

게임 (비중확대/유지)

# 동이 트기 시작한다

(도쿄게임쇼, 지스타)





CONTENTS

<b>I. Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>II. 신작 공급 정상화될 24년</b>	<b>7</b>
유독 부진했던 23년 게임 시장	7
신작 공급 정상화 통한 탑라인 회복 전망	9
국내 및 글로벌 주요 게임사 신작 타임라인	10
<b>III. 24년 가속화될 비용 절감</b>	<b>12</b>
수익성 개선 전망	12
인건비 둔화세 관찰 시작	13
생성 시와 비용 절감 가속화 전망	16
<b>IV. 지스타: 플랫폼, 장르 다변화 흐름 지속</b>	<b>18</b>
PC, 콘솔로의 플랫폼 다변화	18
비MMORPG로의 장르 다변화	19
<b>V. 도코게임쇼: 공급 정상화 그리고 VR</b>	<b>21</b>
24년 신작 공급 정상화	21
다시 활기를 띠기 시작하는 VR	25
<b>Global Company Analysis</b>	<b>33</b>
크래프톤	34
엔씨소프트	41
넷마블	48
펄어비스	54
위메이드	60
넥슨게임즈	66
네오위즈	71
넥슨	76
유니티	90

## I. Investment Summary

### 24년은 게임 업종 대반격의 시기

게임 업종을 강력하게 '비중확대' 할 시점으로 판단한다. 24년 다수 신작 출시를 통한 탑라인 개선과 비용 절감을 통한 바텀라인 개선이 동시에 일어날 전망이다. 글로벌 타겟 대작 출시가 임박하고, 생성 AI 도입에 적극적인 회사에 주목할 필요가 있다.

**국내 Top Picks로 크래프톤과 위메이드를 제시한다.** 크래프톤은 1) 모바일 부문 회복세 지속, 2) 신작 모멘텀 구간으로의 진입, 3) 상반기까지 이어질 컨센 상향이 투자포인트다. 위메이드는 1) 나이트크로우 글로벌, 이미리 출시 모멘텀, 2) 미르4, M 판호 획득 가능성, 3) 매드엔진 자회사 인수가 투자포인트다.

**해외 Top Picks로 유니티와 넥슨을 제시한다.** 유니티는 1) 인건비 등 주요 비용 개선 가속화, 2) 새롭게 도입될 요금제, 3) 산업 내 콘텐츠 공급 증가에 따른 직접적 수혜가 투자포인트다. 넥슨은 1) 생성 AI 도입에서의 차별화된 속도, 2) 성공적인 장르 및 플랫폼 다변화, 3) 중국 매출 회복세 본격화가 투자포인트다.

### 도쿄게임쇼와 지스타에서 확인된 공급 정상화

역대 최대 규모로 열린 도쿄게임쇼에서 24년 글로벌 신작 공급 속도가 코로나 이전 수준으로 회복되고 있음이 확인됐다. 코로나 이후 재택근무 영향으로 지연된 신작 타임라인이 정상화되고 있는 것으로 추정된다. VR 게임도 회복세가 관찰되었는데 24년 퀘스트3, 비전프로 등 VR기기 보급률이 상승하면서 VR 콘텐츠 수요가 급증할 전망이다.

지스타에서는 국내 주요사들의 24년 기대작을 확인할 수 있었는데 23년보다 글로벌 타겟 대작이 많아 유의미한 탑라인 성장이 발생할 것으로 전망한다. 올해 지스타에서도 PC/콘솔로의 플랫폼 다변화, 비MMORPG로의 장르 다변화 추세가 지속 관찰되었다.

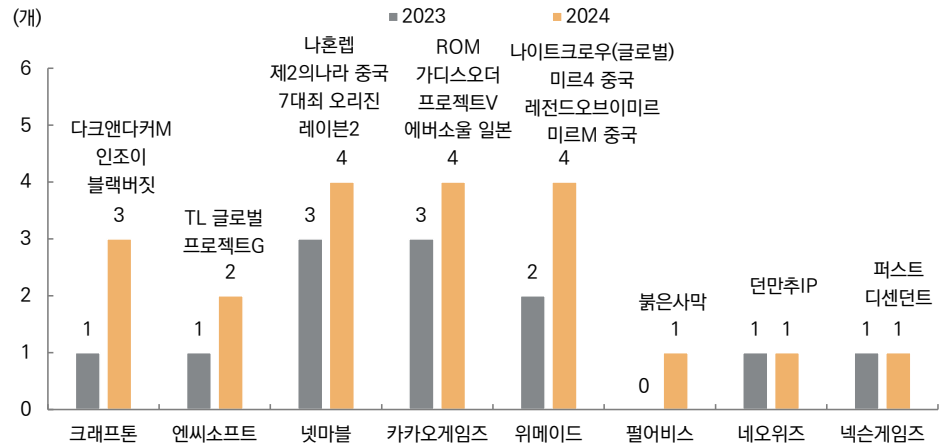
### 인건비 절감에 따른 수익성 개선 가속화

코로나 이후 게임사들을 짓눌렀던 인건비 부담이 대폭 완화되고 있다. 시총 상위 6개사 합산 연간 인건비 YoY 성장률은 지난 4년간 20% 전후를 기록했으나 올해와 내년은 Flat 수준을 기록할 전망이다. 이번 3분기 실적에서 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펠어비스 등 주요 게임사 전반의 인건비가 QoQ 역성장을 기록했다.

