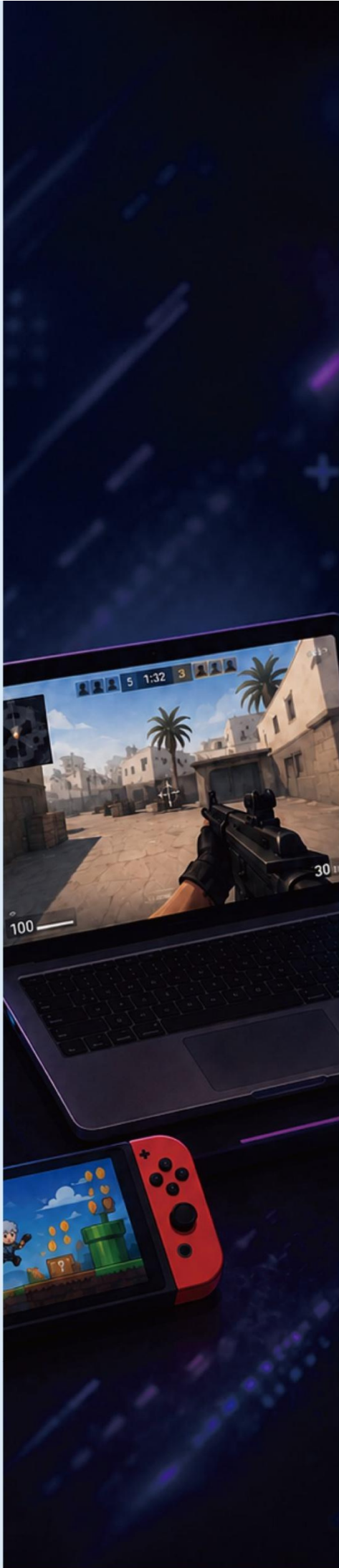


# 이제 본게임







---

# 이제 본게임

---



**최지운**

운송/게임

02 3770 3640

[jjyun.choi@yantakorea.com](mailto:jjyun.choi@yantakorea.com)



# CONTENTS

## I. 실적 개선에도 낮은 밸류에이션 07

1H26 Review: 선별적 반등, 아직 낮은 눈높이	07
낮아진 멀티플의 이유와 회복 조건	10

## II. 어려워진 게임 흥행 환경 13

모바일 게임: 신규 유저 유입보다 리텐션이 중요해진 시장	14
PC·콘솔: 스팀 성장과 플레이타임 경쟁 심화	19

## III. 실적 지속성을 결정할 조건들 22

라이브 운영과 시리즈 확장이 만드는 매출 지속성	22
DTC와 구글 수수료 개편이 만드는 이익률 개선	27
본업 경쟁력을 보강할 AI와 M&A	32

# 게임

## 이제 본게임

### 게임 업종 Overweight 제시

게임 업종에 대한 투자 의견 Overweight로 커버리지 개시. 1H26 게임 업종 내 주가는 단순 흥행 강도보다 실적 개선의 지속성을 설명할 수 있는 종목 중심으로 차별화. 다만 업종 전반의 밸류에이션은 여전히 역사적 저점 수준. 낮은 멀티플은 단순 저평가보다 실적 지속성에 대한 낮은 신뢰를 반영한다고 판단. 2H26~2027년에는 매출 지속성과 이익률 개선이 함께 확인되는 기업을 중심으로 디스카운트가 선별적으로 해소될 전망.

### 흥행 난이도 상승, 지속성이 핵심

게임 흥행 환경은 과거보다 어려워짐. 국내 게임 이용률은 2022년 74%에서 2025년 50% 수준까지 하락했고, OTT·숏폼 등 게임 외 콘텐츠와의 여가 시간 경쟁도 심화. 모바일에서는 MMORPG 피로와 중국 4X 게임 침투가 나타나고 있으며, PC·콘솔에서는 출시작 증가와 장수 게임으로 플레이타임이 집중됨. 신작 출시 자체보다 유저가 다시 접속하고 오래 머무를 이유를 제공하는 역량이 중요해지는 구간으로 판단.

### 실적 지속성의 조건

실적 지속성에 대한 신뢰 회복을 위해서는 두 가지 조건 필요. 첫째는 매출 지속성. 출시작을 라이브 운영으로 오래 유지하고, 흥행 신작을 DLC·플랫폼 확장·후속작으로 이어가는 역량이 중요. 둘째는 이익률 개선. 비용 구조 안정화에 더해 DTC 확대와 앱마켓 수수료 부담 완화가 맞물리면 같은 매출에서도 수익성 개선 가능. AI와 M&A는 개발 효율화와 라인업 보강을 통해 본업 경쟁력을 보완하는 중장기 변수로 작용할 것.

### 최선호주 NC, 차선호주 더블유게임즈

NC는 <아이온2>와 <리니지 클래식>의 동시 흥행으로 레거시 IP 기반 매출 회복 가능성을 확인. 1Q26 영업이익은 1,133억원(YoY +2,070%)을 기록했고, <아이온2> 자체 결제 비중도 약 80%까지 상승. 저스트플레이 연결 편입, 9월 <아이온2> 글로벌 출시, 2027년 <호라이즌 스틸 프론티어스> 등이 실적 추정치와 멀티플 상향의 핵심 동력.

더블유게임즈는 소셜카지노의 안정적인 현금창출력에 DTC 확대와 신규 자회사 이익 기여가 더해지는 구간. 1Q26 소셜카지노 DTC 비중은 38.7%까지 상승했고, 매출액 대비 변동비율은 25%까지 하락. 팍시게임즈의 AI 기반 캐주얼 라인업 성장과 슈퍼네이션의 iGaming 이익 기여가 더해지고 있으며, DDI 완전 자회사화가 완료될 경우 지배주주순이익 개선과 자본 활용 여력 확대 가능.



최지윤 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
NC	매수 (I)	370,000 (I)
크래프톤	매수 (I)	380,000 (I)
넷마블	매수 (I)	59,000 (I)
시프트업	매수 (I)	47,000 (I)
펄어비스	매수 (I)	52,000 (I)
더블유게임즈	매수 (I)	84,000 (I)
네오위즈	매수 (I)	24,000 (I)

## Executive Summary

### 게임 업종 Overweight 제시

게임 업종에 대한 투자 의견 Overweight로 커버리지를 개시한다. 1H26 게임 업종 내에서는 단순 흥행 강도보다 실적 개선의 지속성을 설명할 수 있는 근거가 확인된 종목 중심으로 주가가 차별화됐다. 다만 업종 전반의 밸류에이션은 여전히 역사적 저점 수준에 머물러 있다. 국내 게임주의 낮은 멀티플은 단순 저평가보다 실적 지속성에 대한 낮은 신뢰를 반영한다고 판단한다. 2H26~2027년에는 매출 지속성과 이익률 개선이 함께 확인되는 기업을 중심으로 밸류에이션 디스카운트가 선별적으로 해소될 것으로 전망한다.

게임 흥행 환경은 과거보다 어려워졌다. 국내 게임 이용률은 2022년 74%에서 2025년 50% 수준까지 낮아졌고, OTT·숏폼 등 게임 외 콘텐츠와의 여가 시간 경쟁도 심화되고 있다. 모바일에서는 MMORPG 장르 피로와 중국 4X 게임사의 침투가 나타나고 있으며, PC·콘솔에서는 출시 게임 수가 늘어나는 가운데, 플레이타임은 기존 장수 게임에 더 집중되고 있다. 플랫폼을 불문하고 신작 출시 자체보다 유저가 다시 접속하고 오래 머무를 이유를 제공하는 역량이 중요해지고 있다.

실적 지속성에 대한 신뢰가 회복되기 위해서는 두 가지 조건이 필요하다. 첫째는 매출 지속성이다. 출시작을 라이브 운영으로 오래 유지하고, 흥행 신작을 DLC·플랫폼 확장·후속작으로 이어가며 글로벌 시리즈로 키우는 역량이 필요하다. 둘째는 이익률 개선이다. 비용 구조 안정화에 더해 DTC 확대와 앱마켓 수수료 부담이 완화되면, 같은 매출에서도 수익성은 개선될 수 있다. 2026~2027년에는 이 두 조건이 실제 성과로 확인되는 기업을 중심으로 멀티플 회복 가능성이 높아질 것으로 판단한다.

최선호주로 NC, 차선호주로 더블유게임즈를 제시한다.

NC는 <아이온2>와 <리니지 클래식>의 동시 흥행으로 레거시 IP 기반 매출 회복 가능성을 확인했다. 1Q26 영업이익은 1,133억원(YoY +2,070%)을 기록했다. <아이온2>의 자체 결제 비중이 약 80%까지 올라오며 지급수수료 부담 완화도 동반되고 있다. 2Q26부터 저스트플레이 연결 편입이 더해지고, 9월 <아이온2> 글로벌 출시와 2027년 <호라이즌 스틸 프론티어스> 등이 예정돼 있어 실적 추정치와 멀티플의 동반 상향 가능성이 높다고 판단한다.

더블유게임즈는 소셜카지노의 안정적인 현금창출력에 DTC 확대와 신규 연결 자회사 이익 기여가 더해지는 구간에 진입했다. 1Q26 소셜카지노 DTC 비중은 38.7%까지 상승했고, 이에 따라 매출 대비 변동비율은 25%까지 하락했다. 파시게임즈는 AI 기반 캐주얼 라인업 확장을 통해 1Q26 매출액 247억원(QoQ +28.8%)을 기록했고, 슈퍼네이션도 iGaming 부문에서 이익 기여를 시작했다. 향후 DDI 완전 자회사화가 완료될 경우 비지배지분에 귀속되던 이익이 지배주주 순이익으로 전환되고, 보유 현금의 활용 여지도 커질 전망이다.

## 실적 개선에도 낮은 밸류에이션

### 1H26 Review: 선별적 반등, 아직 낮은 눈높이

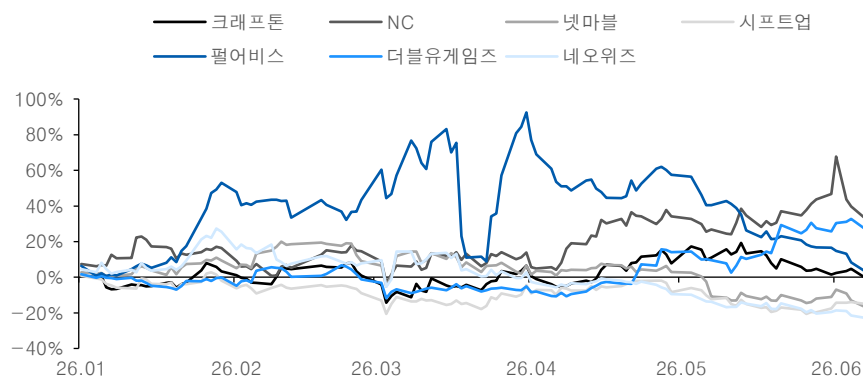
1H26 국내 게임 업종 주가는 시장 대비 부진했다. 반도체 대형주 주도로 코스피가 연초 이후 +100% 급등하고 코스닥이 -8% 하락한 가운데, WICS 게임엔터테인먼트 지수는 -13% 하락했다. 2025년에 이어 2026년 상반기에도 게임 업종은 지수 대비 소외되는 흐름이 이어졌다.

다만 업종 내 주가 흐름은 종목별로 뚜렷하게 갈렸다. NC(+18%), 더블유게임즈(+12%)는 상승한 반면, 펠어비스(-9%), 시프트업(-13%), 크래프톤(-17%), 넷마블(-27%), 네오위즈(-33%)는 하락했다. 주가 차별화는 단순 흥행 강도보다 실적 개선의 지속성을 설명할 수 있는 근거의 차이에 따라 나타났다고 판단한다.

NC는 레거시 IP 기반의 신작 <아이온2>와 <리니지 클래식> 흥행이 1Q26 매출액 5,574억원(YoY +56%), 영업이익 1,133억원(YoY +2,070%)으로 이어지며 실적 턴어라운드를 확인했다. 더블유게임즈는 소셜카지노의 안정적인 매출, 캐주얼 게임 성장, 자체결제 확대를 바탕으로 영업이익률 30%대의 견조한 실적을 유지했다.

반면 펠어비스는 3월 19일 출시한 <붉은사막> 흥행으로 1Q26 영업이익 2,121억원 흑자전환했지만, 패키지 판매 피크 이후 매출 지속성과 후속 콘텐츠 일정에 대한 확인이 필요하다는 점에서 주가 반응은 제한적이었다. 그 외 주가가 부진했던 종목들도 기존작 매출 둔화, 신작 공백, 출시작 성과의 기대치 하회 등으로 실적 개선 요인이 상대적으로 부족했다는 판단이다.

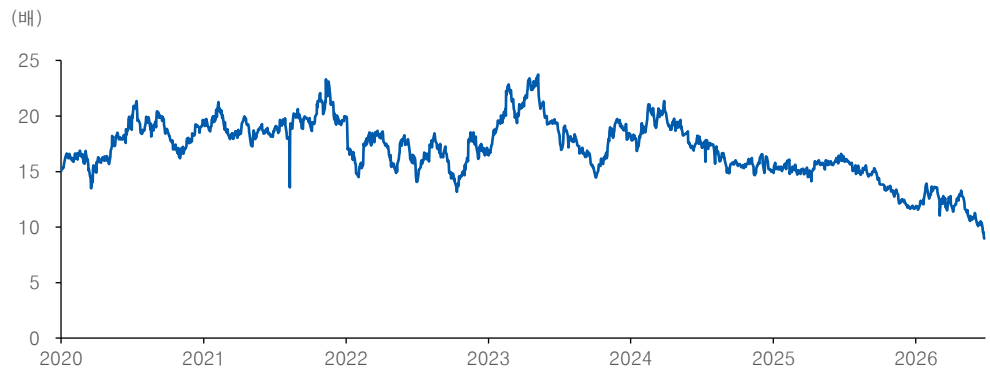
국내 주요 게임사 2026년 주가 수익률 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

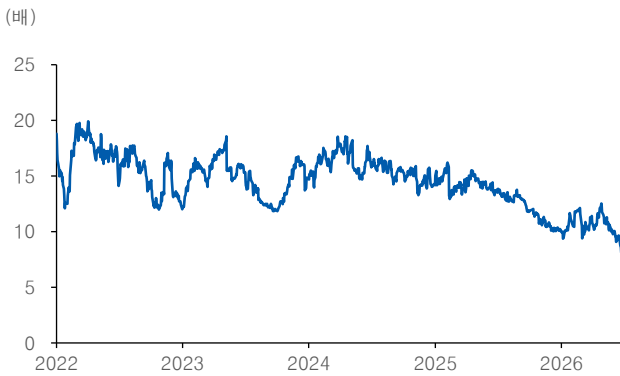
업종 전체의 밸류에이션 회복도 제한적이었다. 2026년 들어 게임엔터테인먼트 업종의 12개월 선행 PER 은 약 9배로, 2025년 연평균 14.7배를 하회하고 있다. 일부 종목에서 실적 개선이 확인됐음에도 업종 전반의 눈높이는 아직 회복되지 못했으며, 현재 밸류에이션은 과거 평균을 크게 밑도는 역사적 저점 수준에 머물러 있다.

게임엔터테인먼트 12MF Fwd PER 추이



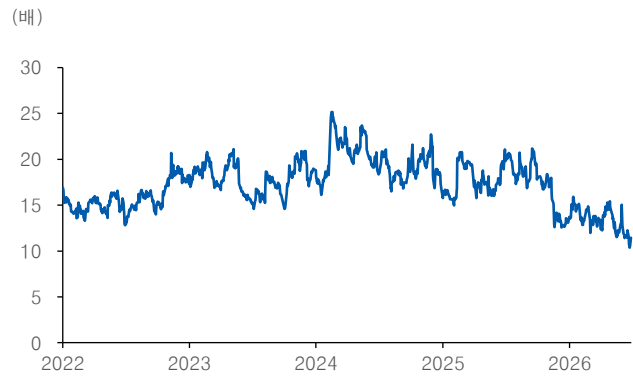
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 12MF Fwd PER 추이



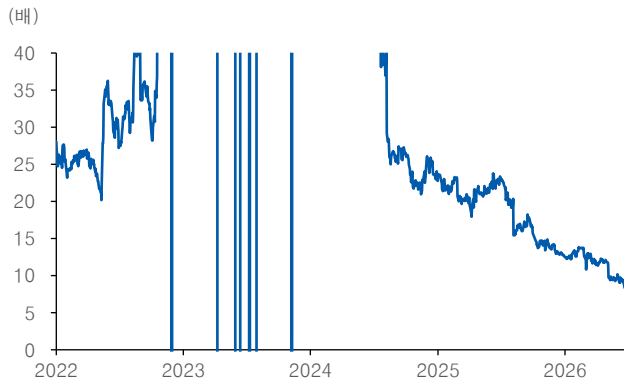
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

NC 12MF Fwd PER 추이



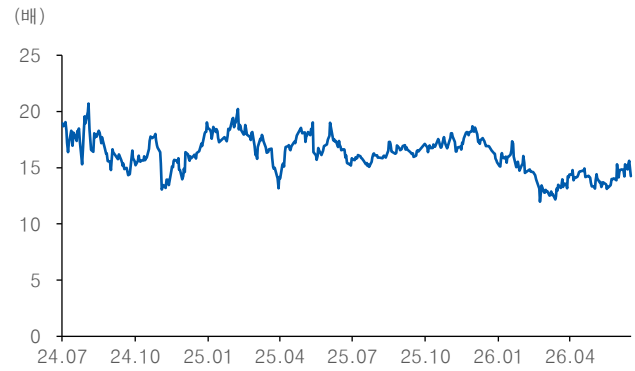
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 넷마블 12MF Fwd PER 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 시프트업 12MF Fwd PER



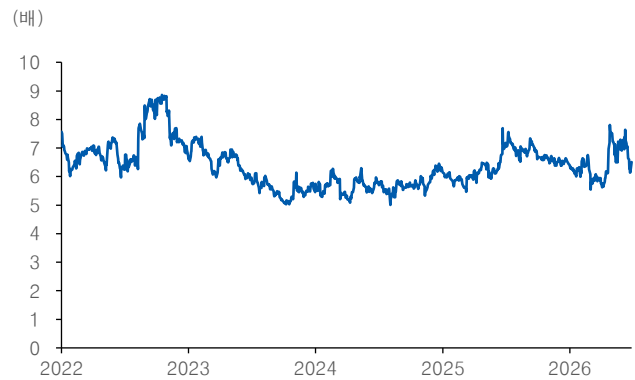
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 필어비스 12MF Fwd PER



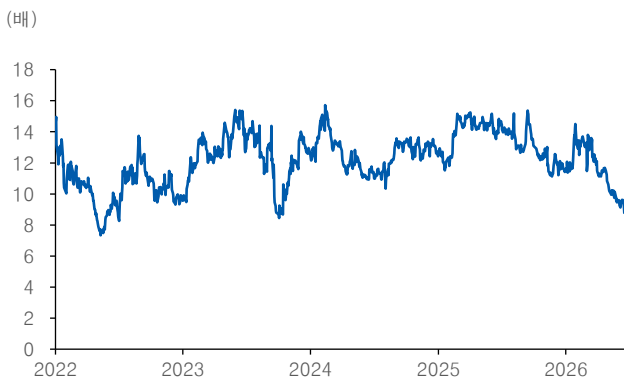
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 더블유게임즈 12MF Fwd PER



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 네오위즈 12MF Fwd PER 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 낮아진 멀티플의 이유와 회복 조건

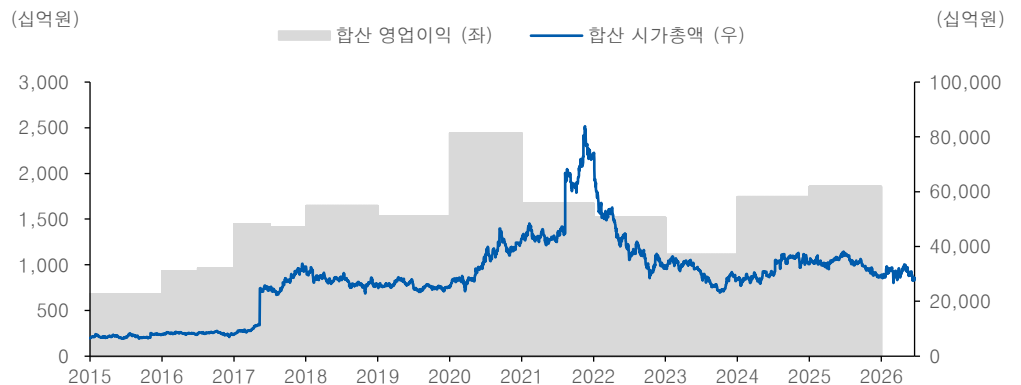
국내 게임주의 밸류에이션 디스카운트는 실적 지속성에 대한 낮은 신뢰에서 비롯된 것으로 판단한다. 1H26에도 일부 기업의 12개월 선행 EPS는 상향됐으나, 주가 반응은 제한적이었다. 이익 추정치 개선만으로는 업종 멀티플 회복을 이끌기에 부족했던 셈이다.

실적 지속성에 대한 의구심은 2010년대 국내 게임사 성장을 이끌었던 모바일 MMORPG 공식이 팬데믹 이후 약해지며 누적된 것으로 판단한다. 고 ARPPU(Average Revenue Per Paying User) 기반의 모바일 MMORPG는 출시 초기 매출 확보에 효과적이었으나, 유사 장르의 반복 출시와 과금 피로가 누적되면서 매출 피크가 유지되는 기간은 짧아졌다. 신작 출시로 분기 실적이 개선되더라도 다음 분기부터 매출이 빠르게 둔화되는 흐름이 반복되면서, 신작 성과를 안정적인 실적으로 반영하기 어려워졌다.

비용 부담 완화만으로는 디스카운트가 해소되지 않았다. 2024~2025년 구조조정과 인력 효율화로 주요 게임사의 비용 부담은 상당 부분 낮아졌다. 그럼에도 밸류에이션 반등이 제한적이었던 점을 감안하면, 신작 매출이 다음 분기와 차기 라인업으로 이어질 수 있는지에 대한 우려가 여전히 남아 있다고 판단한다.

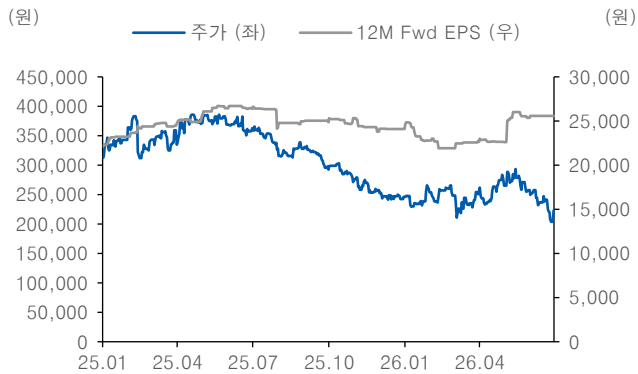
게임주 디스카운트가 해소되려면 지속 가능한 실적을 설명할 근거가 필요하다. 매출 측면에서는 라이브 운영과 시리즈 확장을 통해 매출 하락 속도를 늦추고 흥행작의 수명을 연장하는 역량이 중요하다. 이익 측면에서는 DTC 확대와 플랫폼 수수료 부담 완화 등을 통해 유지된 매출을 더 높은 이익으로 전환하는 수익성 개선이 필요하다. 2026~2027년에는 이 두 조건이 함께 확인되는 기업을 중심으로 실적 추정치 개선이 멀티플 회복으로 이어질 가능성이 높다고 전망한다.

국내 주요 게임사 합산 영업이익 vs 시가총액 추이



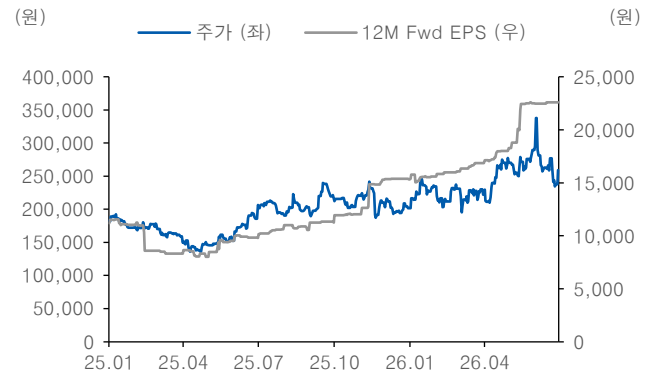
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 크래프톤 주가 및 12M Fwd EPS 추이



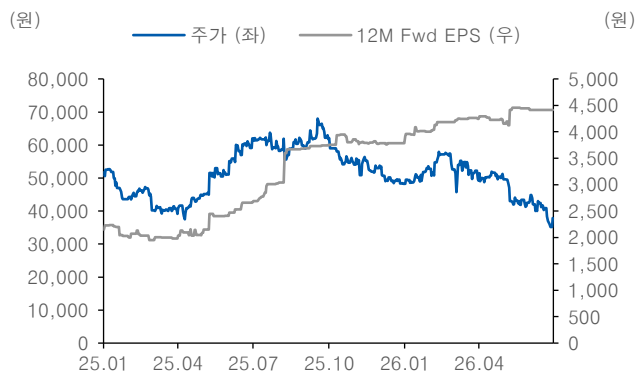
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## NC 주가 및 12M Fwd EPS 추이



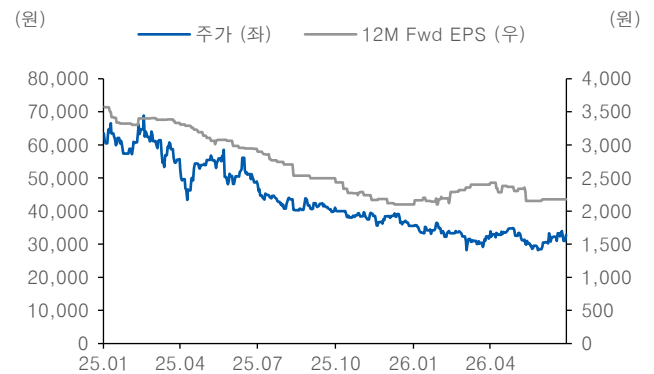
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 넷마블 주가 및 12M Fwd EPS 추이



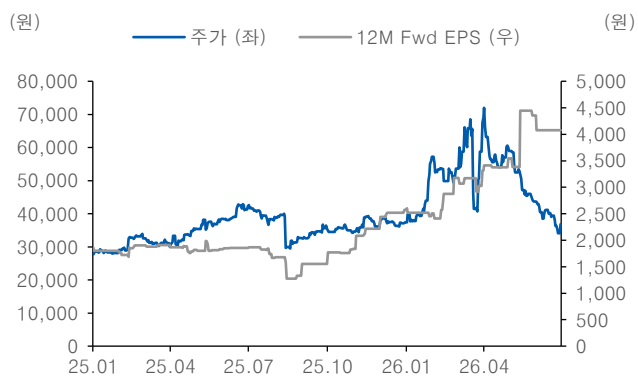
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 시프트업 주가 및 12M Fwd EPS 추이



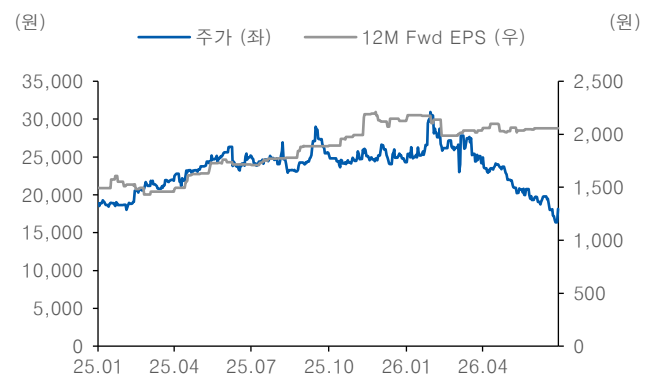
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 필어비스 주가 및 12M Fwd EPS 추이



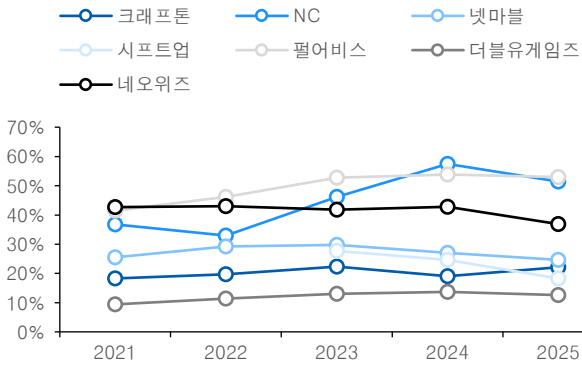
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## 네오위즈 주가 및 12M Fwd EPS 추이



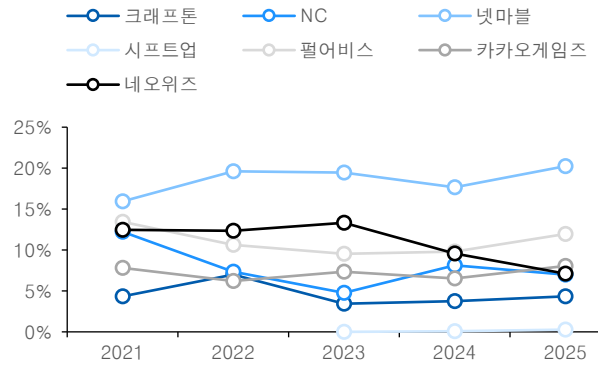
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

국내 게임사 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

국내 게임사 매출액 대비 광고선전비 비중 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

## 어려워진 게임 흥행 환경

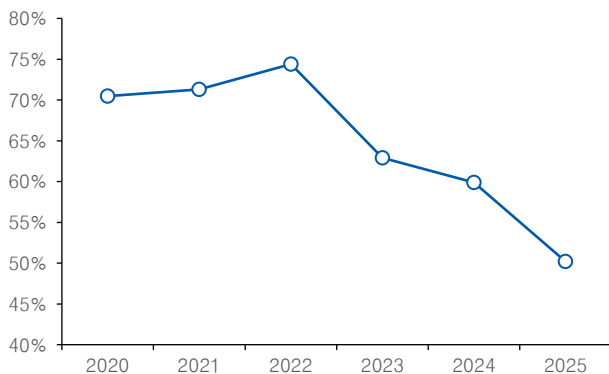
국내 게임 시장은 이용률과 이용 시간의 추가 확대를 기대하기 어려워졌다. 한국콘텐츠진흥원에 따르면 국내 게임 이용률은 2022년 74%에서 2025년 50% 수준까지 하락했다. 팬데믹 이후 외 부활동이 재개되고 여가 선택지가 확대되면서, 게임 이용자 저변 확대 속도도 둔화되고 있다.

