SECTOR
UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

▶ 종목 정보

크래프톤 (259960 KS, 254,500원)		
목표주가	310,000원	(21.8%)
BUY		
엔씨소프트 (036570 KS, 230,000원)		
목표주가	280,000원	(17.9%)
BUY		
넷마블 (251270 KS, 52,200)		
목표주가	68,000원	(30.2%)
BUY		
NHN (181710 KS, 41,850원)		
목표주가	46,000원	(9.9%)
BUY		

리서치센터 리포트
바로가기

게임 (OVERWEIGHT)

수익성 개선 시그널에 주목

- 매크로 불확실성 고조로 시장 중립적인 게임 산업에 대한 투자 매력 상승
- 수수료 체계 개편과 구조조정, 주주환원 강화로 게임 산업의 자본효율성도 개선되고 있으며, AAA급 게임을 중심으로 하는 글로벌 시장 진출 성과도 가시화 중
- 게임 섹터에 대해 비중 확대 의견을 제시하며 탑픽으로는 턴어라운드 가시성이 높은 엔씨소프트와 NHN을 추천

WHAT'S THE STORY?

매크로 불확실성 확대로 게임 섹터 매력 상승: 유가 및 국채 금리 상승 등 글로벌 매크로 불확실성이 고조됨에 따라 가계 실질 소비 여력에 위축에 대한 우려 상승. 이러한 경기 위축 우려 속에서 게임 산업의 시장 중립적 성향이 부각 받을 전망. 코로나 19 이후 국내 게임사의 밸류에이션도 지속적으로 하락한 만큼 시장 변동에 주가 하락 리스크도 제한적일 것으로 예상됨.

전방위적 산업 수익성 개선 시그널: 게임 섹터는 단순한 방어주 성격을 넘어 산업 전반의 수익성도 개선 추세. 글로벌 앱마켓 수수료 인하 정책과 더불어 게임사들의 자체 결제(DTC) 확대로 마진 스프레드가 구조적으로 확대되고 있고, 'AI-First' 체제 전환을 통한 개발 공정 단축과 선제적인 인력 효율화 작업이 진행되며 실질적인 비용 통제가 효과를 내고 있음. 더불어 과거 방만하게 확장했던 비주력 한계 사업에 대한 강도 높은 구조조정과 적극적인 자사주 소각 등 주주환원 정책이 맞물리며 섹터 전반의 자본 효율성(ROE) 개선 구간에 진입.

글로벌 시장 진출 성과도 가시화: 기존 아시아 모바일 MMORPG에 편중되었던 게임사들의 성장 축이 글로벌 스팀/콘솔 및 하이브리드 캐주얼 게임 시장으로 성공적인 다변화가 나타나고 있음. 아크레이더스, 붉은사막 등 국산 대작들이 글로벌 스팀 및 콘솔 시장에서 연이어 텐트풀 급 흥행을 기록하며 글로벌 톱티어 수준의 개발력을 입증. 모바일 게임 시장에서도 M&A를 통한 밸류체인을 확보로 빠르게 성장 중인 하이브리드 캐주얼 게임 시장으로의 진출을 진행 중. 국내 게임사들의 적극적인 해외 시장 진출로 정체되어 있던 국내 게임 산업의 외형 확대가 기대됨.

턴어라운드 주도 대형주 중심 비중 확대: 매크로 방어력과 펀더멘털 개선이라는 두 마리 토끼를 잡은 게임 섹터에 대해 비중 확대(Overweight) 의견을 제시하며, 신작 출시와 구조조정으로 실적 턴어라운드 가시성이 높은 대형주 중심의 매수 접근을 추천. 최선호주로는 M&A를 통해 글로벌 캐주얼 게임 생태계의 수직 계열화를 완성하고, IP 확장으로 하반기 다수의 신작 출시를 예고한 엔씨소프트와 웹보드게임 규제 완화에 따른 게임 매출 성장과 글로벌 수요 폭증으로 GPUaaS 신사업 매출 성장이 기대되는 NHN을 제시함.

삼성증권

미워도 다시 보자

불확실성 상승기 게임 섹터 매력 부각

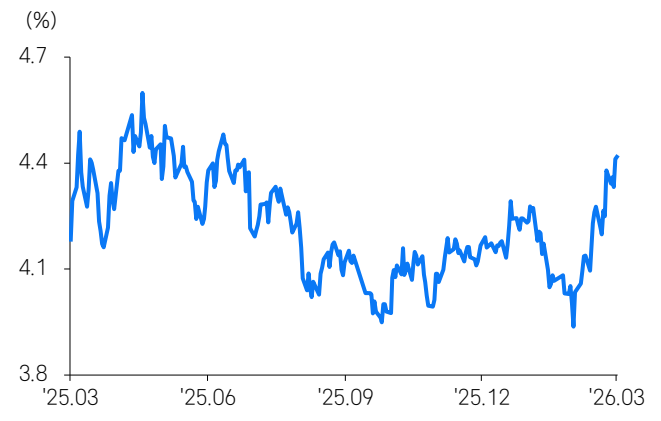
높아지는 매크로 불확실성에 게임 산업의 경기 중립적 성향에 주목

최근 글로벌 거시 경제의 불확실성이 다시금 확대되는 국면에 진입하고 있다. 지정학적 리스크 등에 따른 유가 상승세, 불안정한 환율 흐름, 그리고 인플레이션 고착화 우려를 반영하며 반등하는 국채 금리는 시장의 변동성을 키우는 핵심 요인이다. 이러한 매크로 지표들의 불안정성은 결국 가계의 실질 가처분소득 감소와 전반적인 소비 여력 위축으로 이어질 가능성이 높다. 소비재 전반에 대한 수요 둔화 우려가 커지는 현시점에서, 투자자들은 매크로 민감도가 낮고 실적 가시성이 확보된 피난처를 찾아야 할 때이다.

거시 경제의 하방 압력이 거세질수록 게임 산업 특유의 '경기 중립적(Defensive)' 성향이 강력한 투자 대안으로 부각된다. 게임은 타 여가 활동 대비 '시간당 비용(Cost-per-hour)'이 압도적으로 낮은 대표적인 저비용·고효율 엔터테인먼트로, 경기 침체기에도 소비 저항이 적고 굳건한 하방 경직성을 띤다. 증시 변동성이 커지는 구간에서 게임주가 보유한 낮은 베타(Beta) 특성은 포트폴리오의 안정성을 높이는 방어막 역할을 한다.

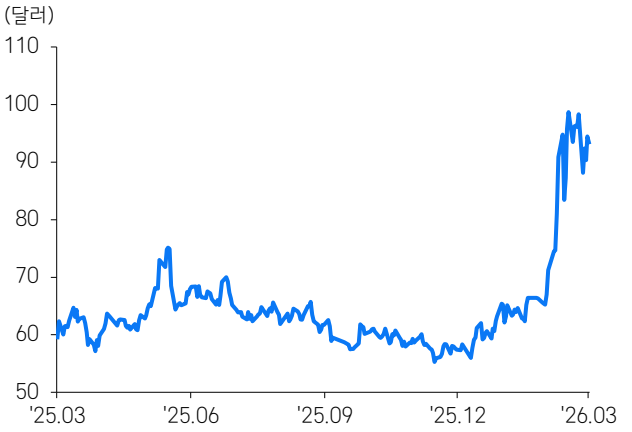
이러한 게임 섹터의 경기 중립적 성격에도 불구하고, 과거에는 게임 기업의 주가 역시 시장 밸류에이션 변동에 영향을 받았다. 고성장주로 분류되어 게임 기업들의 P/E 밸류에이션이 전반적으로 높았기 때문이다. 그러나 팬데믹 이후 장기간 이어진 주가 조정으로 섹터 전반의 밸류에이션(P/E)이 과거 평균을 크게 하회하는 역사적 저점 수준에 머물고 있다. 더 이상 고성장주로 분류되지 않고 있는 만큼 시장 밸류에이션 하락에 따른 추가 주가 하락 리스크는 제한적이라 판단된다.

미국 10년 만기 국채 금리 추이



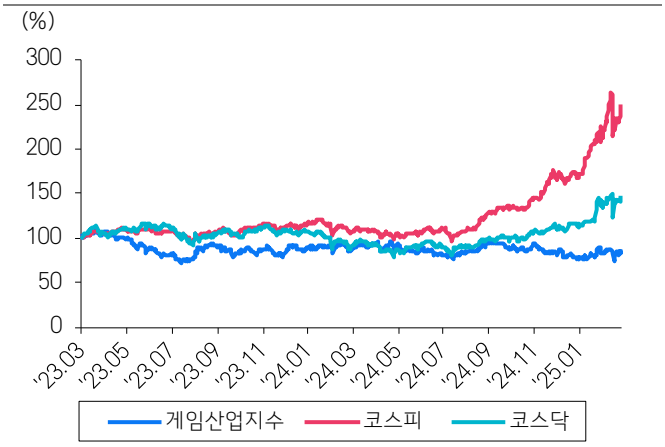
자료: Bloomberg

WTI 유가 추이



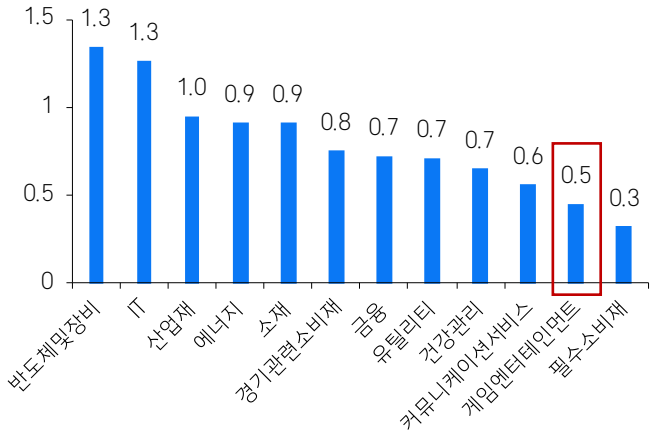
자료: Bloomberg

게임 섹터 vs 국내 시장 상대 수익률



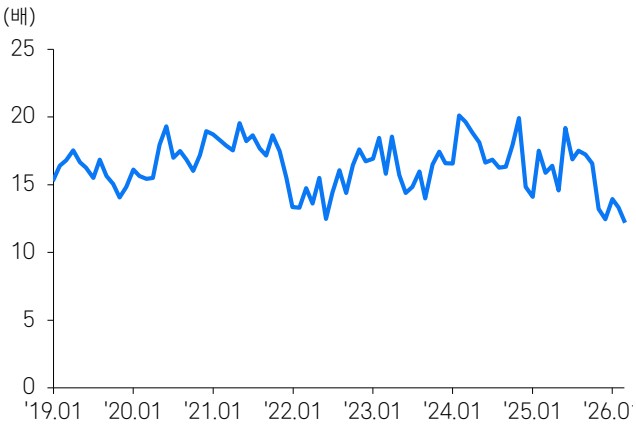
자료: 에프엔가이드

주요 섹터별 베타



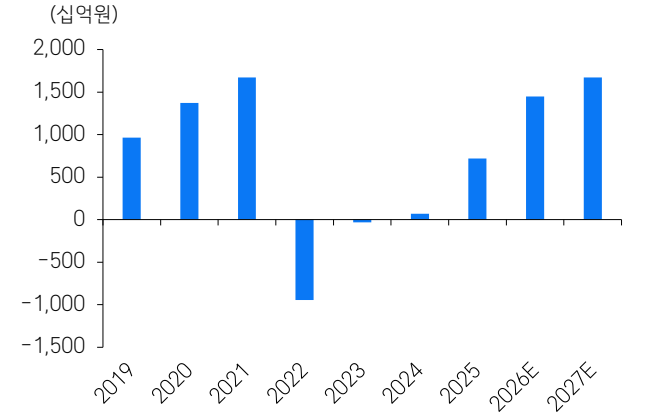
참고: Wise Index 기준
자료: 에프엔가이드

국내 게임 시장 P/E 밸류에이션



참고: 주요 국내 게임 상장사 12MF P/E 시가총액 가중평균; 적자 기업 제외
자료: Quantiwise

주요 게임사 합산 당기순이익



참고: 주요 국내 게임 상장사 10개사 합산 당기 순이익
자료: Quantiwise

산업 자체 수익성도 개선 중. 섹터 비중 확대 추천

게임 섹터가 단순한 방어주를 넘어 매력적인 투자처로 꼽히는 이유는 산업 내부적으로 진행 중인 '구조적인 수익성 강화'에 있다. 과거 외형 성장에 치중했던 게임사들은 현재 철저한 자본 효율성 중심으로 체질을 개선 중이다. 글로벌 앱 마켓 수수료 인하와 자체 결제(DTC) 확대를 통한 마진 스프레드 개선, AI 도입을 통한 획기적인 개발 공정 단축 및 인건비 통제, 그리고 비주력 한계 사업에 대한 강도 높은 구조조정이 동시다발적으로 이루어지고 있다. 여기에 적극적인 자사주 소각 등 주주환원 확대가 더해지며 자본효율성(ROE)이 극대화되는 '이익 레버리지 구간'에 돌입했다.

결론적으로 현재의 게임 섹터는 매크로 불확실성이라는 외풍을 막아낼 '경기 중립적 방어력(저평가+낮은 베타)'과 펀더멘털 턴어라운드라는 '능동적 공격력(비용 통제+ROE 개선)'을 동시에 갖춘 최적의 투자 대안이다. 가계 소비 위축 우려 속에서도 안정적인 현금 창출력을 바탕으로 이익 체력을 키워가고 있는 게임 섹터에 대해 '비중 확대(Overweight)' 의견을 제시한다.

이제 다시 돈 벌 시간

전방위적인 수익성 개선 시그널

1) 플랫폼 수수료 인하 및 자체 결제(DTC) 확대

앱 마켓 수수료 인하와 게임사들의 자체 결제(DTC, Direct to Consumer) 확대를 통해 게임 섹터 전반의 구조적인 마진 개선이 본격화되고 있다.

우선, 글로벌 플랫폼 기업들의 수수료 인하 기조가 뚜렷해지고 있다. 지난 3월 4일 구글은 구글플레이 수수료 인하 및 정책 개편을 발표하며 플랫폼 개방의 신호탄을 쏘아 올렸다. 핵심은 서비스 수수료와 결제 수수료(5%)의 분리, 기본 수수료 인하, 그리고 제3자 앱마켓 수용이다. 특히 외부 결제를 사용할 경우 구글의 결제 수수료가 면제되며, 신규 다운로드 게임의 서비스 수수료는 기존 25%에서 20%로 낮아진다. 여기에 구글플레이 게임 레벨업 프로그램 등에 참여할 경우 5%의 추가 인하 혜택을 받을 수 있어, 신규 다운로드는 최대 10%, 기존 게임은 5%의 수수료 절감 효과가 기대된다. 이러한 정책 변화는 에픽게임즈와의 소송 마무리 및 각국 정부의 앱스토어 개방 압력에 대응하기 위한 조치로 풀이된다.

미국과 유럽은 6월 30일, 호주는 9월 30일, 한국과 일본은 12월 31일 이전까지 신규 정책이 적용될 예정이다. 최근 중국에서 앱스토어 수수료를 인하한 애플 역시 구글의 행보를 고려할 때 국내 시장에서 유사한 조치를 취할 가능성이 높다. 이를 종합하면, 국내 게임사들은 모바일 퍼블리싱 및 신규 게임 매출 비중 등에 따라 2027년부터 이론적으로 최대 8% 수준의 영업이익률 개선 효과를 누릴 것으로 전망된다.

구글플레이 수수료 변화

	기존 수수료	신규 수수료 (서비스 수수료 + 구글결제 수수료)	
		레벨업 프로그램 미참여	레벨업 프로그램 참여
매출 첫 100만 달러	15%	15% (10%+5%)	15% (10%+5%)
신규 설치	30%	25% (20%+5%)	20% (15%+5%)
기존 설치	30%	30% (25%+5%)	25% (20%+5%)
구독 상품	15%	15% (10%+5%)	15% (10%+5%)

참고: 구글 결제 수수료 5%는 선택 사항. 외부 결제 선택 시 외부 결제 수수료 발생
자료: 구글, 삼성증권 정리

구글플레이 게임즈 레벨업 프로그램

요건	혜택
1. 플레이어 여정 보상 - 레벨업에 따른 최소 10개의 업적과 보상 설계 2. 플레이어 연속성 보장 - 클라우드 저장과 복원을 통한 게임 연속성 확보 3. 크로스플랫폼 지원 - 모바일, PC, 태블릿 등 크로스 플랫폼 지원 - 키보드, 마우스, 컨트롤러 지원 4. 매출 및 지표 기준 충족 - 지난 3개월간 MAU 160만 이상, 월매출 4만달러 이상 등	• Google Play 전반에서 콘텐츠와 혜택 홍보 • Google Play에서 YouTube 동영상으로 게임 소개 • Play points 프로모션으로 사용자에게 리워드 • 조작 방지를 이용해 무단 액세스로부터 보호 • 사용자 분포 및 기기별 문제 관련 정보 확인

자료: 구글

국가별 앱 스토어 수수료 변화

	애플	구글
미국	'25년 5월 법원 반독점 위반 판결로 외부 결제 허용 30% (외부 결제 시 27%)	• 26년 6월 이전 신규 수수료 체계 적용 예정
유럽(EU)	'24년 1월 디지털시장법(DMA) 시행으로 티어별 다단계 수수료 체계 도입 '26년 1월 수수료 체계 추가 조정 기존 약관: 표준 30%, 소기업 15% (결제 수수료 포함) 신규 약관: [IAF + SSF + CTC] 핵심 요소로 구성 - 초기 획득 수수료(IAF): 2% (초기 6개월 부과) - 스토어 서비스 수수료(SSF): 1단계 5%, 2단계 13%(소기업 10%) - 핵심 기술 수수료(CTC): 5%"	• 26년 6월 이전 신규 수수료 체계 적용 예정
중국	'26년 3월 중국 당국과 협의로 수수료 인하 일반 어플: 30% -> 25% 중소개발사/구독 2년차+: 15% -> 12% 미니프로그램 파트너 프로그램도 12% 적용"	• 서비스 미제공
일본	'25년 12월 모바일 소프트웨어 경쟁법(MSCA) 영향으로 수수료 인하, 외부결제 허용 26% (외부 결제 시 21%) 중소개발사/구독2년차 15% (외부 결제 시 10%)"	• 26년 12월 이전 신규 수수료 체계 적용 예정
한국	30% (외부 결제 시 27%)	• 26년 12월 이전 신규 수수료 체계 적용 예정

자료: 각 사, 삼성증권 정리

국내 주요 게임 기업 수수료 인하 효과

기업	모바일 매출 비중	인앱 결제 비중*	수수료 인하 대상 매출 비중**	지급수수료 절감 효과***	
				기존 게임(5%)	신규 게임(10%)
크래프톤	39%	14%	5%	0.3%	0.5%
엔씨소프트	40%	70%	28%	1.4%	2.8%
넷마블	100%	80%	80%	4.0%	8.0%
펄어비스	5%	100%	5%	0.2%	0.5%
시프트업	60%	0%	0%	0.0%	0.0%
카카오게임즈	67%	100%	67%	3.3%	6.7%
더블유게임즈	91%	82%	74%	3.7%	7.4%
NHN	13%	100%	13%	0.6%	1.3%
네오위즈	47%	88%	42%	2.1%	4.2%
컴투스	78%	95%	74%	3.7%	7.4%

참고: * 모바일게임 매출 내 인앱 결제 사용 중인 자체 퍼블리싱 게임 매출 비중
**전체 매출 대비 인앱 결제 매출 비중
***전체 매출 대비 인하될 지급수수료 비중; 애플도 동일한 수준의 수수료 인하 가정

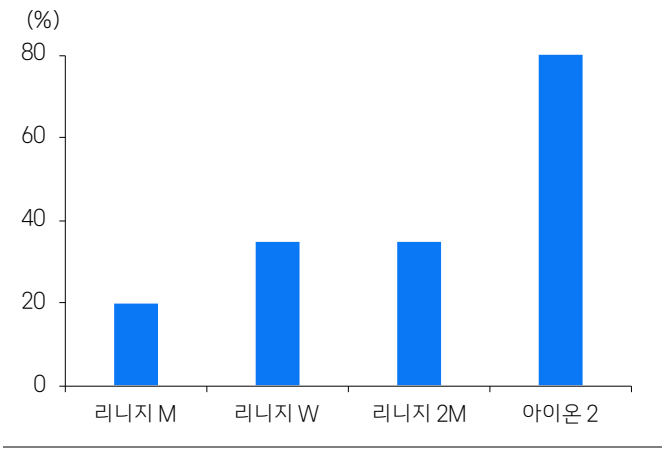
자료: 삼성증권 추정

이러한 플랫폼 발(發) 수수료 인하와 더불어, 게임사들 자체적인 수수료 우회 노력도 빠르게 확산 중이다. 과거 국내 게임사들은 모바일 마켓 매출 순위가 가지는 마케팅 효과 때문에 제3자 앱마켓 입점이나 PC 클라이언트 결제 도입에 다소 소극적이었다. 그러나 최근 수익성 개선에 대한 강력한 요구와 함께, 장르 다변화 등으로 마켓 순위 마케팅의 중요성이 하락하면서 클라이언트 결제에 적극적으로 나서고 있다.

가장 먼저 클라이언트 결제를 도입한 넷마블은 MMORPG를 제외한 모든 크로스 플랫폼 신작에 자체 결제를 적용하여, 2024년 1분기 39%였던 매출 대비 지급수수료 비중을 2025년 4분기 32%까지 낮추는 성과를 거두었다. 작년 11월 자사의 크로스 플레이 플랫폼 '퍼플(PURPLE)' 결제를 전 모바일 게임으로 확대 도입한 엔씨소프트 또한 본격적인 수수료 절감 효과를 누리고 있다. 일례로 신작 '아이온2'는 매출의 90% 이상이, '리니지M' 등 기존 게임 역시 20% 이상이 퍼플을 통해 결제되고 있다. 소셜 카지노 게임사인 더블유게임즈도 웹 기반 DTC 결제 비중을 2024년 8%에서 2025년 4분기 27%까지 대폭 끌어올리며 수익성 방어에 주력하고 있다.

