

2026년 09월 09일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 게임 이슈 분석

멀티 IP 확보 요구

인터넷/게임 Analyst 김진구
RA 조준형



Contents



멀티 IP 확보 요구 02

I. 중국의 약진 03

> 게임스컴을 통한 임플리케이션 03

II. 국내의 위치 05

> 치열하게 경주할 필요 05

III. 멀티 IP 밸류 08

> 캡콤: 국내사가 지향할 방향성 08

기업분석 10

> 시프트업 (462870) 11

> 크래프톤 (259960) 18

> NC (036570) 21

Compliance Notice

- 당사는 09월 09일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2026년 08월 25일에서 2026년 08월 30일까지 있었던 "KRAFTON & ANALYSTS CONNECT (KAC) 2026" 행사에 항공비, 교통비, 숙박비, 식음료 비용 등을 크래프톤으로부터 지원 받고 다녀 왔습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

멀티 IP 확보 요구

>>> 중국 게임사의 위협

이번 게임스컴과 최근에 공개된 주요 신작들의 면면을 바라볼 때 중국 게임사의 위상은 계속 올라가고 있으며, 이는 무게감 높은 트리플 A급 IP 기반 게임으로의 확장 및 기존 가차 등의 방식에서 탈피해 게임의 능력치에 영향을 주지 않는 선택적인 BM의 강화와 유저 커버리지를 넓힐 크로스 플레이의 확대 및 최적화 배가 등으로 총평할 수 있으며, 해당 프로세스를 통해 글로벌 유저들의 타임 스펀트를 유인하고 있다. 게임 업계는 유저의 시간을 누가 테이크하냐의 싸움으로 귀결되는데 해당 게임들을 통해 중국 게임사들의 입지가 높아진다는 것은 결국 국내사에 대한 반대급부로 돌아올 수 있음을 염증한 시각에서 바라봐야 할 것이다.

>>> 국내 게임사의 현실

상기 관점에서 국내 게임사들은 글로벌 유저들에게 소구할 수 있는 무게감 있는 트리플 A급 IP 기반 신작들을 멀티 기제로 워킹할 수 있는 투자를 진행해야 하며, 이는 캡콤의 장기적인 PER 레벨업을 통한 스테디를 통해서도 가시적으로 확인되는 바, 멀티 장르를 연계하여 기존의 게임 메타를 브레이크할 수 있는 도전적인 시도들을 지속해야 할 것으로 판단한다. BM의 관점에서는 대한민국 게임 산업에서의 고질적인 아킬레스건인 P2W를 지양하고, 게임성과 유저의 합리적 소비 패턴 및 게임 능력에 영향을 주지 않는 선택적 BM으로 글로벌 유저로부터 그 위상을 회복해야 하는 점 등이 여전한 숙제로 남아 있음을 지적하고자 한다.

>>> 종목별 의견 제시

당사는 상기 뷰 관점에서 프로젝트 스피릿 등을 기제로 멀티 IP 기제를 확장해 나가는 시프트업을 게임 업종내 최선호주로 제시하고, 투자 의견 BUY 및 목표주가 6.5만원을 유지한다. 크래프톤은 목표주가 29만원을 유지하며 당사의 적용기준에 의거, 투자 의견을 기존의 Outperform에서 BUY로 상향한다. NC는 목표주가를 기존의 43만원에서 35만원으로 하향하며, 아이온2의 게임 밸런스에 대한 유저별 불만족이 출시 후 커진 과정을 글로벌 지역을 포함한 향후 매출 지속 관련 네거티브 변수로 투영해 반영하였다.

I. 중국의 약진

>>> 게임스컴을 통한 임플리케이션

기존의 틀을 브레이크하는 도전적 시도 인상적

호요버스 노두스폴은 엘든링과 몬스터헌터의 게임성 기제 컴비네이션을 통한 동사의 무게감있는 신규 IP로 워킹할 가능성이 유력할 것으로 판단하며, 넷이즈의 아난타는 GTA를 연상시키는 높은 자유도와 탐험 요소 등이 결합된 기대작으로 평가할 수 있겠다. 게임스컴 주요 시연작 중에서는 멸망의 파도가 스타일리쉬한 액션과 연계기 활용 등으로 몰입감 높은 전투 경험을 제공했으며, 실버 팰리스는 수려한 캐릭터 기반의 탐험 및 최적화된 전투 경험 등을 인상적으로 평가한다. 이외에 최근 공개된 검은신화: 종규와 팬텀 블레이드 제로는 영화를 연상시키는 몰입감 높은 액션 플레이와 참신한 보스 디자인 등을 중심으로 글로벌 대중적인 유저의 관심을 끌기 충분하다고 판단한다.

중국 게임사들이 목표하는 본질을 이해할 필요

호요버스는 기존 가차 BM 중심의 서브컬처 게임들에 특화되어 왔지만, 이젠 글로벌 대중적 유저들을 소구할 수 있는 게임성에 방점을 둔 무게감 있는 IP를 추구함에 따라 멀티 IP 기반 기업가치 밸류업을 시도하는 과정에 있다 할 수 있으며, 넷이즈의 아난타의 경우도 캐릭터 가차가 아닌 게임내 능력치에 영향을 두지 않는 패션 아이템 등을 중심으로 한 BM 설계를 통해 유저의 선택권을 존중하고 매출 BM 포트폴리오를 다변화하는 시도를 병행 중이다. 게임성 측면에서 이젠 기본적으로 콘솔에서 최적화되어 플레이할 수 있는 등 유저의 커버리지 확장성을 지원 중이며, 게임스컴 시연 게임을 포함한 검은신화: 종규와 팬텀 블레이드 제로 등 다수의 신규 IP 기반 신작들이 글로벌 유저의 확장성을 이끌어낸다는 점이 위협적 사안이다. 또한 게임 업계는 유저의 시간을 누가 테이크하냐의 싸움으로 귀결되는데 해당 게임들을 통해 중국 게임사의 입지가 커진다는 것은 결국 국내사에 대한 반대급부로 돌아올 수 있음을 감안해야 할 것이다.

Nodusfall 세계관



자료: Nodusfall, YouTube, 키움증권 리서치

Nodusfall 전투 화면



자료: Nodusfall, YouTube, 키움증권 리서치

ANANTA 월드 및 이동수단



자료: Ananta, YouTube, 키움증권 리서치

ANANTA 탐험 요소



자료: Ananta, YouTube, 키움증권 리서치

Tides of Annihilation 백드라운드



자료: Tides of Annihilation, YouTube, 키움증권 리서치

Tides of Annihilation 전투 화면



자료: Tides of Annihilation, YouTube, 키움증권 리서치

Silver Palace 월드 및 이동수단



자료: Silver Palace, YouTube, 키움증권 리서치

Silver Palace 전투 화면



자료: Silver Palace, YouTube, 키움증권 리서치

Black Myth: Zhong Kui 무기 인챈트



자료: Black Myth, YouTube, 키움증권 리서치

Phantom Blade Zero 보스 디자인



자료: Phantom Blade Zero, YouTube, 키움증권 리서치

II. 국내의 위치

>>> 치열하게 경주할 필요

게임스컴 주요 게임 신작에 대한 장단점

크래프톤은 국내 게임사 중에 다수의 신작을 기반으로 한 시연 등을 통해 유저 접점을 가져간 유일한 게임사로 평가할 수 있다. 에이지 트위스터는 캐릭터 스위치와 퍼즐 요소를 가미한 패밀리향 게임으로 해당 재미를 소구할 수 있으나, 2인 플레이와 상대적으로 낮은 베이직 프라이스를 감안시 파괴력 있는 매출 창출은 어려울 수 있다. 프로젝트 제타는 MOBA 장르 산하의 다수 경쟁강도를 감안시 차별적인 성과를 기대하기 어려우며, 타래: 언바운드는 핵앤슬래시 장르에서 동양적 세계관을 중심으로 의미있는 성과를 기대할 수 있으나 피격 가시성 및 최적화 등에서 개선사항이 요구된다. 이외에 노 로우와 펄지: 데드넷은 인게임 시연 등이 특정되지 않아 종합평가에 추가 확인이 요구되며, 노 로우는 사이버펑크향 게임성에서 여타 게임과 차별화 여부가 관전 포인트이며, 펄지: 데드넷은 기존 펄지와 메타 차별화가 단일 IP 리스크로 좁혀질 수 있는 여지를 결정한다 할 수 있겠다. 한편 NC는 이번 게임스컴에서 여타 시연 없이 영상 공개를 통한 유저 접점을 가져가려 했지만, 라이코오어다이는 스트리밍 콘셉트 연계가 트렌디한 젊은 세대에 반향을 줄지 미지수이며, 신더시티는 게임플레이 확인이 되지 않는 등 의미있는 평가를 내리기 어려웠다.

글로벌에서 통할 트리플 A급 신작 요구

당사는 국내사들이 글로벌 시장에서 의미있는 존재감을 나타내려면 중국 및 일본 등 주요 게임사와의 싸움에서 유저들의 시간을 테이크할 수 있는 트리플 A급 IP 기반의 신작을 지속적으로 보여줄 필요가 있음을 강조하며, 단순 신작의 개수에 어필하지 말고 하나를 만들더라도 차별화된 메타를 통해서 해당 게임이 글로벌에서 성공할 수밖에 없다는 확신을 내외부에 줄 수 있는 라인업으로 구축해야 할 것으로 종합 판단한다. 이번 게임스컴에서 크래프톤이 보여준 유저와 소통은 긍정적으로 평가하나, 시연 등을 통해 동 라인업들이 글로벌에서 존재감을 발휘할 수 있는 트리플 A급 신작 라인업인지에 대한 사안에 대해서는 확신이 들지 않았으며, NC 경우엔 게임스컴 같은 서구권 유저들의 반향을 볼 수 있는 주요한 행사에 B2C 접점을 제한적으로 가져간 부분 역시 긍정적으로 평가하기가 어렵다. 최종 소비자인 최근 트렌디한 유저들이 무엇을 원하고 어떠한 게임에 대한 재미를 즐기는지를 명확히 알고 이를 타겟해야 본질적으로 이에 맞는 신작 개발이 가능한 바, 라이코오어다이의 스트리밍 콘셉트에 대한 유저 반향이 제한적인 점 등을 사측이 냉정하게 평가할 필요가 있다고 판단한다.

에이지 트위스터 게임 화면



자료: Age Twisters, YouTube, 키움증권 리서치

에이지 트위스터 게임 화면



자료: Age Twisters, YouTube, 키움증권 리서치

프로젝트 제타 게임 화면



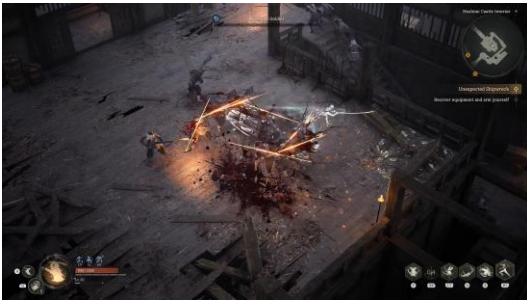
자료: 프로젝트 제타, YouTube, 키움증권 리서치

프로젝트 제타 게임 화면



자료: 프로젝트 제타, YouTube, 키움증권 리서치

TARAE: The Unbound 전투 화면



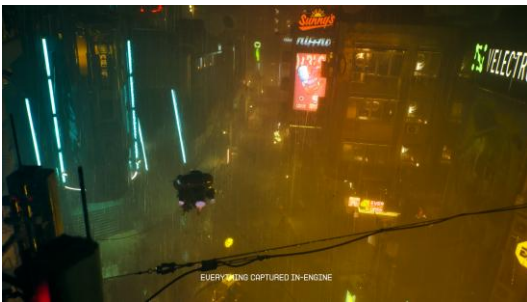
자료: TARAE: The Unbound, YouTube, 키움증권 리서치