게임 외 콘텐츠와의 여가 시간 경쟁도 심화되고 있다. 한국콘텐츠진흥원에 따르면 게임을 대체하는 여가 활동을 찾은 응답자 중 86.3%는 OTT·영화·TV·애니메이션 등 시청형 콘텐츠를 꼽았고, 운동과 읽기, 체험활동도 주요 대체 활동으로 나타났다. 게임의 경쟁 범위가 같은 장르와 플랫폼을 넘어 다양한 여가 활동으로 확대된 것이다.

이러한 환경에서는 신작 출시만으로 성과를 기대하기 어렵다. 신규 유저 유입이 둔화되고 유저의 선택지가 넓어진 가운데, 게임 내 경쟁까지 심화되면서 출시 초기 화제성이 과거만큼 오래 실적으로 이어지지 않는다. 신작의 성패를 가르는 기준도 출시 시점의 흥행보다 출시 이후의 지속성으로 옮겨가고 있다.

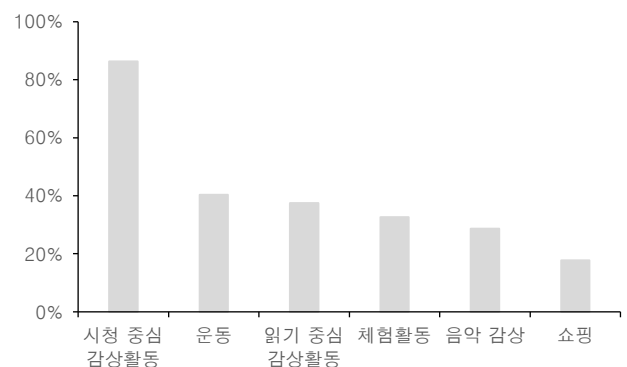
결국 국내 게임사의 핵심 과제는 유저가 다시 접속하고 오래 머무를 이유를 제공하는 데 있다. 시장 자체의 성장에 기대기 어려운 만큼, 유저 시간을 안정적으로 확보하는 게임일수록 중장기 매출 안정성도 높아질 것으로 판단한다.

국내 게임 이용률 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

게임 대체 여가활동



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

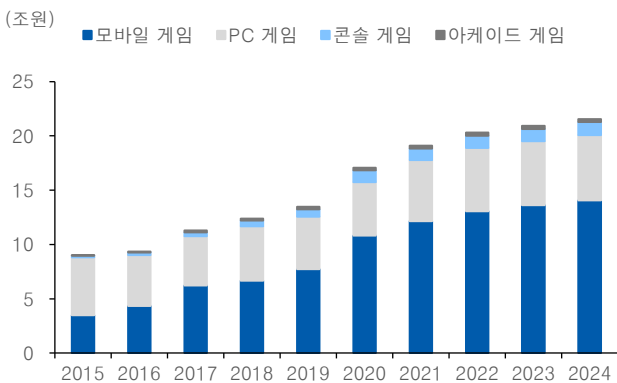
## 모바일 게임: 신규 유저 유입보다 리텐션이 중요해진 시장

### 1) 여전히 주력 플랫폼, 높아진 신작 흥행 난이도

모바일은 여전히 국내 주요 게임사의 주력 플랫폼이다. 대한민국게임백서에 따르면 2024년 국내 게임 시장 규모는 21.5조원이며, 이 중 모바일 게임은 14.1조원으로 약 65%를 차지했다. PC 게임 6.0조원, 콘솔 게임 1.2조원과 비교하면 시장 규모의 격차는 여전히 크다. 국내 최대 플랫폼인 만큼 모바일 기존작과 신작의 성과는 국내 게임사 실적을 좌우하는 핵심 변수다.

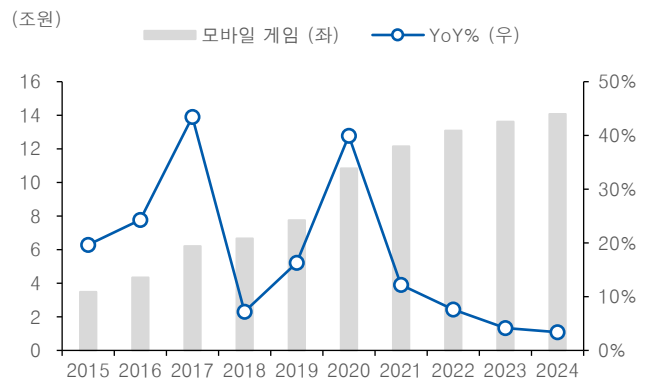
다만 국내 모바일 시장에서 MMORPG 중심의 흥행 공식은 약해지고 있다. 스마트폰 보급 이후 모바일 게임 시장이 빠르게 성장하던 시기에는 주요 게임사들이 RPG 신작을 잇따라 출시하며 시장을 주도했다. 특히 MMORPG는 소수 고과금 유저의 높은 ARPPU를 기반으로 출시 초기 매출을 빠르게 확보할 수 있는 장르였다. 그러나 ‘리니지라이크’로 불리는 유사 장르가 반복 출시되면서 신작 간 차별성은 낮아졌고, 장르 내 경쟁은 심화됐다.

국내 플랫폼별 게임 시장 규모



자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

국내 모바일 게임 시장 규모 추이

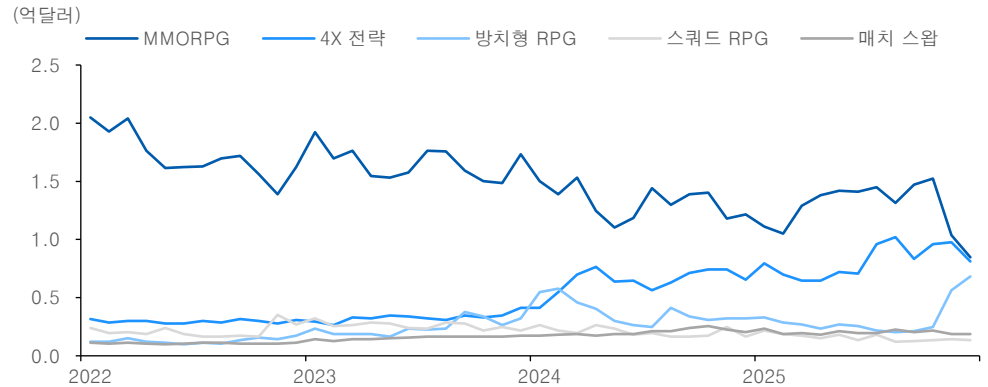


자료: 한국콘텐츠진흥원, 유안타증권 리서치센터

특정 장르의 집중 출시는 신작의 수명 단축과 마케팅비 부담 확대로 이어졌다. 유저 입장에서 캐릭터 성장, 장비 강화, 확률형 아이템에 기반한 고과금 모델이 반복되면서 피로감이 누적됐다. 그 결과 신작 출시 초반 매출 피크 이후 하락 속도가 빨라졌고, 출시 이후 매출을 오래 유지하는 운영 역량의 중요성은 높아졌다.

장르별 매출 흐름에서도 변화가 확인된다. 국내 모바일 MMORPG 월 매출은 2022년 약 2억달러에서 2025년 연말 1억달러 내외 수준까지 낮아졌다. MMORPG가 여전히 국내 게임사의 주요 장르인 점은 변함없으나, 모바일 게임 시장의 경쟁 구도는 MMORPG 중심에서 4X 전략, 방치형 RPG, 서브컬처, 매치·퍼즐 등 다양한 장르로 확대되고 있다.

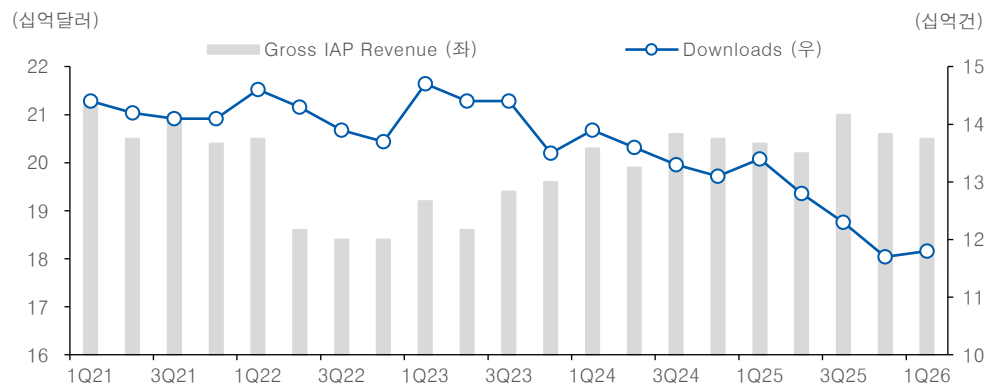
## 국내 모바일 게임 장르별 월 매출 변화 추이 (Google Play &amp; iOS 합산)



자료: Sensor Tower, 유안타증권 리서치센터

글로벌 모바일 시장도 신규 유저 유입에 기대기 어려워졌다. Sensor Tower에 따르면 1Q26 글로벌 모바일 게임 다운로드는 약 120억건으로 전년 동기 대비 12% 감소했으나, 같은 기간 인앱 결제(IAP) 매출은 200억달러 이상을 유지했다. 신규 설치가 줄어드는 가운데 IAP 매출이 유지되고 있다는 점은, 모바일 게임의 성과가 신규 유저 확보보다 기존 유저의 리텐션과 과금 지속성에 더 크게 좌우되고 있음을 의미한다.

## 글로벌 모바일 게임 인앱결제 매출 및 다운로드 수 추이



자료: Sensor Tower, Aream & Co., 유안타증권 리서치센터

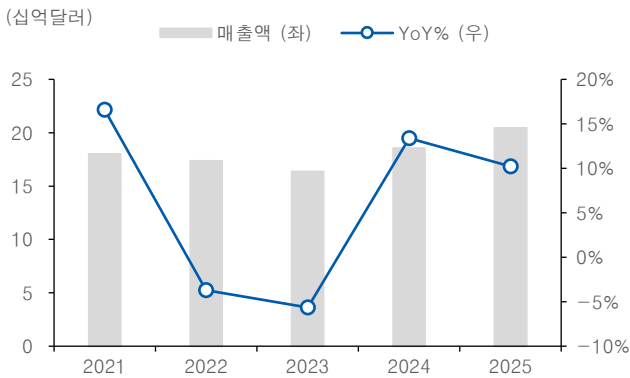
## 2) 중국 게임사의 약진

국내 게임사가 모바일 MMORPG 개발에 무게를 둔 사이, 중국 게임사는 4X 전략을 앞세워 글로벌 시장에서의 영향력을 키웠다. 2025년 중국산 게임의 해외시장 매출은 205억달러로 전년 대비 +10% 증가했고, 지역별로는 미국 32%, 일본 16%, 한국 9% 등 주요 모바일 게임 시장이 중국산 게임 해외매출의 절반 이상을 차지했다.

중국 게임의 약진을 이끈 대표 장르는 4X 전략이다. 4X 는 탐험(Explore), 확장(Expand), 자원 활용(Exploit), 정복(Exterminate)을 핵심으로 하는 전략 하위 장르다. 기지 성장과 연맹전, 서버 경쟁, 반복 이벤트가 결합되며 유저가 게임 내에서 장기간 머무는 구조로 발전했다. 초반에는 퍼즐·생존·캐주얼 요소로 진입장벽을 낮추고, 후반부에는 경쟁 콘텐츠로 유저의 체류 시간과 과금 전환을 높인다.

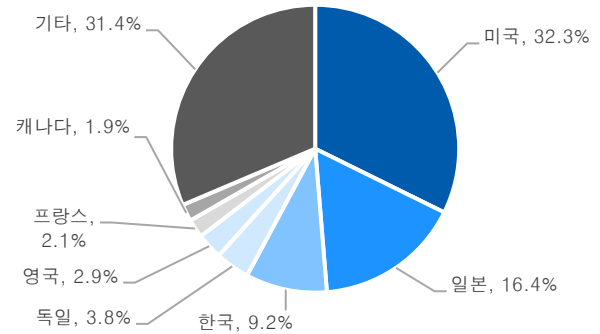
중국 4X 게임은 이러한 장르적 특성에 공격적인 UA 와 촘촘한 라이브 서비스 운영을 결합했다. Sensor Tower 에 따르면 한국 모바일 게임 시장에서 4X 전략은 전체 모바일 게임 광고 노출의 약 19%를 차지해 장르 중 가장 높은 비중을 기록했고, 장르 내에서는 <Kingshot>, <Whiteout Survival>, <Last War: Survival>, <Last Z> 등이 높은 광고 노출 점유율을 보였다. 출시 이후에는 월 단위 이벤트, 배틀패스, 미니게임을 반복적으로 배치해 재방문과 반복 과금을 유도했다.

중국산 게임의 해외시장 매출 규모 추이



자료: 한국콘텐츠진흥원, CADPA, 유안타증권 리서치센터

중국산 게임의 주요 해외 수출시장과 해외 매출 비중



자료: 한국콘텐츠진흥원, CADPA, 유안타증권 리서치센터

이러한 운영 방식은 국내 시장에서의 흥행으로 이어졌다. 한국 모바일 게임 시장에서 4X 전략 장르의 월 매출은 7,000만달러를 넘어서며 MMORPG 와의 격차를 좁히고 있다. 2026년 4~5월 합산 국내 모바일 게임 매출 순위에서도 <Whiteout Survival>, <Last War: Survival Game>, <Kingshot>, <Last Z: Survival Shooter> 등 중국산 4X 타이틀이 Top 20 내에 다수 포진했다.

중국 4X의 성과는 글로벌 시장에서도 확인된다. 최근 1년간 중국 국적 퍼블리셔의 합산 IAP 매출은 글로벌 1위를 기록했으며, 글로벌 Top 20 모바일 게임 IAP 매출 순위에서도 <Last War: Survival>, <Whiteout Survival>, <Kingshot> 등 중국산 4X 게임이 상위권에 올랐다.

국내 MMORPG 신작의 흥행 허들은 한층 높아졌다. 글로벌 신규 유저 유입 둔화와 국내 장르 피로에 더해, 중국 4X 게임이 낮은 초반 진입장벽과 공격적인 UA, 반복 이벤트로 국내 유저의 선택지를 넓혔기 때문이다. 기존 MMORPG 공식만으로 성과를 내기 어려워진 만큼, 국내 게임사는 확보한 유저의 리텐션과 과금 지속성을 높이는 라이브 운영 역량이 중요해질 전망이다.

#### 국내 모바일 게임 매출 순위 (2026년 4~5월 합산)

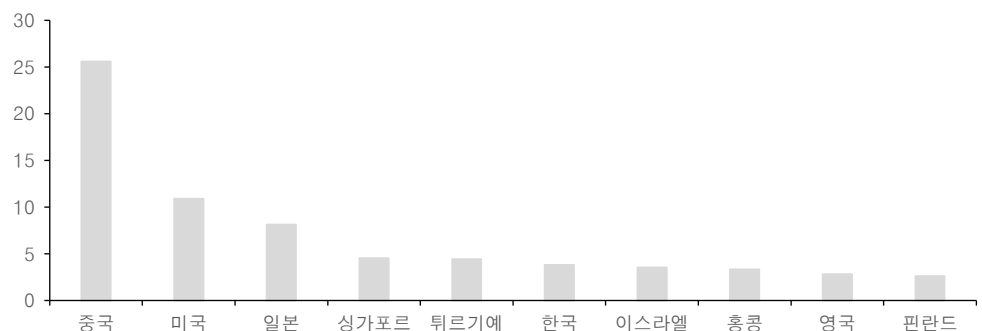
##### Revenue Rank

1	Whiteout Survival Century Games	6	GODDESS OF VICTORY: NIKKE Tencent	11	마비노기 모바일 NEXON	16	Seaside Escape MicroFun
2	Last War: Survival Game Onefun	7	Royal Match Dream Games	12	컴투스프로야구V22 Com2uS	17	Wuthering Waves Kuro Game
3	MapleStory: Idle RPG NEXON	8	Gossip Harbor MicroFun	13	Odin Valhalla Rising Kakao	18	한게임포커 클래식 with PC NHN
4	Lineage M NCSOFT	9	Lucky Defense! 111%	14	Honkai: Star Rail miHoYo	19	Last Z: Survival Shooter Omnijo Pte Ltd
5	Kingshot Century Games	10	ROBLOX Roblox	15	Brawl Stars Supercell	20	Gardenscapes by Playrix Playrix

자료: data.ai

#### 퍼블리셔 국가별 IAP 매출 순위

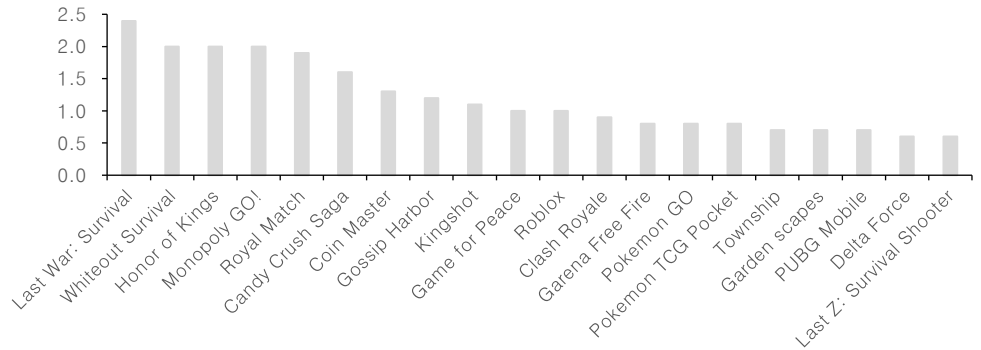
(십억달러)



자료: Sensor Tower, 유안타증권 리서치센터 주: 기간은 2Q25 ~ 1Q26

글로벌 Top 20 모바일 게임 IAP 매출 순위

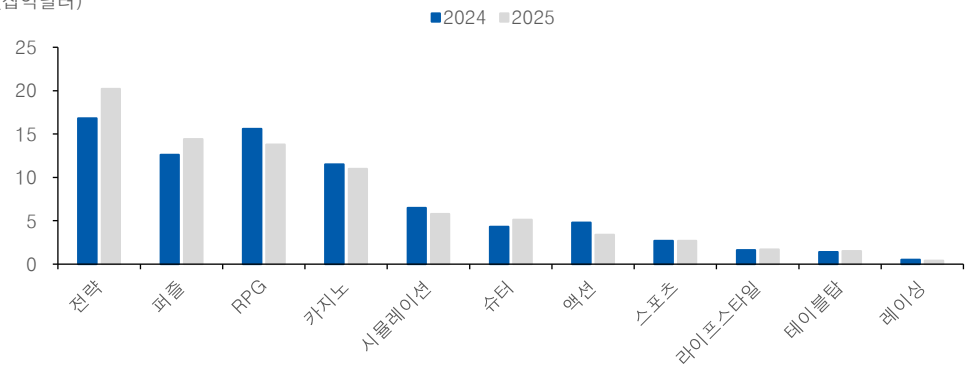
(십억달러)



자료: Sensor Tower, 유안타증권 리서치센터, 주: 2025년 4월 ~ 2026년 3월 기준

글로벌 모바일 게임 장르별 매출 추이: 전략은 강세, RPG는 약세

(십억달러)



자료: Sensor Tower, 유안타증권 리서치센터

## PC·콘솔: 스팀 성장과 플레이타임 경쟁 심화

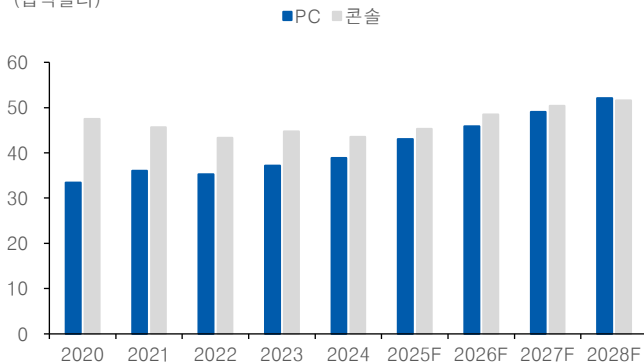
PC·콘솔은 국내 시장 규모만 놓고 보면 모바일보다 작지만, 국내 게임사가 모바일 중심 성장의 한계를 넘어 글로벌 유저층을 직접 겨냥할 수 있는 플랫폼이다. 스팀을 통한 글로벌 동시 출시가 대형 신작의 기본 공식으로 자리 잡으면서, 국내 게임사도 PC·콘솔 기반의 크로스플랫폼 신작 개발을 확대하고 있다.

PC·콘솔 시장에서는 특히 PC의 성장세가 두드러진다. Newzoo는 2025~2028년 글로벌 PC 소프트웨어 매출이 연평균 6.6% 증가해 콘솔(4.4%)을 웃돌 것으로 전망했다. 동아시아를 중심으로 이용자 기반이 확대되고 스팀 생태계가 성장하면서, PC 매출은 2028년 콘솔을 넘어설 것으로 예상된다. 실제로 스팀 최대 동시접속자 수는 2026년 들어 4,000만명대를 유지하며 사상 최고 수준을 이어가고 있다.

스팀의 유저 기반이 확대되면서 개발사들의 신작 공급도 빠르게 증가했다. 스팀 연간 출시 게임 수는 2025년 21,443개로 사상 최대를 기록했고, 2026년 들어서도 월평균 출시 수가 전년을 상회하며 증가세가 이어지고 있다. 신규 게임 출시가 빠르게 늘어나는 반면 유저가 게임에 쓸 수 있는 시간은 제한적인 만큼, 개별 신작이 유저의 관심을 확보하기 위한 경쟁도 함께 심화되고 있다.

글로벌 PC·콘솔 소프트웨어 매출 추이 및 전망

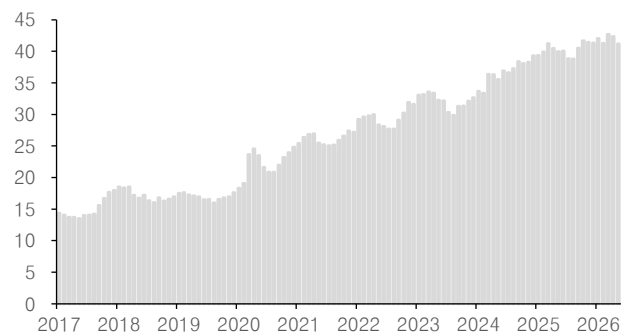
(십억달러)



자료: Newzoo, 유안타증권 리서치센터

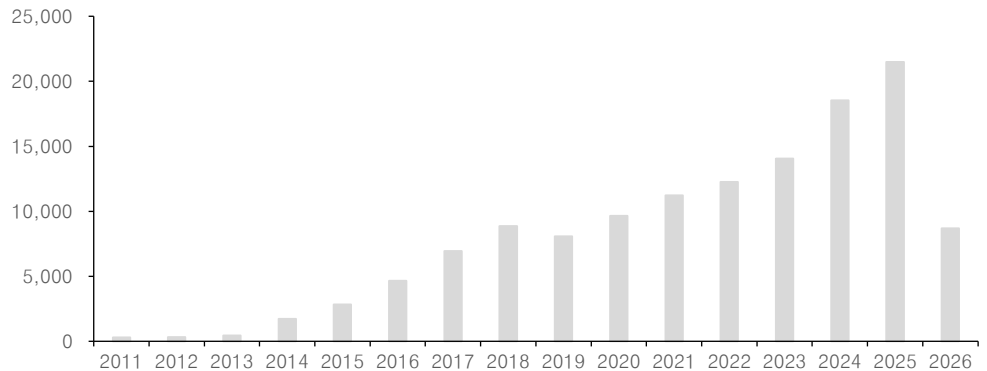
스팀 최대 동시 접속자 수 추이

(백만명)



자료: SteamDB, 유안타증권 리서치센터

스팀 연도별 출시 게임 수



자료: SteamDB, 유안타증권 리서치센터

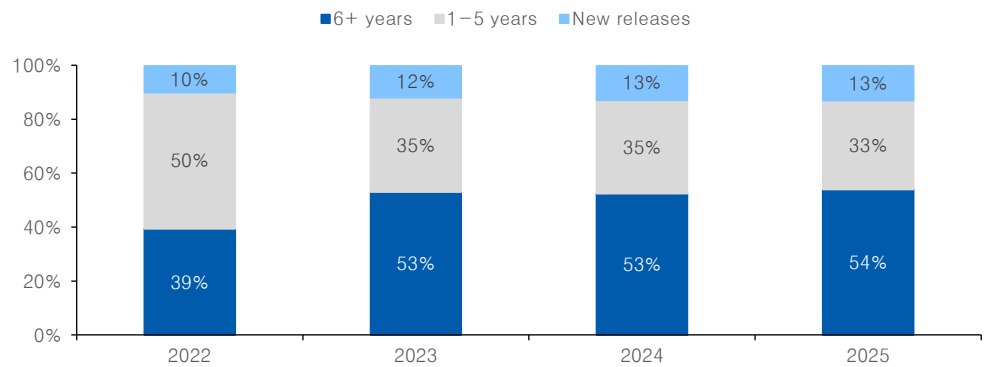
유저의 제한된 플레이타임은 점차 기존 장수 게임에 집중되고 있다. PC · PlayStation · Xbox 합산 플레이타임에서 출시 6년 이상 게임의 비중은 2022년 39%에서 2025년 54%로 높아진 반면, 출시 1~5년 게임의 비중은 같은 기간 50%에서 33%로 하락했다. <Fortnite>, <Roblox>, <Minecraft> 같은 장수 게임은 신규 콘텐츠와 라이브 운영을 기반으로 장기간 높은 플레이타임을 유지하고 있다.

당해연도 신작의 플레이타임 비중은 2022년 10%에서 2025년 13%로 소폭 확대됐다. 신작이 출시 초기에 유저의 관심을 확보할 여지는 여전히 남아 있는 셈이다. 다만 출시 1~5년 구간의 비중이 크게 낮아졌다는 점은, 출시 초기 유입이 증기 이후 플레이타임 유지로 이어지기 어려워졌음을 의미한다.

경쟁 심화가 신규 IP의 기회 축소만을 의미하지는 않는다. PC에서 Top 20 게임의 플레이타임 비중은 2022년 67%에서 2025년 58%로 낮아진 반면, Top 20 밖 게임의 비중은 같은 기간 33%에서 42%로 상승했다. 스팀에서는 상위권 밖의 게임도 업데이트, 할인 판매, 커뮤니티 활동을 통해 장기간 이용자를 확보할 여지가 있다. 출시작이 늘어나면서 게이머들의 관심을 확보하기 위한 경쟁은 심화됐지만, 일정 수준의 유저 기반을 확보한 게임에는 롱테일 매출을 형성할 기회도 남아 있다고 판단한다.

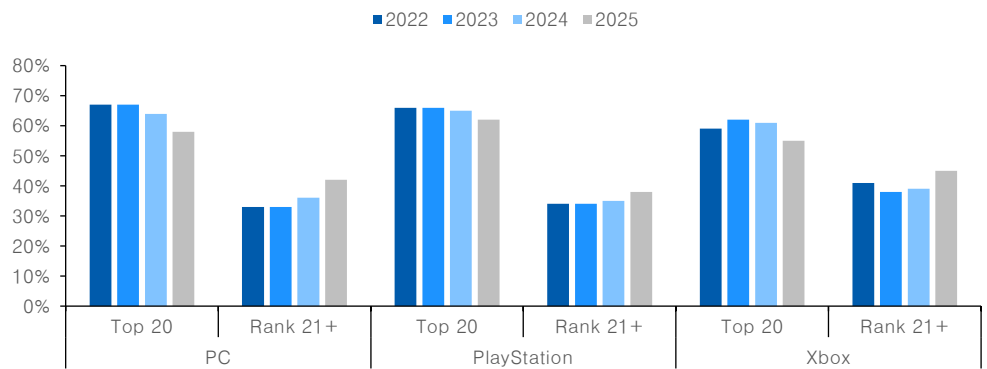
결국 PC · 콘솔에서는 출시 초기 유저 관심을 확보한 이후에도, 흥행작의 플레이타임을 얼마나 오래 유지하는지가 국내 게임사의 중장기 성과를 좌우할 전망이다.

## 출시 게임 시기별 플레이어타임 비중 (PC · 콘솔 합산)



자료: Newzoo, 유안타증권 리서치센터

## 게임 순위별 플레이어타임 비중 (PC, PlayStation, Xbox)



자료: Newzoo, 유안타증권 리서치센터

## 실적 지속성을 결정할 조건들

### 라이브 운영과 시리즈 확장이 만드는 매출 지속성

앞서 살펴본 것처럼 모바일과 PC·콘솔 모두 유저 시간을 확보하기 위한 경쟁이 심화되고 있다. 이런 환경에서는 신작 출시 직후의 단기 매출 피크보다, 흥행작이 얼마나 오래 실적에 기여할 수 있는지가 중요해질 전망이다. 출시 초기 성과가 업데이트, 확장팩, 플랫폼 확장, 후속작으로 이어질수록 게임사의 매출 공백은 줄어들고 실적 변동성도 낮아질 수 있다고 판단한다

이를 가능하게 하는 역량은 1) 라이브 운영과 2) 시리즈 확장이다. 라이브 운영은 콘텐츠 업데이트와 이벤트 등을 통해 유저의 재접속과 결제를 유도하며 게임의 매출 하락 속도를 늦출 수 있다. 시리즈 확장은 흥행작의 세계관과 유저 기반을 DLC, 플랫폼 확장, 차기작 등으로 넓혀 게임 IP의 수명을 늘릴 수 있다.

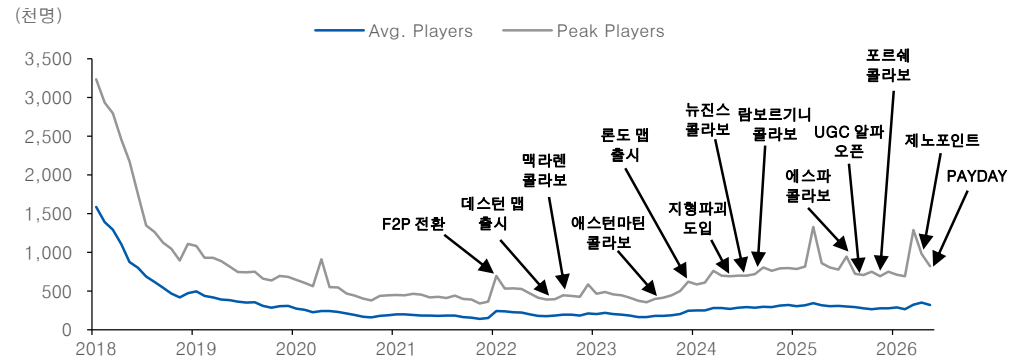
#### 1) 라이브 운영

라이브 운영은 게임 출시 이후에도 실시간으로 유저의 반응을 분석하고 반복적인 업데이트와 이벤트를 통해 유저의 재접속과 과금을 유도하는 운영 방식이다. 출시 이후에도 게임을 하나의 서비스로 운영하며 콘텐츠를 지속적으로 제공하는 것이 핵심이다.