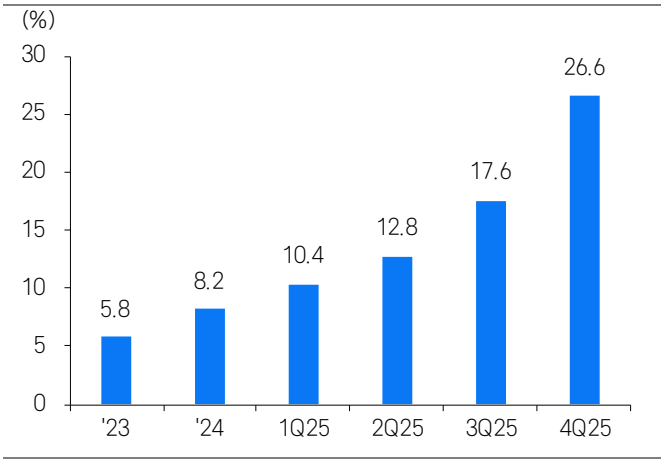
결과적으로 구글과 애플 등 양대 플랫폼의 외부 결제 허용 기조와 게임 기업들의 자체 결제 시스템(DTC) 및 크로스 플랫폼 확대 전략이 시너지를 내면서, 과거 비용 누수가 가장 심했던 지급수수료 부문에서 유의미하고 구조적인 이익 레버리지가 창출될 전망이다.

엔씨소프트 게임 별 자체 결제 비중



자료: 엔씨소프트

더블유게임즈 소셜카지노 DTC 결제 비중 추이



자료: 더블유게임즈

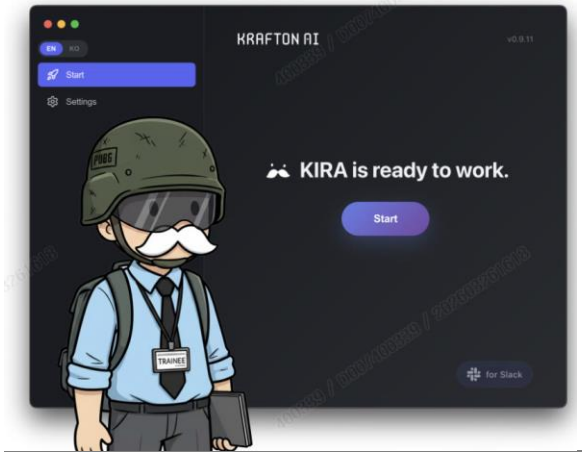
2) AI-First 체제 전환을 통한 개발 효율화 및 인건비 통제

게임 산업 내 AI 도입은 단순한 보조 도구를 넘어 전사적인 'AI-First' 체제로의 전환을 이끌며, 실질적인 비용 효율화라는 숫자로 그 가치를 증명하고 있다. 최근 유니티가 발표한 '2026 게임 개발 보고서'에 따르면, 글로벌 게임 스튜디오의 95%가 이미 개발 워크플로우 내에 AI를 통합하여 사용 중인 것으로 나타났다. 이는 2023년의 71% 대비 비약적으로 상승한 수치로, AI 활용이 선택이 아닌 생존을 위한 필수 요건으로 자리 잡았음을 시사한다.

국내 주요 게임사들은 AI 도입을 선제적인 조직 효율화와 인건비 통제의 핵심 지렛대로 활용하고 있다. 크래프톤은 지난해 11월 자발적 퇴사 프로그램을 진행하며 인력 구조를 재편했으며, 이로 인한 리소스 공백을 AI 에이전트 도입으로 메우고 있다. 이를 뒷받침하기 위해 사내 'AI 러닝 허브'를 구축하고 매년 300억 원의 예산을 투입해 임직원들의 AI 활용을 적극 지원 중이다. 엔씨소프트 역시 2025년 AI 도입으로 인력 의존도가 낮아진 아트 직군을 중심으로 선제적인 희망퇴직을 단행한 바 있으며, 올해는 'AI 혁신 전담 조직'을 가동해 전사적인 AI 도입을 가속화하고 있다. 자체 개발한 AI 모델 '바르코(VARCO)'와 글로벌 AI 에이전트를 적극 활용하여 주력인 MMORPG는 물론 신규 진출한 캐주얼 게임의 개발 기간까지 획기적으로 단축할 계획이다.

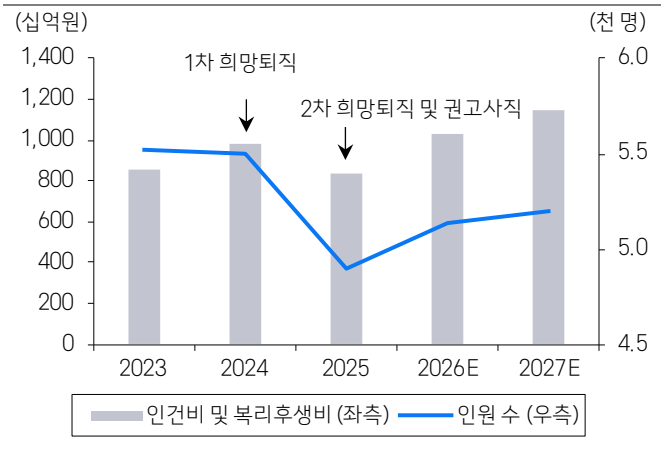
이러한 강도 높은 체질 개선은 글로벌 탑티어 게임사들에서도 동일하게 관찰된다. 이스라엘의 글로벌 게임사 플레이티카(Playtika)는 지난 1월 AI 기반 리소스 효율화를 근거로 전체 인력의 15%를 감축했으며, 유비소프트(Ubisoft) 또한 본사 인력의 20%를 줄이는 구조조정을 단행했다. 이들이 대규모 감원과 일부 프로젝트 철수 속에서도 AI에 대한 투자는 오히려 확대하겠다는 방침을 밝힌 것은, AI를 통한 효율화가 펀더멘털 개선의 핵심 배경임을 방증한다.

크래프톤: 개인용 AI 업무 비서 KIRA 오픈소스 공개



자료: 크래프톤

엔씨소프트 인력 및 인건비 추이

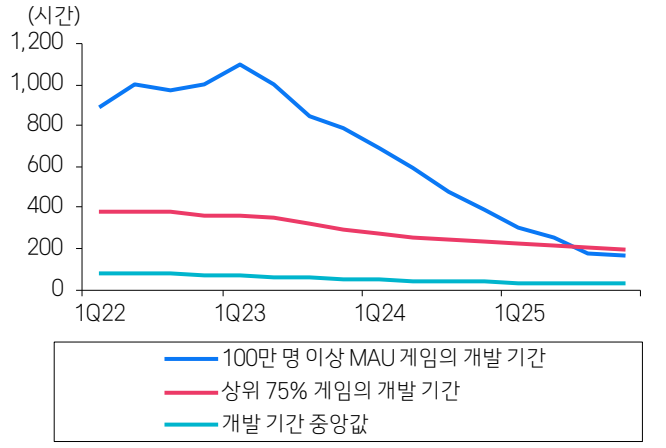


자료: 엔씨소프트

실제 개발 실무, 특히 코딩과 아트 부문에서의 생산성 향상은 매우 가시적이다. 유니티 설문에 따르면 응답자의 62%가 코딩 과정에서 AI의 도움을 받고 있으며, 이는 전체 프로젝트 기간을 단축하는 핵심 요인으로 작용하고 있다. EA의 앤드류 윌슨 CEO 역시 최근 실적 발표를 통해 AI 도입으로 게임 개발 효율성이 30% 이상 향상되었다고 밝히며 그 효용성을 증명했다.

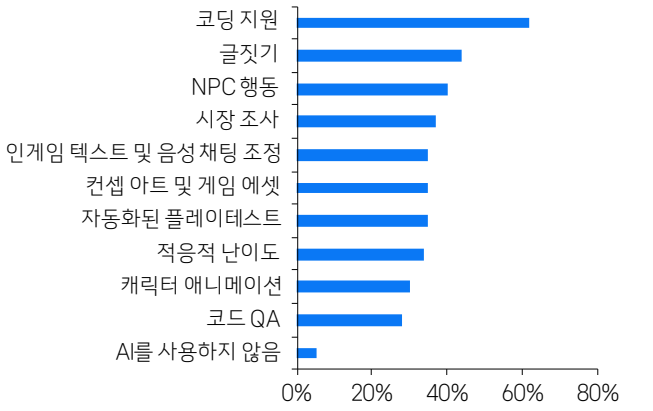
더 나아가 AI는 단순한 개발비 절감을 넘어 게임 내 캐릭터(NPC)의 지능화를 통해 새로운 비즈니스 모델(BM)과 유저 경험을 창출하고 있다. 크래프톤은 지난해 CES에서 엔비디아와 협력해 대화와 전략 설정, 미션 수행이 모두 가능한 AI CPC(Co-playable character)인 'PUBG 앨라이(ALLY)'를 선보였다. 텐센트도 자사 게임 '화평정영'에 유저와의 플레이 경험을 기억하고 관계를 발전시켜 나가는 AI 동료 시스템을 도입할 예정이다. 이러한 고도화된 AI 캐릭터의 등장은 1인 플레이어의 체류 시간을 늘리고 유저 생애 가치(LTV)를 극대화할 뿐만 아니라, 향후 유명 셀럽을 활용한 AI 캐릭터 제작 등으로 이어지며 섹터 내 혁신적인 수익 모델로 진화할 전망이다.

유니티 개발자 프로젝트 개발 기간 추이



참고: Clint 2025년 설문조사, 응답자 300명
자료: 유니티

게임 개발에서 AI 사용 영역



참고: Clint 2025년 설문조사, 응답자 300명 대상, 중복 응답
자료: 유니티

PUBG AI CPC ALLY

자료: NVIDA

화평정영 셀럽 AI 캐릭터 예시

자료: 텐센트

3) 비주력 사업 정리 및 핵심 역량 집중을 통한 체질 개선

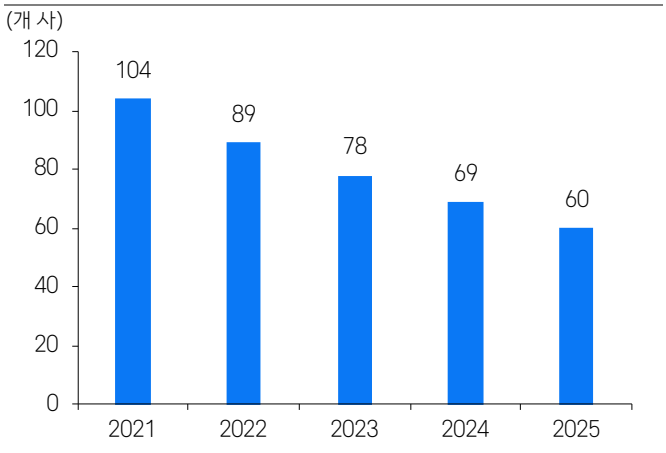
게임 기업들의 수익성 방어 전략은 단순한 비용 통제(Cost-cutting)를 넘어, 전사적 사업 포트폴리오 재편(De-leveraging)으로 진화하고 있다. 팬데믹 시기 풍부한 유동성을 바탕으로 방만하게 확장했던 비주력 사업들을 과감히 매각하거나 축소하여 손실을 최소화하고 있으며, 이러한 뼈를 깎는 노력은 점차 구체적인 재무적 성과로 가시화되는 추세이다.

대표적인 체질 개선 성공 사례는 NHN이다. NHN은 게임, 결제, 기술(클라우드)이라는 3대 핵심 사업을 제외한 커머스, 콘텐츠, 여행 등 기타 한계 사업부에 대한 강도 높은 매각과 청산을 진행 중이다. 그 결과 2021년 104개에 달했던 연결 자회사 수는 2025년 60개 수준까지 대폭 축소되었다. 특히 대규모 적자를 유발하던 커머스 부문의 사업 축소와 선제적인 영업권 손상차손 반영을 통해, 매년 연말마다 반복되던 무형자산 상각 리스크를 크게 덜어낸 점이 긍정적이다. 이러한 비주력 사업의 디레버리징을 통해, 핵심 사업의 매출 성장이 온전히 전사 이익 확대로 직결되는 펀더멘털의 개선이 시현되고 있다.

컴투스 역시 기업 생존을 위한 구조조정에 사활을 걸고 있다. 2023년부터 메타버스, 블록체인, 미디어 등 비게임 신사업에 대한 축소를 지속해 온 데 이어, 최근에는 성과가 부진한 게임 부문의 인력 효율화(권고사직)까지 단행했다. 고강도 비용 통제 덕분에 미디어 자회사의 손실 폭이 손익분기점(BEP) 수준까지 축소되었고, 2025년 4분기 기준 연결 영업 흑자 전환이라는 의미 있는 성과를 거두었다.

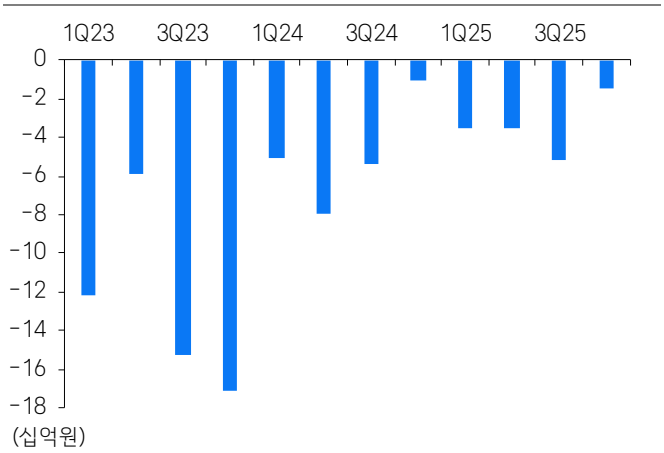
다만 컴투스의 경우, 국내 미디어 산업의 구조적 한계로 인해 위지윅스튜디오나 마이뮤직테이스트 등 미디어 자회사들의 적자 기조가 완전히 해소되지 않았다는 점이 과제로 남아있다. 더불어 본업인 게임 부문에서 실적을 견인할 만한 신작 흥행 모멘텀이 다소 부족한 상황이다. 따라서 향후 추가적인 한계 사업 청산과 구조조정을 통해 전사 리소스를 온전히 게임 본업에 집중하는 강력한 '선택과 집중' 전략이 밸류에이션 회복의 핵심 전제 조건이 될 것으로 판단된다.

NHN 연결 자회사 수 추이



자료: NHN

컴투스 연결 자회사 영업적자 추이



자료: 컴투스

4) 주주환원 강화를 통한 자본 수익성(ROE) 극대화

게임 기업들의 수익성 개선 노력은 단순히 영업이익을 늘리는 것을 넘어, 최종적인 자본 효율성(ROE)을 극대화하는 방향으로 진화하고 있다. 과거 고성장기에는 잉여 현금을 M&A나 대규모 신작 개발에 온전히 재투자하는 것이 일반적이었으나, 산업이 성숙기에 접어들면서 창출한 이익을 효율적으로 배분하고 주주에게 환원하는 것이 기업 가치 평가의 핵심 변수로 부상했다.

최근 두드러지는 주주환원 강화 기조는 게임 섹터의 ROE를 구조적으로 높이는 강력한 촉매제다. 앞서 살펴본 수수료 인하, AI 도입, 한계 사업 구조조정이 기업의 실질적인 이익 체력(당기순이익)을 회복시키는 과정이라면, 적극적인 자사주 매입과 소각은 잉여 자본을 줄여 주주 몫의 수익성을 직접적으로 끌어올리는 역할을 한다. 3차 상법 개정에 따른 방어적 대응 측면도 존재하지만, 다수의 기업들이 보유 자사주를 교환사채(EB) 발행이나 임직원 보상 등에 활용하기보다 '자사주 소각'이라는 정면 돌파를 통해 주주가치 제고를 선택했다는 점은 펀더멘털 개선에 대한 강한 자신감으로 해석된다.

이러한 자본 효율성 중심의 체질 개선을 가장 명확히 보여주는 사례는 엔씨소프트다. 동사는 지난 3월 경영 전략 간담회에서 2030년까지 매출 5조 원 달성과 함께 'ROE 15%'를 중장기 핵심 목표로 제시했다. 이는 단순히 본업의 영업이익률을 높이는 것에 그치지 않고, 자본 구조 최적화를 최우선 과제로 삼겠다는 강력한 의지다. 실제로 2027년까지 연결 당기순이익의 30% 수준의 현금 배당 계획을 밝혔으며, 연내 약 10%에 달하는 기보유 자사주에 대한 소각 계획도 밝힌 만큼 추가적인 ROE 상승이 기대된다.

결과적으로 게임 기업들의 선제적인 주주환원 정책은 단순한 배당 확대를 넘어선다. 이는 전사적인 비용 통제를 통한 실적 턴어라운드와 결합하여 섹터 전반의 ROE를 구조적으로 우상향시키고, 궁극적으로 게임주 전반의 밸류에이션 리레이팅을 이끄는 가장 확실한 수익성 개선 시그널로 작용할 전망이다.

국내 주요 상장사 주주환원 정책

	주주환원 정책	보유 자사주 (%)	'25년 배당 성향 (%)
크래프톤	- '26~'28년 3년간 총 1조원 이상 주주환원 - 연간 배당 1,000억원, 3년간 자기주식 취득 및 소각 7,000억원 이상	6.2	13.6
엔씨소프트	- '25~'27년 3년간 연결 당기순이익의 30%를 현금 배당	10	6.4
넷마블	- '28년까지 주주환원율 40%로 상향 목표 - 보유 자사주 4.7% 전액 소각	4.7	29.3
펄어비스		4.4	0
카카오게임즈		0.1	0
더블유게임즈	- 연결 EBITDA 기준 기본 배당 + 특별 배당 - 매년 직전 사업년도 발행주식수의 1~2% 소각	8.9	12.8
NHN	- '26~'28년 3년간 직전사업연도 연결 EBITDA의 15% 주주환원 재원으로 활용 - 매년 전년도 주당 배당금 이상으로 배당 시행	5.9	26.7
네오위즈	- '25~'27년 3년간 연결 영업이익의 20%를 주주환원 재원으로 활용 - 최소 연간 100억원(현금 배당 50억, 이익소각 50억) 환원	9.4	12.9
컴투스	- 직전연도 별도 영업현금흐름의 40~60%를 주주환원 재원으로 활용	5.3	267.6
시프트업	- '26년 상반기 중 구체적인 주주환원 방향성 발표하고, 이후 단계적 실행 착수 계획	1.6	0

자료: 각 사, 삼성증권 정리

파이 늘리는 국내 게임 기업

해외 시장 진출로 성과 가시화

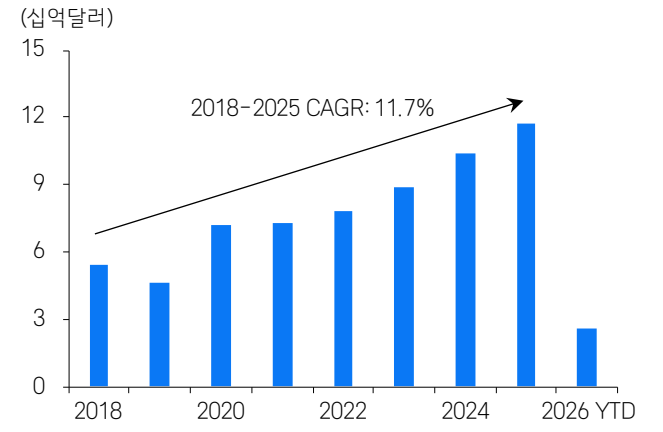
글로벌 스팀/콘솔 시장에서 두각 나타내는 국산 AAA 게임

국내 게임사들이 새로운 성장 동력으로 삼고 수 년 전부터 진출을 시도해왔던 북미/유럽 PC 스팀, 콘솔 시장에서 성과가 가시화되며 새로운 성장 동력으로 자리잡아가고 있다. 이는 단순한 일회성 흥행이 아닌, 신규 IP 발굴과 BM의 다변화, AAA급 게임 개발 시스템 구축이 맞물린 투자의 결과이다.

국내 게임사들은 수 년 전부터 글로벌 스팀, 콘솔 게임 시장에 눈을 돌리기 시작했다. 글로벌 모바일게임 시장 쇼 폼 등 영상 매체와의 경쟁으로 성장이 정체되고 있었기 때문이다. PC 게임 시장은 분산되어 있던 다운로드 채널을 스팀이 통합하며 고성장이 나타나고 있다. 지난해에도 스팀 시장은 12.5%로 고성장하였다. 콘솔 플랫폼 시장 역시 알파와 Z세대의 높은 지지를 바탕으로 견조한 성장이 지속되고 있다.

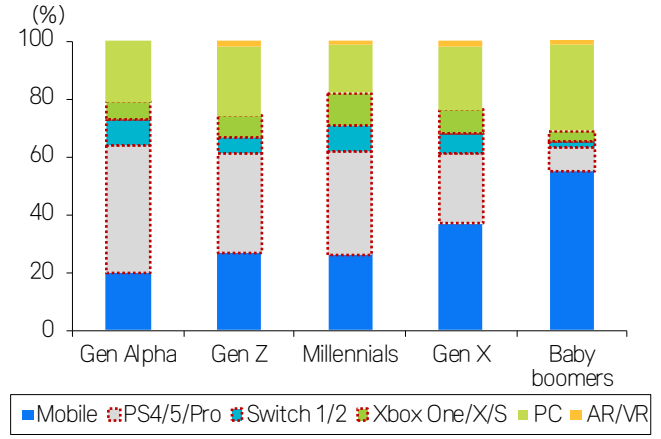
높은 시장 매력도에도 국내 업체들에게 스팀과 콘솔 시장으로 진출은 쉽지 않은 일이었다. 북미/유럽 유저들에 대한 낮은 이해도와 콘솔 게임 개발 경험 부재, 높은 개발비 등은 높은 진입 장벽이 되었다. 그러나 국내 게임사들은 지속적인 도전을 통해 성과를 만들어내기 시작했다.

