

2026. 7. 22.

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

▶ 종목 정보

크래프톤 (259960 KS, 234,500원)

목표주가 320,000원 36.5%

BUY

NC (036570 KS, 213,500원)

목표주가 290,000원 35.8%

BUY

넷마블 (251270 KS, 35,000원)

목표주가 49,000원 40.0%

BUY

펄어비스 (263750 KQ, 33,350원)

목표주가 36,000원 7.6%

HOLD

더블유게임즈 (192080 KS, 59,200원)

목표주가 80,000원 35.1%

BUY



리서치센터 리포트
바로가기

게임 (OVERWEIGHT)

2Q26 Preview - 성장 모멘텀에 투자

- 신작 성과와 코어 IP의 지속성에 따라 기업 간 2Q26 실적 차별화 전망. 크래프톤과 NC 영업이익 고성장 예상되며, 펄어비스 영업이익은 컨센서스 하회 전망
- 하반기 대작 출시는 상반기 대비 감소 예상. 아이온2 글로벌 출시 등 제한된 신작 모멘텀에 시장 관심이 집중될 전망
- 하반기 섹터 탐픽으로 성장 모멘텀이 풍부한 NC와 크래프톤을 제시

WHAT'S THE STORY?

신작 성과로 갈리는 2Q26 실적: 주요 커버리지 기업의 2Q26 실적은 신작 성과와 코어 IP의 지속성에 따라 차별화 전망. 크래프톤은 PUBG의 지속적인 매출 성장과 서브노티카2 출시로 영업이익이 YoY 91% 증가, 컨센서스를 28% 상회 전망. NC도 리니지 클래식 매출 온기 반영과 저스트플레이 인수 효과로 영업이익이 YoY 776% 급증 예상. 더블유게임즈 영업이익은 팍시게임즈 AI 게임 매출 성장으로 YoY 28% 성장 전망. 반면, 넷마블은 신작 출시에도 마케팅비 증가로 영업이익은 YoY 12% 감소가 예상되며, 펄어비스도 붉은사막의 판매량 감소와 특별 상여금 지급으로 영업이익은 QoQ 50% 감소, 컨센서스를 26% 하회할 전망.

하반기 희귀해진 대작 출시: 올해 대형사들의 대작 출시가 상반기에 집중되며 하반기 신작 모멘텀은 상반기 대비 줄어들 전망. 남아있는 신작 일정 중 가장 기대되는 신작은 NC의 아이온2 글로벌 출시. 크래프톤과 펄어비스는 하반기 신작 출시 계획 부재. 넷마블은 하반기에도 상반기와 동일한 5종의 신작 출시 예정. 하반기 신작 출시가 희소해진 만큼 시장의 관심은 남아있는 소수의 신작 출시로 집중될 전망.

양극화되는 M&A 시장: 국내 게임업계 M&A에도 양극화가 확대. 카카오게임즈, 위메이드, 펄어비스 등은 생존을 위해 경영권과 IP, 자회사를 매각하며 재무 구조 개선에 나섬. 반면 자금력이 탄탄한 NC, 더블유게임즈 등은 글로벌 캐주얼게임 기업을 인수하며 장르 확장의 발판으로 활용. 재정 상황이 차이가 미래 성장 동력 투자 차이로 이어지며 국내 대형사와 중소형사 간 격차는 더욱 확대될 전망.

밸류에이션보다 성장 모멘텀에 투자: 하반기 게임 섹터는 업종 전반의 동반 상승보다 신작 출시와 신사업 성과로 실적 추정치가 상향되는 기업 중심의 제한된 상승이 예상됨. 섹터 탐픽으로는 NC와 크래프톤을 제시. NC는 9월 아이온2의 글로벌 출시와 3종의 신작 출시, 캐주얼게임 성장 모멘텀으로 밸류에이션 리레이팅 기대. 크래프톤은 PUBG의 매출 성장에 8월 5종의 신작 공개와 PC 펠월드 흥행으로 높아진 펠월드 모바일 기대감이 주가를 반등시킬 전망. 더블유게임즈도 AI 캐주얼 게임의 지속 성장과 연내 DDI 완전 자회사 이후 본격화될 자본 활용을 고려하여 관심주로 추천.

2Q26 Preview: 신작과 코어 IP 성과에 따라 실적 차별화

게임 섹터 커버리지 기업의 2Q26 실적은 신작의 성과와 코어 IP의 지속성에 따라 차별화가 나타날 전망이다. 크래프톤, NC, 더블유게임즈는 전년 동기 대비 영업이익이 성장하며 컨센서스와 부합하거나 상회하는 성과가 예상된다. 반면 넷마블과 펠어비스는 컨센서스를 하회하는 영업이익이 전망된다.

시장 컨센서스를 가장 크게 상회할 종목은 크래프톤이다. 크래프톤은 PUBG 웰메이드 모드 출시와 IP 콜라보 효과로 트래픽과 매출이 모두 성장하고, 신작 서브노티카2 매출이 새로 더해지며 2Q26 영업이익이 YoY 91% 증가하며 컨센서스를 28% 상회할 전망이다.

NC는 전년 동기 대비 가장 높은 영업이익 성장이 기대된다. 전분기 출시된 리니지 클래식 매출이 온기 반영되고, 저스트플레이 매출이 신규 편입됨에 따라 2Q26 영업이익은 YoY 776% 급증할 전망이다.

더블유게임즈는 팍시게임즈의 AI 기반 캐주얼게임이 고성장을 이어가고, 소셜카지노의 D2C 결제 비중 상승으로 2Q26 영업이익이 YoY 28% 증가하며 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다.

넷마블은 신작 SOL:enchant 가 국내 구글플레이 매출 순위 1위를 기록하며 흥행하였으나, 제한적 영업일수와 광고선전비 증가로 YoY 12% 감소, 컨센서스를 8% 하회할 전망이다.

펠어비스는 붉은사막 매출 반영으로 YoY로는 영업이익이 흑자 전환하나, 출시 이후 붉은사막의 빠른 판매량 감소로와 400억대의 특별 상여금 지급으로 QoQ로는 영업이익은 50% 감소하여 컨센서스를 26% 하회할 것으로 예상된다.

커버리지 기업 2Q26 주요 실적 추정

	(십억원)	2Q26			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
		신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
크래프톤	매출액	1,274	1,139	1,193	11.8	6.8	662	1,371	92.5	(7.1)
	영업이익	470	336	367	40.1	28.1	246	562	91.1	(16.3)
	당기순이익	125	247	222	(49.5)	(43.7)	16	514	702.7	(75.7)
NC	매출액	705.5	664.9	657.9	6.1	7.2	290.7	557.4	142.7	26.6
	영업이익	132.1	115.3	128.5	14.6	2.8	15.1	113.3	776.1	16.6
	당기순이익	130.5	108.1	109.5	20.7	19.2	(36.0)	152.4	흑전	(14.4)
넷마블	매출액	743.4	748.4	735.6	-0.7	1.1	717.6	651.7	3.6	14.1
	영업이익	88.7	94.3	96.4	-5.9	-7.9	101.1	53.1	-12.2	67.1
	당기순이익	174.1	92.8	101.2	87.6	72.1	160.1	211.0	8.8	-17.5
펠어비스	매출액	252.7	248.5	279.6	1.7	(9.6)	79.6	328.5	217.7	(23.1)
	영업이익	105.4	112.6	143.1	(6.4)	(26.3)	(24.9)	212.1	흑전	(50.3)
	당기순이익	80.8	86.5	104.7	(6.6)	(22.8)	(22.7)	158.0	흑전	(48.8)
더블유게임즈	매출액	206.5	207.3	208.0	(0.4)	(0.7)	171.9	205.0	20.1	0.7
	영업이익	69.5	67.4	70.4	3.1	(1.2)	54.3	68.5	28.0	1.5
	당기순이익	64.7	59.4	54.0	9.0	19.9	33.0	73.5	96.2	(12.0)

자료: 각 사, Fnguide, 삼성증권 추정

하반기 투자 전략 및 Top Picks: 밸류에이션보다 성장 모멘텀에 투자

하반기 게임 섹터는 업종 전반의 동반 상승보다 신작 출시와 신규 사업 성과를 통해 실적 추정치가 상향되는 기업 중심의 차별화가 예상된다. 게임주는 신작 출시 전 기대감이 주가에 선반영되지만, 출시 일정 이 구체화되고 초기 매출과 이용자 지표가 확인될수록 이익 전망의 가시성이 높아진다. 따라서 단순히 주가가 많이 하락했거나 밸류에이션이 낮은 기업보다, 향후 6~12개월 동안 신작·글로벌 확장·사업 다각화를 통해 성장률이 높아질 수 있는 기업에 투자하는 전략이 유효하다.

Top Pick은 NC와 크래프톤을 제시한다. NC는 국내외 흥행에 성공한 '아이온2'가 9월 중 글로벌 시장으로 출시되는 가운데 3종의 신작 모멘텀도 이어질 예정이다. 하반기에는 아이온2의 서비스 지역 확대와 신규 장르 출시가 실적 성장의 핵심 변수가 될 전망이다. 특히 기존 MMORPG 매출의 안정성 위에 슈팅·서브컬처 등 신규 장르의 성과가 추가되면 실적 성장과 밸류에이션 재평가가 동시에 가능하다.

크래프톤은 PUBG의 성장이 하반기에도 지속되며 실적을 견인할 것으로 예상된다. 하반기 신작 모멘텀은 약하지만, 8월 독일 게임스컴에서 5종의 신작이 공개되며 '27년 이후에 신작 기대감이 다시 높아질 것으로 판단된다. 또한 스팀 플랫폼에 정식 출시된 팍월드 1.0이 글로벌에서 높은 인기를 누리며 따라 내년 출시를 목표로 하고 있는 '팍월드 모바일'에 대한 기대도 빠르게 반영될 전망이다. 팍월드 모바일 출시가 가시화되고 사전예약이나 글로벌 테스트에서 흥행 가능성이 확인될 경우 주가 반등이 예상된다.

더블유게임즈 역시 주목할 만한 기업으로 추천한다. 굵직한 신작 모멘텀은 없지만, AI 기반 캐주얼 게임이 새로운 성장축으로 자리 잡고 있다는 점에서 주목한다. 팍시게임즈는 AI를 활용한 초소형·다작 개발 체제를 구축하며 더블유게임즈 전체 매출 성장을 이끌고 있다. 하반기 DDI의 완전 자회사화가 완료되면 DDI의 현금을 활용한 M&A가 속도를 내며 제2의 팍시게임즈 확보가 가능해질 전망이다.

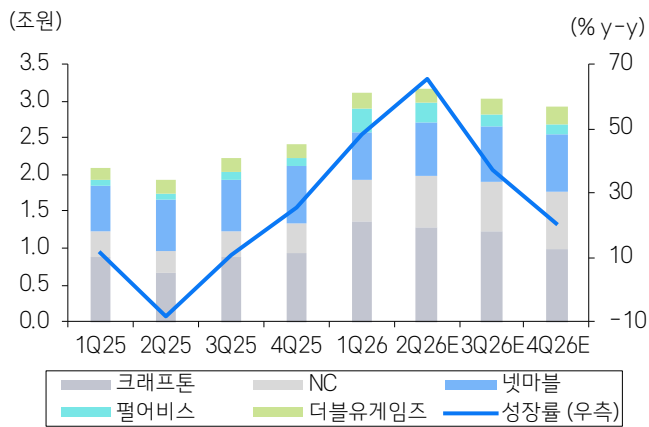
결국 하반기 게임주 투자의 핵심은 저평가 종목을 매수하는 것이 아니라, 신작과 신규 사업을 통해 실적 추정치가 실제로 상향되는 기업을 선별하는 것이다.

커버리지 기업 목표주가

	투자의견	기존	신규	차이 (%)	비고
크래프톤	BUY	370,000	320,000	-13.5	· 피어 밸류에이션 하락을 반영하여 목표주가를 기존 37만원에서 32만원으로 13.5% 하향 · 12개월 예상 EPS에 목표 P/E 11.5배 적용 · 목표 P/E는 국내외 게임 기업 P/E 평균에 제한적인 신작 모멘텀을 반영한 할인율 5% 적용
NC	BUY	350,000	290,000	-17.1%	· 리니지 클래식 매출 감소와 일부 신작 출시 지연을 반영하여 '26년 영업이익을 16.7% 하향 · 목표주가를 기존 35만원에서 29만원으로 17.1% 하향 · 12개월 예상 EPS에 국내외 게임 기업의 P/E 평균 14.8배 적용
넷마블	BUY	59,000	49,000	-16.9	· 문갈:스타다이크 등 상반기 출시된 일부 신작의 매출 부진을 반영, '26년과 '27년 영업이익 추 정치를 각각 8.6%, 10.7% 하향. · 목표주가 기존 59,000원에서 49,000원으로 16.9% 하향 · 목표 P/E 9.9배는 국내외 게임 기업 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 20% 할인율 적용
펄어비스	HOLD	51,000	36,000	-29.4	· 현재 붉은사막의 판매량 감소 및 1년간의 신작 공백을 반영하여 목표주가를 기존 51,000원에 서 36,000원으로 29.4% 하향 · '27년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 13배 적용
더블유게임즈	BUY	83,000	80,000	-3.6	· 피어 밸류에이션 하락을 반영하여 목표주가 기존 83,000원에서 80,000원으로 3.6% 하향 · 12개월 예상 EPS에 국내외 게임 및 소셜카지노 기업의 P/E 평균 8.6배 적용

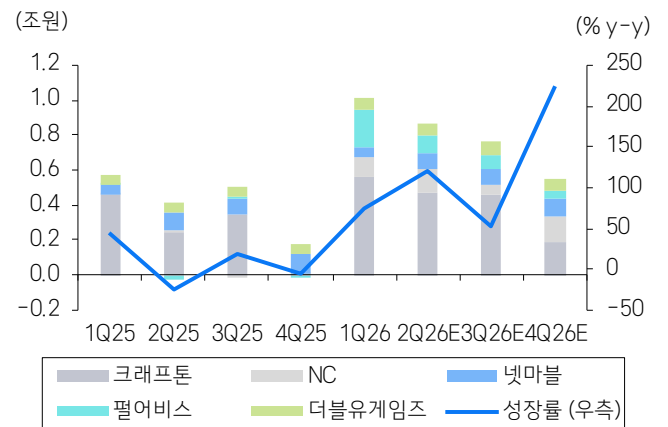
자료: 삼성증권 추정

주요 게임사 매출 추이



자료: 각 사, 삼성증권 추정

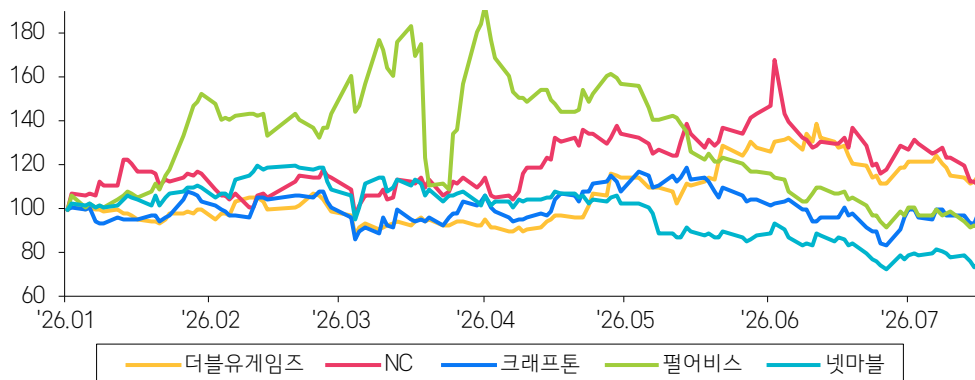
주요 게임사 영업이익 추이



자료: 각 사, 삼성증권 추정

주요 커버리지 기업 주가 상대 추이

(정규화: '26.1.1=100)



자료: Quantwise, 삼성증권

2H26 신작 모멘텀: 희귀해진大作 출시

2026년 하반기 신작 출시 모멘텀은 상반기보다는 줄어들 전망이다. 상반기에는 NC의 리니지 클래식과 펠어비스의 붉은사막, 크래프톤의 서브노티카2 출시가 있었던 반면, 하반기에는 NC의 아이온2 글로벌 출시가 가장 큰 신작 모멘텀이 될 전망이다. NC에서 하반기 타임테이커스, 리밋제로 브레이커스, 신더시티 등 신작 3종의 출시를 목표하고 있으나, 현실적으로 이 중 1~2종은 출시가 내년으로 연기될 가능성이 높다. 넷마블 역시 하반기 5종의 신작 출시를 목표하고 있으나, 상반기에도 유사한 수의 신작을 출시했던 만큼 하반기에 특별히 신작 모멘텀이 커지진 않을 전망이다. 크래프톤과 펠어비스는 하반기 신작 계획이 없는 상황이다.

하반기 신작 출시가 귀한 상황인 만큼 아이온2 글로벌 출시가 확정된 NC에 신작 모멘텀이 몰릴 것으로 예상된다. 아이온2는 국내에서 출시 46일만에 누적 매출 1,000억원을 돌파하며 클래식 MMO IP의 부활을 알린 작품이다. 과금 모델 설계에서부터 서구권 유저층을 타겟으로 했던 만큼 글로벌 출시에서 성과를 보여줄 것으로 기대된다. 아이온2의 스팀 위시리스트 순위는 108위 수준으로 높지 않으나, NC는 AION2의 절대적 위시 수는 Throne and Liberty 출시 당시보다 높은 수준이라고 밝히고 있다. Throne and Liberty는 스팀 출시 초기 33만명 이상을 기록하며 초반 흥행에 성공하였다. 아마존게임즈가 퍼블리싱했던 TL과 다르게 아이온2는 NC가 직접 퍼블리싱한다는 변수가 존재하나, 아마존게임즈에서 TL을 서비스했던 머빈 리 콰이를 복미 퍼블리싱 총괄로 영입한 만큼 TL에 못지않은 성과를 낼 것으로 기대한다.

크래프톤은 굵직한 신작 없이 올해 하반기를 보낼 예정이다. 그러나 내년 출시를 앞둔 팰월드 모바일에 대한 기대감은 하반기에 점차 고조될 전망이다. 특히 오리지널 버전인 팰월드 1.0이 스팀에 정식 출시된 이후 최고 동접자 210만 명을 기록하며 기록적 흥행을 이어가고 있다는 점에서 팰월드 모바일에 대한 시장 기대도 하반기 중 점차 올라갈 것으로 기대된다. 8월 독일 게임스컴에서 공개될 5종의 신작 역시 크래프톤의 중장기 신작 기대감을 더할 것으로 예상된다. 공개된 신작들이 올해 출시될 가능성은 높지 않으나, 신작 부재에 따른 밸류에이션 디스카운트를 일정 부분 해소해줄 것이라 기대된다.

넷마블이 하반기 출시를 예고한 5종의 신작 중 가장 기대되는 신작은 지난 2025 지스타에서 공개한 '샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종'과 이블베인이다. 샹그릴라 프론티어는 누적 조회 수 10억 회를 넘긴 웹소설 IP 기반 게임으로 일본에서 성과를 기대하고 있고, 이블베인은 PC/콘솔 기반 고품질 액션 RPG로 북미/유럽 시장을 공략 중이다. 다만, 다수의 신작 출시를 예고한 만큼 일부 신작의 출시 지연 가능성은 아직 존재한다. 또한 신작 출시에도 기존 게임의 게임 수명 단축으로 매출이 유지되지 못했던 넷마블의 전례를 감안하면 기존 게임의 라이프사이클 확대가 확인되어야 신작 모멘텀이 힘을 받을 것이라 판단된다.

주요 게임 기업 2H26 신작 라인업

회사	게임명	장르	플랫폼
크래프톤	프로젝트 제타	멀티플레이 PVP 액션	PC
넷마블	나 혼자만 레벨업: 카르마	액션 RPG	모바일/PC
	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	모바일/PC
	프로젝트 옥토퍼스	RPG	모바일/PC
	이블베인	액션 RPG	PC/콘솔
	프로젝트 에이지스	수집형 RPG	모바일/PC
NC	아이온2	MMORPG	PC/모바일
	타임테이커스	MOBA 액션	PC
	신더시티	오픈월드 슈팅/MMO	PC/콘솔
	리밋제로 브레이커스	액션 RPG	PC/콘솔

자료: 각 사, 언론 종합

AI 적용을 통한 생산성 향상 가시화

개발 과정 전체 재설계 단계 돌입

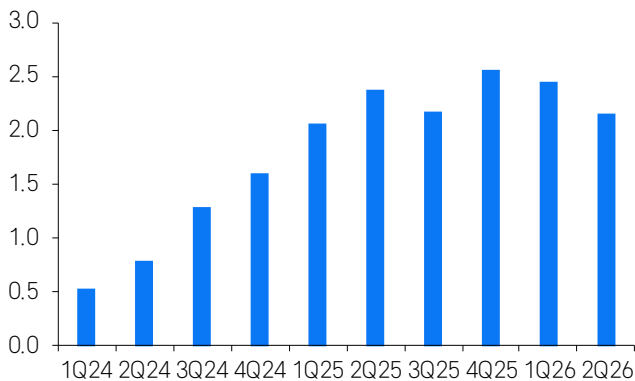
게임 산업에서 AI의 효과는 단순한 업무 보조를 넘어 개발 과정 전체를 재설계하는 단계로 진화하고 있다. 기획자가 시장 데이터를 분석하고, AI 코딩 도구로 프로토타입을 제작한 뒤, 자동 테스트와 소프트웨어를 통해 시장성을 검증하는 빠른 개발 체제가 가능해진 것이다. 특히 제작 주기가 짧고 반복 가능한 콘텐츠가 많은 캐주얼 게임에서는 개발 인원을 줄이는 동시에 출시 횟수를 늘리는 효과가 실적으로 확인되고 있다.