라이브 운영의 중요성은 경쟁 심화 국면에서 더 커지고 있다. 신규 유저 유입이 둔화되고 유저의 플레이타임 경쟁이 심화된 환경에서는 이미 확보한 유저의 잔존 기간을 늘리는 역량이 매출 지속성을 좌우한다. 주기적인 대형 업데이트, 신규 캐릭터, 주년 이벤트, 콜라보는 잔존 유저의 이용 시간을 늘리고 휴면 유저의 복귀를 유도하는 수단으로 작용한다.

크래프톤의 <PUBG: 배틀그라운드>는 콘텐츠 확장, 콜라보, UGC 등을 통해 트래픽 기반을 다시 넓혔다. 2017년 출시작임에도 스팀 최고 동시접속자 수는 2023년 40만명대에서 2024년 60~70만명대, 2025년 80만명을 상회하는 수준으로 높아졌고, 이러한 높은 트래픽은 2026년에도 이어지고 있다. 2023년 말 신규 맵 <론도> 출시 이후 지형 파괴 등 전투 시스템을 정비했고, 람보르기니·에스파 등 외부 IP 협업도 이어졌다. 여기에 UGC, 제노포인트 등 웰메이드 모드가 추가되면서 <PUBG>는 단일 배틀로얄 타이틀을 넘어 반복 접속을 유도하는 다양한 플레이 경험을 제공하는 라이브 서비스형 플랫폼으로 운영 범위를 확장하고 있다.

## PUBG 스팀 트래픽 추이

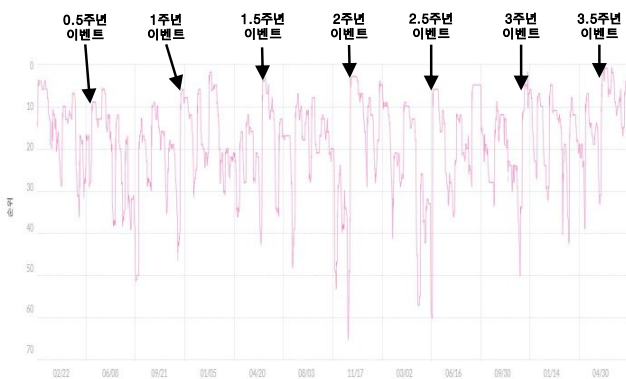


자료: SteamDB, 유안타증권 리서치센터

NC의 <아이온2>는 초기 BM 논란 이후 운영 대응이 매출 둔화 우려를 완화한 사례로 볼 수 있다. 2025년 11월 출시 직후 과금 구조와 조작 피로도에 대한 유저 불만이 제기됐으나, 운영진은 연속 라이브 방송을 통해 유저 피드백을 반영하고 재화 수급, 편의성 개선 등 패치를 진행했다. 통상 모바일 MMORPG는 출시 초반 매출 피크 이후 하향 안정화되는 경우가 많지만, <아이온2>는 빠른 피드백 반영 이후 업데이트 구간에서 매출이 회복했고, 4Q25~1Q26 호실적에 기여했다.

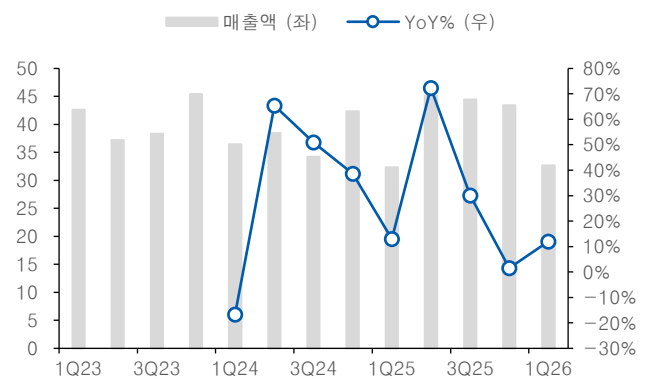
시프트업의 <승리의 여신: 니케>는 출시 3년이 지난 이후에도 유저 리텐션에 초점을 맞춘 라이브 운영으로 대형 업데이트 때마다 매출 순위가 반등하는 흐름을 보였다. 2026년 4월 3.5주년 업데이트 이후 한국과 일본 앱마켓 매출 최상위권에 올랐고, 이후 일주일 넘게 높은 순위를 유지했다. 핵심 서사 업데이트, 캐릭터 픽업, 한정 코스튬 등 유저가 복귀할 유인을 주기적으로 제공하면서 안정적인 유저 기반을 유지하고 있다고 판단한다.

## &lt;승리의 여신: 니케&gt; 매출 순위 추이 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터  
주: 2023년 1월 ~ 2026년 6월 기준

## &lt;승리의 여신: 니케&gt; 분기 매출액 추이



자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

## 2) 시리즈 확장

시리즈 확장은 하나의 흥행작을 DLC, 플랫폼 확장, 후속작으로 전개해 게임 IP의 수명을 늘리는 역량이다. 라이브 운영이 기존 출시작의 매출 하락 속도를 늦추는 방식이라면, 시리즈 확장은 흥행작의 성과를 후속 콘텐츠와 차기작 매출로 이어가는 방식이다. 특히 출시 시점에 매출이 집중되는 패키지 게임에서는 시리즈 확장의 중요성이 크다. 개발비와 개발 기간이 크게 투입되는 만큼, 한 편의 흥행이 일회성 매출로 끝나면 다음 작품까지의 공백 구간에서 실적 변동성이 커질 수 있기 때문이다.

시리즈 확장이 중요한 이유는 흥행작 한 편의 가치가 후속 콘텐츠와 차기작으로 이어질 때 확대될 수 있기 때문이다. 신규 IP는 인지도가 낮은 상태에서 출발해 흥행 가능성을 가늠하기 어렵지만, 첫 번째 작품이 흥행하면 검증된 세계관과 팬덤, 개발 노하우가 후속작의 기반이 된다. 후속작은 전작의 팬층을 출시 초기부터 확보할 가능성이 높고, 이미 알려진 IP인 만큼 마케팅 효율도 높다. 흥행작이 시리즈로 자리 잡을수록 매출의 예측 가능성도 높아질 수 있다고 판단한다.

시리즈 확장은 단계적으로 이뤄진다. 먼저 출시작에 DLC와 확장팩을 더해 원작의 수명을 연장하고, 이후 플랫폼을 확장해 새로운 유저층을 확보한다. 최종적으로 후속작으로 연결되면 IP는 단일 흥행작에서 시리즈 자산으로 발전한다. 이러한 과정을 거치며 게임사는 단일 신작 성과에 대한 의존도를 낮추고, 보다 안정적인 매출 기반을 확보할 수 있다.

글로벌 PC·콘솔 시장에서는 흥행작을 장수 IP로 확장한 사례가 다수 존재한다. CD Projekt의 <더 워쳐> 시리즈가 대표적이다. 2007년 출시된 1편이 100만 장을 판매하며 IP의 출발점이 됐고, 2015년 출시된 <더 워쳐 3: 와일드 헌트>는 단일 작품으로 6,000만 장 이상을 판매하며 시리즈를 글로벌 대표 IP로 끌어올렸다. 시리즈 누적 판매량은 8,500만 장에 이른 것으로 파악된다.

CD Projekt 뿐 아니라 글로벌 주요 게임사들은 시리즈 IP를 핵심 자산으로 축적하고 있다. 프롬 소프트웨어는 <다크 소울> 3부작으로 축적한 액션 RPG 개발 역량을 바탕으로 <엘든링>의 글로벌 흥행을 만들었고, 캡콤은 <바이오하자드>와 <몬스터 헌터> 시리즈를 수년 주기의 후속작과 리메이크로 이어가며 안정적인 매출 기반을 구축했다. 흥행작을 단발성 매출로 소비하지 않고 시리즈로 키우는 전략이 글로벌 대형 게임사의 주요 성장 공식으로 자리 잡았다.

## 글로벌 주요 게임사의 대표 IP 라인업

게임명	출시일	장르	개발사	퍼블리셔
다크소울	2011-09-22	액션 RPG	FromSoftware	FromSoftware, Bandai Namco
다크소울 2	2014-03-11			
다크소울 3	2016-03-24			
엘든링	2022-02-24	액션 RPG		
엘든링: 밤의 통치자	2025-05-30	협동 액션		
더 워쳐	2007-10-30	액션 RPG	CD PROJEKT	Bandai Namco, Warner Bros Games
더 워쳐 2: 왕들의 암살자	2011-05-17			
더 워쳐 3: 와일드 헌트	2015-05-18			
더 워쳐 4	TBD			
사이버펑크 2077	2020-12-10	액션 어드벤처		
바이오하자드 코드: 베로니카	2000-02-03	서바이벌 호러	Capcom	Capcom
바이오하자드 제로	2002-11-12			
바이오하자드 4	2005-01-11			
바이오하자드 5	2009-03-05			
바이오하자드 6	2012-10-02			
바이오하자드 레벨레이션 2	2015-03-18			
바이오하자드 7 레지던트 이블	2017-01-24			
바이오하자드 빌리지	2021-05-07			
바이오하자드 레퀴엠	2026-02-27			
몬스터 헌터	2004-03-11	헌팅 액션		
몬스터 헌터 도스	2006-02-16			
몬스터 헌터 트라이	2009-08-01			
몬스터 헌터 4	2013-09-14			
몬스터 헌터 크로스	2015-11-28			
몬스터 헌터: 월드	2018-01-26			
몬스터 헌터: 라이즈	2021-03-26			
몬스터 헌터: 와일즈	2025-02-28			

자료: Gamalytic, 유안타증권 리서치센터

과거 국내 게임사는 모바일 중심의 성장에 무게를 뒀으나, 최근에는 PC·콘솔로 플랫폼을 넓히며 글로벌 유저 기반을 확보하기 시작했다. 흥행 성과도 확인되고 있다. 네오위즈의 <P의 거짓>은 2023년 본편 출시 이후 DLC <P의 거짓: 서곡>을 포함한 누적 판매량이 400만장을 넘어선 것으로 파악된다. 시프트업의 <스텔라 블레이드>는 PS5 독점 출시 이후 2025년 PC 버전을 출시했고, 2026년 하반기에는 닌텐도 스위치2로 플랫폼 확장을 이어갈 예정이다. 펠어비스의 <붉은사막>은 2026년 3월 출시 후 83일 만에 600만장을 판매하며 신규 IP로 글로벌 흥행에 성공했다.

글로벌 시장에서 개발력을 입증한 국내 게임사들은 후속 콘텐츠와 차기 라인업도 준비하고 있다. 네오위즈는 <P의 거짓> 차기작을 오즈의 마법사를 배경으로 개발 중이며 2026년 하반기 정보 공개를 예고했고, 시프트업은 <스텔라 블레이드>의 차기작 <스텔라 블레이드: 블러드레인>을 SGF 2026에서 공개했다. 펠어비스도 <붉은사막>의 DLC 개발을 공식화했다. 흥행작이 후속 콘텐츠와 차기작으로 이어지면서, 국내 PC·콘솔 게임의 시리즈화 가능성이 본격적으로 시험대에 오르고 있다.

시리즈화 역량은 후속 콘텐츠와 차기작이 전작의 성과를 이어갈 때 확인된다. 흥행작을 후속 콘텐츠로 연결하지 못하면 매출은 일회성에 그칠 수 있고, 차기작이 전작의 기대를 충족하지 못하면 IP 가치도 약해질 수 있다. 국내 게임사의 글로벌 흥행작이 지속 가능한 시리즈로 자리 잡을 수 있는지는 향후 DLC와 차기작 성과에서 확인될 것이며, 이는 PC·콘솔 게임의 중장기 매출 지속성을 가를 주요 변수로 작용할 전망이다.

P의 거짓 400만장 판매량 돌파



자료: 네오위즈

붉은사막 600만장 판매량 돌파



자료: 펠어비스

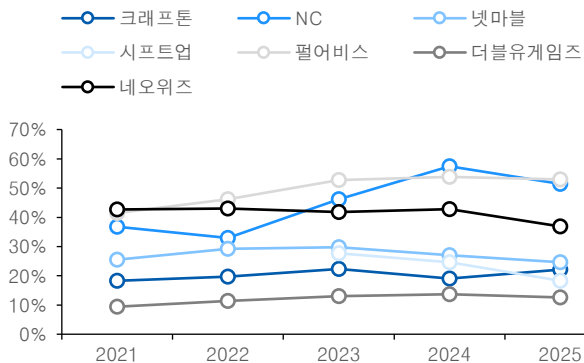
## DTC와 구글 수수료 개편이 만드는 이익률 개선

라이브 운영과 시리즈 확장으로 매출이 오래 유지되더라도, 비용 부담이 높으면 수익성 개선은 제한적일 수 있다. 플랫폼 수수료와 마케팅비, 인건비 등 주요 비용을 얼마나 효율적으로 관리하는지에 따라 같은 매출에서도 영업이익률은 달라진다. 2026~2027년 게임사 실적은 매출 지속성과 함께, 유지된 매출이 얼마나 높은 수익성으로 이어지는지에 따라 차별화될 전망이다.

국내 게임사의 비용 부담은 2023~2024년을 거치며 점차 낮아졌다. 팬데믹 이후 개발 인력 확보 경쟁과 신사업 투자는 인건비를 끌어올렸고, 신작 경쟁은 출시 마케팅비 부담을 키웠다. 그러나 업황 둔화 이후 주요 게임사는 채용 속도를 조절하고 비핵심 사업을 정리했으며, 마케팅비도 흥행 가능성이 높은 신작 중심으로 집행하기 시작했다. 비용 구조 조정이 일단락된 이후에는 지급수수료 부담 완화가 이익률 개선의 주요 변수로 작용할 것으로 전망한다.

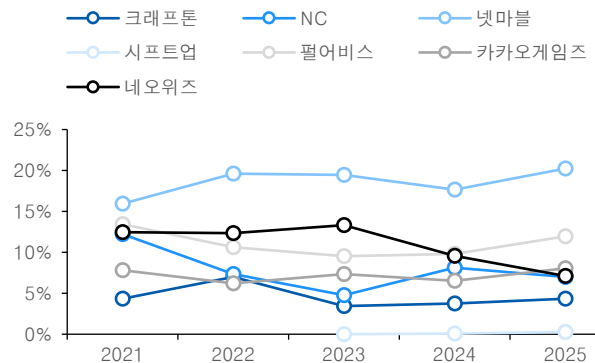
게임사의 지급수수료에는 앱마켓 수수료, PC·콘솔 플랫폼 수수료, 결제대행, 퍼블리싱, 로열티 비용 등이 포함된다. 이 가운데 모바일에서는 Google Play와 Apple App Store, PC·콘솔에서는 Steam, PlayStation Store, Xbox 등 주요 유통 플랫폼에 지불하는 수수료 부담이 크며, 통상 30% 수준으로 파악된다. 이러한 비용 부담은 게임사가 추진하는 DTC(Direct-to-Consumer) 확대와 플랫폼 사업자의 수수료 정책 변화를 통해 낮아질 여지가 있다.

국내 게임사 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: Dart 유안타증권 리서치센터

국내 게임사 매출액 대비 광고선전비 비중 추이



자료: Dart 유안타증권 리서치센터

### 1) DTC 확대

자체 결제 비중이 높아질수록 게임사의 지급수수료율은 낮아질 여지가 커진다. DTC는 앱을마켓을 거치지 않고 웹스토어, 자체 런처, 자체 결제 경로를 통해 게임 재화를 직접 판매하는 방식이다. 유저가 게임사 자체 채널을 통해 결제를 진행할 경우, 게임사는 플랫폼 수수료 부담을 줄일 수 있고, 할인과 포인트 적립 등 프로모션을 직접 설계해 결제를 유도할 수도 있다.

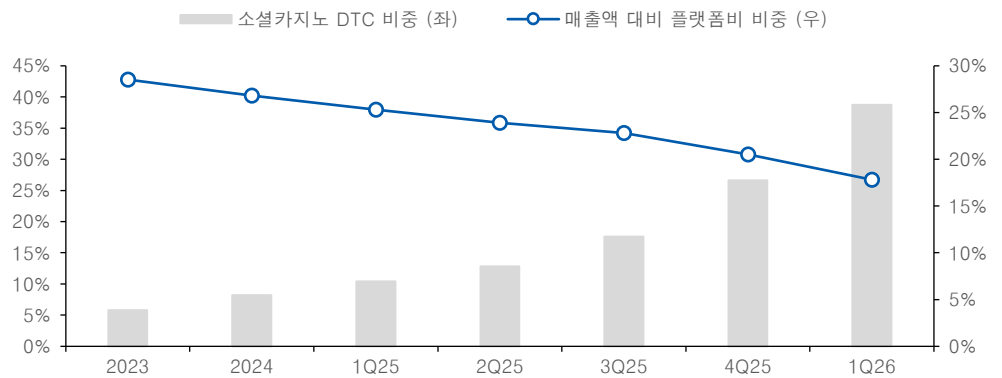
과거 국내 게임사들은 모바일 마켓 매출 순위가 가지는 마케팅 효과 때문에 제3자 앱마켓 입점이나 PC 클라이언트 결제 도입에 다소 소극적이었다. 그러나 수수료 부담이 커지면서 자체 결제 전환에 적극적으로 나서고 있다.

더블유게임즈는 소셜카지노의 자체 결제 비중 확대로 수수료 부담을 낮췄다. 소셜카지노는 기존 결제 유저의 충성도가 높고 매출 기반이 비교적 안정적인 장르인 만큼, 신규 유저 유입보다 기존 결제 유저의 DTC 전환율이 이익률 개선에 더 직접적으로 작용한다. 더블유게임즈는 자체 결제 전환율을 1Q24 6.7%에서 1Q26 38.7%까지 끌어올렸고, 매출 대비 플랫폼 수수료 비중은 같은 기간 27.2%에서 17.8%로 낮아졌다.

NC도 2025년 11월 <아이온2> 출시를 계기로 자체 결제 활용도를 높였다. PC와 모바일을 함께 지원하는 자체 플랫폼 퍼플(PURPLE)의 PC 클라이언트 결제를 통해 <아이온2>의 자체 결제 비중은 약 80% 수준까지 올라왔다. 기존 레거시 IP인 <리니지 M>, <리니지2M>, <리니지 W>의 자체 결제 비중은 게임별로 차이가 있으나 점진적으로 확대될 여지가 있다고 판단한다.

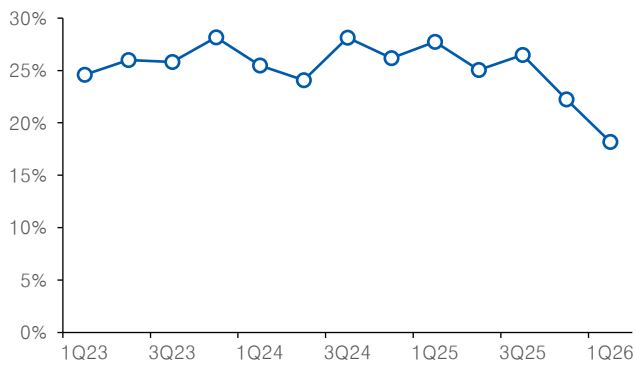
넷마블 역시 지급수수료 부담이 낮아지는 흐름을 보이고 있다. 전사 매출액이 1Q25 6,239억원에서 1Q26 6,517억원으로 늘었음에도 지급수수료는 같은 기간 2,191억원에서 2,009억원으로 감소했다. 이에 따라 매출 대비 지급수수료율은 약 35.1%에서 30.8%로 4.3%p 낮아졌다.

## 더블유게임즈 소셜 카지노 DTC 비중 추이



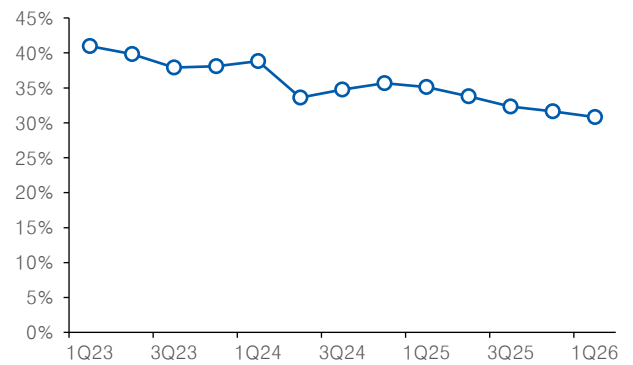
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

## NC 매출액 대비 지급수수료 비중 추이



자료: NC, 유안타증권 리서치센터

## 넷마블 매출액 대비 지급수수료 비중 추이



자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

## 2) 구글 수수료 체계 변화

구글 수수료 체계 변화는 모바일 게임 비중이 높은 게임사의 지급수수료를 하락 요인으로 작용할 것으로 전망한다. DTC 처럼 게임사가 자체 결제 전환을 직접 유도하지 않더라도, 플랫폼 정책 변화로 수수료 부담이 낮아질 여지가 생긴다.

구글은 2026년 3월 에픽게임즈와의 분쟁을 마무리하며 수수료 체계를 개편했다. 핵심은 기존 30%의 단일 수수료 구조를 서비스 수수료와 결제 수수료로 분리하고, 서비스 수수료를 낮춘 점이다. 인앱결제 서비스 수수료는 신규 설치 이용자 거래 기준 20%, 정기 구독은 10%로 인하되며, 레벨업 프로그램 등 구글이 제시한 프로그램에 참여하는 개발사는 신규 설치 거래에 수수료율 15%까지 적용받을 수 있다.

적용 시점은 지역별로 다르다. 미국·영국·EEA는 2026년 6월 말, 호주는 9월 말, 한국·일본은 2026년 말까지 반영될 예정이며, 그 외 지역은 2027년 9월까지 순차적으로 확대된다. 이에 따라 북미·유럽 매출 비중이 높은 게임사에서 수수료율 하락 효과가 먼저 확인될 가능성이 높다. 다만 실제 이익률 개선 폭은 모바일 매출 비중과 Google Play 노출도, 신규 설치 비중, 결제 방식에 따라 차별화될 것으로 전망한다.

Google Play 수수료 변경 방식

구분		변경 전 수수료	변경 이후			실질 최종 부담 ① + ②		
			서비스 수수료 ①		결제 수수료 ② (제3자결제는 PG 수수료)	① + ②		
			레벨업 참여	레벨업 참여 안함		레벨업 참여	레벨업 참여 안함	
인앱결제	연매출 100만달러 초과	기존 설치	30%	20%	25%	5%	25%	30%
		신규 설치		15%			20%	20%
	연매출 100만달러 미만	15%	10%		15%			
제3자결제	기존 설치	26%	15%	20%	2~6%	22~26%	28~32%	
	신규 설치					17~21%		
	연매출 100만달러 미만	11%	10%			12~16%	13~17%	

자료: 구글 개발자 블로그, 언론 종합, 유안타증권 리서치센터, 주: 레벨업은 Google Play Game 레벨업 프로그램을 의미  
 주 2: 결제 수수료 5%는 미국, 영국, EEA 기준

## 에픽게임즈 소송 타임라인

시기	주요 내용
2018년 8월	- 에픽게임즈가 자체 결제 플랫폼인 Epic Direct Payment 를 준비하기 시작. - 앱마켓 수수료에 대한 불만을 공개적으로 제기.
2020년 8월 13일	- 포트나이트에 자체 결제 기능을 추가해 구글 플레이스토어와 애플 앱스토어 정책을 위반. - 구글과 애플은 즉시 포트나이트를 스토어에서 삭제. - 에픽게임즈는 구글과 애플을 상대로 반독점 소송 제기. "앱마켓 독점"과 "30% 수수료"가 핵심 쟁점.
2020~2021년	- 소송 과정에서 구글이 스마트폰 제조사 및 통신사와 체결한 'Project Hug' 계약이 공개됨. - 에픽게임즈는 이를 경쟁 앱스토어 진입 방해 증거로 주장.
2021년 9월	- 애플 1심 판결. 에픽게임즈가 대부분 패소했지만 개발자가 외부 결제 링크를 제공할 수 있도록 하는 일부 승소 판결 획득.
2022~2023년	- 구글 사건은 배심원 재판으로 진행. 에픽게임즈는 구글 플레이스토어와 Google Play Billing 강제가 독점 행위라고 주장.
2023년 11~12월	- 미국 샌프란시스코 연방법원에서 배심원 재판 진행. 내부 이메일, 제조사 계약, 수수료 정책 등이 집중 심리됨.
2023년 12월 11일	- 배심원단이 만장일치로 에픽게임즈 승소 판결. - Google Play 와 결제 시스템이 반독점법을 위반했다고 판단.
2024년 1~9월	- 구글은 판결에 불복해 항소. 에픽게임즈는 플레이스토어 개방 및 제3자 앱스토어 허용을 요구.
2024년 10월	- 법원은 구글에 대한 시정명령(Injunction) 발표. - 구글은 경쟁 앱스토어 접근을 허용하고, 앱 개발자가 자유롭게 결제 시스템을 선택할 수 있도록 해야 한다고 판결. - 구글은 해당 명령에 즉시 항소하며 집행 정지를 요청.
2025년 8월	- 미국 제9순회항소법원이 구글의 집행정지 요청을 기각. 시정명령 효력이 유지될 가능성이 높아짐.
2026년 3월	- 구글과 에픽게임즈가 최종 합의 발표. 구글은 기존 30% 플레이스토어 수수료 체계를 폐지하고 새로운 수수료 구조 도입 발표.

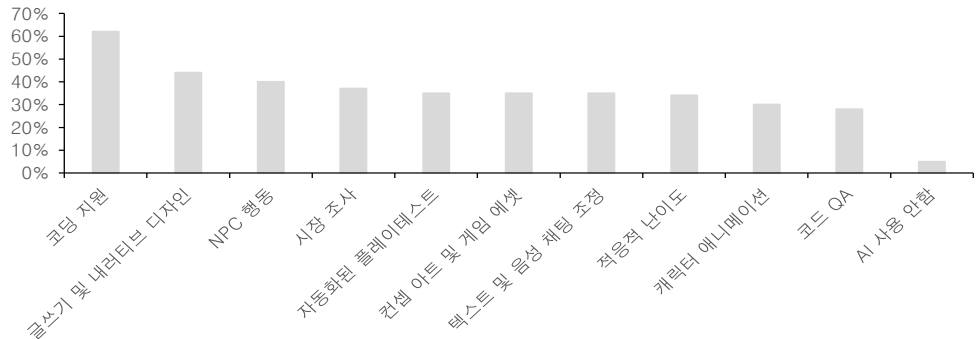
자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

## 본업 경쟁력을 보강할 AI와 M&A

### 1) AI를 활용한 게임 개발 및 운영

AI는 게임 개발 과정 전반에 걸쳐 빠르게 자리 잡고 있다. 유니티 「2026 게임 개발 보고서」에 따르면 개발자의 95%가 이미 게임 개발 과정에서 AI를 도입하고 있으며, 코딩 지원(62%)과 글쓰기·내러티브 디자인(44%) 등에서 주로 활용하고 있는 것으로 나타났다. 초기에는 반복 업무를 줄이는 보조 도구에 가까웠지만, 최근에는 기획·아트·QA·현지화 등으로 활용 범위가 확대되고 있다.

게임 업계 AI 활용 분야



자료: Unity, 유안타증권 리서치센터

글로벌 주요 게임사 게임 개발 중심의 AI 활용 사례

게임사	내용
NC	- 게임 세계관, 캐릭터, 스토리 생성을 위한 게임 개발 지원 및 아이디어 발굴 지원 - 게임 아트용 AI 이미지 생성기 활용을 통한 반복 작업 자동화 및 아이디어 시각화 지원 - 텍스트 생성, 이미지 생성, 디지털 휴먼 생성을 통한 AI 플랫폼 사업 진행
크래프톤	- AI 게임 캐릭터 NPC 및 NPC를 통한 원활한 게임 진행 지원 - 이미지, 애니메이션, 음성, 비주얼 등 게임 개발에 필요한 요소들에 대한 개발 지원
넷마블	- 이미지 생성 AI로 컨셉 아트 제작, 음성 합성 기술 활용, 애니메이션 제작 공수 절감 등 게임 제작 전 과정에 필요한 AI 솔루션 개발 - 게임 밸런스 자료 설계 및 대량실행 시스템을 바탕으로 게임 밸런스 검증
시프트업	- 이미지 생성과 음성 생성에 대한 기반 기술 PoC 단계 돌입
펄어비스	- 이미지 생성을 위한 반복작업에 생성형 AI를 활용 - 음성과 이미지 생성 등 전반적인 개발 프로세스에 AI 활용
네오위즈	- 게임 애니메이션 일부 제작 과정 자동화 프로젝트 진행 중
Capcom	- 게임 개발에서 그래픽, 사운드, 프로그래밍 부분에서 AI 활용을 적극 검토 중 - 회사 전반적인 업무 효율 향상에 AI 사용
Square Enix	- 2027년에 QA 및 디버깅을 AI를 활용해 수행할 예정 - 게임 엔진에 AI를 접목하여 게임 개발에 활용
Tencent	- 게임용 AI 모델인 Hunyuan을 통해 3D 엔진을 강화하여 텍스트, 이미지, 스케치를 3D로 변환 - AI를 통한 QA 진행 및 게임 데이터 학습
NetEase	- 모바일 게임에 AI 엔진을 탑재한 NPC 생태계 구축 - 기획, 디자인, 코딩에 AI를 사용하여 더 빠르고 효율적인 게임 개발을 진행

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

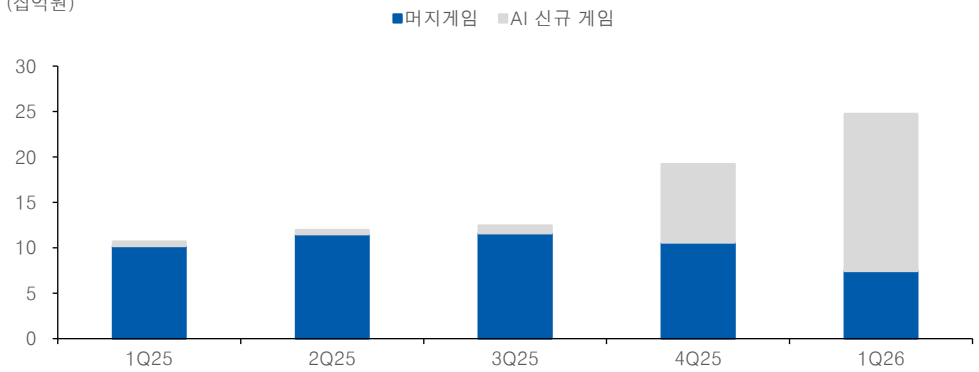
더블유게임즈는 AI 를 활용해 캐주얼 게임의 개발·검증 주기를 단축하고 있다. 자회사 팍시게임즈는 AI Lab 을 기반으로 기획, 그래픽 에셋 제작, QA 등 제작 공정을 효율화하고 있으며, 과거 10명 이상이 필요했던 개발 과정을 기획자 1인이 주도해 시장 적합성을 빠르게 테스트할 수 있는 체계를 구축했다. 다수의 소규모 신작을 빠르게 선보인 뒤 성과가 확인된 타이틀에 마케팅을 집중하는 방식으로 운영하고 있다. 1Q26 캐주얼 게임 매출은 247억원으로 QoQ +28.8% 증가했고, 캐주얼 부문 매출 중 AI 기반 게임의 비중은 약 70%까지 확대됐다. 개발 단가가 낮고 검증 주기가 짧은 캐주얼 장르의 특성이 AI 활용 방식과 맞물린 결과로 판단한다.