스팀 PC 게임 시장



자료: 센서타워

세대별 게임 플랫폼 선호도



자료: BCG 컨설팅, Video Game Report 2026

국산 게임의 가능성을 알린건 넥슨의 '데이브 더 다이브'와 네오위즈의 'P의거짓'이었다. 넥슨이 '23년 6월 출시한 데이브 더 다이브는 해양 탐험과 스시 레스토랑 경영을 결합한 독특한 게임성으로 메타크리틱 점수 90점과 스팀 최고 인기 제품 1위에 오르며 평단과 유저 모두를 만족시켰다. 이를 바탕으로 올해까지 글로벌 누적 판매량 800만장을 돌파하며 스테디 셀러 반열에 올랐다. 같은 해 9월 출시된 네오위즈 P의거짓은 잔혹 피오키오라는 매력적인 잔혹 세계관에 기반한 소울라이크 장르로 국내외 다수 어워드를 받고 누적 300만장 이상의 판매고를 올렸다.

'24~'25년에도 국산 액션 RPG 게임의 글로벌 시장 도전은 지속되었다. 시프트업의 스텔라블레이드는 '24년 4월 출시되어 누적 600만장 이상 판매고를 올렸고, 넥슨의 퍼스트 디센던트도 '24년 7월 출시되어 스팀 글로벌 매출 1위, 최고 동시 접속자 23만명이라는 초기 성과를 기록했다. '25년 3월, 넥슨이 출시한 '퍼스트 버서커:카잔'은 스팀 최고 동접자 3만명이라는 기대에 못미치는 성과를 냈지만, 국내 게임사들이 글로벌 AAA 게임 시장에 지속적으로 도전하고 있음을 보여주었다.

올해에는 국내 게임사들이 본격적으로 AAA 게임을 선보이며 판을 다시 짜고 있다. AAA급 게임에 가장 진심인 넥슨이 지난해 말 출시한 아크 레이더스는 경쟁이 심한 익스트랙션 슈터 시장에서 독보적인 게임성으로 호평을 받으며 출시 6개월만에 누적 판매량 1,400만 장을 달성하였다. 아크레이더스는 D.I.C.E. 등 다수의 글로벌 어워드에서 수상하며 평단으로부터도 높은 게임성을 인정받았다.

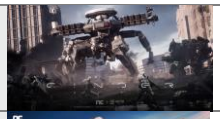
3월에는 펄어비스가 7년동안 개발해온 오픈월드 액션 RPG '붉은사막'이 뛰어난 그래픽과 전투에 대한 호평과 함께 출시 첫 날 200만장 판매라는 뛰어난 초기 성과를 거두었다. 붉은사막에 대한 유저와 평단의 평가는 극명하게 갈리고 있지만, 국산 게임의 기술력을 글로벌 AAA급 게임 시장에 각인시켰다는 점에서 의의가 있다. 국산 게임사들의 스팀/콘솔 시장에 대한 노하우가 쌓이며 신작 흥행율이 점차 높아지고 있는 만큼 올해와 내년 출시될 국산 AAA급 게임들의 성과를 주목할 필요가 있다.

국내 크로스 플랫폼 AAA급 게임 라인업

게임명	출시일	퍼블리셔(개발사)	장르	플랫폼	성과
배틀그라운드	'17년 12월	크래프톤(PUBG)	배틀로얄, 액션, FPS	PC(스팀), PS, Xbox	스팀 최고동접자 325만명
칼리스토 프로토콜	'22년 12월	크래프톤(스트라이킹디스턴스)	액션 RPG	PC(스팀), PS, Xbox	첫 해 200만 장 이하
데이브 더 다이버	'23년 6월	넥슨(민트로켓)	해양 어드벤처	PC(스팀), PS, Xbox, Nintendo Switch, 모바일	누적 800만 장 판매
P의 거짓	'23년 9월	네오위즈(라운드8)	액션 RPG	PC(스팀), PS, Xbox 게임패스	누적 300만 장 판매
퍼스트 디센던트	'24년 7월	넥슨(넥슨게임즈)	TPS	PC(스팀), PS, Xbox	부분 유료화 모델
쓰론앤리버티	'24년 10월	엔씨소프트	MMORPG	PC(스팀), PS, Xbox	스팀 최고 동접자 30만명
퍼스트버서커: 카잔	'25년 3월	넥슨	액션RPG	PC(스팀), PS, Xbox	스팀 인기 게임 순위 2위
스텔라블레이드	'25년 6월	시프트업	액션 RPG	PC(스팀), PS5, Xbox	누적 600만 장 판매
아크 레이더스	'25년 10월	넥슨(엠바크)	익스트랙션슈터	PC(스팀), PS5, Xbox, MS Store	누적 1,400만 장 판매
붉은사막	'26년 3월	펄어비스	오픈월드 액션RPG	PC(스팀), PS5, Xbox, macOS	출시 나흘간 300만 장 판매

자료: 삼성증권 정리

출시 예정 국산 AAA급 게임 리스트

게임명		개발사	출시 예정일	플랫폼	특징
신더시티		엔씨소프트	4Q26	PC(스팀), PS, Xbox	3인칭 오픈월드 MMO 슈팅 게임
호라이즌 스틸 프론티어스		엔씨소프트	2027	PC(스팀),모바일	호라이즌 IP 기반 MMORPG
이블베인		넷마블	2H26	PC(스팀), PS	근접과 원거리 전투를 오가는 4인 협동 액션 게임
낙원: Last Paradise		넥슨	미정	PC(스팀), PS, Xbox	좀비 아포칼립스 익스트랙션 생존 게임
빈딕투스: 디파잉 페이트		넥슨	미정	PC(스팀), PS, Xbox	넥슨 '마비노기 영웅전'의 IP 활용된 액션 게임
우치 더 웨이페어러		넥슨게임즈	미정	PC(스팀), PS, Xbox	고전 소설 '전우치'가 주인공인 액션 어드벤처 게임

자료: 삼성증권 정리

서구권 하이퍼/하이브리드 캐주얼 게임 시장 도전

또 다른 성장 시장으로 서구권 유저들을 타겟으로 한 하이퍼 및 하이브리드 캐주얼 게임 시장이 주목받고 있다. 이 시장은 진입 장벽이 낮은 '하이퍼 캐주얼'의 흥행에서 출발해, 현재는 수익성과 잔존율을 대폭 끌어올린 '하이브리드 캐주얼'로 진화하며 글로벌 모바일 게임 시장의 전체 파이를 키우는 핵심 동력으로 자리 잡았다.

초기 서구권 모바일 시장의 양적 성장을 주도한 것은 하이퍼 캐주얼(Hyper-casual) 게임이었다. 직관적인 조작과 짧은 플레이 타임을 특징으로 하는 이 장르는 낮은 개발 비용과 저렴한 신규 유저 확보 비용(UA)을 무기로 폭발적인 다운로드를 기록했다. 방대한 트래픽을 기반으로 게임 내 전면 광고(IAA, In-App Ads)를 노출하는 것이 핵심 비즈니스 모델이었으며, 글로벌 스마트폰 보급률 확대와 맞물려 전례 없는 호황을 누렸다.

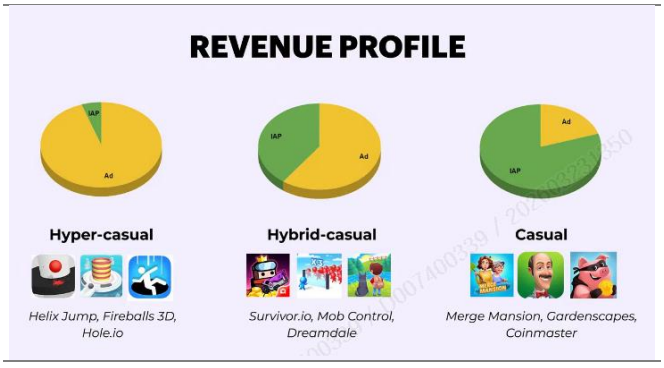
그러나 2021년 애플의 앱 추적 투명성(ATT) 정책 도입을 기점으로 하이퍼 캐주얼의 사업 방정식은 근본적인 한계에 직면했다. 개인정보 보호 강화로 타겟팅 광고 효율이 급감하자 신규 모객 비용(CPI)은 천정부지로 솟구친 반면, 수익을 결정짓는 광고 단가(eCPM)는 하락했다. '저비용 대량 모객'이라는 전제가 무너지며 수익성이 급격히 악화된 것이다.

이러한 위기를 타개하기 위해 시장은 '하이브리드 캐주얼(Hybrid-casual)'이라는 새로운 해답을 제시하며 질적 진화를 이뤄냈다. 하이퍼 캐주얼 특유의 가볍고 직관적인 핵심 플레이(Core loop)는 유지하되, 장비 수집, 캐릭터 육성, 재화 관리 등 미드코어 및 RPG 장르의 메타 시스템(Meta-system)을 결합한 것이다. 단순한 조작에 로그라이크 요소를 가미한 '탕탕특공대(Survivor.io)'나 '궁수의 전설(Archero)'이 대표적인 성공 사례다. 이러한 장르적 결합은 유저들의 동기 부여를 강화해 장기 체류를 유도했으며, 과거 90% 이상 광고에 의존하던 수익 구조를 인앱 결제(IAP)와 구독 모델로 다변화시켰다. 결제 유저 비율(PUR)과 유저 생애 가치(LTV)가 동시에 상승하며, 급등한 마케팅 비용을 상쇄하고도 남는 이익 체력을 갖추게 된 것이다.

머릿속 비우고 즐기는 하이퍼캐주얼 장르

자료: 구글

캐주얼 게임 장르별 수익 모델 비중

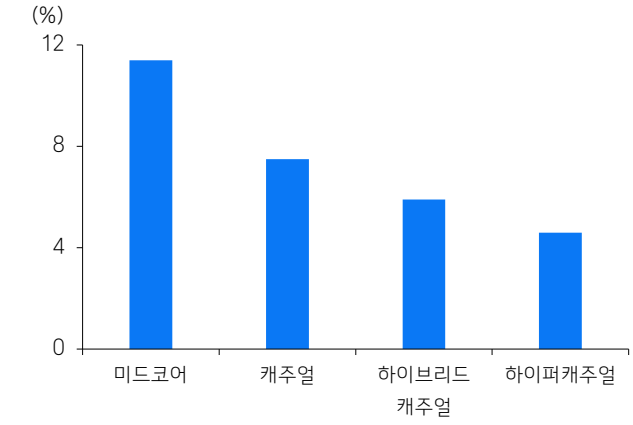


자료: Gamingion.com

결과적으로 하이퍼 캐주얼의 압도적인 대중성과 하이브리드 캐주얼의 강력한 수익성이 결합되면서, 전체 캐주얼 게임 시장은 글로벌과 국내를 막론하고 가장 빠르게 성장하는 섹터로 자리매김했다. 글로벌 앱 마켓 분석업체 센서타워(Sensor Tower)에 따르면, 2023년 기준 글로벌 하이브리드 캐주얼 게임의 인앱 결제(IAP) 매출은 20억 달러(약 2.7조 원)를 돌파하며 전년 대비 30%에 달하는 고성장을 기록했다. 국내 시장 역시 2025년 1~3분기 기준 스왑 제거, 머지(Merge) 등 하이브리드 캐주얼 장르 매출이 전년 동기 대비 37% 급증하며 그 파급력을 입증하고 있다.

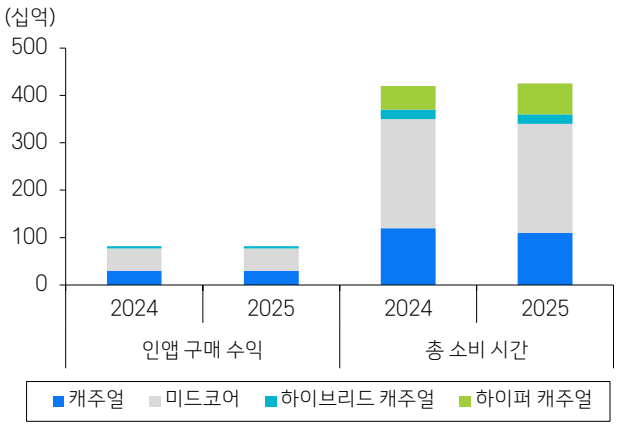
전체 모바일 게임 시장의 성장이 정체된 가운데, 사실상 캐주얼 장르가 시장의 실질적인 외형 성장을 독보적으로 주도하고 있는 셈이다. 이에 따라 정체된 내수 MMORPG 시장을 벗어나 서구권으로의 확장을 꾀하는 국내 게임사들에게 캐주얼 시장 진출은 생존을 위한 필수 과제가 되었으며, 선제적인 M&A와 밸류체인 확보에 나선 기업들을 중심으로 새로운 밸류에이션 리레이팅이 기대된다.

장르별 30일 이후 이용자 잔존율 비교



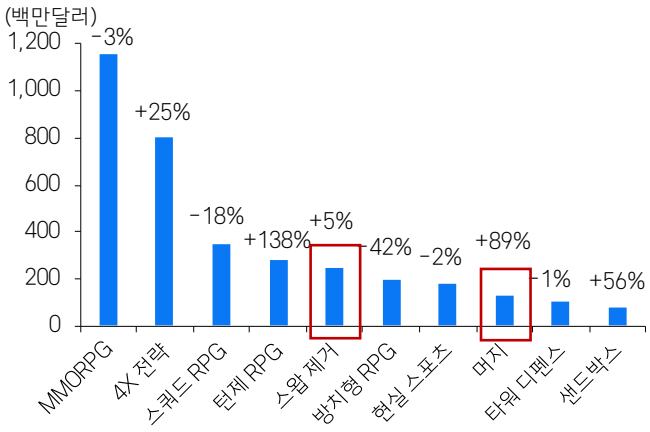
자료: 센서타워

글로벌 모바일게임 장르별 매출 및 소비시간 변화



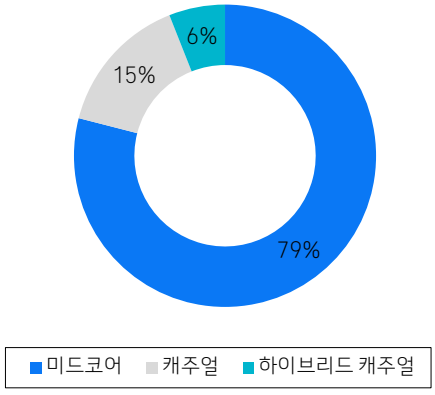
자료: 센서타워

한국 모바일게임 세부 장르별 수익 및 성장률 (1Q25~3Q25)



자료: 센서타워

한국 시장 모바일게임 장르별 인앱 구매 수익



참고: 2025년 1월~9월 기준
자료: 센서타워

밸류체인 수직 계열화로 하이퍼캐주얼 시장 도전하는 엔씨소프트

엔씨소프트는 공격적인 M&A를 단행하며 밸류체인 수직 계열화로 하이퍼캐주얼 게임 시장에 도전장을 내밀었다. '25년 12월 매치3 등 퍼즐 게임 개발에 특화된 베트남 리후후와 머지2 게임에서 전문성을 보유한 한국 스프링컴스를 인수한데 이어, 최근 모바일 게임 리워드 플랫폼 기업인 독일 저스트플레이의 지분 70%를 2억 200만달러에 인수하기로 결정하며 개발과 유통 플랫폼을 수직 계열화하였다.

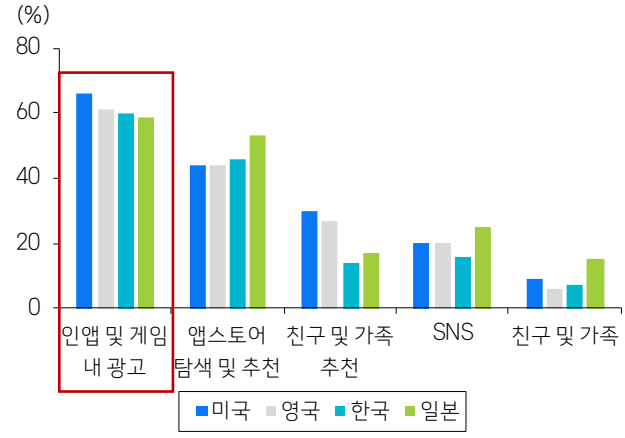
저스트플레이는 글로벌 애드테크 기업 AppLovin 출신 경영진이 2020 설립한 기업으로, 플랫폼 내 게임을 플레이하고 목표를 달성하면 현금화 가능한 보상을 지급하는 리워드 플랫폼을 운영한다. 이 시장의 선두주자는 캐나다에서 설립된 Mistplay이며, Justplay, Bestplay, Cash Giraffe 등이 뒤를 쫓고 있다. Justplay는 후발 주자이나, 애드테크 기술을 바탕으로 1위 Mistplay와 격차를 좁히고 있다.

이러한 게임 리워드 플랫폼은 경쟁 심화로 유저 확보 비용(UA)이 점차 높아지고 있는 캐주얼게임 개발사들에게 다운로드 기회를 제공하고, 지속적인 활동을 유도함으로써 더 높은 유저 참여도와 결제율, 유저 생애 가치(LTV)를 만들어내는 핵심 마케팅 채널이다.

특히 주목할 점은 저스트플레이가 단순 리워드 플랫폼을 넘어 40여종의 자체 개발 및 퍼블리싱 게임을 서비스하고 있으며, 전체 매출의 70%가 북미 지역에서 발생한다는 사실이다. 이는 서구권 하이브리드 캐주얼 게임 시장 공략을 위한 유통 거점을 확보하였음을 의미한다. 향후 저스트 플레이 플랫폼에 리후후나 스프링컴즈가 개발한 하이브리드 캐주얼 게임 라인업이 탑재되면, 자체적인 유저 트래픽 확보와 결제액 증가가 맞물리는 강력한 시너지가 기대된다.

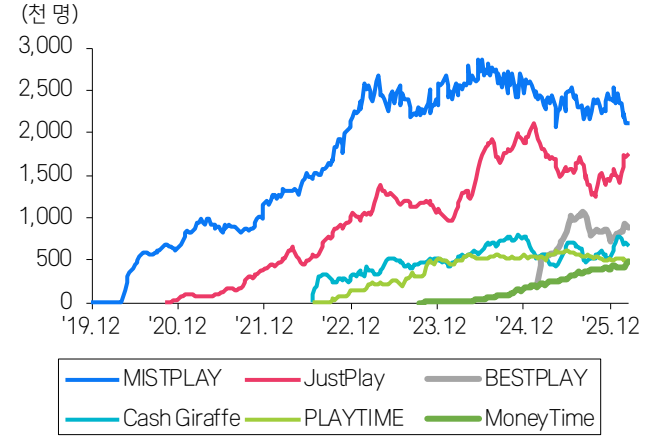
엔씨소프트는 이번 인수를 통해 '개발-퍼블리싱-마케팅'으로 이어지는 캐주얼 생태계 수직계열화를 완성하여 기존 MMORPG 중심의 라인업을 성공적으로 다변화할 전망이다.

국가별 게임 발견 채널



참고: 각 국 6천명의 플레이어 대상 설문 조사, TOP-2-BOX 방식 사용
자료: MISTPLAY 2025 시장별 모바일 게임 리포트

주요 보상형 게임 플랫폼 주간 활성 이용자 수 추이



자료: 센서타워

대형주 중심 투자 전략

종목 추천 및 탑픽

엔씨소프트와 NHN 중심으로 대형주 비중 확대 추천

섹터 탑픽으로 엔씨소프트와 NHN을 추천하며, 넷마블과 크래프톤 역시 관심주로 추천한다.

엔씨소프트(036570KS, BUY, 목표주가 280,000원)

엔씨소프트는 1) 기존 레가시 IP 매출 확대와 2) 신규 IP 기반 AAA급 스팀 게임 '신더시티' 하반기 출시, 3) M&A와 퍼블리싱을 통한 캐주얼게임 사업 진출이라는 3가지 강한 성장 동력을 보유하고 있다. 여기에 AI 도입과 구조조정을 통한 수익성 개선과 보유 자사주 9.9% 소각에 따른 추가 주주가치 제고도 기대된다.

NHN (181710KS, BUY, 목표주가 46,000원)

NHN은 웹보드게임 규제 완화와 애니메이션 IP 기반 신규 모바일게임 출시로 게임 매출 반등이 예상되는 가운데, 신사업인 GPUaaS 매출 성장에 따른 수익성 개선이 기대된다. 최근 몇 년간 진행된 구조조정의 성과도 가시화되며 비주력 사업인 커머스, 콘텐츠 부문의 적자 축소가 전체 실적을 견인하고 있다는 점도 투자 포인트이다.

넷마블 (251270KS, BUY, 목표주가 68,000원)

1분기 실적은 기존 게임 매출 감소와 신작 출시 지연으로 부진이 예상되나, 4월 2종의 신작 출시로 2분기부터는 매출과 영업이익 반등이 나타날 것으로 예상된다. 올해 매 분기 꾸준한 신작 출시와 수수료 및 인건비 절감 노력으로 수익성 개선이 가시화되고 있으며, 자회사 상장 계획 철회 등 거버넌스 개선으로 밸류에이션도 안정적으로 상승할 것으로 예상된다.

크래프톤 (259960KS, BUY, 목표주가 310,000원)

크래프톤은 PUBG의 트래픽과 매출 반등에 성공하여 1분기 실적 개선이 기대되고, '26년에도 모드 중심의 다양한 컨텐츠 업데이트로 IP 수명 장기화가 예상된다. 다만, 서브노티카2 관련 소송 장기화로 신작 관련 노이즈가 확대되고 있는 만큼 올해 주가 상승은 이익 성장에 따라 점진적으로 나타날 것으로 예상된다.