대표적인 사례가 더블유게임즈의 자회사 팍시게임즈다. 팍시게임즈는 AI Studio를 기반으로 기획·코딩·테스트를 소수 인력이 수행하는 초경량 개발 체제를 구축했다. '위글 이스케이프'는 1~2명의 개발자가 약 2주 만에 출시했으며, 2026년 1월 기준 누적 다운로드 540만 건을 넘어섰다. 팍시게임즈의 일간 다운로드와 월간 이용자도 더블유게임즈 인수 이후 각각 193%, 184% 증가했다. AI 기반 신작이 빠르게 늘어나면서 관련 타이틀의 매출 비중은 2025년 4분기 49%에서 2026년 1분기 약 70%까지 확대됐다. AI가 개발비를 줄이는 데 그치지 않고 다작, 시장 검증, 매출 확대까지 연결될 수 있음을 보여준 사례다.

이러한 방식은 인디게임 시장의 경쟁 구도를 크게 바꿀 가능성이 있다. 과거에는 프로그래머, 아티스트, 기획자, QA 인력을 갖춘 팀만 상용 게임을 출시할 수 있었지만, AI 코딩과 생성형 에셋 도구를 활용하면 소수 인력으로 여러 개의 시제품을 동시에 제작할 수 있다. 성공 가능성이 낮은 프로젝트를 조기에 중단하고, 유지율과 광고수익 지표가 좋은 게임에만 마케팅을 집중할 수 있다는 점도 중요하다. AI는 한 작품의 흥행을 보장하는 기술이라기보다, 동일한 비용으로 더 많은 게임을 실험해 성공작을 찾을 확률을 높이는 기술에 가깝다.

팍시게임즈 매출 추이

(백만달러)



자료: 센서타워, 삼성증권

팍시게임즈 AI Lab에서 개발한 'Leon Out'



자료: 팍시게임즈

AI 개발의 한계

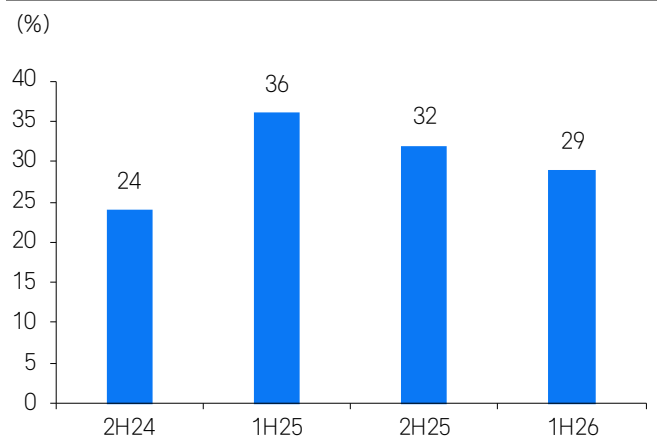
그러나 개발 장벽의 하락은 저품질 게임이 급증하는 'AI Slop' 문제도 만들고 있다. AI Slop은 생성형 AI로 이미지, 코드, 문구 등을 빠르게 조합했지만 일관된 기획과 완성도, 독창성이 부족한 콘텐츠를 의미한다. 2023년 7월부터 2026년 7월까지 스팀에 출시된 약 5만3,600개 게임을 분석한 결과, AI 활용을 표시한 게임은 2024년 전체 신작의 10.9%에서 2026년 30.8%로 증가했다. 2026년 2분기에는 AI 활용 게임이 신작의 약 33%를 차지했지만 판매량 비중은 약 10%에 그쳤다. AI가 출시량을 늘리는 데는 효과적이지만, 평균적인 상품성과 상업적 성과까지 높이지는 못하고 있는 것이다.

AAA 게임에서도 AI가 개발자를 완전히 대체하기는 어렵다. 방대한 세계관과 서사, 캐릭터의 일관성, 전투 밸런스 and 아트 디렉션은 여러 분야의 전문가가 장기간 협업해야 하는 영역이다. AI가 생성한 결과물을 그대로 사용할 경우 스타일 불일치, 저작권, 기술 부채와 품질검수 비용이 오히려 증가할 수 있다. 실제로 2026년 GDC 조사에서는 게임업계 종사자의 52%가 생성형 AI가 산업에 부정적인 영향을 준다고 응답했으며, 긍정적으로 평가한 비중은 7%에 그쳤다. 특히 아트, 게임 디자인, 내러티브 분야에서 부정적 인식이 높았다.

따라서 AI 도입의 성패는 사용 범위와 통제 방식에 달려 있다. 캐주얼게임 회사는 AI를 활용한 빠른 프로토타이핑과 데이터 기반 마케팅에 집중할 수 있고, 라이브서비스 게임은 레벨 제작·밸런스 테스트·번역에, AAA 개발사는 NPC 대사 초안이나 반복 에셋 제작 등 보조 공정에 적용하는 것이 효율적이다. 반대로 핵심 게임성, 세계관, 대표 캐릭터와 이용자 경험까지 AI에 일괄적으로 맡기면 비용 절감보다 품질 훼손과 브랜드 신뢰 하락이 더 커질 수 있다.

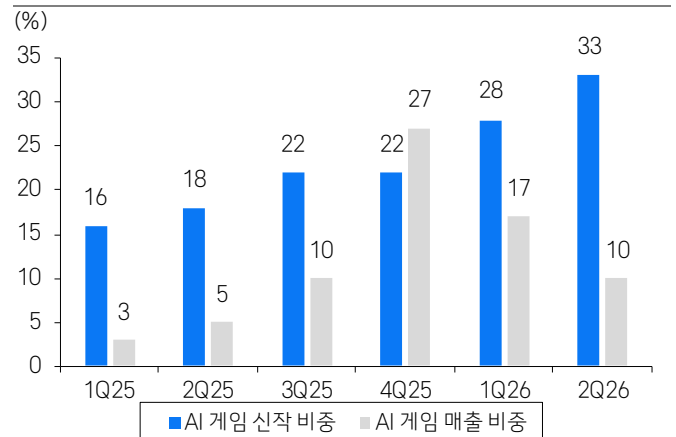
결국 AI는 게임사의 생산성을 높이는 강력한 도구지만, 생산량 증가가 곧 가치 창출을 의미하지는 않는다. 향후 경쟁력은 AI 도입 여부가 아니라 개발 기간과 비용을 줄이면서도 소프트웨어 통과율, 이용자 유지율, 마케팅 ROAS와 게임의 완성도를 함께 높일 수 있는지에 따라 결정될 전망이다. 각 회사가 장리와 개발 조직, 보유 IP의 특성에 맞게 AI의 역할을 제한하고 인간의 기획·검수 역량과 결합하는 것이 중요하다. AI를 많이 쓰는 회사보다, AI가 가장 효과적인 지점을 정확히 찾아 쓰는 회사가 장기적으로 우위를 확보할 것이다.

게임 개발자의 AI 사용 비율



자료: Game Developer tjfanswhk

AI 신작 증가세에도 매출 기여는 제한적



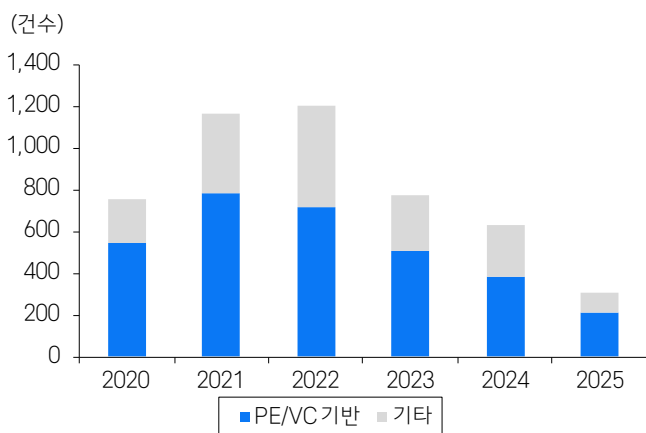
참고: 2026년 중반까지 출시된 53,000개 스팀 게임 대상 분석

자료: Sulka Haro

엇갈리는 M&A 시장 명암

글로벌 게임 시장의 성장 둔화로 굼직한 M&A 건수 역시 줄어들고 있는 가운데, 국내 게임 산업에서는 공격적인 외형 확대보다 재무 건전성 개선과 사업 포트폴리오 재편을 위한 매각이 진행되고 있다. 신작 개발비와 마케팅비가 증가하는 가운데 기존 게임의 매출 감소가 겹치면서, 수익성이 낮거나 핵심 사업과 시너지가 부족한 자산을 정리해 현금을 확보하려는 움직임이 확대되고 있다. 문제는 국내 게임사가 재무 부담을 줄이는 과정에서 오랜 기간 축적한 개발 조직과 핵심 IP의 통제권까지 외부 자본에 넘어갈 수 있다는 점이다.

글로벌 게임업계 M&A 건수 추이



자료: S&P Global, 2026.03

국내 주요 게임사 M&A

국내 기업	거래 상대방	거래 대상	거래 내용
NC	JustPlay 기존 주주	JustPlay 지분 70%	약 2,989억원에 인수
더블유게임즈	팍시게임즈 경영진	팍시게임즈 지분 60%	약 2,700만달러에 인수
카카오	LAAA Investment	카카오게임즈 경영권	최대 주주 변경 (구 주매출+유증+CB발행)
펄어비스	CCP Games 경영진	CCP Games 지분 100%	1,771억원에 매각
위메이드	네오펄스	박관호 의장 보유 지분 39.3%	9,200억원에 매각 계약

자료: 각 사, 언론 종합

펄어비스는 2018년 약 2,500억원에 인수한 '이브 온라인' 개발사 CCP게임즈의 지분 전량을 2026년 5월 약 1,771억원에 매각했다. 회사가 밝힌 매각 목적은 재무 구조 개선과 경영 효율성 제고다. CCP게임즈가 '이브 온라인' 이후 의미 있는 후속작을 만들어내지 못하고 적자를 지속하자, 해외 IP를 계속 보유하기보다 '붉은사막' 등 자체 핵심 사업에 자본과 인력을 집중하는 방향을 선택한 것이다. 과거의 M&A가 IP와 개발 조직을 최대한 많이 확보하는 전략이었다면, 현재는 실제 수익 기여와 본업 간 시너지가 낮은 자산을 정리하는 방향으로 바뀌고 있다.

카카오도 게임 사업의 경영권을 외부 자본에 넘겼다. 라인야후 관련 자금이 출자한 LAAA인베스트먼트는 2026년 6월 카카오게임즈 지분 33.4%를 보유한 최대 주주가 됐고, 기존 최대 주주였던 카카오의 지분율은 37.9%에서 14.7%로 낮아졌다. LAAA는 2,400억원 규모의 유상증자와 600억원 규모의 전환사채 인수에도 참여해 카카오게임즈에 총 3,000억원의 자금을 공급했다. 카카오게임즈는 이를 통해 재무 안정성과 신작 투자 여력을 확보했고, 라인야후 측은 카카오게임즈의 개발 자회사와 IP 포트폴리오에 영향력을 행사할 수 있는 기반을 얻었다.

위메이드 사례는 국내 게임 IP의 통제권 이전이라는 점에서 더욱 상징적이다. 박관호 창업자는 보유 지분 39.3%를 중국계 투자 플랫폼 네오펄스에 9,200억원에 매각하는 계약을 체결했다. 선행 조건이 충족돼 2026년 10월 30일 거래가 종결되면 네오펄스는 기존 지분을 포함해 40.25%를 보유한 최대 주주가 되어 위메이드의 경영권을 확보할 예정이다. 위메이드는 중국에서 높은 인지도를 가진 미르 IP를 개발했지만, '미르의 전설2' 저작권을 액토즈소프트와 공동 보유하고 중국 현지 사업자들과 장기간 라이선스 분쟁을 겪었다. 위메이드가 주장한 미수령 배상금과 로열티 규모는 8,400억원에 달한다. 즉, 대표 IP의 중국

내 경제적 가치를 온전히 회수하지 못한 상태에서 해당 IP와 개발 조직을 보유한 회사의 경영권이 중국계 자본에 이전될 가능성이 커진 것이다.

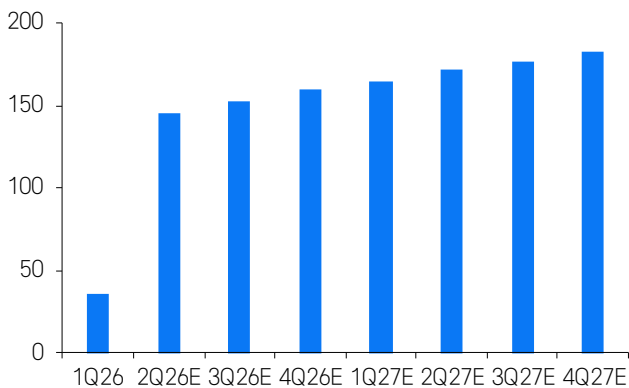
국내 게임사들이 재무 부담을 낮추는 동안 외부 자본은 이를 검증된 IP와 개발 조직을 확보할 기회로 활용하고 있다. 국내 기업 입장에서는 자산 매각과 투자 유치가 단기 유동성을 확보하고 신작 개발 재원을 마련하는 효과가 있지만, 기업가치가 낮아진 시점에 경영권과 IP 소유권을 이전하면 향후 후속작 흥행이나 중국·일본 시장 진출로 IP 가치가 회복되더라도 그 성과를 기존 주주가 온전히 누리기 어려울 수 있다.

반면 엔씨는 보유 자산을 매각하기보다 M&A를 통해 새로운 성장동력을 확보하는 전략을 택했다. 엔씨는 지난해 말 리후후와 스프링컴즈 등 국내외 하이퍼캐주얼 게임 스튜디오를 인수한데 이어 올해 초 약 2억200만달러를 투자해 독일 모바일 캐주얼 플랫폼 기업 저스트플레이 지분 70%를 인수했다. 저스트플레이 모바일게임 광고·보상 플랫폼과 하이퍼캐주얼 게임 개발 스튜디오를 연계하여 새로운 부가 가치를 창출할 계획이다. 2026년 1분기 모바일 캐주얼 매출은 355억원에 달했으며, 2분기부터는 저스트플레이 매출이 연결되며 1,500억원 수준으로 증가할 전망이다. 엔씨의 M&A는 단순한 장르 추가를 넘어 기존 사업에서 부족했던 북미 이용자 기반과 광고 수익화 역량을 확보한 성장형 M&A로 평가할 수 있다.

더블유게임즈 역시 M&A로 성장 동력을 확보하고 있다. 지난해 인수한 팍시게임즈는 AI 기반 게임 개발 시스템을 구축하며 1Q26 매출이 YoY 29% 증가, 더블유게임즈 전체 매출을 견인하고 있다. 올해 예정된 DDI 완전 자회사화가 완료되면 DDI의 보유 현금을 기반으로 추가적인 M&A를 진행, 인수를 통한 성장 전략에 더욱 박차를 가할 계획이다.

NC 캐주얼 게임 매출 추이

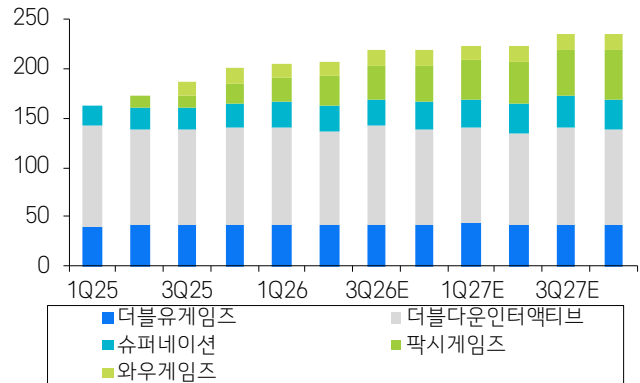
(십억원)



자료: NC, 삼성증권 추정

M&A로 성장 중인 더블유게임즈

(십억원)



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

국내 게임 산업의 전반적인 업황 둔화로 M&A 시장에서도 양극화가 나타나고 있다. 보유한 현금을 기반으로 M&A를 통한 성장 동력 확보가 가능한 기업과 핵심 자회사나 IP 매각으로 재무 구조를 개선시켜야 하는 기업 간 차이는 향후 더욱 커질 전망이다. 국내 게임산업의 M&A가 매각자에게는 생존과 선택의 문제라면, 자본력 있는 기업에는 검증된 IP와 성장 기반을 낮은 비용으로 확보할 기회다. 따라서 하반기에는 M&A를 통해 재무 건전성 개선이 기대되는 기업보다, 개선된 재무 여력을 신작과 성장형 M&A로 전환할 수 있는 기업에 주목할 필요가 있다.

COMPANY UPDATE

2026. 7. 22

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY

목표주가 320,000원 36.5%

현재주가 234,500원

시가총액 10.8조원
주식수 (유동주식 비중) 46,137,833주 (0.0%)
52주 최저/최고 204,000원/353,500원
60일-평균거래대금 407.4억원

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
크래프톤 (%)	-2.9	1.3	-33.7
Kospi 지수 대비 (%pts)	30.3	-26.3	-68.4

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	320,000	370,000	-13.5%
2026E EPS	17,968	23,600	-23.9%
2027E EPS	29,768	26,666	11.6%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수 18
목표주가 379,444
추천 점수 4.0

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



리서치센터 리포트
바로가기

크래프톤 (259960)

견고한 실적, 신작 기대감도 상승

- 스팀 PUBG의 고성장과 서브노티카2 출시로 2Q26 영업이익은 YoY 91% 증가하여 컨센서스 28% 상회 전망
- 제한적 신작 기대로 역사적 밸류에이션 저점에 도달. PC 팰월드 흥행과 8월 5종의 신작 공개로 신작 기대감이 상승하며 하반기 주가 상승을 견인할 전망

WHAT'S THE STORY?

PUBG 성장으로 영업이익 서프라이즈: 스팀 PUBG의 웰메이드 모드 출시와 블랙마켓 출시 효과로 PC PUBG 매출은 YoY 74% 증가 예상. 서브노티카2도 5백만 장 이상 판매되며 1,650억원의 매출을 창출, PC 매출을 YoY 140% 증가시킬 전망. 모바일 매출도 YoY 7.8% 증가하여 2Q26 전체 매출은 YoY 92.5% 증가, 컨센서스 6.8% 상회 예상. 영업이익도 YoY 91% 증가한 4,702억원을 기록, 컨센서스를 28.1% 상회 전망.

트래픽과 매출 모두 성장 중인 PUBG: 스팀 PUBG는 제노포인트, 페이데이 모드 등 웰메이드 모드 출시와 스텔라블레이드 이브 콘텐츠, 에스파 재판매 등 대형 콜라보, 2026 블랙마켓 등으로 전년 동기 대비 트래픽과 매출 성장을 시현. 이를 통해 지난해 제기되었던 PUBG의 피크아웃 우려를 해소. 하반기에도 아이돌, 슈퍼카, 애니메이션 IP 등과 콜라보가 예정되어 있어 성장세 유지가 가능할 전망.

다시 높아질 신작 기대감: 서브노티카2는 흥행에 성공하였으나, 높은 인수 비용으로 재무적 기여는 제한적. 그러나 8월 독일 게임스컴에서 5종의 신작을 공개하는 만큼 크래프톤의 신작 기대감은 다시 고조될 전망. 한편, 7월 13일 스팀에 정식 출시된 팰월드는 최고 동접자 96만 명을 기록하며 흥행. 오리지널 게임의 흥행으로 내년 출시를 목표하고 있는 팰월드 모바일에 대한 시장 기대도 함께 높아질 전망.