AI 의 활용 범위는 개발 과정을 넘어 인게임 경험으로도 확장되고 있다. 크래프톤 산하 펠루게임즈가 개발한 <미메시스>는 플레이어의 음성과 행동을 실시간으로 모방하는 AI NPC 를 도입한 게임으로, 얼리액세스 50일 만에 글로벌 판매량 100만 장을 넘어섰다. 크래프톤이 엔비디아와 개발한 <PUBG>의 AI 동료 캐릭터(CPC, Co-Playable Character) ‘PUBG Ally’ 는 2026년 6월 <PUBG: 배틀그라운드> 아케이드에서 ‘Ally Duo’ 베타 서비스로 공개됐다. 아직 정식 콘텐츠로 안착했거나 체류 시간과 과금 지표 개선 효과가 검증된 단계는 아니지만, AI 가 게임 내 상호작용을 확장할 수 있는 방향성을 보여줬다는 점에서 의미가 있다.

AI 는 게임 개발 보조 도구에서 출발해 신작 개발·검증 효율과 운영 생산성을 높이는 수단으로 활용 범위를 넓혀가고 있다. 특히 캐주얼 게임처럼 출시 주기가 짧고 유저 반응을 빠르게 확인할 수 있는 영역에서는 AI 활용 효과가 재무적으로 먼저 확인될 가능성이 높다. 중장기적으로는 개발비 상승과 신작 공백 부담을 완화하는 데 기여하며, 게임사의 본업 경쟁력을 보강하는 변수로 작용할 전망이다.

팩시게임즈 장르별 매출 추이

(십억원)



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

미메시스



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

PUBG ALLY



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

## 2) M&A 를 통한 외부 역량 확보

게임사의 M&A 는 신작 공백과 단일 IP, 장르 의존도를 낮추는 수단으로 활용되고 있다. 자체 개발만으로는 출시 간격을 단축하기 어렵고, 개발비 상승으로 흥행 실패 시 비용 부담도 커졌기 때문이다. 이에 따라 외부 스튜디오, IP, 퍼블리싱 권한, 수익화 플랫폼을 확보하는 전략의 중요성이 높아지고 있다.

기존 사업과 접점이 분명한 M&A 는 경쟁력 강화로 이어질 수 있다고 판단한다. 더블유게임즈는 iGaming 업체 슈퍼네이션과 캐주얼 게임 업체 팍시게임즈를 인수한 뒤 자체 라이브 운영·수익화 노하우를 접목했다. 단순 외형 확대에 그치지 않고 수익성 개선에 초점을 맞춘 결과, 두 자회사는 1Q26 기준 모두 흑자 전환했다.

NC 도 캐주얼 장르와 수익화 플랫폼 확보를 위해 외부 역량을 보강하고 있다. 리후후의 모회사 인디고 그룹 지분 67%를 취득하고, 국내 머지 게임 개발사 스프링컴즈를 인수하며 캐주얼 게임 공급 역량을 강화했다. 여기에 독일 저스트플레이 지분 70%를 확보해 광고기술 기반 리워드 플랫폼을 더했다. 기존 MMORPG 중심 매출 구조에서 벗어나 캐주얼 장르와 북미·유럽 이용자 기반을 함께 넓히려는 전략으로 판단한다.

시프트업은 일본 PC·콘솔 개발사 언바운드 지분 전량을 취득하며 글로벌 개발 역량을 보강했다. 언바운드는 미카미 신지를 중심으로 베테랑 개발진이 참여한 스튜디오로, 글로벌 시장을 겨냥한 오리지널 IP를 개발 중이다. 시프트업은 향후 언바운드 신작의 퍼블리싱을 직접 담당할 계획이다.

반면, 크래프톤은 신작 파이프라인 보강과 콘텐츠 영역 확장을 병행하고 있다. 2PP 지분투자를 통해 외부 개발사의 신작 라인업을 확보하는 한편, 일본 광고·애니메이션 그룹 ADK 를 약 7,000억원대에 인수하며 게임 외 콘텐츠 밸류체인으로 확장했다. 개발사·IP 중심 투자는 파이프라인 보강으로 이어질 수 있으나, 비게임 대형 인수는 시너지 검증이 필요하다. ADK 는 애니메이션 IP의 게임화와 게임 IP의 미디어믹스 측면에서 증장기 활용 여지가 있으나, 대규모 영업권과 무형자산이 계상된 만큼 단기적으로는 손상차손과 상각비 부담 가능성도 염두에 두어야 한다.

국내 게임사 M&A 사례

기업	투자 시기	투자 회사	투자 금액	지분율	내용
크래프톤	2024년 8월	Tango Games Works	69억원	100%	미카미 신지가 설립한 일본 게임 제작사로 전 캡콤 스태프가 있으며 디 이블 워딩과 Hi-Fi Rush 개발
	2025년 3월	Nautilus Mobile	299억원	85.1%	인도 대표 크리켓 게임 회사이며 누적 다운로드 수 2억 5천만 건 IP 확보 목적으로 인수
	2025년 4월	넵툰	1,650억원	42.5%	이터널 리턴 개발 및 애드테크 기반 플랫폼 사업 역량을 확보한 회사 인수를 통한 게임 개발 경쟁력 확보
	2025년 6월	ADK 홀딩스	7,080억원	100%	일본 광고사 인수를 통한 애니메이션 기획·제작과 광고·마케팅, 미디어 운영 사업 등 새로운 글로벌 콘텐츠 사업 확장 시도
	2025년 7월	Eleventh Hour Games	1,324억원	100%	'라스트 에포크' 개발사 인수를 통한 글로벌 IP 확보
NC	2025년 12월	스프링컴즈	296억원	80%	모바일 캐주얼 스튜디오로 '머지(Merge)' 장르 전문 개발사로, 누적 다운로드 3,000만 회 이상을 기록한 인기 IP 다수 보유
	2026년 1월	INDYGO GROUP	1,468억원	67%	리후후의 모회사로 '매치 트리플 3D' 등 100여 종의 캐주얼 게임을 출시, 북미와 유럽 매출 비중이 80%
	2026년 4월	저스트플레이	3,016억원	70%	글로벌 애드테크 기업 '애플빈' 출신 경영진이 설립한 광고기술 기반의 모바일 캐주얼 게임 개발 및 리워드 플랫폼 기업
시프트업	2026년 4월	Unbound Inc.	-	100%	미카미 신지가 이끄는 일본 게임 개발사 인수(바이오 하자드 및 데빌 메이 크라이 개발)를 통해 글로벌 IP 개발 착수
넷마블	2021년 8월	스핀엑스	2조5,000억원	100%	모바일 소셜카지노 장르 분야 세계 3위 게임 업체 인수
더블유게임즈	2024년 12월	팍시게임즈	394억원	60%	캐주얼 게임 개발사 인수 (60%취득 후 40%는 이후 Earn-Out 계약을 통해 취득 예정)
	2025년 7월	와우게임즈	874억원	100%	독일 소셜카지노 게임 개발사로 연간 600억원 이상 매출을 기록, 유럽 소셜 카지노 시장 진출을 위한 인수

자료: Dart, 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

## 투자전략

게임 업종 밸류에이션은 역사적 저점 수준까지 낮아졌지만, 낮은 멀티플만으로 업종 전반의 리레이팅을 기대하기는 어렵다. 2H26~2027년에는 1) 매출 지속성이 검증되고, 지급수수료를 하락과 비용 효율화를 통해 이익률이 개선되며, 3) 실적 공백을 줄일 수 있는 라인업이나 외부 성장 동력을 보유한 기업을 중심으로 밸류에이션 디스카운트가 선별적으로 해소될 것으로 전망한다. 해당 기준에서 매출 지속성과 이익률 개선, 그리고 캐주얼 성장 옵션까지 보유한 NC를 최선호주로, 안정적인 소셜카지노에 캐주얼 게임 성장, 그리고 이익률 개선이 뚜렷하게 나타날 것으로 예상하는 더블유게임즈를 차선호주로 제시한다.

NC는 레거시 IP 재활성화와 자체결제 확대가 동시에 확인되는 기업이다. <아이온2>와 <리니지 클래식>의 동시 흥행으로 기존 IP 기반 매출 회복 가능성을 확인했고, 1Q26 영업이익은 1,133억원(YoY +2,070%)을 기록했다. <아이온2>의 자체 결제 비중은 약 80%까지 상승해 지급수수료 부담 완화도 동반되고 있다. 2Q26부터 저스트플레이 연결 편입이 더해지고, 캐주얼 게임사 인수를 통해 非 MMO 성장 옵션도 확보했다는 점이 긍정적이다. 올해 9월 <아이온2> 글로벌 출시와 2027년 <호라이즌 스틸 프론티어스> 출시도 이어질 예정이기 때문에 향후 실적 추정치와 멀티플의 동반 상승 가능성이 높다고 판단한다.

더블유게임즈는 소셜카지노의 안정적인 현금창출력에 DTC 확대와 신규 자회사 이익 기여가 더해지는 구간이다. 1Q26 소셜카지노 DTC 비중은 38.7%까지 상승했고, 매출액 대비 변동비율은 25%까지 하락했다. 팍시게임즈는 AI 기반 캐주얼 라인업 확장을 통해 1Q26 매출액 247억원(QoQ +28.8%)을 기록했고, 슈퍼네이션도 iGaming 부문에서 이익 기여를 시작했다. 향후 DDI 완전 자회사화가 완료될 경우 지배주주순이익 개선과 자본 활용 여력 확대가 가능해, 안정적인 이익 성장과 주주가치 개선을 함께 기대할 수 있다.

국내 게임사 주요 파이프라인 - 1

게임사	게임명	장르	출시일	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
크래프톤	서브노티카2	서바이벌 크래프트	2026년 05월 15일	PC/콘솔	자체개발
	블랙버짓	익스트랙션 슈터	2H26	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 제타	AOS, TPS, 액션, 히어	2H26	PC/콘솔	퍼블리싱
	펠월드 모바일	서바이벌 크래프트	2027년	모바일	자체개발
	Valor	배틀로얄	2027년	콘솔	자체개발
	Project Windless	ARPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
	딩컴 투게더	개척 생활 시뮬레이션	TBD	모바일/PC	자체개발
	NO LAW	오픈월드 FPS	TBD	PC/콘솔	퍼블리싱
NC	리니지 W (동남아)	MMORPG	2026년 05월 27일	모바일/PC	자체개발
	리니지2M (중국)	MMORPG	2026년 06월 24일	모바일	자체개발
	아이온2 (글로벌)	MMORPG	3Q26	모바일/PC	자체개발
	신더시티	TPS	2H26	PC/콘솔	자체개발
	타임 테이커즈	TPS	2H26	PC	퍼블리싱
	리밋 제로 브레이크스	서브컬처	2H26	모바일, PC	퍼블리싱
	아이온 모바일 (중국)	MMORPG	2026년	모바일	공동개발
	리니지 M (중국)	MMORPG	2026년	모바일	자체개발
	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	2027년	모바일/PC	자체개발
	아스트라에 오라티오	서브컬처	TBD	-	퍼블리싱
	본파이어	슈팅	TBD	PC/콘솔	자체개발
	디팩트	슈팅	TBD	PC/콘솔	퍼블리싱
넷마블	왕좌의 게임: 킹스로드	ARPG	2026년 05월 14일	모바일/PC	자체개발
	솔: 인챈트	MMORPG	2026년 06월 18일	모바일/PC	퍼블리싱
	프로젝트 옥토퍼스	로그라이크 RPG	2H26	모바일	퍼블리싱
	이블베인	다크판타지	2H26	PC/콘솔	자체개발
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
	프로젝트 이지스	수집형 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
	나 혼자만 레벨업: 카르마	액션 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
	프로젝트 블룸워커	크래프팅 어드벤처	2027년	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 Q	MMORPG	2027년	모바일	자체개발
펄어비스	도깨비(글로벌)	액션 어드벤처	2028	-	자체개발
	플랜 8	오픈월드 슈팅	TBD	PC/콘솔	자체개발
시프트업	프로젝트 스피릿	서브컬처	2027년	모바일/PC	자체개발
	스텔라 블레이드: 블러드 레인	액션 어드벤처	2028년	PC/콘솔	자체개발

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## 국내 게임사 주요 파이프라인 - 2

게임사	게임명	장르	출시일	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
카카오게임즈	던전 어라이즈	전략 RPG	3Q26	모바일	퍼블리싱
	오딘 Q	MMORPG	3Q26	모바일/PC	자체개발
	도깨비의 세계	MMORPG	3Q26	모바일/PC	퍼블리싱
	아키에이지 크로니클	액션 RPG	4Q26	PC/콘솔	자체개발
	갓 세이브 버밍엄	생존 시뮬레이션	4Q26	PC/콘솔	자체개발
	Project C	시뮬레이션	4Q26	모바일/PC	자체개발
	크로노 오디세이	액션 RPG	1Q27	PC/콘솔	퍼블리싱
	Project S	루트 슈터	TBD	PC/콘솔	자체개발
	검술명가 막내아들 IP	헌팅 액션 RPG	TBD	PC/콘솔	자체개발
네오위즈	고양이와 스프: 마법의 레시피	시뮬레이션	2026.04.28	모바일	자체개발
	킹덤 2	MMORPG	2H26	모바일	자체개발
	인영서울: 이태원	액션 어드벤처	2H26	PC	퍼블리싱
	Lies of P 차기작	액션 RPG	TBD	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	2027년	PC/콘솔	자체개발
	Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	2027년	PC/콘솔	퍼블리싱
	Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CPRG	2027년	PC/콘솔	퍼블리싱
	프로젝트 Rubicon	스토리 RPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 Windi	소울라이크	2027년	PC/콘솔	자체개발
위메이드	미르4	MMORPG	2026년	모바일/PC	자체개발
	SLOTOPOLIS	소셜카지노	3Q26	모바일	자체개발
	나이테크로우 2	MMORPG	4Q26	모바일/PC	자체개발
	윈드러너 키우기	방치형 RPG	3Q26	모바일	자체개발
	헌드레드노트 IP 신작	여성향 서브컬처	4Q26	모바일	자체개발
	노아 (N.O.A.H)	남성향 서브컬처	2027년	모바일	퍼블리싱
	프로젝트 TAL	액션 RPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 IL	액션 RPG	2028년	콘솔	퍼블리싱
	미르5	MMORPG	TBD	PC	자체개발
컴투스	펍 히어로즈: 보물 줍줍단	수집형 RPG	2Q26	모바일/PC	퍼블리싱
	제우스: 오만의 신	MMORPG	3Q26	모바일/PC	퍼블리싱
	프로젝트 V	MMORPG	2H26	모바일/PC	퍼블리싱
	프로젝트 린	수집형 전략 RPG	2H26	-	퍼블리싱
	도원암귀	턴제 RPG	2026년	모바일/PC	자체개발
	데스티니 차일드 신작	방치형 RPG	2027년	모바일	자체개발
	전자적 독자 시점 IP 기반 신작	액션 RPG	2027년	모바일/PC	퍼블리싱
	가치야쿠타: The Game	서바이벌 액션 RPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
	A 랭크 파티 IP 기반 신작	RPG	2027년	모바일/PC	자체개발
웹젠	드래곤소드: 어웨이크닝	오픈월드 ARPG	2026년 01월 21일	모바일/PC	퍼블리싱
	MEMOLITH	턴제 전략 RPG	2026년 04월 28일	PC	퍼블리싱
	Gate of Gates	타워 디펜스 RPG	2H26	모바일	퍼블리싱
	크로노스피어	수집형 RPG	2026년	모바일	퍼블리싱
	Project D1	전략 RPG	2027	모바일/PC	자체개발
	Project G	MMORPG	2027	모바일/PC	자체개발
	Project R	MMORPG	2027	모바일/PC	퍼블리싱

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

## Appendix: 글로벌 Peer 실적 및 Valuation

국내외 기업 Peer 실적 및 Valuation - 1

	업체명	크라프톤	NC	넷마블	필어비스	시프트업	더블유게임즈	넥슨게임즈	위메이드
	Ticker	259960 KS	036570 KS	251270 KS	263750 KS	462870 KS	225570 KS	078340 KS	293490 KS
	시가총액	6,102	3,320	1,871	1,384	1,173	339	178	404
2024A	매출액	1,987	1,157	1,954	251	164	188	509	460
	영업이익	867	-80	158	-9	112	28	4	14
	OPM%	44%	-7%	8%	-4%	68%	15%	1%	3%
	순이익	958	69	19	44	109	23	-79	-80
	PER	10.9	38.7	165.2	28.2	23.2	27.2	-	-
	PBR	2.1	1.2	0.8	2.1	4.8	2.7	0.6	1.0
	ROE	21.1	3.0	0.5	7.9	31.4	10.9	-10.4	-8.0
	EV/EBITDA	8.2	-	13.5	112.0	19.5	13.0	21.5	19.9
2025A	매출액	2,341	1,061	1,995	257	207	126	490	327
	영업이익	742	11	248	-10	128	-42	2	-28
	OPM%	32%	1%	12%	-4%	62%	-34%	0%	-9%
	순이익	517	244	158	-6	135	-44	26	-70
	PER	15.0	11.2	17.6	-	10.8	-	9.1	-
	PBR	1.6	1.2	0.7	2.9	2.2	3.0	0.3	1.1
	ROE	10.6	10.8	4.1	-1.0	22.7	-21.8	3.7	-7.9
	EV/EBITDA	7.1	20.2	9.1	139.7	8.1	-	20.9	159.6
2026F	매출액	3,038	1,634	1,909	557	137	184	464	328
	영업이익	914	290	252	272	75	17	23	-6
	OPM%	30%	18%	13%	49%	55%	9%	5%	-2%
	순이익	697	285	256	201	90	17	12	-5
	PER	8.9	12.0	7.7	6.7	13.2	20.1	14.5	-
	PBR	1.2	1.3	0.5	1.9	2.1	1.9	0.3	0.5
	ROE	14.2	12.2	6.9	32.2	13.2	9.1	3.4	-2.1
	EV/EBITDA	4.4	6.2	5.5	4.3	10.1	11.0	7.0	41.7
2027F	매출액	3,259	1,819	1,950	303	159	226	498	430
	영업이익	1,003	336	275	84	86	45	28	29
	OPM%	31%	18%	14%	28%	54%	20%	6%	7%
	순이익	768	297	226	70	105	37	19	27
	PER	7.9	11.2	8.5	19.5	11.5	9.0	6.0	23.1
	PBR	1.0	1.2	0.5	1.7	1.8	1.7	0.3	0.5
	ROE	13.8	11.8	5.8	9.6	14.3	18.8	4.3	2.9
	EV/EBITDA	4.1	5.4	5.2	12.3	9.8	5.6	6.5	9.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

## 국내외 기업 Peer 실적 및 Valuation -2

	업체명	네오위즈	컴투스	Electronic Arts	Take-Two	Ubisoft	CD Projekt	Nexon	Capcom
	Ticker	095660 KS	112040 KS	EA US	TTWO US	UBI FP	CDR PW	3659 JT	9697 JP
	시가총액	228	322	51,467	44,287	805	5,769	10,569	9,712
2024A	매출액	269	522	7,562	5,350	2,496	201	2,948	1,056
	영업이익	24	5	1,518	-3,591	340	92	820	395
	OPM%	9%	1%	20%	-67%	14%	46%	28%	37%
	순이익	2	138	1,273	-3,744	171	112	891	300
	PER	160.1	6.3	10.3	-	15.4	43.2	14.7	27.0
	PBR	0.8	2.8	1.5	4.5	1.3	6.9	1.9	6.0
	ROE	0.5	55.6	17.2	-50.9	9.4	17.2	14.1	24.4
	EV/EBITDA	3.1	56.2	9.5	20.1	3.5	46.8	8.8	17.2
2025A	매출액	305	432	7,463	5,634	2,039	231	3,178	1,113
	영업이익	42	8	1,520	-4,391	-89	125	829	432
	OPM%	14%	2%	20%	-78%	-4%	54%	26%	39%
	순이익	35	-13	1,121	-4,479	-171	159	616	318
	PER	9.7	-	10.9	-	-	46.2	33.4	31.6
	PBR	0.9	2.1	1.6	17.2	0.8	7.3	2.9	6.8
	ROE	9.8	-4.5	16.1	-114.8	-8.7	19.6	8.9	23.0
	EV/EBITDA	2.7	19.2	10.2	37.8	3.9	48.1	16.7	19.6
2026F	매출액	284	490	7,531	6,656	1,618	216	3,170	1,298
	영업이익	27	50	1,162	-104	-1,533	97	864	500
	OPM%	9%	10%	15%	-2%	-95%	45%	27%	39%
	순이익	29	43	887	-298	-1,710	104	702	363
	PER	8.1	8.4	51.9	-	-	55.2	15.0	25.7
	PBR	0.6	-	7.6	10.4	0.4	6.0	1.5	5.2
	ROE	7.9	13.1	13.5	-10.6	-90.4	12.0	10.5	22.1
	EV/EBITDA	1.3	7.1	29.7	28.7	2.3	46.1	5.8	15.6
2027F	매출액	306	530	8,211	8,475	1,645	742	3,259	1,315
	영업이익	34	70	2,638	1,573	-152	369	896	534
	OPM%	11%	13%	32%	19%	-9%	50%	27%	41%
	순이익	31	59	2,184	1,269	-258	362	713	387
	PER	7.7	-	23.0	35.5	-	16.5	14.5	20.2
	PBR	0.6	-	6.6	12.0	0.6	4.7	1.5	4.0
	ROE	8.0	15.8	25.7	27.2	-22.3	28.4	10.0	21.6
	EV/EBITDA	1.0	5.5	17.1	28.1	3.0	11.6	5.6	15.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

국내외 기업 Peer 실적 및 Valuation -3

	업체명	Konami	Bandai Namco	Square Enix	Sega	Tencent	NetEase	Kingsoft	37 Interactive
	Ticker	9766 JP	7832 JP	9684 JP	6460 JP	700 HK	NTES US	3888 HK	002555 CH
	시가총액	15,329	14,745	5,328	2,871	478,284	78,943	3,767	5,990
2024A	매출액	2,495	7,273	2,468	3,248	91,707	14,625	1,433	2,422
	영업이익	556	628	225	401	28,904	4,109	507	391
	OPM%	22%	9%	9%	12%	32%	28%	35%	16%
	순이익	410	703	103	229	26,956	4,125	216	371
	PER	23.5	18.4	47.3	13.4	18.7	14.3	27.3	10.3
	PBR	3.3	2.6	2.2	1.2	3.7	3.0	1.9	1.5
	ROE	14.7	15.0	4.7	9.6	21.8	22.6	7.1	20.9
	EV/EBITDA	10.8	11.7	12.0	5.1	14.0	9.4	5.6	9.5
2025A	매출액	2,768	8,150	2,130	2,816	104,638	15,676	1,348	2,222
	영업이익	669	1,183	266	316	33,623	4,988	247	430
	OPM%	24%	15%	13%	11%	32%	32%	18%	19%
	순이익	490	849	160	296	31,296	4,699	279	404
	PER	31.9	25.3	34.2	13.7	21.7	18.3	17.5	10.9
	PBR	4.9	4.1	2.5	1.6	4.2	3.8	1.4	1.6
	ROE	16.4	17.3	7.5	12.2	21.1	22.6	8.3	21.9
	EV/EBITDA	15.9	12.8	12.0	8.9	16.1	12.2	7.6	10.2
2026F	매출액	3,280	8,957	1,977	3,239	121,976	17,786	1,535	2,567
	영업이익	903	1,259	364	313	40,011	6,458	270	536
	OPM%	28%	14%	18%	10%	33%	36%	18%	21%
	순이익	664	934	197	-38	40,585	6,163	302	474
	PER	26.2	17.8	30.5	-	11.8	12.9	13.9	12.8
	PBR	4.6	2.9	2.6	1.4	2.4	2.9	0.8	2.8
	ROE	19.1	17.0	8.6	-1.6	19.3	23.1	6.2	21.9
	EV/EBITDA	13.2	8.6	9.9	7.1	9.8	8.4	2.8	9.9
2027F	매출액	3,343	8,504	1,878	3,155	133,479	19,285	1,726	2,770
	영업이익	1,011	1,215	318	291	44,423	7,069	350	595
	OPM%	30%	14%	17%	9%	33%	37%	20%	21%
	순이익	731	873	220	223	44,653	6,799	248	516
	PER	19.8	16.7	23.8	12.3	10.7	11.8	16.6	11.7
	PBR	3.6	2.6	2.3	1.2	2.1	2.5	0.8	2.5
	ROE	19.4	15.7	10.0	9.8	18.6	22.3	4.6	22.0
	EV/EBITDA	11.2	8.3	9.8	7.5	8.8	7.7	2.6	9.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만달러

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



# 기업분석

NC (036570)

크래프톤 (259960)

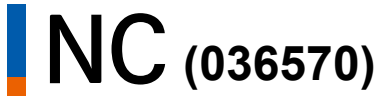
넷마블 (251270)

시프트업 (462870)

펄어비스 (263750)

더블유게임즈 (192080)

네오위즈 (095660)



## 레거시 IP, 다시 실적을 만든다

### 투자의견 BUY, 목표주가 370,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 370,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 23,581원에 Target PER 15.7배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 라이브 서비스 게임사와 검증된 IP 포트폴리오를 보유한 게임사 Peer 평균을 적용. 레거시 IP 재활성화와 자체결제 확대를 통해 실적 지속성에 대한 신뢰가 높아지고 있음. <아이온2>와 <리니지 클래식>의 동시 흥행으로 기존 IP의 매출 회복 가능성이 확인됐고, 2Q26부터 저스트플레이 연결 편입이 더해지며 외형 성장 가시성도 높아질 전망.

### 2026년 매출액 2조 6,763억원, 영업이익 5,242억원 전망

동사 2026년 연결 매출액 2조 6,763억원(YoY +78%), 영업이익 5,242억원(YoY +3,160%, OPM 20%) 전망. 1Q26 매출액은 5,574억원(YoY +55%), 영업이익은 1,133억원(YoY +2,070%)을 기록하며 연간 실적 개선 가능성을 확인. <리니지 클래식>은 출시 후 90일 누적 영업매출 1,924억원을 기록했고, 업데이트 시점마다 트래픽과 매출이 반등하면서 안정적인 실적 흐름 이어갈 전망. <아이온2>는 2Q26 매출이 QoQ 둔화될 것으로 예상하나, 3Q26 시즌4 업데이트와 9월 글로벌 출시를 통해 재차 반등할 것으로 기대. 리워드 기반 모바일 캐주얼 플랫폼인 저스트플레이는 2Q26부터 연결 편입될 예정이며, 초기에는 UA 비용 부담에 따른 마진 변동성을 감안할 필요.

### 게임 섹터 최선호주로 제시

동사를 게임 업종 최선호주로 제시. <리니지 클래식>과 <아이온2>가 레거시 IP 기반 매출을 회복을 이끄는 가운데, <아이온2>의 자체 결제 비중은 약 80%를 기록하며 지급수수료 부담 완화도 동반되는 추세. 향후 자사 게임 전반으로 자체결제 도입이 확대될 경우 이익률 개선 여지는 추가로 커질 전망. 여기에 저스트플레이 연결 편입과 캐주얼 게임사 인수를 통해 非MMORPG 성장 옵션도 확보했다는 점이 긍정적. 올해 9월 예정된 <아이온2> 글로벌 출시 이후 초기 리텐션과 서구권 흥행 지표가 확인될 경우, 실적 추정치와 멀티플의 동반 상승 가능성이 높다는 판단. <리니지2M> 중국 출시를 통한 지역 확장, 2027년 <호라이즌 스틸 프론티어스> 출시 등은 향후 추가적인 업사이드 요인으로 작용할 것으로 기대.