COMPANY UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

크래프톤 (259960)

PUBG는 성장 중, 넥스트 IP 확보 과제

- 9주년 기념 업데이트와 프로모션으로 1분기 PUBG 트래픽과 매출 반등. `26년에는 웰메이드 모드 중심의 컨텐츠 업데이트로 IP 수명 강화를 계획
- 차기작 출시는 여전히 불확실성이 높은 만큼 향후 주가는 PUBG의 이익 성장에 따른 점진적 상승이 예상됨

WHAT'S THE STORY?

1분기 다시 반등한 PUBG: 출시 9주년 맞은 PUBG의 대규모 업데이트가 3월 10일 진행되며 전 플랫폼에서 PUBG의 트래픽과 매출이 반등. 스팀 PUBG의 최고 동접자는 지난해 3월 수준인 130만을 일시적으로 달성하였으며, 여전히 80만대의 최고동접자 유지. 화평정영 역시 춘절과 페라리 콜라보 효과로 매출 순위 1까지 상승. 전 플랫폼에서 PUBG 매출이 YoY 증가하며 1분기 영업이익도 4천억원대로 반등할 전망.

'26년에도 새로워질 배틀그라운드: 새로 공개된 PUBG 업데이트 로드맵에 따르면 PUBG는 올해 지형파괴 시스템 도입 등 전술적 깊이를 더하는 다양한 월드 업데이트를 진행하는 한편, 게임 경험을 확장시킬 수 있는 다양한 웰메이드 모드를 도입하여 IP의 라이프사이클을 확대할 계획. 콜라보에서도 스텔라블레이드와 같은 게임 및 애니메이션 IP와 협업을 확대하여 매출 성장을 이끌어갈 예정.

신작 흥행은 풀어야할 과제: PUBG의 성장세에도 올해 제한적인 신작 모멘텀은 리스크 요소. 동사는 언노운월즈 전 경영진과의 법적 소송에도 연내 서브노티카2 출시를 목표하고 있으나, 출시를 둘러싼 잡음이 확대되며 흥행 불확실성 증가. 본격적인 밸류에이션 상승을 위해서는 제2의 PUBG가 될 수 있는 신작 라인업 공개가 필요.

이익 성장에 따른 점진적 주가 상승 전망: PUBG의 매출과 트래픽 반등을 반영하여 크래프톤의 목표주가를 30만원에서 31만원(`26년 예상 EPS에 목표 P/E 14.7배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 기업 `26년 P/E 평균에 제한적인 신작 모멘텀을 반영한 할인률 10% 적용)으로 3.3% 상향함. 신작 모멘텀이 본격화로 밸류에이션이 상승하기 전까지 주가는 이익 성장에 따라 점진적으로 상승할 것으로 예상됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	3,327	4,854	5,465	5,977
영업이익 (십억원)	1,054	1,353	1,565	1,722
순이익 (십억원)	734	1,015	1,181	1,302
EPS (adj) (원)	16,021	21,052	24,402	26,918
EPS (adj) growth (%)	-16.5	31.4	15.9	10.3
EBITDA margin (%)	36.1	32.3	33.1	33.4
ROE (%)	10.6	13.4	13.8	13.4
P/E (adj) (배)	15.4	11.5	9.9	9.0
P/B (배)	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA (배)	9.7	6.9	5.8	5.0
Dividend yield (%)	0.9	0.9	0.9	0.9

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY	
목표주가	310,000원 21.8%
현재주가	254,500원
시가총액	11.4조원
주식수 (유동주식 비중)	47,406,091주 (56.2%)
52주 최저/최고	211,000원/386,000원
60일-평균거래대금	336.2억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
크래프톤 (%)	-4.9	-18.3	-28.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	9.8	-49.3	-65.5

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	310,000	300,000	3.3%
2026E EPS	21,052	19,058	10.5%
2027E EPS	24,402	20,779	17.4%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	18
목표주가	348,588
추천 점수	3.9

→ BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

삼성증권

PUBG 9주년 기념 업데이트

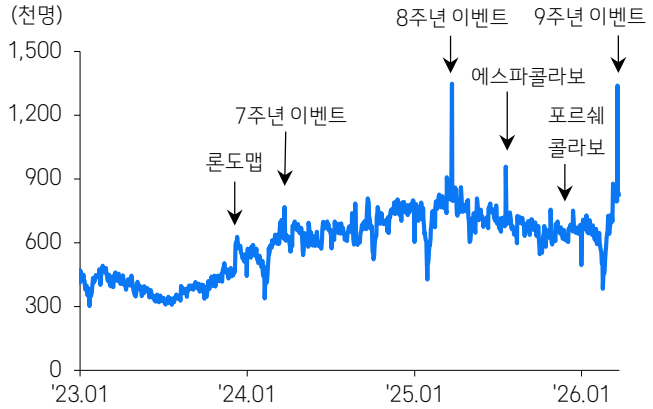
자료: 크래프톤

표. 40.2 업데이트 주요 내용

구분	세부 내역
전장 축제 콘텐츠	시작섬 9주년 기념 동상, 홀로그램 섬광탄 연출, 전장 하늘 드론쇼 추가
파격 보상	접속 시 '이벤트 패스:올데이 파티' 제공 및 미션 통해 G-Coin, BP 등 획득 가능
비켄디 맵 개편	비밀의 방 아이템 및 캐비닛 아이템 구성 조정해 활용도 향상
아케이드 모드 개선	'팀 데스매치'와 '인텐스 배틀로얄' 맵 등장 확률과 보급 상자 구성품 최적화
PC 모드 개선	UGC 알파에 크리에이터 정보 기능 추가해 편의성 향상

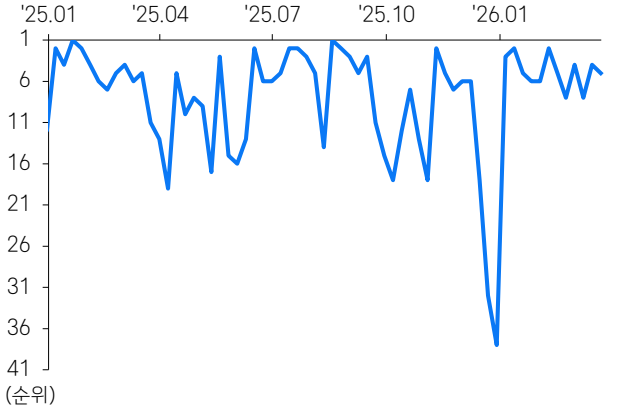
자료: SteamDB

스팀 배틀그라운드 최고동접자 추이



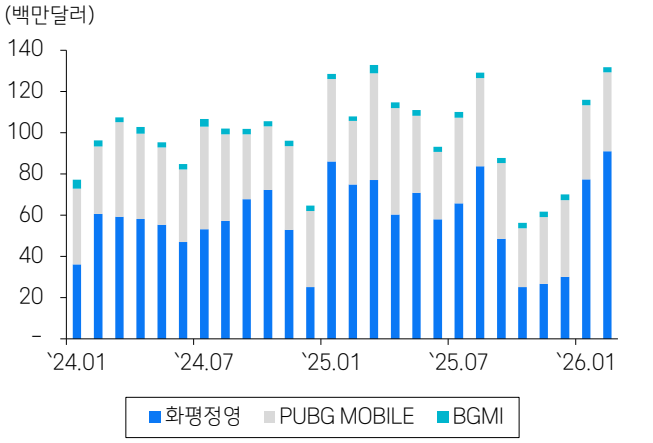
자료: SteamDB

스팀 배틀그라운드 주별 매출 순위



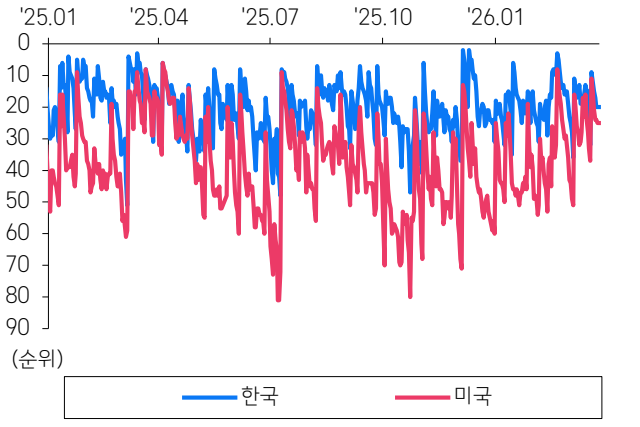
자료: SteamDB

모바일 PUBG 월별 매출 추이



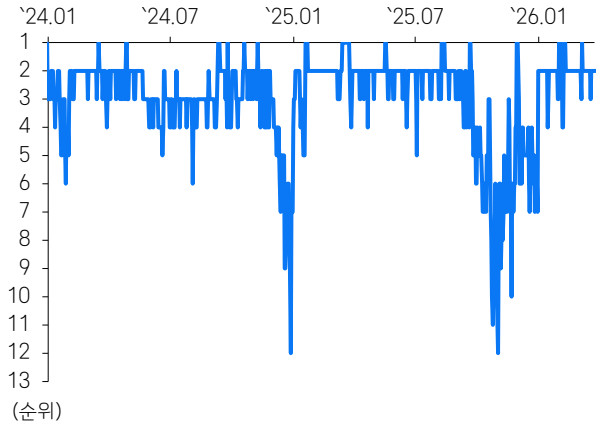
자료: 센서타워

주요 국가 PUBG 모바일 매출 순위 추이



참고: IOS 게임 매출 순위 기준
자료: 센서타워

중국 화평정영 IOS 매출 순위 추이



자료: 센서타워

중국 화평정영 페라리 콜라보 (2월 13일 진행)

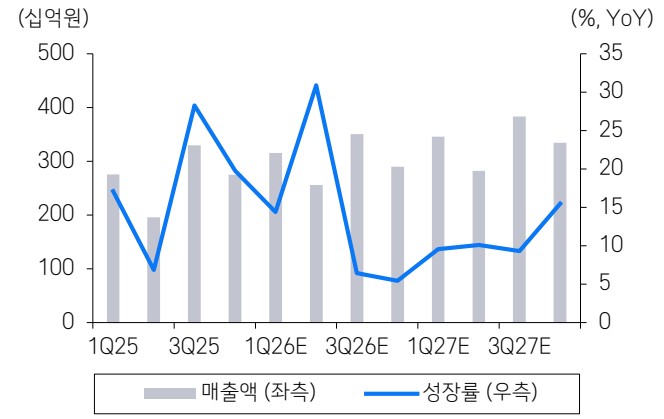
자료: 센서타워

PUBG 업데이트 로드맵 주요 내용

구분	세부 내역
월드 업데이트	에란겔 맵 '지형 파괴 시스템' 및 미라마 맵 '비밀의 방' 추가 론도 지형 개선
인게임 콘텐츠	물리 기반 '인터랙티브 연막', 블루칩 타워의 아이템 호출 기능 추가, 장비 시스템 개선 UI 개선 및 편의성 향상
건플레이	4개월 주기로 주류 무기군이 순환하는 '메타 로테이션' 구조 도입
경쟁전	성과가 더 직관적으로 반영되도록 시즌 및 보상 체계 개편
다양성	루트 슈터 로그라이트 장르의 웰메이드 모드 '제노포인트(Xeno Point)' 공개 스웨덴 게임 스튜디오 스타브리즈와 협업한 하이스트 모드 '페이데이(Payday)' 공개
UGC	UGC 전용 공간 신설과 제작 툴 확대 통한 이용자 제작 콘텐츠 접근성 향상
협업	게임/애니메이션 분야 IP와 협업 확대 및 아티스트와의 협업 강화
서버/안티치트 강화	서버 확충 통해 콘솔 환경에서의 품질 개선 추진 탐지 기술 고도화 및 오인 제재 검토 절차 개선 통해 안티치트 시스템 대폭 강화

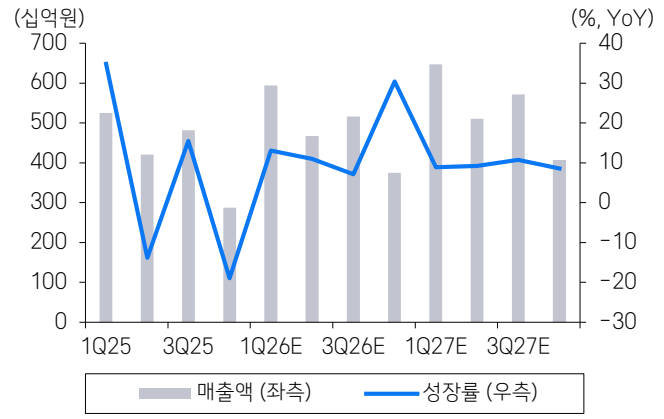
자료: 삼성증권 정리

PC 배틀그라운드 매출 추이



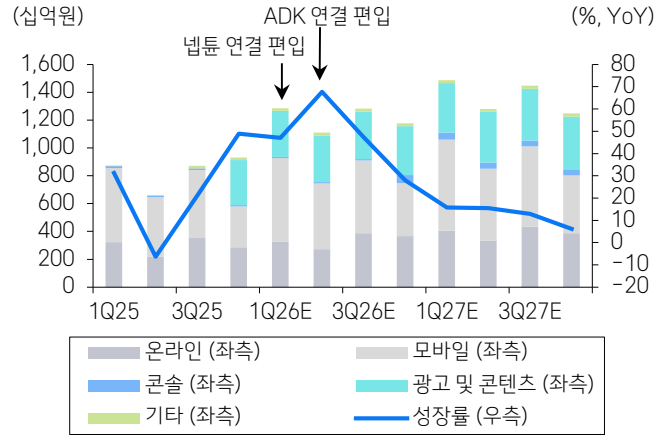
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

모바일 배틀그라운드 매출 추이



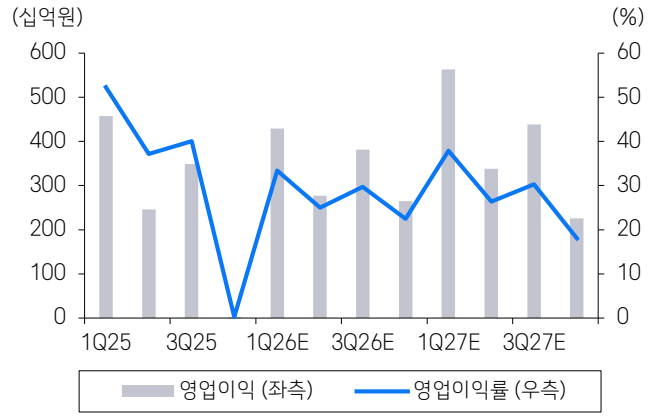
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

플랫폼별 매출 추이



자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

영업이익 추이



자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	비고
1Q26	PUBG: 블라인드스팟	5:5 탑다운 PvP 슈터	PC	2월 5일 스팀 얼리억세스 무료 출시
2H26	서브노티카 2	수중 서바이벌 어드벤처	PC, 콘솔	'26년 PC 및 Xbox 게임패스 얼리엑세스 출시 예정
2027	팰월드 모바일	서바이벌 크래프트	모바일	'26년 CBT 예정
	노로우(No Law)	오픈월드 슈터 RPG	PC, 콘솔	스웨덴 개발사 네온자이언트 개발. '27년 정식 출시
	딩컴 투게더	샌드박스 생활 시뮬레이션	모바일, PC, 콘솔	딩컴 원작 IP를 기반으로 모바일 중심 멀티플랫폼 게임으로 개발
미정	블랙버짓	익스트랙션 슈터	PC, 콘솔	비공개 알파 테스트 진행
	Valor	배틀로얄	콘솔	게임성 검증 중
	Project Windless	오픈월드 액션 RPG	PC, 콘솔	눈물을 마시는 새 IP 기반 게임

자료: 크래프톤, 삼성증권 정리

1Q26 Preview

(십억원)	1Q26			차이 (%)		1Q25	4Q25	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	**1,285**	**1,254**	**1,138**	**2.5**	**12.9**	**874**	**920**	**47.0**	**39.7**
PC	327	353		(7.5)		324	287	1.0	13.7
모바일	599	542		10.7		532	292	12.6	105.1
콘솔	11	11		0.0		13	10	(18.4)	10.0
광고 및 콘텐츠	330	330		0.0		0	323	n/a	2.0
기타	19	19		0.0		5	7	264.4	162.5
영업비용	**856**	**887**		**(3.5)**		**417**	**917**	**105.3**	**(6.7)**
총 인건비 및 복리후생비	247	247		0.0		166	290	48.2	(15.1)
앱수수료/매출원가	129	136		(4.8)		105	104	23.1	24.6
지급수수료	371	371		0.0		84	390	340.7	(5.0)
광고선전비	36	50		(28.2)		23	52	57.1	(30.6)
기타	73	83		(12.2)		39	81	90.0	(9.6)
영업이익	**429**	**367**	**368**	**17.0**	**16.6**	**457**	**2**	**(6.1)**	**17,550.9**
세전이익	431	365	389	18.1	10.9	499	(50)	(13.5)	흑전
당기순이익	324	274	301	18.1	7.6	371	(23)	(12.9)	흑전
지배주주순이익	320	271	298	18.1	7.5	372	(20)	(13.9)	흑전
이익률 (%)									
영업이익률	33.4	29.3	32.3			52.3	0.3		
세전이익률	33.6	29.1	34.2			57.1	(5.5)		
순이익률	25.2	21.8	26.4			42.5	(2.5)		
지배주주순이익률	24.9	21.6	26.2			42.6	(2.2)		

자료: 크래프톤, FnGuide, 삼성증권 추정

크래프톤 밸류에이션

	(원)
2026년 예상 EPS	21,052
목표 P/E (배) *	14.7
적정 주가	309,492
목표주가	**310,000**
현재 주가	254,500
상승 여력 (%)	21.8

참고: * 글로벌 게임 기업의 '26년 P/E 평균에 제한적인 신작 기대감 반영한 할인율 10% 적용; 3월 27일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025	2026E
EA	15.1	15.3
Tencent	13.9	12.6
Netease	20.6	17.8
Nexon	30.5	23.2
Netmarble	13.1	12.7
Shiftup	18.7	16.3
평균	**19.0**	**17.4**

참고: 3월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	**874**	**662**	**871**	**920**	**1,285**	**1,110**	**1,282**	**1,176**	**1,488**	**1,281**	**1,448**	**1,248**
PC	324	220	354	287	327	273	388	367	406	334	434	387
모바일	532	428	488	292	599	473	522	381	653	517	579	415
콘솔	13	10	10	10	11	9	9	59	51	44	41	45
광고 및 콘텐츠				323	330	336	343	350	357	364	371	379
기타	5	5	18	7	19	19	20	21	21	22	23	23
영업비용	**417**	**416**	**522**	**917**	**856**	**833**	**901**	**912**	**925**	**943**	**1,009**	**1,023**
총 인건비 및 복리후생비	166	167	161	290	247	205	209	215	221	226	230	234
앱수수료/매출원가	105	84	129	104	129	113	142	137	152	134	160	144
지급수수료	84	96	142	390	371	400	408	421	425	455	468	487
광고선전비	23	26	43	52	36	39	64	59	45	45	65	69
기타	39	43	48	81	73	75	77	80	82	84	86	89
영업이익	**457**	**246**	**349**	**2**	**429**	**277**	**381**	**265**	**563**	**338**	**438**	**226**
세전이익	499	24	487	(50)	431	276	367	279	563	337	443	231
당기순이익	371	16	369	(23)	324	207	275	209	422	253	332	174
지배주주순이익	372	15	368	(20)	320	205	272	207	418	251	329	172
수정 EPS (원)	6,781	4,735	4,611	-258	6,591	4,251	5,921	4,288	8,703	5,161	6,708	3,829
이익률 (%)												
영업이익률	52.3	37.2	40.0	0.3	33.4	25.0	29.7	22.5	37.9	26.4	30.3	18.1
세전이익률	57.1	3.6	55.9	(5.5)	33.6	24.8	28.6	23.7	37.8	26.3	30.6	18.5
순이익률	42.5	2.3	42.4	(2.5)	25.2	18.6	21.5	17.8	28.4	19.8	22.9	13.9
지배주주순이익률	42.6	2.3	42.2	(2.2)	24.9	18.4	21.3	17.6	28.1	19.6	22.7	13.8

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**4,715**	**4,854**	**2.9**	**5,141**	**5,465**	**6.3**		**5,977**	**n/a**
PC	1,378	1,354	(1.7)	1,554	1,561	0.4		1,716	n/a
모바일	1,822	1,974	8.3	1,927	2,164	12.3		2,324	n/a
콘솔	79	88	11.2	106	180	70.5		243	n/a
	1,359	1,359	0.0	1,471	1,471	0.0		1,592	n/a
기타	77	79	1.6	84	89	6.5		101	n/a
영업비용	**3,499**	**3,501**	**0.1**	**3,818**	**3,900**	**2.2**		**4,255**	**n/a**
총 인건비 및 복리후생비	861	876	1.7	891	910	2.2		980	n/a
앱수수료/매출원가	533	522	(2.2)	588	590	0.4		640	n/a
지급수수료	1,540	1,601	3.9	1,705	1,835	7.6		2,015	n/a
광고선전비	218	198	(9.3)	248	223	(9.8)		237	n/a
기타	347	305	(12.0)	386	341	(11.5)		383	n/a
영업이익	**1,216**	**1,353**	**11.2**	**1,324**	**1,565**	**18.2**		**1,722**	**n/a**
세전이익	1,173	1,353	15.4	1,287	1,574	22.3		1,737	n/a
당기순이익	879	1,015	15.4	965	1,181	22.3		1,302	n/a
지배주주순이익	871	1,005	15.4	956	1,169	22.3		1,289	n/a
수정 EPS (원)	19,058	21,052	10.5	20,779	24,402	17.4		26,918	n/a
이익률 (%)									
영업이익률	25.8	27.9		25.7	28.6			28.8	
세전이익률	24.9	27.9		25.0	28.8			29.1	
순이익률	18.7	20.9		18.8	21.6			21.8	
지배주주순이익률	18.5	20.7		18.6	21.4			21.6	