이러한 인건비 둔화세는 2H24 이후 더욱 가속화될 전망이다. 현재의 인건비 둔화는 생성 AI 툴을 도입하지 않았는데도 발생하고 있는 현상임을 상기할 필요가 있다. 게임 제작비의 40% 가량을 차지하는 아트 부문에 생성 AI 툴이 사용되기 시작하면 인건비는 보다 드라마틱하게 떨어지게 될 것이다.

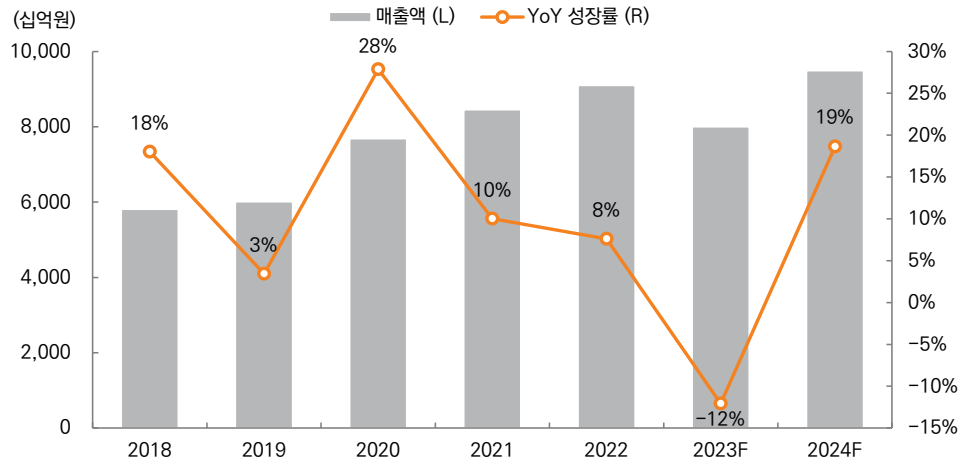
### Key Chart

그림 1. 주요 게임사 2023, 2024년 출시 주요 기대작 수



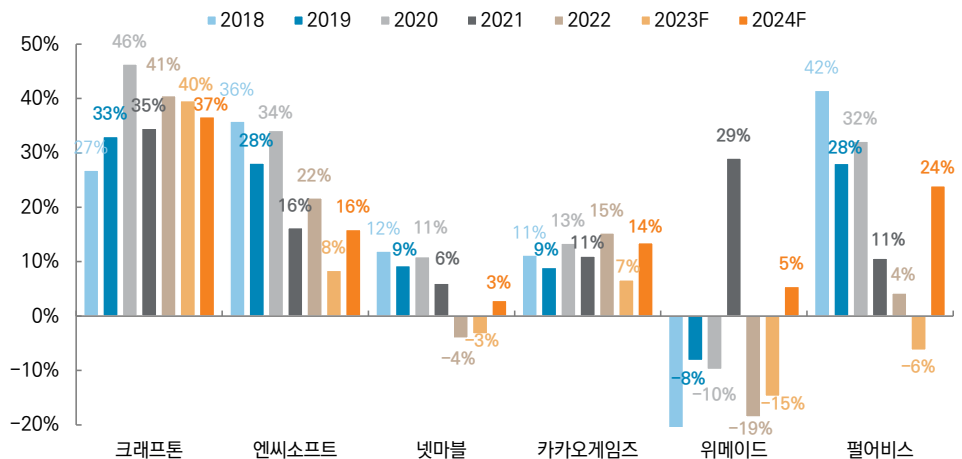
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 시총 상위 6개사 연간 영업이익률 추이



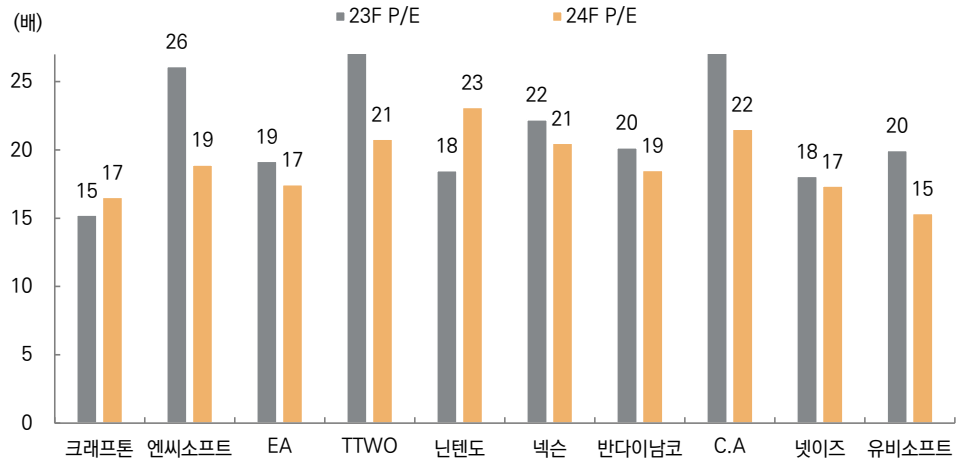
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 주요 기업 요약