역대 밸류에이션 최저점: 피어 밸류에이션 하락을 반영하여 목표주가를 기존 34만원에서 32만원(12개월 예상 EPS에 목표 P/E 11.5배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 기업 P/E 평균에 하반기 제한적인 신작 모멘텀을 반영한 할인율 5% 적용)으로 5.9% 하향. 최근 주가 하락으로 12MF P/E는 7.8배로 하락. PUBG의 지속적인 성장과 게임즈컴에서 신작 공개, 팰월드 모바일 기대감 상승으로 하반기 주가 반등 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	3,327	4,863	5,219	5,769
영업이익 (십억원)	1,054	1,672	1,872	2,166
순이익 (십억원)	734	1,099	1,370	1,590
EPS (adj) (원)	16,021	17,968	29,768	34,569
EPS (adj) growth (%)	-16.5	12.2	65.7	16.1
EBITDA margin (%)	36.1	38.5	40.2	42.0
ROE (%)	10.6	14.7	16.1	16.0
P/E (adj) (배)	15.4	13.1	7.9	6.8
P/B (배)	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	9.7	5.7	4.8	3.9

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

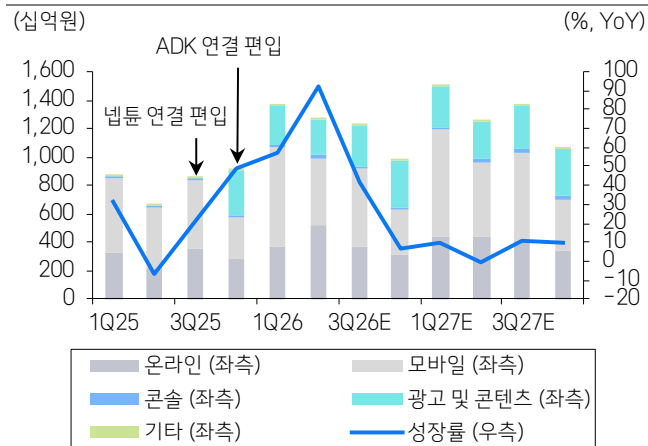
삼성증권

2Q26 Preview

(십억원)	2Q26E			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	실적	삼성 추정	컨센서스	삼성 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	1,274	1,139	1,193	11.8	6.8	662	1,371	92.5	(7.1)
PC	526	323		63.0		220	364	139.5	44.6
모바일	461	476		(3.1)		428	703	7.8	(34.4)
콘솔	24	22		10.7		10	14	144.2	72.8
광고 및 콘텐츠	253	309		(18.2)		0	281	n/a	(10.0)
기타	10	10		(0.0)		5	10	106.3	2.5
영업비용	804	804		(0.0)		416	810	93.3	(0.7)
총 인건비 및 복리후생비	231	242		(4.7)		167	289	38.2	(20.4)
앱수수료/매출원가	155	104		48.8		84	115	84.4	34.9
지급수수료	295	332		(11.3)		96	289	206.0	2.0
광고선전비	46	49		(6.4)		26	42	76.0	9.3
기타	78	77		1.7		43	75	82.2	4.4
영업이익	470	336	367	40.1	28.1	246	562	91.1	(16.3)
세전이익	169	334	304	(49.5)	(44.6)	24	719	605.1	(76.6)
당기순이익	125	247	222	(49.5)	(43.7)	16	514	702.7	(75.7)
지배주주순이익	125	247	202	(49.5)	(38.1)	15	515	723.4	(75.7)
이익률 (%)									
영업이익률	36.9	29.4	30.8			37.2	40.9		
세전이익률	13.2	29.3	25.5			3.6	52.4		
순이익률	9.8	21.7	18.6			2.3	37.5		
지배주주순이익률	9.8	21.7	16.9			2.3	37.5		

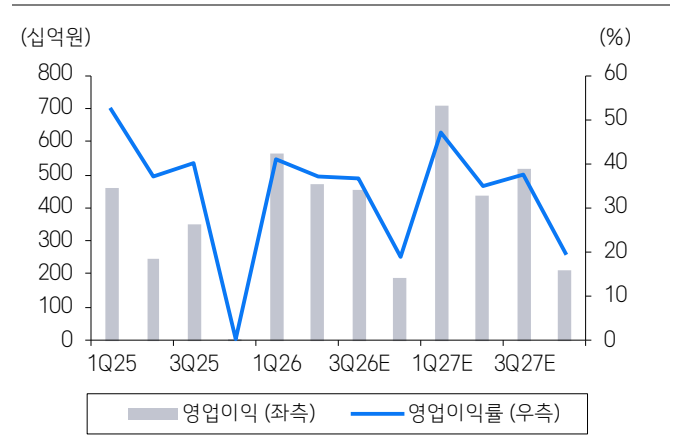
자료: 크래프톤, FnGuide, 삼성증권 추정

플랫폼별 매출 추이



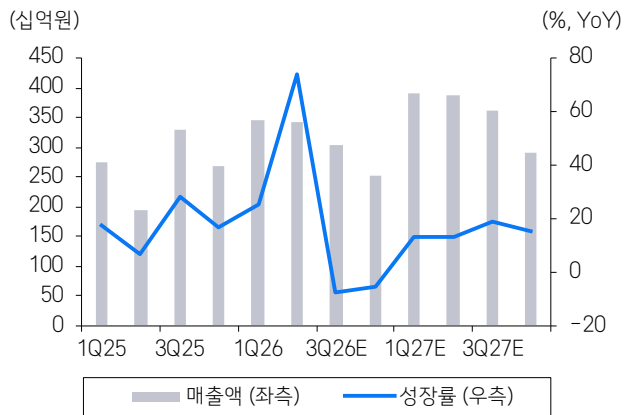
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

영업이익 추이



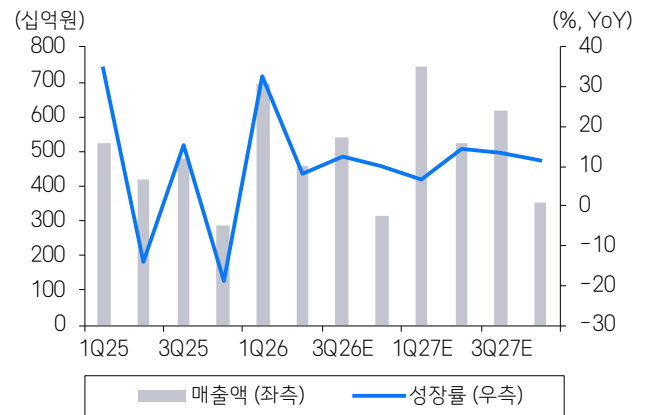
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

PC 배틀그라운드 매출 추이



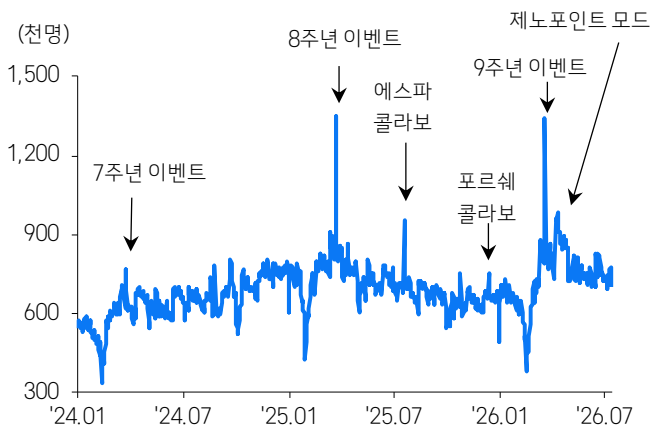
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

모바일 배틀그라운드 매출 추이



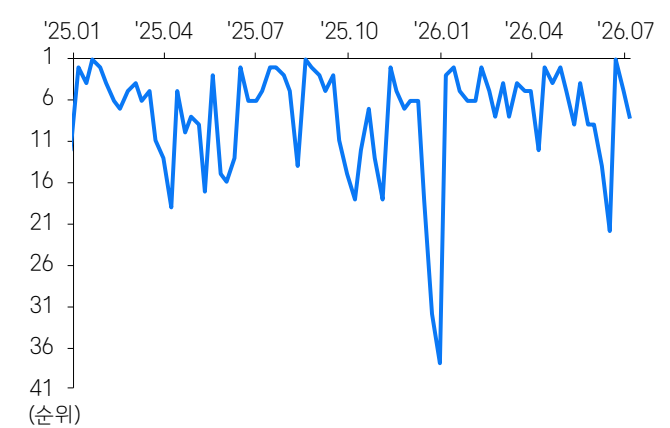
자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

스팀 배틀그라운드 최고 동접자 추이



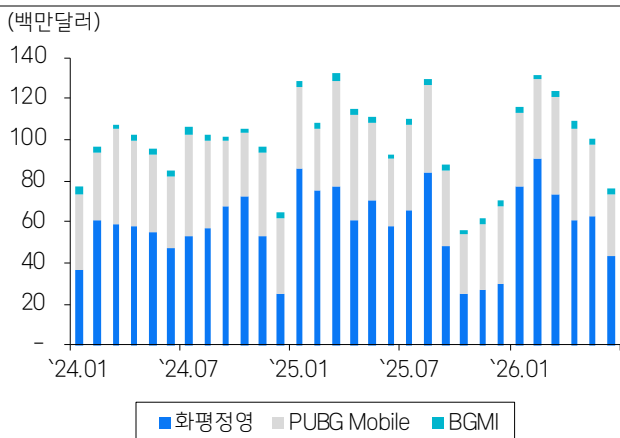
자료: SteamDB

스팀 배틀그라운드 주별 매출 순위



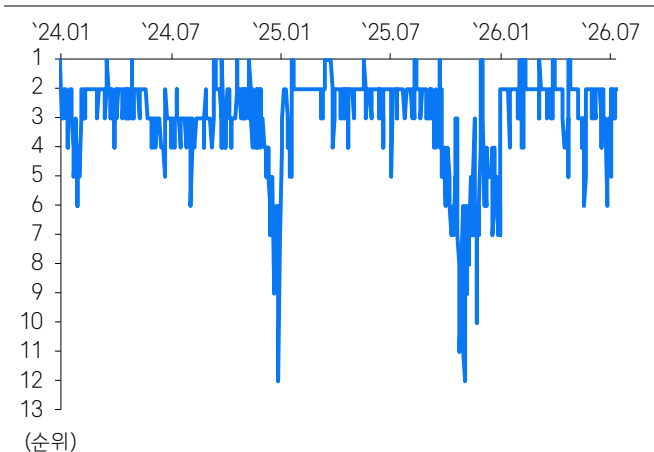
자료: SteamDB

모바일 PUBG 월별 매출 추이



자료: 센서타워

중국 화평정영 IOS 매출 순위 추이



자료: 센서타워

7월 10일 스팀에서 정식 출시된 팍월드



자료: 포켓페이

스팀 팍월드, 최고 동점자 96만으로 트래픽 1위 기록

Most Played Games →		Players Now	24h Peak
	Palworld	577,088	820,115
	Counter-Strike 2	558,686	1,222,593
	Dota 2	387,425	751,455
	TBH: Task Bar Hero	216,382	277,330
	PUBG: BATTLEGROUNDS	179,094	738,567
	Bongo Cat	154,095	175,587
	FiveM	123,937	182,925
	Marvel Rivals	117,321	119,927
	EA SPORTS FC™ 26	107,431	129,931
	Rust	75,977	140,128

자료: 스팀DB

8월 10일 독일 게임스컴에서 5종의 신작 공개 예정



자료: 크래프톤

게임스컴에서 공개 예정인 신작

게임명	장르	플랫폼	개발사	특징
미공개 (PUBG IP 기반)	미공개	미공개	PUBG Studios	PUBG IP 활용
NO LAW	오픈월드 FPS (싱글플레이)	PC	Neon Giant	사이버펑크 도시 배경
Project ZETA	멀티팀 전술 아레나 PvP	PC	NIRVANANA Studio	4개팀이 동시에 경쟁 택티컬 아레나
Age Twisters	액션 로그라이크	PC/콘솔	EF Games	2인 협동 내러티브 어드벤처
TARAE: The Unbound	액션 RPG	PC/콘솔	Bluehole Studio	동양 세계관 기반 다크 판타지 액션 RPG

자료: 크래프톤, 삼성증권

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	비고
2Q26	서브노티카 2	수중 서바이벌 어드벤처	PC, 콘솔	5월 15일 PC 및 Xbox 게임패스 얼리엑세스 출시
2H26	프로젝트 제타	팀 전술 아레나	PC	2H26 글로벌 얼리 액세스 계획
2027	팍월드 모바일	서바이벌 크래프트	모바일	'26년 CBT 예정
	노로우(No Law)	오픈월드 슈터 RPG	PC, 콘솔	스웨덴 개발사 네온자이언트 개발. '27년 정식 출시
	딩컴 투게더	샌드박스 생활 시뮬레이션	모바일, PC, 콘솔	딩컴 원작 IP를 기반으로 모바일 중심 멀티플랫폼 게임으로 개발
미정	블랙버짓	익스트랙션 슈터	PC, 콘솔	비공개 알파 테스트 진행
	Valor	배틀로얄	콘솔	게임성 검증 중
	Age Twisters	액션 로그라이크	PC/콘솔	2인 협동 내러티브 어드벤처
	TARAE: The Unbound	액션 RPG	PC/콘솔	동양 세계관 기반 다크 판타지 액션 RPG
	미공개 (PUBG IP 기반)	미공개	미공개	PUBG Studios
	Project Windless	오픈월드 액션 RPG	PC, 콘솔	눈물을 마시는 새 IP 기반 게임

자료: 크래프톤, 삼성증권 정리

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	874	662	871	920	1,371	1,274	1,236	981	1,509	1,263	1,370	1,076
PC	324	220	354	287	364	526	375	309	443	435	411	342
모바일	532	428	488	292	703	461	548	322	752	529	623	360
콘솔	13	10	10	10	14	24	17	16	19	18	19	21
광고 및 콘텐츠				323	281	253	286	323	284	270	305	342
기타	5	5	18	7	10	10	11	11	11	12	12	12
영업비용	417	416	522	917	810	804	782	795	801	825	855	865
총 인건비 및 복리후생비	166	167	161	290	289	231	235	242	249	254	259	263
앱수수료/매출원가	105	84	129	104	115	155	116	101	135	124	124	109
지급수수료	84	96	142	390	289	295	303	319	287	315	322	341
광고선전비	23	26	43	52	42	46	47	51	45	44	62	59
기타	39	43	48	81	75	78	80	83	85	87	90	93
영업이익	457	246	349	2	562	470	454	186	708	438	515	211
세전이익	499	24	487	(50)	719	169	440	182	704	437	518	193
당기순이익	371	16	369	(23)	514	125	325	135	521	323	383	143
지배주주순이익	372	15	368	(20)	515	125	326	135	521	324	384	143
수정 EPS (원)	6,781	4,735	4,611	-258	7,336	461	7,240	2,883	11,264	6,912	8,118	3,474
이익률 (%)												
영업이익률	52.3	37.2	40.0	0.3	40.9	36.9	36.7	18.9	46.9	34.7	37.6	19.6
세전이익률	57.1	3.6	55.9	(5.5)	52.4	13.2	35.6	18.6	46.6	34.6	37.8	18.0
순이익률	42.5	2.3	42.4	(2.5)	37.5	9.8	26.3	13.7	34.5	25.6	28.0	13.3
지배주주순이익률	42.6	2.3	42.2	(2.2)	37.5	9.8	26.4	13.8	34.5	25.6	28.0	13.3

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	4,952	4,863	(1.8)	5,332	5,219	(2.1)	5,738	5,769	0.6
PC	1,526	1,575	3.2	1,656	1,630	(1.6)	1,771	1,799	1.5
모바일	2,129	2,034	(4.5)	2,347	2,264	(3.5)	2,582	2,503	(3.0)
콘솔	80	71	(11.4)	89	77	(13.4)	162	155	(4.4)
기타	1,176	1,142	(2.9)	1,193	1,201	0.6	1,170	1,260	7.7
기타	42	42	(0.0)	47	47	0.0	52	52	0.0
영업비용	3,357	3,191	(4.9)	3,623	3,346	(7.6)	3,880	3,603	(7.1)
총 인건비 및 복리후생비	1,032	998	(3.4)	1,076	1,025	(4.7)	1,159	1,104	(4.8)
앱수수료/매출원가	470	487	3.5	500	492	(1.7)	528	532	0.8
지급수수료	1,342	1,205	(10.2)	1,481	1,265	(14.6)	1,575	1,345	(14.6)
광고선전비	200	186	(7.0)	217	210	(3.0)	226	225	(0.4)
기타	312	316	1.3	349	355	1.6	392	398	1.5
영업이익	1,595	1,672	4.8	1,709	1,872	9.6	1,858	2,166	16.6
세전이익	1,751	1,509	(13.8)	1,716	1,852	7.9	1,867	2,149	15.1
당기순이익	1,278	1,099	(14.0)	1,270	1,370	7.9	1,381	1,590	15.1
지배주주순이익	1,279	1,100	(14.0)	1,271	1,372	7.9	1,383	1,592	15.1
수정 EPS (원)	23,600	17,968	(23.9)	26,666	29,768	11.6	29,084	34,569	18.9
이익률 (%)									
영업이익률	32.2	34.4		32.1	35.9		32.4	37.5	
세전이익률	35.4	31.0		32.2	35.5		32.5	37.2	
순이익률	25.8	22.6		23.8	26.3		24.1	27.6	
지배주주순이익률	25.8	22.6		23.8	26.3		24.1	27.6	

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,710	3,327	4,863	5,219	5,769
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,710	3,327	4,863	5,219	5,769
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,527	2,272	3,191	3,346	3,603
영업이익	1,182	1,054	1,672	1,872	2,166
(영업이익률, %)	43.6	31.7	34.4	35.9	37.5
영업외손익	540	-95	-162	-21	-17
금융수익	33	25	33	40	43
금융비용	9	12	36	40	44
지분법손익	-48	-46	-27	-25	-25
기타	565	-63	-132	4	9
세전이익	1,723	959	1,509	1,852	2,149
법인세	420	225	410	481	559
(법인세율, %)	24.4	23.5	27.2	26.0	26.0
계속사업이익	1,303	734	1,099	1,370	1,590
종단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	1,303	734	1,099	1,370	1,590
(순이익률, %)	48.1	22.1	22.6	26.3	27.6
지배주주순이익	1,306	735	1,100	1,372	1,592
비지배주주순이익	-3	-1	-1	-2	-2
EBITDA	1,289	1,200	1,872	2,098	2,421
(EBITDA 이익률, %)	47.6	36.1	38.5	40.2	42.0
EPS (지배주주)	27,162	15,438	23,644	29,738	34,511
EPS (연결기준)	27,089	15,415	23,612	29,698	34,464
수정 EPS (원)*	19,196	16,021	17,968	29,768	34,569

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,004	4,866	5,492	6,409	7,463
현금 및 현금등가물	582	597	1,529	2,149	2,841
매출채권	1,007	1,339	1,068	1,171	1,308
재고자산	0	0	0	0	0
기타	3,416	2,931	2,896	3,089	3,315
비유동자산	2,915	4,567	4,915	5,344	5,884
투자자산	1,148	1,320	1,622	2,039	2,565
유형자산	240	579	615	625	635
무형자산	656	1,804	1,846	1,850	1,853
기타	871	865	831	831	831
자산총계	7,919	9,434	10,407	11,753	13,347
유동부채	785	1,583	1,815	1,896	1,993
매입채무	0	460	0	0	0
단기차입금	7	252	260	260	260
기타 유동부채	778	872	1,555	1,636	1,734
비유동부채	306	666	548	540	544
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	306	666	548	540	544
부채총계	1,090	2,250	2,363	2,436	2,537
지배주주지분	6,828	7,041	7,904	9,178	10,673
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,477	1,474	1,474	1,474
이익잉여금	5,081	5,637	6,639	7,914	9,409
기타	264	-78	-214	-214	-214
비지배주주지분	1	143	141	139	137
자본총계	6,829	7,184	8,044	9,317	10,810
순부채	-513	-183	-280	-901	-1,601

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	908	1,045	1,451	1,494	1,712
당기순이익	1,303	734	1,099	1,370	1,590
현금유출입이없는 비용 및 수익	126	517	494	727	828
유형자산 감가상각비	85	110	142	160	180
무형자산 상각비	22	36	58	66	74
기타	19	371	294	501	573
영업활동 자산부채 변동	-276	241	118	-122	-147
투자활동에서의 현금흐름	-832	-580	-55	-304	-354
유형자산 증감	-20	-76	-154	-170	-191
장단기금융자산의 증감	-65	-46	-126	-103	-130
기타	-747	-457	224	-31	-33
재무활동에서의 현금흐름	-259	-452	-261	-49	-35
차입금의 증가(감소)	-6	374	961	80	96
자본금의 증가(감소)	6	-1	-3	0	0
배당금	0	0	-100	-97	-97
기타	-259	-824	-1,119	-32	-34
현금증감	-139	15	932	620	692
기초현금	721	582	597	1,529	2,149
기말현금	582	597	1,529	2,149	2,841
Gross cash flow	1,428	1,251	1,593	2,097	2,418
Free cash flow	888	968	1,297	1,324	1,521

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
중감률 (%)					
매출액	41.8	22.8	46.2	7.3	10.6
영업이익	54.0	-10.8	58.5	12.0	15.7
순이익	119.3	-43.7	49.8	24.7	16.0
수정 EPS**	81.1	-16.5	12.2	65.7	16.1
주당지표					
EPS (지배주주)	27,162	15,438	23,644	29,738	34,511
EPS (연결기준)	27,089	15,415	23,612	29,698	34,464
수정 EPS**	19,196	16,021	17,968	29,768	34,569
BPS	150,187	157,747	181,868	211,200	245,598
DPS (보통주)	0	2,240	2,240	2,240	2,240
Valuations (배)					
P/E***	16.3	15.4	13.1	7.9	6.8
P/B***	2.1	1.6	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.2	9.7	5.7	4.8	3.9
비율					
ROE (%)	21.1	10.6	14.7	16.1	16.0
ROA (%)	18.1	8.5	11.1	12.4	12.7
ROIC (%)	64.6	36.3	38.6	40.0	44.0
배당성향 (%)	0.0	13.6	8.8	7.1	6.1
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.9	1.0	1.0	1.0
순부채비율 (%)	-7.5	-2.6	-3.5	-9.7	-14.8
이자보상배율 (배)	125.0	90.5	54.2	57.8	63.4

COMPANY UPDATE

2026. 7. 22

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	290,000원	35.8%
현재주가	213,500원	
시가총액	4.6조원	
주식수 (유동주식 비중)	21,544,022주 (0.0%)	
52주 최저/최고	187,000원/338,000원	
60일-평균거래대금	395.6억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
NC (%)	-22.9	-4.0	2.6
Kospi 지수 대비 (%pts)	3.4	-30.2	-51.2

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	290,000	350,000	-17.1%
2026E EPS	16,857	20,834	-19.1%
2027E EPS	26,263	24,764	6.1%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	17
목표주가	373,235
추천 점수	4.0

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



리서치센터 리포트
바로가기

NC (036570)

일부 신작 지연에도 모멘텀은 풍부

- 리니지 클래식과 JustPlay 매출 호조로 2Q26 영업이익은 QoQ 17% 증가 전망
- 9월 아이온2 글로벌 출시를 시작으로 대작 출시가 연이어 예정되어 있는 만큼 신작 모멘텀이 강화되며 주가 반등이 나타날 전망. 기존 BUY 투자의견 유지

WHAT'S THE STORY?