TARAE: The Unbound 보스전



자료: TARAE: The Unbound, YouTube, 키움증권 리서치

NO LAW 백그라운드



자료: NO LAW, YouTube, 키움증권 리서치

NO LAW 전투 화면



자료: NO LAW, YouTube, 키움증권 리서치

PUBG: 데드넷 게임 캐릭터



자료: KRAFTON, YouTube, 키움증권 리서치

PUBG: 데드넷 전투 화면



자료: KRAFTON, YouTube, 키움증권 리서치

Like or Die 플레이 화면



자료: LikeorDie, YouTube, 키움증권 리서치

Like or Die 스트리밍 콘셉트



자료: LikeorDie, YouTube, 키움증권 리서치

CINDER CITY 게임 캐릭터



자료: CINDER CITY, YouTube, 키움증권 리서치

CINDER CITY 몬스터 디자인



자료: CINDER CITY, YouTube, 키움증권 리서치

III. 멀티 IP 밸류

>>> 캡콤: 국내사가 지향할 방향성

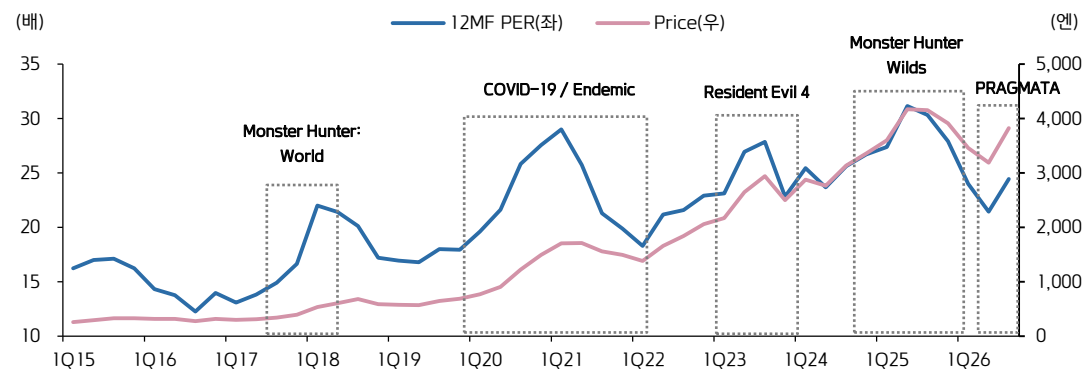
글로벌 멀티 IP 기반 신작 출시를 통한 레벨업

당사는 글로벌 피어인 캡콤의 장기 시계열 분석을 통한 분기별 12MF PER 레벨업을 스터디 해본 결과, 18년 1월 출시된 Monster Hunter: World 판매고의 마일스톤 반향 등으로 12MF PER이 이전의 15배 수준에서 20배를 상회한 레벨업을 시현했으며, 이후 23년 3월 출시된 Resident Evil 4 반향이 더해져 25배 수준의 밸류에이션 멀티플에 도달했다. 이후 글로벌 메이저 IP로 안착한 Monster Hunter Wilds 신작이 나오면서 초기 판매 마일스톤 성과 등에 따라 30배를 상회하는 높은 경지에 도달했지만, 이후 동 게임의 유저 불만이 증가하면서 멀티플이 재차 20배 초반까지 낮아지는 부정적인 현상을 기록했다. 다만, 이미 롱테일 IP를 포함한 다수의 IP 확장성과 최근에 신규 IP 기반인 PRAGMATA 유저 반향이 이어지면서 멀티 포트폴리오 강화에 따라 재차 20배 중반에 육박하는 멀티플 흐름이 이어지고 있다.

멀티 IP 기제 확보 및 합리적 BM 마련이 필수

당사는 국내 게임사들이 글로벌 유저에게 소구할 수 있는 IP를 멀티로 구축해 이를 통한 연간 실적의 가시성과 성장성을 확보해야만 현재 국내 게임 업계가 직면한 멀티플 디레이팅 현상을 해결할 수 있을 것으로 판단한다. 이는 IP 관점에서 그 중요성을 가지며, 관련 BM이 패키지일지 라이브 게임일지는 주 포인트가 아니며, 패키지 게임의 경우 베이직 프라이스 60달러 기준 초기 분기 마일스톤 500만장 및 장기적 누적 마일스톤 1천만장이 주요 목표치일 것으로 판단하며, 해당 IP를 3개 정도로 보유할 경우, 관련 IP별 차기작 개발기간을 3년 내외로 고려시 연속적인 출시 등을 통해 연간 단절구간을 해소하고 지속 성장이 가능할 수 있겠다는 판단이며, 라이브 게임은 패키지 게임의 초기 연간 성과에 상응하는 매출 및 연간 이에 대한 지속성을 확보해야 글로벌 투자자들의 관심을 얻을 수 있을 것으로 판단한다. 또한 BM의 관점에서 대한민국 게임 산업의 고질적인 아킬레스건인 P2W를 지양하고 게임성과 유저의 합리적 소비 패턴 및 게임 능력치에 영향을 주지 않는 선택적 BM을 통해 글로벌 유저들로부터 위상을 회복해야 하는 점 등이 여전한 숙제로 남아 있음을 지적하고자 한다.

캡콤 분기별 PER 및 주가



주: 일별 12MF PER 및 주가에 대한 분기별 평균치 활용
 자료: Bloomberg, 키움 리서치

캡콤 주요 IP별 마일스톤 분석

타이틀	출시시기	누적(백만장)	타이틀	출시시기	누적(백만장)
Resident Evil	Mar-96	2.8	Monster Hunter Freedom	Dec-05	1.3
Resident Evil 2	Jan-98	5.0	Monster Hunter Tri	Aug-09	1.9
Resident Evil 3 Nemesis	Sep-99	3.5	Monster Hunter 4	Sep-13	4.1
Resident Evil Code: Veronica	Feb-00	1.1	Monster Hunter: World	Jan-18	22.4
Resident Evil	Mar-02	1.4	Monster Hunter World: Iceborne	Sep-19	16.7
Resident Evil 0	Nov-02	1.3	Monster Hunter Rise	Mar-21	19.3
Resident Evil 4	Dec-05	2.3	Monster Hunter Rise: Sunbreak	Jun-22	11.9
Resident Evil 5	Mar-09	10.9	Monster Hunter Wilds	Feb-25	11.8
Resident Evil 6	Oct-12	11.1	Street Fighter II	Jun-92	6.3
Resident Evil 7 biohazard	Jan-17	18.4	Street Fighter IV	Feb-09	3.7
Resident Evil 2	Jan-19	19.7	Street Fighter V	Feb-16	8.0
Resident Evil 3	Apr-20	14.5	Street Fighter 6	Jun-23	7.2
Resident Evil Village	May-21	15.8	Devil May Cry	Aug-01	2.2
Resident Evil 4	Mar-23	16.0	Devil May Cry 2	Jan-03	1.7
Resident Evil Requiem	Feb-26	8.0	Devil May Cry 3	Feb-05	1.3
Dragon's Dogma	May-12	1.3	Devil May Cry 4	Jan-08	3.0
Dragon's Dogma 2	Mar-24	4.2	Devil May Cry 5	Mar-19	12.3
PRAGMATA	Apr-26	2.5			

자료: CAPCOM, 키움증권 리서치



기업분석

시프트업
(462870)

BUY(Maintain)/목표주가 65,000원
멀티 IP 경쟁력 확보

크래프톤
(259960)

BUY(Upgrade)/목표주가 290,000원
트리플 A급 IP 필요

NC
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 350,000원
매출 지속성이 관건

시프트업 (462870)



BUY(Maintain)

목표주가 65,000원

주가(9/9) 31,250원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

연내 프로젝트 스피릿 게임 영상 공개를 통한 멀티 IP 기제 강화 및 이에 기반한 기업가치 레벨업을 주요한 투자 포인트로 제시한다.

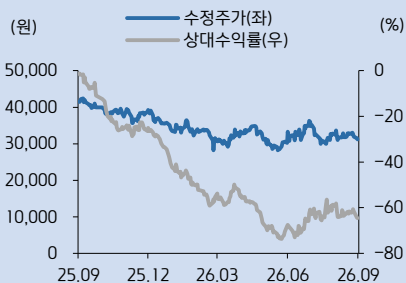
Stock Data

KOSPI (9/9)		7,051.64pt
시가총액		18,357억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	42,400 원	28,200원
최고/최저가 대비 등락	-26.3%	10.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.6%
	6M	1.8%
	1Y	-25.9%
		-15.3%
		-24.2%
		-64.3%

Company Data

발행주식수	58,742 천주
일평균 거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	36.9%
배당수익률(26E)	0.0%
BPS(26E)	18,672원
주요 주주	김형태 외 8인 42.4%

Price Trend



멀티 IP 경쟁력 확보

>>> 게임 업종 내 최선호주

당사는 동사에 대한 목표주가 6.5만원을 유지하며, 게임 업종 내 최선호주 의견도 유지한다. 당사는 동사 메이저 신작들인 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드 차기작의 성공 가능성을 높게 평가하며, 이에 해당 게임의 성과가 복합 발현될 29E 지배주주지분 4,068억원에 내재 PER 12.5배 및 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재 가치로 목표주가를 산출했다.

>>> 프로젝트 스피릿 잠재력

프로젝트 스피릿은 올해 하반기에 인게임 영상 공개를 통해 게임 잠재력을 점검해 볼 수 있다. 이를 통한 글로벌 유저의 높은 반응이 확인된다면 기존 니케와 스텔라 블레이드 이외 3번째 메이저 IP로 워킹하면서 동사의 기업가치 레벨업이 발현될 수 있을 것으로 종합 판단한다. 이는 캡콤의 장기적 성장 스토리와도 일맥상통하는 바, 당사는 해당 기제 하에서 동사의 중기 어닝 기반 PER 지표가 20배 수준에 도달하는 것을 조망하고 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	224.1	294.5	224.2	203.8	288.8
영업이익	152.7	181.4	113.6	90.8	160.7
EBITDA	157.2	187.2	119.1	97.9	167.8
세전이익	178.8	233.0	208.5	191.6	273.5
순이익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
지배주주지분순이익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
EPS(원)	2,717	3,261	2,754	2,480	3,536
증감률(% YoY)	NA	20.0	-15.5	-9.9	42.6
PER(배)	23.3	10.9	11.3	12.6	8.8
PBR(배)	4.84	2.27	1.67	1.46	1.24
EV/EBITDA(배)	19.5	8.3	9.8	10.9	5.9
영업이익률(%)	68.1	61.6	50.7	44.6	55.6
ROE(%)	19.4	22.7	16.0	12.4	15.2
순차입금비용(%)	-83.2	-57.8	-61.2	-60.6	-57.3

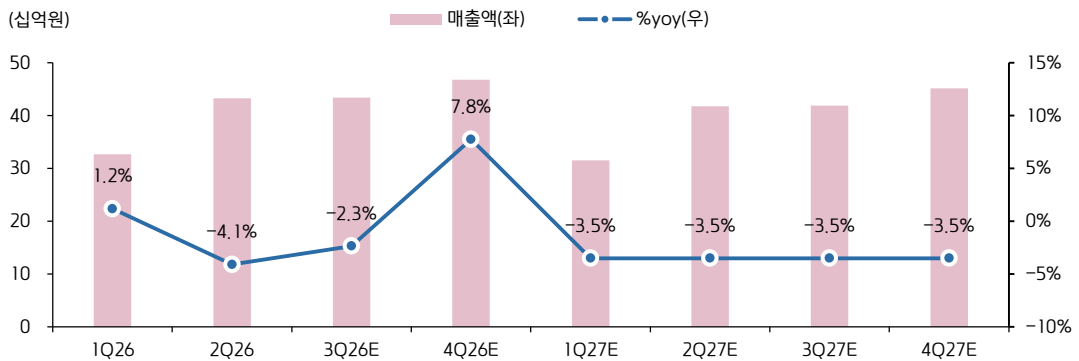
자료: 키움증권 리서치센터

시프트업 장기 수익가치 분석

(십억원)	23A	24A	25A	26E	27E	28E	29E
매출액	168.6	224.1	294.5	224.2	203.8	288.8	673.1
니케	163.5	151.5	165.3	166.2	160.4	155.9	151.7
스텔라 블레이드		68.1	117.6	45.4	27.4	20.2	436.7
프로젝트 스피릿						94.7	64.8
기타	5.1	4.5	11.6	12.6	16.0	18.0	20.0
영업비용	57.5	71.4	113.1	110.6	113.0	128.2	251.1
인건비	46.7	55.2	53.9	65.0	66.4	81.1	120.8
변동비	4.8	7.4	43.1	22.2	20.7	20.0	102.2
고정비	6.1	8.8	16.2	23.4	25.9	27.1	28.2
영업이익	111.1	152.7	181.4	113.6	90.8	160.7	422.0
OPM	65.9%	68.1%	61.6%	50.7%	44.6%	55.6%	62.7%
영업외손익	3.3	26.1	51.6	94.9	100.8	112.8	124.8
법인세차감전순이익	114.3	178.8	233.0	208.5	191.6	273.5	546.8
법인세	7.7	30.8	41.6	46.6	45.9	65.7	140.0
당기순이익	106.7	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7	406.8
지배주주지분	106.7	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7	406.8
내재 PER(배)				23.6	28.8	22.3	12.5
내재가치							3,820.1
총 발행주식수(백만)							58.7
주당 내재가치(원)							65,032