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,710**	**3,327**	**4,854**	**5,465**	**5,977**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**2,710**	**3,327**	**4,854**	**5,465**	**5,977**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,527	2,272	3,501	3,900	4,255
영업이익	**1,182**	**1,054**	**1,353**	**1,565**	**1,722**
(영업이익률, %)	43.6	31.7	27.9	28.6	28.8
영업외손익	**540**	**-95**	**0**	**9**	**14**
금융수익	33	25	33	41	46
금융비용	9	12	17	20	22
지분법손익	-48	-46	-24	-25	-25
기타	565	-63	9	13	16
세전이익	**1,723**	**959**	**1,353**	**1,574**	**1,737**
법인세	420	225	338	394	434
(법인세율, %)	24.4	23.5	25.0	25.0	25.0
계속사업이익	1,303	734	1,015	1,181	1,302
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**1,303**	**734**	**1,015**	**1,181**	**1,302**
(순이익률, %)	48.1	22.1	20.9	21.6	21.8
지배주주순이익	1,306	735	1,005	1,169	1,289
비지배주주순이익	-3	-1	10	12	13
EBITDA	1,289	1,200	1,569	1,808	1,995
(EBITDA 이익률, %)	47.6	36.1	32.3	33.1	33.4
EPS (지배주주)	27,162	15,438	21,198	24,659	27,200
EPS (연결기준)	27,089	15,415	21,412	24,908	27,474
수정 EPS (원)*	19,196	16,021	21,052	24,402	26,918

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	**5,004**	**4,866**	**5,660**	**6,323**	**7,074**
현금 및 현금등가물	582	597	1,083	1,480	1,850
매출채권	1,007	1,339	1,465	1,555	1,727
재고자산	0	0	0	0	0
기타	3,416	2,931	3,112	3,288	3,497
비유동자산	**2,915**	**4,567**	**4,897**	**5,328**	**5,870**
투자자산	1,148	1,320	1,637	2,055	2,582
유형자산	240	579	587	597	607
무형자산	656	1,804	1,808	1,812	1,816
기타	871	865	865	865	865
자산총계	**7,919**	**9,434**	**10,557**	**11,651**	**12,944**
유동부채	**785**	**1,583**	**1,725**	**1,736**	**1,795**
매입채무	0	460	588	624	693
단기차입금	7	252	252	252	252
기타 유동부채	778	872	885	860	851
비유동부채	**306**	**666**	**733**	**733**	**764**
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	306	666	733	733	764
부채총계	**1,090**	**2,250**	**2,457**	**2,469**	**2,559**
지배주주지분	**6,828**	**7,041**	**7,947**	**9,017**	**10,207**
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,477	1,477	1,477	1,477
이익잉여금	5,081	5,637	6,543	7,613	8,803
기타	264	-78	-78	-78	-78
비지배주주지분	**1**	**143**	**153**	**165**	**178**
자본총계	**6,829**	**7,184**	**8,100**	**9,181**	**10,385**
순부채	-513	-183	-709	-1,172	-1,617

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	**908**	**1,045**	**1,282**	**1,348**	**1,472**
당기순이익	1,303	734	1,015	1,181	1,302
현금유출입이없는 비용 및 수익	126	517	561	639	706
유형자산 감가상각비	85	110	145	163	183
무형자산 상각비	22	36	71	80	90
기타	19	371	345	397	433
영업활동 자산부채 변동	-276	241	44	-79	-103
투자활동에서의 현금흐름	**-832**	**-580**	**-244**	**-300**	**-347**
유형자산 증감	-20	-76	-153	-172	-194
장단기금융자산의 증감	-65	-46	-47	-78	-97
기타	-747	-457	-44	-50	-56
재무활동에서의 현금흐름	**-259**	**-452**	**-128**	**-125**	**-119**
차입금의 증가(감소)	-6	374	-16	-14	-9
자본금의 증가(감소)	6	-1	-0	0	0
배당금	0	0	-100	-99	-99
기타	-259	-824	-13	-12	-12
현금증감	-139	15	486	397	370
기초현금	721	582	597	1,083	1,480
기말현금	582	597	1,083	1,480	1,850
Gross cash flow	**1,428**	**1,251**	**1,576**	**1,820**	**2,009**
Free cash flow	**888**	**968**	**1,128**	**1,176**	**1,278**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	41.8	22.8	45.9	12.6	9.4
영업이익	54.0	-10.8	28.3	15.7	10.0
순이익	119.3	-43.7	38.3	16.3	10.3
수정 EPS**	81.1	-16.5	31.4	15.9	10.3
주당지표					
EPS (지배주주)	27,162	15,438	21,198	24,659	27,200
EPS (연결기준)	27,089	15,415	21,412	24,908	27,474
수정 EPS**	19,196	16,021	21,052	24,402	26,918
BPS	150,187	157,747	180,034	204,277	231,248
DPS (보통주)	0	2,240	2,240	2,240	2,240
Valuations (배)					
P/E***	16.3	15.4	11.5	9.9	9.0
P/B***	2.1	1.6	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.2	9.7	6.9	5.8	5.0
비율					
ROE (%)	21.1	10.6	13.4	13.8	13.4
ROA (%)	18.1	8.5	10.2	10.6	10.6
ROIC (%)	64.6	36.3	34.2	38.4	40.3
배당성향 (%)	0.0	13.6	9.8	8.5	7.7
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
순부채비율 (%)	-7.5	-2.6	-8.7	-12.8	-15.6
이자보상배율 (배)	125.0	90.5	107.9	127.5	142.3

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

엔씨소프트 (036570)

3개의 엔진으로 성장

- 아이온2와 리니지 클래식 흥행으로 레거시 IP를 통한 안정적 매출 확장에 성공
- M&A를 통한 캐주얼 게임 밸류체인 구축으로 신규 성장 동력 확보. 하반기 출시될 신규 IP 게임이 흥행할 경우 본격적인 밸류에이션 리레이팅 전망

WHAT'S THE STORY?

안정적인 레거시 IP 매출: 기존 IP 확장이 성공적으로 진행 중. 1분기 출시된 리니지 클래식은 3주만에 누적 매출 500억원을 돌파하며 흥행. 현재도 PC방 점유율 20%대를 유지하며 국내 PC 게임 트래픽 2위를 유지. 아이온2 역시 매출이 하향 안정화되고 있으나, 1분기 1,200억원의 매출을 전망. 2개의 신작에서 '26년 약 8천억원의 신규 매출을 전망하며, 올해 2개의 스핀오프 게임 추가 출시로 레거시 IP 매출 확대 예상.

캐주얼 게임 밸류체인 구축: 1분기부터 리후후와 스프링컴스 매출 약 400억원이 연결 편입될 예정이며, 2분기부터는 저스트플레이 편입으로 캐주얼 게임 매출은 1,000억원대로 확대 예상. 개발 스튜디오와 리워드 게임 플랫폼을 모두 확보함에 따라 캐주얼 부문의 시너지가 기대되며, 이를 기반으로 외부 퍼블리싱도 본격 확대될 전망.

신규 IP 출시도 기대: 2분기부터는 타임테이커스, 브레이커스, 신더시티의 CBT 및 FGT를 진행할 예정. 테스트 결과에 따라 출시 일정의 지연 가능성 존재. 새로운 장르 게임 도전에 성공할 경우 밸류에이션 재평가가 가능할 전망. 신더시티 출시 이후에도 호라이즌 스틸 프론티어스 출시가 예정되어 있는 만큼 시작 기대감은 지속될 전망.

3개의 엔진으로 밸류에이션 드라이브: 엔씨소프트에 대해 기존 BUY 투자의견과 목표주가 28만원('26년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 17.1배 적용)을 유지하며, 섹터 탑픽으로 추천함. 엔씨소프트는 기존 IP 확장과 M&A를 통한 장르 확장, 신규 IP 개발 3가지 성장 축을 동시 가동 중. 성장 전략이 가시화되며 이익이 정상화되는 구간인만큼 밸류에이션 재평가가 필요하다고 판단됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,578	1,507	2,584	2,990
영업이익 (십억원)	-109	16	390	428
순이익 (십억원)	94	347	341	377
EPS (adj) (원)	-2,886	-2,324	16,290	17,659
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	8.4
EBITDA margin (%)	-0.0	7.3	18.8	17.6
ROE (%)	3.0	10.7	9.7	9.9
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	13.8	12.8
P/B (배)	1.2	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA (배)	n/a	34.1	8.8	7.8
Dividend yield (%)	0.8	0.6	2.1	2.3

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	280,000원	17.9%
현재주가	230,000원	
시가총액	4.9조원	
주식수 (유동주식 비중)	21,544,022주 (77.6%)	
52주 최저/최고	135,800원/247,500원	
60일-평균거래대금	345.9억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
엔씨소프트 (%)	-2.6	2.7	39.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	12.5	-36.3	-32.5

▶ 주요 전망치 변화

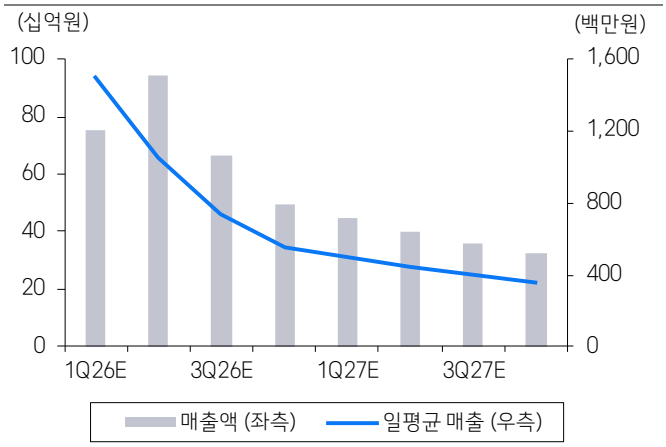
(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	280,000	280,000	0.0%
2025E EPS	-2,324	-2,324	0.0%
2026E EPS	16,290	16,290	0.0%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	19
목표주가	304,444
추천 점수	3.9

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

리니지 클래식 매출 추이



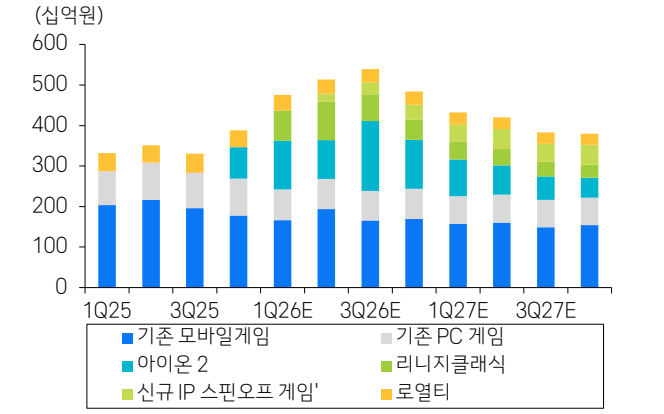
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

국내 PC방 사용 시간 점유율

순위	게임명	장르	사용시간 점유율 (%)
1	리그 오브 레전드	RTS	31.4
2	리니지 클래식	RPG	20.4
3	배틀그라운드	FPS	8.3
4	발로란트	FPS	5.7
5	오버워치	FPS	4.4
6	FC 온라인	스포츠	4.4
7	서든어택	FPS	4.1
8	아이온2	RPG	2.7
9	메이플 스토리	RPG	2.3
10	로스트아크	RPG	2.1

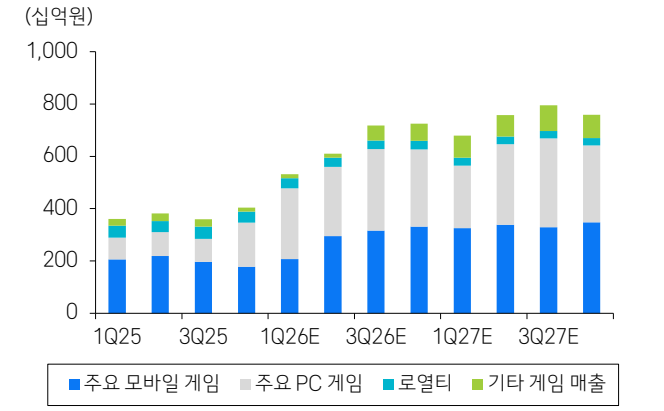
참고: 3월 27일 기준
자료: 게임트릭스

레가시 IP 게임 매출 추이



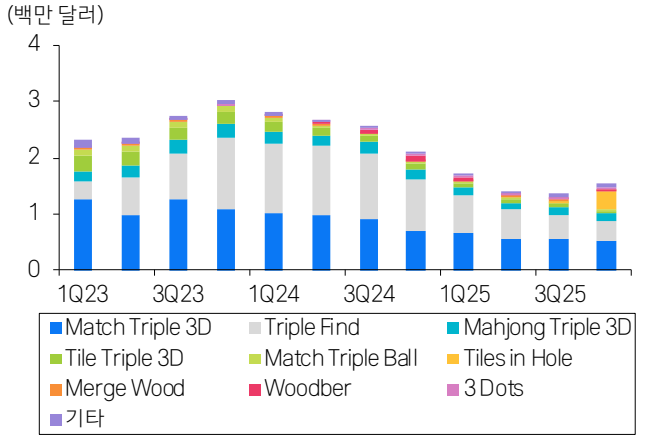
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

플랫폼별 매출 추이



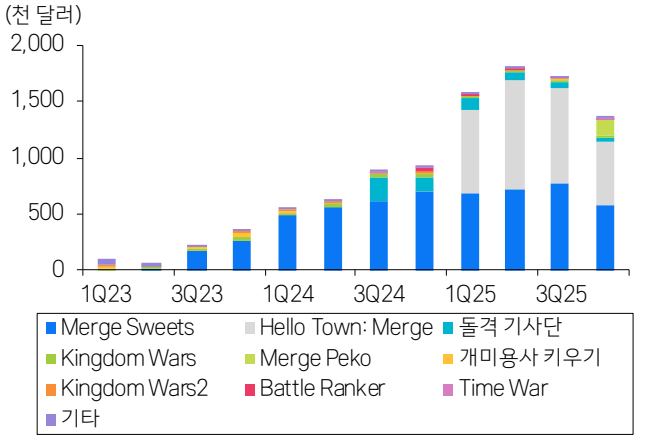
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

LIHUHU 매출 추정



자료: 센서타워

스프링컴즈 매출 추정



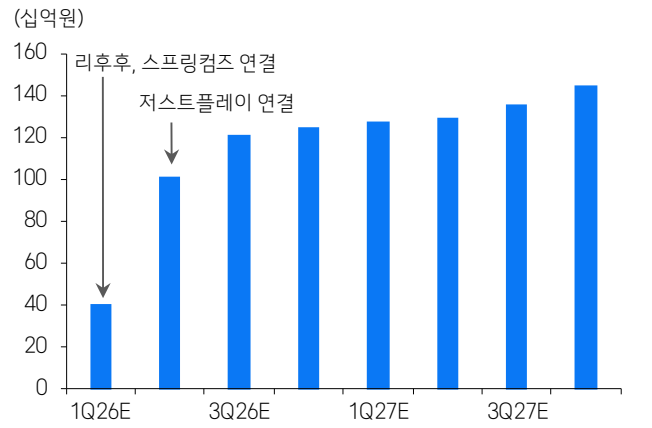
자료: 센서타워

엔씨소프트 캐주얼게임사 인수 내역

기업명	기업개요	인수 발표	투자규모	확보 지분	대표 게임 이미지
JustPlay (저스트플레이)	- 글로벌 애드테크 기업 'AppLovin' 출신 경영진이 '20년 설립 - 자체 개발 및 퍼블리싱 모바일 캐주얼 게임 40여 종 보유 - 글로벌 이용자 2,500만, DAU 50만 이상 확보 - 대표작 〈Solitaire Verse〉, 〈Treasure Master〉	'26.03	3,016억원 (2억 2,000만 달러)	70%*	
Lihuhu (리후후)	- '17년 설립 이후 Match-3D, Hole 장르 등 캐주얼 게임 100여 종 출시 - '25년 예상 매출액 약 1,200억, 영업이익 300억 수준 - 매출의 80% 이상을 북미·유럽에서 창출하는 등 폭넓은 글로벌 이용자 확보 - 대표작 〈Match Triple〉, 〈Hole'em All〉 emd	'25.12	1,534억원 (1억 400만 달러)	67%*	
Springcomes (스프링컴즈)	- 머지 게임 분야에서 전문성 보유 중인 국내 모바일 캐주얼 스튜디오 - 매년 4~5종의 신작 출시하는 빠른 개발 속도가 장점 - '25년 예상 매출액 약 280억으로, 전년 대비 2배 이상 성장	'25.12	미공개	미공개	
Moving Eye (무빙아이)	- 슬로베니아 소재의 소규모 개발 스튜디오 - 무빙아이 통해 엔씨가 확보한 플랫폼의 기술력(UA, LiveOps 등) 및 시장성 검증	'25.12	미공개	미공개	

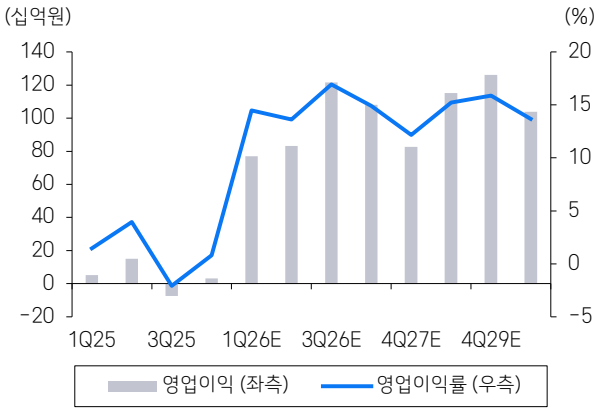
참고: * 잔여 지분 인수 콜옵션 보유
자료: 엔씨소프트

캐주얼게임 매출 추이



자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	비고
4Q25	아이온2	MMORPG	PC/모바일	한국/대만 4Q25 출시
1Q26	리니지 클래식*	MMORPG	PC	2월 7일 프리오픈 후 11일 정식 출시
2Q26	타임 테이커즈	TPS	PC/콘솔	미스틸게임즈 개발
3Q26	브레이커스: 언락 더 월드	애니메이션 RPG	PC/모바일	빅게임스튜디오 개발, 엔씨소프트 글로벌 퍼블리싱
	아이온2 글로벌	MMORPG	PC/모바일	자체 퍼블리싱
4Q26	신더시티	3인칭 슈팅	PC/콘솔	22년 11월 14일 유튜브 최초 공개
2026	길드워 리포지드 모바일*	MMORPG	모바일	IP 스핀오프 게임
	아이온 모바일*	MMORPG	모바일	성취게임즈가 PC 아이온 포팅하여 개발
2027	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	PC/콘솔	소니 호라이즌 제로 던 IP 기반 MMORPG

참고: * 2026년 IP 스핀오프 게임 총 5종 출시 예정
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 정리

주요 게임 매출 추정

(백만원)	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
리니지M	**432,977**	**359,925**	**342,932**	**315,221**	**89,126**	**90,909**	**88,181**	**91,709**	**87,123**	**88,866**	**82,645**	**84,298**
일 매출	1,203	1,000	953	876	990	1,010	980	1,019	968	987	918	937
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지2 M	**178,348**	**166,815**	**145,962**	**130,449**	**41,690**	**43,775**	**40,273**	**41,078**	**36,970**	**37,646**	**34,634**	**36,712**
일 매출	495	463	405	362	463	486	447	456	411	418	385	408
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 W	**183,086**	**149,350**	**131,645**	**118,251**	**35,823**	**39,406**	**37,435**	**36,687**	**33,018**	**33,678**	**31,994**	**32,954**
일 매출	509	415	366	328	398	438	416	408	367	374	355	366
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
캐주얼게임		**388,395**	**536,789**	**711,830**	**40,500**	**101,250**	**121,500**	**125,145**	**127,648**	**128,924**	**135,371**	**144,847**
일 매출		1,079	1,491	1,977	450	1,125	1,350	1,391	1,418	1,432	1,504	1,609
영업일 수		360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
아이온2	**77,361**	**508,486**	**270,032**	**110,173**	**119,700**	**95,760**	**172,368**	**120,658**	**90,493**	**72,395**	**57,916**	**49,228**
일 매출	1,934	1,412	750	306	1,330	1,064	1,915	1,341	1,005	804	644	547
영업일 수	40	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 클래식		**285,263**	**153,556**	**100,748**	**75,000**	**94,500**	**66,150**	**49,613**	**44,651**	**40,186**	**36,168**	**32,551**
일 매출		891	427	280	1,500	1,050	735	551	496	447	402	362
영업일 수		320	360	360	50	90	90	90	90	90	90	90
타임 테이커스		**79,800**	**97,456**	**55,215**			**42,000**	**37,800**	**30,240**	**25,704**	**21,848**	**19,664**
일 매출		499	271	153			600	420	336	286	243	218
영업일 수		160	360	360			70	90	90	90	90	90
리밋 제로 브레이커스		**14,000**	**40,607**	**22,444**				**14,000**	**12,600**	**10,710**	**9,104**	**8,193**
일 매출		200	113	62				200	140	119	101	91
영업일 수		70	360	360				70	90	90	90	90
신더시티		**50,000**	**101,150**	**53,874**				**50,000**	**35,000**	**26,250**	**21,000**	**18,900**
호라이즌 스틸 프론티어스			**383,500**	**324,853**						**100,000**	**157,500**	**126,000**
일 매출			1,743	902						2,500	1,750	1,400
영업일 수			220	360						40	90	90

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

엔씨소프트 밸류에이션

2026년 예상 EPS	16,290
목표 P/E (배)*	17.1
적정 주가 (원)	279,108
목표주가 (원)	**280,000**
현재 주가 (원)	230,000
상승 여력 (%)	17.9