구분	기업	투자조건	목표주가	요약
국내	크라프트톤(Top Picks)	매수	300,000원(상향)	- 중국, 인도 등 모바일 부문 회복세 지속 - 다크앤다커M, 인조이, 블랙버짓 등 신작 모멘텀 구간 진입 - 신작 반영으로 1H24까지 컨센서스 상향 지속 전망
	위메이드(Top Picks)	매수	70,000원(상향)	- 나이트크로우 글로벌 출시, 매드엔진 인수, 판호 획득 모멘텀 존재 - 판호 발급 가능성이 높다고 판단되며 유의미한 중국 성과 가능할 것 - 높은 퀄리티를 보여준 이미지에 대한 기대치도 강하게 발생 전망
	넷마블	매수	68,000원(상향)	- 구조조정을 통한 비용 효율화 노력이 성과로 나타나기 시작 - 관계사 지분 매각을 통한 차입금 상환으로 재무구조도 개선될 전망 - 추가 지분 매각을 통한 차입금 상환이 이뤄지면 리레이팅 이어질 것
	넥슨게임즈	매수	20,000원(하향)	- 테스트 피드백 반영으로 퍼스트디센던트는 상반기 중 출시 - 블루아카이브, 서든어택 건조한 트랙픽과 매출을 지속 발생 중 - 25년 대작 프로젝트 DW, DX를 기다리며 중기적 관점에서 접근 추천
	네오위즈	매수	38,000원(하향)	- P의 거짓은 시장 기대치를 충족하는 성과를 올리며 개발력을 입증 - 차기 대형 신작에 대한 공백기 우려로 최근 주가 약세 지속 - 단만추 IP 신작 정보를 공개하는 시점부터 모멘텀 다시 발생 전망
	엔씨소프트	매수	330,000원(하향)	- 기존 주요 캐시카우(리니지 M, 2M, W) 하락세 지속 - 지스타 공개 7종 작품 중 출시 성과 기대되는 작품은 LLL - TL 출시 이후 성과를 보고 보수적으로 접근할 것을 추천
	펄어비스	중립	40,000원(하향)	- 검은사막, 이브 등 기존 주요 IP 매출 하락이 가속화 - 개발자 인원 및 비중의 지속적인 감소는 우려되는 부분 - 붉은사막 일정 확정으로 투자자 신뢰를 먼저 회복할 필요성 존재
글로벌	유니티(Top Picks)	매수	USD 40 (유지)	- 구조조정 등 비용 효율화 작업이 본격화되면서 수익성 본격 개선 전망 - 1H24 예정된 신규 요금제 도입에 따른 엔터프라이즈 고객 이탈도 제한적일 것 - 게임 업종 내 생성 AI 도입에 따른 콘텐츠 공급 증가의 직접적 수혜 예상
	넥슨(Top Picks)	매수	JPY 3900 (상향)	- 데이브 더 다이버 흥행을 통해 PC/콘솔 장르 개발력도 입증 - 서구권으로의 본격적인 확장과 중국 매출 회복 기대 - 경영진 교체로 동사의 새로운 성공 전략이 된 Big&Little 전략이 더욱 강화될 전망

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

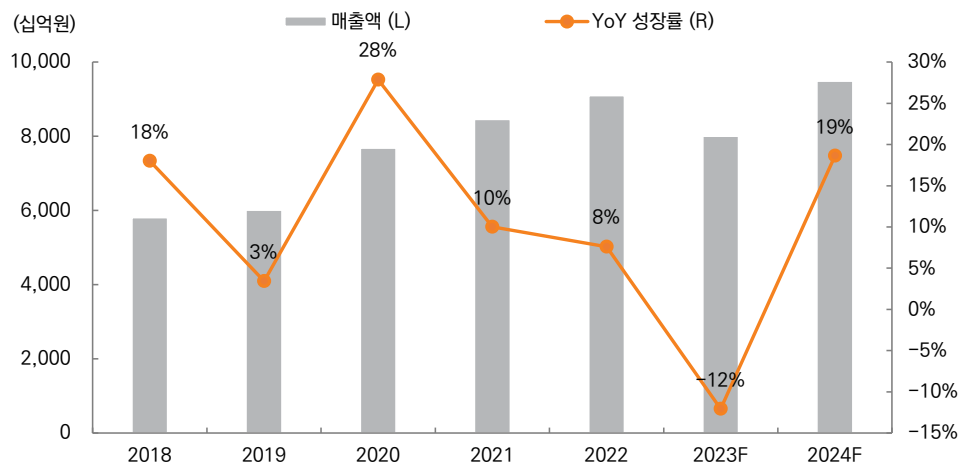
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## II. 신작 공급 정상화될 24년