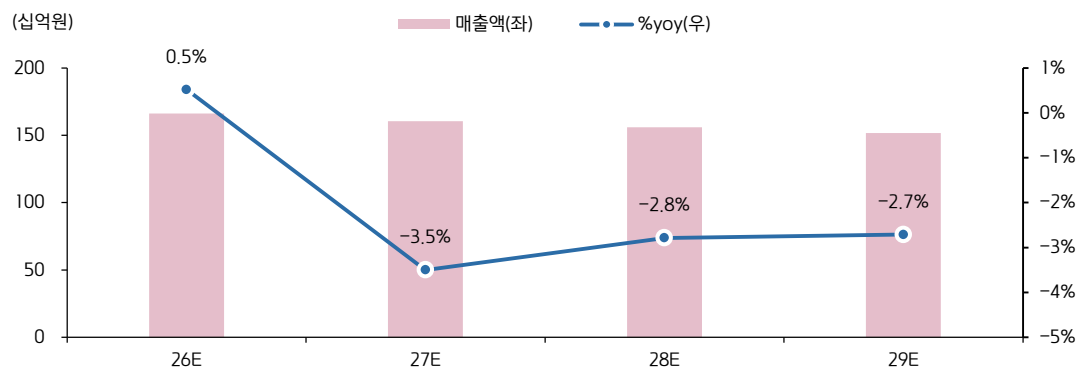
주1: 프로젝트 스피릿은 1Q28E 출시를 가정
주2: 스텔라 블레이드 세그먼트 안에는 관련 차기작을 포함
주3: 주2 관련 차기작은 1Q29E 출시를 가정
주4: 연별 내재 PER은 29E 12.5배를 기준으로 연간 환산
주5: 주4 관련 연간 환산시 연 할인율 10%를 보정하여 당해연도 기준으로 환산
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 분기별 매출액



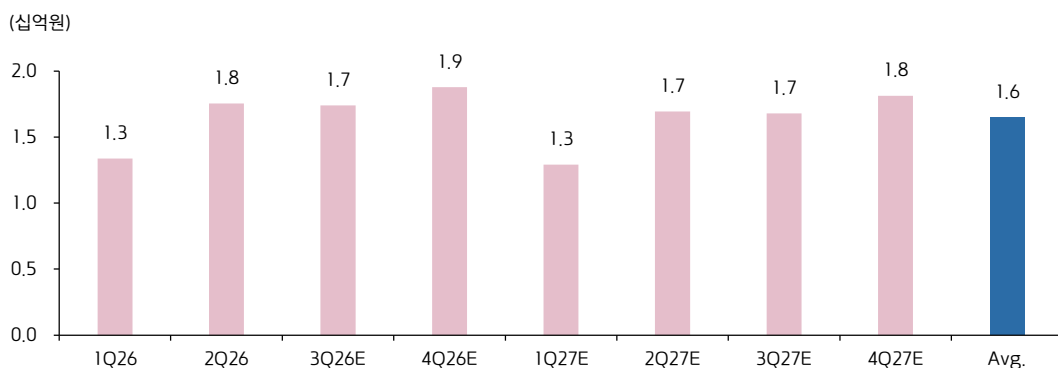
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 연간 매출액



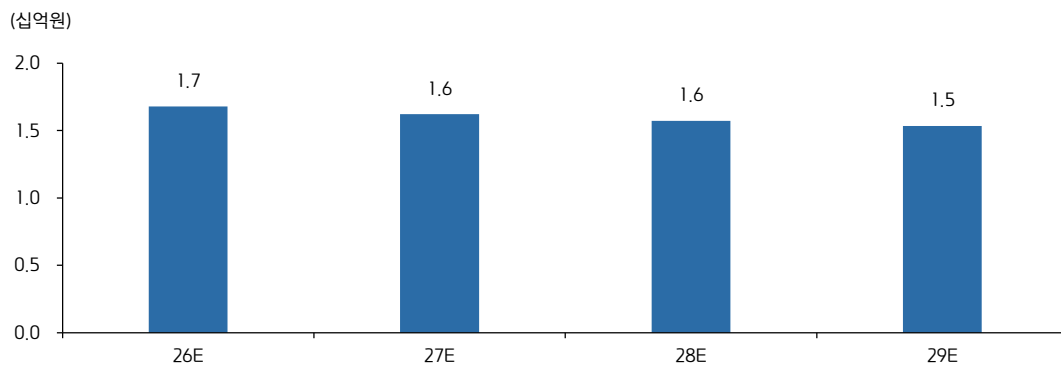
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 분기별 일평균 그로스 매출



자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

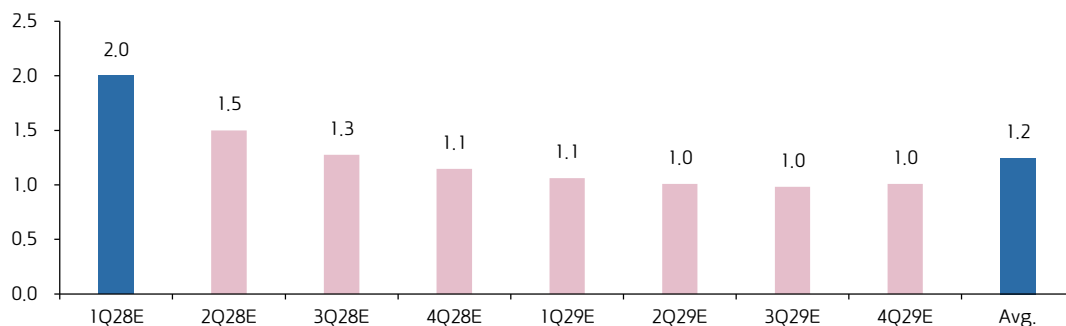
니케 연간 일평균 그로스 매출 전망



자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망

(십억원)

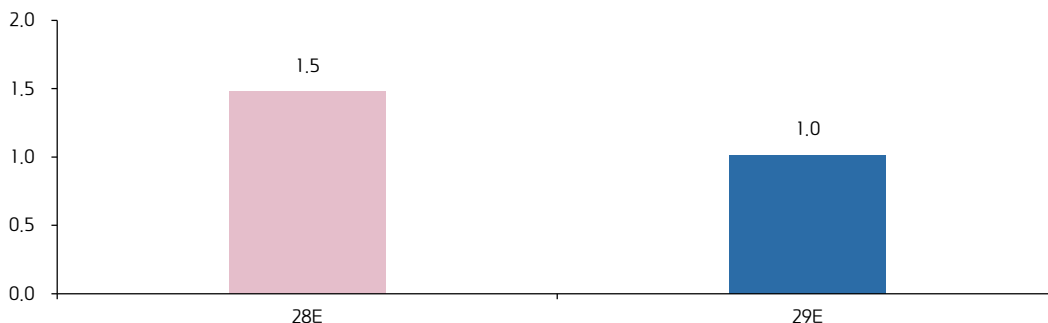


주: 시즌별 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용

자료: 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망

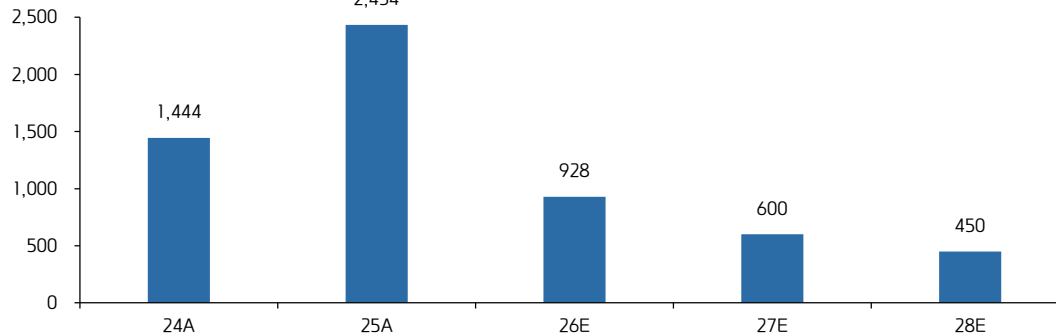
(십억원)



자료: 키움증권 리서치 추정

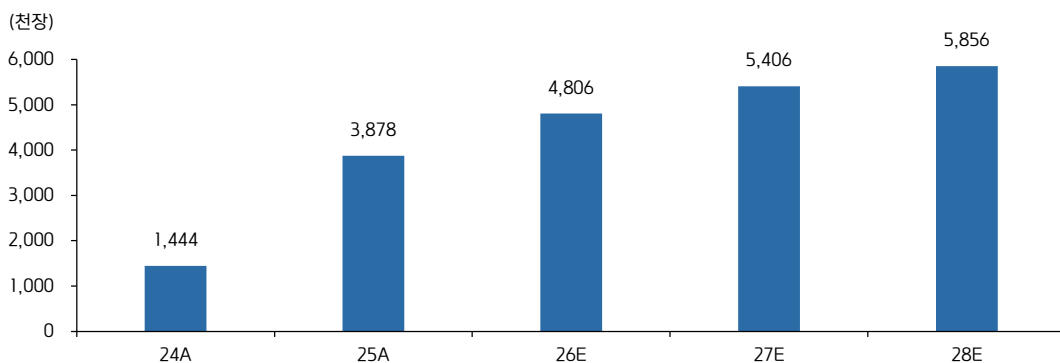
스텔라 블레이드 연간 판매량 추정

(천장)



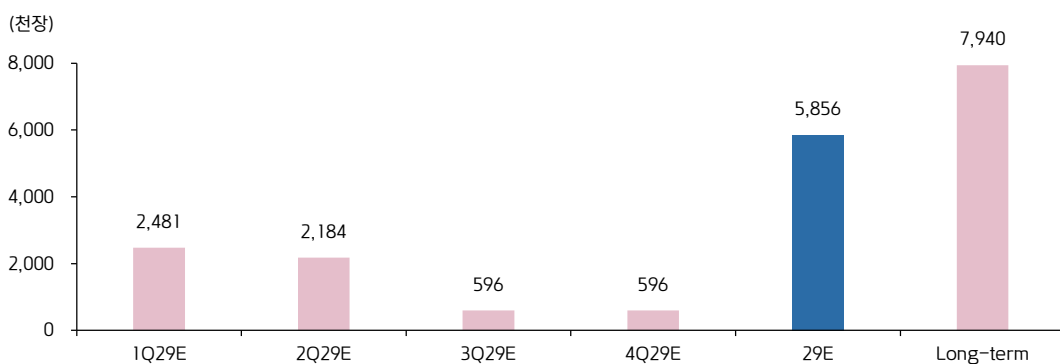
자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 누적 판매량 추정



자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드: 블러드 레인 판매 추정



주: PC 및 콘솔 플랫폼 동시 출시 전제
자료: 키움증권 리서치 추정

시프트업 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	55.7	54.2	66.9	294.5	224.2	203.8
니케	32.3	45.1	44.5	43.4	32.7	43.3	43.4	46.8	165.3	166.2	160.4
스텔라 블레이드	7.0	65.7	27.7	17.2	12.9	8.8	7.3	16.4	117.6	45.4	27.4
기타	2.9	1.6	3.3	3.8	1.7	3.6	3.5	3.8	11.6	12.6	16.0
영업비용	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	27.6	27.3	29.8	113.1	110.6	113.0
영업이익	26.3	68.2	49.5	37.4	21.5	28.1	26.9	37.1	181.4	113.6	90.8
영업이익률(%)	62.2%	60.7%	65.6%	58.1%	45.5%	50.5%	49.6%	55.5%	61.6%	50.7%	44.6%
영업외손익	5.4	-5.6	18.5	33.4	24.9	25.6	22.2	22.2	51.6	94.9	100.8
법인세차감전순이익	31.6	62.6	68.1	70.8	46.4	53.8	49.1	59.3	233.0	208.5	191.6
법인세차감전순이익률(%)	74.9%	55.7%	90.1%	109.8%	98.1%	96.5%	90.5%	88.6%	79.1%	93.0%	94.0%
법인세비용	4.8	11.3	13.4	12.1	8.6	12.0	11.8	14.2	41.6	46.6	45.9
법인세율(%)	15.2%	18.0%	19.7%	17.1%	18.5%	22.4%	24.0%	24.0%	17.9%	22.4%	24.0%
당기순이익	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	41.7	37.3	45.1	191.4	161.9	145.7
당기순이익률(%)	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	79.9%	74.9%	68.8%	67.4%	65.0%	72.2%	71.5%
지배주주지분	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	41.7	37.3	45.1	191.4	161.9	145.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업, 키움증권 리서치