참고: *피어 그룹의 26년 P/E 평균 적용
3월 27일 종가 기준
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025	2026E
크래프톤	11.9	10.4
넷마블	14.2	12.9
EA	30.4	23.1
Bandai Namco	20.8	20.7
Nexon	21.3	18.4
평균	19.7	17.1

참고: 3월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	**360.3**	**382.4**	**360.0**	**404.2**	**531.5**	**610.2**	**717.7**	**724.8**	**679.4**	**757.2**	**794.7**	**759.1**
주요 모바일 게임	206.3	219.0	197.2	178.1	207.1	295.3	316.2	332.1	325.9	338.5	329.1	347.7
주요 PC 게임	83.3	91.7	87.7	168.2	270.6	264.5	311.6	294.6	238.9	307.8	339.7	294.5
로열티 매출	45.0	42.3	46.8	42.4	38.5	35.2	33.2	32.3	30.2	29.3	27.9	27.8
기타 게임 매출	25.7	29.5	28.3	15.6	15.3	15.1	56.8	65.9	84.4	81.5	98.0	89.1
영업비용	**355.1**	**367.3**	**367.5**	**401.0**	**454.6**	**527.0**	**596.1**	**616.8**	**596.8**	**641.9**	**668.5**	**655.3**
인건비 및 복리후생비	108.9	133.5	134.7	136.0	152.7	157.2	160.4	163.5	169.8	171.1	172.5	173.8
지급수수료	94.0	91.4	90.7	83.2	110.4	129.2	167.9	175.8	173.3	186.6	201.6	192.5
연구개발비	90.9	70.2	77.3	83.3	93.5	97.3	100.2	106.3	109.2	113.4	116.5	117.4
광고선전비	13.3	22.7	15.8	49.5	47.8	91.5	114.8	116.0	88.3	113.6	119.2	113.9
기타	48.0	49.5	49.0	48.9	50.1	51.7	52.7	55.2	56.2	57.3	58.7	57.7
영업이익	**5.2**	**15.1**	**(7.5)**	**3.2**	**77.0**	**83.2**	**121.6**	**108.0**	**82.6**	**115.2**	**126.2**	**103.8**
세전이익	31.3	(33.3)	435.1	28.2	83.5	91.8	147.5	126.5	96.7	132.6	145.1	121.6
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	63.4	69.8	112.1	96.1	73.5	100.8	110.3	92.4
지배주주순이익	37.8	(35.4)	346.7	(2.4)	64.7	71.2	114.3	98.0	75.0	102.8	112.5	94.3
수정 EPS (원)	1,038	1,030	-3,858	-563	3,452	3,595	4,827	4,415	3,548	4,684	5,098	4,329
이익률 (%)												
영업이익률	1.4	3.9	(2.1)	0.8	14.5	13.6	16.9	14.9	12.2	15.2	15.9	13.7
세전이익률	8.7	(8.7)	120.9	7.0	15.7	15.0	20.5	17.4	14.2	17.5	18.3	16.0
순이익률	10.4	(9.4)	96.5	(0.4)	11.9	11.4	15.6	13.3	10.8	13.3	13.9	12.2
지배주주순이익률	10.5	(9.3)	96.3	(0.6)	12.2	11.7	15.9	13.5	11.0	13.6	14.2	

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**2,260.8**	**2,584.2**	**14.3**	**2,560.3**	**2,990.3**	**16.8**		**3,263.0**	**n/a**
주요 모바일 게임	907.8	1,150.7	26.8	962.1	1,341.3	39.4		1,516.2	n/a
주요 PC 게임	1,035.8	1,141.3	10.2	1,132.1	1,180.9	4.3		1,222.2	n/a
로열티 매출	139.2	139.2	0.0	115.1	115.1	0.0		99.2	n/a
기타 게임 매출	177.9	153.1	(14.0)	351.0	353.0	0.6		425.3	n/a
영업비용	**1,908.4**	**2,194.4**	**15.0**	**2,147.0**	**2,562.5**	**19.4**		**2,776.3**	**n/a**
인건비 및 복리후생비	572.9	633.8	10.6	602.3	687.1	14.1		723.1	n/a
지급수수료	518.0	583.4	12.6	649.4	753.9	16.1		859.6	n/a
연구개발비	387.2	397.3	2.6	436.1	456.6	4.7		504.6	n/a
광고선전비	218.5	370.2	69.4	224.4	435.0	93.8		449.7	n/a
기타	211.9	209.7	(1.0)	234.7	229.9	(2.1)		239.3	n/a
영업이익	**352.3**	**389.8**	**10.6**	**413.3**	**427.8**	**3.5**		**486.7**	**n/a**
세전이익	411.2	449.2	9.2	480.4	496.0	3.3		561.7	n/a
당기순이익	312.5	341.4	9.2	365.1	377.0	3.3		426.9	n/a
지배주주순이익	318.8	348.2	9.2	372.4	384.5	3.3		435.4	n/a
수정 EPS (원)	14,923	16,290	9.2	17,097	17,659	3.3		19,948	n/a
이익률 (%)									
영업이익률	15.6	15.1		16.1	14.3			14.9	
세전이익률	18.2	17.4		18.8	16.6			17.2	
순이익률	13.8	13.2		14.3	12.6			13.1	
지배주주순이익률	14.1	13.5		14.5	12.9			13.3	

자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,507**	**2,584**	**2,990**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**1,780**	**1,578**	**1,507**	**2,584**	**2,990**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,643	1,687	1,491	2,194	2,562
영업이익	**137**	**-109**	**16**	**390**	**428**
(영업이익률, %)	7.7	-6.9	1.1	15.1	14.3
영업외손익	**69**	**230**	**445**	**59**	**68**
금융수익	120	157	116	118	119
금융비용	29	40	47	43	41
지분법손익	4	4	-23	-7	-7
기타	-26	109	399	-8	-3
세전이익	**206**	**121**	**461**	**449**	**496**
법인세	-8	27	114	108	119
(법인세율, %)	-3.7	22.2	24.7	24.0	24.0
계속사업이익	214	94	347	341	377
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**214**	**94**	**347**	**341**	**377**
(순이익률, %)	12.0	6.0	23.1	13.2	12.6
지배주주순이익	212	94	347	348	385
비지배주주순이익	2	-0	1	-7	-8
EBITDA	249	-0	110	485	526
(EBITDA 이익률, %)	14.0	-0.0	7.3	18.8	17.6
EPS (지배주주)	9,663	4,291	16,023	16,164	17,849
EPS (연결기준)	9,744	4,287	16,057	15,847	17,499
수정 EPS (원)*	9,865	-2,886	-2,324	16,290	17,659

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**2,337**	**1,789**	**2,277**	**2,527**	**2,684**
현금 및 현금등가물	365	1,260	325	261	365
매출채권	133	130	188	337	353
재고자산	1	1	1	3	3
기타	1,838	397	1,763	1,927	1,964
비유동자산	**2,057**	**2,165**	**2,108**	**2,338**	**2,503**
투자자산	673	872	814	881	884
유형자산	1,001	998	1,059	1,221	1,384
무형자산	96	104	105	105	105
기타	288	192	130	130	130
자산총계	**4,394**	**3,954**	**4,385**	**4,865**	**5,188**
유동부채	**614**	**322**	**606**	**632**	**656**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	614	322	606	632	656
비유동부채	**526**	**568**	**353**	**488**	**502**
사채 및 장기차입금	170	170	40	40	40
기타 비유동부채	357	398	313	448	462
부채총계	**1,141**	**890**	**959**	**1,120**	**1,158**
지배주주지분	**3,250**	**3,058**	**3,420**	**3,746**	**4,038**
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,662	3,987	4,280
기타	-667	-860	-686	-686	-686
비지배주주지분	**3**	**5**	**6**	**-1**	**-9**
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,425**	**3,745**	**4,029**
순부채	-885	-1,059	-583	-593	-728

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**140**	**107**	**150**	**440**	**489**
당기순이익	214	94	347	341	377
현금유출입이없는 비용 및 수익	72	-7	-231	135	143
유형자산 감가상각비	110	106	90	87	90
무형자산 상각비	2	3	5	8	8
기타	-40	-116	-326	40	45
영업활동 자산부채 변동	-96	-43	13	1	16
투자활동에서의 현금흐름	**113**	**1,294**	**-978**	**-329**	**-293**
유형자산 증감	-117	-83	-138	-250	-253
장단기금융자산의 증감	-78	987	-430	-71	-33
기타	308	390	-410	-8	-8
재무활동에서의 현금흐름	**-177**	**-523**	**-72**	**-26**	**-90**
차입금의 증가(감소)	20	-267	-22	-4	2
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-136	-64	-28	-22	-92
기타	-62	-193	-21	0	0
현금증감	80	895	-935	-64	104
기초현금	286	365	1,260	325	261
기말현금	365	1,260	325	261	365
Gross cash flow	**286**	**87**	**116**	**476**	**520**
Free cash flow	**22**	**23**	**11**	**190**	**236**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	-30.8	-11.3	-4.5	71.5	15.7
영업이익	-75.4	적전	흑전	2,324.4	9.8
순이익	-50.9	-56.0	269.1	-1.7	10.4
수정 EPS**	-48.4	적전	적지	흑전	8.4
주당지표					
EPS (지배주주)	9,663	4,291	16,023	16,164	17,849
EPS (연결기준)	9,744	4,287	16,057	15,847	17,499
수정 EPS**	9,865	-2,886	-2,324	16,290	17,659
BPS	160,025	157,673	176,349	193,155	208,230
DPS (보통주)	3,130	1,460	1,150	4,754	5,250
Valuations (배)					
P/E***	24.4	n/a	n/a	13.8	12.8
P/B***	1.5	1.2	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.7	n/a	34.1	8.8	7.8
비율					
ROE (%)	6.6	3.0	10.7	9.7	9.9
ROA (%)	4.8	2.3	8.3	7.4	7.5
ROIC (%)	14.6	-7.3	1.0	24.1	22.3
배당성향 (%)	1,475.4	1,549.6	6.4	26.5	26.5
배당수익률 (보통주, %)	1.3	0.8	0.6	2.1	2.3
순부채비율 (%)	-27.2	-34.6	-17.0	-15.8	-18.1
이자보상배율 (배)	9.4	-10.6	3.6	38.8	42.7

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 엔씨소프트, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

넷마블 (251270)

지속적인 신작 출시로 안정적 성장

- 3월 2종의 신작 출시에도, 제한적인 영업일수 반영으로 1분기 영업이익은 QoQ 감소 전망. 4월부터는 분기별 2종 이상의 신작 출시로 안정적인 이익 성장 예상
- 꾸준한 신작 출시와 비용 구조 개선으로 안정적인 이익 성장이 예상되는 만큼 현재 12.4배 P/E 수준의 주가는 부담 없는 수준이라 판단됨

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	68,000원	30.2%
현재주가	52,200원	
시가총액	4.2조원	
주식수 (유동주식 비중)	83,526,433주 (38.5%)	
52주 최저/최고	37,500원/68,000원	
60일-평균거래대금	143.7억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
넷마블 (%)	-10.5	-19.6	27.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	-3.4	-50.5	-40.8

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	68,000	74,000	-8.1%
2026E EPS	4,145	4,172	-0.6%
2027E EPS	4,829	4,615	4.6%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	17
목표주가	76,471
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

쉬어가는 1분기: 3월 3일 출시된 스톤에이지 키우기는 국내 IOS 매출 순위 2위, 구글 플레이 5위권을 유지 중. 3월 17일 글로벌에 출시된 일곱개의 대죄 오리진도 스팀, 콘솔 매출 순위는 높지 않으나, 일본 IOS 마켓에서는 6위에 오르며 선전. 그러나 1분기 매출은 3월 출시 신작들의 제한적인 영업 일수와 기존 게임들의 매출 감소로 QoQ 10.5% 감소할 전망. 이에 영업이익도 QoQ 39.2% 감소한 674억원에 그칠 전망.

'26년 꾸준한 신작 출시: 4월에는 몬길:스타다이브 (4/15)와 SOL:인챈트 (4/24) 출시가 예정되어 있고, 하반기에도 나혼렙: 카르마, 샹그릴라 프론티어, 프로젝트 옥토퍼스, 이블베인 등 다수의 신작이 출시될 계획. 2분기부터는 3월 출시 신작들의 매출의 온기 반영과 신작 출시로 매출과 영업이익 반등이 예상됨.

수익성 개선과 거버넌스 강화: 넷마블은 런처를 통한 모바일게임 자체 결제 비중 확대와 AI 개발을 통한 인력 효율화로 수익성 개선에 노력. 다수의 모바일 신작을 지속적으로 출시하고 있는 만큼 '27년부터 나타날 구글플레이 수수료 인하 효과도 국내 업체 중 가장 크게 받을 전망. 최근 넷마블네오과 포괄적 주식교환을 통한 합병과 자사주 매입, 소각으로 자회사 중복 상장 리스크를 없앤 점도 긍정적 요소.

여전히 매력적인 게임주: 기존 게임들의 매출 감소를 반영하여 '26년 영업이익 추정치를 기존 대비 3.1% 하향하고, 이를 반영하여 목표주가 역시 기존 74,000원에서 68,000원('26년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 16.5배 적용)으로 8.1% 하향함. 신작 출시 일정에 따른 분기 실적 변동성은 존재하나, 연간 꾸준한 신작 출시와 비용 구조 개선으로 안정적인 연간 이익 성장이 기대됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	2,835	3,226	3,450	3,594
영업이익 (십억원)	352	380	445	534
순이익 (십억원)	231	285	368	476
EPS (adj) (원)	3,150	4,145	4,829	5,752
EPS (adj) growth (%)	-74.9	31.6	16.5	19.1
EBITDA margin (%)	17.1	16.1	16.4	17.8
ROE (%)	4.1	5.1	6.3	7.7
P/E (adj) (배)	15.3	12.4	10.6	8.9
P/B (배)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	10.3	9.6	8.4	6.9
Dividend yield (%)	1.8	2.1	2.7	2.7

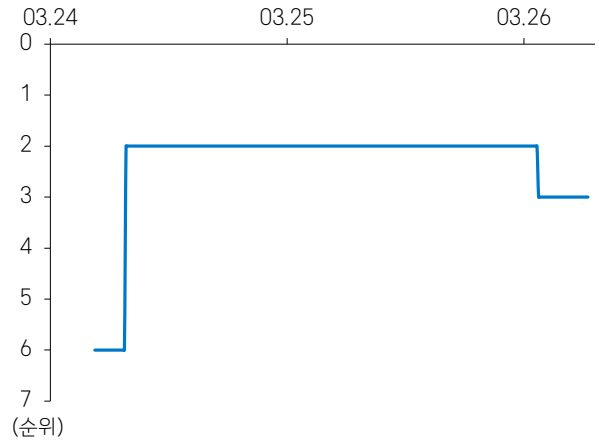
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

1Q26 Preview

(십억원)	1Q26			차이 (%)		1Q25	4Q25	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	**714.0**	**723.9**	**700.5**	**-1.4**	**1.9**	**623.9**	**797.6**	**14.4**	**-10.5**
스핀엑스 3종	150.7	156.4		-3.6		149.7	167.5	0.7	-10.0
마블 콘테스트 오브 챔피언	57.0	82.8		-31.1		56.2	87.7	1.6	-35.0
일곱개의 대죄	30.6	26.2		17.0		31.2	31.9	-1.8	-4.0
나혼자만 레벨업	25.5	22.3		14.6		49.9	31.9	-48.9	-20.0
레이븐2	27.1	17.7		52.8		31.2	31.9	-13.1	-15.0
RF 온라인 넥스트	27.1	31.3		-13.4		18.7	31.9	44.9	-15.0
세븐나이츠 리버스	95.7	91.9		4.2		0.0	119.6	n/a	-20.0
뱀피르	33.5	70.5		-52.5		0.0	55.8	n/a	-40.0
일곱개의대죄 오리진	22.5	30.0		-25.0		0.0	0.0	n/a	n/a
기타	244.1	224.8		8.6		287.0	239.3	-14.9	2.0
영업비용	**646.6**	**628.3**	**620.6**	**2.9**	**4.2**	**574.2**	**686.8**	**12.6**	**-5.8**
지급수수료	234.8	241.7		-2.9		219.1	252.3	7.2	-6.9
인건비	183.5	175.5		4.6		172.1	182.0	6.6	0.8
광고선전비	160.5	145.9		10.0		114.2	178.7	40.5	-10.2
기타비용	67.8	65.1		4.1		68.8	73.8	-1.4	-8.1
영업이익	**67.4**	**95.5**	**80.0**	**-29.5**	**-15.7**	**49.7**	**110.8**	**35.6**	**-39.2**
세전이익	89.0	41.2	118.8	115.8	-25.0	97.5	2.8	-8.7	3,057.8
당기순이익	67.7	30.9	82.6	118.7	-18.1	80.2	-50.9	-15.7	흑전
지배주주순이익	67.0	29.7	74.4	125.6	-9.9	75.6	-49.1	-11.4	흑전
이익률 (%)									
영업이익률	9.4	13.2	11.4			8.0	13.9		
세전이익률	12.5	5.7	17.0			15.6	0.4		
순이익률	9.5	4.3	11.8			12.9	-6.4		
지배주주순이익률	9.4	4.1	10.6			12.1	-6.2		

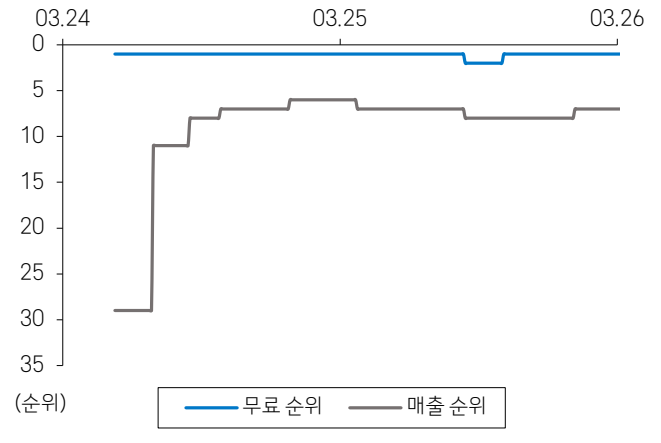
자료: 넷마블, Fnguide, 삼성증권 추정

스톤에이지 키우기 국내 IOS 매출 순위 추이



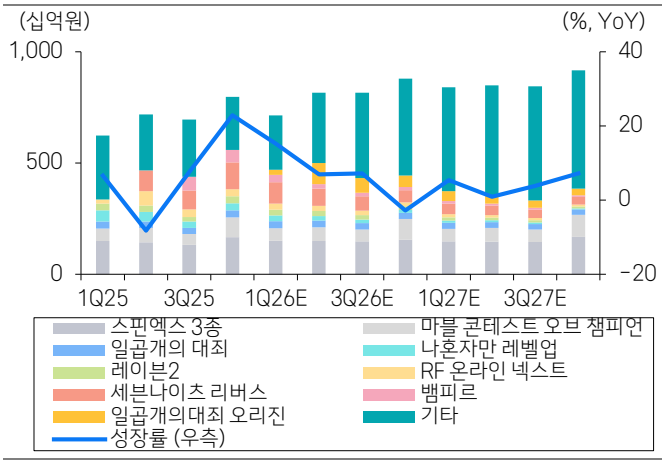
자료: 넷마블, 모바일인덱스

일곱개의대죄:오리진 일본 IOS 순위 추이



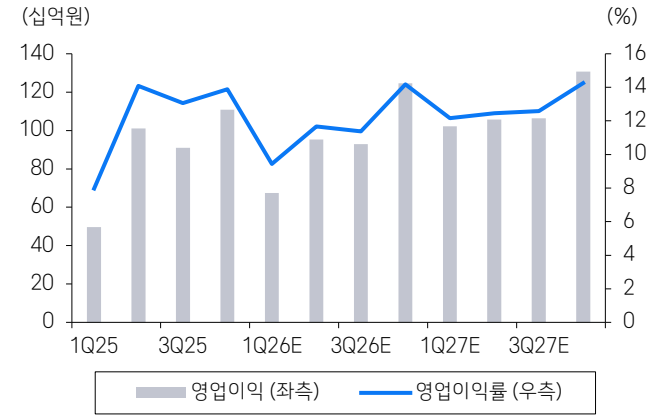
자료: 넷마블, 모바일인덱스

분기별 매출액 추이



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

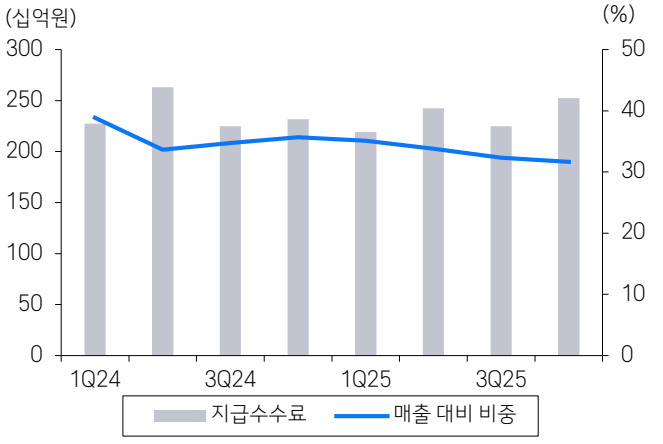
몬길 스타다이브 4월 15일 출시

자료: 넷마블

SOL: 인챈트 4월 24일 출시

자료: 넷마블

분기 지급수수료 추이



자료: 넷마블

넷마블네오 합병 주요 내용

구분	세부 내역
방식	포괄적 주식 교환
신주 발행 규모	827억
주식교환 비율	넷마블(주) : 넷마블네오(주) = 1 : 0.116
교환가액	넷마블 51,969원- 넷마블네오 6,031원
교환 계약일	2026년 03월 26일
교환 목적	주식교환 통해 넷마블네오(주)를 100% 자회사 편입 중복상장 우려 선제 해소 및 사업경쟁력 강화 목적
기타	신주 발행으로 인한 주주가치 희석 방지 위해 828억 자사주 매입 결정 및 연내 전량 소각 예정