최지운 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

**목표주가 370,000원 (I)**  
 직전 목표주가 -원  
 현재주가 (6/29) **259,000원**  
 상승여력 **43%**

시가총액	55,799억원
총발행주식수	21,544,022주
60일 평균 거래대금	417억원
60일 평균 거래량	155,536주
52주 고/저	338,000원 / 185,700원
외인지분율	36.73%
배당수익률	0.57%
주요주주	김택진 외 15 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.5)	12.6	39.5
상대	(9.7)	(27.0)	(49.2)
절대 (달러환산)	(12.7)	10.0	22.5

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	687	79.6	23.2	654	5.1
영업이익	144	851.9	26.7	129	11.7
세전계속사업이익	134	흑전	-28.6	149	-10.4
지배순이익	106	흑전	-28.6	107	-0.3
영업이익률 (%)	20.9	+17.0 %pt	+0.6 %pt	19.7	+1.2 %pt
지배순이익률 (%)	15.5	흑전	-11.2 %pt	16.3	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,578	1,507	2,676	3,057
영업이익	-109	16	524	613
지배순이익	94	347	492	524
PER	45.8	11.7	11.3	10.7
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2
EV/EBITDA	-83,825.9	21.6	5.7	4.4
ROE	3.0	10.8	13.7	12.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

NC 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	687.0	704.1	727.9	1,506.9	2,676.3	3,057.5
YoY (%)	-9.5	3.7	-10.4	-1.3	54.7	79.6	95.6	80.1	-4.5	77.6	14.2
PC 게임 (십억원)	83.3	91.7	87.7	168.2	318.4	337.0	341.0	372.4	430.9	1,368.8	1,471.1
YoY (%)	-8.9	6.4	8.7	80.0	282.1	267.4	288.6	121.5	22.5	217.6	7.5
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	99.8	158.5	135.4	119.9	93.2	513.6	418.4
리니지2	19.1	22.7	21.6	22.9	28.8	25.7	24.2	24.9	86.3	103.6	99.0
아이온	8.5	13.0	9.0	5.3	8.7	11.0	9.2	5.2	35.8	34.1	32.7
블레이드&소울	14.2	19.5	13.6	8.6	11.7	12.7	10.9	8.4	55.9	43.5	39.2
길드워2	19.3	15.8	18.4	28.9	32.6	24.0	21.1	23.2	82.4	100.9	86.5
아이온2				77.4	136.8	105.1	140.3	191.0	77.4	573.1	527.9
기타 신작											267.4
모바일 게임 (십억원)	206.3	219.0	197.2	178.1	182.8	194.1	193.0	177.1	800.5	747.0	839.7
YoY (%)	-17.3	0.3	-22.2	-17.4	-11.4	-11.3	-2.1	-0.5	-14.5	-6.7	12.4
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	112.8	111.4	110.6	97.6	433.0	432.4	415.1
리니지2M	37.9	48.0	47.2	45.3	37.5	40.8	42.9	42.1	178.3	163.4	155.2
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	32.5	41.9	39.5	37.4	183.1	151.3	143.7
기타 신작											125.7
모바일 캐주얼 (십억원)					35.5	135.2	150.2	161.9		482.8	672.7
기타 (십억원)	25.7	29.5	28.3	15.6	20.7	20.6	19.8	16.4	99.1	77.6	73.9
영업비용 (십억원)	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	543.4	571.8	592.8	1,490.8	2,152.1	2,444.8
YoY (%)	-4.6	2.0	-11.7	-25.6	25.1	47.9	55.6	47.8	-11.6	44.4	13.6
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	244.0	237.4	234.9	240.3	775.2	956.5	1,006.8
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	123.0	152.1	168.3	105.6	481.2	643.8
유무형감가상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	22.9	25.7	25.2	25.0	93.6	98.8	100.8
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	139.5	157.3	159.5	159.3	516.5	615.6	693.5
영업이익 (십억원)	5.2	15.1	-7.5	3.2	113.3	143.5	132.3	135.0	16.1	524.2	612.7
YoY (%)	-79.7	70.5	적지	흑전	2,070.1	851.9	흑전	4,058.6	흑전	3,160.0	16.9
영업이익률 (%)	1.4	3.9	-2.1	0.8	20.3	20.9	18.8	18.6	1.1	19.6	20.0

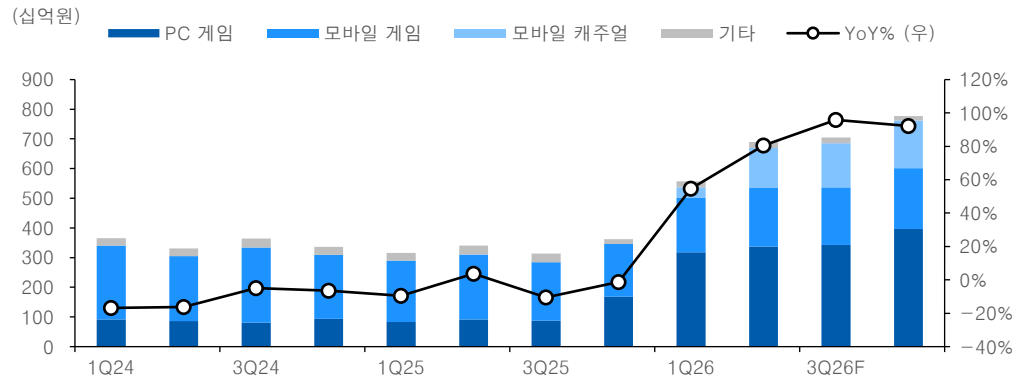
자료: 유안타증권 리서치센터

NC 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
리니지 W (동남아)	MMORPG	2026년 05월 27일	모바일/PC	자체개발
리니지2M (중국)	MMORPG	2026년 06월 24일	모바일	자체개발
아이온2 (글로벌)	MMORPG	3Q26	모바일/PC	자체개발
신더시티	TPS	2H26	PC/콘솔	자체개발
타임 테이커즈	TPS	2H26	PC	퍼블리싱
리밋 제로 브레이커스	서브컬처	2H26	모바일, PC	퍼블리싱
호라이즌 스틸 프론티어스(글로벌)	MMORPG	2027년	모바일/PC	자체개발
아스트라에 오라티오	서브컬처	TBD	-	퍼블리싱
본파이어(글로벌)	슈팅	TBD	PC/콘솔	자체개발
디팩트(글로벌)	슈팅	TBD	PC/콘솔	퍼블리싱

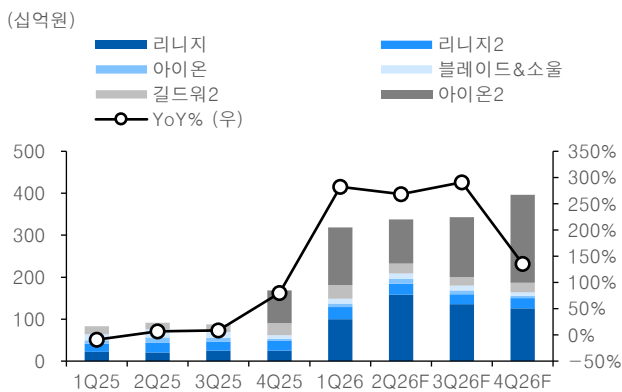
자료: NC, 유안타증권 리서치센터

### NC 분기별 매출액 추이 및 전망



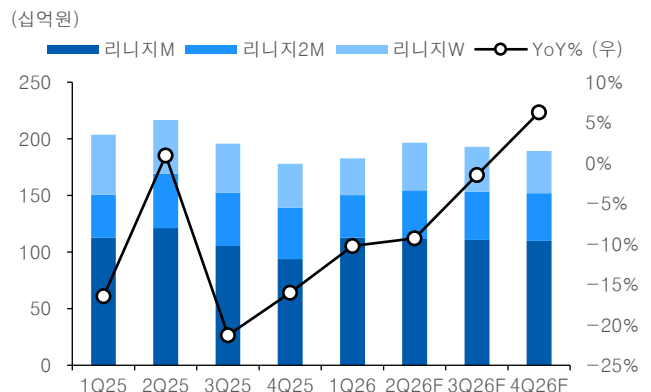
자료: NC, 유안타증권 리서치센터

### NC PC 게임 매출액 추이 및 전망



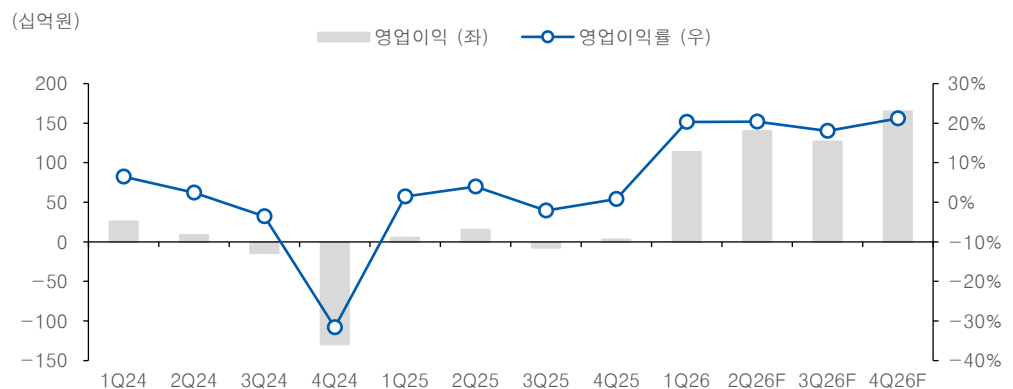
자료: NC, 유안타증권 리서치센터

### NC 모바일 게임 매출액 추이 및 전망



자료: NC, 유안타증권 리서치센터

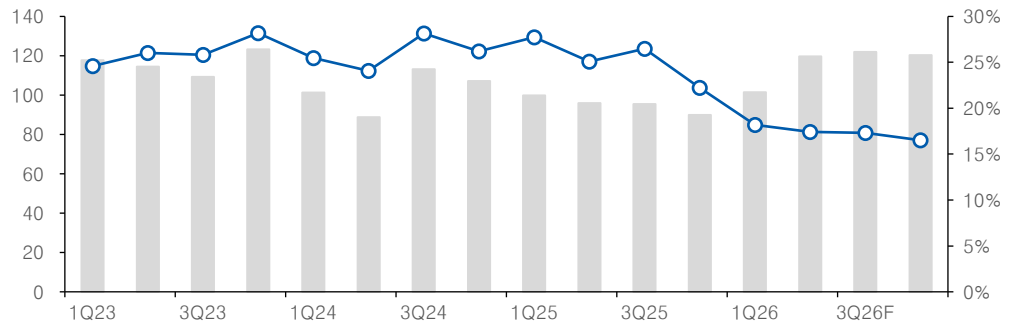
### NC 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: NC, 유안타증권 리서치센터

NC 매출변동비 추이 및 전망

(십억원)



자료: NC, 유안타증권 리서치센터

NC 목표주가 산정

내용	내용	비고
12M Fwd EPS (원)	23,581	
Target PER (배)	15.7	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균
적정 주가 (원)	360,784	
목표 주가 (원)	370,000	
전일 증가 (원)	259,000	
상승 여력	42%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
크래프톤	15.0	9.8	8.7
넷마블	17.6	8.2	9.1
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
EA	30.4	23.0	21.4
NetEase	18.3	12.9	11.7
평균	24.5	15.3	14.3

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NC(036570) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578	1,507	2,676	3,057	3,269
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,507	2,676	3,057	3,269
판매비	1,687	1,491	2,152	2,445	2,632
영업이익	-109	16	524	613	637
EBITDA	0	112	619	713	743
영업외손익	230	445	96	46	59
외환관련손익	50	-8	47	28	26
이자손익	62	52	48	51	71
관계기업관련손익	4	-20	-15	-21	-21
기타	114	422	15	-12	-17
법인세비용차감전순이익	121	461	620	659	697
법인세비용	27	114	115	123	130
계속사업순이익	94	347	504	536	567
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	94	347	504	536	567
지배지분순이익	94	347	492	524	553
포괄순이익	48	337	571	603	633
지배지분포괄이익	48	336	557	589	618

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	107	162	607	790	797
당기순이익	94	347	504	536	567
감가상각비	106	91	86	91	97
외환손익	-4	5	-19	-28	-26
중속, 관계기업관련손익	2	12	15	21	21
자산부채의 증감	-43	-7	1	134	103
기타현금흐름	-48	-286	20	36	35
투자활동 현금흐름	1,294	-832	-297	-65	-162
투자자산	327	-889	-96	5	-14
유형자산 증가 (CAPEX)	-84	-103	-105	-115	-123
유형자산 감소	1	1	1	0	0
기타현금흐름	1,051	159	-98	45	-25
재무활동 현금흐름	-523	-82	11	-106	-130
단기차입금	6	3	39	-2	6
사채 및 장기차입금	-274	-27	-21	23	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-64	-28	-7	-127	-136
기타현금흐름	-191	-30	-1	0	0
연결범위변동 등 기타	17	-4	75	-135	-58
현금의 증감	895	-757	395	485	446
기초 현금	365	1,260	504	898	1,383
기말 현금	1,260	504	898	1,383	1,830
NOPLAT	-109	16	524	613	637
FCF	23	59	502	675	674

자료: 유안타증권

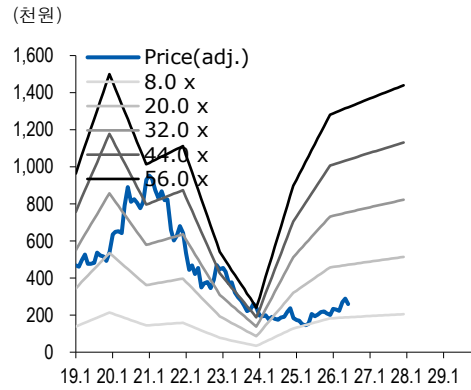
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,789	2,267	2,895	3,349	3,888
현금및현금성자산	1,260	504	898	1,383	1,830
매출채권 및 기타채권	167	209	376	368	394
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	2,165	2,067	2,348	2,369	2,400
유형자산	998	1,035	1,079	1,103	1,128
관계기업 등 지분관련 자산	50	72	129	126	135
기타투자자산	822	679	693	692	697
자산총계	3,954	4,333	5,244	5,718	6,289
유동부채	322	641	958	939	995
매입채무 및 기타채무	196	232	418	408	436
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	130	0	0	0
비유동부채	568	322	416	433	450
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	170	40	40	40	40
부채총계	890	963	1,374	1,372	1,445
지배지분	3,058	3,365	3,845	4,309	4,793
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,669	4,144	4,541	4,958
비지배지분	5	6	24	37	51
자본총계	3,064	3,370	3,870	4,346	4,843
순차입금	-1,100	-1,649	-2,051	-2,494	-2,996
총차입금	381	357	376	396	402

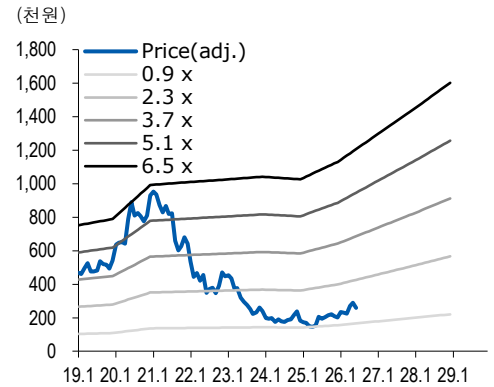
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	4,291	16,023	22,856	24,305	25,682
BPS	157,673	173,511	197,460	221,272	246,106
EBITDAPS	-2	5,161	28,732	33,090	34,484
SPS	71,883	69,649	124,223	141,919	151,753
DPS	1,460	1,150	6,500	7,000	7,500
PER	45.8	11.7	11.3	10.7	10.1
PBR	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	-83,825.9	21.6	5.7	4.4	3.5
PSR	2.7	2.7	2.1	1.8	1.7

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	-11.3	-4.5	77.6	14.2	6.9
영업이익 증가율 (%)	적전	혹전	3,160.0	16.9	4.0
지배순이익 증가율 (%)	-55.6	268.0	42.0	6.3	5.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-6.9	1.1	19.6	20.0	19.5
지배순이익률 (%)	6.0	23.0	18.4	17.1	16.9
EBITDA 마진 (%)	0.0	7.4	23.1	23.3	22.7
ROIC	-8.0	1.2	39.9	46.0	47.2
ROA	2.3	8.4	10.3	9.6	9.2
ROE	3.0	10.8	13.7	12.8	12.2
부채비율 (%)	29.1	28.6	35.5	31.6	29.8
순차입금/자기자본 (%)	-36.0	-49.0	-53.3	-57.9	-62.5
영업이익/금융비용 (배)	-10.6	3.6	32.1	36.8	37.0

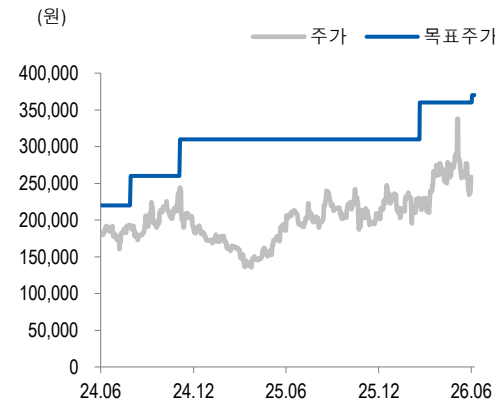
P/E band chart



P/B band chart



NC (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	370,000	1년		
	담당자변경				
2026-03-20	BUY	360,000	1년	-28.99	-6.11
2025-12-02	1년 경과 이후		1년	-29.88	-20.16
2024-12-02	BUY	310,000	1년	-39.47	-21.94
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 크래프톤 (259960)

## PUBG는 다시 성장하는 중

### 투자의견 BUY, 목표주가 380,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 380,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 24,486원에 Target PER 15.7배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 라이브서비스 게임사와 검증된 IP 포트폴리오를 보유한 게임사 Peer 평균을 적용. <PUBG>는 배틀로얄 중심 운영에서 웰메이드 모드, UGC, IP 협업을 결합하는 방식으로 플레이 경험을 넓히고 있고, <서브노티카2> 흥행으로 非 PUBG 파이프라인의 실적 기여 가능성도 확인되고 있음. 2026~2027년에는 <PUBG>의 트래픽 성장, 신규 IP 매출이 반영되며 이익 안정성을 높일 것으로 전망.

### 2026년 매출액 4조 8,561억원, 영업이익 1조 4,635억원 전망

2026년 매출액 4조 8,561억원(YoY +46%), 영업이익 1조 4,635억원(YoY +39%, OPM 30%) 전망. 실적 성장은 <PUBG> PC의 모드·콜라보 업데이트, ADK 연결 편입, <서브노티카 2> 출시에 따른 매출 반영이 주도할 전망. 4월 Xeno Point 패치 이후 PC 일간 최대 동접 평균은 80만명에서 100만명 수준으로 상승했고, 신규 PvE 모드가 기존 배틀로얄 트래픽을 잠식하지 않고 순증한 점도 긍정적. 2Q에는 <스텔라 블레이드>, 에스파 복각, PAYDAY 협업 모드가 PC 매출을 뒷받침할 전망이며, 하반기에도 2개의 웰메이드 모드 출시가 예정되어 있음. <서브노티카2>는 5월 얼리엑세스 출시 후 400만장 판매를 돌파했으며, 2Q 이후 실적 모멘텀으로 반영될 전망. ADK 연결 편입은 외형 성장과 비게임 IP 확보 측면에서 긍정적이나, 광고대행 비중이 높아 단기적으로는 게임 본업 대비 마진 희석 요인으로 작용할 수 있음.

### PUBG의 재성장에 주목

추가 업사이드는 <PUBG>의 성장 방식 변화와 非 PUBG IP 성과에서 발생할 전망. <PUBG>는 웰메이드 모드, UGC, IP 협업 등을 통해 트래픽과 체류시간을 확대하는 구조로 전환 중. 2026년 PC에서만 웰메이드 모드 4종을 순차 출시할 계획이며, 모드가 누적될수록 유저의 재접속과 체류시간 확대 효과도 커질 것으로 판단. <서브노티카2>, <인조이>, <팰월드 모바일>, <블랙 버짓>, <발러> 등 후속 파이프라인은 중장기적으로 <PUBG> 의존도를 낮출 수 있는 변수. 3개년 1조원 이상 주주환원 정책과 신규 취득 자사주 전량 소각 방침은 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 것으로 기대.

#### Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	1,182	78.5	-13.8	1,123	5.2
영업이익	351	42.7	-37.5	321	9.5
세전계속사업이익	334	1,299.2	-53.5	311	7.4
지배순이익	233	1,434.6	-54.8	223	4.5
영업이익률 (%)	29.7	-7.5 %pt	-11.2 %pt	28.6	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	19.7	+17.4 %pt	-17.8 %pt	19.8	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,710	3,327	4,856	5,147
영업이익	1,182	1,054	1,463	1,608
지배순이익	1,306	735	1,056	1,212
PER	10.2	21.2	9.8	8.5
PBR	1.8	2.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.5	10.9	4.5	3.7
ROE	21.1	10.6	14.2	14.3

자료: 유안타증권



최지운 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가 **380,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **223,500원**

상승여력 **70%**

시가총액	103,118억원
총발행주식수	46,137,833주
60일 평균 거래대금	409억원
60일 평균 거래량	158,409주
52주 고/저	365,500원 / 204,000원
외인지분율	43.64%
배당수익률	0.91%
주요주주	장병규 외 30인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.2)	(12.2)	(37.5)
상대	(12.4)	(43.1)	(77.2)
절대 (달러환산)	(15.3)	(14.2)	(45.1)

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

크래프톤 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,181.8	1,292.3	1,010.5	3,326.6	4,856.1	5,147.1
YoY (%)	31.3	-6.4	21.0	48.9	56.9	78.5	48.4	9.9	22.8	46.0	6.0
PC (십억원)	323.5	219.7	353.9	287.4	363.8	396.8	435.9	333.6	1,184.6	1,530.2	1,345.5
YoY (%)	32.8	14.8	29.0	23.6	12.5	80.6	23.2	16.1	25.8	29.2	-12.1
모바일 (십억원)	532.4	427.6	488.5	292.2	702.7	470.3	527.5	315.6	1,740.7	2,016.2	2,431.9
YoY (%)	32.3	-14.5	14.8	-19.3	32.0	10.0	8.0	8.0	3.0	15.8	20.6
콘솔 (십억원)	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	10.1	9.2	8.7	42.8	41.9	39.8
YoY (%)	14.2	11.7	-13.8	-20.8	5.7	3.0	-10.0	-10.0	-3.5	-2.2	-5.0
기타 (십억원)	5.1	5.0	18.0	330.3	291.0	304.5	319.7	352.6	358.5	1,267.8	1,330.0
YoY (%)	-39.2	-28.7	131.3	3,057.5	5,553.4	6,002.0	1,673.0	6.7	963.2	253.6	4.9
영업비용 (십억원)	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	830.6	886.8	865.4	2,272.2	3,392.6	3,539.0
YoY (%)	17.3	11.0	32.2	128.1	94.3	99.7	69.9	-5.7	48.8	49.3	4.3
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	276.1	251.9	246.4	253.2	734.7	1,027.6	1,049.2
앱수수료/매출원가	105.0	83.9	128.6	103.7	114.7	121.6	147.4	114.4	421.3	498.2	510.5
지급수수료	84.1	96.2	141.6	390.3	288.7	317.6	347.0	355.2	712.3	1,308.5	1,403.2
광고선전비	22.9	26.1	43.3	51.8	42.0	48.2	56.2	53.9	144.1	200.3	210.3
기타	56.4	62.9	53.1	87.3	88.3	91.3	89.7	88.7	259.8	358.0	365.7
영업이익 (십억원)	457.3	246.1	348.6	2.4	561.6	351.2	405.6	145.2	1,054.4	1,463.5	1,608.1
YoY (%)	47.3	-25.9	7.5	-98.9	22.8	42.7	16.3	5,866.3	-10.8	38.8	9.9
영업이익률 (%)	52.3	37.2	40.0	0.3	40.9	29.7	31.4	14.4	31.7	30.1	31.2

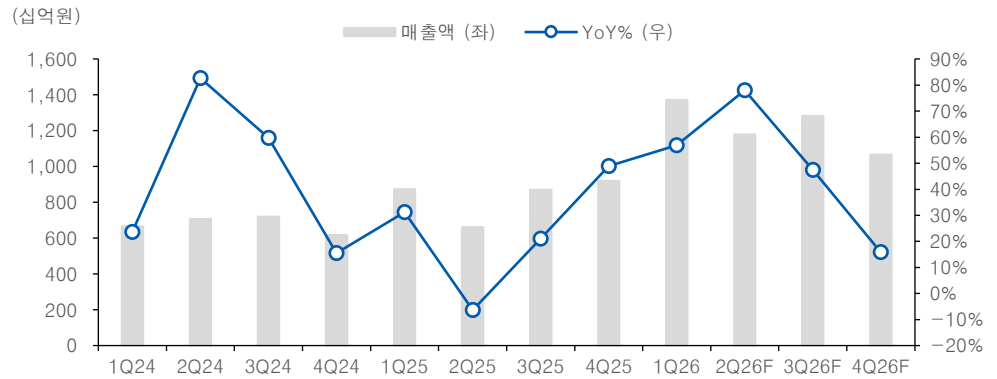
자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
서브노티카2	서바이벌 크래프트	2026년 05월 15일	PC/콘솔	자체개발
블랙버짓	익스트랙션 슈터	2H26	PC/콘솔	자체개발
프로젝트 제타	AOS, TPS, 액션, 히어로 슈팅	2H26	PC/콘솔	퍼블리싱
팰월드 모바일	서바이벌 크래프트	2027년	모바일	자체개발
Valor	배틀로얄	2027년	콘솔	자체개발
Project Windless	ARPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
당컴 투게더	개척 생활 시뮬레이션	TBD	모바일/PC	자체개발
NO LAW	오픈월드 FPS	TBD	PC/콘솔	퍼블리싱

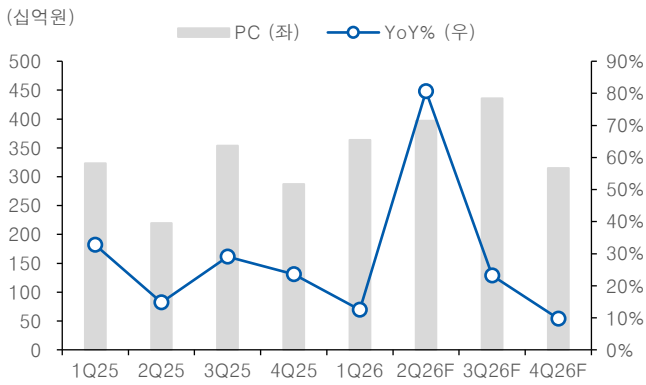
자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 분기별 매출액 추이 및 전망



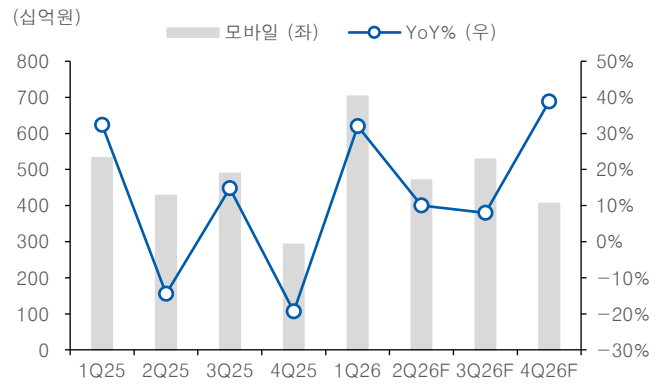
자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 PC 매출액 추이 및 전망



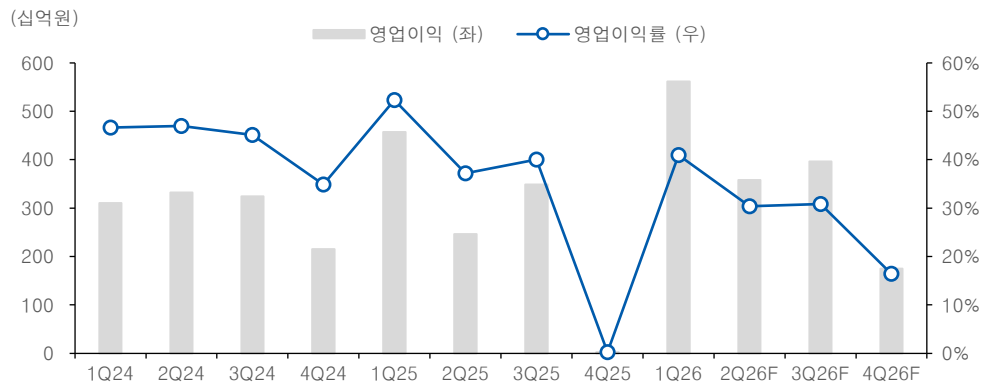
자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 모바일 매출액 추이 및 전망



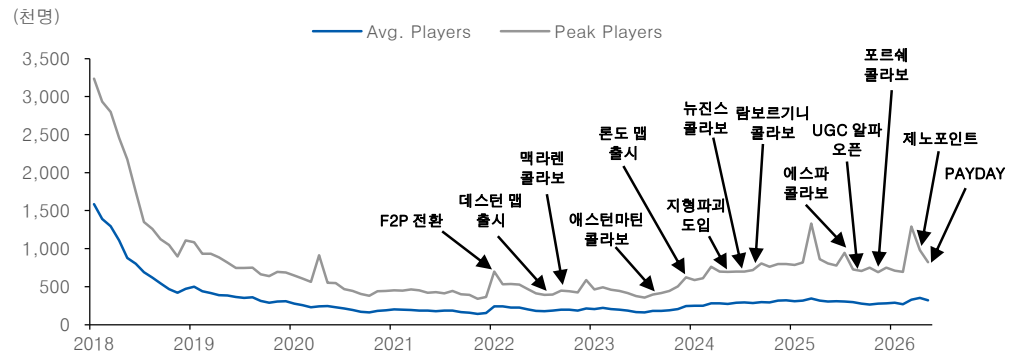
자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

PUBG 스팀 동시 접속자 수 추이



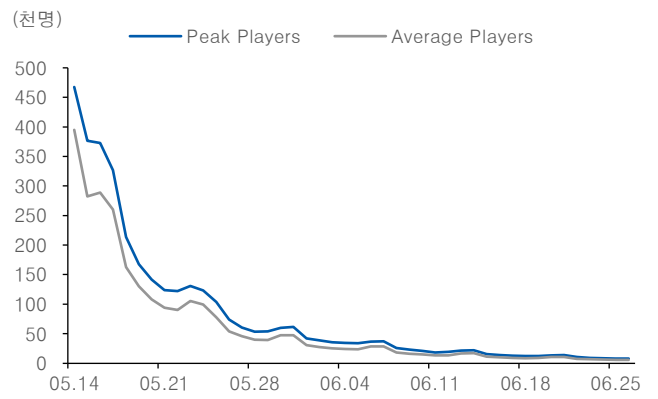
자료: Steam DB, 유안타증권 리서치센터

서브나티카 2 (2026년 5월 14일 출시)



자료: 크래프톤, 유안타증권 리서치센터

서브나티카 2 동시 접속자 수 추이



자료: Steam DB, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	24,486	
Target PER (배)	15.7	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균
적정 주가 (원)	384,427	
목표 주가 (원)	380,000	
전일 증가 (원)	223,500	
상승 여력	70%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
NC	11.2	12.9	12.1
넷마블	17.6	8.2	9.1
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
EA	30.4	23.0	21.4
NetEase	18.3	12.9	11.7
평균	24.0	15.8	14.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

크래프톤 (259960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,710	3,327	4,856	5,147	5,319
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,710	3,327	4,856	5,147	5,319
판매비	1,527	2,272	3,393	3,539	3,636
영업이익	1,182	1,054	1,463	1,608	1,683
EBITDA	1,289	1,200	1,658	1,809	1,895
영업외손익	540	-95	34	85	91
외환관련손익	123	-7	0	0	0
이자손익	23	13	7	15	21
관계기업관련손익	-48	-46	-9	-9	-9
기타	442	-56	36	79	79
법인세비용차감전순손익	1,723	959	1,497	1,693	1,774
법인세비용	420	225	442	483	500
계속사업순손익	1,303	734	1,055	1,211	1,274
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,303	734	1,055	1,211	1,274
지배지분순이익	1,306	735	1,056	1,212	1,276
포괄순이익	1,376	688	1,183	1,309	1,372
지배지분포괄이익	1,380	690	1,184	1,310	1,374