시프트업 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	226.0	206.3	283.2	224.2	203.8	288.8	-0.8%	-1.2%	2.0%
영업이익	115.1	92.8	156.2	113.6	90.8	160.7	-1.3%	-2.1%	2.9%
영업이익률	50.9%	45.0%	55.2%	50.7%	44.6%	55.6%	-0.2%	-0.4%	0.5%
법인세차감전순이익	214.6	192.8	258.2	208.5	191.6	273.5	-2.8%	-0.6%	5.9%
당기순이익	166.3	146.1	195.7	161.9	145.7	207.7	-2.6%	-0.3%	6.1%
지배주주지분	166.3	146.1	195.7	161.9	145.7	207.7	-2.6%	-0.3%	6.1%

자료: 키움증권 리서치

시프트업 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E
매출액	54.5	68.5	43.0	53.2	54.2	66.9	42.4	52.6	-0.5%	-2.2%	-1.5%	-1.2%
영업이익	27.1	38.4	16.2	24.9	26.9	37.1	15.7	24.5	-0.8%	-3.3%	-3.1%	-2.0%
영업이익률	49.7%	56.1%	37.6%	46.9%	49.6%	55.5%	37.0%	46.5%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.4%
법인세차감전순이익	51.6	62.9	41.2	49.9	49.1	59.3	40.9	49.7	-4.9%	-5.6%	-0.7%	-0.6%
당기순이익	39.1	47.7	31.2	37.9	37.3	45.1	31.1	37.7	-4.6%	-5.4%	-0.4%	-0.3%
지배주주지분	39.1	47.7	31.2	37.9	37.3	45.1	31.1	37.7	-4.6%	-5.4%	-0.4%	-0.3%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	224.1	294.5	224.2	203.8	288.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	224.1	294.5	224.2	203.8	288.8
판매비	71.4	113.1	110.6	113.0	128.2
영업이익	152.7	181.4	113.6	90.8	160.7
EBITDA	157.2	187.2	119.1	97.9	167.8
영업외손익	26.1	51.6	94.9	100.8	112.8
이자수익	8.6	11.8	14.6	16.3	18.0
이자비용	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
외환관련이익	12.8	10.8	7.8	7.8	7.8
외환관련손실	3.1	12.2	9.5	9.5	9.5
종속 및 관계기업손익	0.0	14.8	-2.0	0.8	2.8
기타	9.0	27.7	85.3	86.7	95.0
법인세차감전이익	178.8	233.0	208.5	191.6	273.5
법인세비용	30.8	41.6	46.6	45.9	65.7
계속사업손익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
당기순이익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
지배주주순이익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	31.4	-23.9	-9.1	41.7
영업이익 증감율	NA	18.8	-37.4	-20.1	77.0
EBITDA 증감율	NA	19.1	-36.4	-17.8	71.4
지배주주순이익의 증감율	NA	29.3	-15.4	-10.0	42.6
EPS 증감율	NA	20.0	-15.5	-9.9	42.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	68.1	61.6	50.7	44.6	55.6
EBITDA Margin(%)	70.1	63.6	53.1	48.0	58.1
지배주주순이익률(%)	66.0	65.0	72.2	71.5	71.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	114.1	157.2	176.4	128.5	123.9
당기순이익	148.0	191.4	161.9	145.7	207.7
비현금항목의 가감	16.2	-4.5	0.8	-2.8	13.3
유형자산감가상각비	3.4	4.4	4.6	5.4	5.0
무형자산감가상각비	1.1	1.4	0.8	1.7	2.1
지분법평가손익	0.0	-14.8	2.0	-0.8	-2.8
기타	11.7	4.5	-6.6	-9.1	9.0
영업활동자산부채증감	-44.4	-13.2	46.8	16.3	-48.3
매출채권및기타채권의감소	-40.1	-56.9	43.2	12.5	-52.2
채고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	1.3	28.2	2.9	3.0	3.2
기타	-5.6	15.5	0.7	0.8	0.7
기타현금흐름	-5.7	-16.5	-33.1	-30.7	-48.8
투자활동 현금흐름	-368.3	-283.2	-77.0	-77.4	-77.8
유형자산의 취득	-2.7	-2.6	-5.5	-5.5	-5.5
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-0.1	-2.5	-2.5	-2.5
투자자산의감소(증가)	-15.9	-192.1	-81.9	-81.9	-82.0
단기금융자산의감소(증가)	-358.2	-127.9	-12.2	-12.5	-12.8
기타	11.9	39.5	25.1	25.0	25.0
재무활동 현금흐름	426.9	-51.4	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	435.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-50.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.1	-1.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.4	-1.6	26.7	26.7	26.6
현금 및 현금성자산의 순증가	173.1	-179.1	126.1	77.7	72.8
기초현금 및 현금성자산	116.1	289.3	110.1	236.2	313.9
기말현금 및 현금성자산	289.3	110.1	236.2	313.9	386.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	768.2	781.9	877.0	954.8	1,092.7
현금 및 현금성자산	289.3	110.1	236.2	313.9	386.7
단기금융자산	358.2	486.1	498.2	510.7	523.4
매출채권 및 기타채권	113.6	180.9	137.7	125.2	177.4
채고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	7.1	4.8	4.9	5.0	5.2
비유동자산	35.7	301.5	385.7	471.2	558.8
투자자산	15.9	222.9	302.7	385.5	470.3
유형자산	2.7	4.1	4.9	5.0	5.5
무형자산	3.0	1.7	3.3	4.2	4.6
기타비유동자산	14.1	72.8	74.8	76.5	78.4
자산총계	803.8	1,083.3	1,262.7	1,426.0	1,651.5
유동부채	28.6	95.5	99.2	103.1	107.2
매입채무 및 기타채무	6.0	57.4	60.2	63.3	66.4
단기금융부채	2.8	3.9	3.9	3.9	3.9
기타유동부채	19.8	34.2	35.1	35.9	36.9
비유동부채	10.8	66.6	66.6	66.6	66.6
장기금융부채	8.3	59.5	59.5	59.5	59.5
기타비유동부채	2.5	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	39.4	162.1	165.9	169.8	173.8
자본지분	764.4	921.2	1,096.8	1,256.3	1,477.7
자본금	11.7	11.8	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	527.4	532.2	532.3	532.3	532.3
기타자본	6.3	-47.0	-47.0	-47.0	-47.0
기타포괄손익누계액	-0.1	13.7	27.4	41.1	54.9
이익잉여금	219.1	410.5	572.4	718.1	925.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	764.4	921.2	1,096.8	1,256.3	1,477.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,717	3,261	2,754	2,480	3,536
BPS	13,104	15,624	18,672	21,386	25,156
CFPS	3,014	3,185	2,768	2,433	3,763
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	23.3	10.9	11.3	12.6	8.8
PER(최고)	32.9	21.5	13.4		
PER(최저)	17.5	10.7	10.0		
PBR	4.84	2.27	1.67	1.46	1.24
PBR(최고)	6.83	4.49	1.98		
PBR(최저)	3.63	2.23	1.47		
PSR	15.41	7.07	8.20	9.01	6.36
PCFR	21.0	11.1	11.3	12.8	8.3
EV/EBITDA	19.5	8.3	9.8	10.9	5.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	18.4	20.3	13.8	10.8	13.5
ROE	19.4	22.7	16.0	12.4	15.2
ROIC	110.4	107.7	58.2	55.9	85.8
매출채권회전율	3.9	2.0	1.4	1.6	1.9
재고자산회전율					
부채비율	5.2	17.6	15.1	13.5	11.8
순차입금비율	-83.2	-57.8	-61.2	-60.6	-57.3
이자보상배율, 현금	130.5	138.1	86.5	69.1	122.3
총차입금	11.2	63.5	63.5	63.5	63.5
순차입금	-636.3	-532.7	-671.0	-761.2	-846.7
EBITDA	157.2	187.2	119.1	97.9	167.8
FCF	77.6	143.3	132.5	84.4	72.9

크래프톤 (259960)



BUY(Upgrade)

목표주가 290,000원

주가(9/9) 209,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

펼치 기반의 단일 IP 매출 집중도가 높은 상황에서 향후 해당 게임의 잠재적 매출 변동 리스크를 제어하고 매출 세그먼트를 다변화시킬 수 있는 트리플 A급 게임에 대한 투자가 수반될 필요성을 적시한다.

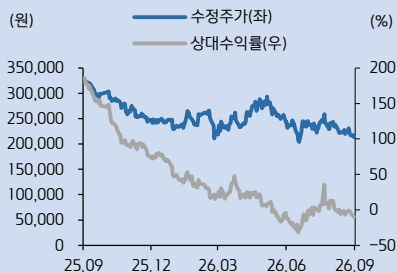
Stock Data

KOSPI (9/9)	7,051.64pt	
시가총액	95,613억원	
52주 주가동향	최고가 324,500 원	최저가 204,000원
최고/최저가 대비 등락	-35.6%	2.5%
주가수익률	절대	상대
1M	-13.5%	-23.2%
6M	-4.3%	-28.8%
1Y	-35.2%	-68.8%

Company Data

발행주식수	45,748 천주
일평균 거래량(3M)	111천주
외국인 지분율	43.4%
배당수익률(26E)	1.4%
BPS(26E)	168,432원
주요 주주	장병규 외 29인 22.6%

Price Trend



트리플 A급 IP 필요

>>> 동사에 대한 목표주가 유지

동사에 대한 목표주가를 29만원으로 유지하고 투자 의견을 기존 Outperform에서 BUY로 조정해 제시한다. 투자 의견 상향은 당사의 적용기준에 따른 결과이다. 신규 목표주가는 27E 기준 지배주주순이익 9,740억원에 목표 PER 15배와 연 할인율 10%를 적용하여 산정했다.

>>> 무게감 있는 IP 투자 필요

동사가 이번 게임스컴 시연 등을 통해 공개한 주요 신작은 다수의 2PP 기제로 당사가 판단하는 트리플 A급의 무게감 높은 IP결로 분류하기는 애매하다는 판단이며, 동사의 펼치 기반 높은 타라인 규모 등을 감안할 때, 패키지 게임 기준 베이직 프라이스 60달러 및 초기 분기 마일스톤 500만장과 장기 누적 마일스톤 1천만장에 도달할 수 있는 IP 신작 및 초기 연도 기준 패키지 매출에 상응할 라이브 게임 매출을 창출할 수 있는 IP에 대한 투자 강도를 높일 필요가 있음을 강조한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,709.8	3,326.6	4,933.6	4,832.5	5,014.7
영업이익	1,182.5	1,054.4	1,458.2	1,264.7	1,267.2
EBITDA	1,288.9	1,200.3	1,621.4	1,439.2	1,450.5
세전이익	1,722.7	959.0	1,294.0	1,329.7	1,347.2
순이익	1,302.6	733.7	836.4	974.0	986.6
지배주주지분순이익	1,306.1	734.8	839.6	974.0	985.4
EPS(원)	27,162	15,438	18,029	21,290	21,540
증감률(% YoY)	122.3	-43.2	16.8	18.1	1.2
PER(배)	11.5	15.9	11.6	9.8	9.7
PBR(배)	2.19	1.66	1.24	1.12	1.03
EV/EBITDA(배)	8.8	7.6	4.5	4.6	4.2
영업이익률(%)	43.6	31.7	29.6	26.2	25.3
ROE(%)	21.1	10.6	11.4	12.0	11.1
순차입금비율(%)	-53.3	-37.1	-33.7	-37.5	-40.0

자료: 키움증권 리서치센터

크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,290.2	1,223.7	1,048.3	3,326.6	4,933.6	4,832.5
PC	323.5	219.7	353.9	287.4	363.8	560.4	421.5	352.3	1,184.6	1,698.0	1,481.5
모바일	532.4	427.6	488.5	292.2	702.7	451.0	502.8	392.4	1,740.7	2,048.8	2,128.5
콘솔	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	23.8	19.4	19.7	42.8	76.8	68.1
기타	5.1	5.0	18.0	330.3	291.0	255.0	280.0	284.0	358.5	1,110.0	1,154.4
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	879.3	867.0	919.3	2,272.2	3,475.5	3,567.7
영업이익	457.3	246.1	348.6	2.4	561.6	410.9	356.7	129.0	1,054.4	1,458.2	1,264.7
영업이익률(%)	52.3%	37.2%	40.0%	0.3%	40.9%	31.8%	29.2%	12.3%	31.7%	29.6%	26.2%
영업외손익	41.6	-222.2	138.1	-52.9	157.5	-316.7	27.5	-32.5	-95.4	-164.2	65.0
법인세차감전순이익	498.9	23.9	486.7	-50.5	719.1	94.2	384.2	96.5	959.0	1,294.0	1,329.7
법인세차감전순이익률(%)	57.1%	3.6%	55.9%	-5.5%	52.4%	7.3%	31.4%	9.2%	28.8%	26.2%	27.5%
법인세비용	127.4	8.4	117.3	-27.8	205.0	124.1	102.7	25.8	225.3	457.6	355.8
법인세율(%)	25.5%	35.0%	24.1%	55.0%	28.5%	131.7%	26.7%	26.7%	23.5%	35.4%	26.8%
중단영업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	371.5	15.5	369.4	-22.7	514.1	-29.9	281.5	70.7	733.7	836.4	974.0
당기순이익률(%)	42.5%	2.3%	42.4%	-2.5%	37.5%	-2.3%	23.0%	6.7%	22.1%	17.0%	20.2%
지배주주지분	372.0	15.2	367.5	-20.0	514.8	-27.4	281.5	70.7	734.8	839.6	974.0
비지배주주지분	-0.6	0.4	1.9	-2.8	-0.7	-2.5	0.0	0.0	-1.1	-3.2	0.0

자료: 크래프톤, 키움증권 리서치

크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	4,993.8	4,959.0	5,114.0	4,933.6	4,832.5	5,014.7	-1.2%	-2.6%	-1.9%
영업이익	1,495.0	1,348.6	1,330.4	1,458.2	1,264.7	1,267.2	-2.5%	-6.2%	-4.8%
영업이익률	29.9%	27.2%	26.0%	29.6%	26.2%	25.3%	-0.4%	-1.0%	-0.7%
법인세차감전순이익	1,279.6	1,339.9	1,336.7	1,294.0	1,329.7	1,347.2	1.1%	-0.8%	0.8%
당기순이익	825.8	981.3	979.0	836.4	974.0	986.6	1.3%	-0.7%	0.8%
지배주주지분	829.1	981.3	977.8	839.6	974.0	985.4	1.3%	-0.7%	0.8%

자료: 키움증권 리서치

크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E
매출액	1,245.8	1,086.3	1,386.8	1,145.0	1,223.7	1,048.3	1,355.0	1,115.7	-1.8%	-3.5%	-2.3%	-2.6%
영업이익	372.1	150.3	521.6	281.3	356.7	129.0	500.5	261.9	-4.1%	-14.2%	-4.0%	-6.9%
영업이익률	29.9%	13.8%	37.6%	24.6%	29.2%	12.3%	36.9%	23.5%	-0.7%	-1.5%	-0.7%	-1.1%
법인세차감전순이익	388.4	77.8	537.8	297.5	384.2	96.5	528.0	289.4	-1.1%	23.9%	-1.8%	-2.7%
당기순이익	284.6	57.0	393.9	217.9	281.5	70.7	386.7	211.9	-1.1%	23.9%	-1.8%	-2.7%
지배주주지분	284.6	57.0	393.9	217.9	281.5	70.7	386.7	211.9	-1.1%	23.9%	-1.8%	-2.7%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,709.8	3,326.6	4,933.6	4,832.5	5,014.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,709.8	3,326.6	4,933.6	4,832.5	5,014.7
판매비	1,527.3	2,272.2	3,475.5	3,567.7	3,747.5
영업이익	1,182.5	1,054.4	1,458.2	1,264.7	1,267.2
EBITDA	1,288.9	1,200.3	1,621.4	1,439.2	1,450.5
영업외손익	540.2	-95.4	-164.2	65.0	80.0
이자수익	32.5	25.0	24.9	29.4	33.5
이자비용	9.5	11.6	11.6	11.6	11.6
외환관련이익	158.3	97.1	97.1	97.1	97.1
외환관련손실	34.9	103.7	103.7	103.7	103.7
중속 및 관계기업손익	-47.9	-45.8	0.0	0.0	0.0
기타	441.7	-56.4	-170.9	53.8	64.7
법인세차감전이익	1,722.7	959.0	1,294.0	1,329.7	1,347.2
법인세비용	420.1	225.3	457.6	355.8	360.6
계속사업순손익	1,302.6	733.7	836.4	974.0	986.6
당기순이익	1,302.6	733.7	836.4	974.0	986.6
지배주주순이익	1,306.1	734.8	839.6	974.0	985.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	41.8	22.8	48.3	-2.0	3.8
영업이익 증감율	54.0	-10.8	38.3	-13.3	0.2
EBITDA 증감율	47.1	-6.9	35.1	-11.2	0.8
지배주주순이익 증감율	119.4	-43.7	14.3	16.0	1.2
EPS 증감율	122.3	-43.2	16.8	18.1	1.2
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	43.6	31.7	29.6	26.2	25.3
EBITDA Margin(%)	47.6	36.1	32.9	29.8	28.9
지배주주순이익률(%)	48.2	22.1	17.0	20.2	19.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	907.9	1,045.1	611.7	1,254.3	1,199.8
당기순이익	1,302.6	733.7	836.4	974.0	986.6
비현금항목의 가감	125.5	517.1	657.6	562.5	572.0
유형자산감가상각비	84.9	110.3	119.4	127.8	133.9
무형자산감가상각비	21.6	35.6	43.9	46.7	49.3
지분법평가손익	-75.3	-109.3	0.0	0.0	0.0
기타	94.3	480.5	494.3	388.0	388.8
영업활동자산부채증감	-276.5	240.8	-438.8	54.9	-21.0
매출채권및기타채권의감소	-227.5	152.8	-658.1	41.4	-74.6
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	1.3	80.8	240.8	5.6	45.8
기타	-50.3	7.2	-21.5	7.9	7.8
기타현금흐름	-243.7	-446.5	-443.5	-337.1	-337.8
투자활동 현금흐름	-831.6	-579.6	-798.6	-806.7	-815.3
유형자산의 취득	-20.3	-77.2	-150.0	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	0.5	1.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.2	-21.4	-100.0	-100.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-274.8	-221.0	-161.5	-162.8	-164.1
단기금융자산의감소(증가)	-849.2	577.3	-137.1	-144.0	-151.2
기타	318.4	-838.5	-250.0	-249.9	-250.0
재무활동 현금흐름	-258.7	-451.9	-199.6	-228.9	-228.9
차입금의 증가(감소)	0.0	-22.6	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-199.3	-326.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-99.6	-128.9	-128.9
기타	-59.4	-103.2	-100.0	-100.0	-100.0
기타현금흐름	43.0	1.5	235.1	234.8	234.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-139.4	15.1	-151.3	453.4	390.0
기초현금 및 현금성자산	721.0	581.7	596.7	445.4	898.8
기말현금 및 현금성자산	581.7	596.7	445.4	898.8	1,288.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,004.4	4,866.3	5,518.5	6,083.1	6,708.0
현금 및 현금성자산	581.7	596.7	445.4	898.8	1,288.8
단기금융자산	3,319.5	2,742.2	2,879.3	3,023.3	3,174.5
매출채권 및 기타채권	1,017.8	1,362.2	2,020.3	1,978.9	2,053.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	85.4	165.2	173.5	182.1	191.2
비유동자산	2,915.0	4,567.3	4,832.9	5,088.8	5,337.7
투자자산	1,143.0	1,318.2	1,479.7	1,642.4	1,806.5
유형자산	239.7	578.9	609.5	631.7	647.8
무형자산	656.2	1,804.2	1,860.3	1,913.7	1,964.3
기타비유동자산	876.1	866.0	883.4	901.0	919.1
자산총계	7,919.5	9,433.6	10,351.3	11,171.9	12,045.7
유동부채	784.8	1,583.3	1,831.8	1,845.3	1,899.2
매입채무 및 기타채무	238.3	833.5	1,074.2	1,079.9	1,125.7
단기금융부채	106.1	362.3	362.3	362.3	362.3
기타유동부채	440.4	387.5	395.3	403.1	411.2
비유동부채	305.5	666.2	674.6	683.2	692.2
장기금융부채	153.5	314.9	314.9	314.9	314.9
기타비유동부채	152.0	351.3	359.7	368.3	377.3
부채총계	1,090.3	2,249.5	2,506.4	2,528.6	2,591.4
지배지분	6,827.8	7,041.4	7,705.4	8,503.8	9,313.6
자본금	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	1,477.8	1,476.5	1,476.7	1,476.7	1,476.7
기타자본	105.0	-191.6	-191.6	-191.6	-191.6
기타포괄손익누계액	158.7	114.1	67.4	20.8	-25.9
이익잉여금	5,081.5	5,637.5	6,348.1	7,193.2	8,049.6
비지배지분	1.3	142.7	139.5	139.5	140.7
자본총계	6,829.1	7,184.1	7,844.9	8,643.3	9,454.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,162	15,438	18,029	21,290	21,540
BPS	142,524	148,541	168,432	185,884	203,585
CFPS	29,699	26,279	32,081	33,586	34,071
DPS	0	2,240	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	11.5	15.9	11.6	9.8	9.7
PER(최고)	13.1	25.5	16.8		
PER(최저)	6.8	15.5	11.1		
PBR	2.19	1.66	1.24	1.12	1.03
PBR(최고)	2.49	2.65	1.80		
PBR(최저)	1.29	1.62	1.18		
PSR	5.55	3.52	1.97	1.98	1.91
PCFR	10.5	9.4	6.5	6.2	6.1
EV/EBITDA	8.8	7.6	4.5	4.6	4.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	13.6	15.4	13.2	13.1
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.9	1.4	1.4	1.4
ROA	18.1	8.5	8.5	9.1	8.5
ROE	21.1	10.6	11.4	12.0	11.1
ROIC	63.4	43.4	29.9	27.0	26.6
매출채권회전율	3.1	2.8	2.9	2.4	2.5
재고자산회전율					
부채비율	16.0	31.3	31.9	29.3	27.4
순차입금비율	-53.3	-37.1	-33.7	-37.5	-40.0
이자보상배율·현금	125.0	90.5	125.2	108.6	108.8
총차입금	259.6	677.1	677.1	677.1	677.1
순차입금	-3,641.6	-2,661.8	-2,647.6	-3,245.0	-3,786.1
EBITDA	1,288.9	1,200.3	1,621.4	1,439.2	1,450.5
FCF	683.0	1,251.9	418.9	907.8	842.3

NC (036570)



BUY(Maintain)

목표주가 350,000원(하향)

주가(9/9) 210,500원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

동사의 향후 신작 라인업 개수는 많으나 당사는 신작 개수보다는 유닛당 퀄리티가 중요하다는 관점을 견지하며, 28E 출시가 기대되는 길드워3에 대한 인게임 퀄리티 확인 시점을 이에 대한 검증의 과정으로 바라본다.

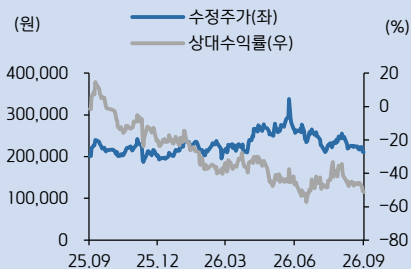
Stock Data

KOSDAQ (9/9)		7,051.64pt	
시가총액		45,350억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		338,000 원	187,000원
최고/최저가 대비 등락		-37.7%	12.6%
주가수익률		절대	상대
1M	-15.3%	-24.8%	
6M	-1.4%	-26.6%	
1Y	-4.3%	-53.9%	

Company Data

발행주식수	21,544 천주
일평균 거래량(3M)	87천주
외국인 지분율	38.2%
배당수익률(26E)	1.2%
BPS(26E)	176,792원
주요 주주	김택진 외 15인
	12.4%

Price Trend



매출 지속성이 관건

>>> 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 43만원에서 35만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가는 26E 지배주주지분 5,033억원에 목표 PER 15배를 적용한 결과이다. 아이온2 기존 한국 및 대만을 중심으로 매출 감소세가 기존 추정 대비 가파르면서 피크 정상이익에 대한 귀속 시점을 올해로 반영하였다.