자료: 넷마블, DART

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	자체 개발/퍼블리싱	출시 국가
1Q26	스톤에이지 키우기	방치형 RPG	모바일	자체 개발	글로벌
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG	PC/모바일/콘솔	자체 개발	글로벌
2Q26	SOL: Enchant	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	한국
	몬길: 스타 다이브	액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
2H26	나 혼자만 레벨업: 카르마	로그라이트 액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱	글로벌
	이블베인	협동 액션	PC/콘솔	자체 개발	글로벌

자료: 넷마블, 삼성증권 정리

넷마블 밸류에이션

	(십억원)
2026년 예상 EPS	4,086
적용 P/E (배) *	16.5
적정 주가 (원)	67,581
목표주가 (원)	68,000
현재 주가 (원)	52,200
상승 여력(%)	30.2

참고: * 피어 그룹의 2026년 평균 적용; 3월 27일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025	2026E
크래프톤	12.4	10.9
엔씨소프트	15.1	15.3
컴투스	49.2	20.9
넷이즈	13.1	12.7
EA	23.2	21.6
넥슨	20.6	17.8
평균	**22.3**	**16.5**

참고: 3월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	**623.9**	**717.6**	**696.0**	**797.6**	**714.0**	**816.6**	**816.4**	**879.0**	**840.2**	**848.7**	**844.2**	**917.1**
스핀엑스 3종	149.7	143.5	132.2	167.5	150.7	149.2	147.7	155.1	148.9	147.4	146.0	167.9
마블 컨테스트 오브 챔피언	56.2	64.6	48.7	87.7	57.0	62.7	53.3	93.3	56.0	61.6	55.4	99.8
일곱개의 대죄	31.2	28.7	27.8	31.9	30.6	29.7	29.1	28.0	26.6	25.2	24.2	23.5
나혼자만 레벨업	49.9	43.1	27.8	31.9	25.5	20.4	16.3	13.1	10.5	8.4	6.7	5.4
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	27.1	23.1	19.6	16.7	14.2	12.0	10.2	8.7
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	27.1	23.1	19.6	16.7	14.2	12.0	10.2	8.7
세븐나이츠 리버스		93.3	83.5	119.6	95.7	76.6	65.1	55.3	47.0	42.3	38.1	34.3
뱀피르			62.6	55.8	33.5	20.1	16.1	13.7	11.6	9.3	8.4	7.5
일곱개의대죄 오리진					22.5	94.5	66.2	52.9	45.0	36.0	32.4	29.1
기타	287.0	251.2	257.5	239.3	244.1	317.2	383.3	434.3	466.4	494.4	512.6	532.3
영업비용	**574.2**	**616.5**	**605.1**	**686.8**	**646.6**	**721.3**	**723.5**	**754.3**	**738.0**	**742.9**	**737.9**	**786.4**
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	234.8	276.7	277.5	294.2	277.1	277.5	271.8	294.0
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	183.5	185.1	186.7	188.4	190.0	192.1	194.2	196.3
광고선전비	114.2	135.4	145.3	178.7	160.5	181.9	181.8	188.2	186.9	188.6	187.5	204.3
기타비용	68.8	63.8	64.5	73.8	67.8	77.6	77.6	83.5	84.0	84.9	84.4	91.7
영업이익	**49.7**	**101.1**	**90.9**	**110.8**	**67.4**	**95.3**	**92.8**	**124.6**	**102.2**	**105.8**	**106.3**	**130.7**
세전이익	97.5	189.9	55.9	2.8	89.0	118.2	114.1	53.6	129.7	131.7	135.1	87.9
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.9)	67.7	89.8	86.7	40.8	98.6	100.1	102.6	66.8
지배주주순이익	75.6	160.3	37.5	(49.1)	67.0	88.9	85.9	40.3	97.6	99.1	101.6	66.1
수정 EPS (원)	597	1,191	909	410	777	1,008	984	1,316	1,123	1,138	1,153	1,415
이익률 (%)												
영업이익률	8.0	14.1	13.1	13.9	9.4	11.7	11.4	14.2	12.2	12.5	12.6	14.3
세전이익률	15.6	26.5	8.0	0.4	12.5	14.5	14.0	6.1	15.4	15.5	16.0	9.6
순이익률	12.9	22.3	5.8	(6.4)	9.5	11.0	10.6	4.6	11.7	11.8	12.2	7.3
지배주주순이익률	12.1	22.3	5.4	(6.2)	9.4	10.9	10.5	4.6	11.6	11.7	12.0	7.2

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**3,007.2**	**3,225.9**	**7.3**	**3,137.3**	**3,450.3**	**10.0**		**3,594.3**	**n/a**
스핀엑스 3종	602.9	602.9	0.0	610.2	610.2	0.0		660.2	n/a
마블 컨테스트 오브 챔피언	266.6	266.4	(0.1)	245.5	272.8	11.1		288.6	n/a
일곱개의 대죄	117.4	117.4	0.0	99.5	99.5	0.0		83.6	n/a
나혼자만 레벨업	75.3	75.3	0.0	30.9	30.9	0.0		12.6	n/a
레이븐2	86.4	86.4	0.0	45.1	45.1	0.0		23.5	n/a
RF 온라인 넥스트	86.4	86.4	0.0	45.1	45.1	0.0		23.5	n/a
세븐나이츠 리버스	292.7	292.7	0.0	143.8	161.7	12.5		106.1	n/a
뱀피르	83.3	83.3	0.0	35.5	36.8	3.6		23.3	n/a
일곱개의대죄 오리진	180.0	236.1	31.2	81.1	142.5	75.8		90.2	n/a
기타	1,216.2	1,379.0	13.4	1,800.6	2,005.7	11.4		2,282.6	n/a
영업비용	**2,615.0**	**2,845.8**	**8.8**	**2,709.5**	**3,005.3**	**10.9**		**3,060.1**	**n/a**
지급수수료	1,004.8	1,083.2	7.8	1,017.3	1,120.5	10.1		1,092.3	n/a
인건비	717.3	743.7	3.7	727.5	772.6	6.2		807.4	n/a
광고선전비	607.3	712.4	17.3	651.0	767.3	17.9		801.0	n/a
기타비용	285.7	306.5	7.3	313.7	345.0	10.0		359.4	n/a
영업이익	**392.2**	**380.1**	**(3.1)**	**427.8**	**444.9**	**4.0**		**534.2**	**n/a**
세전이익	419.9	375.0	(10.7)	534.3	484.3	(9.3)		625.8	n/a
당기순이익	319.1	285.0	(10.7)	406.1	368.1	(9.3)		475.6	n/a
지배주주순이익	303.1	282.1	(6.9)	385.7	364.4	(5.5)		470.9	n/a
수정 EPS (원)	4,173	4,086	(2.1)	4,615	4,829	4.6		5,752	n/a
이익률 (%)									
영업이익률	13.0	11.8		13.6	12.9			14.9	
세전이익률	14.0	11.6		17.0	14.0			17.4	
순이익률	10.6	8.8		12.9	10.7			13.2	
지배주주순이익률	10.1	8.7		12.3	10.6			13.1	

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**2,664**	**2,835**	**3,226**	**3,450**	**3,594**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**2,664**	**2,835**	**3,226**	**3,450**	**3,594**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,448	2,483	2,846	3,005	3,060
영업이익	**216**	**352**	**380**	**445**	**534**
(영업이익률, %)	8.1	12.4	11.8	12.9	14.9
영업외손익	**-139**	**-6**	**-5**	**39**	**92**
금융수익	77	196	173	187	208
금융비용	192	159	174	169	165
지분법손익	109	106	102	106	110
기타	-133	-149	-106	-84	-62
세전이익	**76**	**346**	**375**	**484**	**626**
법인세	73	115	90	116	150
(법인세율, %)	95.8	33.3	24.0	24.0	24.0
계속사업이익	3	231	285	368	476
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**3**	**231**	**285**	**368**	**476**
(순이익률, %)	0.1	8.1	8.8	10.7	13.2
지배주주순이익	26	225	282	364	471
비지배주주순이익	-22	6	3	4	5
EBITDA	370	484	520	566	639
(EBITDA 이익률, %)	13.9	17.1	16.1	16.4	17.8
EPS (지배주주)	298	2,618	3,424	4,447	5,747
EPS (연결기준)	37	2,685	3,458	4,492	5,805
수정 EPS (원)*	12,551	3,150	4,145	4,829	5,752

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	**1,115**	**1,257**	**1,224**	**1,360**	**1,577**
현금 및 현금등가물	578	689	614	724	919
매출채권	277	281	297	310	321
재고자산	2	2	2	2	2
기타	258	285	312	325	335
비유동자산	**7,062**	**6,837**	**6,957**	**6,958**	**6,958**
투자자산	2,928	3,060	3,320	3,441	3,547
유형자산	340	402	362	329	301
무형자산	3,245	2,858	2,759	2,671	2,594
기타	549	516	516	516	516
자산총계	**8,177**	**8,094**	**8,181**	**8,317**	**8,535**
유동부채	**1,348**	**1,901**	**1,747**	**1,590**	**1,436**
매입채무	28	23	26	27	28
단기차입금	505	733	613	493	373
기타 유동부채	815	1,145	1,109	1,071	1,035
비유동부채	**1,355**	**701**	**729**	**742**	**753**
사채 및 장기차입금	997	363	363	363	363
기타 비유동부채	358	337	365	378	390
부채총계	**2,703**	**2,601**	**2,476**	**2,332**	**2,189**
지배주주지분	**5,416**	**5,430**	**5,640**	**5,916**	**6,272**
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,143	3,143	3,143
이익잉여금	1,145	1,338	1,465	1,741	2,097
기타	1,207	1,023	1,023	1,023	1,023
비지배주주지분	**58**	**63**	**66**	**69**	**74**
자본총계	**5,474**	**5,492**	**5,706**	**5,985**	**6,346**
순부채	1,009	756	696	459	138

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	**288**	**338**	**285**	**335**	**423**
당기순이익	3	231	285	368	476
현금유출이없는 비용 및 수익	382	258	158	156	158
유형자산 감가상각비	53	48	40	33	27
무형자산 상각비	101	84	99	88	78
기타	228	127	18	35	53
영업활동 자산부채 변동	-35	-47	-33	-42	-39
투자활동에서의 현금흐름	**37**	**-74**	**-20**	**-12**	**-11**
유형자산 증감	-17	-47	0	0	0
장단기금융자산의 증감	-35	-38	-16	-7	-6
기타	89	10	-4	-4	-4
재무활동에서의 현금흐름	**-221**	**-146**	**-192**	**-209**	**-234**
차입금의 증가(감소)	-148	-102	-120	-120	-120
자본금의 증가(감소)	5	6	83	0	0
배당금	-0	-41	-72	-89	-114
기타	-77	-9	-83	0	0
현금증감	148	111	-75	110	196
기초현금	430	578	689	614	724
기말현금	578	689	614	724	919
Gross cash flow	**385**	**489**	**443**	**524**	**634**
Free cash flow	**270**	**290**	**285**	**335**	**423**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	6.5	6.4	13.8	7.0	4.2
영업이익	흑전	63.5	7.8	17.0	20.1
순이익	흑전	7,076.8	23.5	29.2	29.2
수정 EPS**	흑전	-74.9	31.6	16.5	19.1
주당지표					
EPS (지배주주)	298	2,618	3,424	4,447	5,747
EPS (연결기준)	37	2,685	3,458	4,492	5,805
수정 EPS**	12,551	3,150	4,145	4,829	5,752
BPS	66,102	66,269	68,857	72,221	76,572
DPS (보통주)	417	876	1,081	1,397	1,397
Valuations (배)					
P/E***	4.1	15.3	12.4	10.6	8.9
P/B***	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	14.9	10.3	9.6	8.4	6.9
비율					
ROE (%)	0.5	4.1	5.1	6.3	7.7
ROA (%)	0.0	2.8	3.5	4.5	5.6
ROIC (%)	0.3	7.2	9.5	11.4	14.0
배당성향 (%)	133.3	31.9	31.4	31.4	24.3
배당수익률 (보통주, %)	0.8	1.8	2.1	2.7	2.7
순부채비율 (%)	18.4	13.8	12.2	7.7	2.2
이자보상배율 (배)	2.0	4.9	6.1	7.7	10.2

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

COMPANY UPDATE

2026. 3. 30

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

NHN (181710)

웹보드와 GPUaaS로 고성장

- 웹보드게임 결제 한도 상향과 IP 기반 신작 출시로 게임 매출의 성장성 확보
- GPUaaS 신규 수주 확대로 기술 부문의 매출 고성장이 예상되며, 비주력 자회사 구조조정으로 전사 수익성 개선이 기대됨
- 게임과 기술 부문 매출 고성장과 자회사 수익성 개선으로 밸류에이션 상승 전망

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	46,000원	9.9%
현재주가	41,850원	
시가총액	1.2조원	
주식수 (유동주식 비중)	32,753,139주 (37.3%)	
52주 최저/최고	17,560원/42,400원	
60일-평균거래대금	33.3억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
NHN (%)	-7.9	43.2	100.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-1.0	-10.5	-5.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	46,000	46,000	0.0%
2026E EPS	2,854	2,702	5.6%
2027E EPS	3,604	3,613	-0.2%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	7
목표주가	45,286
추천 점수	4.0

→ BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

WHAT'S THE STORY?

웹보드가 이끄는 게임 성장: 웹보드게임 월 결제 한도가 2월부터 기존 70만원에서 100만원으로 완화됨에 따라 2월 웹보드게임 매출은 전월대비 20% 이상 성장. 이에 1분기 웹보드게임 매출은 헤비 유저가 많은 PC 게임 매출을 중심으로 YoY 8.8% 성장할 전망. 3월 24일 출시된 DISSIDIA DUELLUM FINALFANTASY도 일본에서 초반 흥행에 성공하며 2분기부터는 본격적인 게임 매출 성장에 기여할 전망.

GPUaaS 성장 본격화: 지난해에 이어 올해도 GPUaaS 운영 매출이 기술 매출 성장을 견인할 전망. 2분기부터는 양평 데이터센터에서 정부 GPU 구축 운영 매출이 발생하고, 3분기부터는 크래프톤의 GPU 운영 매출이 반영될 예정. 신규 GPUaaS 매출로 '26년 기술 매출은 전년대비 25% 이상 고성장할 전망.

자회사 구조조정 효과 지속: NHN 벅스는 3월 말 매각이 완료되면 2분기부터는 연결 실적에서 제외될 예정이며, 커머스와 글로벌도 부실 사업 정리로 수익성을 개선시킬 계획. 올해에도 컨텐츠와 커머스 등 비주력 자회사에 대한 추가 구조조정으로 전사 수익성 개선이 나타날 전망.

게임과 클라우드가 성장 견인: NHN에 대해 기존 BUY 투자의견과 목표주가 46,000원('26년 예상 EPS에 국내 게임 기업 P/E 평균 16.0배 적용)을 유지함. NHN은 웹보드 규제 완화와 애니메이션 IP 기반 신작 출시로 게임 매출의 견조한 성장이 예상되고, GPUaaS 기반 클라우드 매출 고성장으로 수익성 개선이 나타나고 있음. '26년은 실적 개선이 가시화되는 기간인 만큼 밸류에이션 역시 상승이 예상됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2024	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,821	3,176
영업이익 (십억원)	-33	132	204	240
순이익 (십억원)	-193	58	127	167
EPS (adj) (원)	-2,101	1,401	2,854	3,604
EPS (adj) growth (%)	적전	흑전	103.6	26.3
EBITDA margin (%)	2.9	9.4	11.2	11.2
ROE (%)	-8.6	2.5	5.8	7.5
P/E (adj) (배)	n/a	20.7	12.9	10.2
P/B (배)	0.4	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	7.0	1.7	2.0	1.7
Dividend yield (%)	2.8	1.7	1.4	1.4

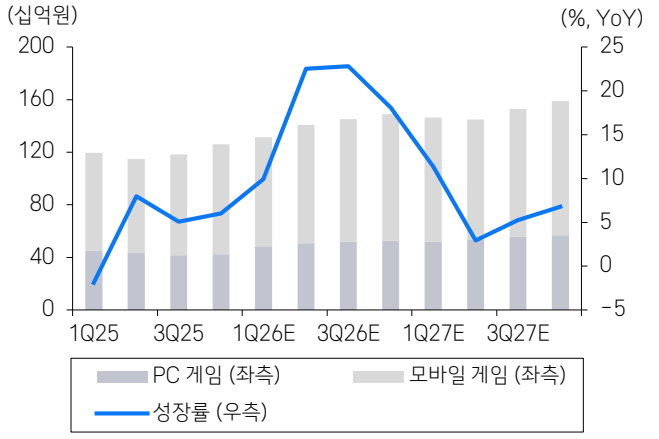
자료: NHN, 삼성증권 추정

웹보드게임 규제 변화 추이

	2014	2016	2018	2020	2022	2024	2026
월 결제 한도	30만원	50만원	50만원	50만원	70만원	70만원	100만원
1회 베팅 한도	3만원	5만원	5만원	5만원	7만원	7만원	10만원
일일 손실 한도	10만원	10만원	10만원	50만원 내 사용자 설정	70만원 내 사용자 설정	70만원 내 사용자 설정	100만원 내 사용자 설정
게임 상대 선택	불가	2,500원 소액방	2,500원 소액방	2,500원 소액방	3,500원 소액방	3,500원 소액방	5,000원 소액방
자동 베팅	불가	불가	불가	불가	불가	불가	불가
본인 확인	분기 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회	연 1회

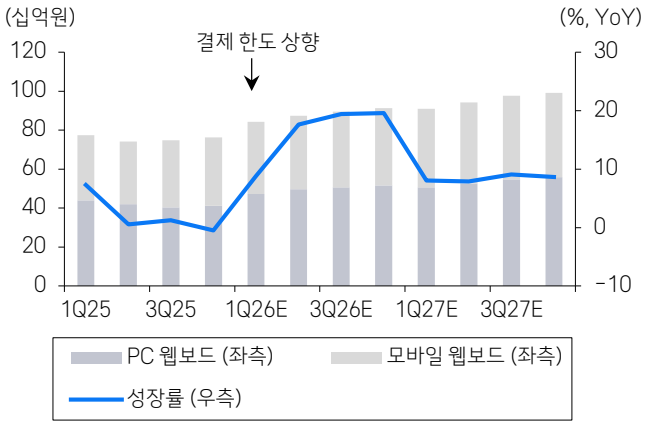
자료: 삼성증권 정리

게임 매출 추이



자료: 스퀘어에닉스

웹보드게임 매출 추이

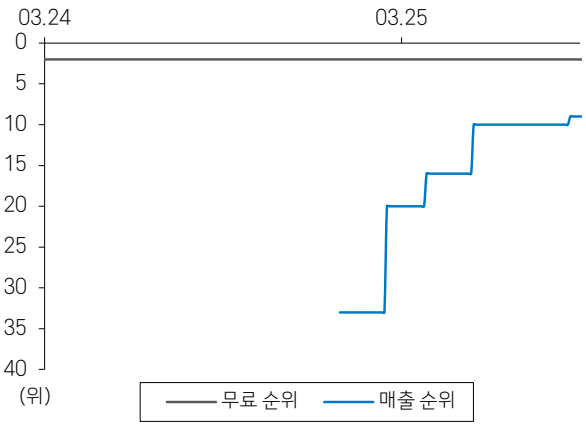


자료: NHN, 삼성증권 추정

DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY 3/24 출시

자료: 스퀘어에닉스

DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY 일본 IOS 순위



참고: 최근 48시간, 100위 내 순위를 10분 단위로 집계
자료: 모바일인덱스

신작 라인업

시기	게임명	장르	비고
1Q26	Puzzle Star	쓰리매치퍼즐	최애의 아이 IP 기반
	DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY	대전 액션	파이널판타지 IP 기반
2Q26	토파즈	액션 퍼즐	도검난무 IP
	Suuuiplash	캐주얼	웹3 기반
2H26	프로젝트 MM	퍼즐	IP 기반
	EMMA	캐주얼	

자료: NHN, 삼성증권

NHN 클라우드 주요 프로젝트

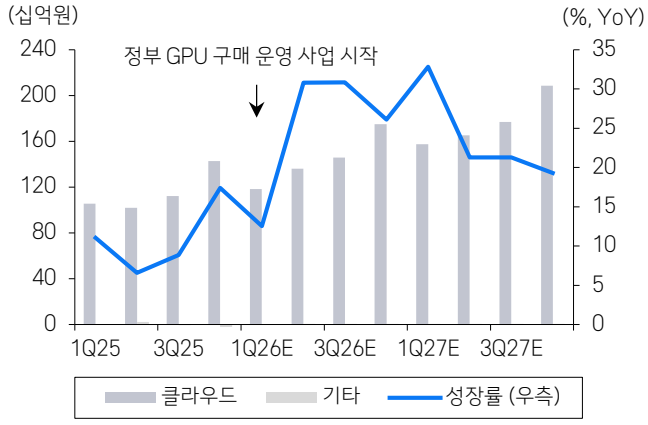
프로젝트	내용	데이터센터	매출	시기
국가 업무 정보 시스템 이전	국가정보자원관리원 화재에 따른 시스템 이전으로 NHN클라우드 상면 제공	PPP 대구 데이터센터	10~20억원	4Q25
AI 컴퓨팅자원 활용기반 강화사업	정부 소유 GPU B200 7,500대 확보, 구축, 운영 지원	양평 데이터센터	5년간 매출 3,000억원	2Q26부터
크래프톤 GPU 운영 사업	크래프톤 소유 GPU 구축, 운영	판교 데이터센터	5년간 1,000억원 규모	3Q26부터
재해복구시스템(DR) 구축 사업	정부 재해복구시스템의 민간 클라우드 병행 구축	PPP 대구 데이터센터	민간 기업 700억원 규모 전망	4Q26부터
대구 데이터센터 민간 판매	임대 중인 데이터센터 일부를 민간 기업에게 할당 판매	PPP 대구 데이터센터	연간 200억원 이상	3Q26부터