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	908	1,045	1,323	1,103	1,395
당기순이익	1,303	734	1,055	1,211	1,274
감가상각비	85	110	138	144	152
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	48	46	9	9	9
자산부채의 증감	-276	241	159	-119	105
기타현금흐름	-251	-85	-38	-142	-145
투자활동 현금흐름	-832	-580	19	-245	-334
투자자산	-665	490	-32	-70	-55
유형자산 증가 (CAPEX)	-20	-77	-150	-176	-178
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-147	-994	201	1	-100
재무활동 현금흐름	-259	-452	-883	67	-44
단기차입금	6	282	213	110	14
사채 및 장기차입금	-11	92	19	73	60
자본	6	-1	-3	0	0
현금배당	0	0	0	-97	-97
기타현금흐름	-259	-824	-1,113	-19	-22
연결범위변동 등 기타	43	1	-113	-21	59
현금의 증감	-139	15	346	903	1,075
기초 현금	721	582	597	943	1,846
기말 현금	582	597	943	1,846	2,921
NOPLAT	1,182	1,054	1,463	1,608	1,683
FCF	888	968	1,173	927	1,217

자료: 유안타증권

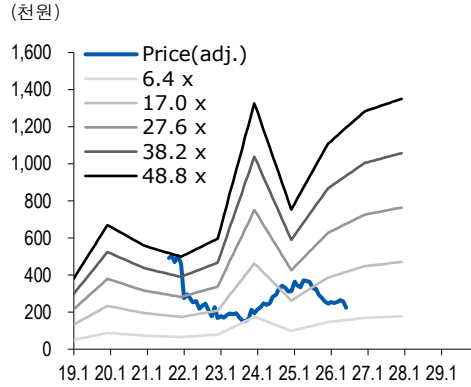
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,004	4,866	5,709	7,028	8,183
현금및현금성자산	582	597	943	1,846	2,921
매출채권 및 기타채권	1,018	1,362	1,698	2,014	2,080
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,915	4,567	4,742	4,908	5,157
유형자산	240	579	616	648	674
관계기업 등 지분관련 자산	722	806	886	963	995
기타투자자산	426	514	540	532	556
자산총계	7,919	9,434	10,451	11,936	13,340
유동부채	785	1,583	1,733	1,900	1,954
매입채무 및 기타채무	238	833	832	905	936
단기차입금	7	252	260	260	260
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	306	666	706	813	887
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,090	2,250	2,439	2,712	2,841
지배지분	6,828	7,041	7,872	9,085	10,361
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,477	1,474	1,474	1,474
이익잉여금	5,081	5,637	6,595	7,710	8,888
비지배지분	1	143	141	139	137
자본총계	6,829	7,184	8,012	9,224	10,499
순차입금	-3,642	-2,662	-2,935	-3,740	-4,748
총차입금	260	677	894	1,077	1,152

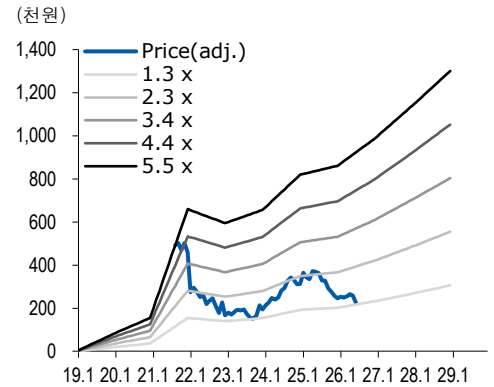
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	27,162	15,438	22,695	26,276	27,651
BPS	150,187	157,747	181,128	209,042	238,415
EBITDAPS	26,805	25,218	35,631	39,217	41,067
SPS	56,353	69,891	104,330	111,560	115,281
DPS	0	2,240	2,240	2,240	2,240
PER	10.2	21.2	9.8	8.5	8.1
PBR	1.8	2.1	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.5	10.9	4.5	3.7	3.0
PSR	4.9	4.7	2.1	2.0	1.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	41.8	22.8	46.0	6.0	3.3
영업이익 증가율 (%)	54.0	-10.8	38.8	9.9	4.7
지배순이익 증가율 (%)	119.4	-43.7	43.8	14.8	5.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	43.6	31.7	30.1	31.2	31.6
지배순이익률 (%)	48.2	22.1	21.8	23.6	24.0
EBITDA 마진 (%)	47.6	36.1	34.2	35.2	35.6
ROIC	71.2	40.2	36.5	34.6	33.0
ROA	18.2	8.5	10.6	10.8	10.1
ROE	21.1	10.6	14.2	14.3	13.1
부채비율 (%)	16.0	31.3	30.4	29.4	27.1
순차입금/자기자본 (%)	-53.3	-37.8	-37.3	-41.2	-45.8
영업이익/금융비용 (배)	125.0	90.5	60.6	84.1	77.8

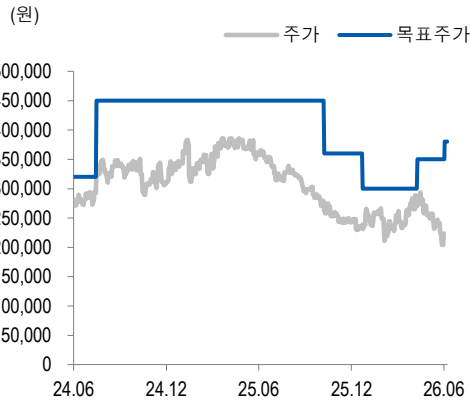
P/E band chart



P/B band chart



크라프트톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	380,000	1년		
	담당자변경				
2026-05-08	BUY	350,000	1년	-28.32	-16.14
2026-01-20	BUY	300,000	1년	-17.12	-3.83
2025-11-05	BUY	360,000	1년	-30.78	-23.61
2025-08-13	1년 경과 이후		1년	-31.57	-24.67
2024-08-13	BUY	450,000	1년	-23.66	-14.22
2024-05-09	BUY	320,000	1년	-14.78	-7.19

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 넷마블 (251270)

## 낮아진 눈높이, 하반기가 관건

### 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 59,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 4,358원에 Target PER 13.5배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 라이브서비스 게임사와 검증된 IP 포트폴리오를 보유한 게임사 Peer 평균에 10% 디스카운트를 적용. PC 결제-자체 런처 활용 등에 따른 지급수수료율 하락은 확인됐으나, 상반기 신작 성과가 기대치를 하회했고, 하반기 라인업의 흥행률과 마케팅 효율 확인이 추가로 필요하다는 점을 반영. 단기 실적 눈높이는 낮아졌지만, 하반기 신작 흥행 여부와 단계적으로 적용될 구글 앱마켓 수수료 인하 효과가 더해질 경우 이익률 개선 여지는 남아 있다고 판단.

### 2026년 매출액 2조 8,764억원, 영업이익 3,702억원 전망

2026년 매출액 2조 8,764억원(YoY +2%), 영업이익 3,702억원(YoY +5%, OPM 13%) 전망. 1분기 말 출시된 <일곱 개의 대죄: Origin>과 4월 출시된 <문길: STAR DIVE>의 초기 지표는 기대치를 하회했으나, 2분기부터 두 게임의 온기 반영과 6월 출시한 <SOL: enchant>가 더해지며 외형은 QoQ 개선 전망. 다만 상반기 신작의 매출 기여가 기대보다 낮아졌고, 하반기에 다수 신작 출시에 따른 마케팅비 부담이 이어질 수 있어 2026년 이익 추정은 보수적으로 접근할 필요.

### 하반기 신작 성과와 수수료율 하락 지속 여부가 관건

주가 반등을 위해서는 기존작 매출 하향을 신작 매출이 상쇄하고, 지급수수료율 하락이 수익성 개선으로 이어지는 흐름이 확인될 필요가 있다는 판단. <SOL: enchant>는 외부 퍼블리싱 타이틀로 이익 기여도는 제한적인 가운데, 향후 출시될 <나 혼자만 레벨업: KARMA>, <상그릴라 프론티어>, <프로젝트 옥토퍼스>, <이블베인>, <프로젝트 이지스> 등 신작 라인업의 흥행 성과와 마케팅 효율이 실적의 핵심 변수로 작용할 전망. 신작 성과가 양호하고 여기에 자체 런처 확대와 앱마켓 수수료 인하 효과가 함께 작용할 경우, 2027년 영업이익률 개선 여지는 커질 것으로 예상.



최지운 운송/게임  
jyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가 **59,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **37,900원**

상승여력 **56%**

시가총액 31,053억원

총발행주식수 83,526,433주

60일 평균 거래대금 113억원

60일 평균 거래량 253,000주

52주 고/저 68,000원 / 35,150원

외인지분율 26.96%

배당수익률 1.82%

주요주주 방준혁 외 10 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (10.8) (27.4) (35.9)

상대 (10.0) (53.0) (76.7)

절대 (달러환산) (13.0) (29.1) (43.7)

**Quarterly earning Forecasts**

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	739	2.9	13.3	743	-0.6
영업이익	98	-3.2	84.6	103	-4.6
세전계속사업이익	101	-46.8	-63.6	108	-6.6
지배순이익	76	-52.4	-63.6	79	-3.0
영업이익률 (%)	13.3	-0.8 %pt	+5.2 %pt	13.8	-0.5 %pt
지배순이익률 (%)	10.3	-12.0 %pt	-21.9 %pt	10.6	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

**Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)**

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	2,664	2,835	2,876	2,923
영업이익	216	352	370	410
지배순이익	26	225	385	333
PER	196.0	20.1	8.1	9.3
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.4	11.0	6.8	5.7
ROE	0.5	4.1	6.8	5.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

넷마블 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	51.1	51.0	56.1	294.5	205.4	229.2
YoY (%)	13.0	72.4	30.1	1.5	12.0	-54.5	-32.5	-13.0	31.4	-30.3	11.6
마블 콘테스트 오브 챔피언스	56.1	64.6	48.7	87.7	52.1	57.5	48.0	80.7	257.2	238.3	228.2
잭팟월드	49.9	50.2	48.7	55.8	52.1	52.4	49.7	56.9	204.7	211.1	209.0
랏차슬롯	49.9	50.2	48.7	47.9	52.1	52.7	49.6	48.8	196.7	203.3	200.7
캐시프렌지	49.9	43.1	48.7	47.9	52.1	44.8	49.6	48.8	189.5	195.3	191.4
나 혼자만 레벨업: ARISE	49.9	43.1	27.8	31.9	26.1	23.7	19.5	19.1	152.7	88.4	53.0
세븐나이츠 리버스	0.0	93.3	83.5	119.6	45.6	34.5	28.4	25.1	296.4	133.7	73.5
뱀피르	0.0	0.0	62.6	55.8	39.1	29.7	23.8	20.2	118.5	112.8	54.1
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.6	19.1	17.5	150.0	85.4	53.4
레이븐 2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	17.2	15.0	14.0	112.7	65.8	42.8
일곱 개의 대죄: GRAND CROSS	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	29.3	28.5	30.6	119.6	121.0	108.6
일곱 개의 대죄: Origin					19.6	66.5	43.2	37.2		166.4	115.0
스톤에이지 키우기					19.6	27.4	19.2	15.3		81.4	41.5
몬길: STAR DIVE						37.0	35.1	24.6		96.7	66.6
기타	268.3	251.2	243.6	255.2	215.1	188.4	194.9	204.2	1,018.3	802.5	850.6
영업비용 (십억원)	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	622.3	617.4	665.2	2,482.6	2,503.4	2,429.1
YoY (%)	-1.3	-8.1	4.0	11.9	4.3	0.9	2.0	-3.2	1.4	0.8	-3.0
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	244.7	238.6	246.4	938.7	930.6	908.1
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	175.5	172.4	184.7	699.4	700.3	718.7
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	169.3	174.4	196.6	573.6	708.4	671.5
상각비	31.9	30.0	31.5	38.1	30.8	29.1	30.6	36.2	131.5	126.7	123.8
기타	36.9	33.8	33.0	35.7	31.1	32.8	32.0	37.5	139.4	133.4	130.7
영업이익 (십억원)	26.3	68.2	49.5	37.1	21.5	24.8	26.5	26.4	181.1	99.2	116.9
YoY (%)	1.2	51.6	39.3	-19.6	-18.1	-63.6	-46.5	-28.8	18.6	-45.2	17.8
영업이익률 (%)	62.2	60.7	65.6	57.6	45.5	48.6	52.0	47.1	61.5	48.3	51.0

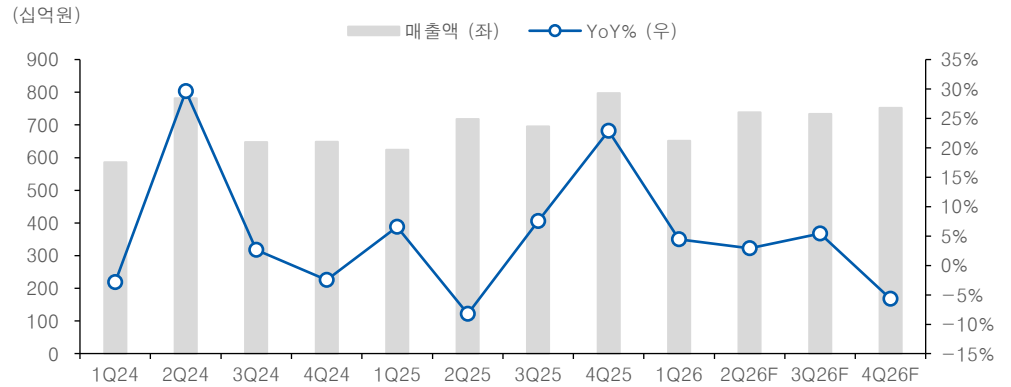
자료: 유안타증권 리서치센터

넷마블 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
왕좌의 게임: 킹스로드	ARPG	2026년 05월 14일	모바일/PC	자체개발
솔: 인챈트	MMORPG	2026년 06월 18일	모바일/PC	퍼블리싱
프로젝트 옥토퍼스	로그라이크 RPG	2H26	모바일	퍼블리싱
이블베인	다크판타지, Co-	2H26	PC/콘솔	자체개발
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
프로젝트 이지스	수집형 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
나 혼자만 레벨업: 카르마	액션 RPG	2H26	모바일/PC	자체개발
프로젝트 블룸워커	크래프팅 어드벤처	2027년	PC/콘솔	자체개발
프로젝트 Q	MMORPG	2027년	모바일	자체개발

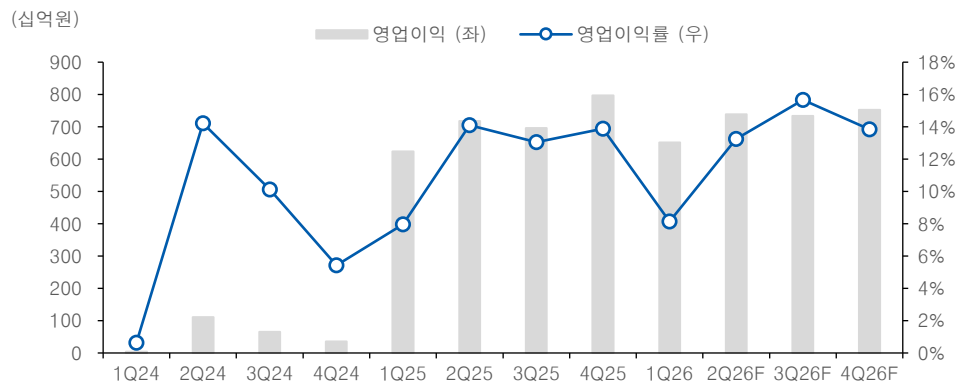
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 매출액 추이 및 전망



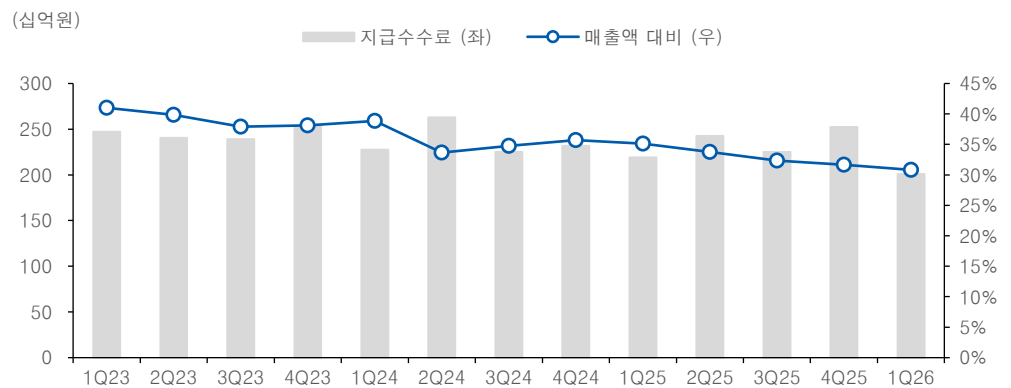
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 분기별 영업이익 추이 및 전망



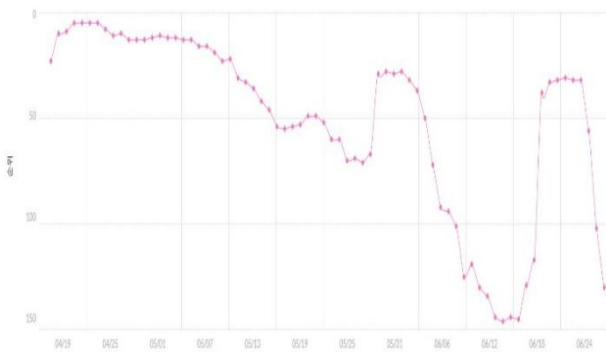
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

넷마블 지급수수료 추이



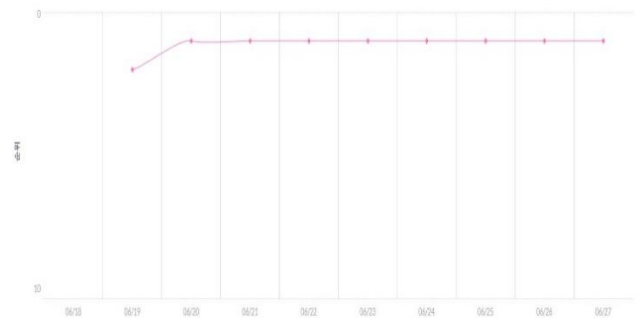
자료: 넷마블, 유안타증권 리서치센터

몬걸: STAR DIVE 국내 매출 순위 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

SOL: enchant 국내 매출 순위 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

넷마블 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	4,368	
Target PER (배)	13.5	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균에 10% 디스카운트
적정 주가 (원)	58,972	
목표 주가 (원)	59,000	
전일 종가 (원)	37,900	
상승 여력	56%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
NC	11.2	12.9	12.1
크래프톤	15.0	9.8	8.7
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
EA	30.4	23.0	21.4
NetEase	18.3	12.9	11.7
평균	23.6	16.0	14.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

넷마블 (251270) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	2,876	2,923	3,001
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,876	2,923	3,001
판매비	2,448	2,483	2,506	2,514	2,562
영업이익	216	352	370	410	440
EBITDA	370	484	493	530	557
영업외손익	-139	-6	139	31	52
외환관련손익	-7	-9	-3	-3	-6
이자손익	-89	-56	-39	-50	-43
관계기업관련손익	109	106	104	106	106
기타	-152	-47	77	-22	-4
법인세비용차감전순손익	76	346	509	441	492
법인세비용	73	115	122	106	133
계속사업순손익	3	231	387	335	359
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	387	335	359
지배지분순이익	26	225	385	333	356
포괄순이익	352	221	594	313	359
지배지분포괄이익	371	216	592	312	358

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	288	338	74	-6	9
당기순이익	3	231	387	335	359
감가상각비	53	48	43	42	41
외환손익	5	5	3	3	6
중속, 관계기업관련손익	-109	-106	-104	-106	-106
자산부채의 증감	-35	-47	-103	-165	-174
기타현금흐름	369	208	-153	-116	-117
투자활동 현금흐름	37	-74	451	-33	-146
투자자산	191	-61	126	23	-63
유형자산 증가 (CAPEX)	-17	-47	-41	-33	-25
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-137	34	366	-23	-58
재무활동 현금흐름	-221	-146	-315	-199	-58
단기차입금	-806	228	181	-67	-20
사채 및 장기차입금	658	-330	-247	-62	32
자본	5	6	0	0	0
현금배당	0	-41	0	-70	-70
기타현금흐름	-77	-9	-250	0	0
연결범위변동 등 기타	44	-6	273	458	506
현금의 증감	148	111	483	219	311
기초 현금	430	578	689	1,172	1,391
기말 현금	578	689	1,172	1,391	1,703
NOPLAT	216	352	370	410	440
FCF	270	290	33	-39	-16

자료: 유안타증권

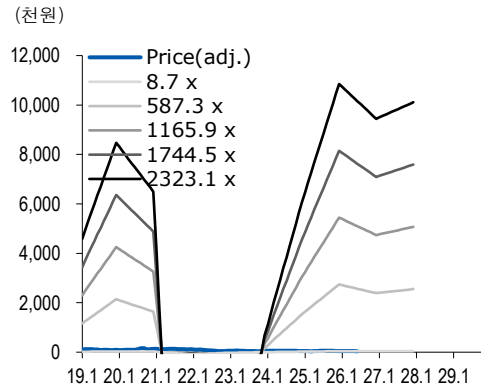
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,699	1,914	2,238
현금및현금성자산	578	689	1,172	1,391	1,703
매출채권 및 기타채권	295	299	282	280	287
재고자산	2	2	1	1	1
비유동자산	7,062	6,837	6,794	6,684	6,686
유형자산	340	402	400	390	375
관계기업 등 지분관련 자산	2,439	2,535	2,392	2,369	2,432
기타투자자산	489	525	565	565	565
자산총계	8,177	8,094	8,493	8,598	8,924
유동부채	1,348	1,901	1,943	1,832	1,807
매입채무 및 기타채무	344	368	348	344	353
단기차입금	505	733	680	643	618
유동성장기부채	131	291	191	154	130
비유동부채	1,355	701	535	508	571
장기차입금	598	214	208	183	239
사채	399	150	0	0	0
부채총계	2,703	2,601	2,478	2,340	2,377
지배지분	5,416	5,430	5,959	6,200	6,486
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,246	1,509	1,795
비지배지분	58	63	56	58	60
자본총계	5,474	5,492	6,015	6,258	6,547
순차입금	995	732	201	-147	-449
총차입금	1,693	1,591	1,525	1,395	1,408

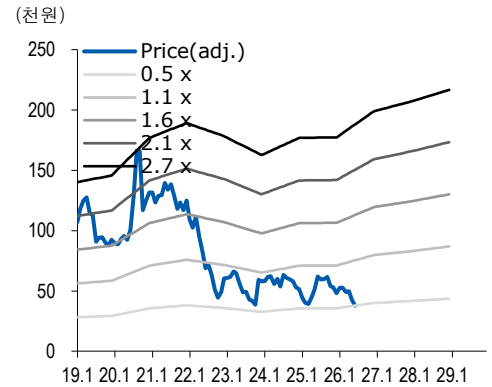
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	298	2,618	4,672	4,065	4,351
BPS	66,102	66,269	74,377	77,386	80,959
EBITDAPS	4,305	5,631	5,981	6,465	6,792
SPS	30,991	32,984	34,904	35,679	36,628
DPS	417	876	876	876	876
PER	196.0	20.1	8.1	9.3	8.7
PBR	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	16.4	11.0	6.8	5.7	4.9
PSR	1.9	1.6	1.1	1.1	1.0

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	6.5	6.4	1.5	1.6	2.7
영업이익 증가율 (%)	흑전	63.5	5.0	10.7	7.3
지배순이익 증가율 (%)	흑전	777.7	71.1	-13.5	7.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	8.1	12.4	12.9	14.0	14.6
지배순이익률 (%)	1.0	7.9	13.4	11.4	11.9
EBITDA 마진 (%)	13.9	17.1	17.1	18.1	18.5
ROIC	0.3	7.6	9.2	10.5	11.3
ROA	0.3	2.8	4.6	3.9	4.1
ROE	0.5	4.1	6.8	5.5	5.6
부채비율 (%)	49.4	47.4	41.2	37.4	36.3
순차입금/자기자본 (%)	18.4	13.5	3.4	-2.4	-6.9
영업이익/금융비용 (배)	2.0	4.9	5.6	5.8	6.5

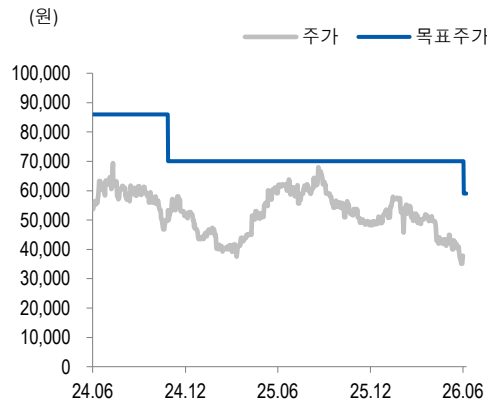
P/E band chart



P/B band chart



넷마블 (251270) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	59,000	1년		
2025-11-25	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-30.02	-17.29
2024-11-25	BUY	70,000	1년	-24.41	-2.86
2024-05-13	BUY	86,000	1년	-31.73	-19.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 시프트업 (462870)

## 공백을 버티는 IP 체력

### 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,293원에 Target PER 20.6배를 적용해 산출. Target PER은 자체 IP 기반 글로벌 게임사 Peer 평균 적용. 동사는 <승리의 여신: 니케>와 <스텔라 블레이드>를 통해 모바일 서브컬처와 PC·콘솔 패키지 게임 양쪽에서 IP 개발력을 검증한 개발사. 2026년은 대형 신작 부재와 언바운드 스튜디오 비용 반영으로 감익이 예상되나, 현 주가는 신작 공백에 따른 실적 둔화를 상당 부분 반영한 구간으로 판단. <니케>의 안정적인 라이브 운영과 <스텔라 블레이드>의 플랫폼 확장이 실적 하방을 방어하는 가운데, 차기작 정보 공개와 2028년 이후 신작 사이클 가시화가 멀티플 회복의 계기가 될 전망.

### 2026년 매출액 2,068억원, 영업이익 1,037억원 전망

2026년 매출액 2,068억원(YoY -30%), 영업이익 1,037억원(YoY -43%, OPM 50%) 전망. 글로벌 <니케>가 3.5주년 이벤트 이후 주요국 매출 순위 반등을 확인했으며 4주년 이벤트도 하반기 핵심 모멘텀으로 남아 있음. 유저 리텐션을 중시하는 운영 기조가 장기 서비스의 기반으로 작용. <스텔라 블레이드>는 PC 출시 효과가 점차 소멸되겠지만, 스위치2 플랫폼 확장을 통해 차기작 출시 전 팬 베이스 확대 역할을 이어갈 전망. 비용 측면에서는 일본 스튜디오 언바운드의 연결 편입으로 분기 약 30억원의 고정비 부담이 추가될 것으로 추정.

