

추위를 극복하는 방법

추위를 극복하는 방법



인터넷/게임

Analyst **이효진**

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

인터넷/게임

종목	투자판단	적정주가
네이버 (035420)	Buy	290,000원
카카오 (035720)	Buy	56,000원
시프트업 (상장예정)	Buy	90,000원
크래프톤 (259960)	Buy	300,000원
엔씨소프트 (036570)	Buy	350,000원
넷마블 (251270)	Hold	51,000원
펄어비스 (263750)	Hold	40,000원
네오위즈 (095660)	Hold	26,000원

Contents

Part I	플랫폼	07
Part II	게임	33

기업분석	NAVER (035420)	54
	카카오 (035720)	58
	시프트업 (상장 예정)	62
	크래프톤 (259960)	69
	엔씨소프트 (036570)	74
	넷마블 (251270)	79
	펄어비스 (263750)	84
	네오위즈 (095660)	88

Summary

추위를 극복하는 방법

인터넷/게임

I 플랫폼

- 비용 절감과 광고/커머스 핵심 이익 사업부 개선으로 네이버/카카오 2024년 이익 성장은 순항 중
- 그러나 최근 플랫폼 핵심은 AI. 네이버는 클라우드/커머스에서 성과 나오나 내수 위주로 밸류에이션 확장 막힘
- 언론에 따르면, 하반기 웹툰 상장 준비 중이며 기업 가치는 조 단위. 이익 규모 고려 시 AI를 이용한 효율성 강조 필요
- 웹툰은 네이버 전사 사업 중 글로벌 매출 규모 큰 부분에 속함. 성공적으로 상장 시 네이버 AI 가치 재평가 계기가 될 것
- 카카오는 AI 높은 비용 이용자 전가 가능해야 하나 국민 메신저 특성상 쉽지 않음. 해외/AI 해당하는 헬스케어 성과가 필요
- 이익 성장보다는 해외/AI에 초점 맞춰진 시기. 해당 사항 없다면 금리 인하가 필요. 기회 측면에서 네이버 상대적 우위 전망

II 게임

- 코로나 이후 게임 산업 내 역/저성장 만연화. 1) 여가 시간 내 게임의 설 자리 좁아지고 2) 인구 고령화로 장기 성장성 둔화
- 2023년 코로나 이후 신작 다양해진 첫 시기. 콘솔 신작 역대 최대치 경신하는 등 수려한 지표에도 최근 글로벌 게임 업체들의 프로젝트 드롭 사태 잇달아 발생. 특히 4/5월 되며 규모는 더욱 확대되는 중. 성장 둔화를 받아들이는 시기
- 2023년 10,500명 해고되었으나 2024년 5월 이미 전세계 게임 산업 해고자는 만명 돌파. 국내도 논의될 시점
- 생성 AI 등장으로 인간의 노동을 대체할 수 있는 환경이 마련됨. 특히 개발 기간 내 시간이 많이 소요되는 그래픽에서 도입 효과가 탁월. 신작 개발에도 영향을 주지만 콘텐츠 개발되어 있는 라이브 서비스에서 빠른 효과 기대
- 글로벌 구조조정과 함께 인력 대체할 수 있는 기술 도입 논의 활발해질 것. 최근 EA도 도입을 예고
- 300명에 불과한 인원으로 <니케> 이후 18개월 만에 <스텔라 블레이드> 출시한 시프트업 상장 임박. 비용 효율화 상기시키는 계기가 될 전망. 게임 내 시프트업을 Top pick으로 제시. 상장 implication이 하반기 게임주 분위기 결정할 것

III 결론

- 글로벌 AI 테마는 1) 높은 AI 가동비를 이용자에게 전가 가능한 모델(Microsoft) 또는 2) AI를 활용해 자체 비용 절감이 가능한 모델(Meta)로 압축됨. 네이버의 클라우드, 브랜드패키지솔루션/도착보장이 전자에, 게임 산업 내 AI 활용은 후자
- 네이버는 AI 수익화에도 불구하고 내수 위주로 밸류에이션 확장이 막힘. 최근 라인-야후 사태가 이를 심화. 웹툰 상장 시 AI 강조하고 투자자 공감 얻는다면 기술력에 대한 재평가 이루어질 것. 카카오는 해외/AI 동시에 풀 수 있는 영역이 헬스케어
- 게임은 글로벌 구조조정이 국내 산업에도 영향 미치기 시작할 전망. 프로젝트 드롭도 가능성 높아짐. 성장보다는 생존에 집중하여 AI 기술 활용해 비용 효율화 해야 다음 성장까지 버틸 힘 확보할 시기

기업분석

종목명	투자판단	적정주가
네이버 (035420)	Buy	290,000원
카카오 (035720)	Buy	56,000원
시프트업 (상장예정)	Buy	90,000원
크래프톤 (259960)	Buy	300,000원
엔씨소프트(036570)	Buy	350,000원
넷마블(251270)	Hold	51,000원
펄어비스(263750)	Hold	40,000원
네오위즈 (095660)	Hold	26,000원

NAVER(035420) 이익 개선 증명한 상반기. 하반기 주요 포인트는?

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

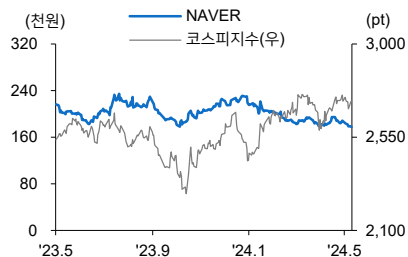
Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	290,000원
현재주가 (5.29)	175,300원
상승여력	65.4%
KOSPI	2,677.30pt
시가총액	284,702억원
발행주식수	16,241만주
유동주식비율	84.70%
외국인비중	45.34%
52주 최고/최저가	234,500원/175,300원
평균거래대금	1,498.1억원

주요주주(%)	
국민연금공단	8.23
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-15.5	-13.4
상대주가	-4.7	-20.5	-17.3

주가그래프



AI B2B 성과 본격화되는 2024

- 네이버의 AI B2B 수익은 커머스와 클라우드에 인식
- 1분기 거래액 성장률은 단 자릿수에 그쳤으나 브랜드패키지 솔루션 및 도착보장 관련 지난 10월부터 유료화하며 중개/판매 매출(별도 기준)은 26% 증가해 4분기부터 거래액과 중개/판매 성장률 디커플링 흐름 이어지는 중
- 2024년 7,971억원(+29% YoY) 기록하며 별도 법인 이익 성장 이끌 전망
- 클라우드 또한 1분기 계절적 비수기임에도 불구하고 11월 뉴로 클라우드 반영되며 YoY 26%의 높은 성장률을 기록
- 2024년 연간 25% 성장하며 글로벌 사업자의 클라우드 수익 가속화 흐름 관찰될 것
- AWS 대비 후발주자였던 MS/구글도 국가 프로젝트 통해 레버런스 쌓고 성장의 토대 마련. 네이버도 유사 흐름 기대

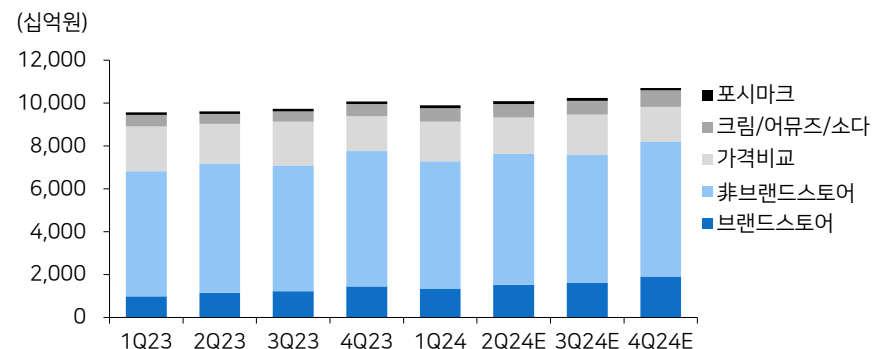
밸류에이션 확장 막는 원인. 그리고 하반기 주요 포인트

- 최근 플랫폼 핵심은 AI. 네이버는 클라우드/커머스에서 성과 나오나 내수 위주로 밸류에이션 확장 막힘
- 특히 라인-야후 사태로 내수 집중에 대한 우려는 더욱 커짐
- 언론에 따르면, 하반기 웹툰 상장 준비 중이며 기업가치는 조 단위. 이익 규모 고려 시 AI를 이용한 효율성 강조 필요
- 웹툰은 네이버 전사 사업 중 글로벌 매출 규모 큰 부분에 속함. 성공적으로 상장 시 네이버 AI 가치 재평가 계기 될 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	8,220.1	1,304.7	760.3	4,634	-95.9	138,642	38.3	1.3	16.1	3.3	44.6
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	46.5	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024E	10,646.8	1,835.6	1,811.3	11,153	91.1	154,181	15.7	1.1	10.7	7.5	45.3
2025E	11,520.4	1,965.1	1,812.6	11,245	0.2	166,858	15.6	1.1	9.3	7.0	40.2
2026E	12,275.4	2,102.6	2,397.7	14,912	33.1	181,862	11.8	1.0	8.2	8.6	37.7

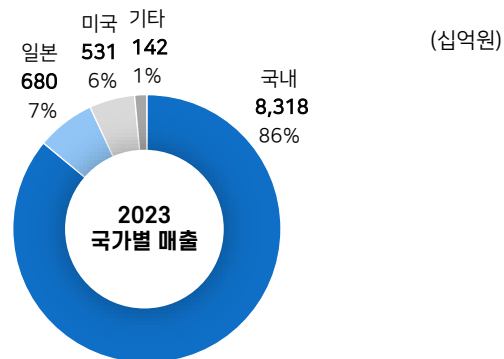
네이버 주요 지표

커머스 부문별 거래액 전망



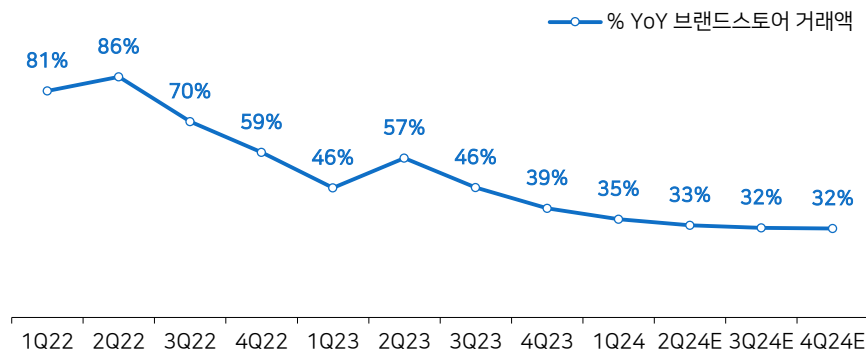
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

2023년 국가별 매출



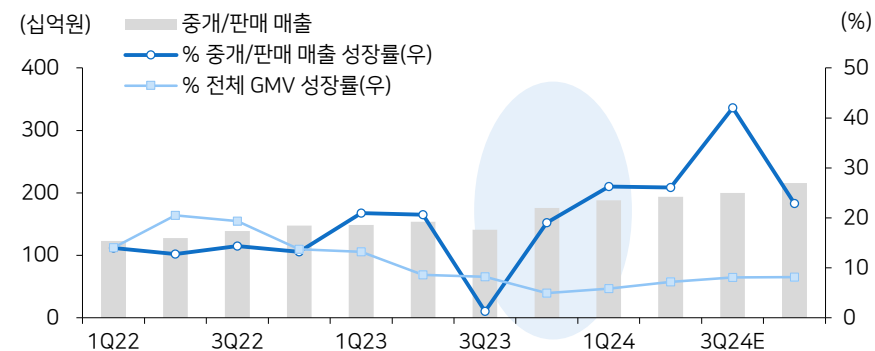
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

브랜드스토어 분기별 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

커머스 중개/판매 매출 추이, 매출 성장률, 전체 거래액 성장률



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

네이버 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	2,280	2,408	2,445	2,537	2,526	2,649	2,687	2,785	8,220	9,671	10,647	11,520
서치플랫폼	852	910	899	928	905	958	939	971	3,568	3,589	3,774	3,939
검색	656	689	688	692	696	725	719	720	2,609	2,725	2,861	2,971
디스플레이	192	217	207	230	202	229	217	246	941	846	894	951
커머스	606	633	647	660	703	735	754	766	1,801	2,547	2,958	3,159
커머스 광고	264	280	282	280	265	283	298	296	1,078	1,107	1,142	1,190
중개 및 판매	183	190	180	224	263	272	280	307	604	777	1,122	1,243
포시마크	120	122	122	110	127	131	124	111		474	492	500
핀테크	318	340	341	356	354	368	374	386	1,187	1,355	1,482	1,561
콘텐츠	411	420	435	466	446	456	471	500	1,262	1,733	1,873	2,163
클라우드	93	104	124	126	117	132	149	161	403	447	560	697
% YoY												
매출	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	10.0	9.9	9.8	20.6	17.6	10.1	8.2
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	5.2	4.5	4.6	7.9	0.6	5.1	4.4
검색	5.3	4.3	3.5	4.8	6.2	5.3	4.5	4.0	8.7	4.5	5.0	3.9
디스플레이	-13.1	-9.8	-9.5	-8.1	5.3	5.3	5.0	7.0	6.2	-10.0	5.7	6.3
커머스	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	16.1	16.4	15.9	21.0	41.4	16.1	6.8
커머스 광고	1.4	2.5	5.5	1.2	0.3	1.0	5.5	5.6	14.3	2.6	3.2	4.2
중개 및 판매	38.5	33.4	15.2	29.5	43.7	43.4	55.4	36.9	26.8	28.7	44.4	10.8
포시마크	N/A	N/A	N/A	N/A	6.3	6.8	2.1	0.2		N/A	3.9	1.5
핀테크	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	8.3	9.7	8.6	21.2	14.2	9.4	5.3
콘텐츠	94.0	40.1	39.5	6.6	8.5	8.4	8.3	7.3	91.3	37.4	8.1	15.5
클라우드	1.2	-0.4	30.3	13.3	25.5	26.6	20.7	28.0	5.3	11.0	25.1	24.6
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,087	2,180	2,234	2,310	6,915	8,182	8,811	9,555
% to sales	85.5	84.5	84.5	84.0	82.6	82.3	83.2	82.9	84.1	84.6	82.8	82.9
% YoY	26.3	19.0	19.6	10.1	7.0	7.1	8.2	8.4	25.9	18.3	7.7	8.4
개발/운영비용	635	644	631	661	636	654	659	703	2,070	2,573	2,652	2,855
주식보상비용	75	54	75	68	34	34	75	68	96	272	210	258
파트너	832	866	886	950	913	954	992	1,024	2,964	3,534	3,883	4,239
인프라	133	142	157	164	170	175	185	185	581	596	714	797
마케팅	350	383	390	357	367	398	399	398	1,301	1,480	1,562	1,664
영업이익	330	373	380	405	439	469	453	475	1,305	1,489	1,836	1,965
% YoY	9.5	10.9	15.1	20.5	32.9	25.7	19.1	17.1	-1.6	14.1	23.3	7.1
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	17.7	16.8	17.1	15.9	15.4	17.2	17.1
별도 영업이익	391	432	448	442	407	448	464	481	1,554	1,713	1,800	1,887
자회사 합산	-60	-60	-68	-36	33	20	-11	-6	-249	-224	36	78
세전이익	117	421	505	439	660	613	500	765	1,084	1,481	2,539	2,609
% YoY	-54.6	60.0	34.6	132.2	466.3	45.7	-0.9	74.3	-49.0	36.7	71.4	2.8
지배주주순이익	55	268	376	314	511	411	350	540	760	1,012	1,811	1,813
% YoY	-67.8	46.0	46.2	110.9	827.4	53.7	-7.0	72.0	-95.4	33.2	78.9	0.1

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,220.1	9,670.6	10,646.8	11,520.4	12,275.4
매출액증가율(%)	20.6	17.6	10.1	8.2	6.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	8,220.1	9,670.6	10,646.8	11,520.4	12,275.4
판매비와관리비	6,915.4	8,181.8	8,811.2	9,555.3	10,172.7
영업이익	1,304.7	1,488.8	1,835.6	1,965.1	2,102.6
영업이익률(%)	15.9	15.4	17.2	17.1	17.1
금융손익	-252.6	-79.5	-29.9	120.4	360.6
중속/관계기업관련손익	96.8	266.5	489.4	552.6	634.7
기타영업외손익	-65.1	-194.5	243.8	-29.2	391.1
세전계속사업이익	1,083.7	1,481.4	2,538.8	2,608.9	3,489.0
법인세비용	410.5	496.4	672.1	838.0	1,053.7
당기순이익	673.2	985.0	1,866.7	1,855.7	2,463.2
지배주주지분 순이익	760.3	1,012.3	1,811.3	1,812.6	2,397.7
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	6,439.6	7,028.1	9,001.1	10,287.7	11,741.2
현금및현금성자산	2,724.2	3,576.5	5,562.8	6,817.3	8,249.5
매출채권	529.6	491.4	541.0	585.4	623.7
재고자산	8.7	14.8	6.1	8.7	9.2
비유동자산	27,459.5	28,709.8	28,712.1	28,446.3	29,444.0
유형자산	2,457.8	2,741.6	2,671.4	2,591.1	2,494.4
무형자산	1,481.4	3,445.6	3,394.4	3,343.0	3,286.7
투자자산	22,344.1	21,231.1	21,354.9	21,220.8	22,371.5
자산총계	33,899.0	35,737.8	37,713.2	38,733.9	41,185.2
유동부채	5,480.6	6,305.6	6,312.7	6,213.7	6,685.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	261.4	333.0	333.0	333.0	333.0
유동성장기부채	1,120.0	442.9	250.0	0.0	300.0
비유동부채	4,968.1	5,194.3	5,446.7	4,884.3	4,600.6
사채	1,704.5	1,655.7	1,905.7	1,905.7	1,605.7
장기차입금	328.0	993.6	993.6	393.6	393.6
부채총계	10,448.7	11,499.8	11,759.4	11,098.0	11,285.7
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,556.5	1,242.6	1,242.6	1,242.6	1,242.6
기타포괄이익누계액	-1,634.8	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2	-1,990.2
이익잉여금	23,645.7	24,544.4	26,053.7	27,516.8	29,929.2
비지배주주지분	706.2	1,032.0	913.5	807.7	659.0
자본총계	23,450.3	24,238.0	25,953.8	27,635.9	29,899.5