리니지 클래식이 실적 견인: 리니지 클래식 매출 호조로 2Q26 매출은 QoQ 26.6% 증가한 7,055억원을 기록, 컨센서스를 7.2% 상회할 전망. 리니지 클래식 일 평균 매출은 18억원으로, 전분기 매출 일부 지연으로 QoQ 15% 증가 전망. 영업일 수가 온기 반영되며 2분기 1,630억원의 매출 예상. 저스트플레이 신규 편입으로 모바일 캐주얼게임 매출도 1분기 355억원에서 1,458억원으로 증가 전망. 개발자 성과급과 저스트플레이 인수로 인건비와 마케팅비가 QoQ 각각 5%, 20% 증가 예상. 영업이익은 매출 증가로 QoQ 16.6% 증가한 1,321억원을 기록, 컨센서스에 부합할 전망.

3분기 트래픽 감소: 2월 출시된 리니지 클래식의 PC방 트래픽은 3월을 정점으로 점차 감소. 6월 PC방 이용자 수는 178만 명으로 3월 대비 48% 감소. 아이온2 역시 트래픽과 매출 감소세가 지속. 9월 아이온2가 글로벌에서 출시되나, 적은 영업일 수로 매출 기여는 제한적일 전망. 이에 3Q26 영업이익은 천억원 아래로 감소할 전망.

풍부한 신작 모멘텀: 9월부터 아이온2를 비롯하여 3종의 퍼블리싱 신작이 출시 예정인 만큼 4Q26부터 영업이익 반등 기대. '27년과 '28년에도 대작 호라이즌 스틸 프론티어스, 길드워 3가 각각 출시 예정이고, 미스트바운드, 아이온 모바일 등 스파오프 게임도 대작 사이 출시를 계획하고 있는 만큼 신작 모멘텀은 지속적으로 유지될 전망.

아이온2 출시 기대가 반등 열쇠: 리니지 클래식의 매출 감소와 일부 신작 출시 지연을 반영하여 '26년 영업이익을 16.7% 하향하고, 목표주가를 기존 35만원에서 29만원(12개월 예상 EPS에 국내의 게임 기업의 P/E 평균 14.8배 적용)으로 17.1% 하향. 리니지 클래식 트래픽 하락으로 주가가 하락하며 12MF P/E는 10.7배로 하락. 그러나 아이온2 글로벌 출시가 두 달 앞으로 다가온 만큼 신작 정보가 추가 공개되며 주가는 반등세로 전환될 가능성이 높다고 판단됨. 기존 BUY 투자의견 유지함.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	1,507	2,720	3,501	3,595
영업이익 (십억원)	16	456	708	632
순이익 (십억원)	347	514	700	651
EPS (adj) (원)	-2,480	16,857	26,263	24,075
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	55.8	-8.3
EBITDA margin (%)	7.4	20.2	22.9	20.2
ROE (%)	10.8	13.9	16.5	13.7
P/E (adj) (배)	n/a	12.7	8.1	8.9
P/B (배)	1.2	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	33.1	6.2	3.6	3.3

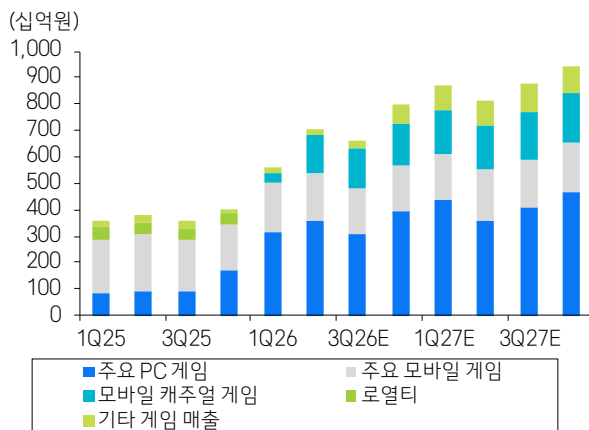
자료: NC, 삼성증권 추정

2Q26 Preview

(십억원)	2Q26E			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	705.5	664.9	657.9	6.1	7.2	290.7	557.4	142.7	26.6
주요 PC 게임	358.6	314.8		13.9		91.7	318.4	290.9	12.6
주요 모바일 게임	181.1	184.1		(1.7)		219.0	182.8	(17.3)	(0.9)
모바일 캐주얼 게임	145.8	145.8		0.0		0.0	35.5	n/a	310.6
로열티 매출	0.0	0.0		#DIV/0!		42.3	0.0	n/a	n/a
기타 게임 매출	20.1	20.1		0.0		29.5	20.7	(31.7)	(3.0)
영업비용	573.4	549.6		4.3		367.3	444.1	56.1	29.1
인건비 및 복리후생비	186.4	168.7		10.5		133.5	174.1	39.6	7.0
지급수수료	102.3	121.6		(15.9)		91.4	92.8	11.9	10.2
연구개발비	92.3	88.8		3.9		70.2	86.2	31.3	7.0
광고선전비	137.3	114.6		19.9		22.7	36.8	505.2	273.1
기타	55.2	55.8		(1.1)		49.5	54.1	11.4	2.0
영업이익	132.1	115.3	128.5	14.6	2.8	15.1	113.3	776.1	16.6
세전이익	163.1	135.1	148.7	20.7	9.7	(33.3)	187.3	흑전	(12.9)
당기순이익	130.5	108.1	109.5	20.7	19.2	(36.0)	152.4	흑전	(14.4)
지배주주순이익	127.9	105.9	107.0	20.7	19.6	(35.4)	148.8	흑전	(14.0)
이익률 (%)									
영업이익률	18.7	17.3				5.2	20.3		
세전이익률	23.1	20.3				(11.5)	33.6		
순이익률	18.5	16.3				(12.4)	27.3		
지배주주순이익률	18.1	15.9				(12.2)	26.7		

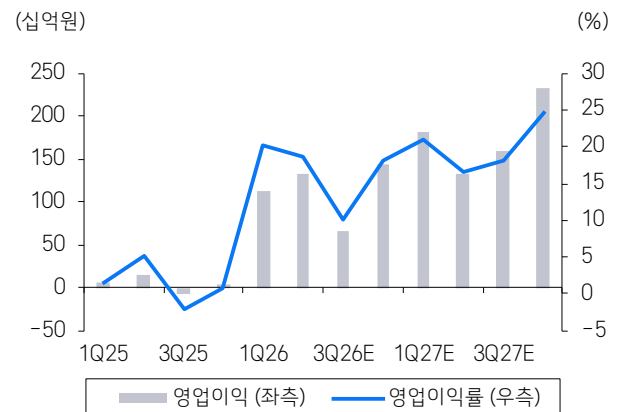
자료: NC, FnGuide, 삼성증권 추정

플랫폼별 분기 매출 추이



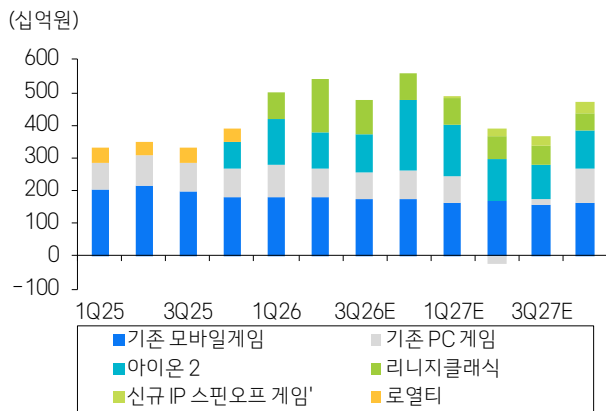
자료: NC, 삼성증권 추정

분기 영업이익 추이



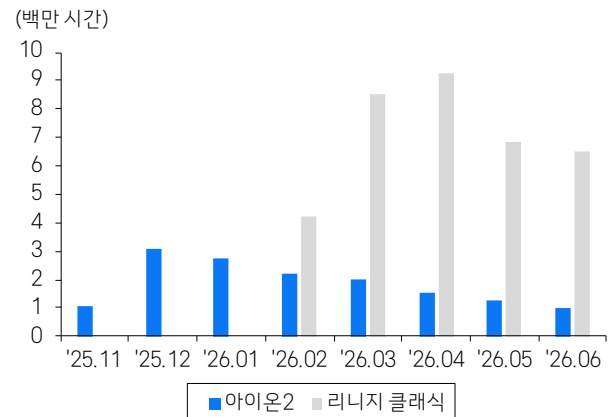
자료: NC, 삼성증권 추정

레거시 IP 게임 매출 추이



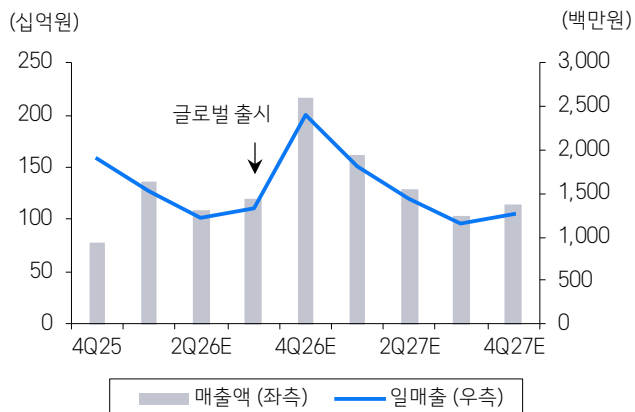
자료: NC, 삼성증권 추정

신규 레거시 IP 게임 PC방 이용 시간 추이



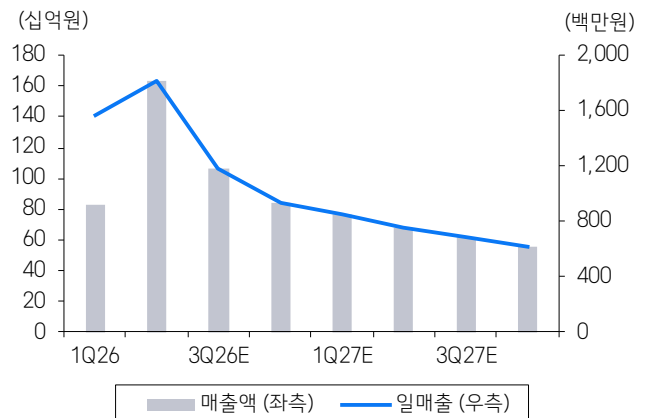
자료: 더로그

아이온2 매출 추이



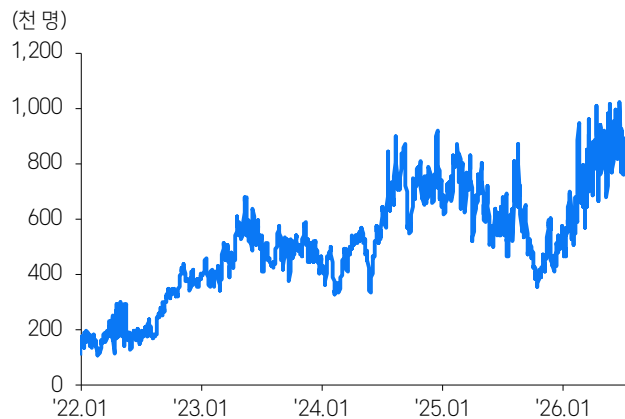
자료: NC, 삼성증권 추정

리니지 클래식 매출 추이



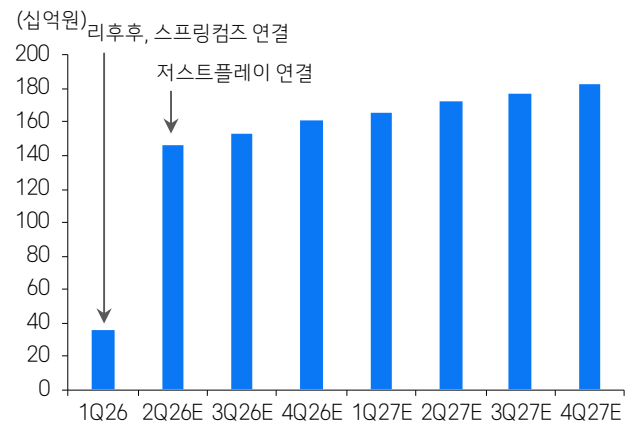
자료: NC, 삼성증권 추정

저스트플레이 DAU 추이



자료: 센서타워

캐주얼게임 매출 추이



자료: NC, 삼성증권 추정

아이온2 글로벌 비즈니스 모델

항목	내용
서비스 방식	Free-to-Play(F2P), 게임 무료 다운로드 및 플레이 글로벌 유저 진입장벽 최소화
핵심 과금	월 구독형 멤버십(약 \$15 예정) 가입 시 거래소 이용, 편의 기능 제공
시즌형 콘텐츠	배틀패스 판매를 통한 반복 매출 확보
아이템 판매	의상·탈것·스킨 등 코스메틱 중심 직접적인 전투력 판매 최소화
게임 내 화폐	Kina (플레이로 획득), Quna (유료 재화)
교환소	Kina와 Quna 교환 가능. 현금→프리미엄 재화→게임 머니로 이어지는 합법적 거래 구조 제공
거래소	플레이어 간 아이템 거래 가능 (가격은 이용자가 결정)

자료: NC, 삼성증권 정리

6/6 길드워3 트레일러 공개



자료: NC, 삼성증권 추정

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	비고
4Q25	아이온2	MMORPG	PC/모바일	한국/대만 2025년 11월 19일 출시
1Q26	리니지 클래식*	MMORPG	PC	2월 7일 프리오픈 후 11일 정식 출시
2H26	아이온2 글로벌	MMORPG	PC/모바일	자체 퍼블리싱으로 3Q26 출시
	타임 테이커즈	TPS	PC/콘솔	미스틸게임즈 개발
	브레이커스: 언락 더 월드	애니메이션 RPG	PC/모바일	빅게임스튜디오 개발, 엔씨소프트 글로벌 퍼블리싱
	신더시티	3인칭 슈팅	PC/콘솔	22년 11월 14일 유튜브 최초 공개
	길드워 리포지드 모바일*	MMORPG	모바일	IP 스피노프 게임
	미스트바운드	CCG	모바일/콘솔	길드워 IP. 빌리빌리 퍼블리싱
2027	아이온 모바일*	MMORPG	모바일	성취게임즈가 PC 아이온 포팅하여 개발
	아스트라에 오라티오	수집형 RPG	모바일	디나미스원 개발
	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	PC/콘솔	소니 호라이즌 제로 던 IP 기반 MMORPG
2028	길드워 3	MMORPG	PC/콘솔	아레나넷 개발, 길드워 IP

참고: *2026년 IP 스피노프 게임 총 3종 출시 예정

자료: NC, 삼성증권 정리

주요 게임 매출 추정

(백만원)	2025	2026E	2027E	2028E	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
리니지M	432,977	463,215	442,203	406,470	112,805	118,446	113,708	118,256	112,343	114,590	106,569	108,700
일 매출	1,203	1,287	1,228	1,129	1,253	1,316	1,263	1,314	1,248	1,273	1,184	1,208
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지2M	178,348	132,887	111,276	99,449	37,497	33,372	30,702	31,316	28,185	28,700	26,404	27,988
일 매출	495	369	309	276	417	371	341	348	313	319	293	311
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 W	183,086	116,717	97,674	87,736	32,485	29,237	27,775	27,220	24,498	24,988	23,738	24,450
일 매출	509	324	271	244	361	325	309	302	272	278	264	272
영업일 수	360	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 클래식		437,343	262,439	172,186	83,500	163,061	105,990	84,792	76,313	68,681	61,813	55,632
일 매출		1,354	729	478	1,575	1,812	1,178	942	848	763	687	618
영업일 수		323	360	360	53	90	90	90	90	90	90	90
모바일 캐주얼게임		495,143	697,787	802,990	35,509	145,800	153,090	160,745	165,567	172,190	177,355	182,676
일 매출		1,375	1,938	2,231	450	1,620	1,701	1,786	1,840	1,913	1,971	2,030
영업일 수		360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
아이온2	77,361	583,106	510,774	294,874	136,751	109,401	120,341	216,613	162,460	129,968	103,974	114,372
일 매출	1,934	1,620	1,419	819	1,519	1,216	1,337	2,407	1,805	1,444	1,155	1,271
영업일 수	40	360	360	360	90	90	90	90	90	90	90	90
리니지 클래식		437,343	262,439	172,186	83,500	163,061	105,990	84,792	76,313	68,681	61,813	55,632
일 매출		1,354	729	478	1,575	1,812	1,178	942	848	763	687	618
영업일 수		323	360	360	53	90	90	90	90	90	90	90
타임 테이커스		46,800	102,918	74,637			9,000	37,800	30,240	25,704	21,848	25,126
일 매출		446	286	207			600	420	336	286	243	279
영업일 수		105	360	360			15	90	90	90	90	90
리밋 제로 브레이커스		12,000	64,324	44,946				12,000	18,900	16,065	13,655	15,704
일 매출		300	179	125				300	210	179	152	174
영업일 수		40	360	360				40	90	90	90	90
신더시티		8,500	338,314	175,845				8,500	122,400	85,680	68,544	61,690
일 매출		31	940	488				1,700	1,360	952	762	685
영업일 수		275	360	360				5	90	90	90	90
호라이즌 스틸 프론티어스			257,500	340,893							100,000	157,500
일 매출			1,981	947							2500	1750
영업일 수			130	360							40	90

자료: NC, 삼성증권 추정

엔씨소프트 밸류에이션

12개월 예상 EPS	19,479
목표 P/E (배)*	14.8
적정 주가 (원)	287,909
목표주가 (원)	290,000
현재 주가 (원)	213,500
상승 여력 (%)	35.8

참고: *피어 그룹의 '26년과 '27년 P/E 평균 적용
7월 21일 종가 기준
자료: NC, 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2026E	2027E	평균
Krafton	10.3	9.1	9.7
Netmarble	7.3	8.7	8.0
Nintendo	19.7	21.4	20.5
Bandai Namco	20.4	18.9	19.7
Nexon	16.3	15.8	16.0
평균	14.8	14.8	14.8

참고: 7월 21일 종가 기준
자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	360.3	290.7	360.0	404.2	557.4	705.5	660.0	796.6	870.4	812.1	874.5	943.9
주요 PC 게임	83.3	91.7	87.7	168.2	318.4	358.6	307.2	392.1	437.5	360.5	409.2	464.5
주요 모바일 게임	206.3	219.0	197.2	178.1	182.8	181.1	172.2	176.8	174.0	189.9	182.6	192.2
모바일 캐주얼 게임					35.5	145.8	153.1	160.7	165.6	172.2	177.4	182.7
로열티 매출	45.0	42.3	46.8	42.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 게임 매출	25.7	29.5	28.3	15.6	20.7	20.1	27.5	67.0	93.3	89.5	105.3	104.4
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	573.4	593.8	651.9	688.5	678.4	715.1	711.0
인건비 및 복리후생비	108.9	133.5	134.7	136.0	174.1	186.4	190.0	193.7	201.1	202.7	204.3	205.9
지급수수료	94.0	91.4	90.7	83.2	92.8	102.3	102.2	136.9	157.5	151.6	165.1	172.6
연구개발비	90.9	70.2	77.3	83.3	86.2	92.3	95.0	98.8	99.6	100.4	101.2	105.0
광고선전비	13.3	22.7	15.8	49.5	36.8	137.3	150.3	163.5	170.2	162.4	181.7	165.9
기타	48.0	49.5	49.0	48.9	54.1	55.2	56.3	59.1	60.2	61.4	62.9	61.6
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	3.2	113.3	132.1	66.2	144.8	181.9	133.7	159.4	232.9
세전이익	31.3	(33.3)	435.1	28.2	187.3	163.1	104.8	184.0	225.9	173.5	200.5	275.6
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	152.4	130.5	83.8	147.2	180.7	138.8	160.4	220.5
지배주주순이익	37.8	(35.4)	346.7	(2.4)	148.8	127.9	82.2	144.2	177.1	136.0	157.2	216.1
수정 EPS (원)	1,038	1,030	-3,858	-1,156	4,098	4,947	2,485	5,326	6,683	4,985	5,941	8,654
이익률 (%)												
영업이익률	1.4	5.2	(2.1)	0.8	20.3	18.7	10.0	18.2	20.9	16.5	18.2	24.7
세전이익률	8.7	(11.5)	120.9	7.0	33.6	23.1	15.9	23.1	26.0	21.4	22.9	29.2
순이익률	10.4	(12.4)	96.5	(0.4)	27.3	18.5	12.7	18.5	20.8	17.1	18.3	23.4
지배주주순이익률	10.5	(12.2)	96.3	(0.6)	26.7	18.1	12.4	18.1	20.3	16.7	18.0	22.9