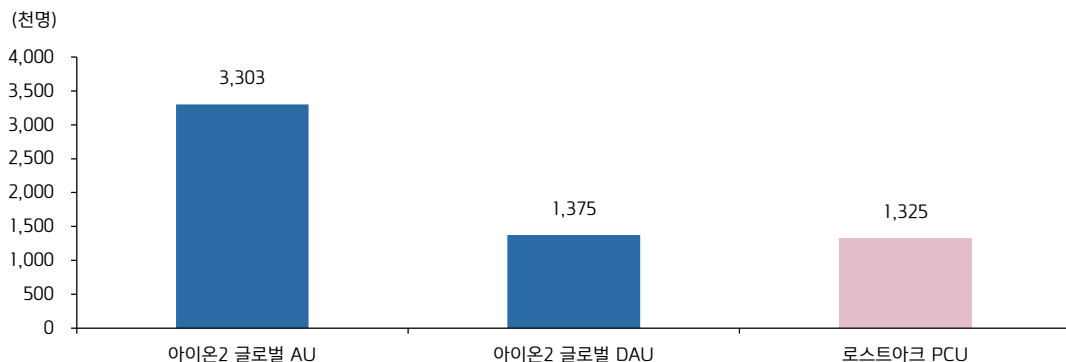
>>> 아이온2 IP의 확장성 이슈

당사는 아이온2 게임 밸런스에 대한 유저별 불만족이 출시 후 커진 과정을 우려하며, 이에 따라 한국 및 대만 등 기존 지역의 매출 감소세가 글로벌 지역에도 유사하게 진행될 수 있는 여지를 준용해 내년 실적 추정에 반영했다. 동 게임의 글로벌 지역의 초기 분기 매출은 4Q26E 1,585억원을 추정 반영했다. 동사 전체 탑라인 추정치는 동사 모바일 캐주얼 사업부문의 탄력적 성장을 반영해 기존 추정 대비 조정폭이 적었으나, 공헌이익률 관점에서 아이온2 및 리니지 클래식 대비 기여도가 낮다는 점을 복합적으로 감안할 때 영업이익 추정치의 연간 조정폭이 탑라인 대비 크게 나타났음을 부연 설명한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,869.4	3,077.6	3,018.7
영업이익	-109.2	16.1	551.6	506.2	375.8
EBITDA	0.0	111.7	639.4	599.0	472.6
세전이익	120.9	461.4	685.5	632.2	513.8
순이익	94.1	347.4	527.4	482.5	398.8
지배주주지분순이익	94.2	346.7	503.3	451.3	363.1
EPS(원)	4,291	16,023	23,360	20,946	16,853
증감률(% YoY)	-55.6	273.4	45.8	-10.3	-19.5
PER(배)	42.7	12.6	9.0	10.0	12.5
PBR(배)	1.31	1.29	1.19	1.08	1.01
EV/EBITDA(배)	-76,163.8	24.2	4.3	4.0	4.5
영업이익률(%)	-6.9	1.1	19.2	16.4	12.4
ROE(%)	3.0	10.8	14.0	11.3	8.3
순차입금비용(%)	-35.9	-48.8	-48.6	-51.8	-54.4

자료: 키움증권 리서치센터

아이온2 해외 주요 유저 지표 비교 분석



주1: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준

주2: 아이온2 글로벌 관련 지표 기준 시점은 출시 초기 분기인 4Q26E 기준

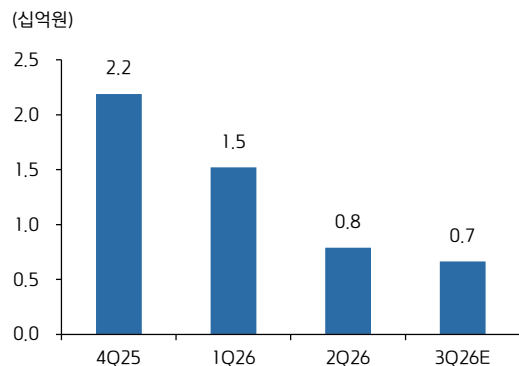
주3: 아이온2 글로벌 AU는 한국과 대만 출시 초기 분기인 4Q25 AU 합산치 준용

주4: 아이온2 글로벌 DAU는 멀티플 2.4배 수준을 역산 적용하여 도출

주5: 로스트아크 PCU는 글로벌 스팀 라이프사이클 기준 최고치인 2022년 2월 시점 데이터를 적용

자료: SteamDB, 키움증권 리서치

아이온2 분기별 일평균 결제액

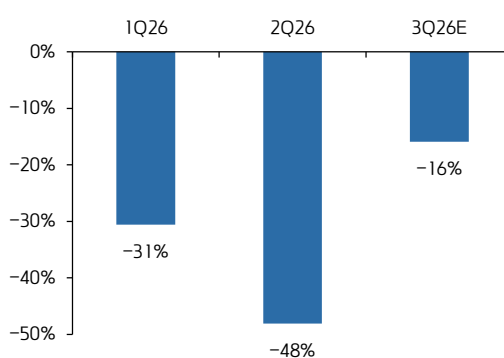


주1: 한국 및 대만 합산 기준

주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정

자료: NC, 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기별 일평균 결제액 증감률

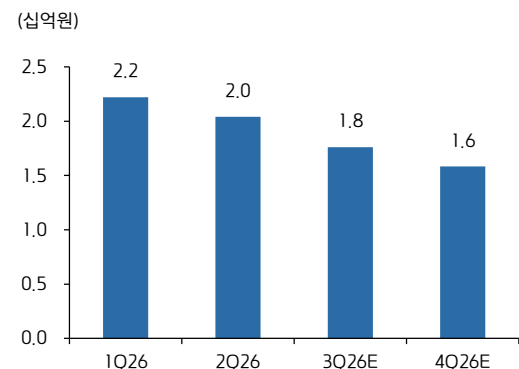


주1: 한국 및 대만 합산 기준

주2: 4Q25 일평균 결제액은 대상일수 43일 기준으로 산정

자료: NC, 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액

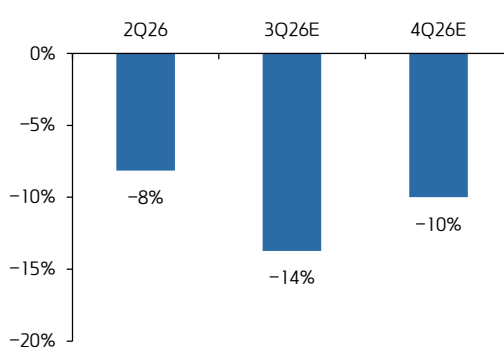


주1: 한국 및 대만 합산 기준

주2: 1Q26 수치는 대상일수 49일 기준으로 산정

자료: NC, 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액 증감률

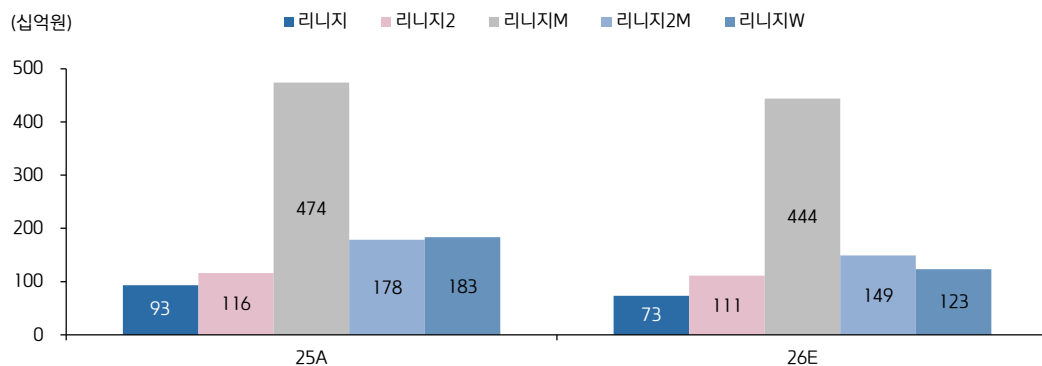


주1: 한국 및 대만 합산 기준

주2: 1Q26 일평균 결제액은 대상일수 49일 기준으로 산정

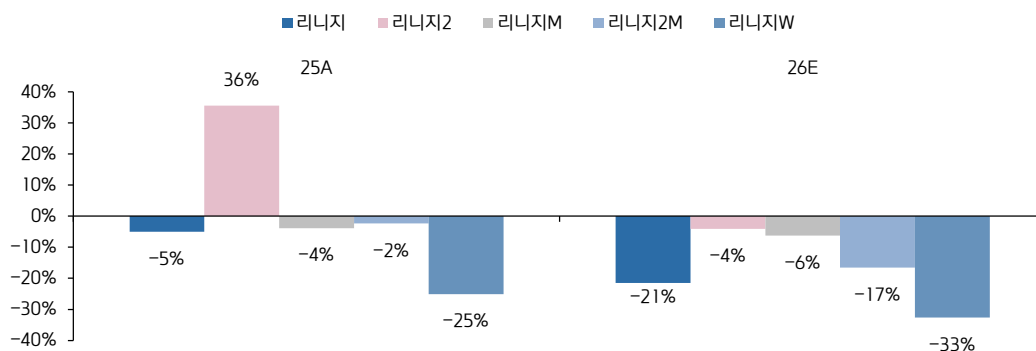
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

NC 리니지 연계 IP별 연간 매출



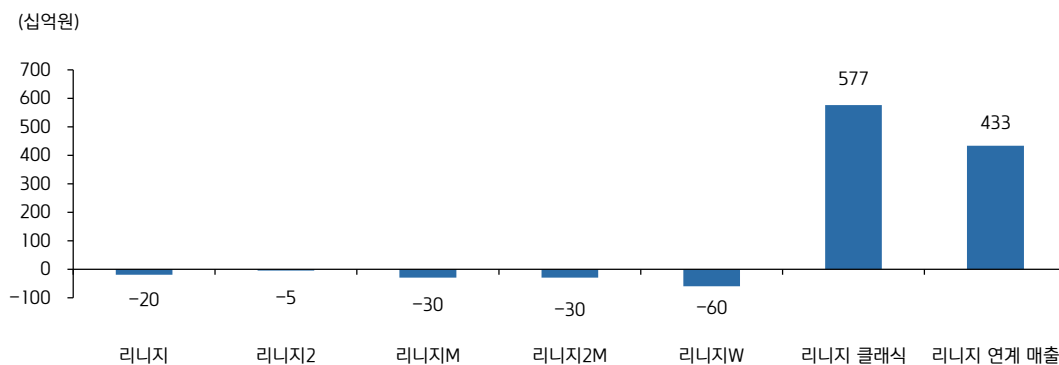
주: 리니지 클래식 제외
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

NC 리니지 연계 IP별 매출 증감률



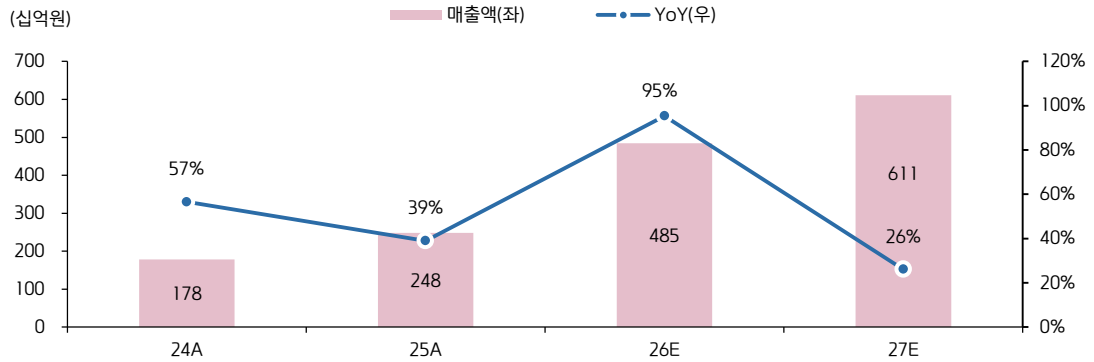
주: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