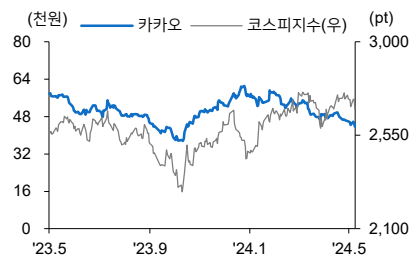
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	1,453.4	2,002.2	2,709.3	2,685.0	3,330.6
당기순이익(손실)	673.2	985.0	1,866.7	1,855.7	2,463.2
유형자산감가상각비	518.6	528.0	670.3	698.3	733.2
무형자산상각비	42.3	54.3	51.2	51.4	56.4
운전자본의 증감	307.5	359.7	121.2	79.6	77.8
투자활동 현금흐름	-1,215.9	-949.8	-641.1	-409.5	-1,720.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-700.7	-640.6	-600.0	-618.0	-636.5
투자자산의 감소(증가)	2,364.7	1,379.5	-123.8	134.1	-1,150.7
재무활동 현금흐름	-339.5	-110.0	-81.9	-1,020.9	-178.2
차입금증감	482.7	-70.1	37.1	-870.0	-4.6
자본의증가	66.2	-313.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-57.2	852.3	1,986.3	1,254.6	1,432.1
기초현금	2,781.4	2,724.2	3,576.5	5,562.8	6,817.4
기말현금	2,724.2	3,576.5	5,562.8	6,817.4	8,249.5
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	50,107	59,039	65,556	71,471	76,347
EPS(지배주주)	4,634	6,180	11,153	11,245	14,912
CFPS	12,138	14,118	19,866	20,363	25,902
EBITDAPS	11,372	12,644	15,745	16,842	17,988
BPS	138,642	142,887	154,181	166,858	181,862
DPS	914	1,205	1,000	1,150	1,323
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	38.3	36.2	15.7	15.6	11.8
PCR	14.6	15.9	8.8	8.6	6.8
PSR	3.5	3.8	2.7	2.5	2.3
PBR	1.3	1.6	1.1	1.1	1.0
EBITDA(십억원)	1,865.6	2,071.2	2,557.0	2,714.8	2,892.2
EV/EBITDA	16.1	18.0	10.7	9.3	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	4.4	7.5	7.0	8.6
EBITDA이익률	22.7	21.4	24.0	23.6	23.6
부채비율	44.6	47.4	45.3	40.2	37.7
금융비용부담률	0.9	1.3	1.2	1.0	0.9
이자보상배율(x)	18.2	11.7	14.5	17.0	20.1
매출채권회전율(x)	31.0	18.9	20.6	20.5	20.3
재고자산회전율(x)	1,111.4	824.3	1,016.3	1,557.7	1,373.8

카카오(035720) 하반기 주가 흐름 바꾸기 위해서는

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

Buy (20거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	56,000원		
현재주가 (5.29)	43,750원		
상승여력	28.0%		
KOSPI	2,677.30pt		
시가총액	193,955억원		
발행주식수	44,333만주		
유동주식비율	74.70%		
외국인비중	27.43%		
52주 최고/최저가	61,100원/37,600원		
평균거래대금	627.4억원		
주요주주(%)			
김범수 외 92 인	24.23		
MAXIMO PTE	6.32		
국민연금공단	5.43		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.8	-13.4	-22.7
상대주가	-9.5	-18.5	-26.1
주가그래프			



1분기 뉴이니셔티브 적자 재확대의 의미

- 구조조정 효과로 지난 4분기 414억원을 기록했던 뉴이니셔티브 적자는 1분기 570억원으로 크게 확대
- 1) 카카오브레인의 생성 AI모델 트레이닝 비용 및 2) 4분기 클라우드 인건비 소급에 따른 기저 영향 탓
- AI 모델 트레이닝에 대한 동사 니즈 재차 확대되며 2023년 주가 부진의 원인 재부각, 투자자 우려 확대

이용자에게 비용 전가 가능한 AI 개발이 핵심

- 지난 4분기 이후 M&A를 지양하고 투자 사이클 정점을 지난 것으로 보였던 카카오의 전략은 과거로 일부 회귀
- AI는 높은 비용으로 B2C 측면에서 수익화 성공한 모델 찾기 어려워 이용자 전가 가능한 B2B 중심으로 투자자 이목 집중되어 왔음. 반면, 카카오톡 내에서 가격 상승 이끄는 AI 상품 기대하기 쉽지 않음

하반기, 주가 흐름을 바꾸기 위해서는

- 2023년 비상장 자회사 정리에 집중되었다면 최근 SM을 포함하여 상장 자회사 실적 개선은 긍정적. 실적도 중요하나 투자자 관심 환기 위해서는 해외/AI에서 성과 필요. 이 측면에서 헬스케어가 중요
- 적정주가 산정에 활용하는 과거 평균 밸류에이션 하락 반영하여 적정주가 56,000원으로 하향

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	6,798.7	569.4	1,358.0	3,049	-35.1	22,414	17.4	2.4	21.5	13.6	69.9
2023	7,557.0	460.9	-1,012.6	-2,277	적전	21,948	-23.9	2.5	21.0	-10.3	81.7
2024E	8,286.5	618.8	488.1	1,100	흑전	23,061	39.8	1.9	14.0	4.9	71.8
2025E	8,853.1	781.6	664.9	1,500	43.4	24,494	29.2	1.8	11.7	6.3	69.4
2026E	9,264.1	873.2	888.1	2,003	22.3	26,430	21.8	1.7	10.5	7.9	66.9

카카오

카카오 적정주가

(원)		비고
보정 EPS	1,114	2024E 지배순이익에서 상장 자회사 순이익 차감한 수치 활용
적정배수(X)	50.0	상장 회사 제거한 12M Fwd PER 과거 1년 평균 배수는 50배
적정주가	56,000	55,741원 반올림
현재주가	43,750	
상승여력(%)	28.0	

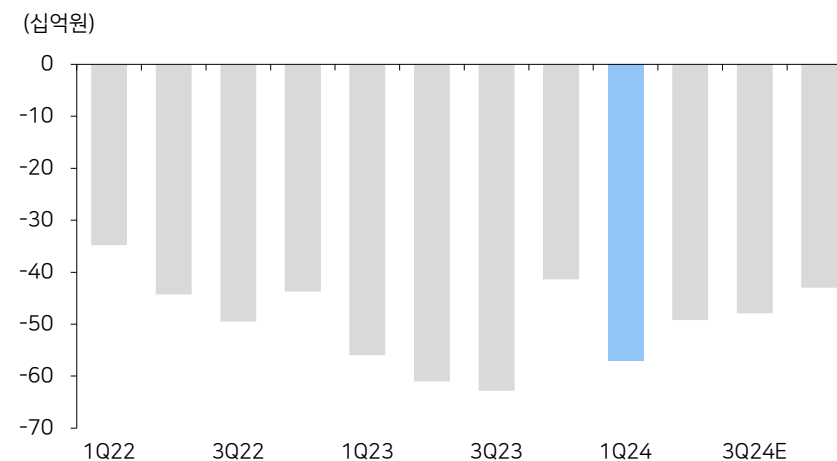
자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 유입되는 중국 發 해외 직구 품목별 점유율: 의류 비중 압도적

(%)	2020	2021	2022	2023
컴퓨터 및 주변기기	1.6	1.6	2.4	2.6
가전 · 전자 · 통신기기	13.6	11.1	8.7	8.4
소프트웨어	0.8	0.6	0.2	0.3
서적	0.7	0.7	0.4	0.4
사무 · 문구	0.8	0.9	0.7	0.8
음반 · 비디오 · 악기	0.1	0.1	0.1	0.1
의류 및 패션 관련 상품	38.9	43.6	50.2	58.4
스포츠 · 레저용품	3.9	4.0	3.8	5.1
화장품	6.7	5.2	4.6	4.9
아동 · 유아용품	3.2	3.6	2.5	1.7
음 · 식료품	5.4	5.4	7.6	4.4
농축수산물	0.6	1.1	0.4	0.1
생활 · 자동차용품	9.4	10.1	6.8	6.5
기타	14.3	12.1	11.5	6.3

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

카카오 뉴이티티브 적자



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

카카오 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	1,624	1,923	2,011	1,999	1,988	2,001	2,131	2,167	6,799	7,557	8,286	8,853
플랫폼부문	848	869	880	957	955	963	978	1,051	3,463	3,554	3,946	4,270
특비즈	485	480	479	538	522	514	522	578	1,902	1,982	2,137	2,230
포털비즈	84	89	83	88	85	89	83	84	424	344	342	334
플랫폼 기타	280	300	317	331	348	359	372	389	1,137	1,228	1,468	1,706
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,039	1,153	1,116	3,336	4,003	4,340	4,583
게임	247	269	262	232	243	249	310	264	1,110	1,010	1,066	1,134
뮤직	232	481	513	498	468	482	499	538	894	1,724	1,987	2,095
에스엠		240	266	251	220	253	270	290		757	1,033	1,112
스토리	229	231	249	213	227	227	252	215	921	922	921	955
미디어	68	73	107	99	95	81	91	98	412	347	366	398
% YoY												
매출	2.7	10.4	12.9	17.9	22.5	4.0	5.9	8.4	15.0	11.1	9.7	6.8
플랫폼부문	4.0	2.2	-3.2	7.9	12.6	10.7	11.1	9.8	6.8	2.7	11.0	8.2
특비즈	5.2	6.0	2.6	3.4	7.7	7.1	9.0	7.4	15.7	4.2	7.8	4.4
포털비즈	-26.7	-12.6	-24.2	-10.1	1.4	0.0	0.0	-4.3	-13.9	-18.8	-0.8	-2.1
플랫폼 기타	16.3	1.6	-4.4	23.1	24.3	19.7	17.3	17.4	2.9	8.0	19.5	16.2
콘텐츠부문	1.3	18.2	29.8	29.0	33.3	-1.4	1.9	7.1	15.2	20.0	8.4	5.6
게임	0.6	-20.3	-11.5	0.4	-1.7	-7.4	18.3	14.1	11.1	-9.0	5.6	6.4
뮤직	13.5	129.7	105.2	116.3	101.8	0.3	-2.9	8.1	15.7	92.8	15.3	5.4
스토리	-4.9	1.5	7.7	-3.7	-0.7	-1.9	1.3	0.7	16.3	0.1	-0.1	3.7
미디어	-9.7	-37.7	13.6	-20.8	40.6	10.0	-14.5	-0.4	23.7	-15.8	5.5	8.8
영업비용	1,561	1,810	1,887	1,838	1,868	1,859	1,952	1,989	6,230	7,096	7,668	8,072
% to sales	96.1	94.1	93.8	92.0	94.0	92.9	91.6	91.8	91.6	93.9	92.5	91.2
% YoY	9.1	15.1	15.6	15.2	19.7	2.7	3.4	8.2	17.0	13.9	8.1	5.3
인건비	448	472	468	472	479	497	485	517	1,701	1,860	1,978	2,088
매출연동비	642	780	849	714	820	804	854	821	2,654	2,986	3,299	3,380
외주/인프라비	174	205	199	257	202	198	223	256	684	835	879	958
마케팅비	97	100	105	104	89	90	105	107	417	406	391	475
상각비	150	192	198	210	198	203	205	210	580	751	816	845
금융영업비용	5	7	10	9	17	8	11	9	12	30	45	37
이익 추정												
영업이익	63	113	124	161	120	142	179	178	569	461	619	782
% YoY	-58.6	-33.5	-16.4	61.4	92.2	25.3	44.0	10.5	-3.2	-19.1	34.3	26.3
영업이익률(%)	3.9	5.9	6.2	8.0	6.0	7.1	8.4	8.2	8.4	6.1	7.5	8.8
별도	121	117	120	175	138	142	134	156	544	533	568	587
% YoY	3.9	-14.6	-0.4	2.9	13.8	21.1	11.7	-11.3	36.9	-2.0	6.7	3.3
영업이익률(%)	19.8	19.1	19.4	26.6	21.2	21.4	20.9	25.4	22.1	21.3	22.3	23.8
자회사	-58	-4	5	-15	-17	0	45	22	25	-72	50	194
% YoY	적전	적전	-83.5	적지	적지	흑전	860.9	흑전	-86.7	적전	흑전	285.9
영업이익률(%)	-5.8	-0.3	0.3	-1.1	-1.3	0.0	3.0	1.5	0.6	-1.4	0.4	2.6
상장 자회사 제외 OP	64	86	86	179	122	140	127	162	439	416	551	637
% YoY	-41.6	-14.9	-24.7	61.3	90.1	62.2	47.8	-9.8	-12.8	-5.2	32.5	15.5

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

카카오 (035720)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,798.7	7,557.0	8,286.5	8,853.1	9,264.1
매출액증가율(%)	15.0	11.2	9.7	6.8	4.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,798.7	7,557.0	8,286.5	8,853.1	9,264.1
판매비와관리비	6,229.4	7,096.1	7,667.7	8,071.5	8,390.9
영업이익	569.4	460.9	618.8	781.6	873.2
영업이익률(%)	8.4	6.1	7.5	8.8	9.4
금융손익	-144.9	9.0	80.2	95.8	111.8
중속/관계기업관련손익	-57.6	4.0	49.7	57.1	65.1
기타영업외손익	902.1	-2,122.1	-10.7	31.5	79.1
세전계속사업이익	1,268.9	-1,648.2	738.0	966.0	1,129.2
법인세비용	201.9	168.4	242.4	256.4	185.1
당기순이익	1,067.0	-1,816.7	495.6	709.6	867.7
지배주주지분 순이익	1,358.0	-1,012.6	488.1	664.9	888.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,755.7	8,943.3	9,040.3	10,069.6	11,146.3
현금및현금성자산	4,780.2	5,268.8	6,777.0	7,703.4	8,709.7
매출채권	440.9	622.0	682.1	728.7	762.5
재고자산	160.3	138.6	152.0	162.4	170.0
비유동자산	14,451.1	15,090.2	14,337.4	14,053.9	13,934.3
유형자산	885.4	1,322.1	1,316.4	1,292.3	1,278.8
무형자산	6,022.4	5,688.5	4,955.6	4,630.2	4,288.5
투자자산	4,856.9	5,362.2	5,348.0	5,414.0	5,649.7
자산총계	22,963.5	25,180.0	24,615.0	25,422.6	26,444.8
유동부채	4,767.9	6,245.1	5,262.7	5,530.5	5,739.8
매입채무	94.4	241.9	265.2	283.3	296.5
단기차입금	1,055.1	1,052.6	452.6	452.6	452.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3,797.9	3,737.2	3,587.5	3,447.2	3,421.8
사채	560.7	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	615.5	845.6	845.6	845.6	845.6
부채총계	9,447.8	11,321.4	10,289.3	10,416.8	10,600.8
자본금	44.6	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	8,116.4	8,839.9	8,839.9	8,839.9	8,839.9
기타포괄이익누계액	-1,249.7	-1,050.4	-1,050.4	-1,050.4	-1,050.4
이익잉여금	3,031.4	1,922.1	2,283.4	2,918.8	3,777.4
비지배주주지분	3,532.0	4,094.9	4,102.4	4,147.2	4,126.7
자본총계	13,515.7	13,858.6	14,325.7	15,005.8	15,844.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	678.4	1,341.1	824.0	1,678.2	1,800.3
당기순이익(손실)	1,067.0	-1,816.7	495.6	709.6	867.7
유형자산감가상각비	377.7	489.2	505.7	524.0	513.6
무형자산상각비	203.8	271.4	310.0	325.4	341.7
운전자본의 증감	-460.2	248.0	-487.3	119.1	77.4
투자활동 현금흐름	-1,574.1	-1,779.9	1,431.0	-603.3	-778.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-452.9	-575.2	-500.0	-500.0	-500.0
투자자산의 감소(증가)	-23.2	-501.4	14.2	-66.0	-235.7
재무활동 현금흐름	411.8	1,019.6	-746.7	-148.5	-15.4
차입금증감	346.1	302.3	-720.0	-120.0	14.1
자본의증가	334.7	723.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-489.8	553.3	1,508.3	926.3	1,006.3
기초현금	5,325.7	4,835.9	5,389.2	6,897.5	7,823.8
기말현금	4,835.9	5,389.2	6,897.5	7,823.8	8,830.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	15,262	16,990	18,667	19,970	20,897
EPS(지배주주)	3,049	-2,277	1,100	1,500	2,003
CFPS	2,679	2,662	3,336	3,866	4,184
EBITDAPS	2,583	2,746	3,231	3,679	3,899
BPS	22,414	21,948	23,061	24,494	26,430
DPS	60	61	65	67	67
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	17.4	-23.9	39.8	29.2	21.8
PCR	19.8	20.4	13.1	11.3	10.5
PSR	3.5	3.2	2.3	2.2	2.1
PBR	2.4	2.5	1.9	1.8	1.7
EBITDA(십억원)	1,150.8	1,221.5	1,434.5	1,631.0	1,728.5
EV/EBITDA	21.5	21.0	14.0	11.7	10.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	-10.3	4.9	6.3	7.9
EBITDA이익률	16.9	16.2	17.3	18.4	18.7
부채비율	69.9	81.7	71.8	69.4	66.9
금융비용부담률	1.6	2.2	1.9	1.6	1.5
이자보상배율(x)	5.2	2.8	4.0	5.6	6.4
매출채권회전율(x)	16.2	14.2	12.7	12.6	12.4
재고자산회전율(x)	53.9	50.6	57.0	56.3	55.7

시프트업(상장 예정) 메기의 등장

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

Buy (상장예정)

적정주가 (12개월)	90,000원
공모 희망가액	47,000~60,000원
상승여력	50.0%
KOSPI	2,677.30pt
시가총액	34,815억원
발행주식수	5,803만주
유동주식비율	18.02%
주요주주(%)	
김형태	44.63
ACEVILLE PTE. LTD.	40.03

<니케>에서 <스텔라 블레이드>까지 글로벌 IP 2개 확보

- 시프트업은 2022년 11월 텐센트 통해 <승리의 여신:니케>를 출시하며 2023년 글로벌 서브컬처 모바일 게임사 5위에 이름을 올림. 2024년 1분기 니케 누적 매출은 1조원 돌파. 일본/북미 비중이 절반 이상이며 한국은 20%대
- <니케> 후 18개월 만에 신작 출시. 4월 26일 소니 퍼블리싱을 통해 PS5 독점으로 공개된 <스텔라 블레이드>는 연내 200만장 상회 기대. 퍼블리셔 정책상 2025년 스팀 출시 및 누적 판매량은 5백만장 넘길 전망
- 2024년 4월까지 누적 매출 및 영업이익은 593억원과 418억원(4월은 감사 받지 않음)

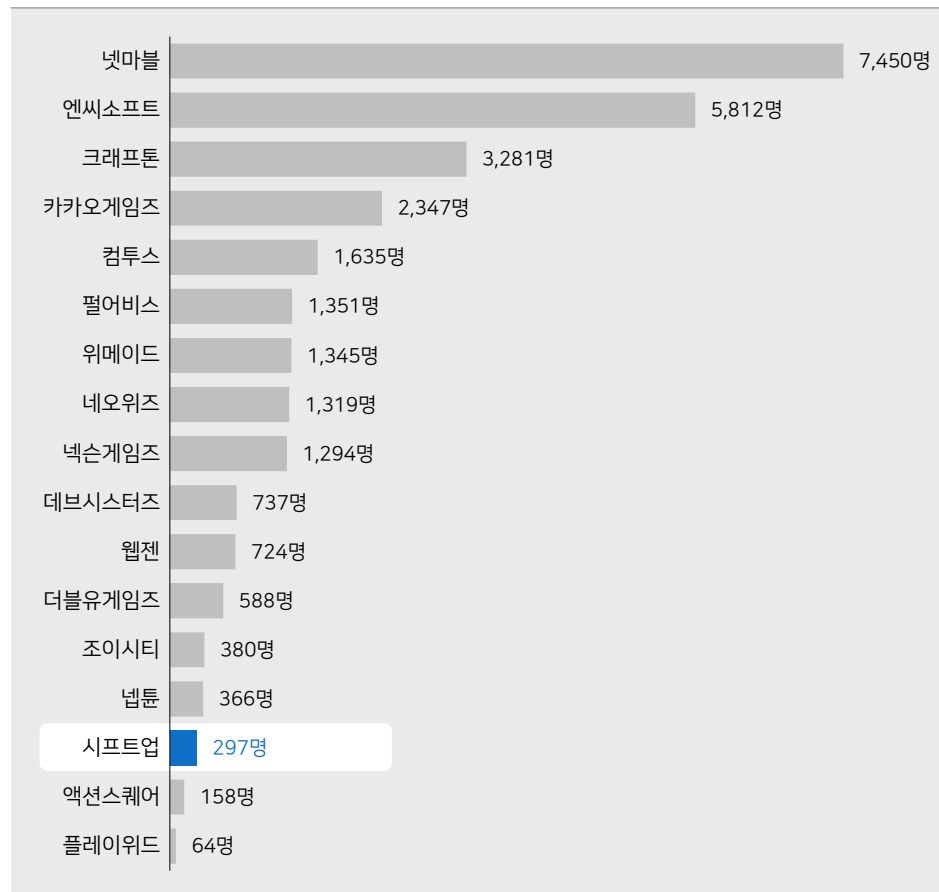
차별점

- 개발에 집중하며 1) 라이트한 인력 구성으로도 신작 출시하며 2) 글로벌 퍼블리셔의 마케팅 효과 적극 활용
- <니케> 및 <스텔라 블레이드> 개발에 소요된 전사 인원은 300명이 채 되지 않음. 특히 AI 등 기술 활용하며 라이브 서비스의 비용/시간 절감 효과가 타사 대비 높은 것으로 추정됨. 국내 주요 게임사와 직원 수 차이는 몇 십배 수준
- 최근 신작 2개 모두 글로벌에서 성과를 얻고 있으며 각각 모바일/콘솔로 기존 국내 상장사에 디스카운트 요인인 1) One game 2) 동아시아 일부 3) 모바일 중심이란 점에서 모두 벗어난 회사
- 시프트업의 상장 성과와 이에 대한 implication이 하반기 산업 흐름 결정할 것으로 전망됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	66.1	18.3	-7.1	-177	-61.7	1,632	N/A	N/A	N/A	-12.8	12.6
2023	168.6	111.1	106.7	2,646	-1,595.7	4,490	N/A	N/A	N/A	86.4	12.6
2024E	261.8	203.8	176.8	3,482	31.6	19,402	17.2	3.1	12.5	30.3	3.0
2025E	233.3	156.7	149.0	2,935	-15.7	22,337	20.4	2.7	15.8	14.1	2.5
2026E	244.3	152.1	144.8	2,852	-2.8	25,189	21.0	2.4	15.2	12.0	2.2

시프트업 신작

여타 게임사 대비 라이트한 인력 구조 가능한 시프트업: AI 적극 활용 결과로 해석



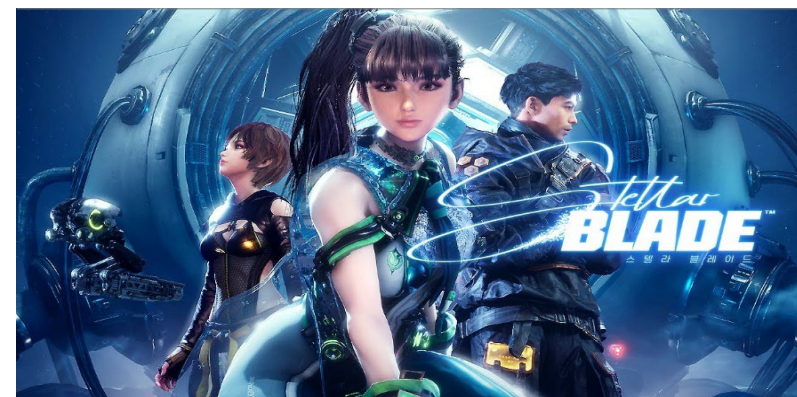
주: 비게임 부문 포함 전체 인력 / 2023년 기준 국내는 국민연금 등록 자료 사용.
 해외 자회사 인력은 과거 공개 자료 중 가장 최신 것을 활용
 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

텐센트 글로벌 퍼블리싱 <승리의 여신: 니케>



자료: 시프트업

소니 글로벌 퍼블리싱 <스텔라 블레이드>



자료: 시프트업

공모 후 주주구성

인터넷/게임

대구분	이름	소구분	공모후		유통가능		매각제한		상장 후 매각 제한 기간
			주식수	지분율	주식수	지분율	주식수	지분율	
최대주주 등	김형태	최대주주/대표이사	22,661,370	39.05%	-	-	22,661,370	39.05%	상장일로부터 1년
	이형복	임원	544,350	0.94%	-	-	544,350	0.94%	상장일로부터 6개월
	민경립	임원	902,250	1.55%	-	-	902,250	1.55%	상장일로부터 6개월
	채지윤	특수관계인	269,850	0.47%	-	-	269,850	0.47%	상장일로부터 6개월
	조성래	임원	108,660	0.19%	-	-	108,660	0.19%	상장일로부터 6개월
	이동기	임원	174,300	0.30%	-	-	174,300	0.30%	상장일로부터 6개월
	안재우	임원	73,320	0.13%	-	-	73,320	0.13%	상장일로부터 6개월
	유형석	임원	33,900	0.06%	-	-	33,900	0.06%	상장일로부터 6개월
	유준석	임원	33,000	0.06%	-	-	33,000	0.06%	상장일로부터 6개월
소계			24,801,000	42.74%	-	-	24,801,000	42.74%	-
5% 이상 주주	Aceville Pte. Ltd.	전략적투자자	20,327,370	35.03%	-	-	2,879,040	4.96%	상장일로부터 6개월
							17,448,330	30.07%	상장일로부터 6개월
소계			20,327,370	35.03%	-	-	20,327,370	35.03%	-
1% 이상 주주	카카오성장나눔게임펀드	재무적투자자	992,500	1.71%	992,500	1.71%	-	-	-
	KIF-카카오우리은행기술금융투자펀드	재무적투자자	635,700	1.10%	635,700	1.10%	-	-	-
	○○○	퇴직임원	830,315	1.43%	-	-	830,315	1.43%	상장일로부터 6개월
	○○○	일반투자자	548,940	0.95%	548,940	0.95%	-	-	-
소계			3,007,455	5.18%	2,177,140	3.75%	830,315	1.43%	-
1% 미만 주주	직원 16인	직원	1,397,880	2.41%	-	-	1,397,880	2.41%	상장일로부터 6개월
	소액주주		1,242,015	2.14%	1,027,395	1.77%	130,410	0.22%	상장일로부터 6개월
							84,210	0.15%	상장일로부터 6개월
소계			2,639,895	4.55%	1,027,395	1.77%	1,612,500	2.78%	-
공모주식	공모주주		7,250,000	12.49%	7,250,000	12.49%	-	-	-
소계			7,250,000	12.49%	7,250,000	12.49%	-	-	-
합계			58,025,720	100.00%	10,454,535	18.02%	47,571,185	81.98%	-

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

공모 관련 사항

시프트업 공모 개요

수요예측 예정일	2024.06.03 - 2024.06.13	
공모가액 확정일	2024.06.17(월)	
청약예정일	2024.06.18 - 2024.06.19	
증권수량	7,250,000주	
희망 공모가액	47,000 ~ 60,000원 (시가총액 2.7 ~ 3.5조원)	
자금 사용 목적	시설자금	964억원
	운영자금	2,400억원

주: 상기 목적 자금은 희망 공모가액 하단 기준
 자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 공모 자금 사용 계획

(억원)			2024	2025	2026	2027	합계
운영자금	기존 IP 강화	<니케 IP> 콘텐츠 개발 및 신규 지역(중국) 확장	150	160	170	180	660
		<스텔라 블레이드 IP> IP 확장_DLC, 확장팩, 시리즈화 등	150	160	170	180	660
	신규 IP 개발	프로젝트 <Project Witches> 등 신작 개발 및 IP 매입	150	160	340	360	1,010
	기타	AI 등 자체 개발 역량 강화	10	20	20	20	70
시설자금		개발 인력 증가에 따른 근무 환경 (사옥 등) 구축		289	289	386	964
합계			3,364				

주: 상기 목적 자금은 희망 공모가액 하단 기준
 자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

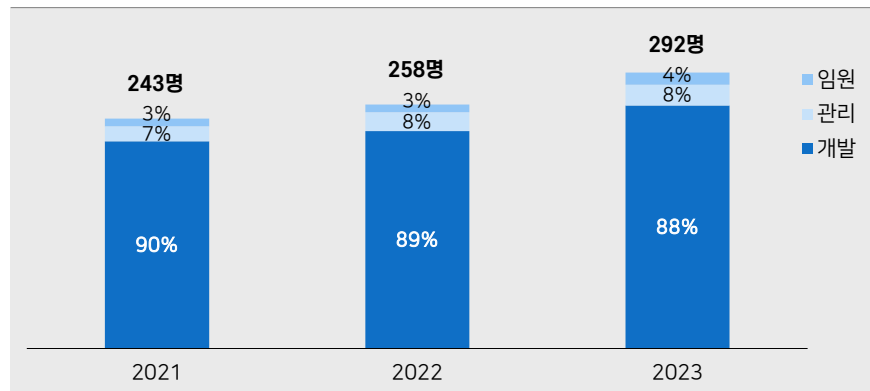
콘솔 선출시 게임, 평균 1.5년 후 PC 출시 이루어져

게임	콘솔 플랫폼	콘솔 출시일	스팀 출시일
Final Fantasy 16	PS5	2023.06	2024.11(예상)
Final Fantasy 15	PS4, Xbox One	2016.11	2018.03
Final Fantasy 7 Remake	PS4	2020.04	2021.12
	PS5	2021.06	
Marvel's Spider-Man 2	PS5	2023.10	2025.10(예상)
Horizon Zero Dawn	PS4	2017.02	2020.08
God of War	PS4	2018.04	2022.01
Days Gone	PS4	2019.04	2021.05
Marvel's Spider-Man: Miles Morales	PS4, PS5	2020.11	2022.11
Marvel's Spider-Man	PS4	2018.09	2022.08
	PS5	2020.11	
Marvel's Spider-Man	PS5	2021.04	2023.02
Horizon Forbidden West	PS5	2022.02	2024.03

자료: 메리츠증권 리서치센터

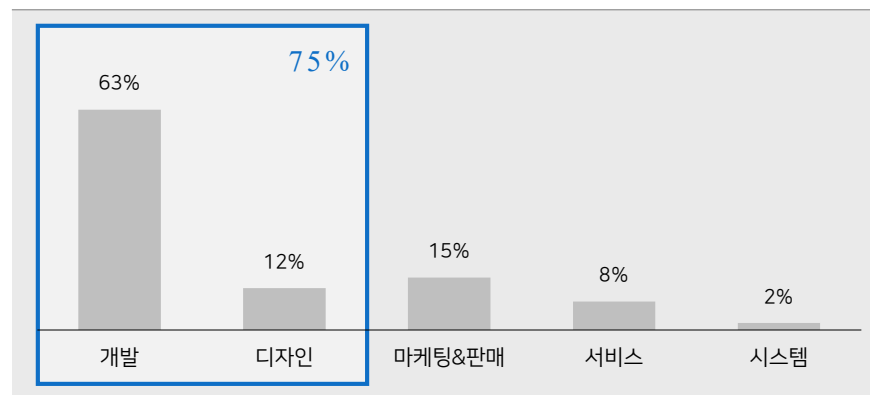
시프트업의 라이트한 인력 구조 그리고 AI

개발력도 관리인력도 타사 대비 적어



자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

게임 개발/퍼블리싱 사업체 내 직원 비율: 개발/디자인 전체 75%에 달해



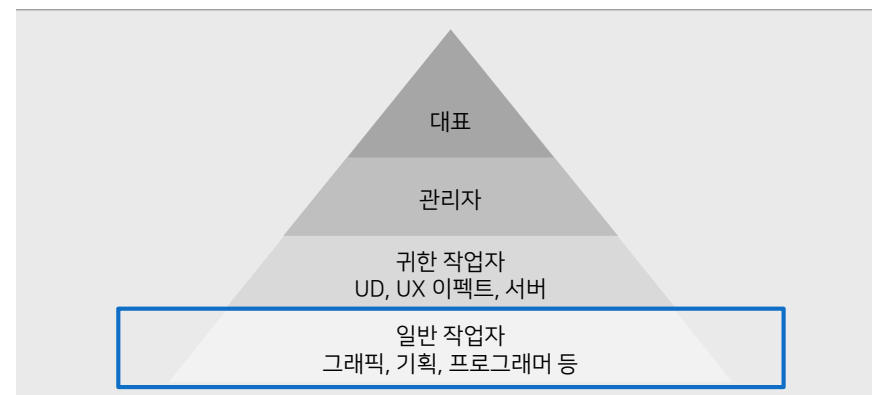
주: 게임 제작 및 배급 관련 국내 업무 종사자 직종별 구성비
 자료: 2023 대한민국게임백서, 메리츠증권 리서치센터

‘니케 AI 논란’ 검색 결과들



자료: 좌측부터 neco의 오리지널 캐릭터와 흡사한 니케 NPC, 좌우반전 동일한 접시와 넥타이 디자인, 어색한 손 디자인

게임사 인력 구성



자료: 메리츠증권 리서치센터

시프트업 실적 전망

승리의 여신: 니케

출시	2022년 11월 04일
퍼블리셔	텐센트
특징	1. 출시 16개월 만에 글로벌 누적 매출 1조원 달성 2. 중국 판호 위한 인력 보강 예정

스텔라 블레이드

출시	2024년 04월 26일
퍼블리셔	소니
특징	1. PS5 독점작으로 현재 출시 중. 소니 퍼블리싱의 타 게임 사례 고려 시 PS5 출시 후 평균 1.5년 후 스팀 출시. 2025년 스팀 출시 예상 2. 출시 첫 주 PS5 판매량 백만장 돌파

시프트업 실적 전망

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출	66.1	168.6	261.8	233.3	244.3
데스티니 차일드	10.3	4.0			
니케	55.2	163.5	141.9	117.8	151.2
스텔라 블레이드			118.3	114.5	91.6
기타	0.6	1.1	1.5	1.1	1.5
% YoY					
매출	260.0	155.2	55.3	-10.9	4.7
데스티니 차일드	-41.0	-61.3			
니케	N/A	196.1	-13.2	-17.0	28.4
스텔라 블레이드			N/A	-3.3	-20.0
기타	-39.6	88.5	43.5	-30.3	43.6
영업비용	47.8	57.5	58.0	76.6	92.2
% to sales	72.4	34.1	22.2	32.8	37.7
% YoY	27.0	20.3	0.8	32.1	20.4
인건비	39.7	48.5	49.4	53.8	69.9
지급수수료	5.6	4.0	2.2	1.5	0.9
마케팅비	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7
상각비	0.8	2.2	3.1	3.9	4.7
기타	1.5	2.6	3.1	16.8	16.0
이익 추정					
영업이익	18.3	111.1	203.8	156.7	152.1
% YoY	흑전	508.1	83.5	-23.1	-2.9
영업이익률(%)	27.6	65.9	77.8	67.2	62.3
세전이익	-3.3	114.3	211.0	164.6	160.6
% YoY	적지	흑전	84.5	-22.0	-2.4
지배주주순이익	-7.1	106.7	176.8	149.0	144.8
% YoY	적지	흑전	65.7	-15.7	-2.8

주: 데스티니차일드는 2023년 9월 서비스 종료

자료: 시프트업, 메리츠증권 리서치센터

시프트업 (상장예정)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	66.1	168.6	261.8	233.3	244.3
매출액증가율(%)	260.0	155.2	55.3	-10.9	4.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	66.1	168.6	261.8	233.3	244.3
판매비와관리비	47.8	57.5	58.0	76.6	92.2
영업이익	18.3	111.1	203.8	156.7	152.1
영업이익률(%)	27.6	65.9	77.8	67.2	62.3
금융손익	-19.1	1.1	2.9	4.0	5.1
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.5	2.2	4.4	3.9	3.5
세전계속사업이익	-3.3	114.3	211.0	164.6	160.6
법인세비용	0.0	7.7	4.7	4.9	6.4
당기순이익	-7.1	106.7	176.8	149.0	144.8
지배주주지분 순이익	-7.1	106.7	176.8	149.0	144.8
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	69.5	177.2	990.1	1,040.4	1,190.0
현금및현금성자산	12.4	116.1	895.3	955.9	1,101.6
매출채권	51.7	59.9	93.0	82.9	86.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	4.6	26.7	25.1	121.6	117.7
유형자산	1.3	0.9	-1.1	96.0	92.3
무형자산	0.5	0.6	0.2	-0.2	-0.5
투자자산	0.5	1.8	2.6	2.4	2.5
자산총계	74.1	203.9	1,015.2	1,162.0	1,307.7
유동부채	6.3	11.2	17.4	15.5	16.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.0	11.7	12.7	12.4	12.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	8.3	22.9	30.0	27.8	28.7
자본금	0.8	9.9	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	71.8	95.9	721.1	721.1	721.1
기타포괄이익누계액	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	-6.7	71.1	247.9	396.9	541.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	65.8	181.1	985.2	1,134.2	1,279.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-22.5	100.4	152.6	161.7	146.6
당기순이익(손실)	-7.1	106.7	176.8	149.0	144.8
유형자산감가상각비	0.9	2.2	3.1	3.9	4.7
무형자산상각비	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
운전자본의 증감	-45.8	-10.3	-27.6	8.4	-3.3
투자활동 현금흐름	28.5	3.9	-2.3	-100.6	-1.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.4	-0.3	-1.0	-101.0	-1.0
투자자산의 감소(증가)	1.5	-1.2	-0.8	0.3	-0.1
재무활동 현금흐름	0.0	-0.5	628.8	-0.5	0.2
차입금증감	0.0	9.9	0.0	0.0	0.0
자본의증가	N/A	N/A	627.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.0	103.7	779.1	60.7	145.6
기초현금	6.4	12.4	116.1	895.3	955.9
기말현금	12.4	116.1	895.3	955.9	1,101.6
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	1,639	4,181	5,156	4,595	4,812
EPS(지배주주)	-177	2,646	3,482	2,935	2,852
CFPS	-104	2,998	4,084	3,307	3,190
EBITDAPS	483	2,820	4,082	3,170	3,095
BPS	1,632	4,490	19,402	22,337	25,189
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	N/A	17.2	20.4	21.0
PCR	N/A	N/A	14.7	18.1	18.8
PSR	N/A	N/A	11.6	13.1	12.5
PBR	N/A	N/A	3.1	2.7	2.4
EBITDA(십억원)	19	114	207	161	157
EV/EBITDA	N/A	N/A	12.5	15.8	15.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-12.8	86.4	30.3	14.1	12.0
EBITDA이익률	29.5	67.4	79.2	69.0	64.3
부채비율	12.6	12.6	3.0	2.5	2.2
금융비용부담률	0.0	0.5	0.7	0.8	0.8
이자보상배율(x)	N/A	126.6	109.6	81.0	79.5
매출채권회전율(x)	2.5	3.0	3.4	2.7	2.9
재고자산회전율(x)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

크래프톤(259960) 성공적으로 풀어낸 펍지. 그 다음은?

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

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	300,000원
현재주가 (5.29)	244,000원
상승여력	23.0%
KOSPI	2,677.30pt
시가총액	118,013억원
발행주식수	4,789만주
유동주식비율	58.57%
외국인비중	37.19%
52주 최고/최저가	263,500원/146,500원
평균거래대금	387.5억원

주요주주(%)	
장병규 외 28 인	21.05
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.73
국민연금공단	5.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	13.0	31.7
상대주가	2.1	6.3	25.9

주가그래프



1Q24 Review

- 1분기 크래프톤은 2개 분기 연속 눈높이를 크게 상회하며 호실적을 기록함
- 펍지 춘절 프로모션이 전년에 이어 성공적으로 진행되었고 모바일도 고루 예상을 상회함
- 다만 신작 기대감이 다소 이연된 점이 모멘텀 공백기를 만들. 가장 빠른 신작으로 소개되었던 <다크앤다커모바일>은 3분기 한국 OBT에 이어 4분기 글로벌 순차 출시가 시작될 전망
- 일반적으로 동일한 퍼블리셔 통해 출시되는 게임은 마케팅 충돌을 방지하기 위하여 일정한 텀을 둠
- 동사 umbrella 안 신작 대기열 증가하며 장기적으로 작품 간 마케팅 충돌 가능성 커져 동사의 방향성 지켜볼 때

펍지 장기화 성공 긍정적. 그 다음을 준비하는 시기

- 장수 IP임에도 펍지 콘텐츠 강화를 통해 역주행 성공한 점 고무적으로 평가됨
- 다만 One IP에서 벗어나기 위해 투자 이어지며 2020년 2,000명이던 동사 인원은 연말까지 3,500명까지 증가 전망
- 향후 2년간 프로젝트 다수 예정되어 있기 때문에 동사는 산업 어려움 속에서도 충원을 계획 중
- 만 AI 등 기술 활용 및 수익성 부진 프로젝트 정리하며 자회사 유휴 인력을 재배치한다면 인력 충원 필요성 낮춰 신작 효과를 실적으로 기대 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,854.0	751.6	500.2	10,194	-10.9	104,137	16.5	1.6	6.3	10.3	18.0
2023	1,910.6	768.1	595.4	12,221	19.6	114,849	15.8	1.7	7.4	11.2	15.9
2024E	2,252.2	760.3	759.8	15,710	28.6	127,373	15.5	1.9	10.5	13.0	13.3
2025E	2,891.3	866.4	679.3	14,045	-10.4	138,456	17.4	1.8	9.0	10.6	12.2
2026E	3,002.6	930.1	678.3	14,024	-0.1	149,931	17.4	1.6	7.9	9.7	11.5

크래프톤 신작

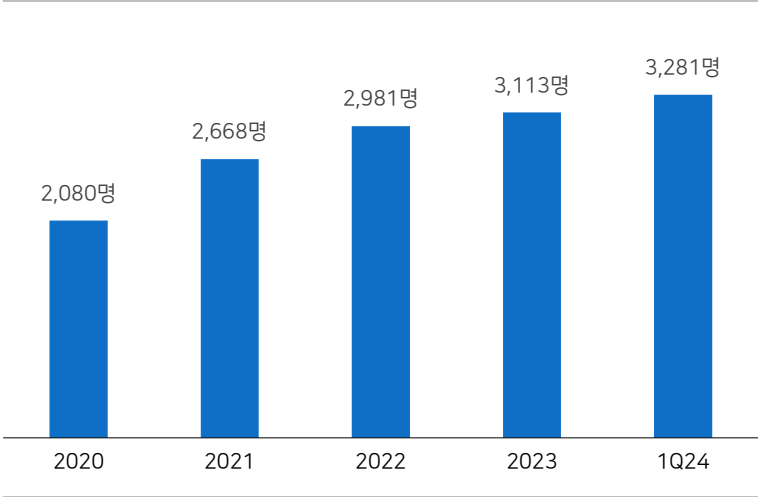
인터넷/게임

크래프톤 신작 출시 이력

시기	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
출시게임	배틀그라운드M 월드 사커킹	화평정영 로드투발러: 월드워2 골프킹: 월드투어 미스크오버	엘리온 테라 히어로 다크 크리스탈 택틱스	뉴스테이트 모바일 로닌: 더 라스트 사무라이 캐슬 크래프트	로드투발러: 엠파이어스 문브레이커 칼리스토 프로토콜	장화홍련: 기억의 조각 디펜스더비 킬 더 크로우즈	트리니티 서바이버즈 얼리 액세스 블릿 에코 인도 소프트런칭(P) 즈쿵도쿵 언커버 더 스모킹 건 데모 다크 앤 다커 모바일 쿠키런 인도(P)

주: 파란색 글씨는 아직 출시되지 않은 게임
자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 인력 변화



자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

주요 자회사 최신작 및 실적

회사	최신작	(십억원)	2021	2022	2023
블루홀	다크앤다커M(준비 중)	매출	19.7	18.2	13.2
		순이익	-25.5	-7.0	-8.4
라이징윙스 (2015.04 인수)	디펜스더비	매출	18.6	11.8	10.4
		순이익	-24.8	1.5	-12.1
스트라이킹 디스턴스	칼리스토 프로토콜	매출	76.5	190.9	70.7
		순이익	0.6	27.3	0.1
뎅스플로우 (2021.06 인수)	헬로우봇, 비트윈 운영	매출	2.6	9.7	15.7
		순이익	-1.0	-6.0	-6.3
언노운월즈 (2021.10 인수)	서브노티카	매출	6.4	47.8	37.1
		순이익	3.0	19.8	16.9
5민랩 (2022.02 인수)	장화홍련: 기억의 조각	매출		1.2	4.1
		순이익		-6.1	-6.9

자료: DART, 크래프톤 홈페이지 참조, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 신작

인터넷/게임

크래프톤 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사 (지분율)	형태
24.01.31	트리니티 서바이버즈 얼리엑세스	PC	서바이벌	플라이웨이게임즈(100%)	자회사 개발
24.04.05	불릿 에코 인도 소프트런칭	모바일	배틀로얄 슈팅	젠토렘	퍼블리싱
24.05.23	즈쿱도쿱 얼리엑세스	PC	역할 시뮬레이션	렐루게임즈(100%)	자회사개발
24.05.28	언커버 더 스모킹 건 데모	PC	추리	렐루게임즈(100%)	자회사개발
4Q24	다크 앤 다커 모바일	모바일	생존 어드벤처	블루홀스튜디오(100%)	자회사개발
2H24	쿠키런 인도	모바일	캐주얼	데브시스스터즈	퍼블리싱
2025 이후	딩컴 모바일	모바일	생활 시뮬레이션	5민렘(100%)	자회사 개발
	프로젝트 블랙버짓 얼리엑세스	PC, 콘솔	루트슈터	크래프톤	자체개발
	프로젝트 인조이	PC	인생 시뮬레이션	크래프톤	자체개발
	서브노티카2	PC, 콘솔	서바이벌 어드벤처	언노운월즈(100%)	자회사개발
	프로젝트 골드러시	PC, 콘솔	액션 어드벤처	벡터노스(100%)	자회사개발
	프로젝트FF			블루홀스튜디오(100%)	자회사 개발
	프로젝트 윈드리스		액션 RPG	크래프톤	자체개발

주: 상기 출시 일정은 크래프톤의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

<다크 앤 다커 모바일>



자료: 크래프톤

<프로젝트 인조이>



자료: 크래프톤

크래프톤 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	538.7	387.1	450.3	534.6	665.9	470.0	493.4	622.8	1,854.0	1,910.6	2,252.1	2,891.3
PC	178.5	117.0	121.3	167.1	243.7	158.3	164.1	203.4	465.0	583.9	769.4	1,300.5
모바일	348.2	244.9	309.1	342.7	402.3	293.5	312.1	401.7	1,252.8	1,244.8	1,409.6	1,523.3
다크앤다커							6.8	90.0			96.8	327.2
콘솔	7.2	19.0	12.0	17.4	11.5	10.4	9.3	10.3	104.1	55.7	41.5	35.9
기타	4.8	6.1	7.9	7.4	8.5	7.9	7.9	7.4	32.2	26.2	31.6	31.6
% YoY												
매출	3.0	-8.6	3.8	12.8	23.6	21.4	9.6	16.5	-1.7	3.1	17.9	28.4
PC	68.2	32.1	-7.5	20.1	36.5	35.3	35.3	21.7	16.7	25.6	31.8	69.0
모바일	-12.1	-23.4	9.4	34.5	15.5	19.8	1.0	17.2	-11.6	-0.6	13.2	8.1
콘솔	-51.8	98.4	2.6	-74.3	58.5	-45.6	-22.7	-40.5	430.2	-46.5	-25.5	-13.5
기타	-19.0	7.7	-6.3	-39.3	77.2	28.7	0.0	0.0	-35.8	-18.6	20.8	0.0
영업비용	255.7	255.6	261.0	370.2	355.4	341.0	359.7	435.7	1,102.4	1,142.5	1,491.9	2,024.9
% to sales	47.5	66.0	58.0	69.3	53.4	72.5	72.9	70.0	59.5	59.8	66.2	70.0
% YoY	22.9	-0.8	-9.7	6.5	39.0	33.4	37.8	17.7	-10.7	3.6	30.6	35.7
인건비	110.9	112.3	82.5	149.2	163.6	167.7	168.9	185.6	301.3	454.9	685.8	792.8
주식보상비용	10.0	9.1	-19.8	28.3	42.1	42.1	42.1	42.1	-63.6	27.6	168.5	175.9
앱수수료/매출원가	46.7	32.2	59.9	87.9	85.9	55.5	64.1	115.8	207.1	226.8	321.3	506.0
지급수수료	61.6	70.6	64.9	61.9	61.3	68.6	60.3	59.9	325.3	258.9	250.2	355.0
광고선전비	5.1	8.7	18.1	34.2	12.4	16.4	29.3	34.8	129.7	66.1	92.9	204.5
기타	31.4	31.9	35.6	36.9	32.3	32.7	37.1	39.6	139.1	135.9	141.7	166.7
이익 추정												
영업이익	283.0	131.5	189.3	164.3	310.5	129.1	133.7	187.1	751.6	768.0	760.3	866.4
% YoY	-10.1	-20.7	30.9	30.3	9.7	-1.8	-29.4	13.8	15.5	2.2	-1.0	14.0
영업이익률(%)	52.5	34.0	42.0	30.7	46.6	27.5	27.1	30.0	40.5	40.2	33.8	30.0
중단영업손익									-15.0			
세전이익	362.4	159.5	280.4	26.3	465.3	234.4	247.9	81.1	683.9	828.6	1,028.7	891.3
% YoY	8.9	-38.7	-10.6	흑전	28.4	46.9	-11.6	208.6	-10.2	21.2	24.1	-13.4
지배주주순이익	267.5	128.8	211.9	-12.8	350.0	177.7	173.5	58.6	500.2	595.4	759.8	679.3
% YoY	9.1	-33.6	-6.4	적지	30.9	38.0	-18.1	흑전	-3.8	19.0	27.6	-10.6

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,854.0	1,910.6	2,252.2	2,891.3	3,002.6
매출액증가율(%)	-1.7	3.1	17.9	28.4	3.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,252.2	2,891.3	3,002.6
판매비와관리비	1,102.4	1,142.5	1,491.9	2,025.0	2,072.5
영업이익	751.6	768.1	760.3	866.4	930.1
영업이익률(%)	40.5	40.2	33.8	30.0	31.0
금융손익	26.1	28.6	26.6	26.6	26.6
중속/관계기업관련손익	-35.3	-44.2	-30.0	-16.5	-22.2
기타영업외손익	-58.6	76.1	271.7	14.8	-11.8
세전계속사업이익	683.9	828.6	1,028.7	891.3	922.8
법인세비용	168.7	234.6	270.2	212.0	241.1
당기순이익	500.2	594.1	758.4	679.3	678.3
지배주주지분 순이익	500.2	595.4	759.8	679.3	678.3
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	3,892.6	3,964.4	3,889.3	4,248.5	4,824.6
현금및현금성자산	674.7	721.1	620.6	718.8	1,249.9
매출채권	525.6	700.4	825.6	1,059.9	1,100.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	2,145.2	2,476.0	3,094.3	3,270.3	3,267.5
유형자산	223.4	257.0	639.1	641.2	639.2
무형자산	867.7	607.8	686.3	660.2	634.1
투자자산	693.3	918.2	1,418.2	1,618.2	1,643.4
자산총계	6,037.8	6,440.5	6,983.6	7,518.8	8,092.0
유동부채	411.5	520.7	543.1	543.2	545.7
매입채무	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
단기차입금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	509.9	361.0	277.0	276.0	291.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
부채총계	921.4	881.6	820.1	819.2	837.4
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,472.0	1,472.0	1,472.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	85.2	85.2	85.2
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	4,547.2	5,126.2	5,718.2
비지배주주지분	5.2	4.4	3.0	3.0	3.0
자본총계	5,116.4	5,558.8	6,163.6	6,699.6	7,254.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	512.7	662.4	627.6	560.9	802.5
당기순이익(손실)	500.2	594.1	758.4	679.3	678.3
유형자산감가상각비	75.6	77.2	87.9	117.9	127.9
무형자산상각비	31.8	30.8	21.5	26.1	26.1
운전자본의 증감	-134.4	-139.5	-240.3	-262.5	-29.9
투자활동 현금흐름	-2,863.0	-394.2	-604.4	-319.3	-150.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-26.6	-34.4	-470.0	-120.0	-126.0
투자자산의 감소(증가)	-107.6	-269.1	-500.0	-200.0	-25.2
재무활동 현금흐름	-56.1	-225.3	-123.7	-143.3	-120.7
차입금증감	57.8	-151.2	30.0	0.0	2.5
자본의증가	-2,390.5	23.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-2,344.6	46.4	-100.4	98.2	531.1
기초현금	3,019.3	674.7	721.1	620.6	718.8
기말현금	674.7	721.1	620.6	718.8	1,249.9
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	37,789	39,217	46,565	59,780	62,082
EPS(지배주주)	10,194	12,221	15,710	14,045	14,024
CFPS	17,542	18,854	22,946	20,844	21,628
EBITDAPS	17,509	17,982	17,982	20,891	22,416
BPS	104,137	114,849	127,373	138,456	149,931
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	16.5	15.8	15.5	17.4	17.4
PCR	9.6	10.3	10.6	11.7	11.3
PSR	4.4	4.9	5.2	4.1	3.9
PBR	1.6	1.7	1.9	1.8	1.6
EBITDA(십억원)	859.0	876.1	869.7	1,010.4	1,084.2
EV/EBITDA	6.3	7.4	10.5	9.0	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	11.2	13.0	10.6	9.7
EBITDA이익률	46.3	45.9	38.6	34.9	36.1
부채비율	18.0	15.9	13.3	12.2	11.5
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(x)	99.2	86.2	102.4	111.2	118.9
매출채권회전율(x)	3.5	3.1	3.0	3.1	2.8
재고자산회전율(x)					

엔씨소프트(036570) 배야 산다

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

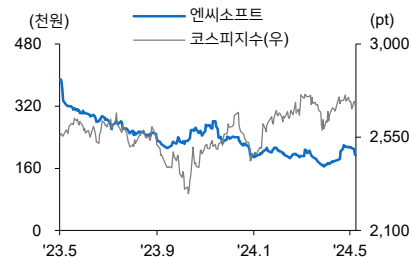
Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	350,000원
현재주가 (5.29)	194,300원
상승여력	80.1%
KOSPI	2,677.30pt
시가총액	42,657억원
발행주식수	2,195만주
유동주식비율	80.12%
외국인비중	38.34%
52주 최고/최저가	333,500원/164,900원
평균거래대금	225.2억원

주요주주(%)	
김택진 외 8 인	12.00
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.26
넷마블	8.88

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.2	-26.3	-41.7
상대주가	9.6	-30.6	-44.3

주가그래프



위기의 엔씨

- 1998년 <리니지>로 국내 온라인 게임 시장에서 발자취를 남겼으나 2010년대 모바일 게임 개화되며 초반 부진 경험
- 2017년 리니지M 출시하며 온라인 리니지 세대의 향수를 불러 일으키는 데 성공함. 10/20대였던 이들의 소득 증가가 맞물리며 모바일 리니지 시리즈는 동사에 높은 수익을 안겨줌
- 시간이 흐르며 핵심 수요층의 고령화, 동일 장르 내 유사 게임 증가로 인해 엔씨소프트의 매출은 빠른 감소 중
- 지난 10년간 매출은 112% 증가한 데 반해 인건비는 246% 증가. 고정비 역레버리지 효과로 적자 앞둔 상황

언제 올지 모를 성장. 고강도 다이어트 필요한 때

- 최근 비개발 중심의 권고 사직 진행되고 있으나 AI 등 기술 활용한 라이브 서비스 조직 슬림화도 필요한 상황
- 동종 업계인 시프트업은 프로젝트 당 인원 100명 이하. 퍼블리싱 외주를 고려하더라도 동사는 출시 오래된 게임들도 여전히 팀당 100명 이상의 인력 구성. 콘텐츠 쌓인 라이브 서비스 부문에서 기술 도입에 따른 비용 효율화 필요
- 글로벌 업체들도 미공개 프로젝트 손상차손 처리 및 수익 가시성 없는 프로젝트 인원 감축 활발. 개발 기간 길어지며 프로젝트 ROIC도 낮아진 탓. 이런 상황에 M&A는 득보다는 실이 많은 시기
- 동사는 개발 및 자체 게임 퍼블리싱에 집중되어 있어 AI 등 도입에 따른 인건비 효과 가장 크게 기대할 수 있는 분류에 해당. 연간 8천억원을 상회하는 인건비 절감 효과가 다음 산업 성장까지 유일한 희망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,571.8	559.0	435.7	19,847	10.2	145,587	22.6	3.1	12.1	13.7	38.7
2023	1,779.8	137.3	212.1	9,663	-50.9	148,023	24.9	1.6	15.3	6.6	35.1
2024E	1,648.7	29.7	199.0	9,065	-7.0	150,727	21.4	1.3	19.8	6.1	27.4
2025E	2,287.5	353.8	360.2	16,406	81.0	163,866	11.8	1.2	5.1	10.4	25.2
2026E	2,455.7	417.1	411.4	18,739	14.2	179,338	10.4	1.1	4.2	10.9	25.5

엔씨소프트 신작

인터넷/게임

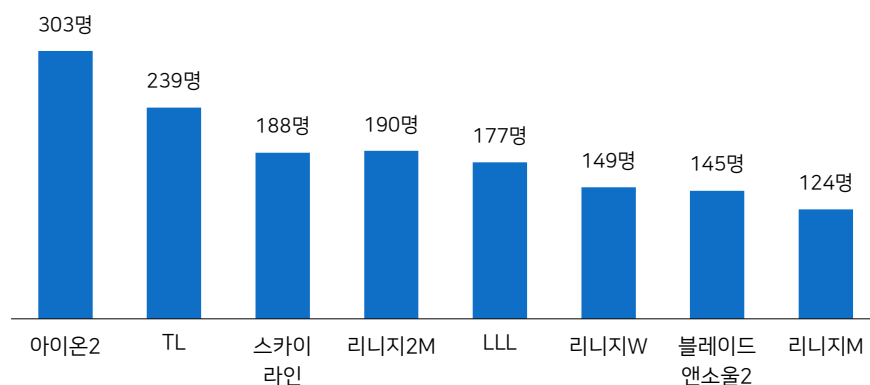
엔씨소프트 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사 (지분율)	형태
24.06	배틀 크러쉬	모바일, PC, 콘솔	난투형 대전액션	엔씨소프트	자체개발
3Q24	블레이드 앤 소울 S	모바일	수집형 RPG	엔씨소프트	자체개발
2H24	TL 글로벌	PC, 콘솔	MMORPG	엔씨소프트	자체개발
	블레이드 앤 소울 2 중국	모바일	MMORPG	엔씨소프트	자체개발
2025	프로젝트LLL	PC, 콘솔	루트 슈터	엔씨소프트	자체개발
	아이온2	모바일	MMORPG	엔씨소프트	자체개발
미정	프로젝트G 글로벌	모바일	MMORTS	엔씨소프트	자체개발

주: 상기 출시 일정은 엔씨소프트의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일

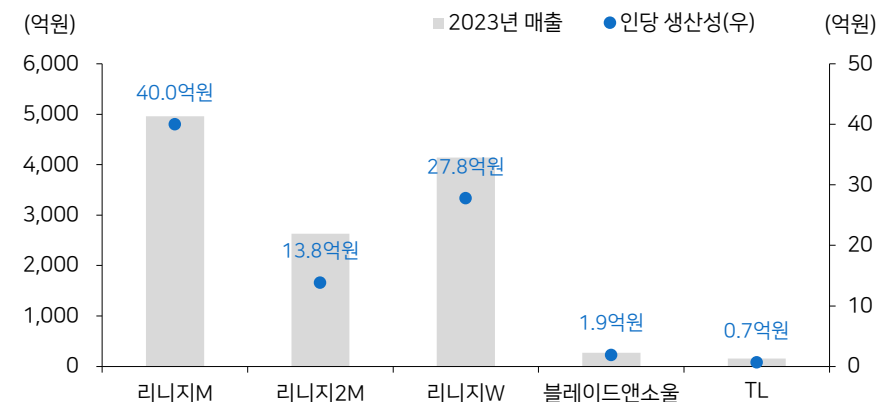
자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

팀당 인원



자료: MTN뉴스 “대마불사’ 게임 엔씨 살릴까...’아이온2’ 개발진 300명 넘어서’ 기사 참조 정리

프로젝트 별 매출 및 인당 생산성



자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터 추정

2018년 이후 유의미한 신작 3개 vs. 전사 5천명 상회

엔씨소프트 과거 출시 이력: 2021년 이후 사실상 신작 없었던 3년

시기	2019	2020	2021	2022	2023	2024 예정
출시 게임	아이온레기온즈오브워 리니지2M		리니지W 블레이드앤소울2 프로야구H3 트릭스터M		TL 국내 퍼즈업 아미토이	TL 글로벌 배틀 크러쉬 블레이드 앤 소울 S

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

2023 글로벌 구조조정 10,500명 vs. 2024년은 5월 누적 1만명 넘어서

시기	회사	감원 규모
2023.02	EA	Apex Legends QA팀 200여명 포함 800명 해고
2023.05	유니티	600명(전체 직원 8%) 구조조정
2023.08	EA	자회사 스튜디오 바이오웨어 50여명 해고
2023.09	에픽게임즈	830명(전체 직원 16%) 구조조정
2023.10	번지	100여명(전체 직원 10%) 구조 조정
2023.11	아마존	게임 사업 부문 180여명 구조조정
2024.01	마이크로소프트	액티비전 블리자드 포함해 게임 부문 1,900여명 감원
2024.01	유니티	1,800여명(전체 직원 25%) 구조조정
2024.01	라이엇게임즈	530여명(전체 직원 11%) 감원
2024.02	소니	플레이스테이션 부서 직원 900여명(전체 직원 8%) 감원
2024.02	EA	670여명(전체 직원 5%) 구조조정
2024.04	유비소프트	글로벌 구조조정의 일환으로 한국 지사 운영 중단
2024.04	Take2	580여명(전체 직원 5%) 구조조정
2024.05	스퀘어에닉스	미국/유럽 지역 퍼블리싱, IT, 인디 부문 구조조정

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

글로벌 게임사 프로젝트 중단

시기	회사	감원 규모
2024.02	텐센트	1월 아바타 IP MMORPG 신작 '아바타:레커닝' 개발 중단에 이어 외부 수수료에 대한 부담으로 '니어' IP 신작 게임 개발 또한 중단
2024.02	반다이남코	3Q23 실적 발표 통해 미공개 신작 5개 취소 및 게임 개발 프로세스 전면 재검토 돌입. 관련 손상 반영하며 디지털 부문 139억엔 적자 기록 게임 개발의 장기화로 투자회수까지 장기화되고 있어 타이틀 엄선, 최적의 포트폴리오 구축을 위한
2024.04	Take2	23억 달러(약 3조원) 미공개 프로젝트 손상차손 반영
2024.05	스퀘어에닉스	일부 파이프라인 개발 중단하며 221억엔(약 1,900억원) 손상차손 반영
2024.05	마이크로소프트	엑스박스 산하 스튜디오 4개 폐쇄. 아케인 오스틴, 알파독 스튜디오, 탱고 게임웍스, 라운드하우스 스튜디오가 대상

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

엔씨소프트 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	478.8	440.2	423.1	437.7	397.9	373.7	439.8	437.3	2,571.8	1,779.8	1,648.7	2,287.5
온라인	91.4	88.2	93.2	87.7	91.5	83.9	95.0	89.4	390.4	360.5	359.8	347.6
모바일	330.8	296.9	273.8	298.9	249.4	241.9	296.0	300.4	1,934.3	1,200.4	1,087.7	1,752.7
기타	14.3	19.0	20.8	20.5	24.3	17.1	18.7	18.5	90.1	74.5	78.6	70.7
로열티	42.3	36.3	35.3	30.6	32.7	30.8	30.0	29.0	157.0	144.5	122.6	116.4
% YoY												
매출	-39.4	-30.0	-30.0	-20.1	-16.9	-15.1	3.9	-0.1	11.4	-30.8	-7.4	38.7
온라인	-1.8	-8.0	-4.0	-15.9	0.1	-4.8	2.0	2.0	-8.4	-7.7	-0.2	-3.4
모바일	-48.4	-37.5	-37.4	-21.6	-24.6	-18.5	8.1	0.5	20.1	-37.9	-9.4	61.1
기타	-19.5	-14.6	-21.7	-13.3	70.3	-10.0	-10.0	-10.0	-9.8	-17.3	5.4	-10.0
로열티	8.9	0.8	-18.5	-21.4	-22.8	-15.0	-15.0	-5.0	-8.9	-8.0	-15.2	-5.0
영업비용	397.1	405.0	406.6	433.9	372.2	383.1	436.4	427.3	2,012.8	1,642.5	1,618.9	1,933.7
% to sales	83.0	92.0	96.1	99.1	93.5	102.5	99.2	97.7	78.3	92.3	98.2	84.5
% YoY	-27.3	-20.0	-11.6	-13.3	-6.3	-5.4	7.3	-1.5	4.2	-18.4	-1.4	19.4
매출변동비 및 기타	152.5	156.4	151.4	162.5	134.7	128.2	145.3	160.0	870.7	622.8	568.4	791.6
상각비	27.9	27.9	29.3	26.8	27.8	24.8	24.8	25.5	106.0	111.9	102.7	109.9
마케팅비	4.9	12.2	27.7	40.3	6.9	27.7	48.1	27.7	188.6	85.0	110.3	189.3
인건비	211.9	208.5	198.3	204.2	202.8	202.4	218.2	214.1	847.4	822.9	837.5	842.9
이익 추정												
영업이익	81.6	35.3	16.5	3.9	25.7	-9.4	3.4	10.1	559.0	137.3	29.7	353.8
% YoY	-66.6	-71.3	-88.6	-91.9	-68.5	적전	-79.7	161.6	49.0	-75.4	-78.4	1,090.4
영업이익률(%)	17.0	8.0	3.9	0.9	6.5	-2.5	0.8	2.3	21.7	7.7	1.8	15.5
세전이익	141.3	39.1	46.2	-20.4	78.4	1.2	32.9	206.6	609.1	206.2	319.1	485.1
% YoY	-39.4	-76.0	-81.5	적지	-44.5	-97.0	-28.7	흑전	24.0	-66.1	54.7	52.0
지배주주순이익	113.7	29.9	43.6	25.0	57.2	0.9	25.7	115.2	435.7	212.1	199.0	360.2
% YoY	-32.7	-74.8	-76.0	흑전	-49.7	-96.9	-41.0	361.6	9.8	-51.3	-6.2	81.0

자료: 엔씨소프트, 메리츠증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,571.8	1,779.8	1,648.7	2,287.5	2,455.7
매출액증가율(%)	11.4	-30.8	-7.4	38.7	7.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,571.8	1,779.8	1,648.7	2,287.5	2,455.7
판매비와관리비	2,012.8	1,642.6	1,619.0	1,933.7	2,038.6
영업이익	559.0	137.3	29.7	353.8	417.1
영업이익률(%)	21.7	7.7	1.8	15.5	17.0
금융손익	-31.8	91.1	76.4	28.0	28.0
중속/관계기업관련손익	-8.1	4.1	12.9	12.2	11.6
기타영업외손익	90.0	-26.2	200.1	91.1	99.9
세전계속사업이익	609.1	206.2	319.1	485.1	556.6
법인세비용	173.1	-7.7	120.1	124.9	110.7
당기순이익	436.0	213.9	199.0	360.2	411.4
지배주주지분 순이익	435.7	212.1	199.0	360.2	411.4
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,691.1	2,336.8	2,222.9	2,524.3	2,666.1
현금및현금성자산	285.6	365.2	335.1	644.3	855.2
매출채권	175.5	132.7	193.0	267.8	287.5
재고자산	1.5	0.7	0.8	1.5	1.6
비유동자산	1,746.6	2,057.0	1,998.1	1,984.4	2,278.6
유형자산	930.2	1,000.5	951.2	941.3	1,231.5
무형자산	43.4	96.1	92.2	88.5	84.9
투자자산	537.9	672.6	666.9	666.9	674.5
자산총계	4,437.6	4,393.8	4,220.9	4,508.7	4,944.7
유동부채	515.4	614.3	394.3	531.7	570.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	240.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	723.7	526.5	514.3	376.3	433.5
사채	349.4	169.7	169.7	39.7	39.7
장기차입금	60.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,239.1	1,140.8	908.7	908.0	1,004.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타포괄이익누계액	-34.8	-44.5	-44.5	-44.5	-44.5
이익잉여금	3,409.4	3,472.7	3,632.0	3,920.5	4,260.1
비지배주주지분	2.3	3.3	3.3	3.3	3.3
자본총계	3,198.6	3,253.0	3,312.4	3,600.8	3,940.5

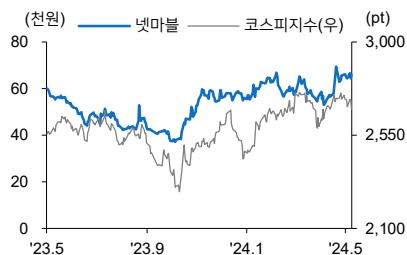
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	736.0	139.9	74.7	517.7	636.7
당기순이익(손실)	436.0	213.9	199.0	360.2	411.4
유형자산감가상각비	104.0	110.1	102.8	109.9	109.9
무형자산상각비	1.9	1.8	3.9	3.7	3.6
운전자본의 증감	49.5	-95.6	-1.3	-0.2	67.7
투자활동 현금흐름	-392.2	113.0	298.7	-38.8	-357.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-249.7	-117.4	-100.0	-100.0	-400.0
투자자산의 감소(증가)	663.5	-134.7	5.7	0.1	-7.6
재무활동 현금흐름	-303.7	-177.3	-403.5	-169.6	-68.8
차입금증감	-151.6	14.4	-240.0	-130.0	2.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	29.6	79.6	-30.1	309.2	210.8
기초현금	255.9	285.6	365.2	335.1	644.3
기말현금	285.6	365.2	335.1	644.3	855.2
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	117,145	81,071	75,097	104,195	111,857
EPS(지배주주)	19,847	9,663	9,065	16,406	18,739
CFPS	36,228	13,017	5,890	25,995	28,910
EBITDAPS	30,288	11,350	6,211	21,290	24,168
BPS	145,587	148,023	150,727	163,866	179,338
DPS	6,680	3,130	2,000	3,620	3,620
배당수익률(%)	1.5	1.3	1.0	1.9	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	24.9	21.4	11.8	10.4
PCR	12.4	18.5	33.0	7.5	6.7
PSR	3.8	3.0	2.6	1.9	1.7
PBR	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
EBITDA(십억원)	664.9	249.2	136.4	467.4	530.6
EV/EBITDA	12.1	15.3	19.8	5.1	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.7	6.6	6.1	10.4	10.9
EBITDA이익률	25.9	14.0	8.3	20.4	21.6
부채비율	38.7	35.1	27.4	25.2	25.5
금융비용부담률	0.4	0.8	0.7	0.3	0.3
이자보상배율(x)	59.0	9.4	2.5	45.4	66.0
매출채권회전율(x)	11.3	11.6	10.1	9.9	8.8
재고자산회전율(x)	653.2	1,590.1	2,117.5	1,978.1	1,582.1

넷마블(251270) 기초 체력 상향된다면

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

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	51,000원		
현재주가 (5.29)	66,000원		
상승여력	-22.7%		
KOSPI	2,677.30pt		
시가총액	56,729억원		
발행주식수	8,595만주		
유동주식비율	31.19%		
외국인비중	24.62%		
52주 최고/최저가	69,400원/37,200원		
평균거래대금	112.0억원		
주요주주(%)			
방준혁 외 15 인	24.84		
CJ ENM	21.78		
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.9	12.1	16.4
상대주가	19.4	5.5	11.3
주가그래프			



매출 BEP 레벨이 높은 이유

- 넷마블은 외부 IP를 적극 활용한 게임 개발에 집중하여 성장한 업체였기 때문에 비용 구조가 다름
- 일반적으로 게임 개발 및 퍼블리싱을 직접 수행하는 업체의 경우 지급수수료 30% 중반 + 마케팅비 10% 내외로 변동비가 차지하는 비중은 매출 대비 40%. 반면 동사는 지난 4년간 60%대로 타사 대비 20%p 이상 높음
- 연간 8천억원 가까운 매출에 기여하는 스피넥스(2021년 인수)는 소셜 카지노에 해당되어 퍼블리싱 사업과 유사한 수익 구조를 가짐. 지급수수료와 마케팅비가 타사와 유사한 비율로 하락하는 것이 구조적으로 불가한 또 다른 이유

매출 연동비 낮아 비용 절감 효과 한계 있으나 부진한 프로젝트 정리 등 프로젝트 수익성 관리 시작한 점 긍정적

- M&A를 통해 인력이 지속 증가하던 동사는 2023년부터 구조조정 본격화
- 덕분에 한 때 8천명을 넘었던 인원은 현재 7,500명 수준으로 낮아짐. 최근 개발 완료 단계였던 프로젝트도 드롭
- 10% 가까운 인력이 이미 조정되었고 매출 연동비 비중 높아 AI 기술 도입에 따른 마진 개선 효과는 제한적
- 다만 부진한 수익성의 구작 종료에 따른 추가 인력 조정 가능성은 가능. 최근 <세븐나이트> 등 서비스 종료 발표
- 신작 효과가 주가에 반영. 프로젝트 재검토에 따른 비용 추가 절감 노력 지속 된다면 기초 이익 체력 상향 가능

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	2,673.4	-108.7	-819.2	-9,531	적전	63,533	-6.3	1.0	58.9	-14.6	58.9
2023	2,502.1	-68.5	-255.7	-2,975	적지	57,933	-19.5	1.0	57.1	-4.9	55.9
2024E	2,705.7	-14.0	-168.0	-1,954	적지	55,979	-33.8	1.2	50.1	-3.4	49.6
2025E	2,356.7	-49.2	-55.3	-644	적지	55,335	-102.6	1.2	64.7	-1.2	47.7
2026E	2,265.6	-59.5	96.6	1,124	흑전	56,459	58.7	1.2	68.4	2.0	51.2

넷마블 신작

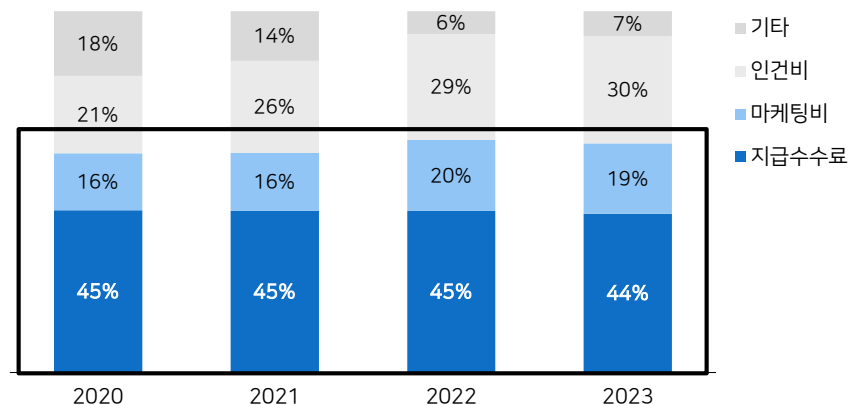
인터넷/게임

넷마블 신작 출시 이력

시기	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
출시 게임	블레이드앤소울 레볼루션	일곱개의 대죄 킹 오브 파이터 올스타 쿡야 캐치마인드	A3: 스틸얼라이브 스톤에이지 월드 BTS 유니버스 스토리 세븐나이츠2	제2의 나라 마블 퓨처 레볼루션 NBA 볼스타즈	머지쿡야아일랜드 세븐나이츠 레볼루션 골든브로스	모두의 마블2: 메타월드 신의 탑: 새로운 세계 그랜드크로스: 에이지 오브 타이탄 세븐나이츠 키우기	아스달 연대기: 세개의 세력 나 혼자만 레벨업: 어라이즈 레이븐2 킹 아서: 레전드 라이즈 일곱개의 대죄 키우기 RF 온라인 넥스트 데미스리본

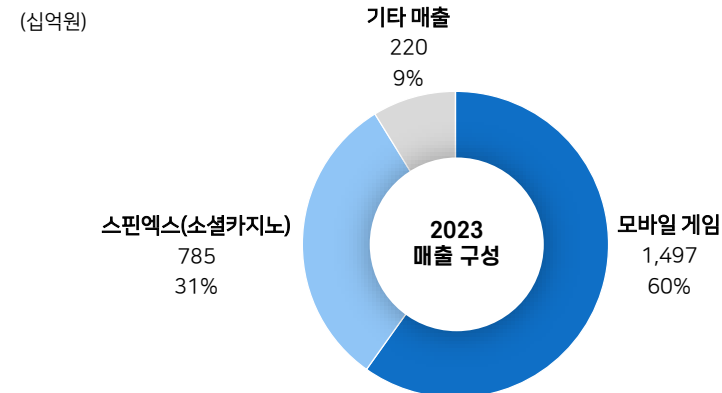
주: 파란색 글씨는 아직 출시되지 않은 게임
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

지급수수료 및 마케팅비 60% ↑ : 매출 연동비 높아 인건비 절감 효과 제한적



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

2023년 기준 넷마블 매출 구분



자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 신작

인터넷/게임

넷마블 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사 (지분율)
24.04.24	아스달 연대기: 세 개의 세력	PC, 모바일	MMORPG	넷마블에프앤씨 (80.49%)
24.05.08	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	액션 RPG	넷마블네오 (78.5%)
24.05.29	레이븐2	PC, 모바일	MMORPG	넷마블몬스터(75.67%)
2H24	킹 아서: 레전드 라이즈	PC, 모바일	수집형 전략 RPG	카밤, 구로발게임즈 (99.36%)
	일곱개의 대죄 키우기	모바일	방치형 RPG	넷마블에프앤씨 (80.49%)
	RF 온라인 넥스트	PC, 모바일	MMORPG	넷마블엔투 (87.66%)
	데미스리본	PC, 모바일	수집형 RPG	넷마블에프앤씨 (80.49%)
2025	일곱개의 대죄: Origin	PC, 모바일, 콘솔	오픈월드 RPG	넷마블에프앤씨 (80.49%)

주: 상기 출시 일정은 넷마블의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

<나 혼자만 레벨업: ARISE> 구글 매출 순위

	5/10	5/11	5/12	5/13	5/14	5/15	5/16	5/17	5/18	5/19	5/20	5/21	5/22	5/23	5/24	5/25	5/26	5/27	5/28
한국	9	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	3	3	3	3
싱가폴	11	4	4	3	3	3	1	1	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	5
프랑스	7	6	4	4	4	4	3	3	4	4	4	4	6	6	6	7	7	7	8
말레이시아	20	14	12	10	10	7	6	6	7	8	8	8	9	10	11	11	7	12	12
인도네시아	15	13	11	8	8	6	6	6	6	7	9	10	12	12	13	13	13	13	16
홍콩	27	12	7	4	4	3	3	3	4	5	5	6	7	10	10	11	11	14	18
태국	10	9	8	8	8	8	9	9	15	15	17	18	18	18	19	19	21	21	22
미국	55	31	22	15	15	9	8	8	15	15	18	21	23	25	28	29	33	34	39
일본	54	27	18	14	14	12	10	11	12	12	13	14	14	19	22	31	30	31	41

주: 모바일 게임 매출 순위 상위 국가 및 시장 주요 국가 대상
자료: data.ai, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	602.6	603.3	630.6	665.6	585.4	745.6	698.0	676.6	2,673.4	2,502.1	2,705.7	2,356.7
모바일게임	543.6	552.0	574.1	586.5	522.9	696.7	640.9	620.3	2,488.8	2,256.1	2,480.8	2,079.2
기타	59.0	51.4	56.5	79.0	62.5	48.9	57.1	56.3	184.6	245.9	224.8	277.5
% YoY												
매출	-4.6	-8.7	-9.2	-3.1	-2.9	23.6	10.7	1.7	6.6	-6.4	8.1	-12.9
모바일게임	-7.3	-10.2	-11.5	-8.2	-3.8	26.2	11.6	5.8	8.1	-9.4	10.0	-16.2
기타	30.9	11.2	24.0	65.7	5.9	-4.8	1.1	-28.8	-9.9	33.2	-8.6	23.4
영업비용	630.8	640.6	652.4	646.7	581.7	742.0	716.1	679.9	2,782.1	2,570.5	2,719.7	2,406.0
% to sales	104.7	106.2	103.5	97.2	99.4	99.5	102.6	100.5	104.1	102.7	100.5	102.1
% YoY	-2.0	-7.9	-10.9	-9.0	-7.8	15.8	9.8	5.1	18.1	-7.6	5.8	-11.5
지급수수료	281.9	271.2	264.8	281.4	248.5	336.8	324.0	306.8	1,196.4	1,099.3	1,216.1	1,018.0
인건비	187.7	193.3	179.4	182.6	178.3	181.7	180.7	197.5	783.0	743.0	738.2	717.4
마케팅비	100.3	113.1	145.8	127.6	101.5	167.7	154.4	122.2	524.3	486.8	545.8	455.5
감가상각비	48.3	48.1	46.3	42.7	39.0	39.3	39.1	39.2	232.4	185.4	156.6	148.0
기타	12.6	14.8	16.2	12.4	14.4	16.6	18.0	14.1	46.1	56.0	63.0	67.0
이익 추정												
영업이익	-28.2	-37.2	-21.9	18.8	3.7	3.6	-18.1	-3.2	-108.7	-68.5	-14.0	-49.2
% YoY	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-4.7	-6.2	-3.5	2.8	0.6	0.5	-2.6	-0.5	-4.1	-2.7	-0.5	-2.1
세전이익	-53.6	-64.7	-33.0	-7.3	0.9	190.7	-40.2	-221.9	-941.5	-158.6	-70.5	33.0
% YoY	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
지배주주순이익	-37.7	-27.1	-19.0	-171.9	-0.4	56.6	-23.2	-201.0	-819.2	-255.7	-168.0	-55.3
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적전	적지	적지	적지

자료: 넷마블, 메리츠증권 리서치센터

넷마블 (251270)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,673.4	2,502.1	2,705.7	2,356.7	2,265.6
매출액증가율(%)	6.6	-6.4	8.1	-12.9	-3.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,673.4	2,502.1	2,705.7	2,356.7	2,265.6
판매비와관리비	2,782.1	2,570.5	2,719.7	2,406.0	2,325.2
영업이익	-108.7	-68.5	-14.0	-49.2	-59.5
영업이익률(%)	-4.1	-2.7	-0.5	-2.1	-2.6
금융손익	-148.2	-188.8	-156.1	-143.2	-123.5
중속/관계기업관련손익	80.2	112.9	88.9	93.3	98.0
기타영업외손익	-764.8	-14.2	10.8	102.9	152.6
세전계속사업이익	-941.5	-158.6	-70.5	33.0	67.6
법인세비용	-55.1	145.3	99.2	107.1	-14.0
당기순이익	-886.4	-303.9	-169.7	-74.1	81.6
지배주주지분 순이익	-819.2	-255.7	-168.0	-55.3	96.6
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	997.3	905.8	783.5	843.6	1,377.8
현금및현금성자산	503.0	430.3	293.9	413.3	967.1
매출채권	189.6	254.6	275.3	239.8	230.5
재고자산	2.8	2.7	3.0	2.8	2.7
비유동자산	7,938.2	7,010.1	6,560.2	6,296.0	6,058.8
유형자산	336.0	344.4	348.5	352.5	366.5
무형자산	3,596.1	3,228.8	2,998.2	2,767.5	2,536.9
투자자산	3,572.6	3,008.8	2,805.5	2,787.9	2,787.2
자산총계	8,935.6	7,915.9	7,343.7	7,139.6	7,436.6
유동부채	2,294.0	1,905.6	1,166.5	1,268.8	1,124.2
매입채무	49.0	32.2	37.5	27.8	25.7
단기차입금	1,507.0	1,311.4	711.4	711.4	711.4
유동성장기부채	222.4	86.3	0.0	170.0	0.0
비유동부채	1,019.8	931.3	1,267.8	1,035.4	1,395.5
사채	0.0	0.0	400.0	400.0	550.0
장기차입금	455.5	371.6	371.6	201.6	501.6
부채총계	3,313.8	2,836.8	2,434.3	2,304.3	2,519.8
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,897.5	3,900.0	3,900.0	3,900.0	3,900.0
기타포괄이익누계액	702.6	422.4	422.4	422.4	422.4
이익잉여금	1,377.5	1,128.5	960.5	905.2	1,001.8
비지배주주지분	160.9	99.5	97.8	79.1	64.1
자본총계	5,621.8	5,079.0	4,909.4	4,835.3	4,916.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-408.4	-98.1	-169.2	-17.6	111.9
당기순이익(손실)	-886.4	-303.9	-169.7	-74.1	81.6
유형자산감가상각비	54.1	56.5	56.0	56.0	56.0
무형자산상각비	178.3	128.9	100.6	100.6	100.6
운전자본의 증감	-73.4	-121.0	-67.2	-6.8	-28.3
투자활동 현금흐름	-40.4	524.9	389.0	207.1	184.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-38.7	-36.2	-60.0	-60.0	-70.0
투자자산의 감소(증가)	377.2	676.6	292.2	110.9	98.6
재무활동 현금흐름	-549.1	-540.3	-356.3	-70.0	257.7
차입금증감	-811.9	-475.5	-356.3	-70.0	257.7
자본의증가	0.7	2.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-850.7	-72.7	-136.5	119.4	553.8
기초현금	1,353.7	503.0	430.3	293.9	413.3
기말현금	503.0	430.3	293.9	413.3	967.1
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	31,103	29,109	31,478	27,419	26,359
EPS(지배주주)	-9,531	-2,975	-1,954	-644	1,124
CFPS	2,343	1,587	1,074	2,075	2,383
EBITDAPS	1,439	1,361	1,658	1,249	1,129
BPS	63,533	57,933	55,979	55,335	56,459
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-6.3	-19.5	-33.8	-102.6	58.7
PCR	25.8	36.6	61.5	31.8	27.7
PSR	1.9	2.0	2.1	2.4	2.5
PBR	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2
EBITDA(십억원)	123.7	117.0	142.5	107.3	97.1
EV/EBITDA	58.9	57.1	50.1	64.7	68.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-14.6	-4.9	-3.4	-1.2	2.0
EBITDA이익률	4.6	4.7	5.3	4.6	4.3
부채비율	58.9	55.9	49.6	47.7	51.2
금융비용부담률	4.2	5.9	4.5	4.6	5.0
이자보상배율(x)	-1.0	-0.5	-0.1	-0.5	-0.5
매출채권회전율(x)	13.7	11.3	10.2	9.2	9.6
재고자산회전율(x)	786.3	900.4	946.8	808.5	814.7

펠어비스(263750) <붉은 사막> 1천만장 기준 PER 25배

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

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	40,000원
현재주가 (5.29)	40,050원
상승여력	-0.1%
KOSDAQ	838.45pt
시가총액	25,731억원
발행주식수	6,425만주
유동주식비율	51.42%
외국인비중	8.54%
52주 최고/최저가	58,200원/27,000원
평균거래대금	148.2억원
주요주주(%)	
김대일 외 12 인	44.11
서용수	5.23

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.5	3.8	-13.3
상대주가	31.3	1.8	-12.8

주가그래프



타사와는 다른 문제점을 안은 펠어비스

- 2014년 12월 <검은사막> PC 출시 후 국내/글로벌 성공. 2017년 상장 후 다음해 <검은사막M> 연이어 성공
- 이후 2024년 현재까지 6년간 신작 부재. 동기간 기존 IP 노후화로 적자 전환 앞둠
- 2021년 1,500명을 상회했던 인력은 퇴사로 인해 지속 충원에도 불구하고 1,351명까지 감소. 특히 개발력 이탈 가속화 되었는데 신작 개발 속도 더더지는 악순환 반복. 개발(786명) 대비 비개발 인력(565명) 비중이 높은 편
- 프로젝트 핵심 개발자 남아 있고 실무 역할에서 AI 도입 통해 콘텐츠 생산 속도 올릴 수 있다면 긍정적 효과 기대 가능

펠어비스의 중장기 미래를 결정지을 <붉은 사막>

- 게임스컴 B2C 참여 감안 시 빠르면 2025년 2분기 출시가 예상됨. <P의 거짓>과 유사한 흐름이면 3Q25말 전망
- 25/26 합산 천만장을 추정했으나 이는 동사가 직접 퍼블리싱을 하며 플랫폼 간 출시 시차가 없을 때에 해당됨. 비용 절감 및 네트워크 활용을 위해 플랫폼과 퍼블리싱 계약이 진행된다면 독점 기간으로 인한 판매량 하향 필요
- 오랜 개발 기간으로 <붉은 사막>의 장점을 타게임이 선점했다고 판단, 판매량 추가 상향 가능성은 낮게 봄. 현 주가는 천만장 판매를 가정하더라도 PER 25배로 글로벌 평균 26배임을 감안 시 성공을 기정 사실화 한 주가
- 다만 8월 게임스컴 추가 정보 공개 전까지는 모멘텀이 우세해 주가 변동성 당분간 커지는 시기에 해당

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	385.7	16.4	-43.0	-662	적전	10,887	-63.4	3.9	60.2	-6.1	74.8
2023	333.5	-16.4	15.2	237	흑전	11,284	163.7	3.4	229.0	2.1	67.3
2024E	320.1	-36.8	-3.7	-57	적전	11,227	-701.4	3.6	-147.3	-0.5	40.8
2025E	642.4	125.2	101.3	1,576	흑전	12,803	25.4	3.1	15.7	13.1	54.8
2026E	451.5	57.5	53.1	827	-47.5	13,630	48.4	2.9	27.6	6.3	51.6

펠어비스 신작 관련 지표

인터넷/게임

펠어비스 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사 (지분율)	형태
2018.02	검은사막M 국내	모바일	MMORPG	펠어비스	자체개발
2018.08	검은사막M 대만	모바일	MMORPG	펠어비스	자체개발
2019.03	검은사막 콘솔 북미/유럽	콘솔	MMORPG	펠어비스	자체개발
2019.08	검은사막 콘솔 아시아	콘솔	MMORPG	펠어비스	자체개발
2019.12	검은사막M 글로벌	모바일	MMORPG	펠어비스	자체개발
2020.08	이브 에코스	모바일	SF MMO	CCP 게임즈(100%), 넷이즈	넷이즈 공동개발
2Q25	붉은사막	PC, 콘솔	액션 어드벤처	펠어비스	자체개발
2027	도깨비	PC, 콘솔	오픈월드 어드벤처	펠어비스	자체개발
미정	플랜8	PC, 콘솔	엑소슈트 MMO슈터	펠어비스	자체개발

주: 상기 출시 일정은 펠어비스의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일 / 자료: 펠어비스, 메리츠증권 리서치센터

2025년 출시 예상되는 <붉은사막>



자료: 펠어비스

2027년 출시 예상되는 <도깨비>



자료: 펠어비스

풀어비스 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	85.8	78.4	84.9	84.4	85.4	81.1	78.2	75.3	385.7	333.5	320.1	642.4
PC	62.5	60.6	68.4	66.4	58.5	67.3	65.9	60.9	270.8	257.8	252.6	382.0
콘솔	5.1	3.8	5.1	4.0	4.2	3.7	3.8	3.6	24.7	18.0	15.3	225.7
모바일	16.9	12.3	11.0	9.6	22.0	8.6	8.0	7.0	70.3	49.7	45.6	26.7
기타	1.4	1.7	0.5	4.4	0.6	1.6	0.5	3.8	19.9	8.0	6.6	8.0
% YoY												
매출	-6.2	-16.7	-12.7	-18.0	-0.4	3.6	-7.9	-10.8	-4.5	-13.5	-4.0	100.7
PC	0.1	-8.4	-7.5	-2.9	-6.3	11.0	-3.6	-8.3	21.5	-4.8	-2.0	51.2
콘솔	-5.3	-40.4	-24.6	-35.6	-16.3	-4.3	-24.2	-11.1	-30.5	-27.3	-14.8	1,374.5
모바일	-21.1	-36.4	-28.6	-32.4	30.6	-30.3	-27.4	-26.6	-32.8	-29.2	-8.3	-41.4
기타	-41.7	-22.2	-58.6	-68.6	-52.8	-0.4	-7.6	-13.8	-51.3	-59.8	-17.3	20.4
영업비용	84.7	92.5	82.8	89.9	84.9	93.4	89.5	89.2	369.3	349.8	356.9	517.2
% to sales	98.7	118.0	97.5	106.5	99.3	115.1	114.5	118.4	95.8	104.9	111.5	80.5
% YoY	-1.8	-5.9	-3.0	-9.6	0.2	1.0	8.1	-0.8	2.4	-5.3	2.0	44.9
인건비	44.4	50.0	41.6	41.6	46.7	53.4	44.8	43.8	178.5	177.6	188.7	208.5
지급수수료	19.1	18.1	14.4	17.4	17.1	13.9	14.2	12.8	78.4	69.1	58.0	78.6
광고선전비	5.6	8.0	10.1	8.1	5.6	10.4	14.3	13.5	41.0	31.8	43.8	117.8
상각비	6.3	6.6	6.4	6.7	6.4	6.5	6.4	6.4	25.7	26.0	25.8	26.6
기타	9.2	9.8	10.3	16.1	9.0	9.3	9.8	12.6	45.6	45.4	40.7	85.7
이익 추정												
영업이익	1.1	-14.1	2.1	-5.5	0.6	-12.2	-11.3	-13.8	16.4	-16.4	-36.8	125.2
% YoY	-78.9	적지	-82.2	적전	-46.3	적지	적전	적지	-61.9	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	1.3	-18.0	2.5	-6.5	0.7	-15.1	-14.5	-18.4	4.2	-4.9	-11.5	19.5
세전이익	13.6	-5.1	22.8	-9.1	17.2	-0.1	-3.0	-13.4	-55.8	22.1	0.7	135.0
% YoY	114.4	적전	-23.9	적지	26.7	적지	적전	적지	적전	흑전	-96.8	19,131.4
지배주주순이익	9.4	-4.4	14.8	-4.6	12.8	-0.1	-3.0	-13.4	-43.0	15.2	-3.7	101.2
% YoY	61.9	적전	-30.4	적지	36.3	적지	적전	적지	적전	흑전	적전	흑전

자료: 풀어비스, 메리츠증권 리서치센터

펠어비스 (263750)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	385.7	333.5	320.1	642.4	451.5
매출액증가율(%)	-4.5	-13.5	-4.0	100.7	-29.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	385.7	333.5	320.1	642.4	451.5
판매비와관리비	369.3	349.8	356.9	517.2	394.0
영업이익	16.4	-16.4	-36.8	125.2	57.5
영업이익률(%)	4.2	-4.9	-11.5	19.5	12.7
금융손익	-0.7	24.7	34.9	7.2	10.7
중속/관계기업관련손익	-8.0	-6.4	-5.4	-5.4	-5.4
기타영업외손익	-63.5	20.2	8.0	8.0	8.0
세전계속사업이익	-55.8	22.1	0.7	135.0	70.8
법인세비용	-12.8	6.9	4.4	33.8	160.2
당기순이익	-43.0	15.2	-3.7	101.3	53.1
지배주주지분 순이익	-43.0	15.2	-3.7	101.3	53.1
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	556.5	582.8	384.1	641.6	723.1
현금및현금성자산	159.6	235.7	175.0	380.2	513.0
매출채권	40.8	39.3	37.7	75.7	53.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동자산	666.1	630.1	631.3	631.7	604.5
유형자산	209.8	194.4	207.8	220.5	203.1
무형자산	231.3	227.0	222.7	218.5	214.5
투자자산	179.1	167.8	159.9	151.9	146.1
자산총계	1,222.6	1,212.9	1,015.4	1,273.3	1,327.6
유동부채	236.2	315.9	149.3	151.4	151.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	84.0	158.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	287.0	172.0	144.8	299.4	300.5
사채	146.8	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	74.6	70.0	70.0	220.0	220.0
부채총계	523.3	487.9	294.1	450.7	451.9
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	215.8	219.7	219.7	219.7	219.7
기타포괄이익누계액	29.6	32.1	32.1	32.1	32.1
이익잉여금	482.5	498.2	494.6	595.8	648.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	699.3	725.0	721.3	822.6	875.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	47.6	32.4	-16.9	63.5	116.1
당기순이익(손실)	-43.0	15.2	-3.7	101.3	53.1
유형자산감가상각비	16.2	16.9	16.6	17.4	17.4
무형자산상각비	9.6	9.1	4.3	4.2	4.0
운전자본의 증감	-15.1	8.3	-34.1	-59.3	41.6
투자활동 현금흐름	-108.0	134.3	114.3	-8.3	18.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-94.0	-9.1	-30.0	-30.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-19.0	4.9	7.9	8.0	5.8
재무활동 현금흐름	-22.6	-89.6	-158.1	150.0	-1.4
차입금증감	-110.5	-81.3	-158.1	150.0	-1.4
자본의증가	4.5	4.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-84.3	76.1	-60.7	205.2	132.8
기초현금	243.9	159.6	235.7	175.0	380.2
기말현금	159.6	235.7	175.0	380.2	513.0
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	5,939	5,191	4,982	9,999	7,028
EPS(지배주주)	-662	237	-57	1,576	827
CFPS	1,161	519	255	2,354	1,331
EBITDAPS	648	151	-248	2,284	1,228
BPS	10,887	11,284	11,227	12,803	13,630
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-63.4	163.7	-701.4	25.4	48.4
PCR	36.1	74.7	156.8	17.0	30.1
PSR	7.1	7.5	8.0	4.0	5.7
PBR	3.9	3.4	3.6	3.1	2.9
EBITDA(십억원)	42.1	9.7	-15.9	146.7	78.9
EV/EBITDA	60.2	229.0	-147.3	15.7	27.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.1	2.1	-0.5	13.1	6.3
EBITDA이익률	10.9	2.9	-5.0	22.8	17.5
부채비율	74.8	67.3	40.8	54.8	51.6
금융비용부담률	2.4	3.8	2.3	1.1	2.3
이자보상배율(x)	1.8	-1.3	-4.9	17.2	5.5
매출채권회전율(x)	9.0	8.3	8.3	11.3	7.0
재고자산회전율(x)					

네오위즈(095660) 하반기 P의 거짓 DLC와 VR 시너지를 기대

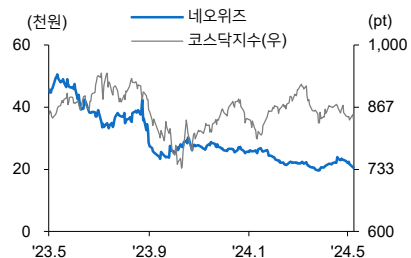
Analyst 이효진 02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

Hold (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	26,000원
현재주가 (5.29)	20,600원
상승여력	26.2%
KOSDAQ	838.45pt
시가총액	4,539억원
발행주식수	2,203만주
유동주식비율	54.16%
외국인비중	8.96%
52주 최고/최저가	50,600원/19,680원
평균거래대금	34.0억원
주요주주(%)	
나성균 외 10 인	37.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	-21.8	-55.3
상대주가	-2.0	-23.3	-55.1

주가그래프



밸류에이션 다시 원점으로

- 국내 웹보드 시장은 안정적이나 월 한도 상향 효과가 완료되며 약세로 전환되었고 퍼블리싱 사업은 2022년 이후 모바일 게임 시장 부진과 함께 별 다른 성과를 내지 못함
- 최근 2년간 동사에 대한 투자자 관심은 지난해 출시된 <P의 거짓>에 있었음. 출시 전 기대를 모았으나 Game Pass 구독자에게 무료로 제공되고 기대치가 지나치게 높았던 탓인지 예상치를 하회하는 성과를 기록함
- M&A 및 개발 스튜디오 확충으로 웹보드에서 진정한 개발사로 전환 준비하던 동사는 <던만추> 드롭되며 밸류에이션 확장에 실패

하반기 P의 거짓 DLC 성과를 기대하며

- 1분기 <P의 거짓> 판매량 예상 상회하고 모바일 게임 이벤트 효과 반영되며 호실적을 기록. 2024년 1월 UEVR 베타 공개 직후 스팀 내 VR 경험 호평 얻은 바 있음
- 동사는 24년 하반기 <P의 거짓> 스토리 확장 DLC 공개를 계획 중
- 2H24 Meta의 저가형 퀘스트 출시가 계획되어 있음. <P의 거짓> VR 만족도 높았다면 DLC 구매 가능성도 높을 것
- DLC와 VR 시너지가 발생한다면 추후 준비 중인 <P의 거짓2> 성과로 크게 기여할 것

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	294.6	19.6	13.1	593	-76.7	20,381	62.3	1.8	16.5	2.9	22.1
2023	365.6	31.6	48.7	2,209	251.6	22,213	12.1	1.2	8.1	10.4	27.3
2024E	398.3	37.0	33.4	1,514	-33.7	23,542	13.6	0.9	4.7	6.6	20.4
2025E	438.2	43.0	39.2	1,780	18.2	25,118	11.6	0.8	3.3	7.3	21.0
2026E	440.6	28.6	21.0	954	-37.3	25,868	21.6	0.8	4.7	3.7	20.6

2024년 1월 UEVR 공개 후 <P의 거짓> 스팀 이용자 증가

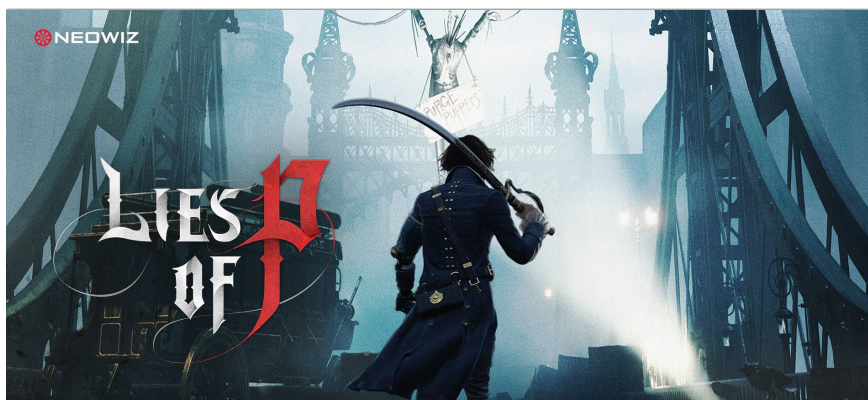
인터넷/게임

네오위즈 신작 라인업

출시 시기	게임명	플랫폼	장르	개발사 (지분율)	형태
24.03.21	Oh My Anne	모바일	퍼즐	네오위즈	자체개발
24.05.08	프로사커: 레전드 일레븐	모바일	스포츠	StarArray	퍼블리싱
24.05.23	고양이와 스프: 말랑 타운	모바일	SNG	아름게임즈	퍼블리싱
2H24	고양이와 스프: 매직 레시피	모바일	시뮬레이션	네오위즈	자체개발
	영웅전설: 가가브 트릴로지	모바일	수집형 RPG	파우게임즈(51.49%)	자회사 개발
	P의 거짓 확장 DLC	PC, 콘솔	액션 RPG	네오위즈	자체개발
	프로젝트 IG	모바일	방치형 액션 RPG	네오위즈	자체개발
2025~	금색의 갓슈벨!! 영원한 인연의 친구들	모바일	RPG	네오위즈	자체개발
	P의 거짓 2	PC, 콘솔	액션 RPG	네오위즈	자체개발

주: 상기 출시 일정은 네오위즈의 2024년 라인업을 참조하여 당사 실적에 반영 기준의 추정 출시일
자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

<P의 거짓>



자료: 네오위즈

VR로 플레이 한 <P의 거짓>



자료: Waifu Enjoyer 유튜브 캡처

네오위즈 실적 전망

인터넷/게임

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출	68.5	70.1	117.5	109.4	97.1	89.2	105.0	107.1	294.6	365.6	398.3	438.2
PC/콘솔게임	27.5	27.0	54.8	61.3	44.6	37.1	25.7	36.7	126.9	170.5	144.0	144.4
모바일게임	32.3	33.0	53.2	36.1	42.0	40.5	68.1	57.6	141.6	154.7	208.3	248.7
기타	8.7	10.1	9.5	12.1	10.5	11.5	11.2	12.8	26.0	40.4	46.1	45.1
% YoY												
매출	-10.5	-0.2	56.8	50.4	41.6	27.2	-10.6	-2.2	12.8	24.1	9.0	10.0
PC/콘솔게임	-19.1	-8.1	69.1	96.5	62.2	37.6	-53.1	-40.2	1.4	34.4	-15.6	0.3
모바일게임	-9.6	-2.6	46.1	1.7	30.0	22.6	28.0	59.6	7.2	9.3	34.6	19.4
기타	27.4	43.9	55.5	98.7	20.2	14.1	18.8	5.8	565.5	55.1	14.0	-2.0
영업비용	67.3	75.0	97.2	94.4	82.2	85.1	98.1	95.9	275.0	334.0	361.3	395.2
% to sales	98.2	107.0	82.8	86.3	84.7	95.4	93.4	89.6	93.4	91.4	90.7	90.2
% YoY	2.8	16.5	39.5	25.1	22.2	13.4	0.9	1.5	14.6	21.5	8.2	9.4
인건비	32.0	34.1	39.7	47.0	40.0	41.9	42.1	46.1	124.1	152.8	170.1	181.8
지급수수료	14.1	17.8	29.3	25.5	22.5	22.6	25.3	24.9	67.3	86.7	95.3	103.7
마케팅	10.8	12.3	14.2	11.5	8.3	8.7	17.2	15.0	36.4	48.8	49.3	59.1
상각비	4.2	4.4	5.0	5.2	4.2	4.5	4.5	4.7	18.8	18.8	17.9	19.9
기타	6.2	6.5	9.0	5.2	7.2	7.4	9.0	5.2	28.3	26.8	28.8	30.8
이익 추정												
영업이익	1.3	-4.9	20.2	15.0	14.8	4.1	6.9	11.2	19.6	31.6	37.0	43.0
% YoY	-88.8	적전	286.1	흑전	1,085.2	흑전	-65.9	-25.4	-8.0	61.5	17.2	16.1
영업이익률(%)	1.8	-7.0	17.2	13.7	15.3	4.6	6.6	10.4	6.6	8.6	9.3	9.8
세전이익	4.9	13.3	22.3	3.4	18.8	11.3	11.7	0.1	19.5	43.8	42.0	49.3
% YoY	-68.2	-47.2	181.1	흑전	288.5	-14.7	-47.6	-96.1	-69.7	124.6	-4.1	17.5
지배주주순이익	3.6	22.5	18.7	3.9	17.9	10.1	9.9	-4.5	13.1	48.7	33.4	39.2
% YoY	-69.7	13.4	129.0	흑전	396.0	-55.0	-47.1	적전	-77.0	272.5	-31.5	17.5

자료: 네오위즈, 메리츠증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

Income Statement					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	294.6	365.6	398.3	438.2	440.6
매출액증가율(%)	12.8	24.1	9.0	10.0	0.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	294.6	365.6	398.3	438.2	440.6
판매비와관리비	275.0	334.0	361.3	395.2	412.0
영업이익	19.6	31.6	37.0	43.0	28.6
영업이익률(%)	6.6	8.6	9.3	9.8	6.5
금융손익	22.1	-1.1	9.3	9.2	7.1
중속/관계기업관련손익	1.9	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
기타영업외손익	-24.1	13.4	-4.0	-2.5	-3.9
세전계속사업이익	19.5	43.8	42.0	49.3	31.4
법인세비용	6.3	-2.7	11.2	12.9	8.6
당기순이익	13.2	46.4	30.8	36.4	22.9
지배주주지분 순이익	13.1	48.7	33.4	39.2	21.0
Balance Sheet					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	253.6	297.6	302.6	354.9	376.9
현금및현금성자산	91.7	129.9	120.9	178.4	205.2
매출채권	0.0	0.0	21.7	23.9	24.0
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
비유동자산	306.5	373.8	365.1	354.3	352.4
유형자산	86.1	86.9	90.7	92.4	94.2
무형자산	79.2	149.4	136.9	124.4	120.6
투자자산	84.7	70.1	70.1	70.1	70.3
자산총계	560.1	671.4	667.7	709.2	729.3
유동부채	87.3	113.2	95.2	104.5	105.1
매입채무	7.2	10.8	11.8	13.0	13.1
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	18.0	19.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	14.0	30.6	18.2	18.4	19.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	101.3	143.8	113.3	122.9	124.6
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
기타포괄이익누계액	-18.1	-18.6	-18.6	-18.6	-18.6
이익잉여금	381.0	428.2	457.5	492.2	508.8
비지배주주지분	9.7	38.2	35.6	32.8	34.7
자본총계	458.8	527.6	554.3	586.3	604.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	43.2	64.7	25.0	64.1	34.7
당기순이익(손실)	13.2	46.4	30.8	36.4	22.9
유형자산감가상각비	6.1	6.3	6.3	8.2	8.2
무형자산상각비	12.7	12.5	12.5	12.5	3.8
운전자본의 증감	-16.2	-1.0	-24.6	6.9	-0.2
투자활동 현금흐름	-29.1	-10.2	-10.0	-2.5	-3.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.8	-1.2	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-8.4	14.6	0.0	0.0	-0.2
재무활동 현금흐름	-32.1	-13.6	-24.0	-4.1	-4.5
차입금증감	-1.1	1.7	-19.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-21.7	38.2	-9.0	57.5	26.8
기초현금	113.4	91.7	129.9	120.9	178.4
기말현금	91.7	129.9	120.9	178.4	205.2
Key Financial Data					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	13,369	16,593	18,079	19,890	19,997
EPS(지배주주)	593	2,209	1,514	1,780	954
CFPS	2,974	3,287	2,666	3,043	1,817
EBITDAPS	1,742	2,286	2,532	2,894	1,846
BPS	20,381	22,213	23,542	25,118	25,868
DPS	0	245	200	220	220
배당수익률(%)	0.0	0.9	1.0	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	62.3	12.1	13.6	11.6	21.6
PCR	12.4	8.1	7.7	6.8	11.3
PSR	2.8	1.6	1.1	1.0	1.0
PBR	1.8	1.2	0.9	0.8	0.8
EBITDA(십억원)	38.4	50.4	55.8	63.8	40.7
EV/EBITDA	16.5	8.1	4.7	3.3	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	10.4	6.6	7.3	3.7
EBITDA이익률	13.0	13.8	14.0	14.5	9.2
부채비율	22.1	27.3	20.4	21.0	20.6
금융비용부담률	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1
이자보상배율(x)	11.5	17.2	32.6	115.3	76.6
매출채권회전율(x)			36.7	19.2	18.4
재고자산회전율(x)	10,872.1	4,730.8	3,102.8	5,255.1	13,608.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월 (20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.01.28	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-50.4	-37.2	
2022.10.11				담당자 변경	-69.9	-68.4	
2022.10.11	Indepth	Buy	250,000	이효진	-33.9	-30.4	
2022.11.03	Indepth	Buy	210,000	이효진	-12.5	-6.4	
2023.01.10	산업브리프	Buy	230,000	이효진	-12.4	-2.8	
2023.02.06	기업브리프	Buy	240,000	이효진	-10.6	-4.0	
2023.03.13	Indepth	Buy	260,000	이효진	-23.0	-16.7	
2023.05.26	Indepth	Buy	290,000	이효진	-30.2	-19.1	
2024.05.26		1년 경과			-	-	
2024.05.26	산업브리프	Buy	290,000	이효진	-	-	

카카오 (035720) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.14	기업브리프	Buy	160,000	김동희	-48.9	-32.2	
2022.10.11				담당자 변경	-69.2	-67.3	
2022.10.11	Indepth	Buy	78,000	이효진	-36.7	-32.9	
2022.11.03	Indepth	Buy	63,000	이효진	-11.8	-3.0	
2023.01.10	산업브리프	Buy	72,000	이효진	-18.3	-1.5	
2023.07.11	기업브리프	Buy	63,000	이효진	-25.2	-12.9	
2023.11.02	산업분석	Buy	55,000	이효진	-15.8	-8.2	
2023.11.27	기업브리프	Buy	65,000	이효진	-17.3	-6.5	
2024.01.15	기업브리프	Buy	77,000	이효진	-27.2	-20.6	
2024.02.16	기업브리프	Buy	83,000	이효진	-34.8	-29.3	
2024.04.09	기업브리프	Buy	73,000	이효진	-33.8	-31.8	
2024.05.09	기업브리프	Buy	61,000	이효진	-24.4	-20.3	
2024.05.30	산업브리프	Buy	56,000	이효진	-	-	

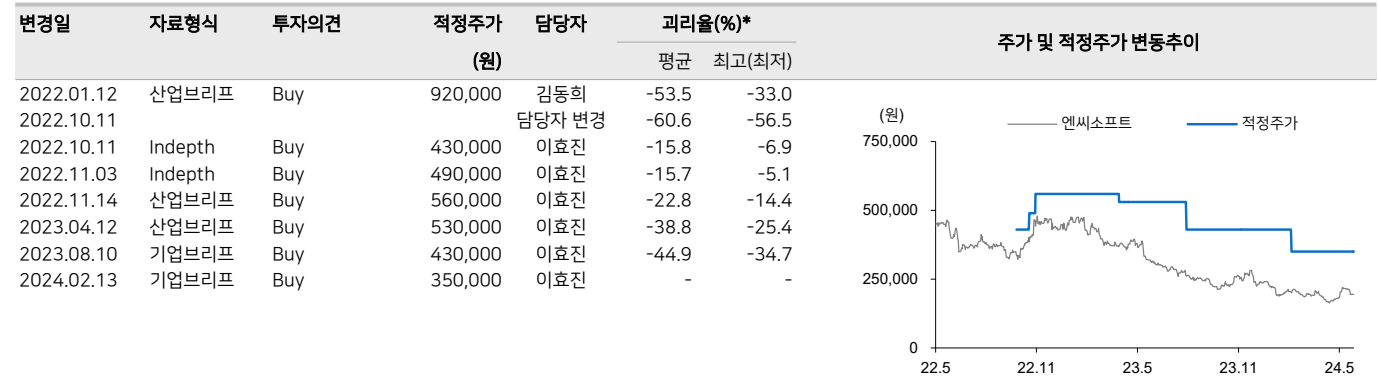
크래프톤 (259960) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.02.11	기업브리프	Buy	550,000	김동희	-53.7	-45.7	
2022.10.11				담당자 변경	-65.5	-57.0	
2022.10.11	Indepth	Hold	250,000	이효진	-24.1	-5.4	
2023.01.10	산업브리프	Hold	190,000	이효진	-6.7	8.2	
2023.10.12	산업브리프	Hold	180,000	이효진	6.0	21.1	
2024.01.10	기업브리프	Buy	270,000	이효진	-16.8	-4.8	
2024.04.09	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-	-	

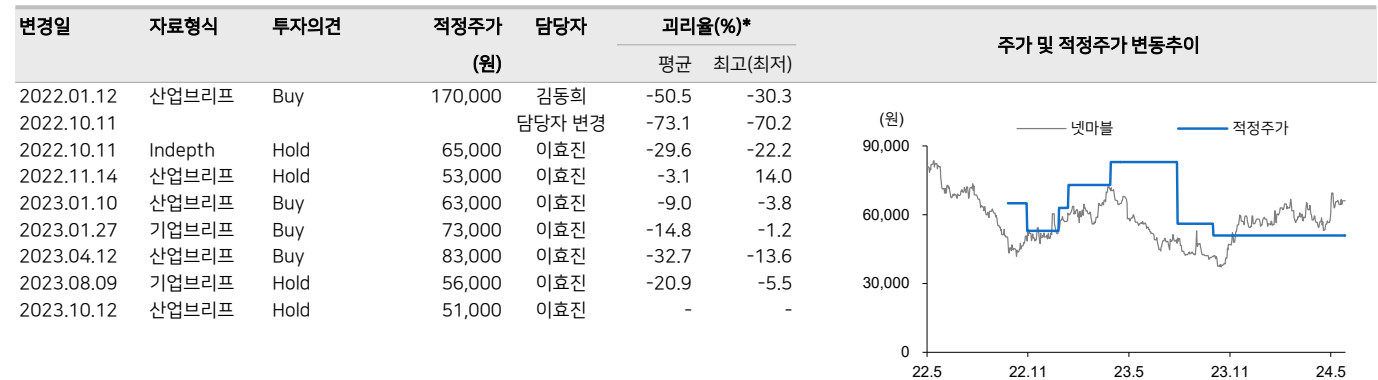
엔씨소프트 (036570) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



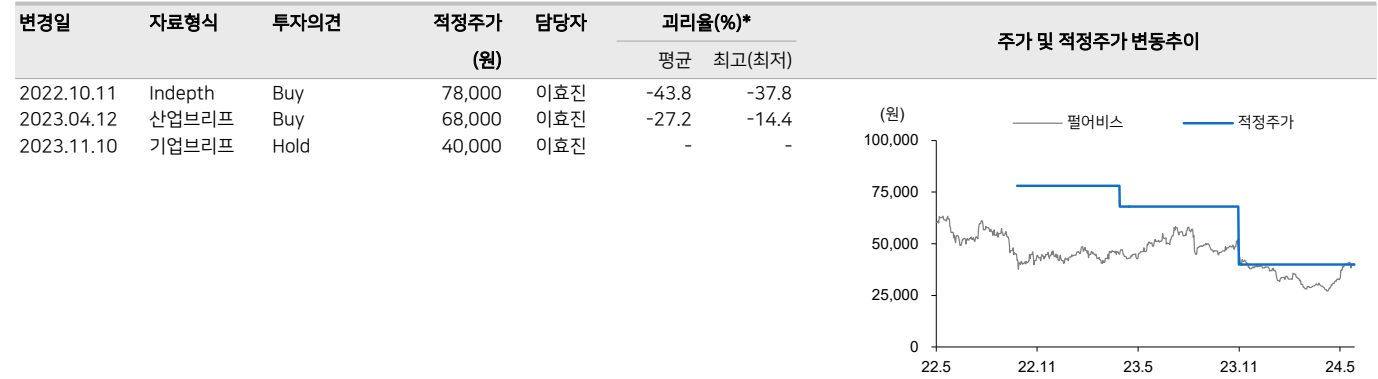
넷마블 (251270) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



펠어비스 (263750) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



네오위즈 (095660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