자료: NC, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	2,804.1	2,719.6	(3.0)	3,366.5	3,500.9	4.0	3,531.1	3,594.6	1.8
주요 PC 게임	1,399.8	1,376.3	(1.7)	1,476.3	1,671.7	13.2	1,474.7	1,570.6	6.5
주요 모바일 게임	771.8	712.8	(7.6)	829.0	738.8	(10.9)	820.9	746.5	(9.1)
모바일 캐주얼 게임	495.1	495.1	0.0	697.8	697.8	0.0	803.0	803.0	0.0
로열티 매출	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a
기타 게임 매출	137.4	135.4	(1.5)	363.4	392.6	8.0	432.5	474.4	9.7
영업비용	2,256.6	2,263.3	0.3	2,728.0	2,793.0	2.4	2,910.5	2,962.4	1.8
인건비 및 복리후생비	690.4	744.2	7.8	737.3	813.9	10.4	775.9	856.9	10.4
지급수수료	522.5	434.2	(16.9)	744.6	646.7	(13.1)	824.1	701.1	(14.9)
연구개발비	361.6	372.2	2.9	391.1	406.1	3.8	415.6	431.6	3.9
광고선전비	455.4	487.9	7.1	606.2	680.2	12.2	636.9	717.7	12.7
기타	226.7	224.8	(0.9)	248.8	246.0	(1.1)	258.0	255.2	(1.1)
영업이익	547.5	456.3	(16.7)	638.5	707.9	10.9	620.6	632.1	1.9
세전이익	685.2	639.2	(6.7)	725.2	875.5	20.7	722.6	813.3	12.6
당기순이익	550.8	513.9	(6.7)	580.1	700.4	20.7	578.1	650.7	12.6
지배주주순이익	539.1	503.1	(6.7)	568.5	686.4	20.7	566.5	637.6	12.6
수정 EPS (원)	20,834	16,857	(19.1)	24,764	26,263	6.1	24,651	24,075	(2.3)
이익률 (%)									
영업이익률	19.5	16.8		19.0	20.2		17.6	17.6	
세전이익률	24.4	23.5		21.5	25.0		20.5	22.6	
순이익률	19.6	18.9		17.2	20.0		16.4	18.1	
지배주주순이익률	19.2	18.5		16.9	19.6		16.0	17.7	

자료: NC, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,578	1,507	2,720	3,501	3,595
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,507	2,720	3,501	3,595
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	1,687	1,491	2,263	2,793	2,962
영업이익	-109	16	456	708	632
(영업이익률, %)	-6.9	1.1	16.8	20.2	17.6
영업외손익	230	445	183	168	181
금융수익	157	116	158	156	171
금융비용	40	47	31	32	32
지분법손익	4	-20	-25	-26	-26
기타	109	396	81	69	69
세전이익	121	461	639	876	813
법인세	27	114	125	175	163
(법인세율, %)	22.2	24.7	19.6	20.0	20.0
계속사업이익	94	347	514	700	651
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	94	347	514	700	651
(순이익률, %)	6.0	23.1	18.9	20.0	18.1
지배주주순이익	94	347	503	686	638
비지배주주순이익	-0	1	11	14	13
EBITDA	-0	112	548	801	725
(EBITDA 이익률, %)	-0.0	7.4	20.2	22.9	20.2
EPS (지배주주)	4,291	16,023	23,351	31,860	29,597
EPS (연결기준)	4,287	16,057	23,856	32,510	30,201
수정 EPS (원)*	-2,600	-2,480	16,857	26,263	24,075

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,789	2,267	2,609	3,145	3,736
현금 및 현금등가물	1,260	504	1,170	1,562	2,122
매출채권	130	187	278	330	341
재고자산	1	1	0	0	0
기타	397	1,574	1,161	1,253	1,273
비유동자산	2,165	2,067	2,413	2,560	2,567
투자자산	872	751	785	809	814
유형자산	998	1,035	1,184	1,307	1,309
무형자산	104	111	257	258	258
기타	192	170	187	187	187
자산총계	3,954	4,333	5,023	5,705	6,304
유동부채	322	641	806	905	1,020
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	322	641	806	905	1,020
비유동부채	568	322	314	335	359
사채 및 장기차입금	170	40	40	40	40
기타 비유동부채	398	282	274	295	319
부채총계	890	963	1,119	1,240	1,379
지배주주지분	3,058	3,365	3,880	4,427	4,875
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,669	4,154	4,701	5,149
기타	-860	-749	-719	-719	-719
비지배주주지분	5	6	23	37	50
자본총계	3,064	3,370	3,903	4,464	4,925
순부채	-1,060	-647	-1,251	-1,715	-2,284

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	107	162	585	795	812
당기순이익	94	347	514	700	651
현금유출입이없는 비용 및 수익	-7	-203	118	150	123
유형자산 감가상각비	106	91	83	84	84
무형자산 상각비	3	5	9	9	9
기타	-116	-298	26	56	29
영업활동 자산부채 변동	-43	-7	23	49	116
투자활동에서의 현금흐름	1,294	-832	123	-307	-115
유형자산 증감	-83	-103	-206	-207	-87
장단기금융자산의 증감	987	-353	50	-91	-19
기타	390	-377	278	-9	-9
재무활동에서의 현금흐름	-523	-82	-28	-132	-181
차입금의 증가(감소)	-268	-24	-5	8	9
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	-64	-28	-22	-139	-190
기타	-191	-30	-1	0	0
현금증감	895	-757	666	392	561
기초현금	365	1,260	504	1,170	1,562
기말현금	1,260	504	1,170	1,562	2,122
Gross cash flow	87	145	632	850	773
Free cash flow	23	59	378	138	726

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: NC, 삼성증권 추정

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	-11.3	-4.5	80.5	28.7	2.7
영업이익	적전	흑전	2,738.1	55.1	-10.7
순이익	-56.0	269.1	47.9	36.3	-7.1
수정 EPS**	적전	적지	흑전	55.8	-8.3
주당지표					
EPS (지배주주)	4,291	16,023	23,351	31,860	29,597
EPS (연결기준)	4,287	16,057	23,856	32,510	30,201
수정 EPS**	-2,600	-2,480	16,857	26,263	24,075
BPS	157,673	173,514	199,254	227,346	250,338
DPS (보통주)	1,460	1,150	7,157	9,753	9,060
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	12.7	8.1	8.9
P/B***	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	n/a	33.1	6.2	3.6	3.3
비율					
ROE (%)	3.0	10.8	13.9	16.5	13.7
ROA (%)	2.3	8.4	11.0	13.1	10.8
ROIC (%)	-7.3	1.1	31.8	43.4	38.7
배당성향 (%)	1,549.6	331.7	27.7	27.7	27.7
배당수익률 (보통주, %)	0.8	0.6	3.4	4.6	4.2
순부채비율 (%)	-34.6	-19.2	-32.1	-38.4	-46.4
이자보상배율 (배)	-10.6	3.6	29.3	44.8	39.1

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

종목 정보

BUY		
목표주가	49,000원	40.0%
현재주가	35,000원	
시가총액	2.9조원	
주식수 (유통주식 비중)	83,526,433주 (0.0%)	
52주 최저/최고	34,900원/68,000원	
60일-평균거래대금	103.3억원	

수익률

	1개월	6개월	12개월
넷마블 (%)	-14.3	-28.7	-45.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	14.9	-48.1	-73.9

주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	49,000	59,000	-16.9%
2026E EPS	3,893	4,042	-3.7%
2027E EPS	4,944	4,898	0.9%

컨센서스

커버 증권사 수	14
목표주가	63,643
추천 점수	4.0

→ BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL



리서치센터 리포트
바로가기

넷마블 (251270)

낮아진 밸류에이션, 흥행률 상승이 열쇠

- SOL: enchant 흥행으로 2Q26 영업이익은 QoQ 67% 증가가 예상되나, 지급수수료, 마케팅 등 비용 증가로 컨센서스에는 8% 하회
- 하반기에도 5종의 신작 출시가 예정되어 있으나 낮아진 흥행률로 12MF P/E 7배 수준으로 하락. 추가 신작 흥행 확인 시 주가 반등 가능할 전망

WHAT'S THE STORY?

SOL 흥행으로 매출 반등: SOL:인챐트 흥행으로 2Q26 매출은 QoQ 14.1% 증가한 7,434억원으로 예상. 기존 게임 중에서는 일곱개의대죄: 그랜드크로스가 7주년 프로모션 효과로 매출 증가. 매출 증가로 영업이익도 QoQ 67.1% 증가한 887억원으로 예상되나, 임금 인상과 신작 출시 광고선전비 증가, 퍼블리싱 게임 매출 증가로 컨센서스 대비로는 7.9% 하회할 전망.

재무 구조 개선 긍정적: 회사는 6월 구로구 사옥 지타워를 약 7천억원에 매각하고 '28년 과전 신사옥 이전까지 재임차할 계획. 약 3천억원의 자산 매각 차익과 더불어 확보된 현금을 활용한 차입금 상환으로 이자 부담 경감과 재무 구조 개선 효과가 기대됨.

하반기 신작 대기, 흥행률과 지속성 관건: 상반기 5종의 신작 중 흥행에 성공한 게임은 2종에 그치며 지난해 50% 수준이었던 신작 흥행률이 하락. 하반기 5종의 신작 라인업 중 수집형 RPG 상그릴라 프론티어와 액션 RPG 이블베인에 대한 내부 기대가 가장 높음. 최근 흥행률과 게임 수명 하락으로 영업이익 성장이 둔화된 만큼 하반기 출시 신작의 흥행률 개선과 게임 매출 지속성 확보가 주가 반등의 열쇠가 될 전망.

낮아진 밸류에이션, 신작 흥행 확인 필요: 문길:스타다이크 등 상반기 출시된 일부 신작의 매출 부진을 반영, '26년과 '27년 영업이익 추정치를 각각 8.6%, 10.7% 하향. 목표주가도 기존 59,000원에서 49,000원(12개월 예상 EPS에 목표 P/E 9.9배 적용. 목표 P/E는 국내외 게임 기업 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 20% 할인율 적용)으로 16.9% 하향. 12개월 예상 P/E가 역사적 저점 수준인 7.1배로 낮아진 만큼 밸류에이션 부담은 제한적. 추가 신작 흥행으로 지속성에 대한 시장 의구심 해소가 필요.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	2,835	2,932	3,097	3,205
영업이익 (십억원)	352	340	383	415
순이익 (십억원)	231	474	252	303
EPS (adj) (원)	3,150	3,893	4,944	5,330
EPS (adj) growth (%)	-74.9	23.6	27.0	7.8
EBITDA margin (%)	17.1	15.7	16.1	16.3
ROE (%)	4.1	8.3	4.2	4.9
P/E (adj) (배)	15.3	9.0	7.1	6.6
P/B (배)	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (배)	10.3	7.6	6.9	6.3
Dividend yield (%)	1.8	5.1	2.7	2.7

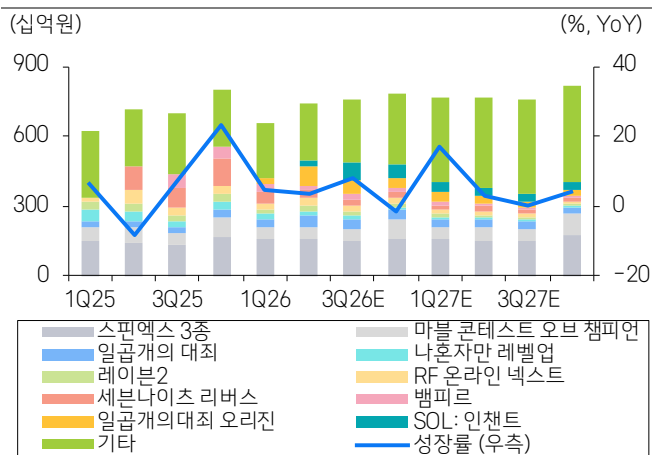
자료: 넷마블, 삼성증권 추정

2Q26 Preview

(십억원)	2Q26E			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	743.4	748.4	735.6	-0.7	1.1	717.6	651.7	3.6	14.1
스핀엑스 3종	154.8	154.8		0.0		143.5	156.4	7.9	-1.0
마블 콘테스트 오브 챔피언	57.3	57.3		0.0		64.6	52.1	-11.2	10.0
일곱개의 대죄	45.6	31.6		44.3		28.7	32.6	58.9	40.0
RF온라인 넥스트	31.3	22.2		41.2		64.6	26.1	-51.6	20.0
세븐나이츠 리버스	31.9	36.5		-12.5		93.3	45.6	-65.8	-30.0
일곱개의대죄: 오리진	82.1	82.1		0.0		0.0	19.6	n/a	320.0
SOL: 인챈트	24.0			#DIV/0!		0.0	0.0	n/a	n/a
기타	316.3	302.9		4.4		322.9	319.3	-2.1	-1.0
영업비용	654.7	654.1	639.3	0.1	2.4	616.5	598.6	6.2	9.4
지급수수료	222.6	246.0		-9.5		242.4	200.9	-8.2	10.8
인건비	179.1	169.0		5.9		174.9	167.6	2.4	6.8
광고선전비	178.7	168.0		6.4		135.4	168.2	32.0	6.3
기타비용	74.3	71.1		4.6		63.8	61.9	16.5	20.1
영업이익	88.7	94.3	96.4	-5.9	-7.9	101.1	53.1	-12.2	67.1
세전이익	348.3	122.2	107.1	185.1	225.3	189.9	277.2	83.4	25.6
당기순이익	174.1	92.8	101.2	87.6	72.1	160.1	211.0	8.8	-17.5
지배주주순이익	173.1	92.3	75.3	87.5	130.0	160.3	209.7	8.0	-17.5
이익률 (%)									
영업이익률	11.9	12.6	13.1			14.1	8.1		
세전이익률	46.9	16.3	14.6			26.5	42.5		
순이익률	23.4	12.4	13.8			22.3	32.4		
지배주주순이익률	23.3	12.3	10.2			22.3	32.2		

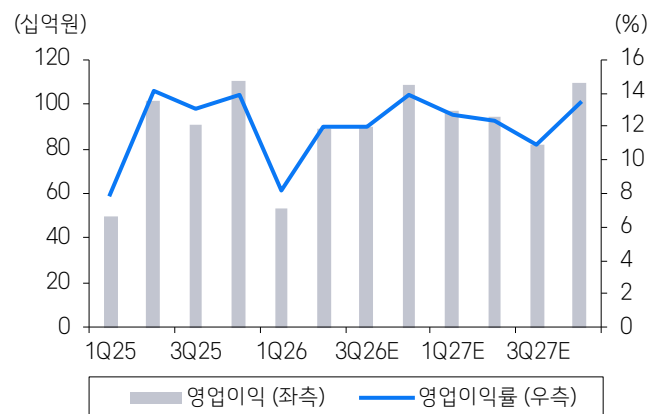
자료: 넷마블, Fnguide, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

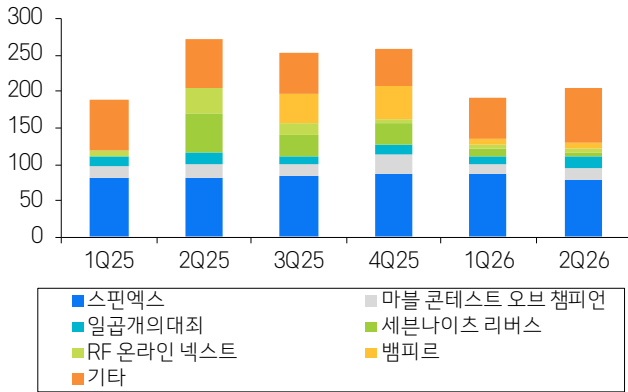
분기별 영업이익 추이



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

센서타워 분기별 매출 추정

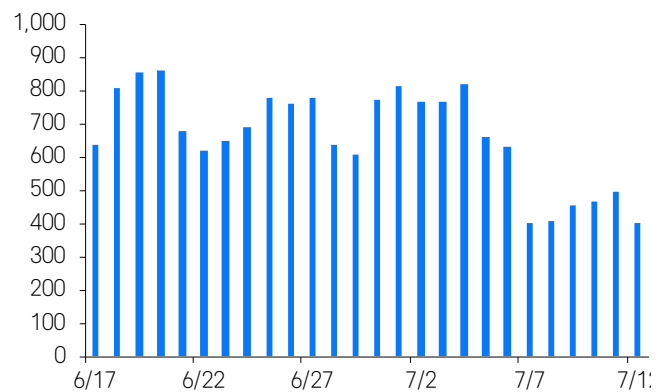
(백만달러)



자료: 센서타워

SOL: enchant 일 매출 추정

(천달러)



자료: 센서타워

넷마블 신작 흥행 기록

분기	출시일	게임	흥행 여부*
1H25	3월 20일	RF온라인넥스트	O
	5월 15일	세븐나이츠리버스	O
	5월 21일	왕좌의게임:킹스로드	X
2H25	8월 26일	뱀피르	O
	9월 4일	킹오브파이터AFK	X
	11월 25일	나혼렐: 어라이즈 오버드라이브	X
1H26	3월 3일	스톤에이지 키우기	X
	3월 24일	일곱개의대죄: Origin	O
	4월 15일	몬걸:스타다이버	X
	6월 18일	SOL: Enchant	O

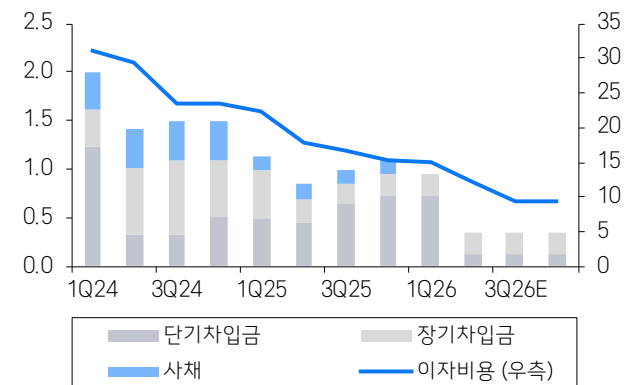
참고: *첫 분기 일평균 매출 10억원 이상 달성 기준

자료: 삼성증권

차입금 및 이자 비용 추이

(조원)

(십억원)



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

신작 라인업

시기	게임	장르	플랫폼	자체 개발/퍼블리싱	출시 국가
2Q26	몬걸: 스타 다이버	액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	SOL: enchant	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	한국
2H26	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 로그라이크 RPG	모바일	퍼블리싱	글로벌
	이블베인	협동 액션	PC/콘솔	자체 개발	글로벌
	프로젝트 이지스	수집형 RPG	PC/모바일	자체 개발	글로벌

자료: 넷마블, 삼성증권 정리

넷마블 밸류에이션

	(십억원)
12개월 예상 EPS	4,930
적용 P/E (배) *	9.9
적정 주가 (원)	48,863
목표주가 (원)	49,000
현재 주가 (원)	35,000
상승 여력(%)	40.0

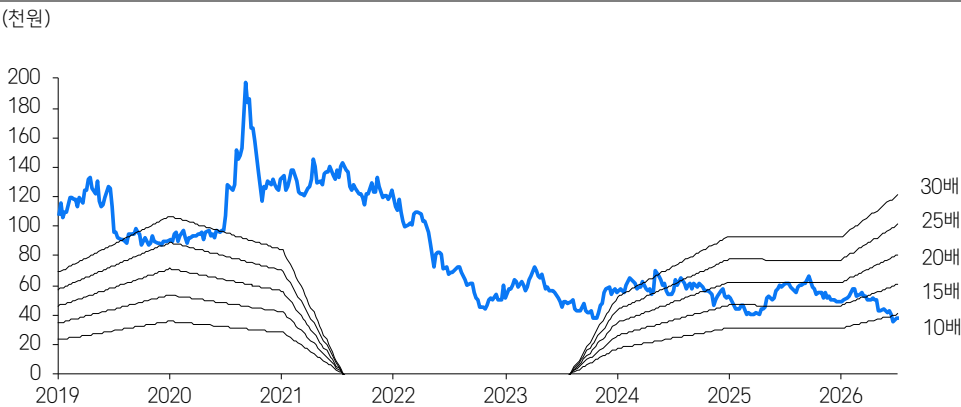
참고: * 피어 그룹의 2026년, 2027년 P/E 평균에 성장성 차이 감안한 20% 할인율 적용; 7월 21일 종가 기준
자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2026E	2027E	평균
Krafton	10.3	9.1	9.7
NC	10.4	9.9	10.2
Shiftup	13.6	11.7	12.7
Netease	14.0	12.7	13.4
Nexon	16.3	15.8	16.0
평균	12.9	11.8	12.4