### 유독 부진했던 23년 게임 시장

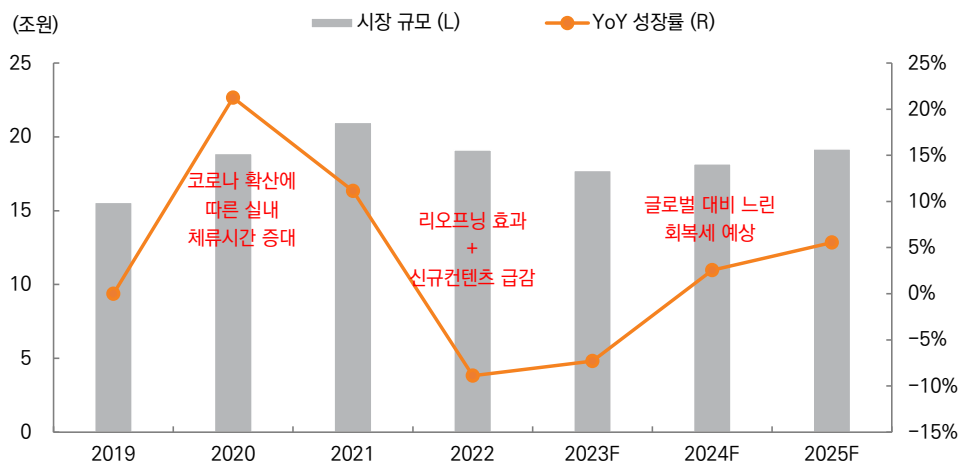
23년 국내 시총 상위 6개사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 위메이드, 펠어비스)의 합산 매출액은 YoY 12% 역성장했다. 2010년대 모바일 게임 시장 개화 이후 최악의 시기를 보냈다고 해도 과언이 아니다. 국내 게임사의 극심한 부진은 국내 매출 의존도가 아직 높은 상황 속에서 글로벌과 달리 국내 게임 시장의 역성장이 지속되고 있기 때문이다. 23년 국내 매출 비중이 높은 엔씨소프트(-30% YoY), 펠어비스(-15% YoY) 카카오게임즈(-13% YoY)의 매출 역성장 폭이 유독 높은 이유기도 하다.

그림 5. 시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



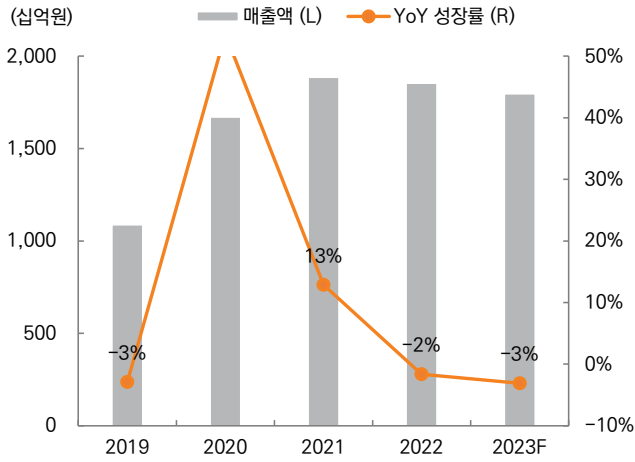
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 국내 게임 시장 규모 전망



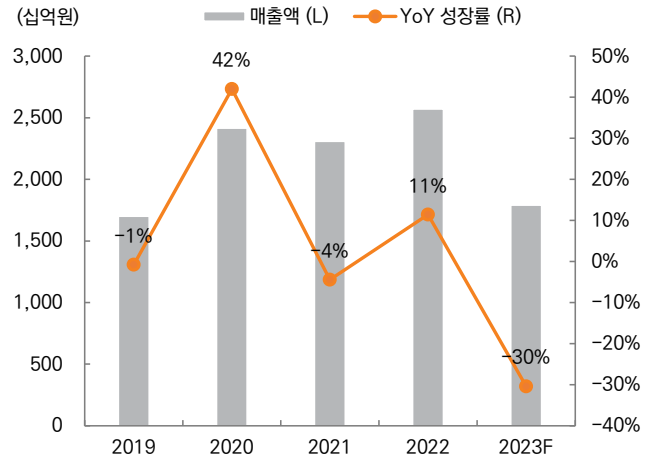
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 크래프톤 연간 매출액 추이



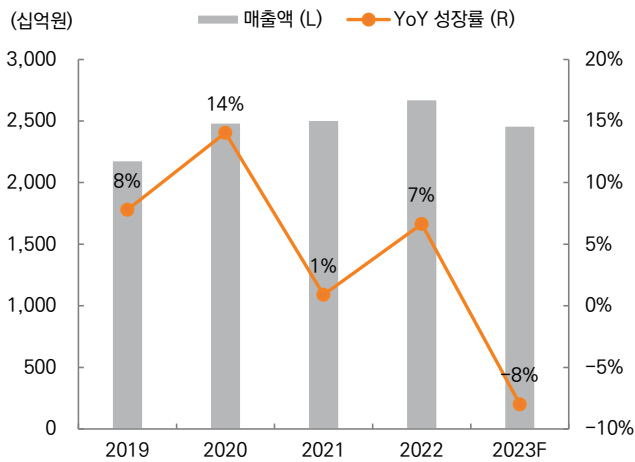
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 엔씨소프트 연간 매출액 추이



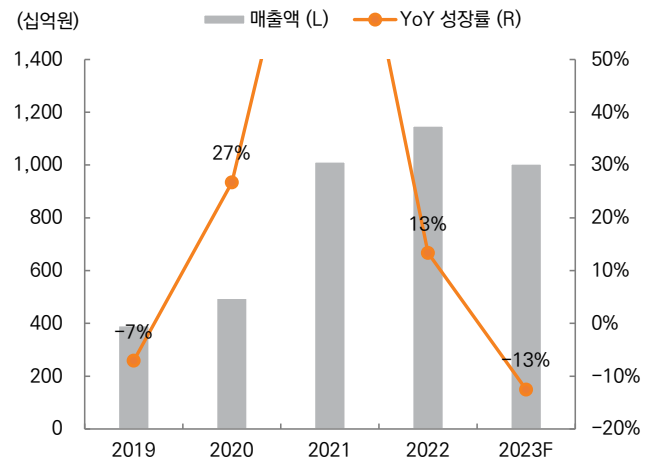
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 넷마블 연간 매출액 추이



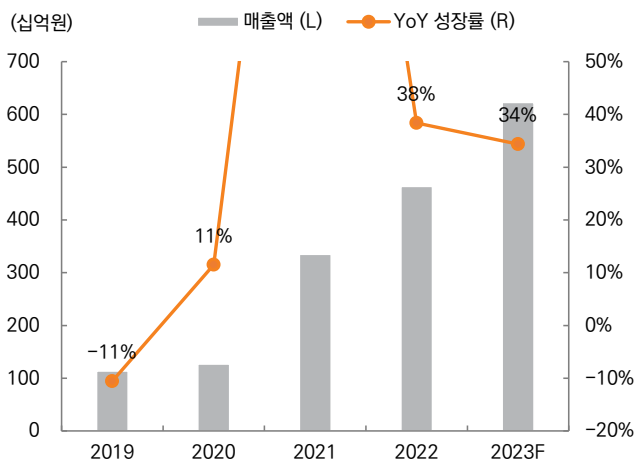
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 카카오게임즈 연간 매출액 추이



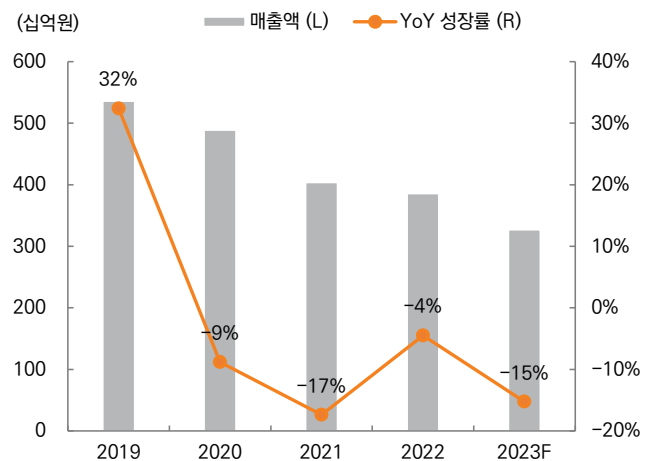
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 위메이드 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 펠어비스 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