### 파이프라인 가시성 확보가 관건

공개된 차기작인 <스텔라 블레이드: 블러드 레인>은 전작과 달리 직접 퍼블리싱을 추진하고 있어 매출 인식 규모와 IP 통제력이 확대될 수 있음. <프로젝트 스피릿>은 텐센트와의 공동 개발 중인 신작으로, 중국과 글로벌 동시 출시를 목표로 하는 신규 성장 동력. 언바운드는 단기 비용 부담 요인이나, 중장기적으로는 자체 개발 신작을 통해 게임 라인업 공백을 메꿀 수 있을 것으로 기대. 신작 정보 공개 시 <니케>와 <스텔라 블레이드>에 이은 멀티 IP 개발사로서의 평가가 가능할 전망.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	51	-54.5	8.0	52	-1.3
영업이익	25	-63.5	15.8	28	-12.5
세전계속사업이익	40	-36.8	-16.6	36	9.6
지배순이익	32	-36.7	-15.7	26	24.1
영업이익률 (%)	48.7	-12.0 %pt	+3.2 %pt	54.9	-6.2 %pt
지배순이익률 (%)	63.5	+17.8 %pt	-17.9 %pt	50.5	+13.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	224	295	207	236
영업이익	153	181	104	129
지배순이익	148	181	129	140
PER	22.4	15.6	15.0	13.7
PBR	4.7	3.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.7	12.3	11.5	8.8
ROE	31.3	21.6	13.1	12.5

자료: 유안타증권



최지운 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가 **47,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **32,800원**

상승여력 **43%**

시가총액 19,239억원

총발행주식수 58,654,340주

60일 평균 거래대금 35억원

60일 평균 거래량 109,718주

52주 고/저 48,900원 / 28,200원

외인지분율 36.82%

배당수익률 0.00%

주요주주 김형태 외 8인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 15.1 1.5 (32.6)

상대 16.2 (34.2) (75.5)

절대 (달러환산) 12.3 (0.8) (40.8)

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

시프트업 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	51.1	51.0	57.4	294.5	206.8	236.0
YoY (%)	13.0	72.4	30.1	1.5	12.0	-54.5	-32.5	-11.0	31.4	-29.8	14.1
승리의 여신: 니케 (십억원)	32.3	45.1	44.5	43.4	32.7	40.9	40.0	44.0	165.3	157.6	153.7
스텔라 블레이드 (십억원)	7.0	65.7	27.7	17.2	12.9	8.7	8.2	9.8	117.6	39.5	30.6
기타 (십억원)	2.9	1.6	3.3	3.8	1.7	1.6	2.8	3.5	11.6	9.6	11.6
영업비용 (십억원)	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	26.2	25.5	25.5	113.1	103.1	107.4
YoY (%)	39.7	118.7	15.6	55.9	61.4	-40.7	-1.6	-5.5	58.4	-8.9	4.2
인건비 (십억원)	9.8	16.4	14.0	13.6	16.2	16.7	16.6	16.7	53.9	66.3	69.1
변동비 (십억원)	2.3	25.4	9.6	5.8	4.9	5.1	4.6	4.6	43.1	19.2	20.2
고정비 (십억원)	3.8	2.3	2.3	7.7	4.6	4.4	4.3	4.2	16.2	17.6	18.1
영업이익 (십억원)	26.3	68.2	49.5	37.1	21.5	24.9	25.4	31.8	181.1	103.7	128.6
YoY (%)	1.2	51.6	39.3	-19.6	-18.1	-63.5	-48.7	-14.3	18.6	-42.8	24.0
영업이익률 (%)	62.2	60.7	65.6	57.6	45.5	48.7	49.9	55.5	61.5	50.1	54.5

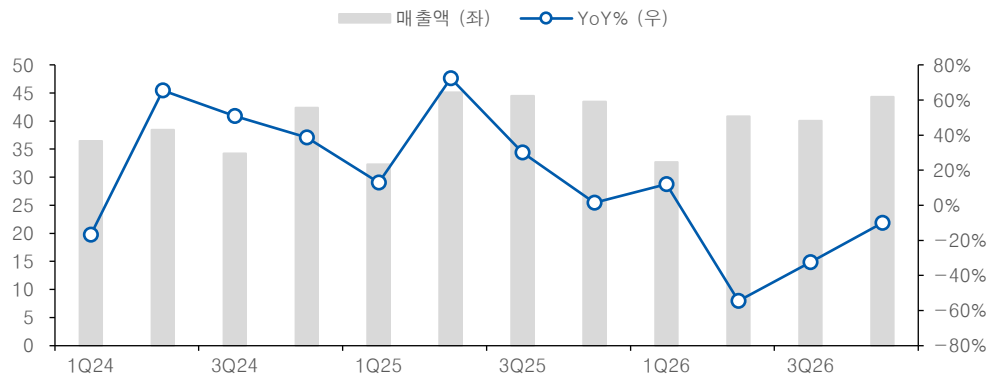
자료: 유안타증권 리서치센터

시프트업 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
프로젝트 스피릿	서브컬처	2027년	모바일/PC	자체개발
언바운드 신작 2종	-	2027년	-	자체개발
스텔라 블레이드: 블러드 레인	액션 어드벤처	2028년	PC/콘솔	자체개발

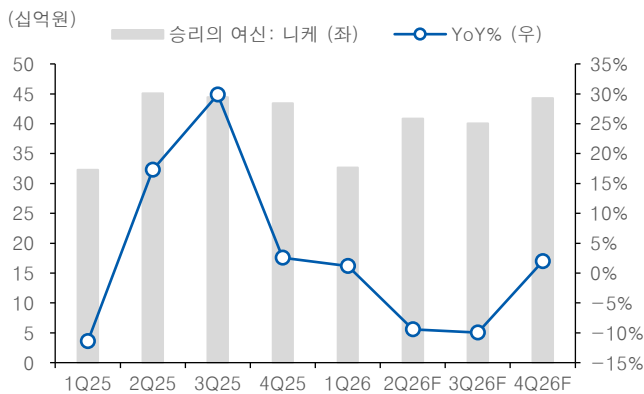
자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

시프트업 분기별 매출액 추이 및 전망



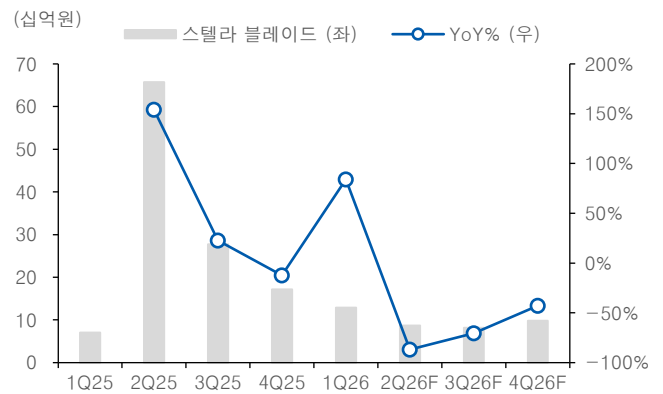
자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

승리의 여신: 니케 매출액 추이 및 전망



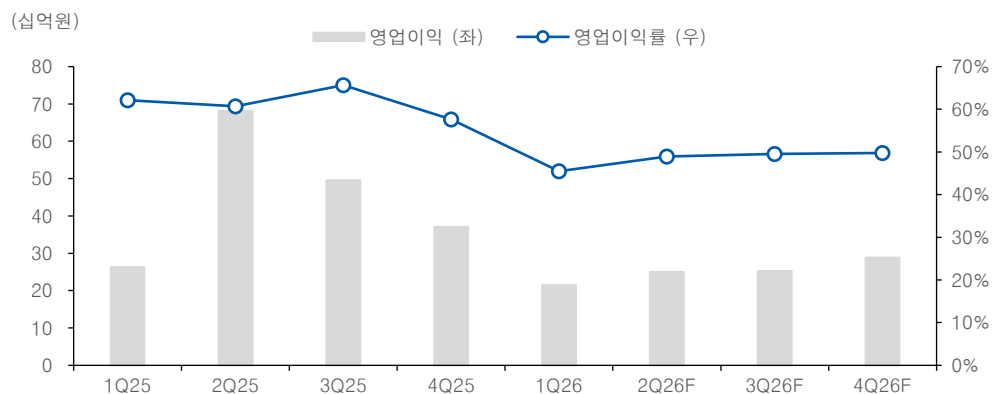
자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

스텔라 블레이드 매출액 추이 및 전망



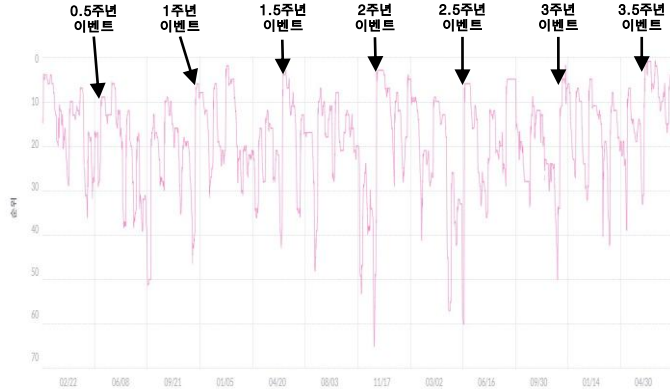
자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

시프트업 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 시프트업, 유안타증권 리서치센터

승리의 여신: 니케 한국 매출 순위 (Google Play)



자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

시프트업 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	2,293	
Target PER (배)	20.6	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균
적정 주가 (원)	47,243	
목표 주가 (원)	47,000	
전일 증가 (원)	32,800	
상승 여력	43%	

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
EA	30.4	23.0	21.4
Square Enix	34.2	24.5	22.7
평균	31.0	20.2	18.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

시프트업 (462870) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	224	295	207	236	336
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	224	295	207	236	336
판매비	71	113	103	107	147
영업이익	153	181	104	129	190
EBITDA	157	187	111	132	194
영업외손익	26	38	53	42	16
외환관련손익	10	-1	19	13	4
이자손익	7	10	7	8	9
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	9	29	28	21	3
법인세비용차감전순이익	179	219	157	171	206
법인세비용	31	38	28	30	36
계속사업순이익	148	181	129	140	170
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	181	129	140	170
지배지분순이익	148	181	129	140	170
포괄순이익	148	195	129	140	170
지배지분포괄이익	148	195	129	140	170

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	114	157	63	-40	-44
당기순이익	148	181	129	140	170
감가상각비	3	4	6	3	4
외환손익	-6	0	-12	-13	-4
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-44	-13	-24	-135	-176
기타현금흐름	13	-15	-37	-37	-37
투자활동 현금흐름	-368	-283	-28	-18	-44
투자자산	-362	-274	-10	-20	-45
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-3	-4	-3	-4
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	-7	-14	5	5
재무활동 현금흐름	427	-52	-6	0	2
단기차입금	0	1	0	0	2
사채 및 장기차입금	-2	51	-2	0	0
자본	433	5	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-109	-4	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-2	83	171	162
현금의 증감	173	-179	111	113	75
기초 현금	116	289	110	221	333
기말 현금	289	110	221	333	409
NOPLAT	153	181	104	129	190
FCF	111	154	59	-43	-48

자료: 유안타증권

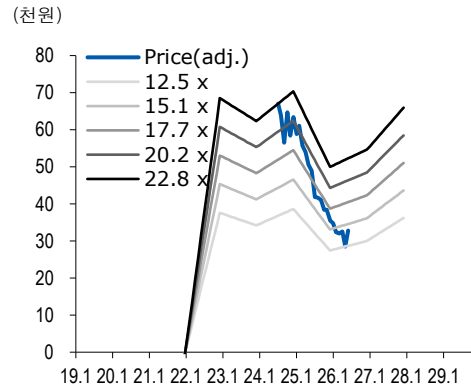
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	768	759	881	1,012	1,162
현금및현금성자산	289	110	221	333	409
매출채권 및 기타채권	114	181	161	179	252
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	36	312	317	336	381
유형자산	3	4	4	4	4
관계기업 등 지분관련 자산	0	162	168	187	230
기타투자자산	16	69	72	73	76
자산총계	804	1,071	1,198	1,348	1,543
유동부채	29	95	85	95	118
매입채무 및 기타채무	6	57	51	57	64
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	11	65	63	63	66
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	39	160	148	158	183
지배지분	764	911	1,050	1,190	1,360
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	527	532	533	533	533
이익잉여금	219	400	512	652	822
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	764	911	1,050	1,190	1,360
순차입금	-636	-510	-655	-767	-840
총차입금	11	63	61	62	63

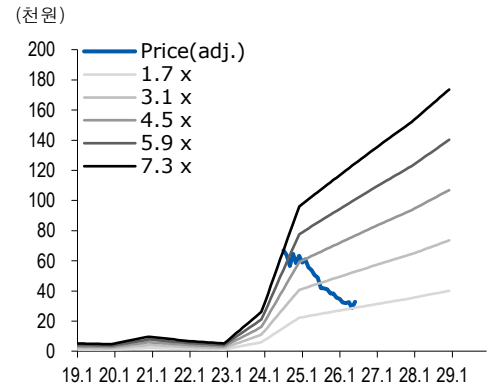
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	2,733	3,084	2,192	2,395	2,890
BPS	13,104	15,702	18,269	20,712	23,662
EBITDAPS	2,886	3,190	1,884	2,253	3,304
SPS	4,114	5,018	3,520	4,023	5,737
DPS	0	0	0	0	0
PER	22.4	15.6	15.0	13.7	11.3
PBR	4.7	3.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.7	12.3	11.5	8.8	5.6
PSR	14.9	9.6	9.3	8.2	5.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	32.9	31.4	-29.8	14.1	42.6
영업이익 증가율 (%)	37.5	18.8	-42.9	24.0	47.7
지배순이익 증가율 (%)	38.7	22.3	-28.9	9.1	20.7
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	68.1	61.6	50.1	54.5	56.4
지배순이익률 (%)	66.0	61.5	62.3	59.5	50.4
EBITDA 마진 (%)	70.1	63.6	53.5	56.0	57.6
ROIC	164.1	149.6	92.6	113.7	125.9
ROA	29.4	19.3	11.3	11.0	11.7
ROE	31.3	21.6	13.1	12.5	13.3
부채비율 (%)	5.2	17.6	14.1	13.3	13.5
순차입금/자기자본 (%)	-83.2	-56.0	-62.3	-64.4	-61.8
영업이익/금융비용 (배)	130.5	138.2	27.6	35.0	50.9

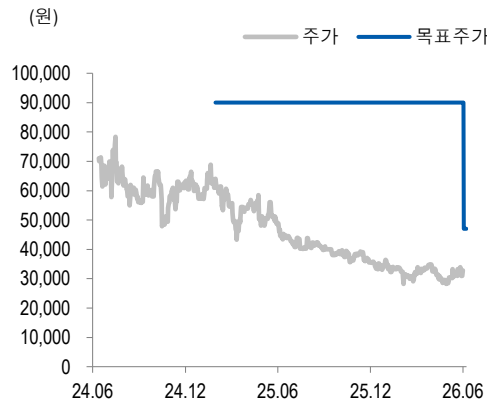
P/E band chart



P/B band chart



시프트업 (462870) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	47,000	1년		
2026-02-26	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-64.88	-61.28
2025-02-26	BUY	90,000	1년	-51.31	-30.00
2025-01-22	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 풀어비스 (263750)

## 흥행 이후를 증명할 시간

### 투자의견 BUY, 목표주가 52,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 52,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 4,099원에 Target PER 12.7배를 적용해 산출. Target PER은 글로벌 PC·콘솔 게임사 Peer 평균 대비 30% 디스카운트 적용. 2026년 이익 피크 이후 감익 가능성과 차기작 출시 공백을 감안. <붉은사막> 흥행으로 검은사막 이후 대형 패키지 IP의 매출 기반을 확보했고, 자체 엔진 기반 AAA 개발 역량을 글로벌 시장에서 확인한 점은 긍정적. 다만 2026년 실적 개선의 상당 부분이 패키지 초기 판매에 집중된 만큼, 멀티플의 추가 상향은 DLC와 차기작 <도깨비> 개발 진척이 확인되는 시점에 가능할 전망.

### 2026년 매출액 9,028억원, 영업이익 4,702억원 전망

2026년 매출액 9,068억원(YoY +231%), 영업이익 4,702억원(YoY +1,360%, OPM 52%) 전망. 실적 개선은 3월 출시된 <붉은사막> 판매 효과에 기인. <붉은사막>은 83일 만에 600만장을 판매하며 흥행에 성공했고, 1Q26 매출은 2,665억원을 기록. PC·콘솔 판매 비중은 약 5:5, 매출의 80% 이상은 미주·유럽에서 발생. 동사는 2026년 매출액 가이던스 8,790~9,754억원, 영업이익 가이던스 4,876~5,726억원을 제시. 패키지 게임 특성상 2Q 이후 판매량 둔화는 불가피하나, 업데이트 등을 통해 연간 매출 기여는 이어질 전망. CCP 매각에 따른 적자 자회사 연결 제외 효과도 수익성 개선에 기여할 것으로 기대.

### 다음 과제는 IP 수명 연장

향후 주가는 <붉은사막>의 단순 누적 판매량보다 DLC 일정 공식화에 더 민감하게 반응할 전망. <붉은사막>은 출시 초기 조작성과 최적화 이슈가 있었으나, 빠른 패치로 유저 피드백에 대응하며 출시 후 운영을 통한 개선 역량을 확인. 다만 2027년 감익 가능성은 주가 상단을 제한하는 요인. 업데이트와 DLC를 통해 초기 판매 이후에도 매출 기여가 이어질 경우, 패키지 흥행의 지속성에 대한 신뢰가 높아질 수 있음. <도깨비>는 아직 실적 추정에 본격적으로 반영하기 이르나, 향후 외부 공개·게임소 출판·위시리스트 반응 등이 확인될 경우 차기 성장 가시성을 높이는 변수로 작용할 전망.



최지윤 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가	<b>52,000원 (I)</b>
직전 목표주가	-원
현재주가 (6/29)	<b>36,850원</b>
상승여력	<b>41%</b>

시가총액	23,158억원
총발행주식수	62,843,910주
60일 평균 거래대금	454억원
60일 평균 거래량	843,002주
52주 고/저	72,000원 / 29,500원
외인지분율	7.89%
배당수익률	0.00%
주요주주	김대일 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.6)	(37.3)	(10.7)
상대	(1.4)	(22.3)	(24.2)
절대 (달러환산)	(17.6)	(38.8)	(21.5)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	279	179.1	-15.0	282	-0.9
영업이익	136	흑전	-35.8	145	-6.1
세전계속사업이익	144	흑전	-37.0	144	-0.4
지배순이익	105	흑전	-33.4	113	-7.2
영업이익률 (%)	48.8	흑전	-15.8 %pt	51.5	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	37.7	흑전	-10.4 %pt	40.2	-2.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	342	366	903	523
영업이익	-12	-15	470	188
지배순이익	60	-8	361	157
PER	38.9	-267.7	6.5	14.7
PBR	2.8	2.7	1.9	1.7
EV/EBITDA	161.1	211.1	2.8	5.9
ROE	7.9	-1.0	36.8	12.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

필어비스 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	279.1	168.1	127.0	272.7	902.8	522.9
YoY (%)	-26.0	-32.2	8.2	-28.9	419.8	403.8	95.5	86.5	-20.4	231.1	-42.1
PC	49.8	46.1	66.0	47.9	193.6	161.7	111.7	78.3	209.8	545.3	340.3
콘솔	2.5	2.2	5.6	4.4	124.7	111.7	43.1	34.4	14.7	313.9	141.9
모바일	10.7	6.6	8.0	10.7	9.8	5.3	6.8	9.1	36.0	31.0	27.9
기타	0.2	0.5	6.5	5.1	0.4	0.5	6.6	5.2	12.3	12.6	12.8
영업비용 (십억원)	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	143.0	87.4	85.8	240.6	432.6	334.6
YoY (%)	-34.7	-37.8	-28.6	-27.9	110.1	162.4	38.0	27.3	-32.2	79.8	-22.7
인건비	30.9	28.9	29.6	29.8	38.4	84.3	36.8	38.7	119.2	198.1	165.2
지급수수료	13.1	13.1	16.0	14.5	42.5	39.0	29.4	21.7	56.7	132.6	81.3
광고선전비	3.9	4.9	10.2	9.3	23.4	9.8	11.3	11.2	28.3	55.7	40.8
D&A	2.6	2.6	2.4	2.5	2.4	2.5	2.3	2.4	10.1	9.6	9.5
기타	4.9	5.0	5.0	11.3	9.7	7.5	7.5	11.9	26.2	36.6	37.7
영업이익 (십억원)	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	136.1	80.8	41.2	32.2	470.2	188.3
YoY (%)	1,244.4	흑전	흑전	-68.0	2,584.8	15,022.4	255.9	5,789.9	흑전	1,360.3	-59.9
영업이익률 (%)	12.5	1.6	26.4	1.0	64.6	48.8	48.0	32.5	11.8	52.1	36.0

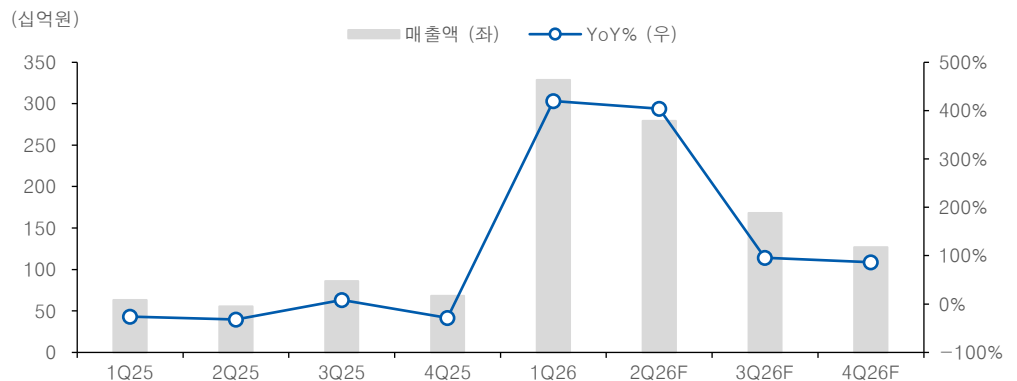
자료: 유안타증권 리서치센터

필어비스 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
도깨비(글로벌)	액션 어드벤처	2028	-	자체개발
플랜 8	오픈월드 슈팅	TBD	PC/콘솔	자체개발

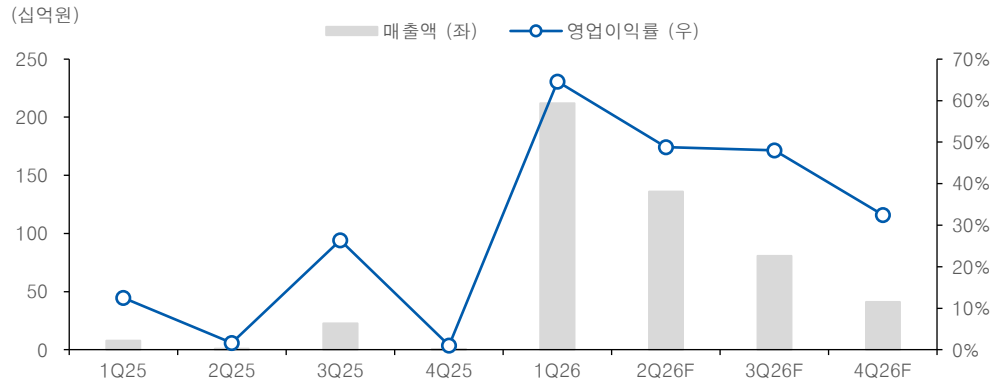
자료: 필어비스, 유안타증권 리서치센터

필어비스 분기별 매출액 추이 및 전망



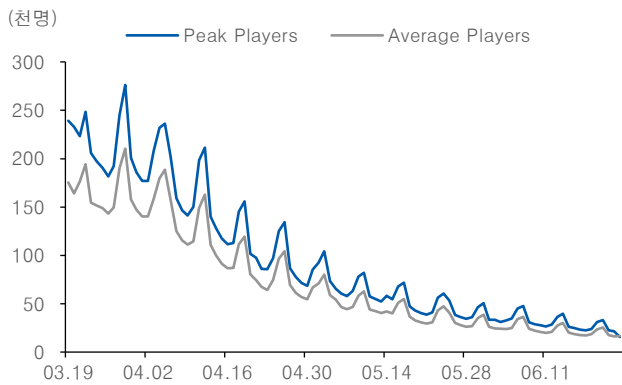
자료: 필어비스, 유안타증권 리서치센터

펼어비스 영업이익 추이 및 전망



자료: 펼어비스, 유안타증권 리서치센터

붉은사막 동시 접속자 수 추이



자료: Steam DB, 유안타증권 리서치센터

붉은사막 600만장 판매량 돌파



자료: 펼어비스, 유안타증권 리서치센터

떨어비스 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	4,099	
Target PER (배)	12.7	글로벌 PC · 콘솔 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균 대비 30% 디스카운트 적용
적정 주가 (원)	52,055	
목표 주가 (원)	52,000	
전일 증가 (원)	36,850	
상승 여력	41%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
Square Enix	34.2	24.5	22.7
평균	30.4	20.9	19.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

필어비스 (263750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	342	366	903	523	676
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	342	366	903	523	676
판매비	355	380	433	335	435
영업이익	-12	-15	470	188	241
EBITDA	13	9	491	204	253
영업외손익	90	6	36	27	10
외환관련손익	30	-4	22	19	0
이자손익	10	7	13	11	13
관계기업관련손익	-4	-1	0	1	1
기타	54	4	0	-3	-3
법인세비용차감전순이익	78	-9	506	215	251
법인세비용	17	-1	133	58	50
계속사업순이익	60	-8	373	157	201
중단사업순이익	0	0	-12	0	0
당기순이익	60	-8	361	157	201
지배지분순이익	60	-8	361	157	201
포괄순이익	78	-12	364	156	199
지배지분포괄이익	78	-12	364	156	199

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-5	24	711	649	689
당기순이익	60	-8	361	157	201
감가상각비	16	15	13	12	11
외환손익	-19	1	-19	-19	0
중속, 관계기업관련손익	4	1	0	-1	-1
자산부채의 증감	-34	12	296	498	478
기타현금흐름	-33	5	60	2	0
투자활동 현금흐름	56	-22	-67	49	-74
투자자산	11	-29	2	-5	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-3	-3	-2	-3	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	48	8	-66	57	-62
재무활동 현금흐름	-152	-9	15	-23	-15
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-145	-28	3	10	0
자본	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	-33	-15
기타현금흐름	-7	18	11	0	0
연결범위변동 등 기타	8	-1	-77	-475	-426
현금의 증감	-93	-9	582	200	174
기초 현금	236	143	134	716	916
기말 현금	143	134	716	916	1,090
NOPLAT	-12	-15	470	188	241
FCF	-8	21	709	646	689

자료: 유안타증권

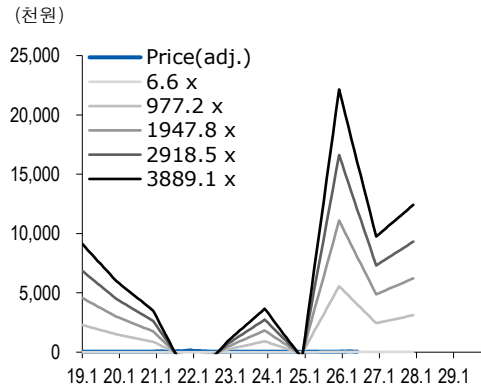
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	453	445	1,133	1,276	1,550
현금및현금성자산	143	134	716	916	1,090
매출채권 및 기타채권	63	51	68	58	76
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	690	704	409	401	401
유형자산	189	178	156	147	137
관계기업 등 지분관련 자산	41	40	40	40	51
기타투자자산	172	186	198	203	203
자산총계	1,143	1,149	1,542	1,677	1,951
유동부채	133	136	176	196	253
매입채무 및 기타채무	43	44	58	50	64
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	5	5	2	2	2
비유동부채	204	214	203	195	226
장기차입금	81	56	71	81	81
사채	0	0	0	0	0
부채총계	337	350	379	391	480
지배지분	806	799	1,163	1,286	1,471
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	221	221	221
이익잉여금	559	550	911	1,036	1,222
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	806	799	1,163	1,286	1,471
순차입금	-272	-282	-963	-1,109	-1,358
총차입금	102	93	78	88	88

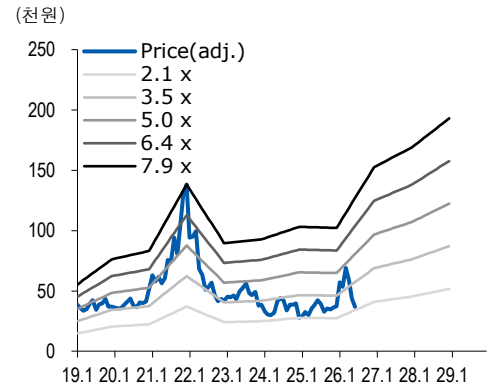
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	939	-131	5,693	2,505	3,193
BPS	13,122	13,011	19,414	21,471	24,550
EBITDAPS	201	145	7,729	3,241	4,030
SPS	5,329	5,690	14,223	8,320	10,761
DPS	0	0	550	250	320
PER	38.9	-267.7	6.5	14.7	11.5
PBR	2.8	2.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	161.1	211.1	2.8	5.9	3.8
PSR	6.9	6.2	2.6	4.4	3.4

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	2.7	6.8	147.0	-42.1	29.3
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	-59.9	27.9
지배순이익 증가율 (%)	296.8	적전	흑전	-56.4	27.5
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-3.6	-4.1	52.1	36.0	35.6
지배순이익률 (%)	17.6	-2.3	40.0	30.1	29.7
EBITDA 마진 (%)	3.8	2.6	54.3	39.0	37.4
ROIC	-2.6	-3.6	169.9	228.4	1,562.8
ROA	5.1	-0.7	26.9	9.8	11.1
ROE	7.9	-1.0	36.8	12.9	14.6
부채비율 (%)	41.8	43.8	32.6	30.4	32.6
순차입금/자기자본 (%)	-33.7	-35.3	-82.8	-86.2	-92.3
영업이익/금융비용 (배)	-1.8	-3.9	254.8	96.8	116.7

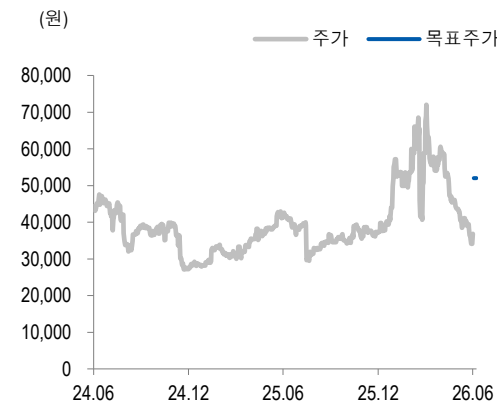
P/E band chart



P/B band chart



펠어비스 (263750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	52,000	1년		
2026-06-12	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 더블유게임즈 (192080)

## 이익 확대 구간 진입

### 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 10,728원에 Target PER 7.8배(동사 과거 3개년 PER 밸류에이션 상단 평균)을 적용해 산출. 소셜카지노 외형 성장률은 제한적이나, DTC 비중 확대에 따른 앱마켓 수수료 부담 완화로 이익률 개선이 가시화되고 있음. 여기에 팍시게임즈와 슈퍼네이션이 각각 캐주얼·iGaming 부문에서 흑자 전환하며, 이익 기반이 소셜카지노에서 신규 사업으로 확장되는 구간에 진입. 기존 사업의 안정적인 현금창출력에 DTC 확대와 신규 연결 자회사 이익 기여가 더해지는 구간으로, 커버리지 차선호주로 제시.

### 2026년 매출액 8,416억원, 영업이익 2,857억원 전망

2026년 매출액 8,416억원(YoY +17%), 영업이익 2,857억원(YoY +23%, OPM 34%) 전망. 1Q26 소셜카지노 DTC 비중은 38.7%(QoQ +12.1%pt)까지 상승했고, 이에 따라 매출액 대비 변동비율은 25%까지 하락. 팍시게임즈는 AI 기반의 캐주얼 라인업 확장을 통해 1Q26 매출액 247억원(QoQ +28.8%)을 기록했고, 캐주얼 매출 중 AI 기반 게임 비중은 70%까지 상승. AI를 활용해 캐주얼 게임의 개발·검증 주기를 단축하고, 출시 후 성과가 확인된 게임에 마케팅을 집중하는 방식으로 외형 확장과 수익성 개선을 동시에 추진 중. 2026년은 DTC 확대에 따른 지급수수료율 하락과 신규 연결 자회사의 이익 기여가 본격화되는 한 해가 될 것으로 전망.

### DDI 완전 자회사화로 지배순이익 확대 및 자본 활용 여력 강화

향후 추가 기대 요인은 DDI 완전 자회사화. 거래가 완료될 경우 비지배지분에 귀속되던 DDI 이익이 지배주주순이익으로 전환되며 연결 EPS 개선 요인으로 작용할 전망. 한·미 중복성장 구조가 해소되고, DDI가 보유한 현금을 그룹 차원의 M&A 및 주주환원 재원으로 활용할 수 있다는 점도 긍정적. 더블유게임즈와 DDI의 합산 현금은 약 9,000억원이며, 이중 DDI 보유 현금은 약 6,000억원 수준. DDI 완전 자회사화는 이익 귀속 구조와 자본 활용



최지운 운송/게임  
jyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가 **84,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **63,500원**

상승여력 **32%**

시가총액	13,445억원
총발행주식수	21,173,468주
60일 평균 거래대금	67억원
60일 평균 거래량	106,752주
52주 고/저	74,600원 / 47,300원
외인지분율	20.58%
배당수익률	2.24%
주요주주	김가람 외 6 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.2)	25.7	12.8
상대	(6.3)	(18.5)	(58.9)
절대 (달러환산)	(9.4)	22.8	(0.9)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	208	20.7	1.3	207	0.5
영업이익	71	30.2	3.3	70	0.7
세전계속사업이익	83	85.7	-10.1	78	6.6
지배순이익	48	111.3	-15.0	44	10.1
영업이익률 (%)	34.1	+2.5 %pt	+0.7 %pt	34.0	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	23.1	+9.9 %pt	-4.5 %pt	21.1	+2.0 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	633	720	842	895
영업이익	249	232	286	316
지배순이익	187	131	203	251
PER	5.3	8.6	6.6	5.4
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	2.4	3.2	2.7	1.7
ROE	18.7	11.3	15.9	16.8

자료: 유안타증권

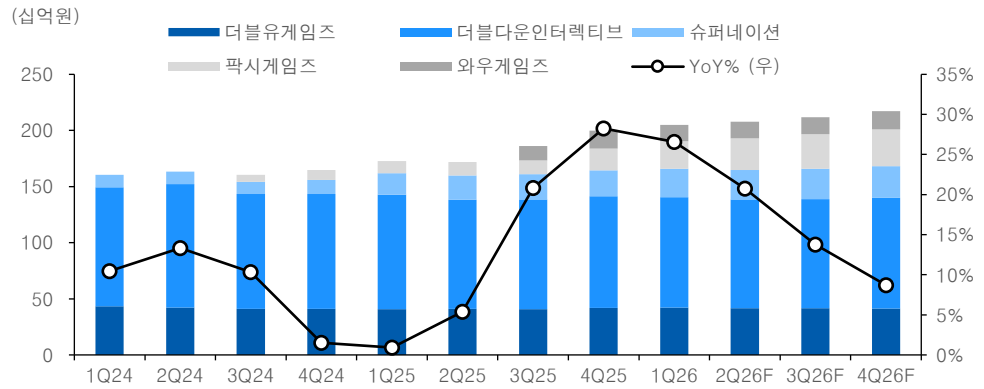
금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

더블유게임즈 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	162.0	171.9	186.2	199.8	205.0	207.6	211.8	217.2	719.9	841.6	894.9
YoY (%)	0.9	5.4	20.8	28.3	26.6	20.7	13.8	8.7	13.6	16.9	6.3
더블유게임즈	40.7	40.9	40.8	41.9	42.3	41.8	41.7	41.5	164.4	167.2	168.0
더블다운인터랙티브	102.1	97.3	97.5	99.4	98.2	96.7	97.0	98.4	396.3	390.3	381.5
슈퍼네이션	19.2	21.8	22.5	23.3	25.2	26.4	27.3	28.3	86.7	107.1	123.2
팍시게임즈	10.7	12.0	12.4	19.2	24.7	28.2	30.6	32.6	54.3	116.1	159.5
와우게임즈	0.0	0.0	12.8	16.1	14.5	14.6	15.3	16.5	28.9	60.9	62.7
영업비용 (십억원)	107.2	117.6	127.0	135.9	136.5	136.9	139.6	142.9	487.8	555.9	578.4
YoY (%)	8.5	22.4	34.3	42.6	27.3	16.4	10.0	5.1	26.8	14.0	4.0
변동비	50.0	50.8	55.5	54.7	51.8	49.9	50.3	50.5	211.0	202.4	202.3
마케팅비	23.8	31.9	33.4	44.7	46.2	47.9	49.8	52.3	133.8	196.2	209.8
인건비	23.7	22.4	23.5	21.0	24.1	24.2	24.7	24.8	90.6	97.8	105.2
기타 운영비	6.7	8.2	8.4	8.9	7.8	8.3	8.3	8.3	32.1	32.8	33.1
유무형상각비	3.1	4.3	6.2	6.6	6.6	6.6	6.5	6.9	20.1	26.7	28.0
영업이익 (십억원)	54.8	54.3	59.2	63.9	68.5	70.7	72.1	74.3	232.1	285.7	316.5
YoY (%)	-11.2	-19.0	-0.5	5.6	25.1	30.2	22.0	16.3	-6.7	23.1	10.8
영업이익률 (%)	33.8	31.6	31.8	32.0	33.4	34.1	34.1	34.2	32.2	33.9	35.4

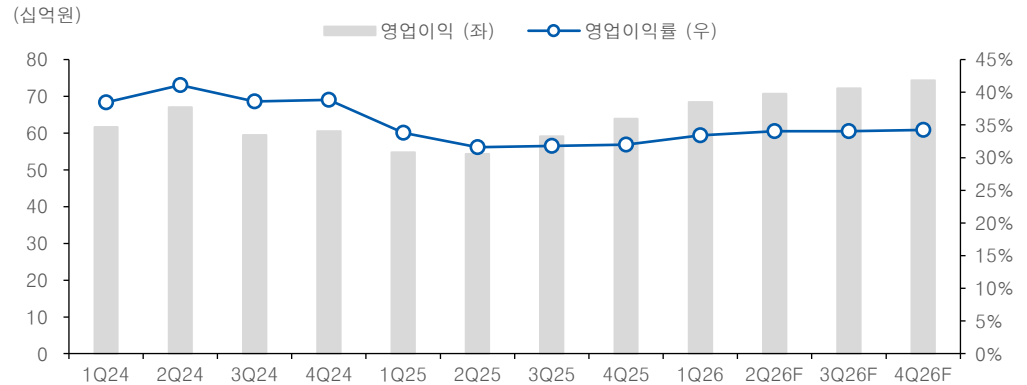
자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 분기별 매출액 추이 및 전망



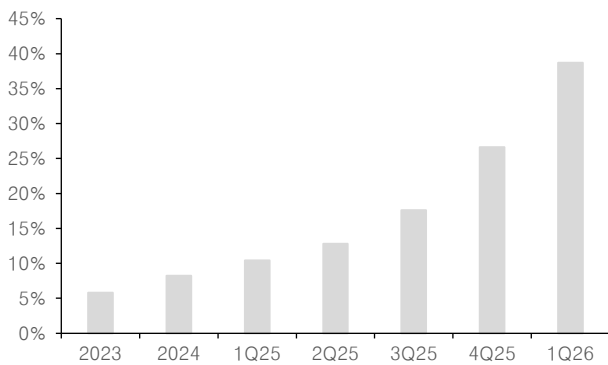
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 영업이익 추이 및 전망



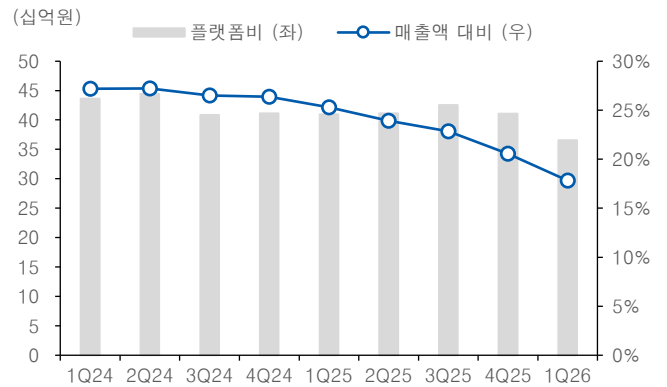
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 소셜카지노 DTC 비중 추이



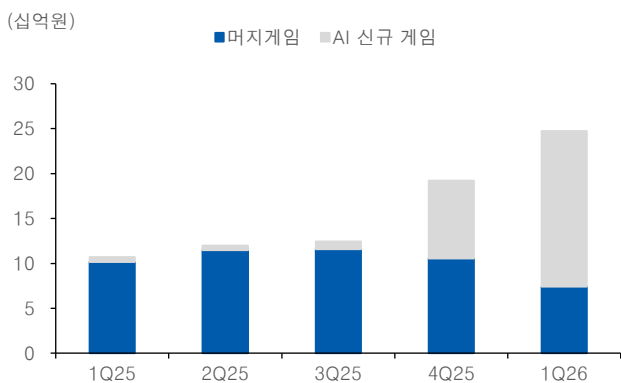
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 플랫폼비 추이



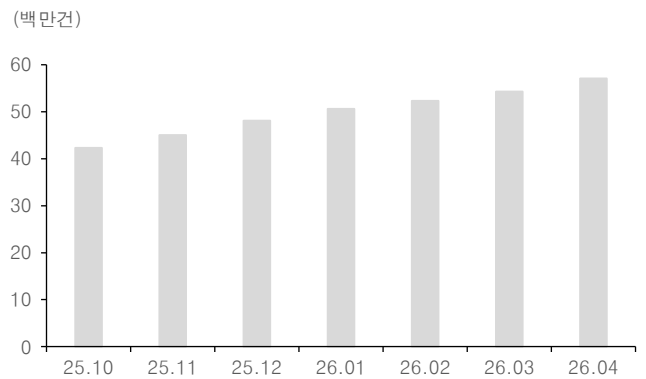
자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

팍시게임즈 장르별 매출 추이



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

팍시게임즈 캐주얼게임 누적 다운로드 건수



자료: 더블유게임즈, 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	10,728	
Target PER (배)	7.8	동사 과거 3개년 PER 밸류에이션 상단 평균
적정 주가 (원)	83,895	
목표 주가 (원)	84,000	
전일 증가 (원)	63,500	
상승 여력	32%	

자료: 유안타증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	633	720	842	895	945
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	633	720	842	895	945
판매비	385	488	556	578	601
영업이익	249	232	286	316	344
EBITDA	261	252	307	334	360
영업외손익	66	9	58	42	44
외환관련손익	23	-3	29	9	6
이자손익	26	28	30	34	39
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	17	-16	0	0	0
법인세비용차감전순손익	315	241	344	359	388
법인세비용	71	61	79	85	94
계속사업순손익	243	180	265	273	295
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	180	265	273	295
지배지분순이익	187	131	203	251	271
포괄순이익	377	148	299	276	297
지배지분포괄이익	277	106	217	200	216

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	275	237	274	291	315
당기순이익	243	180	265	273	295
감가상각비	8	8	5	0	0
외환손익	-14	4	-25	-9	-6
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	10	8	-12	-4	-3
기타현금흐름	28	37	41	30	29
투자활동 현금흐름	-33	-133	-10	-15	-14
투자자산	0	-12	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-31	-120	-10	-15	-14
재무활동 현금흐름	-43	-66	-1	-23	-23
단기차입금	-1	1	1	1	1
사채 및 장기차입금	-22	-4	-2	0	0
자본	0	-199	0	0	0
현금배당	-17	-24	0	-23	-23
기타현금흐름	-3	161	0	0	0
연결범위변동 등 기타	49	-14	5	1	-2
현금의 증감	247	24	267	255	276
기초 현금	298	546	570	837	1,092
기말 현금	546	570	837	1,092	1,368
NOPLAT	249	232	286	316	344
FCF	273	236	274	291	315

자료: 유안타증권

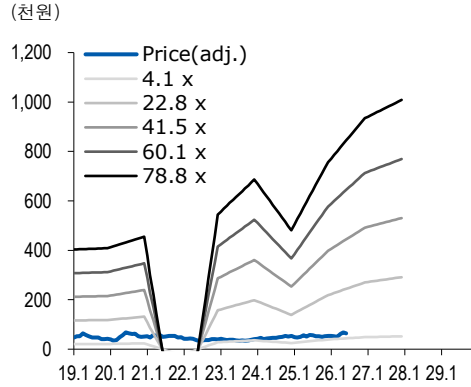
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	893	941	1,237	1,515	1,813
현금및현금성자산	546	570	837	1,092	1,368
매출채권 및 기타채권	66	74	80	85	90
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	753	907	897	880	864
유형자산	3	3	1	0	0
관계기업 등 지분관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	6	6	6	6
자산총계	1,646	1,848	2,134	2,395	2,678
유동부채	57	91	96	102	107
매입채무 및 기타채무	29	58	63	67	70
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	33	104	110	113	116
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	90	195	206	215	223
지배지분	1,131	1,186	1,377	1,607	1,857
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	297	98	98	98	98
이익잉여금	702	1,009	1,176	1,403	1,651
비지배지분	425	467	551	573	597
자본총계	1,556	1,652	1,928	2,181	2,455
순차입금	-793	-787	-1,076	-1,348	-1,641
총차입금	26	71	71	72	72

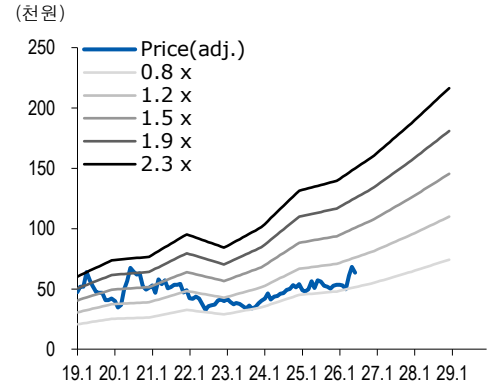
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	8,708	6,106	9,599	11,858	12,792
BPS	57,954	61,507	70,787	82,612	95,454
EBITDAPS	12,148	11,734	14,517	15,754	17,018
SPS	29,470	33,490	39,738	42,264	44,648
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER	5.3	8.6	6.6	5.4	5.0
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	2.4	3.2	2.7	1.7	0.8
PSR	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	8.8	13.6	16.9	6.3	5.6
영업이익 증가율 (%)	16.6	-6.7	23.1	10.8	8.7
지배순이익 증가율 (%)	25.6	-29.9	54.9	23.5	7.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	39.3	32.2	33.9	35.4	36.4
지배순이익률 (%)	29.5	18.2	24.2	28.1	28.7
EBITDA 마진 (%)	41.2	35.0	36.5	37.3	38.1
ROIC	27.1	21.3	25.4	28.1	31.0
ROA	12.8	7.5	10.2	11.1	10.7
ROE	18.7	11.3	15.9	16.8	15.6
부채비율 (%)	5.8	11.8	10.7	9.8	9.1
순차입금/자기자본 (%)	-70.1	-66.3	-78.1	-83.9	-88.4
영업이익/금융비용 (배)	106.7	139.7	161.0	176.9	190.9

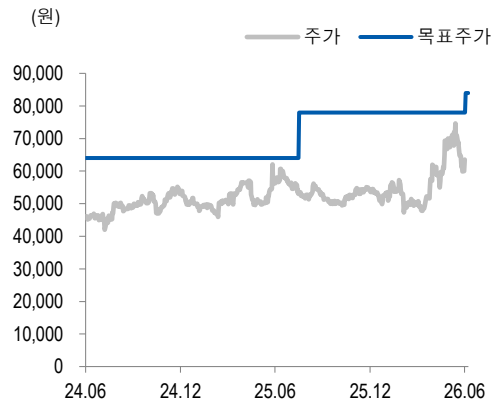
P/E band chart



P/B band chart



더블유게임즈 (192080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	84,000	1년		
2025-08-14	BUY	78,000	1년	-30.02	-4.36
2025-02-15	1년 경과 이후		1년	-16.89	-2.97
2024-02-15	BUY	64,000	1년	-25.98	-13.75

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

# 네오위즈 (095660)

## PC·콘솔 신작 가시성이 중요

### 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 24,000원으로 커버리지를 개시. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,098원에 Target PER 11.5배를 적용해 산출. Target PER은 대형 신작 공백을 감안해 글로벌 라이브서비스 게임사와 검증된 IP 포트폴리오를 보유한 게임사 Peer 평균 대비 20% 디스카운트 적용. 2026년은 <P의 거짓> 본편·DLC 판매 하향 안정화와 대형 신작 부재로 감익이 예상되나, 동사는 <P의 거짓>을 통해 글로벌 PC·콘솔 시장에서 자체 개발 IP의 흥행 가능성과 개발 역량을 입증. 향후 PC·콘솔 신작 6종의 흥행에 따른 실적 지속 가능성이 확인될 경우 중장기 멀티플 회복될 것으로 전망.

### 2026년 매출액 4,203억원, 영업이익 364억원 전망

2026년 연결 매출액 4,203억원(YoY -3%), 영업이익 364억원(YoY -39%, OPM 9%) 전망. <P의 거짓> 본편과 DLC, <Shape of Dreams> 판매는 하향 안정화되겠지만, <브라운더스트2>의 안정적인 라이브 운영과 웹보드 매출 기반이 외형을 방어할 전망. <브라운더스트2>는 3주년 업데이트 이후 매출 유지 여부가 하반기 실적의 핵심 변수. 웹보드는 성장성은 제한적이나, 기존 유저의 반복 결제 기반을 바탕으로 신작 공백기 매출 변동성을 낮추는 역할은 가능하다고 판단. 다만 <P의 거짓> 본편·DLC 매출 기여가 낮아지는 구간인 만큼, 수익성은 전년 대비 둔화될 것으로 예상.

### PC·콘솔 신작 가시성이 중요해질 것

동사는 PC·콘솔 신작 6종의 개발 단계를 공개. Wolfeye Studios와 Zakazane Studio의 퍼블리싱 신작은 프로덕션 단계에 진입했으며, 자체개발 라인업도 <프로젝트 CF>, <프로젝트 Rubicon>, <P의 거짓> 차기작, <프로젝트 Wind>를 중심으로 개발이 진행 중. 개발 단계는 상이하나, 2027년부터 주요 신작의 트레일러 공개, 게임쇼 출품, 플랫폼 확정 등 구체적인 정보가 순차적으로 가시화될 전망. 관련 정보 공개, 유저 반응에 따라 단기 주가 모멘텀으로 작용할 전망이나, 중장기 리레이팅을 위해서는 해당 신작들의 흥행 가시성이 중요할 것으로 판단.

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	106	-3.3	4.9	104	2.5
영업이익	11	-39.7	61.1	9	29.1
세전계속사업이익	11	-38.7	-47.7	10	2.3
지배순이익	8	-39.5	-47.7	8	5.7
영업이익률 (%)	10.5	-6.4 %pt	+3.6 %pt	8.4	+2.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.0	-4.7 %pt	-8.0 %pt	7.7	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	367	433	420	442
영업이익	33	60	36	49
지배순이익	2	50	43	47
PER	198.1	10.3	9.1	8.3
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.0	3.1	1.3	0.2
ROE	0.5	9.8	7.9	8.1

자료: 유안타증권



최지운 운송/게임  
jiyun.choi@yuantakorea.com

**BUY (I)**

목표주가 **24,000원 (I)**

직전 목표주가 **-원**

현재주가 (6/29) **18,150원**

상승여력 **32%**

시가총액	3,927억원
총발행주식수	21,636,459주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	68,426주
52주 고/저	30,950원 / 16,350원
외인지분율	20.74%
배당수익률	1.25%
주요주주	나성균 외 11인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	(27.7)	(27.3)
상대	9.6	(10.3)	(38.2)
절대 (달러환산)	(8.4)	(29.4)	(36.1)

네오위즈 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액 (십억원)	89.0	110.0	127.4	106.3	101.4	106.3	105.0	107.5	432.7	420.3	442.4
YoY (%)	-8.3	26.4	36.8	18.6	13.9	-3.3	-17.6	1.2	18.0	-2.9	5.3
PC/콘솔게임	36.4	57.5	58.7	45.9	39.5	40.7	38.9	41.8	198.5	160.9	176.4
모바일게임	45.3	44.0	58.5	47.7	51.4	54.8	54.8	53.4	195.6	214.4	220.2
기타	7.3	8.5	10.2	12.7	10.5	10.8	11.3	12.4	38.7	45.0	45.8
영업비용 (십억원)	78.8	91.4	100.9	101.6	94.5	95.1	95.3	98.9	372.7	383.9	393.5
YoY (%)	-4.2	11.1	16.5	22.8	19.9	4.1	-5.5	-2.6	11.6	3.0	2.5
인건비	36.6	41.8	36.6	44.5	39.6	40.7	40.3	41.5	159.6	162.1	170.6
변동비	24.8	30.7	45.3	37.3	35.0	35.4	36.2	35.8	138.1	142.4	133.2
마케팅비	5.6	8.3	8.4	8.5	7.3	7.9	7.6	10.2	30.8	33.0	39.2
상각비	5.6	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	15.9	13.5	13.5
기타	6.2	7.0	7.2	7.9	9.1	7.7	7.9	8.1	28.3	32.9	37.0
영업이익 (십억원)	10.2	18.6	26.5	4.7	7.0	11.2	9.7	8.6	60.0	36.4	48.9
YoY (%)	-31.1	291.8	309.5	-31.6	-32.0	-39.7	-63.5	83.0	82.2	-39.3	34.3
영업이익률 (%)	11.5	16.9	20.8	4.4	6.9	10.5	9.2	8.0	13.9	8.7	11.0

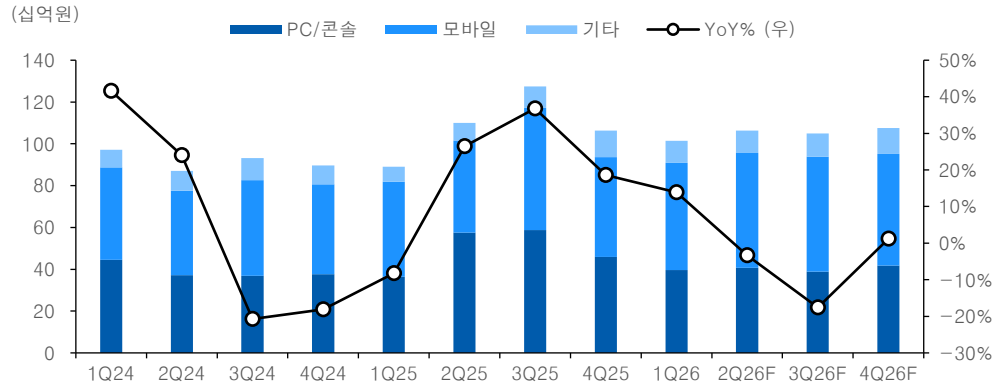
자료: 유안타증권 리서치센터

네오위즈 신작 라인업

게임명	장르	출시일	플랫폼	비고
고양이와 스프: 마법의 레시피	시뮬레이션	2026년 04월 28일	모바일	자체개발
킹덤 2	MMORPG	2H26	모바일	자체개발
안녕서울: 이태원	액션 어드벤처, 퍼즐	2H26	PC	퍼블리싱
프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	2027년	PC/콘솔	자체개발
Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	2027년	PC/콘솔	퍼블리싱
Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	2027년	PC/콘솔	퍼블리싱
프로젝트 Rubicon	스토리 RPG	2027년	PC/콘솔	자체개발
프로젝트 Windi	소울라이크	2027년	PC/콘솔	자체개발
Lies of P 차기작	액션 RPG	TBD	PC/콘솔	자체개발

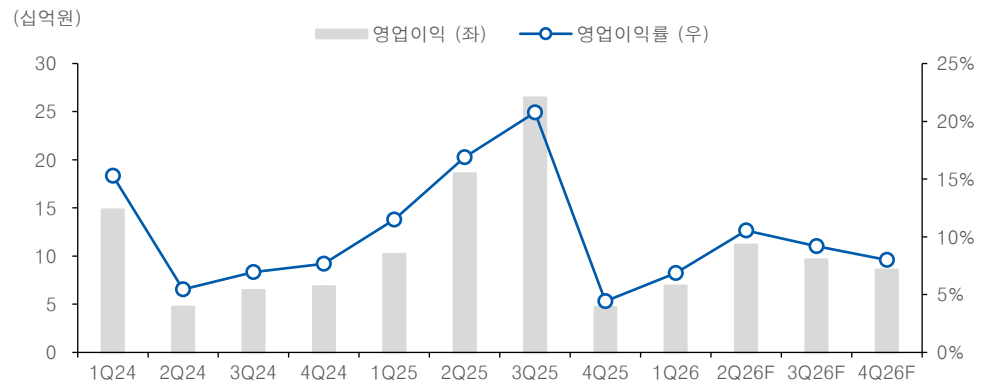
자료: 네오위즈, 유안타증권 리서치센터

네오위즈 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 유안타증권 리서치센터

네오위즈 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 유안타증권 리서치센터

네오위즈 목표주가 산정

내용		비고
12M Fwd EPS (원)	2,098	
Target PER (배)	11.5	글로벌 게임사 Peer 12M Fwd PER 평균 대비 20% 디스카운트
적정 주가 (원)	24,131	
목표 주가 (원)	24,000	
전일 증가 (원)	18,150	
상승 여력	32%	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 Peer 기업 밸류에이션

	2025	2026F	2027F
NC	11.2	12.9	12.1
크래프톤	15.0	9.8	8.7
넷마블	17.6	8.2	9.1
Nexon	33.4	15.2	14.6
Capcom	31.6	20.9	18.4
Bandai Namco	25.3	17.4	16.1
NetEase	18.3	12.9	11.7
평균	21.8	13.9	13.0

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

네오위즈 (095660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	367	433	420	442	503
매출원가	0	0	0	0	0
매출충이익	367	433	420	442	503
판매비	334	373	384	393	444
영업이익	33	60	36	49	59
EBITDA	50	76	50	61	70
영업외손익	-28	3	18	11	16
외환관련손익	5	1	3	2	6
이자손익	5	5	3	4	6
관계기업관련손익	-1	0	4	0	0
기타	-37	-3	7	5	4
법인세비용차감전순이익	5	63	54	60	76
법인세비용	12	18	13	15	19
계속사업순이익	-7	45	41	45	56
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	45	41	45	56
지배지분순이익	2	50	43	47	59
포괄순이익	2	43	42	46	49
지배지분포괄이익	11	48	44	49	51

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	34	76	44	-12	-6
당기순이익	-7	45	41	45	56
감가상각비	5	4	4	4	4
외환손익	0	0	-3	-2	-6
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-26	-3	0	-55	-53
기타현금흐름	62	30	1	-4	-7
투자활동 현금흐름	-16	-117	19	-22	-13
투자자산	-15	-11	8	-1	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	-105	12	-21	-9
재무활동 현금흐름	-35	-6	-6	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-20	0	0	0	0
자본	0	-50	0	0	0
현금배당	-5	0	0	-6	-6
기타현금흐름	-10	45	-6	0	0
연결범위변동 등 기타	4	1	0	56	53
현금의 증감	-13	-45	57	16	28
기초 현금	130	117	72	129	145
기말 현금	117	72	129	145	173
NOPLAT	33	60	36	49	59
FCF	32	75	44	-12	-6

자료: 유안타증권

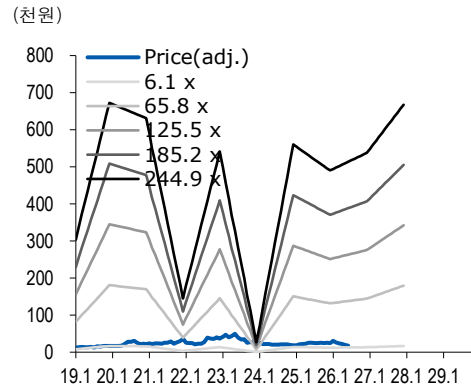
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	314	381	431	487	549
현금및현금성자산	117	72	129	145	173
매출채권 및 기타채권	49	59	60	62	69
재고자산	0	1	1	1	1
비유동자산	306	298	281	270	263
유형자산	87	85	82	78	74
관계기업 등 지분관련 자산	22	22	23	24	27
기타투자자산	36	48	48	48	49
자산총계	620	679	712	757	812
유동부채	81	108	109	113	123
매입채무 및 기타채무	50	75	76	79	84
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	20	16	16	16	18
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	101	124	125	129	141
지배지분	487	531	564	607	653
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	80	80	80	80
이익잉여금	421	521	560	602	655
비지배지분	32	25	23	21	18
자본총계	519	556	587	627	670
순차입금	-254	-304	-353	-403	-455
총차입금	4	3	3	3	3

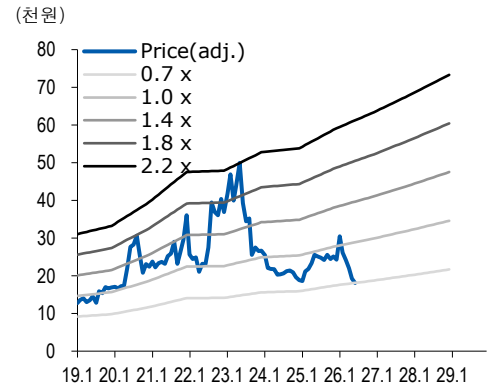
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	109	2,287	2,002	2,195	2,726
BPS	24,475	26,889	28,830	31,007	33,343
EBITDAPS	2,284	3,472	2,284	2,825	3,239
SPS	16,675	19,798	19,372	20,448	23,249
DPS	0	303	303	303	303
PER	198.1	10.3	9.1	8.3	6.7
PBR	0.9	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.0	3.1	1.3	0.2	-0.6
PSR	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	0.3	18.0	-2.9	5.3	13.7
영업이익 증가율 (%)	4.2	82.2	-39.3	35.4	20.5
지배순이익 증가율 (%)	-95.1	1,987.8	-13.1	9.4	24.2
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	9.0	13.9	8.7	11.1	11.8
지배순이익률 (%)	0.7	11.5	10.3	10.7	11.7
EBITDA 마진 (%)	13.7	17.5	11.8	13.8	13.9
ROIC	-26.1	29.1	24.7	34.6	46.3
ROA	0.4	7.7	6.2	6.5	7.5
ROE	0.5	9.8	7.9	8.1	9.4
부채비율 (%)	19.5	22.2	21.3	20.6	21.1
순차입금/자기자본 (%)	-52.2	-57.2	-62.5	-66.4	-69.7
영업이익/금융비용 (배)	63.0	1,228.8	0.0	0.0	0.0

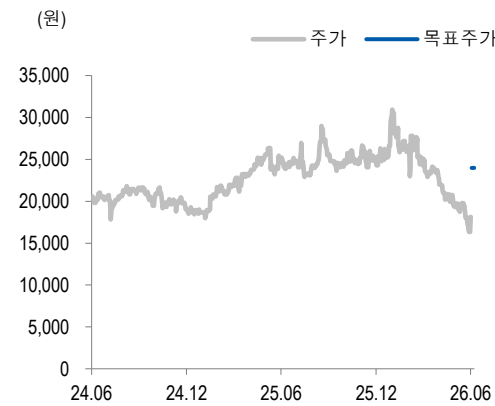
P/E band chart



P/B band chart



네오위즈 (095660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-30	BUY	24,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-30

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 최지운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **최현재**  
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전자/신에너지 **이안나**  
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

### 투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com			
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Market Analyst	이재원	5719 jaewon2.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤	3527 jiyoon.lim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

### 기업분석

팀장 2차전자/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com			
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643 jongsung.bae@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	신승우	5594 sungwoo.shin@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김영민	5602 yeongmin.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조계철	2665 gyecheol.jo@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com			
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com			
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com			
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com			
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com			
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com			
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com			
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com			
방산/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com			
운송/게임	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com			
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com			
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com			
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com			
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com			