26E NC 리니지 연계 IP별 전년대비 매출 증감



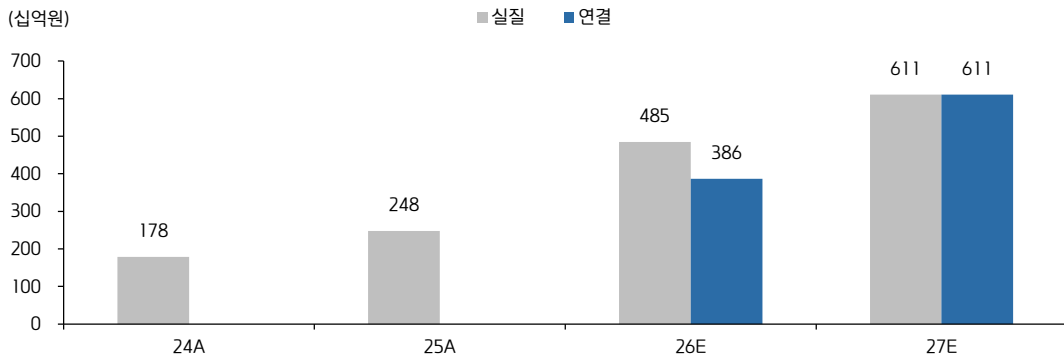
주: 리니지 연계 매출 증분은 상기 관련 라인업별 증분을 모두 합산한 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

JustPlay 연간 매출 추이 및 전망



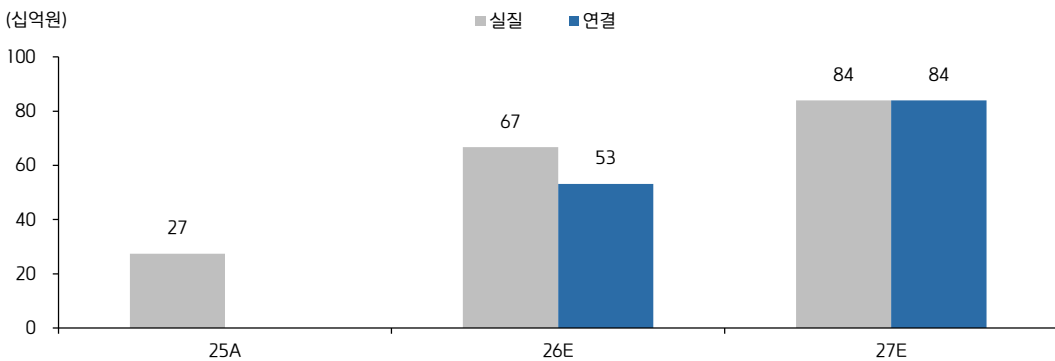
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 매출 관련 지표



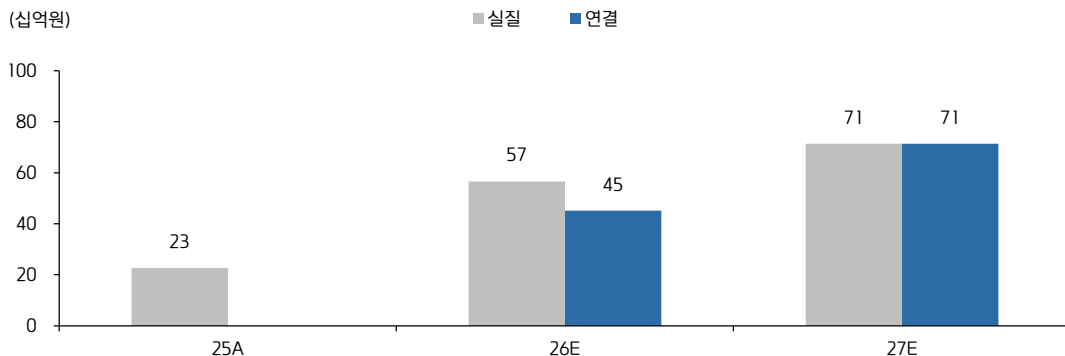
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
 자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 영업이익 관련 지표



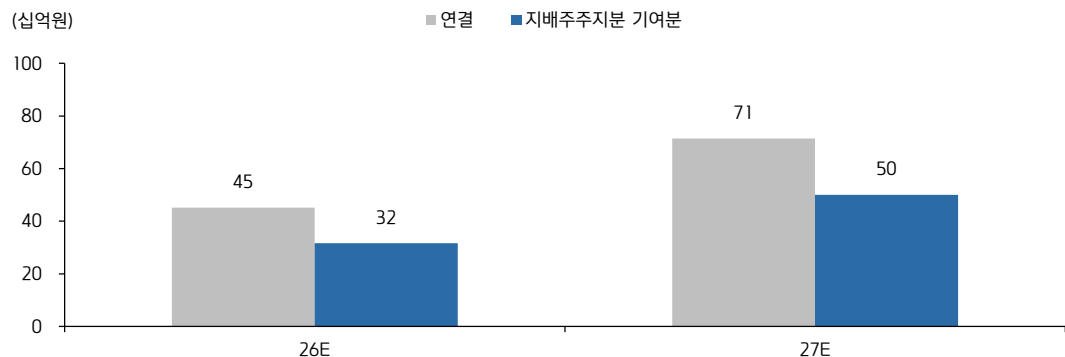
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
 자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 순이익 관련 지표



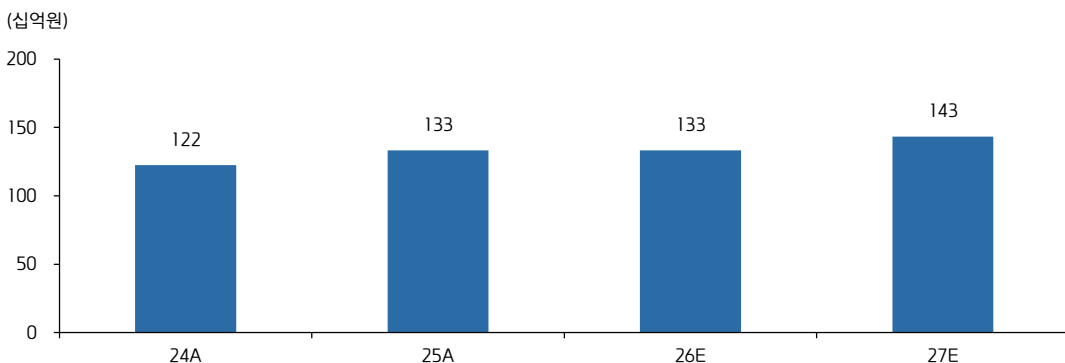
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 지배주주지분 기여도



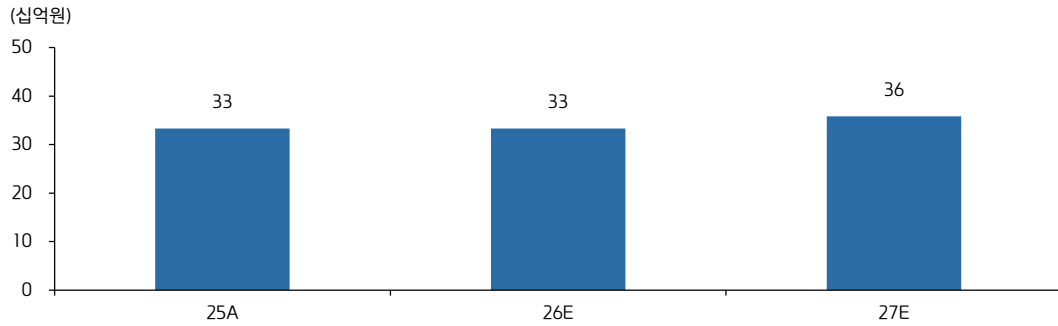
주1: 지배주주지분 기여분은 동사 1차 취득 지분율 70%를 준용하여 산정
주2: 주1 관련 기여분은 NC 지배주주지분 귀속으로 진행되는 기준
자료: NC, 키움증권 리서치

INDYGO GROUP 연간 매출



주1: 24년 실적은 리후후 매출액을 90% 비중으로 역산하여 산정
주2: 25년 실적은 리후후 예상 매출액 1,200억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

INDYGO GROUP 연간 영업이익



주1: 25년 실적은 리후후 예상 영업이익 300억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주2: 연간 OPM은 리후후 25년 예상 OPM 25%를 일괄적으로 준용해 영업이익 도출
 자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

NC 세그먼트별 지급수수료율 산정

	26E	27E	28E	29E	30E
기존 모바일게임	22.1%	18.0%	15.8%	13.8%	13.1%
결제 비중					
자체	35%	40%	45%	50%	55%
기존	65%	60%	55%	50%	45%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%	20.0%
아이온 2 한국/대만	12.0%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%
결제 비중					
자체	80%	80%	80%	80%	80%
기존	20%	20%	20%	20%	20%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%	20.0%
아이온 2 글로벌	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
결제 비중					
자체	20%	20%	20%	20%	20%
기존	80%	80%	80%	80%	80%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

주1: 자체는 퍼플 기반, 기존은 애플/구글 게임 플랫폼 기준
 주2: 애플/구글 게임 결제 수수료율은 26E 기준 30%로 산정
 주3: 주2 관련 구글 서비스 수수료 조정 시점이 한국 기준 올해 연말임을 감안한 조치
 주4: 주3 관련 애플 서비스 조정 수준도 구글도 동행하는 가정을 일괄적으로 적용
 주5: 주3 및 주4 관련 동사 기준 라인업의 주 매출 포션이 한국 중심으로 창출된 사안을 감안
 주6: 주5 관련 27E 결제 수수료율은 구글 기준 설치분에 대한 외부 결제 적용으로 일괄 적용
 주7: 주6 관련 결제 수수료율은 27E 25%에서 연간 2.5%p씩 저감해 29E 20%로 하단 가정
 주8: 기존 모바일게임은 동사의 리니지M, 리니지2M, 리니지W 등을 기준으로 함
 주9: 자체 결제 도입 시점은 리니지M 및 리니지2M은 2025년 11월 12일, 리니지W는 2025년 11월 26일에 해당
 주10: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외이며, 해당 세그먼트 기준은 스티 플랫폼
 주11: 아이온2 스티 플랫폼 결제 수수료율은 매출 구간별 테이크 레이트를 준용해 산정
 자료: NC, 키움증권 리서치 추산

NC 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	770.5	716.1	825.4	1,506.9	2,869.4	3,077.6
PC 게임	107.9	114.0	113.6	193.6	325.1	350.6	317.0	459.8	529.1	1,452.5	1,505.4
모바일 게임	239.5	254.2	233.7	204.2	226.2	402.1	383.9	358.3	931.6	1,370.5	1,505.6
콘솔 게임								0.0		0.0	17.8
기타	12.9	14.2	12.8	6.4	6.1	17.8	15.3	7.3	46.2	46.5	48.8
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	596.6	610.0	667.2	1,490.8	2,317.9	2,571.4
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	113.3	173.9	106.2	158.3	16.1	551.6	506.2
영업이익률(%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	20.3%	22.6%	14.8%	19.2%	1.1%	19.2%	16.4%
영업외손익	26.0	-48.4	442.6	25.0	74.0	2.9	28.5	28.5	445.3	133.9	126.0
법인세차감전순이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	187.3	176.7	134.7	186.8	461.4	685.5	632.2
법인세차감전순이익률(%)	8.7%	-8.7%	120.9%	7.0%	33.6%	22.9%	18.8%	22.6%	30.6%	23.9%	20.5%
법인세비용	-6.3	2.7	87.8	29.7	34.9	45.6	32.2	45.5	113.9	158.1	149.7
법인세율(%)	-20.0%	-8.0%	20.2%	105.3%	18.6%	25.8%	23.9%	24.3%	24.7%	23.1%	23.7%
당기순이익	37.5	-36.0	347.4	-1.5	152.4	131.2	102.5	141.3	347.4	527.4	482.5
당기순이익률(%)	10.4%	-9.4%	96.5%	-0.4%	27.3%	17.0%	14.3%	17.1%	23.1%	18.4%	15.7%
지배주주지분	37.8	-35.4	346.7	-2.4	148.8	124.6	95.7	134.1	346.7	503.3	451.3
비지배주주지분	-0.3	-0.5	0.7	0.9	3.6	6.5	6.7	7.2	0.8	24.1	31.2

주: 아이온2 매출은 편의상 PC 게임 세그먼트로 일괄 분류

자료: NC, 키움증권 리서치

NC 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	2,877.0	3,104.7	3,081.1	2,869.4	3,077.6	3,018.7	-0.3%	-0.9%	-2.0%
영업이익	666.3	671.5	563.5	551.6	506.2	375.8	-17.2%	-24.6%	-33.3%
영업이익률	23.2%	21.6%	18.3%	19.2%	16.4%	12.4%	-3.9%	-5.2%	-5.8%
법인세차감전순이익	838.6	804.5	698.5	685.5	632.2	513.8	-18.3%	-21.4%	-26.4%
당기순이익	640.8	606.5	531.6	527.4	482.5	398.8	-17.7%	-20.4%	-25.0%
지배주주지분	618.0	577.2	498.2	503.3	451.3	363.1	-18.6%	-21.8%	-27.1%

자료: 키움증권 리서치

NC 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E
매출액	747.6	860.2	790.5	776.9	716.1	825.4	776.6	799.7	-4.2%	-4.0%	-1.8%	2.9%
영업이익	162.8	226.4	191.2	180.2	106.2	158.3	155.9	158.6	-34.8%	-30.1%	-18.5%	-12.0%
영업이익률	21.8%	26.3%	24.2%	23.2%	14.8%	19.2%	20.1%	19.8%	-6.9%	-7.1%	-4.1%	-3.4%
법인세차감전순이익	195.5	259.1	224.5	213.5	134.7	186.8	187.4	190.1	-31.1%	-27.9%	-16.5%	-10.9%
당기순이익	146.8	194.0	168.6	160.7	102.5	141.3	142.2	144.4	-30.2%	-27.2%	-15.7%	-10.1%
지배주주지분	140.5	187.2	161.9	153.5	95.7	134.1	135.0	136.8	-31.8%	-28.4%	-16.6%	-10.9%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,869.4	3,077.6	3,018.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,578.1	1,506.9	2,869.4	3,077.6	3,018.7
판매비	1,687.3	1,490.8	2,317.9	2,571.4	2,642.9
영업이익	-109.2	16.1	551.6	506.2	375.8
EBITDA	0.0	111.7	639.4	599.0	472.6
영업외손익	230.1	445.3	133.9	126.0	138.0
이자수익	72.0	56.4	62.7	72.3	80.7
이자비용	10.3	4.4	4.4	4.4	4.4
외환관련이익	80.6	53.3	53.3	53.3	53.3
외환관련손실	30.7	61.6	61.6	61.6	61.6
종속 및 관계기업손익	4.4	-20.2	-17.4	-14.0	-12.0
기타	114.1	421.8	101.3	80.4	82.0
법인세차감이익	120.9	461.4	685.5	632.2	513.8
법인세비용	26.8	113.9	158.1	149.7	115.0
계속사업손익	94.1	347.4	527.4	482.5	398.8
당기순이익	94.1	347.4	527.4	482.5	398.8
지배주주순이익	94.2	346.7	503.3	451.3	363.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-11.3	-4.5	90.4	7.3	-1.9
영업이익 증감율	-179.5	-114.7	3,326.1	-8.2	-25.8
EBITDA 증감율	-100.0	NA	472.4	-6.3	-21.1
지배주주순이익의 증감율	-55.6	268.0	45.2	-10.3	-19.5
EPS 증감율	-55.6	273.4	45.8	-10.3	-19.5
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	-6.9	1.1	19.2	16.4	12.4
EBITDA Margin(%)	0.0	7.4	22.3	19.5	15.7
지배주주순이익율(%)	6.0	23.0	17.5	14.7	12.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	107.0	162.0	304.9	450.1	407.0
당기순이익	94.1	347.4	527.4	482.5	398.8
비현금항목의 가감	-6.8	-202.6	55.1	38.6	-2.4
유형자산감가상각비	105.9	90.9	82.3	86.3	89.4
무형자산감가상각비	3.3	4.7	5.5	6.5	7.4
지분법평가손익	-11.2	-26.0	17.4	14.0	12.0
기타	-104.8	-272.2	-50.1	-68.2	-111.2
영업활동자산부채증감	-43.3	-7.2	-190.1	-1.5	37.1
매출채권및기타채권의감소	20.1	-39.9	-189.0	-28.9	8.2
채고자산의감소	-0.3	-0.2	-1.2	-0.2	0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	11.6	12.2	12.8
기타	-63.1	32.9	-11.5	15.4	16.0
기타현금흐름	63.0	24.4	-87.5	-69.5	-26.5
투자활동 현금흐름	1,294.1	-832.4	-133.3	-137.5	-141.8
유형자산의 취득	-84.2	-103.5	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.7	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	41.1	52.5	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-199.1	120.8	-58.5	-58.9	-59.3
단기금융자산의감소(증가)	1,533.6	-1,276.0	-74.8	-78.6	-82.5
기타	2.0	373.0	125.0	125.0	125.0
재무활동 현금흐름	-522.9	-82.5	-72.3	-98.5	-98.5
차입금의 증가(감소)	-240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-175.8	-1.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-63.6	-28.3	-22.3	-48.5	-48.5
기타	-43.5	-53.2	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	17.1	-4.0	48.5	48.4	48.3
현금 및 현금성자산의 순증가	895.3	-757.0	147.8	262.5	215.1
기초현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	503.5	651.3	913.8
기말현금 및 현금성자산	1,260.5	503.5	651.3	913.8	1,128.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,788.5	2,266.6	2,682.1	3,055.3	3,347.7
현금 및 현금성자산	1,260.5	503.5	651.3	913.8	1,128.9
단기금융자산	220.6	1,496.6	1,571.4	1,650.0	1,732.5
매출채권 및 기타채권	167.2	209.0	398.0	426.9	418.7
채고자산	1.1	1.3	2.5	2.6	2.6
기타유동자산	139.1	56.2	58.9	62.0	65.0
비유동자산	2,165.4	2,066.6	2,148.1	2,228.6	2,307.7
투자자산	871.7	750.9	791.9	836.8	884.1
유형자산	997.6	1,034.7	1,052.3	1,066.0	1,076.6
무형자산	103.9	110.6	130.1	148.6	166.1
기타비유동자산	192.2	170.4	173.8	177.2	180.9
자산총계	3,953.9	4,333.1	4,830.2	5,283.9	5,655.4
유동부채	322.2	641.2	664.3	688.5	714.0
매입채무 및 기타채무	196.3	231.9	243.5	255.6	268.4
단기금융부채	45.8	179.2	179.2	179.2	179.2
기타유동부채	80.1	230.1	241.6	253.7	266.4
비유동부채	568.2	321.5	327.4	333.7	340.2
장기금융부채	335.0	177.8	177.8	177.8	177.8
기타비유동부채	233.2	143.7	149.6	155.9	162.4
부채총계	890.4	962.7	991.7	1,022.2	1,054.2
자본지분	3,058.5	3,364.9	3,808.8	4,200.8	4,504.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-798.6	-672.9	-672.9	-672.9	-672.9
기타포괄손익누계액	-61.2	-75.6	-86.5	-97.3	-108.1
이익잉여금	3,473.9	3,669.0	4,123.8	4,526.6	4,841.2
비자본지분	5.1	5.6	29.7	60.9	96.6
자본총계	3,063.6	3,370.4	3,838.5	4,261.7	4,601.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,291	16,023	23,360	20,946	16,853
BPS	139,312	156,186	176,792	194,985	209,085
CFPS	3,975	6,694	27,039	24,189	18,398
DPS	1,460	1,150	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	42.7	12.6	9.0	10.0	12.5
PER(최고)	57.8	15.2	14.7		
PER(최저)	36.6	8.4	8.3		
PBR	1.31	1.29	1.19	1.08	1.01
PBR(최고)	1.78	1.56	1.94		
PBR(최저)	1.13	0.86	1.10		
PSR	2.55	2.89	1.58	1.47	1.50
PCFR	46.1	30.1	7.8	8.7	11.4
EV/EBITDA	-76.1638	24.2	4.3	4.0	4.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	30.1	6.4	9.2	10.0	12.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	0.6	1.2	1.2	1.2
ROA	2.3	8.4	11.5	9.5	7.3
ROE	3.0	10.8	14.0	11.3	8.3
ROIC	-8.2	3.5	36.5	30.0	22.3
매출채권회전율	9.3	8.0	9.5	7.5	7.1
재고자산회전율	1,759.7	1,285.9	1,530.0	1,207.6	1,155.5
부채비율	29.1	28.6	25.8	24.0	22.9
순차입금비율	-35.9	-48.8	-48.6	-51.8	-54.4
이자보상배율, 현금	-10.6	3.6	124.1	113.9	84.6
총차입금	380.9	357.0	357.0	357.0	357.0
순차입금	-1,100.2	-1,643.1	-1,865.7	-2,206.8	-2,504.4
EBITDA	0.0	111.7	639.4	599.0	472.6
FCF	-71.8	77.6	195.8	351.3	299.2

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

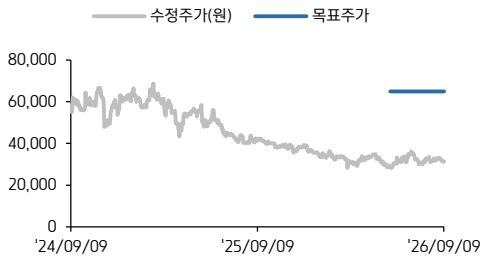
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
시프트업 (462870)	2026-05-27	Buy(Initiate)	65,000원	6개월	-53.32	-48.77
	2026-06-15	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.31	-44.23
	2026-07-14	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.70	-44.23
	2026-08-18	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.71	-44.23
	2026-08-24	Buy(Maintain)	65,000원	6개월	-50.65	-44.23
	2026-09-09	Buy(Maintain)	65,000원	6개월		
크래프톤 (259960)	2024-10-08	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월	-10.73	3.51
	2025-02-13	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월	-9.84	3.51
	2025-05-28	Outperform(Downgrade)	390,000원	6개월	-17.84	-1.79
	2025-11-28	Outperform(Upgrade)	300,000원	6개월	-17.56	-3.83
	2026-05-06	Outperform(Maintain)	340,000원	6개월	-27.16	-13.68
	2026-07-30	Outperform(Maintain)	290,000원	6개월	-20.70	-10.69
	2026-09-09	BUY(Upgrade)	290,000원	6개월		
NC (036570)	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.30	-44.50
	2025-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-41.20	-35.30
	2025-07-29	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-49.59	-47.82
	2025-08-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.33	-42.82
	2025-08-18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.65	-42.82
	2025-09-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.27	-38.46
	2025-11-03	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.00	-38.46
	2025-11-12	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-45.60	-43.72
	2025-11-17	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.12	-43.72
	2025-11-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.47	-42.44
	2026-01-26	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-02-11	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-02-20	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.73	-42.44
	2026-03-16	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.61	-42.44
	2026-03-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-48.05	-35.47
	2026-05-04	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-47.69	-35.47
	2026-05-14	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-37.10	-35.12
	2026-05-27	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-42.12	-21.40
	2026-09-09	BUY(Maintain)	350,000원	6개월		

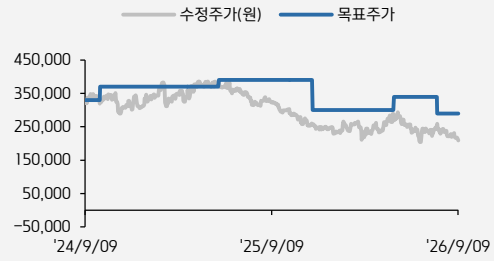
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

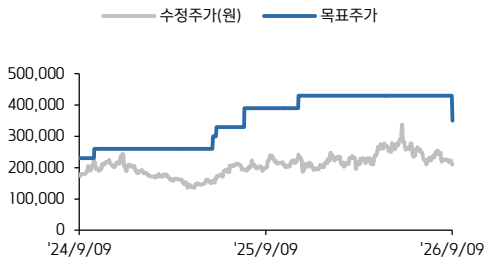
시프트업 (462870)



크래프톤 (259960)



NC (036570)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수의 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2025/07/01~2026/06/30)

매수	중립	매도
96.10%	3.41%	0.49%