자료: NHN, 삼성증권 정리

양평 26KW급 도심형 데이터센터

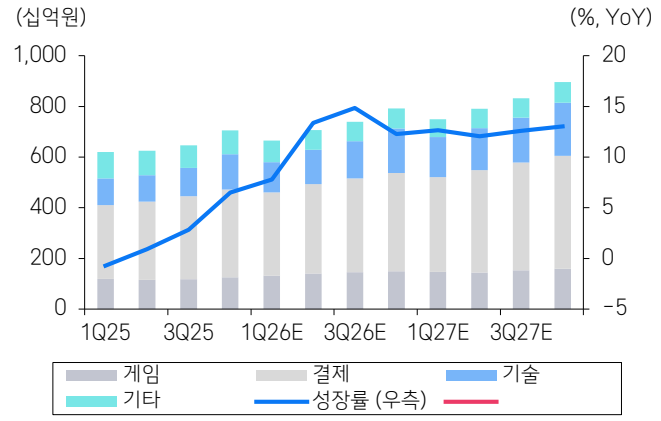
자료: NHN

기술 매출 추이



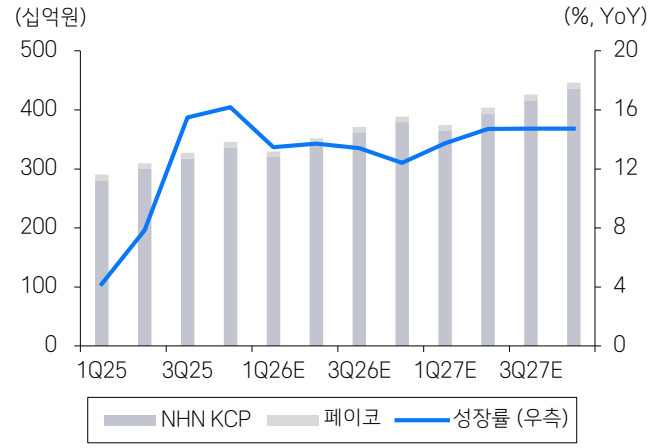
자료: NHN, 삼성증권 추정

부문별 매출 추이



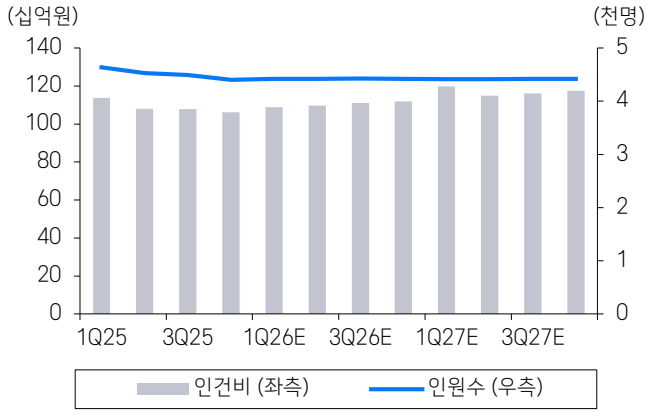
참고: 내부거래 포함된 수치
자료: NHN, 삼성증권 추정

결제 매출 추이



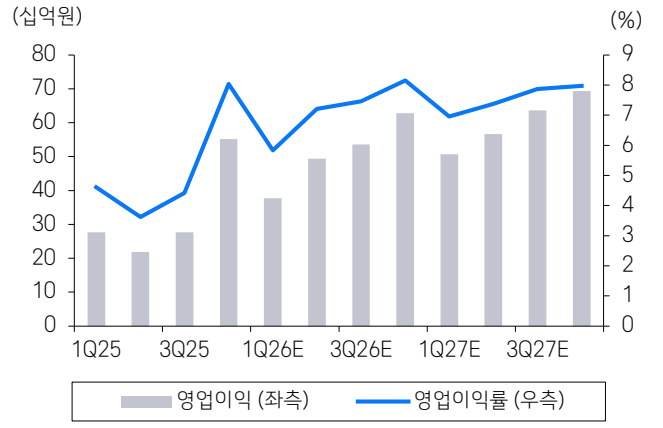
자료: NHN, 삼성증권 추정

인건비 및 인원 추이



자료: NHN, 센서타워

영업이익 추이



자료: NHN KCP

1Q26 Preview

(십억원)	1Q26			차이 (%)		1Q25	4Q25	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	**646.9**	**669.6**	**645.2**	**(3.4)**	**0.3**	**600.1**	**685.7**	**7.8**	**(5.7)**
게임	131.5	125.6		4.7		119.6	126.1	9.9	4.2
결제	329.4	343.9		(4.2)		290.3	345.6	13.5	(4.7)
기술	118.9	132.7		(10.4)		105.6	139.1	12.6	(14.5)
기타	85.0	90.1		(5.6)		104.5	94.3	(18.6)	(9.8)
내부거래	(17.9)	(22.7)		(21.0)		(19.9)	(19.4)	(10.0)	(7.6)
영업비용	**609.1**	**639.3**		**(4.7)**		**572.5**	**630.6**	**6.4**	**(3.4)**
인건비 및 복리후생비	108.8	110.6		(1.6)		113.8	106.2	(4.4)	2.5
지급수수료	426.5	438.7		(2.8)		368.4	454.5	15.8	(6.2)
광고선전비	23.6	26.4		(10.7)		18.2	23.9	29.5	(1.4)
유무형상각비	27.3	25.4		7.2		26.4	26.8	3.5	1.8
기타	23.0	38.2		(39.8)		45.7	19.2	(49.7)	19.9
영업이익	**37.8**	**30.3**	**33.4**	**24.6**	**12.9**	**27.6**	**55.1**	**36.6**	**(31.5)**
세전이익	38.9	(9.3)	35.1	(517.4)	10.8	24.1	46.3	61.5	(16.0)
당기순이익	19.4	(24.2)	19.4	(180.3)	0.2	(0.2)	28.7	흑전	(32.2)
지배주주순이익	11.7	(14.5)	15.2	(180.3)	(23.3)	(3.8)	19.5	흑전	(40.3)
이익률 (%)									
영업이익률	5.8	4.5	5.2			4.6	8.0		
세전이익률	6.0	(1.4)	5.4			4.0	6.7		
순이익률	3.0	(3.6)	3.0			(0.0)	4.2		
지배주주순이익률	1.8	(2.2)	2.4			(0.6)	2.8		

자료: NHN, FnGuide, 삼성증권 추정

NHN 밸류에이션

	(원)
2026년 예상 EPS	2,854
목표 P/E*	16.0
적정 주가	45,585
목표 주가	46,000
현재 주가	41,850
상승 여력 (%)	9.9

참고: 3일 27일 종가 기준; 국내 게임 업계
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2025	2026E
넷마블	13.9	12.6
엔씨소프트	15.1	15.3
펄어비스	n/a	15.7
컴투스	49.2	20.9
네오위즈	9.9	13.6
넥슨	20.6	17.8
평균	**21.7**	**16.0**

참고: 3월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	**600**	**605**	**626**	**686**	**647**	**686**	**719**	**770**	**729**	**769**	**809**	**870**
게임	120	115	118	126	131	141	145	149	146	145	153	159
결제	290	309	327	346	329	352	371	389	375	404	426	446
기술	106	104	112	139	119	137	146	175	158	166	177	209
기타	104	96	90	94	85	77	76	79	71	77	76	82
내부거래	(20)	(20)	(21)	(19)	(18)	(20)	(20)	(22)	(21)	(22)	(24)	(26)
영업비용	**572**	**583**	**598**	**631**	**609**	**636**	**665**	**707**	**678**	**712**	**745**	**801**
인건비 및 복리후생비	114	108	108	106	109	110	111	112	120	115	116	117
지급수수료	368	392	405	454	426	455	480	518	483	520	549	599
광고선전비	18	21	24	24	24	24	25	26	26	27	29	31
유무형상각비	26	25	25	27	27	28	28	28	29	29	29	29
기타	46	37	36	19	23	21	21	22	21	21	22	24
영업이익	**28**	**22**	**28**	**55**	**38**	**49**	**54**	**63**	**51**	**57**	**64**	**69**
세전이익	24	24	39	46	39	52	58	60	53	61	67	76
당기순이익	(0)	11	18	29	19	31	38	39	34	39	43	49
지배주주순이익	(4)	9	12	20	12	21	27	28	24	28	31	37
수정 EPS (원)	74	223	131	984	336	591	744	1,184	688	757	884	1,275
이익률 (%)												
영업이익률	4.6	3.6	4.4	8.0	5.8	7.2	7.5	8.2	7.0	7.4	7.9	8.0
세전이익률	4.0	3.9	6.2	6.7	6.0	7.6	8.1	7.8	7.3	7.9	8.3	8.7
순이익률	(0.0)	1.9	2.9	4.2	3.0	4.6	5.2	5.0	4.7	5.1	5.4	5.7
지배주주순이익률	(0.6)	1.5	1.9	2.8	1.8	3.1	3.8	3.7	3.3	3.6	3.9	4.3

자료: NHN, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	**2,819**	**2,821**	**0.1**	**3,194**	**3,176**	**(0.6)**		**3,576**	**n/a**
게임	537	566	5.5	584	603	3.2		658	n/a
결제	1,450	1,441	(0.6)	1,667	1,650	(1.0)		1,877	n/a
기술	570	577	1.3	694	710	2.3		833	n/a
기타	351	317	(9.7)	348	305	(12.3)		313	n/a
내부거래	(88)	(81)	(8.2)	(100)	(93)	(7.3)		(105)	n/a
영업비용	**2,628**	**2,617**	**(0.4)**	**2,953**	**2,936**	**(0.6)**		**3,276**	**n/a**
인건비 및 복리후생비	435	442	1.5	454	468	3.3		493	n/a
지급수수료	1,897	1,879	(0.9)	2,179	2,151	(1.3)		2,434	n/a
광고선전비	100	98	(1.5)	113	113	(0.5)		129	n/a
유무형상각비	111	111	0.0	116	116	0.0		121	n/a
기타	84	87	3.4	91	88	(3.3)		98	n/a
영업이익	**192**	**204**	**6.1**	**241**	**240**	**(0.3)**		**300**	**n/a**
세전이익	197	209	6.1	257	256	(0.2)		318	n/a
당기순이익	120	127	6.0	167	167	(0.2)		207	n/a
지배주주순이익	84	89	5.9	120	120	(0.2)		149	n/a
수정 EPS (원)	2,702	2,854	5.6	3,613	3,604	(0.2)		4,495	n/a
이익률 (%)									
영업이익률	6.8	7.2		7.5	7.6			8.4	
세전이익률	7.0	7.4		8.0	8.1			8.9	
순이익률	4.3	4.5		5.2	5.2			5.8	
지배주주순이익률	3.0	3.1							

자료: NHN, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**2,270**	**2,456**	**2,516**	**2,821**	**3,176**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	**2,270**	**2,456**	**2,516**	**2,821**	**3,176**
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,214	2,489	2,384	2,617	2,936
영업이익	**56**	**-33**	**132**	**204**	**240**
(영업이익률, %)	2.4	-1.3	5.3	7.2	7.6
영업외손익	**-43**	**-97**	**1**	**5**	**16**
금융수익	81	92	75	74	78
금융비용	78	69	51	46	47
지분법손익	5	-11	-5	-5	-4
기타	-51	-109	-19	-18	-11
세전이익	**13**	**-130**	**133**	**209**	**256**
법인세	36	63	76	82	90
(법인세율, %)	278.1	-48.7	56.7	39.0	35.0
계속사업이익	-23	-193	58	127	167
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**-23**	**-193**	**58**	**127**	**167**
(순이익률, %)	-1.0	-7.8	2.3	4.5	5.2
지배주주순이익	-9	-133	37	89	120
비지배주주순이익	-15	-60	21	38	47
EBITDA	149	72	236	315	357
(EBITDA 이익률, %)	6.6	2.9	9.4	11.2	11.2
EPS (지배주주)	-243	-3,904	1,098	2,712	3,664
EPS (연결기준)	-656	-5,674	1,715	3,886	5,088
수정 EPS (원)*	182	-2,101	1,401	2,854	3,604

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**165**	**47**	**551**	**133**	**169**
당기순이익	-23	-193	58	127	167
현금유출입이없는 비용 및 수익	232	468	172	164	173
유형자산 감가상각비	75	86	86	92	96
무형자산 상각비	18	18	18	19	20
기타	138	364	68	53	57
영업활동 자산부채 변동	15	-168	368	-77	-82
투자활동에서의 현금흐름	**-294**	**-50**	**55**	**-18**	**-20**
유형자산 증감	-308	-42	-21	0	0
장단기금융자산의 증감	-9	-43	51	3	-0
기타	22	35	24	-21	-20
재무활동에서의 현금흐름	**269**	**-149**	**-149**	**-33**	**-33**
차입금의 증가(감소)	176	22	-65	3	3
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-6	-21	-18	-15	-15
기타	100	-150	-66	-20	-21
현금증감	141	-150	453	61	90
기초현금	631	772	622	1,074	1,136
기말현금	772	622	1,074	1,136	1,226
Gross cash flow	**209**	**275**	**230**	**291**	**340**
Free cash flow	**-153**	**-1**	**524**	**133**	**169**

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: NHN, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	**1,537**	**1,419**	**1,815**	**1,943**	**2,117**
현금 및 현금등가물	772	622	1,074	1,136	1,226
매출채권	182	185	183	205	232
재고자산	67	49	32	35	40
기타	516	563	526	567	619
비유동자산	**1,912**	**1,774**	**1,687**	**1,674**	**1,662**
투자자산	532	474	469	505	547
유형자산	706	701	653	561	464
무형자산	427	345	365	406	446
기타	247	254	200	202	204
자산총계	**3,450**	**3,193**	**3,502**	**3,617**	**3,779**
유동부채	**888**	**878**	**1,174**	**1,135**	**1,098**
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	53	65	28	28	28
기타 유동부채	836	813	1,146	1,107	1,071
비유동부채	**571**	**549**	**547**	**590**	**641**
사채 및 장기차입금	179	176	155	155	155
기타 비유동부채	392	374	392	435	487
부채총계	**1,460**	**1,428**	**1,721**	**1,725**	**1,739**
지배주주지분	**1,631**	**1,451**	**1,483**	**1,555**	**1,656**
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	524	325	348	421	526
기타	-140	-121	-112	-113	-117
비지배주주지분	**358**	**314**	**298**	**337**	**383**
자본총계	**1,990**	**1,765**	**1,781**	**1,892**	**2,039**
순부채	-547	-410	-859	-907	-984

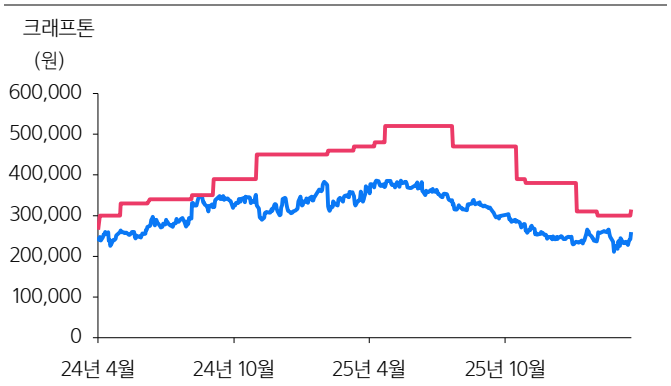
재무비율 및 주당지표

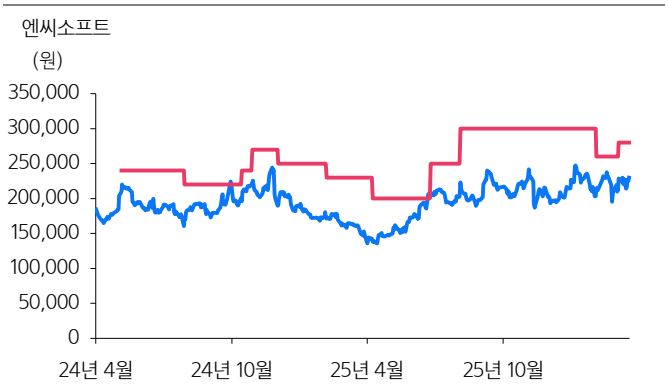
12월 31일 기준	2023	2024	2025	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	7.3	8.2	2.5	12.1	12.6
영업이익	42.4	적전	흑전	53.8	18.1
순이익	적지	적지	흑전	120.8	30.9
수정 EPS**	-43.4	적전	흑전	103.6	26.3
주당지표					
EPS (지배주주)	-243	-3,904	1,098	2,712	3,664
EPS (연결기준)	-656	-5,674	1,715	3,886	5,088
수정 EPS**	182	-2,101	1,401	2,854	3,604
BPS	48,402	45,675	48,114	50,463	53,726
DPS (보통주)	500	500	500	500	500
Valuations (배)					
P/E***	128.0	n/a	20.7	12.9	10.2
P/B***	0.5	0.4	0.6	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.2	7.0	1.7	2.0	1.7
비율					
ROE (%)	-0.5	-8.6	2.5	5.8	7.5
ROA (%)	-0.7	-5.8	1.7	3.6	4.5
ROIC (%)	-10.0	-4.4	6.5	16.9	19.3
배당성향 (%)	-197.4	-12.0	41.7	17.4	12.8
배당수익률 (보통주, %)	2.1	2.8	1.7	1.4	1.4
순부채비율 (%)	-27.5	-23.2	-48.2	-47.9	-48.3
이자보상배율 (배)	2.4	-1.1	6.6	10.0	11.7

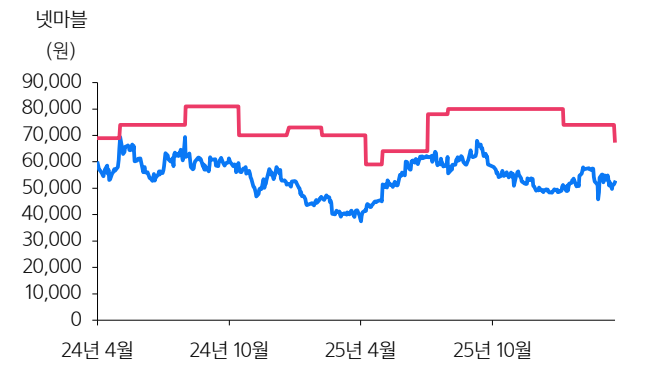
Compliance notice

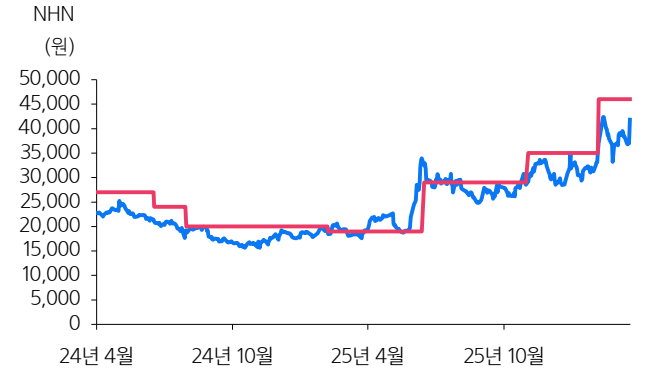
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 3월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 3월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이









최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

크래프톤												
일 자	2024/2/13	4/11	5/9	6/17	8/13	9/11	11/8	2025/2/12	3/19	4/16	4/30	7/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	270000	300000	330000	340000	350000	390000	450000	460000	470000	480000	520000	470000
괴리율 (평균)	-12.80	-17.85	-22.59	-16.76	-5.61	-13.29	-27.25	-26.43	-25.08	-21.22	-29.80	-33.18
괴리율 (최대or최소)	-4.81	-13.33	-17.58	-12.65	-0.29	-10.00	-14.89	-22.17	-19.68	-19.58	-25.77	-27.87
일 자	10/24	11/5	2026/1/13	2/10	3/30							
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY							
TP (원)	390000	380000	310000	300000	310000							
괴리율 (평균)	-28.48	-34.01	-21.29	-19.63								
괴리율 (최대or최소)	-26.92	-27.63	-25.32	-29.67								
엔씨소프트												
일 자	2024/3/20	5/13	8/6	10/22	11/5	12/10	2025/2/13	4/16	7/3	8/12	2026/2/11	3/13
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	220000	240000	220000	240000	270000	250000	230000	200000	250000	300000	260000	280000
괴리율 (평균)	-16.29	-20.65	-13.65	-10.60	-20.02	-25.18	-30.22	-17.89	-18.99	-28.78	-15.50	
괴리율 (최대or최소)	-5.45	-8.33	2.05	-8.54	-9.44	-16.20	-22.43	3.25	-14.60	-17.50	-8.65	
넷마블												
일 자	2024/2/8	5/10	8/9	10/22	12/30	2025/2/14	4/16	5/9	7/11	8/8	2026/1/15	3/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	69000	74000	81000	70000	73000	70000	59000	64000	78000	80000	74000	68000
괴리율 (평균)	-13.44	-18.59	-26.48	-23.22	-34.71	-40.50	-25.12	-11.50	-22.55	-30.27	-28.26	
괴리율 (최대or최소)	-3.19	-6.22	-21.98	-17.14	-27.81	-32.43	-22.80	-2.81	-18.21	-15.00	-21.76	
NHN												
일 자	2024/2/15	6/25	8/7	2025/2/14	6/23	11/10	2026/2/13					
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY					
TP (원)	27000	24000	20000	19000	29000	35000	46000					
괴리율 (평균)	-10.71	-15.79	-10.26	10.07	-3.66	-10.14						
괴리율 (최대or최소)	6.48	-11.88	-0.30	78.68	-14.48	0.00						

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.12.31 기준
매수(85.8%)·중립(14.2%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI 소비자중심 Best Korea Brands 2024

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA