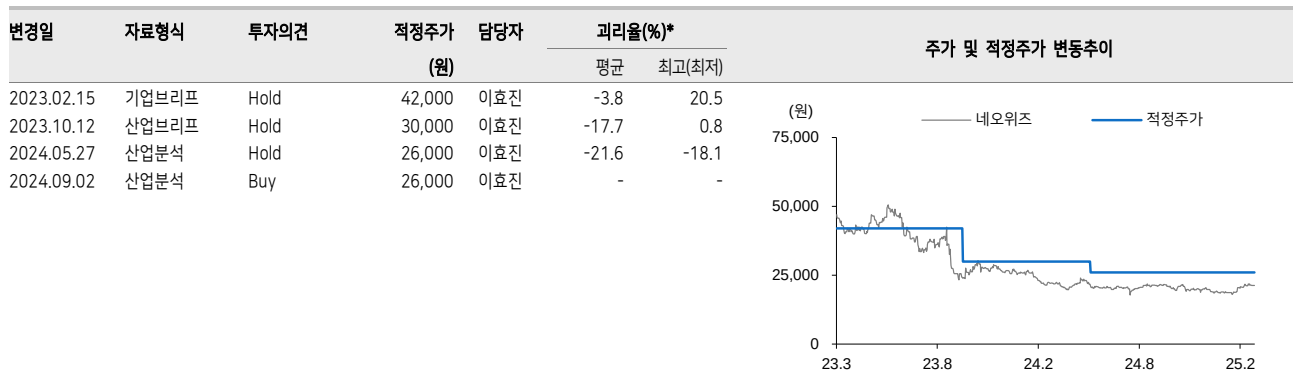
펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



NHN (181710) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