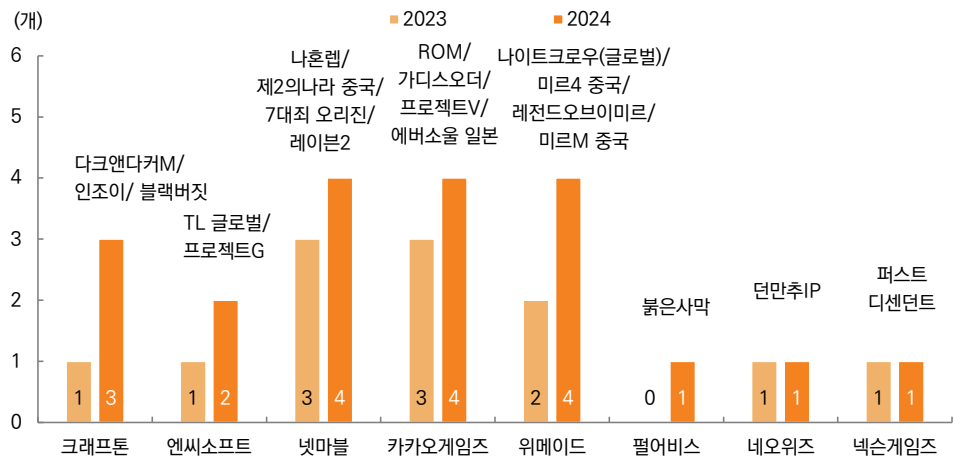


### 신작 공급 정상화 통한 탑라인 회복 전망

24년 주요 기대작 출시와 함께 게임사들의 외형 성장이 다시금 가속화될 전망이다. 게임사들 대부분 올해보다 많은 기대작 출시를 예고하고 있는 상황이며 올해와 달리 대부분의 게임들이 글로벌을 타겟으로 하는 작품들이라는 점에서 긍정적인 상황이다. 글로벌 게임 시장은 하반기 이후 YoY 성장 전환한 것으로 추정된다.

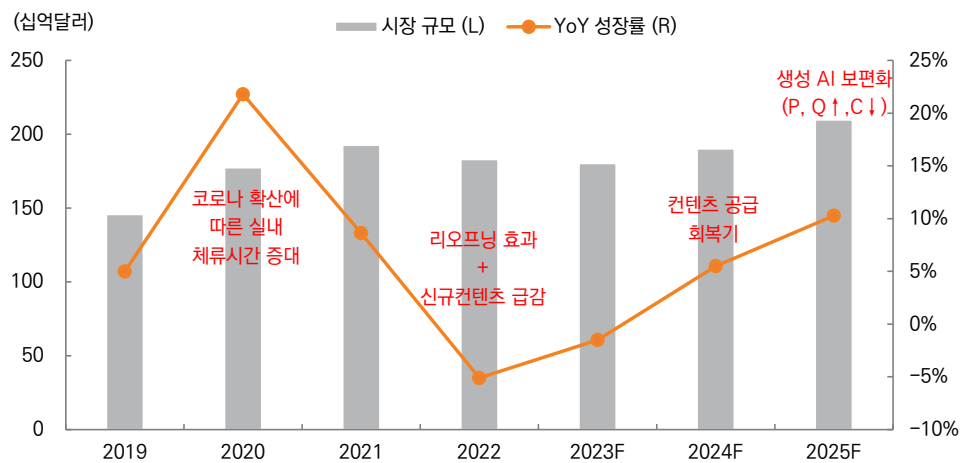
주요 기대작으로는 크래프톤은 다크앤다커M/인조이/블랙버짓, 엔씨소프트는 TL 글로벌/프로젝트G, 넷마블은 제2의나라 중국/7대죄 오리진/레이븐2, 카카오게임즈는 ROM/가디스오더/프로젝트V/에버소울 일본, 위메이드는 나이트크로우(글로벌)/레전드오브이미르, 펠어비스는 붉은사막이 출시를 앞두고 있는 상황이다.

그림 13. 주요 게임사 2023, 2024년 출시 주요 기대작 수



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 글로벌 게임 시장 규모 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 국내 및 글로벌 주요 게임사 신작 타임라인

표 3. 국내 주요 게임사 기대작 타임라인

	1H23	3Q23	4Q23	1H24	2H24	2025	시기미정
크래프톤	-	디펜스더비(8월, 부합)	-	다크앤다커 모바일	프로젝트 인조이 프로젝트 블랙버짓	더 넥스트 서브노티카 프로젝트 골드러쉬	눈물을 마시는 새(군술)
엔씨소프트	-	퍼즈업아미토이 (9월, 하회)	TL 국내 (12월)	TL 글로벌 BSS 배틀크러쉬	프로젝트G	-	아이온2(모바일) LLL(미정) 프로젝트E 프로젝트M
넷마블	모두의마블(4월, 하회)	세븐나이츠키우기 (9월, 상회)	일곱개의대죄 중국	아스달연대기 나혼자만레벨업 레이븐2 파라곤: 디오버프라임 킹아서: 레전드라이즈 모두의마블2 국내 제2의나라 중국	RF 온라인 넥스트 데미스 리본 7대죄 오리진 (지연 가능)	-	-
카카오 게임즈	에버소울(1월, 하회) 아키에이지워 국내(3월, 부합) 오딘 일본(6월, 부합)	아레스 국내 (8월, 부합)	-	가디스오더 ROM 프로젝트 V 오딘 북미/유럽 에버소울 일본 아키에이지워 일/대/홍/마	-	-	아레스 글로벌 아키에이지2 (2024) 검술명가 막내아들 (RPG) 프로젝트S(루트슈터) 프로젝트C (수집형 RPG)
펄어비스	-	-	-	-	붉은사막(지연 가능)	-	도깨비 플랜8
위메이드	미르M(1월, 하회) 나이트크로우 국내(4월, 상회)	-	-	1Q: 나이트크로우 1Q: 베이스볼 2Q: 미르4 중국 로스트소드	3Q: 이미르 4Q: 미르M 중국	-	디스민즈워(군술) 미르2: 기연
넥슨게임즈	히트2 대만(5월, 부합) 베일드엑스퍼트 (5월, 하회)	블루아카이브 중국(8월, 하회)	-	퍼스트디센던트	-	-	프로젝트DW(던파 IP) 프로젝트DX (듀랑고 IP)
네오위즈	-	P의 거짓(9월)	산나비 (11월) 보노보노, 뭐하니? 금색의 갓슈벨!	-	-	-	단만추 IP 신작(2024) 프로젝트 IG (방치형 ARPG) 킹덤2(MMORPG)
조이시티	-	-	-	스타시드 디즈니나이츠사가	프리스타일 풋볼2	-	-
컴투스	제노니아(6월, 하회)	-	소울 스트라이크(12월)	2Q: 제노니아 대/일 프로스트핑크 BTS쿠키온	-	더 스타라이트	-
데브 시스터즈	-	브릭시티(8월)	쿠키런 킹덤 중국 쿠키런: 더 다키스트 나이트	-	-	-	쿠키런: 모험의 탑 쿠키런: 마녀의 성 쿠키런: 오븐스매시 쿠키런: 브레이비스