참고: 7월 21일 종가 기준
자료: Bloomberg

넷마블 P/E 밴드 차트



참고: 12MFP/E 기준
자료: FnGuide, 삼성증권 추정

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	623.9	717.6	696.0	797.6	651.7	743.4	752.9	784.3	763.7	764.6	753.0	815.5
스핀엑스 3종	149.7	143.5	132.2	167.5	156.4	154.8	153.3	161.0	154.5	153.0	151.4	174.2
마블컨테스트 오브 챔피언	56.2	64.6	48.7	87.7	52.1	57.3	48.7	85.3	51.2	56.3	50.7	91.2
일곱개의 대죄	31.2	28.7	27.8	31.9	32.6	45.6	38.8	37.2	35.4	33.6	32.3	31.3
RF온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	31.3	26.6	22.6	19.2	16.3	13.9	11.8
세븐나이트 리버스		93.3	83.5	119.6	45.6	31.9	27.1	23.1	19.6	17.6	15.9	14.3
일곱개의대죄: 오리진					19.6	82.1	57.5	46.0	39.1	31.3	28.1	25.3
SOL: 인챈트						24.0	81.0	56.7	45.4	36.3	32.7	29.4
기타	368.1	322.9	368.9	358.9	319.3	316.3	319.9	352.4	399.3	420.2	428.1	438.0
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	654.7	663.1	675.7	666.8	670.1	671.0	706.2
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	222.6	236.9	244.0	228.9	224.7	216.3	234.4
인건비	172.1	174.9	170.4	182.0	167.6	179.1	179.8	180.5	181.1	188.5	189.6	190.8
광고선전비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	178.7	174.8	176.0	183.4	183.5	192.8	202.7
기타비용	68.8	63.8	64.5	73.8	61.9	74.3	71.5	75.3	73.3	73.4	72.3	78.3
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	88.7	89.8	108.6	96.9	94.5	82.0	109.3
세전이익	97.5	189.9	55.9	2.8	277.2	348.3	97.6	19.5	99.4	100.9	89.0	42.6
당기순이익	80.2	160.1	40.6	(50.9)	211.0	174.1	74.2	14.8	75.5	76.7	67.7	32.4
지배주주순이익	75.6	160.3	37.5	(49.1)	209.7	173.1	73.8	14.7	75.1	76.2	67.3	32.2
수정 EPS (원)	597	1,191	909	410	680	(99)	1,134	1,345	1,245	1,206	1,101	1,391
이익률 (%)												
영업이익률	8.0	14.1	13.1	13.9	8.1	11.9	11.9	13.8	12.7	12.4	10.9	13.4
세전이익률	15.6	26.5	8.0	0.4	42.5	46.9	13.0	2.5	13.0	13.2	11.8	5.2
순이익률	12.9	22.3	5.8	(6.4)	32.4	23.4	9.9	1.9	9.9	10.0	9.0	4.0
지배주주순이익률	12.1	22.3	5.4	(6.2)	32.2	23.3	9.8	1.9	9.8	10.0	8.9	3.9

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	2,963.9	2,932.3	(1.1)	3,063.8	3,096.8	1.1	3,160.3	3,205.0	1.4
스핀엑스 3종	625.5	625.5	0.0	633.1	633.1	0.0	685.0	685.0	0.0
마블 컨테스트 오브 챔피언	243.5	243.5	0.0	249.4	249.4	0.0	263.8	263.8	0.0
일곱개의 대죄	124.9	154.2	23.5	105.8	132.5	25.2	88.9	111.4	25.2
RF 온라인 넥스트	83.1	106.5	28.3	43.4	61.2	41.2	22.6	32.0	41.2
세븐나이츠 리버스	139.5	127.8	(8.4)	77.1	67.4	(12.5)	50.6	44.2	(12.5)
일곱개의대죄 오리진	205.1	205.1	0.0	123.8	123.8	0.0	78.4	78.4	0.0
SOL:인챈트		161.7	n/a		143.7	n/a		91.0	n/a
기타	1,305.7	1,307.9	0.2	1,724.2	1,685.6	(2.2)	1,913.8	1,899.2	(0.8)
영업비용	2,591.5	2,592.0	0.0	2,635.4	2,714.0	3.0	2,659.4	2,790.0	4.9
지급수수료	950.7	904.4	(4.9)	935.8	904.3	(3.4)	894.5	852.9	(4.7)
인건비	679.2	706.9	4.1	705.5	750.0	6.3	737.3	800.9	8.6
광고선전비	680.1	697.7	2.6	687.7	762.4	10.9	711.6	815.7	14.6
기타비용	281.6	283.1	0.5	306.4	297.3	(3.0)	316.0	320.5	1.4
영업이익	372.4	340.2	(8.6)	428.4	382.8	(10.7)	500.8	415.0	(17.1)
세전이익	586.0	742.6	26.7	489.7	331.9	(32.2)	616.1	398.3	(35.4)
당기순이익	445.6	474.1	6.4	372.2	252.3	(32.2)	468.2	302.7	(35.4)
지배주주순이익	443.1	471.3	6.4	370.1	250.7	(32.2)	465.5	300.9	(35.4)
수정 EPS (원)	4,085	3,061	(25.1)	4,898	4,944	0.9	5,698	5,330	(6.5)
이익률 (%)									
영업이익률	13.0	11.6		13.6	12.4			12.9	
세전이익률	14.0	25.3		17.0	10.7			12.4	
순이익률	10.6	16.2		12.9	8.1			9.4	
지배주주순이익률	10.1	16.1		12.3	8.1			9.4	

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	2,664	2,835	2,932	3,097	3,205
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,835	2,932	3,097	3,205
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	2,448	2,483	2,592	2,714	2,790
영업이익	216	352	340	383	415
(영업이익률, %)	8.1	12.4	11.6	12.4	12.9
영업외손익	-139	-6	402	-51	-17
금융수익	77	196	68	67	73
금융비용	192	159	217	198	197
지분법손익	109	106	158	164	171
기타	-133	-149	394	-84	-64
세전이익	76	346	743	332	398
법인세	73	115	268	80	96
(법인세율, %)	95.8	33.3	36.2	24.0	24.0
계속사업이익	3	231	474	252	303
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	3	231	474	252	303
(순이익률, %)	0.1	8.1	16.2	8.1	9.4
지배주주순이익	26	225	471	251	301
비지배주주순이익	-22	6	3	2	2
EBITDA	370	484	461	497	524
(EBITDA 이익률, %)	13.9	17.1	15.7	16.1	16.3
EPS (지배주주)	298	2,618	5,673	3,061	3,673
EPS (연결기준)	37	2,685	5,707	3,080	3,695
수정 EPS (원)*	12,551	3,150	3,893	4,944	5,330

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	288	338	7	182	224
당기순이익	3	231	474	252	303
현금유출입이없는 비용 및 수익	382	258	-179	57	56
유형자산 감가상각비	53	48	41	37	33
무형자산 상각비	101	84	80	78	75
기타	228	127	-300	-57	-52
영업활동 자산부채 변동	-35	-47	-24	-24	-19
투자활동에서의 현금흐름	37	-74	521	-13	-17
유형자산 증감	-17	-47	-9	0	0
장단기금융자산의 증감	-35	-38	-94	-10	-14
기타	89	10	624	-4	-3
재무활동에서의 현금흐름	-221	-146	-983	-136	-29
차입금의 증가(감소)	-148	-102	-579	11	49
자본금의 증가(감소)	5	6	0	0	0
배당금	-0	-41	-72	-147	-78
기타	-77	-9	-332	-0	0
현금증감	148	111	-507	77	179
기초현금	430	578	689	182	259
기말현금	578	689	182	259	438
Gross cash flow	385	489	295	310	359
Free cash flow	270	290	-2	182	224

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 넷마블, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	1,115	1,257	896	1,001	1,219
현금 및 현금등가물	578	689	182	259	438
매출채권	277	281	325	338	356
재고자산	2	2	2	2	2
기타	258	285	387	402	423
비유동자산	7,062	6,837	7,101	7,107	7,169
투자자산	2,928	3,060	3,596	3,717	3,887
유형자산	340	402	370	332	299
무형자산	3,245	2,858	2,918	2,840	2,765
기타	549	516	218	218	218
자산총계	8,177	8,094	7,998	8,108	8,388
유동부채	1,348	1,901	1,428	1,421	1,425
매입채무	28	23	23	24	26
단기차입금	505	733	134	134	134
기타 유동부채	815	1,145	1,271	1,263	1,266
비유동부채	1,355	701	578	590	641
사채 및 장기차입금	997	363	224	224	224
기타 비유동부채	358	337	354	366	417
부채총계	2,703	2,601	2,006	2,011	2,066
지배주주지분	5,416	5,430	5,935	6,039	6,262
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
이익잉여금	1,145	1,338	1,249	1,353	1,576
기타	1,207	1,023	1,616	1,616	1,616
비지배주주지분	58	63	57	58	60
자본총계	5,474	5,492	5,992	6,097	6,322
순부채	1,009	756	591	516	373

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	6.5	6.4	3.4	5.6	3.5
영업이익	흑전	63.5	-3.5	12.5	8.4
순이익	흑전	7,076.8	105.4	-46.8	20.0
수정 EPS**	흑전	-74.9	23.6	27.0	7.8
주당지표					
EPS (지배주주)	298	2,618	5,673	3,061	3,673
EPS (연결기준)	37	2,685	5,707	3,080	3,695
수정 EPS**	12,551	3,150	3,893	4,944	5,330
BPS	66,102	66,269	71,232	73,909	76,633
DPS (보통주)	417	876	1,799	957	957
Valuations (배)					
P/E***	4.1	15.3	9.0	7.1	6.6
P/B***	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	14.9	10.3	7.6	6.9	6.3
비율					
ROE (%)	0.5	4.1	8.3	4.2	4.9
ROA (%)	0.0	2.8	5.9	3.1	3.7
ROIC (%)	0.3	7.2	6.9	9.1	10.2
배당성향 (%)	133.3	31.9	31.2	31.2	26.0
배당수익률 (보통주, %)	0.8	1.8	5.1	2.7	2.7
순부채비율 (%)	18.4	13.8	9.9	8.5	5.9
이자보상배율 (배)	2.0	4.9	7.4	10.1	10.7

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com

유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

▶ 종목 정보

HOLD			
목표주가	36,000원	7.6%	
현재주가	33,350원		
시가총액	2.1조원		
주식수 (유통주식 비중)	62,843,910주 (0.0%)		
52주 최저/최고	29,500원/72,000원		
60일-평균거래대금	262.8억원		

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
펠어비스 (%)	-15.5	-17.8	-15.4
Kosdaq 지수 대비 (%)pts	8.5	3.9	-7.7

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	HOLD	HOLD	
목표주가	36,000	51,000	-29.4%
2026E EPS	5,049	2,637	91.5%
2027E EPS	2,657	1,654	60.6%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	9
목표주가	70,778
추천 점수	3.9

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



리서치센터 리포트
바로가기

펠어비스 (263750)

‘27년 DLC 출시에 달린 반등

- 붉은사막 판매량 감소와 개발자 성과급 지급으로 2Q26 영업이익은 QoQ 50% 감소한 1,054억원에 그쳐 컨센서스를 26% 하회할 전망
- 주가 반등은 내년 하반기 붉은사막 DLC 출시가 가시화되는 시점에 가능할 전망

WHAT'S THE STORY?

붉은사막 판매 하락으로 영업이익 감소: 붉은사막 판매량이 전분기 4백만 장 수준에서 2분기 2백만 장 수준으로 감소함에 따라 2Q26 매출은 QoQ 23.1% 줄어든 2,527억원으로 예상됨. 붉은사막 매출은 QoQ 25% 감소한 1,999억원으로 추정되며, 검은사막 IP 매출 역시 모바일 매출의 하향 안정화로 QoQ 15% 감소 전망. 매출 감소에도 붉은사막 개발팀 성과 인센티브 약 500억원이 반영됨에 따라 영업이익은 QoQ 50% 감소한 1,054억원에 그쳐 컨센서스를 26.3% 하회할 전망.

‘27년 DLC 출시와 플랫폼 확장 예고: 붉은 사막 누적 판매량 6월 600만 장을 기록했으나, 월간 판매량은 빠르게 하락 중. 하반기에는 매출 감소가 불가피하나, 내년에는 닌텐도 스위치2 플랫폼 확장과 DLC(Downloadable Content) 출시를 공식화한 만큼 매출 반등이 가능할 전망. 구체적인 DLC 출시 계획은 하반기 중으로 공개될 예정.

차기작 출시는 ‘28년부터: 차기작 도깨비는 ‘28년 하반기 출시를 목표로 다시 개발에 착수. 플랜8은 아직 컨셉 구체화 단계에 있으며, 도깨비 출시 이후 본격적인 개발에 착수할 것으로 예상되는 만큼, 출시는 2~3년이 추가로 필요할 전망.

내년 DLC 가시화 시 트레이딩 추천: 붉은사막 DLC 출시 계획을 반영하여 ‘27년 영업이익 추정치를 2,062억원으로 155% 상향하나, 현재 붉은사막의 판매량 감소 및 1년간의 신작 공백을 반영하여 목표주가를 기존 51,000원에서 36,000원(‘27년 예상 EPS에 국내외 게임 기업 P/E 평균 13.6배 적용)으로 29.4% 하향하고, 기존 HOLD 투자의견을 유지함. 내년 하반기 DLC 출시가 가시화되며 실적 반등 기대감이 올라오는 시점에서 다시 트레이딩 기회가 주어질 것으로 예상됨.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	366	891	613	725
영업이익 (십억원)	-15	433	206	253
순이익 (십억원)	-8	335	168	207
EPS (adj) (원)	-435	5,049	2,657	3,268
EPS (adj) growth (%)	적지	흑전	-47.4	23.0
EBITDA margin (%)	2.6	51.2	37.4	38.1
ROE (%)	-1.0	34.6	13.9	15.1
P/E (adj) (배)	n/a	6.6	12.6	10.2
P/B (배)	2.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	226.9	3.2	6.0	4.2

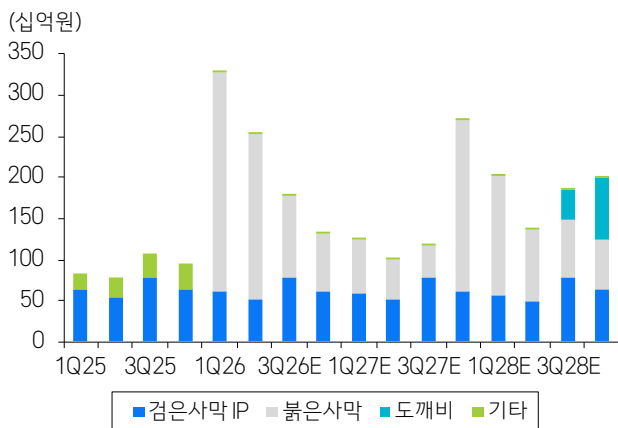
자료: 펠어비스, 삼성증권 추정

2Q26 Preview

(십억원)	2Q26E			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	252.7	248.5	279.6	1.7	(9.6)	79.6	328.5	217.7	(23.1)
검은사막 IP	52.5	54.5		(3.7)		54.9	61.6	(4.5)	(14.8)
붉은사막	199.9	193.6		3.2		0.0	266.5	n/a	(25.0)
기타	0.4	0.4		0.0		24.7	0.4	(98.4)	2.0
영업비용	147.3	135.9		8.4		91.3	116.4	61.3	26.6
인건비 및 복리후생비	84.5	34.8		142.9		65.3	38.4	29.4	119.7
지급수수료	33.0	71.5		(53.9)		22.3	42.5	47.7	(22.4)
광고선전비	17.7	17.4		1.7		13.8	23.4	27.9	(24.5)
기타	12.2	12.2		(0.6)		(10.1)	12.0	흑전	1.3
영업이익	105.4	112.6	143.1	(6.4)	(26.3)	(24.9)	212.1	흑전	(50.3)
세전이익	107.8	115.4	142.8	(6.6)	(24.5)	(27.8)	214.6	흑전	(49.8)
당기순이익	80.8	86.5	104.7	(6.6)	(22.8)	(22.7)	158.0	흑전	(48.8)
지배주주순이익	80.8	86.5	111.5	(6.6)	(27.5)	(22.7)	158.0	흑전	(48.8)
이익률 (%)									
영업이익률	41.7	45.3	51.2			(31.3)	64.6		
세전이익률	42.6	46.4	51.1			(35.0)	65.3		
순이익률	32.0	34.8	37.4			(28.5)	48.1		
지배주주순이익률	32.0	34.8	39.9			(28.5)	48.1		

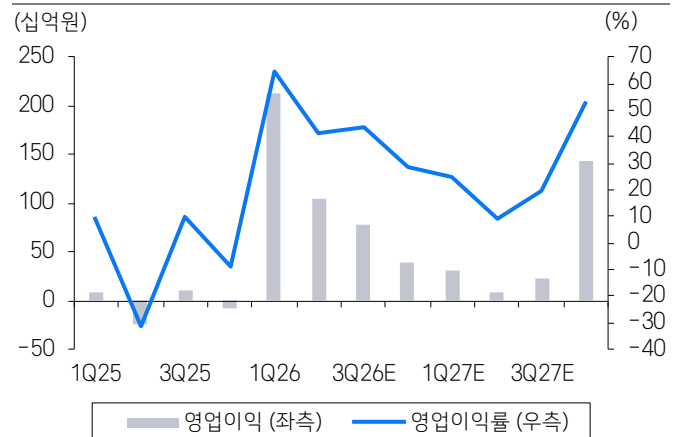
자료: 필어비스, FnGuide, 삼성증권 추정

분기별 매출 추이



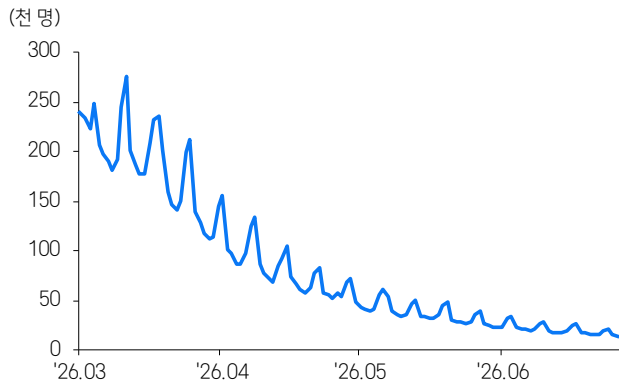
자료: 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



자료: 삼성증권 추정

붉은사막 스팀 동접자 추이



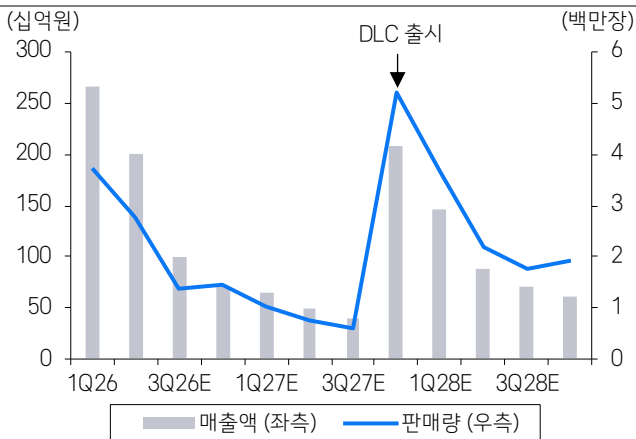
자료: 스팀DB

붉은사막 판매량 달성 기간

누적 판매량	출시일	200만장	300만장	400만장	500만장	600만장
일시	03/20	03/20	03/23	04/01	04/15	06/11
달성 기간(일)		0	3	12	26	83
추가 100만장 판매 기간(일)		0	3	9	14	57

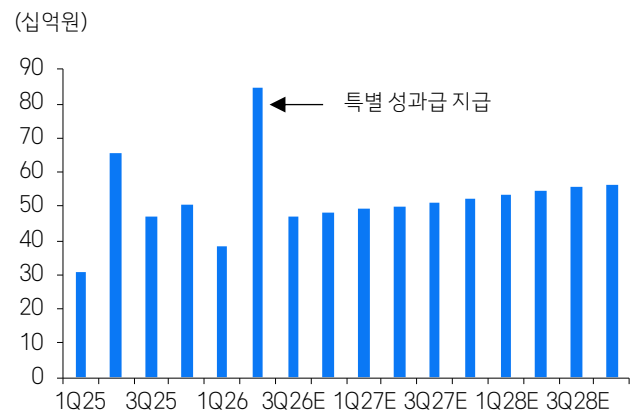
자료: 필어비스, 삼성증권

붉은사막 매출 추정



자료: 필어비스

인건비 추이



자료: 필어비스, 삼성증권 추정

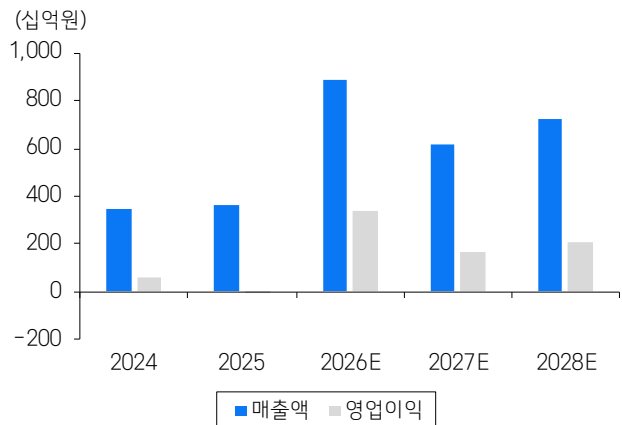
2026 기업가치 제고 계획

목표 및 계획	주요 내용
성장 전략	1. IP 라이프 사이클 강화 2. 신작 파이프라인 확대 3. 기술력 강화
주주 환원 강화	1. 2026년 성과 기준으로 연간 100억원과 당기순이익의 10% 중 큰 금액으로 배당금 지급 2. 보유 자사주(4.4%) 약 50% 소각 잔여 자사주는 우수 임직원 상여 목적으로 사용 계획. 추가 소각도 고려 3. 2H26 신탁을 통해 1,000억원 규모의 자기주식 매입 계획

참고: 2026.06.09 공시

자료: DART, 삼성증권

연간 매출액 및 영업이익 전망



자료: 필어비스, 삼성증권 추정

펼어비스 밸류에이션

	(원)
2027년 예상 EPS	2,657
목표 P/E (배) *	13.6
적정 주가	36,054
목표 주가	36,000
현재 주가	33,450
상승 여력 (%)	7.6

참고: * 국내외 게임 기업 '27년 P/E 평균, 7월 21일 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2026E	2027E
Krafton	10.3	9.1
NC	10.4	9.9
Shiftup	13.6	11.7
Nexon	16.3	15.8
Nintendo	19.7	21.4
평균	14.1	13.6

참고: 7월 21일 종가 기준

자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	83.7	79.6	106.8	95.5	328.5	252.7	177.8	132.1	124.8	100.0	117.8	270.8
검은사막 IP	63.0	54.9	79.5	63.0	61.6	52.5	77.5	61.7	59.1	50.6	78.2	62.3
붉은사막					266.5	199.9	99.9	69.9	65.3	49.0	39.2	208.0
도깨비												
기타	20.7	24.7	27.3	32.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
영업비용	88.9	91.3	96.2	103.9	116.4	147.3	100.4	94.0	93.4	90.6	94.9	128.4
인건비 및 복리후생비	30.9	65.3	46.8	50.7	38.4	84.5	47.1	48.1	49.1	50.2	51.3	52.3
지급수수료	13.1	22.3	20.9	19.2	42.5	33.0	26.7	20.2	19.2	15.6	20.1	35.9
광고선전비	3.9	13.8	13.6	12.3	23.4	17.7	14.2	13.2	12.5	12.0	10.6	27.1
기타	41.0	(10.1)	14.9	21.7	12.0	12.2	12.3	12.5	12.6	12.8	13.0	13.1
영업이익	7.9	(24.9)	10.6	(8.4)	212.1	105.4	77.4	38.1	31.4	9.3	23.0	142.5
세전이익	(1.5)	(27.8)	23.1	(2.8)	214.6	107.8	84.7	43.7	36.0	13.7	28.1	146.4
당기순이익	0.5	(22.7)	29.0	(15.2)	158.0	80.8	63.6	32.8	27.0	10.3	21.1	109.8
지배주주순이익	0.5	(22.7)	29.0	(15.2)	158.0	80.8	63.6	32.8	27.0	10.3	21.1	109.8
수정 EPS (원)	32	-193	238	-512	2,296	1,267	962	500	423	159	323	1,751
이익률 (%)												
영업이익률	9.4	(31.3)	9.9	(8.8)	64.6	41.7	43.5	28.8	25.2	9.4	19.5	52.6
세전이익률	(1.7)	(35.0)	21.6	(3.0)	65.3	42.6	47.6	33.1	28.8	13.7	23.8	54.1
순이익률	0.6	(28.5)	27.1	(15.9)	48.1	32.0	35.7	24.8	21.6	10.3	17.9	40.5
지배주주순이익률	0.6	(28.5)	27.1	(15.9)	48.1	32.0	35.7	24.8	21.6	10.3	17.9	40.5

자료: 필어비스, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	895.8	891.1	(0.5)	420.0	613.4	46.0	555.6	725.1	30.5
검은사막 IP	258.6	253.3	(2.1)	256.1	250.2	(2.3)	252.7	247.1	(2.2)
붉은사막	635.5	636.2	0.1	162.1	361.4	122.9	76.4	364.4	377.0
도깨비	0.0	0.0	n/a	0.0	0.0	n/a	224.5	111.6	(50.3)
기타	1.6	1.6	0.0	1.8	1.8	0.0	1.9	1.9	(0.0)
영업비용	455.8	458.1	0.5	339.2	407.2	20.1	451.1	472.1	4.6
인건비 및 복리후생비	139.9	218.1	55.9	138.8	202.8	46.2	146.2	219.9	50.4
지급수수료	197.5	122.4	(38.0)	102.2	90.7	(11.3)	187.1	123.9	(33.8)
광고선전비	69.1	68.6	(0.8)	46.5	62.2	33.6	63.8	74.1	16.2
기타	49.3	49.0	(0.5)	51.6	51.5	(0.2)	54.1	54.2	0.2
영업이익	440.0	433.0	(1.6)	80.8	206.2	155.0	104.4	253.0	142.2
세전이익	455.6	450.8	(1.0)	100.4	224.2	123.3	126.9	275.5	117.0
당기순이익	340.8	335.1	(1.7)	75.3	168.1	123.3	95.2	206.6	117.0
지배주주순이익	340.8	335.1	(1.7)	75.3	168.1	123.3	95.2	206.6	117.0
수정 EPS (원)	5,119	5,026	(1.8)	1,211	2,657	119.4	1,518	3,268	115.3
이익률 (%)									
영업이익률	49.4	48.6		13.2	33.6		14.4	34.9	
세전이익률	51.1	50.6		16.4	36.5		17.5	38.0	
순이익률	38.2	37.6		12.3	27.4		13.1	28.5	
지배주주순이익률	38.2	37.6		12.3	27.4		13.1	28.5	

자료: 필어비스, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	342	366	891	613	725
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	342	366	891	613	725
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	355	380	458	407	472
영업이익	-12	-15	433	206	253
(영업이익률, %)	-3.6	-4.1	48.6	33.6	34.9
영업외손익	90	6	18	18	23
금융수익	84	28	48	36	40
금융비용	14	27	17	18	18
지분법손익	-4	-1	-1	-1	-1
기타	25	5	-13	1	1
세전이익	78	-9	451	224	275
법인세	17	-1	117	56	69
(법인세율, %)	22.3	6.4	26.0	25.0	25.0
계속사업이익	60	-8	347	168	207
중단사업이익	0	0	-12	0	0
순이익	60	-8	335	168	207
(순이익률, %)	17.6	-2.3	37.6	27.4	28.5
지배주주순이익	60	-8	335	168	207
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	13	9	456	229	276
(EBITDA 이익률, %)	3.8	2.6	51.2	37.4	38.1
EPS (지배주주)	939	-131	5,280	2,675	3,288
EPS (연결기준)	939	-131	5,280	2,675	3,288
수정 EPS (원)*	-150	-435	5,049	2,657	3,268

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	-5	24	390	121	261
당기순이익	60	-8	335	168	207
현금유출입이없는 비용 및 수익	-26	16	110	53	61
유형자산 감가상각비	16	15	13	13	13
무형자산 상각비	9	10	10	10	10
기타	-51	-8	87	29	38
영업활동 자산부채 변동	-34	12	-3	-60	41
투자활동에서의 현금흐름	56	-22	15	-33	-34
유형자산 증감	-3	-1	-11	-14	-14
장단기금융자산의 증감	44	3	22	-19	-21
기타	16	-24	3	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-152	-9	15	-34	-17
차입금의 증가(감소)	-145	-28	3	0	0
자본금의 증가(감소)	0	0	1	0	0
배당금	0	0	0	-34	-17
기타	-7	18	11	0	0
현금증감	-93	-9	384	51	205
기초현금	236	143	134	517	568
기말현금	143	134	517	568	773
Gross cash flow	34	7	445	221	267
Free cash flow	-8	21	379	108	247

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 필터비스, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	453	445	1,195	1,367	1,598
현금 및 현금등가물	143	134	517	568	773
매출채권	45	37	63	129	96
재고자산	0	0	0	0	0
기타	265	274	615	670	730
비유동자산	690	704	426	431	436
투자자산	213	226	242	246	250
유형자산	189	178	164	165	165
무형자산	248	257	12	12	12
기타	40	43	9	9	9
자산총계	1,143	1,149	1,622	1,798	2,035
유동부채	133	136	387	427	471
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	133	136	387	427	471
비유동부채	204	214	96	98	101
사채 및 장기차입금	81	56	71	71	71
기타 비유동부채	122	158	25	27	29
부채총계	337	350	483	525	571
지배주주지분	806	799	1,139	1,274	1,463
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	221	221	221
이익잉여금	559	550	885	1,020	1,210
기타	21	23	26	26	26
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	806	799	1,139	1,274	1,463
순부채	-270	-285	-644	-714	-939

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	2.7	6.8	143.8	-31.2	18.2
영업이익	적지	적지	흑전	-52.4	22.7
순이익	296.8	적전	흑전	-49.8	22.9
수정 EPS**	적지	적지	흑전	-47.4	23.0
주당지표					
EPS (지배주주)	939	-131	5,280	2,675	3,288
EPS (연결기준)	939	-131	5,280	2,675	3,288
수정 EPS**	-150	-435	5,049	2,657	3,268
BPS	13,122	13,011	18,775	20,994	24,123
DPS (보통주)	0	0	552	277	341
Valuations (배)					
P/E***	n/a	n/a	6.6	12.6	10.2
P/B***	2.1	2.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	117.1	226.9	3.2	6.0	4.2
비율					
ROE (%)	7.9	-1.0	34.6	13.9	15.1
ROA (%)	5.1	-0.7	24.2	9.8	10.8
ROIC (%)	-2.6	-3.6	104.3	56.3	66.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	10.0	10.0	10.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	1.7	0.8	1.0
순부채비율 (%)	-33.4	-35.7	-56.5	-56.0	-64.2
이자보상배율 (배)	-1.8	-3.9	234.6	114.5	140.4

2026. 7. 22

Tech팀

오동환 Senior Analyst
dh1.oh@samsung.com유혜림 Research Associate
hyerim0705.yu@samsung.com

▶ 종목 정보

BUY

목표주가	80,000원	35.1%
현재주가	59,200원	
시가총액	1.3조원	
주식수 (유동주식 비중)	21,173,468주 (0.0%)	
52주 최저/최고	47,300원/74,600원	
60일-평균거래대금	69.5억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
더블유게임즈 (%)	-8.6	18.6	2.4
Kospi 지수 대비 (%pts)	22.6	-13.7	-51.3

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	80,000	83,000	-3.6%
2026E EPS	8,874	8,771	1.2%
2027E EPS	9,763	9,656	1.1%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	14
목표주가	82,500
추천 점수	4.0

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

리서치센터 리포트
바로가기

더블유게임즈 (192080)

시가 이끄는 성장

- 팍시게임즈의 AI 기반 캐주얼게임 성장으로 2Q26 영업이익 YoY 28% 성장 전망
- AI 개발 게임 주도 성장과 DDI 완전 자회사화 이후 현금을 활용한 M&A, 주주 환원 강화 가능성을 감안하면, 밸류에이션 디스카운트가 점차 해소될 전망

WHAT'S THE STORY?

여전히 팍시게임즈가 성장 견인: 팍시게임즈 고성장과 와우게임즈 인수 효과로 2Q26 매출은 YoY 20.1% 성장 전망. 팍시게임즈 매출은 AI 개발 캐주얼 게임의 성장으로 YoY 156%, QoQ 24% 증가가 예상됨. 소셜카지노 매출은 YoY, QoQ 유사한 수준으로, 성장하진 못하나 캐시카우 역할을 지속할 전망. 전분기 인력 조정 효과로 인건비가 감소하고, D2C 결제 확대에 지급수수료 부담이 낮아짐에 따라 2Q26 영업이익은 YoY 28% 증가한 695억원을 기록, 컨센서스에 부합할 전망.

AI 개발 게임이 미래: 팍시게임즈의 AI 기반 하이퍼캐주얼 게임들은 빠르게 성장하여 더블유게임즈 전체의 성장을 견인 중. 팍시게임즈의 AI Lab은 글로벌 시장 데이터를 분석하여 콘텐츠 트렌드에 맞는 게임을 시를 통해 빠르게 개발, 효율성을 극대화. 매출 대비 마케팅비 비중도 지난해 80%대에서 올해 70%대로 하락하며 수익성 개선. 회사는 AI Lab의 개발 노하우를 전사로 확대하여 개발 효율성을 높일 계획

DDI 인수 이후 M&A와 주주 환원 강화 전망: 회사는 나스닥 상장 자회사 DDI의 잔여 지분을 전량 인수하여 상장 폐지하고, 100% 자회사화를 추진 중. 인수 자금 확보를 위해 추가 차입이 필요하나, DDI가 7천억원 이상의 현금을 보유하고 있는 만큼 인수 이후 상환 여력은 충분. 상장 폐지가 완료되면 확보된 현금을 기반으로 주주 환원이 강화되거나 M&A가 가시화될 전망.

성장 가시화로 밸류에이션 상승 기대: 피어 밸류에이션 하락을 반영하여 목표주가를 기존 83,000원에서 80,000원(12개월 예상 EPS에 국내외 게임 및 소셜카지노 기업의 P/E 평균 8.6배 적용)으로 3.6% 하향함. 팍시게임즈의 AI 기반 캐주얼게임 고성장으로 이익 성장이 가시화되고 있고, DDI 완전 자회사화 이후 현금을 활용한 추가 성장 동력 확보가 가능해지는 만큼 밸류에이션 디스카운트도 점차 해소될 것이라 판단됨. 기존 BUY 투자 의견을 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (십억원)	720	849	916	988
영업이익 (십억원)	232	288	314	334
순이익 (십억원)	180	278	297	319
EPS (adj) (원)	6,556	8,874	9,763	10,593
EPS (adj) growth (%)	-13.4	35.4	10.0	8.5
EBITDA margin (%)	35.0	37.0	37.2	36.5
ROE (%)	11.3	16.5	15.2	14.3
P/E (adj) (배)	8.2	6.7	6.1	5.6
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	3.2	2.2	1.3	0.6

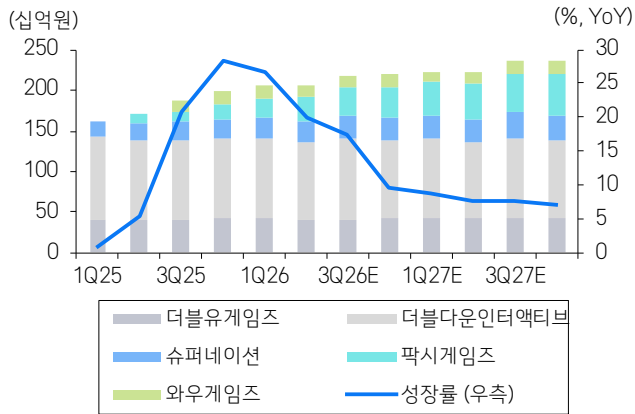
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

2Q26 Preview

(십억원)	2Q26E			차이 (%)		2Q25	1Q26	증감 (%)	
	신규 추정	기존 추정	컨센서스	기존 추정	컨센서스			YoY	QoQ
매출액	206.5	207.3	208.0	(0.4)	(0.7)	171.9	205.0	20.1	0.7
더블유게임즈	41.7	41.7		0.0		40.9	42.3	1.9	(1.4)
더블다운인터랙티브	94.8	96.8		(2.1)		97.3	98.2	(2.5)	(3.5)
슈퍼네이션	25.6	26.2		(2.5)		21.8	25.2	17.4	1.6
팍시게임즈	30.6	28.7		6.7		12.0	24.7	155.6	23.6
와우게임즈	13.8	13.8		0.0		0.0	14.5	n/a	(5.1)
영업비용	137.0	139.9		(2.1)		117.6	136.5	16.4	0.3
인건비 및 복리후생비	23.2	24.3		(4.5)		22.4	24.1	3.6	(3.8)
광고선전비	48.6	49.2		(1.2)		31.9	46.2	52.3	5.2
지급수수료	51.6	50.7		1.9		51.8	52.2	(0.4)	(1.0)
기타	13.5	15.7		(13.9)		11.5	14.0	17.6	(3.5)
영업이익	69.5	67.4	70.4	3.1	(1.2)	54.3	68.5	28.0	1.5
세전이익	86.3	79.2	78.6	9.0	9.8	44.5	91.9	94.0	(6.1)
당기순이익	64.7	59.4	54.0	9.0	19.9	33.0	73.5	96.2	(12.0)
지배주주순이익	49.7	45.6	44.0	9.0	13.1	22.7	56.5	118.8	(12.0)
이익률 (%)									
영업이익률	33.7	32.5	33.8			31.6	33.4		
세전이익률	41.8	30.0	37.8			25.9	44.8		
순이익률	31.4	35.3	26.0			19.2	35.9		
지배주주순이익률	24.1	26.6	21.1			13.2	27.6		

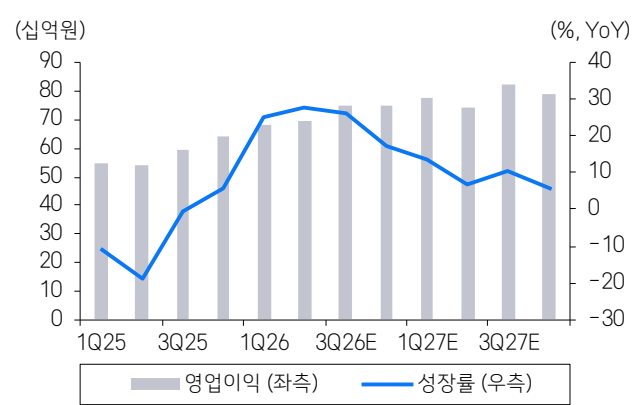
자료: 더블유게임즈, FnGuide, 삼성증권 추정

분기별 매출액 추이



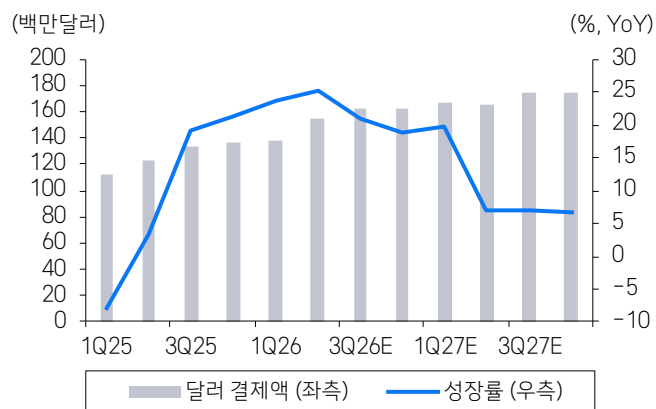
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

분기별 영업이익 추이



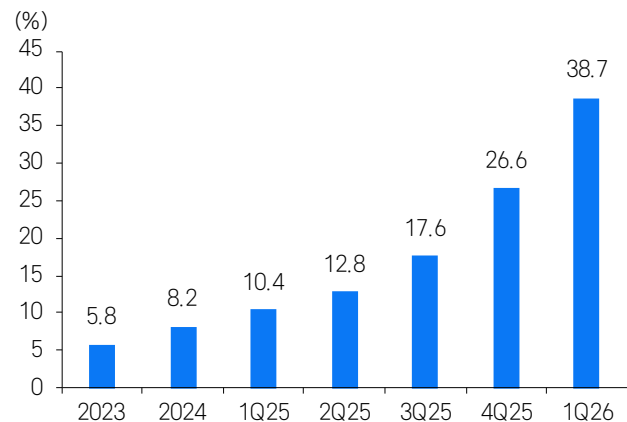
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

연결 달러 결제액 추이



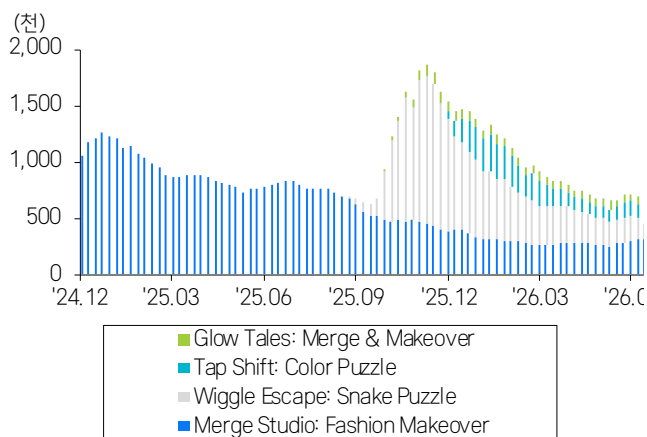
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