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 글로벌 주요 게임사 기대작 타임라인

	1H23	2H23	1H24	시기미정
Nexon	나이트워커(1월) 카트라이더: 드리프트(1월) 프라시아 전기(3월) 베일드엑스퍼트 글로벌(5월) 히트2 대만(5월) 데이브 더 다이버(6월)	블루아카이브 중국(8월) 위 헤이븐(9월) 빌딩엔파이터(10월)	퍼스트디센던트 글로벌 환세취호전 온라인	프로젝트 DX(듀랑고IP) 프로젝트 DW(던파IP 오픈월드RPG) 프로젝트 오버킬 프로젝트 TB 프로젝트 NV 마비노기 모바일 갯섬 글로벌 낙원: 라스트 파라다이스
Tencent	왕자영요 글로벌(3월) UNDAWN(6월)	발로란트 중국(7월) 아레나 브레이크아웃(7월) Synced(9월) 석기시대: 각성(10월) 누누의 노래: 리그오브레전드 이야기(11월)	-	스쿼드 버스터즈(2024) 타리스랜드 프로젝트: CFO(크로스파이어 IP 기반) 커맨드 앤 컨커 리전 델타포스: 호크옵스 애쉬 에코즈 Honor of Fight
Nintendo	파이어 엠블렘 인게이지(1월) 별의 커비 Wii 디럭스(2월) 메트로이드 프라임 리마스터(2월) 젤다의 전설: 티어스 오브 더 킹덤(5월) 에브리바디 원-투-스위치(6월) 피크민 1+2(6월)	피크민 4(7월) F-ZERO 99(9월) 돌아온 명탐정 피카츄(10월) 슈퍼 마리오브라더스 원더(10월) 끝내주게 춤춰라 메이드 인 와리오(11월) 슈퍼마리오 RPG 리메이크(11월)	어나더 코드 리컬렉션: 2개의 기억/기억의 문 마리오 VS 동키콩 리메이크 프린세스 피치 Showtime! 루이지 맨션 다크 문	페이퍼 마리오 천년의 문(2024) 레이튼 교수와 증기의 신세계(2024) 메트로이드 프라임4
Activision Blizzard	디아블로 4(6월)	오버워치 2(8월) 워크래프트 럼블(11월) 콜 오브 듀티 모던 워페어 3(11월)	-	오버워치 모바일
Electronic Arts	데드 스페이스: 리메이크(1월) 스타워즈 제다이: 서바이버(4월) EA SPORTS PGA 투어(5월) 슈퍼 메가 베이스볼 4(6월)	매든 NFL 24(8월) 이모탈스 오브 아베움(8월) EA SPORTS FC 24(9월) EA SPORTS UFC 5(10월)	EA SPORTS FC Tactical	-
Square Enix	포스포크(1월) Theatrhythm Final Bar Line(2월) 옥토파스 트래블러 2(2월) 파라노마 사이트 혼조 7대 미스터리(3월) 인게이지 킷(3월) 배리어스 데이라이프 한국(3월) 파이널 판타지 16(6월)	파이널 판타지 12 에버 크라이시스(9월) 드래곤 퀘스트 몬스터즈 3(12월)	파이널 판타지 7 리버스 드래곤 퀘스트 10: 온라인 미래로의 문과 미수의 소녀	사가 에메랄드 비온드(2024) 킹덤하츠 Missing-Link(2024) 드래곤 퀘스트 3 전설의 시작 리메이크 드래곤 퀘스트 12 선택받은 운명의 불꽃 폼스타즈(2024) 킹덤하츠 4
Bandai Namco Enter.	Ace Angler 낚시 스피릿 파닥파닥 즐거운 수족관(2월) 테일즈 오브 심포니아 리마스터(2월) 블루프로토크(6월)	마이히어로 울트라 럼블(9월) 아이돌마스터 샤이니 컬러즈: 프리즘을 위한 노래(11월)	철권 8 주술회전 전화향명 팩맨 메가 터널 배틀: CHOMP CHAMP	신듀얼리티: 에코 오브 에이다
Ubisoft	오드볼러스(1월) 더 세틀러: 뉴 엘라이즈(2월)	더 크루 모터페스트(9월) 더 디비전: 하트랜드(9월) 어쌔신 크리드: 미라지(10월) 저스트 댄스 2024 에디션(10월) 어쌔신 크리드 넥서스 VR(11월) 아바타: 프론티어 오브 판도라(12월)	페르시아의 왕자: 잃어버린 왕관 더 디비전 리서전스 스타워즈 아웃로즈 레인보우 식스 모바일	어쌔신 크리드: 미라지 모바일(2024) 어쌔신 크리드: 코드네임 레드(2024) 어쌔신 크리드: 제이드 엑스디파이언트 스컬 앤 본즈
Take-Two Interactive	레고 2K Drive(5월)	파워슬랩(8월) NBA 2K24(9월) 탐 트롭스(10월) 매치 팩토리(11월)	-	GTA 6 Judas Game of Thrones: Legends 스타워즈 헌터(2024) 반지의 제왕 IP(2024) WWE 2K24(2024)