D2C 결제 비중 추이



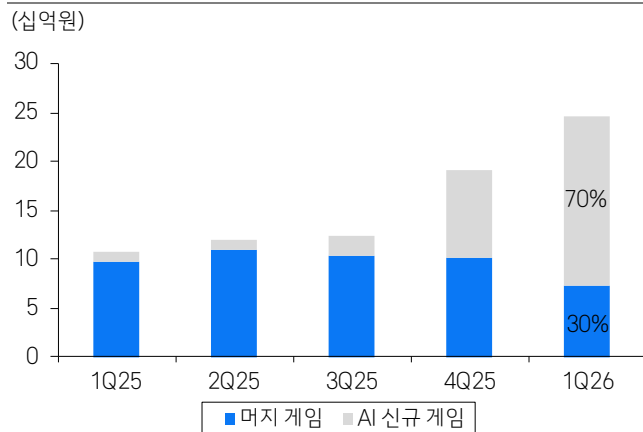
자료: 더블유게임즈

Paxie Game 주요 게임 주간 이용자 추이



자료: 센서타워

Paxie Game 장르별 매출 추이



자료: Paxie Games

Paxie Games AI 개발 게임 Wiggle Escape



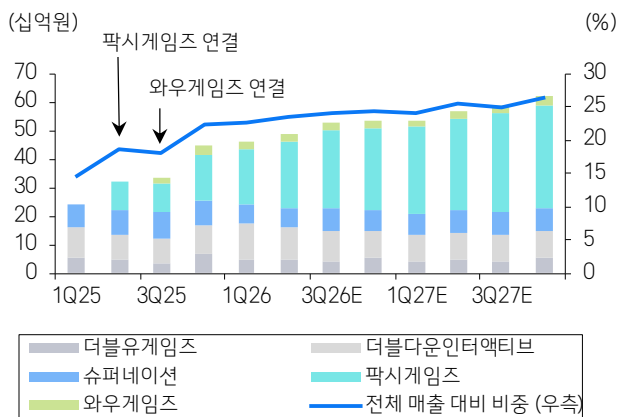
자료: Paxie Games

Paxie Game 주요 캐주얼게임 다운로드 순위

순위	이미지	게임명	장르	다운로드 수
1		Merge Studio	merge	3,870만 이상
2		Wiggle Escape	arrow	680만 이상
3		Tile Star	pair	280만 이상
4		Tap Shift	arrow	170만 이상
5		Glow Tales	merge	110만 이상

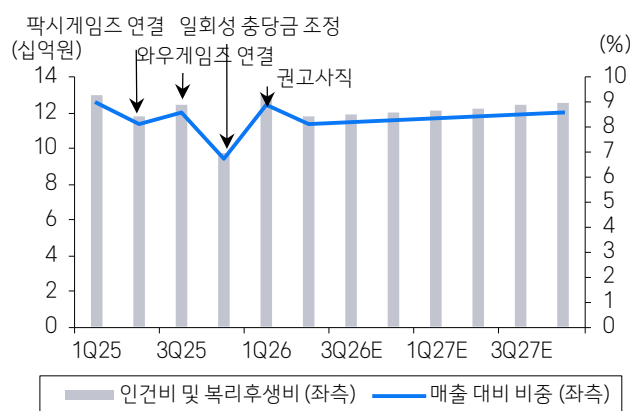
자료: Paxie Games

마케팅비 추이



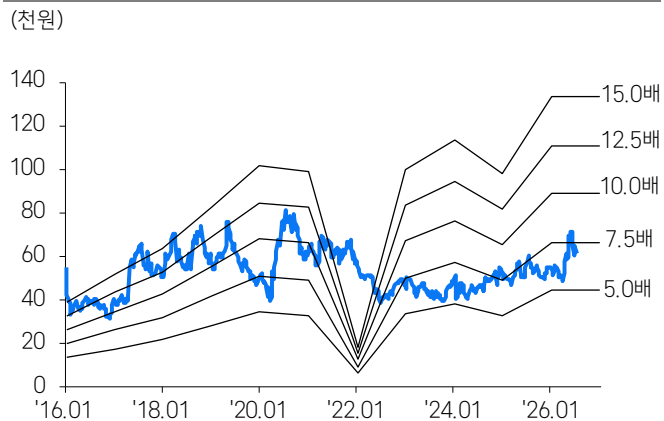
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

인건비 및 복리후생비 추이



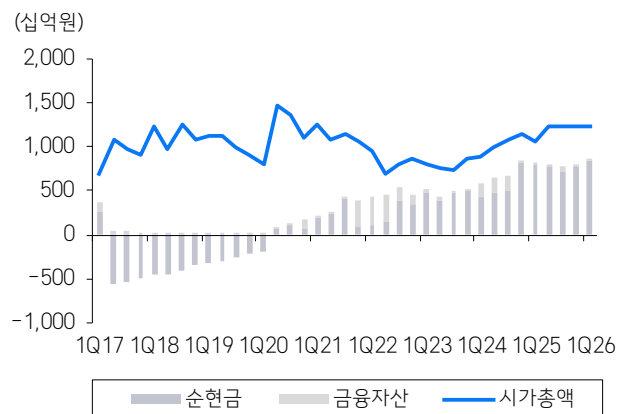
자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

12개월 forward P/E 밴드



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

시가총액 vs 순현금 및 금융 자산



자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

더블유게임즈 밸류에이션

	(원)
12개월 예상 EPS	9,263
목표 P/E (배) *	8.6
적정 주가	79,559
목표주가	80,000
현재 주가	59,200
상승 여력 (%)	35.1

참고: * 피어 그룹의 '26년과 '27년 P/E 평균 적용; 7월 21일 종가 기준

자료: 삼성증권 추정

글로벌 피어 P/E 밸류에이션

(배)	2026E	2027E	평균
Krafton	10.3	9.1	9.7
Netmarble	7.3	8.7	8.0
Neowiz	8.7	8.3	8.5
Playtika	11.0	5.3	8.2
평균	9.3	7.8	8.6

참고: 7월 21일 종가 기준

자료: Bloomberg

분기별 실적 추이 및 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
매출액	162.0	171.9	186.2	199.8	205.0	206.5	218.4	219.3	223.2	222.3	235.1	235.2
더블유게임즈	40.7	40.9	40.8	41.9	42.3	41.7	41.8	41.9	43.5	42.2	42.2	42.3
더블다운인터랙티브	102.1	97.3	97.5	99.4	98.2	94.8	100.0	97.2	96.8	92.9	99.0	95.2
슈퍼네이션	19.2	21.8	22.5	23.3	25.2	25.6	27.2	26.6	28.1	28.9	31.1	30.6
팍시게임즈		12.0	12.4	19.2	24.7	30.6	34.6	38.0	41.4	43.9	47.4	50.7
와우게임즈			12.8	16.1	14.5	13.8	14.9	15.6	13.4	14.5	15.5	16.4
영업비용	107.2	117.6	127.0	135.9	136.5	137.0	143.8	144.3	145.4	147.9	152.7	155.9
인건비 및 복리후생비	23.7	22.4	23.5	21.0	24.1	23.2	23.4	23.6	23.7	23.9	24.1	24.3
광고선전비	23.8	31.9	33.4	44.7	46.2	48.6	52.7	53.2	53.8	56.7	58.5	61.9
지급수수료	49.8	51.8	55.8	55.1	50.7	51.6	54.0	53.6	53.8	53.1	55.6	55.0
기타	10.0	11.5	14.2	15.1	15.5	13.5	13.7	13.9	14.1	14.3	14.5	14.7
영업이익	54.8	54.3	59.2	63.9	68.5	69.5	74.7	75.0	77.8	74.4	82.4	79.3
세전이익	61.1	44.5	71.9	63.7	91.9	86.3	92.2	94.1	98.1	94.0	103.1	100.7
당기순이익	45.8	33.0	56.4	44.6	73.6	64.7	69.1	70.6	73.6	70.5	77.3	75.5
지배주주순이익	34.2	22.7	41.7	32.5	56.5	49.7	53.1	54.2	56.5	54.2	59.4	58.0
수정 EPS (원)	1,611	1,429	1,796	1,696	2,236	2,107	2,263	2,285	2,396	2,318	2,557	2,491
이익률 (%)												
영업이익률	33.8	31.6	31.8	32.0	33.4	33.7	34.2	34.2	34.9	33.5	35.1	33.7
세전이익률	37.7	25.9	38.6	31.9	44.8	41.8	42.2	42.9	43.9	42.3	43.8	42.8
순이익률	28.3	19.2	30.3	22.3	35.9	31.4	31.6	32.2	33.0	31.7	32.9	32.1
지배주주순이익률	21.1	13.2	22.4	16.3	27.6	24.1	24.3	24.7	25.3	24.4	25.3	24.7

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

연간 수익 추정 변경

(십억원)	2026E			2027E			2028E		
	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)	변경 전	변경 후	차이 (%)
매출액	846.4	849.2	0.3	909.9	915.8	0.6	979.0	988.0	0.9
더블유게임즈	167.7	167.7	0.0	170.2	170.2	0.0	171.6	171.6	0.0
더블다운인터랙티브	392.2	390.2	(0.5)	385.8	383.8	(0.5)	380.0	378.0	(0.5)
슈퍼네이션	106.2	104.6	(1.5)	122.3	118.7	(2.9)	139.4	135.3	(2.9)
팍시게임즈	121.4	127.9	5.3	172.1	183.5	6.7	225.5	240.5	6.7
와우게임즈	58.8	58.8	0.0	59.7	59.7	0.0	62.5	62.5	0.0
영업비용	564.5	561.5	(0.5)	602.3	601.9	(0.1)	652.1	654.2	0.3
인건비 및 복리후생비	97.6	94.3	(3.4)	100.4	95.9	(4.5)	103.4	98.8	(4.5)
광고선전비	198.1	200.8	1.4	223.6	230.9	3.2	260.0	269.4	3.6
지급수수료	205.6	211.3	2.8	211.2	217.5	3.0	217.8	225.1	3.3
기타	63.3	55.1	(12.9)	67.0	57.6	(14.0)	70.9	60.9	(14.0)
영업이익	281.8	287.7	2.1	307.7	313.9	2.0	326.9	333.8	2.1
세전이익	352.0	364.4	3.5	382.0	395.9	3.6	412.1	425.8	3.3
당기순이익	268.7	278.0	3.5	286.5	296.9	3.6	309.1	319.3	3.3
지배주주순이익	206.4	213.6	3.5	220.1	228.1	3.6	237.5	245.4	3.3
수정 EPS (원)	8,771	8,874	1.2	9,656	9,763	1.1	10,488	10,593	1.0
이익률 (%)									
영업이익률	31.3	33.9		29.9	34.3		30.0	33.8	
세전이익률	33.7	42.9		35.7	43.2		36.1	43.1	
순이익률	25.3	32.7		26.7	32.4		27.1	32.3	
지배주주순이익률	18.7	25.2		20.0	24.9		20.3	24.8	

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	633	720	849	916	988
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	633	720	849	916	988
(매출총이익률, %)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매 및 일반관리비	385	488	561	602	654
영업이익	249	232	288	314	334
(영업이익률, %)	39.3	32.2	33.9	34.3	33.8
영업외손익	66	9	77	82	92
금융수익	73	44	93	99	109
금융비용	7	23	10	10	10
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	-1	-11	-5	-7	-6
세전이익	315	241	364	396	426
법인세	71	61	86	99	106
(법인세율, %)	22.7	25.4	23.7	25.0	25.0
계속사업이익	243	180	278	297	319
종단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	243	180	278	297	319
(순이익률, %)	38.4	25.0	32.7	32.4	32.3
지배주주순이익	187	131	214	228	245
비지배주주순이익	56	49	64	69	74
EBITDA	261	252	314	340	360
(EBITDA 이익률, %)	41.2	35.0	37.0	37.2	36.5
EPS (지배주주)	8,708	6,106	10,085	10,883	11,705
EPS (연결기준)	11,319	8,365	13,125	14,164	15,233
수정 EPS (원)*	7,570	6,556	8,874	9,763	10,593

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	893	941	1,249	1,551	1,875
현금 및 현금등가물	546	570	840	1,113	1,404
매출채권	60	70	75	80	87
재고자산	0	0	0	0	0
기타	287	301	334	357	385
비유동자산	753	907	943	926	909
투자자산	5	6	6	6	7
유형자산	3	3	3	3	3
무형자산	717	873	910	892	875
기타	28	26	24	24	24
자산총계	1,646	1,848	2,192	2,477	2,784
유동부채	57	91	119	127	136
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	57	91	119	127	136
비유동부채	33	104	118	122	128
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	33	104	118	122	128
부채총계	90	195	236	249	264
지배주주지분	1,131	1,186	1,402	1,605	1,823
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	297	98	98	98	98
이익잉여금	702	1,009	1,173	1,376	1,595
기타	122	68	120	120	120
비지배주주지분	425	467	554	623	697
자본총계	1,556	1,652	1,956	2,228	2,520
순부채	-793	-819	-1,124	-1,418	-1,735

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동에서의 현금흐름	275	237	294	312	336
당기순이익	243	180	278	297	319
현금유출입이없는 비용 및 수익	29	72	58	66	64
유형자산 감가상각비	8	8	9	9	9
무형자산 감가상각비	4	12	18	18	18
기타	16	52	32	40	37
영업활동 자산부채 변동	10	8	-6	6	7
투자활동에서의 현금흐름	-33	-133	-30	-14	-19
유형자산 증감	-2	-1	-7	-9	-9
장단기금융자산의 증감	-59	3	-34	-22	-27
기타	28	-135	11	17	17
재무활동에서의 현금흐름	-43	-66	-48	-25	-26
차입금의 증가(감소)	-24	-4	-1	1	1
자본금의 증가(감소)	-0	-199	0	0	0
배당금	-17	-24	-23	-25	-27
기타	-3	161	-24	0	0
현금증감	247	24	270	273	291
기초현금	298	546	570	840	1,113
기말현금	546	570	840	1,113	1,404
Gross cash flow	272	252	336	363	383
Free cash flow	273	236	287	303	327

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주 기준

자료: 더블유게임즈, 삼성증권 추정

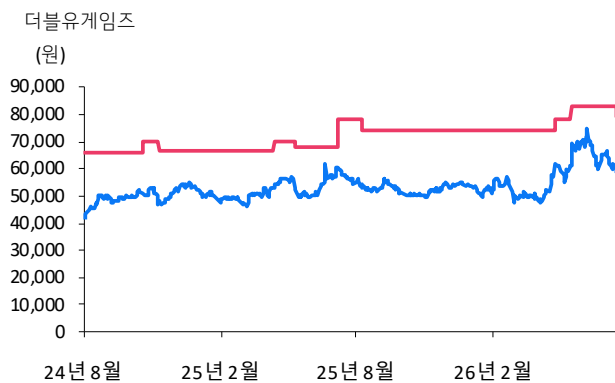
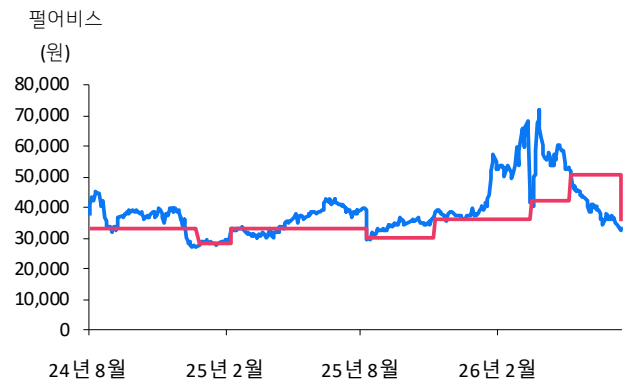
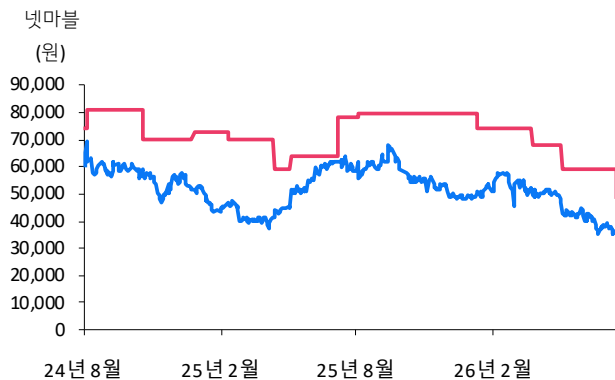
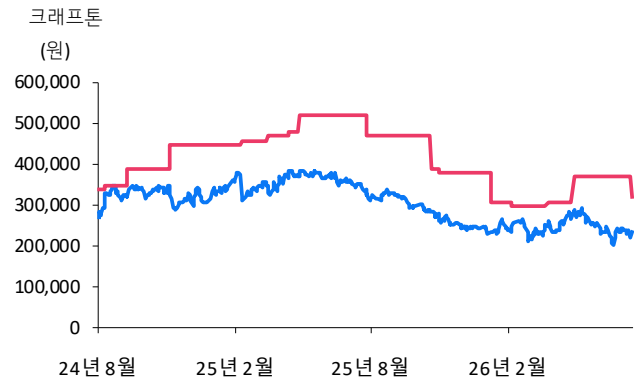
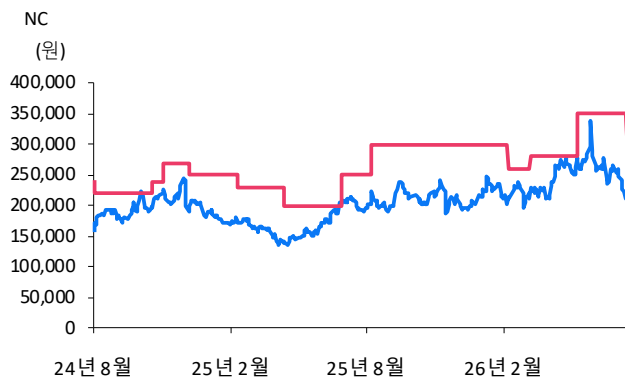
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2024	2025	2026E	2027E	2028E
증감률 (%)					
매출액	8.8	13.6	18.0	7.9	7.9
영업이익	16.6	-6.7	23.9	9.1	6.3
순이익	26.1	-26.1	54.6	6.8	7.6
수정 EPS**	13.6	-13.4	35.4	10.0	8.5
주당지표					
EPS (지배주주)	8,708	6,106	10,085	10,883	11,705
EPS (연결기준)	11,319	8,365	13,125	14,164	15,233
수정 EPS**	7,570	6,556	8,874	9,763	10,593
BPS	57,067	61,507	72,771	84,232	95,696
DPS (보통주)	1,200	1,200	1,320	1,412	1,412
Valuations (배)					
P/E***	7.1	8.2	6.7	6.1	5.6
P/B***	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.0	3.2	2.2	1.3	0.6
비율					
ROE (%)	18.7	11.3	16.5	15.2	14.3
ROA (%)	16.6	10.3	13.8	12.7	12.1
ROIC (%)	26.0	20.6	23.9	25.8	28.0
배당성향 (%)	12.7	17.6	11.8	11.8	11.0
배당수익률 (보통주, %)	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4
순부채비율 (%)	-51.0	-49.5	-57.4	-63.7	-68.8
이자보상배율 (배)	106.7	139.7	168.4	182.4	192.1

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 7월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 7월 21일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

NC												
일 자	2024/5/13	8/6	10/22	11/5	12/10	2025/2/13	4/16	7/3	8/12	2026/2/11	3/13	5/15
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	240000	220000	240000	270000	250000	230000	200000	250000	300000	260000	280000	350000
과리율 (평균)	-20.65	-13.65	-10.60	-20.02	-25.18	-30.22	-17.89	-18.99	-28.78	-15.50	-13.06	-25.92
과리율 (최대or최소)	-8.33	2.05	-8.54	-9.44	-16.20	-22.43	3.25	-14.60	-17.50	-8.65	-0.36	-3.43
일 자	7/22											
투자의견	BUY											
TP (원)	290000											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												
크래프톤												
일 자	2024/6/17	8/13	9/11	11/8	2025/2/12	3/19	4/16	4/30	7/30	10/24	11/5	2026/1/13
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	340000	350000	390000	450000	460000	470000	480000	520000	470000	390000	380000	310000
과리율 (평균)	-16.76	-5.61	-13.29	-27.25	-26.43	-25.08	-21.22	-29.80	-33.18	-28.48	-34.01	-21.29
과리율 (최대or최소)	-12.65	-0.29	-10.00	-14.89	-22.17	-19.68	-19.58	-25.77	-27.87	-26.92	-27.63	-14.35
일 자	2/10	3/30	5/4	7/22								
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY								
TP (원)	300000	310000	370000	320000								
과리율 (평균)	-19.48	-17.92	-33.02									
과리율 (최대or최소)	-11.33	-8.55	-44.86									
넷마블												
일 자	2024/5/10	8/9	10/22	12/30	2025/2/14	4/16	5/9	7/11	8/8	2026/1/15	3/30	5/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	74000	81000	70000	73000	70000	59000	64000	78000	80000	74000	68000	59000
과리율 (평균)	-18.59	-26.48	-23.22	-34.71	-40.50	-25.12	-11.50	-22.55	-30.27	-28.29	-26.27	-32.16
과리율 (최대or최소)	-6.22	-21.98	-17.14	-27.81	-32.43	-22.80	-2.81	-18.21	-15.00	-21.76	-23.68	-23.90
일 자	7/22											
투자의견	BUY											
TP (원)	49000											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												
펄어비스												
일 자	2023/11/13	2024/8/9	12/30	2025/2/12	8/13	11/12	2026/3/23	5/13	7/22			
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD			
TP (원)	30000	33000	28000	33000	30000	36000	42000	51000	36000			
과리율 (평균)	23.33	11.31	3.04	9.43	13.89	26.45	36.44	-22.22				
과리율 (최대or최소)	-10.00	-17.73	16.07	30.15	22.50	-1.25	71.43	-35.69				
더블유게임즈												
일 자	2024/5/14	10/22	11/13	2025/4/16	5/15	7/11	8/13	2026/4/29	5/20	7/22		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY		
TP (원)	66000	70000	67000	70000	68000	78000	74000	78000	83000	80000		
과리율 (평균)	-29.12	-26.96	-24.57	-20.71	-21.18	-27.58	-29.33	-24.21	-20.82			
과리율 (최대or최소)	-20.76	-24.00	-17.61	-18.43	-8.68	-23.08	-16.22	-21.41	-10.12			

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

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

산업

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

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.6.30. 기준

매수(85.5%)·중립(14.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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