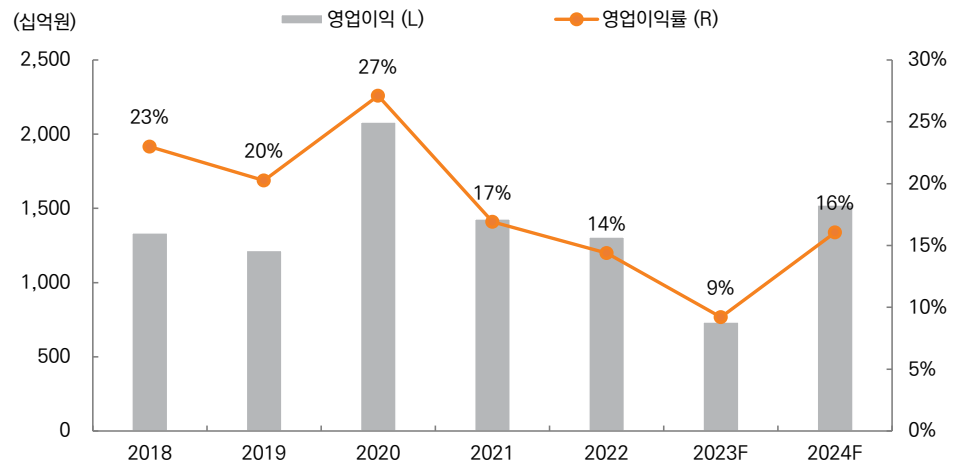
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### III. 24년 가속화될 비용 절감

#### 수익성 개선 전망

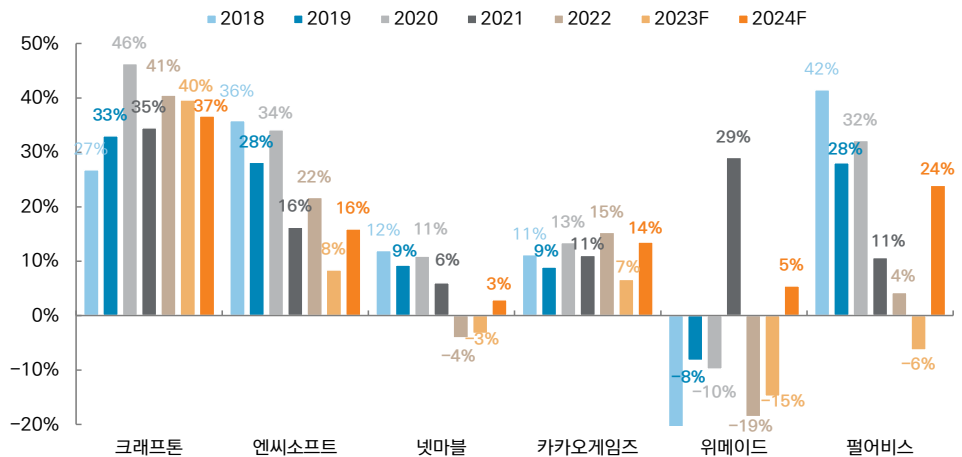
24년 게임사들의 1) 글로벌 타겟 기대작 출시 및 글로벌 게임 시장 반등에 따른 타파인 성장세 회복과, 2) 과도했던 인건비 부담 완화로 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 시총 상위 6개사의 23년 영업이익률은 3년 연속 감소해 9%까지 떨어질 것이나 24년에는 16%까지 회복할 전망이다. 올해 적자를 기록할 것으로 예상되는 넷마블, 위메이드, 펠어비스가 신작이 크게 지연되지 않는다는 가정 하에 24년 흑자 전환이 가능할 전망이다.

그림 15. 시총 상위 6개사 합산 연간 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 시총 상위 6개사 연간 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

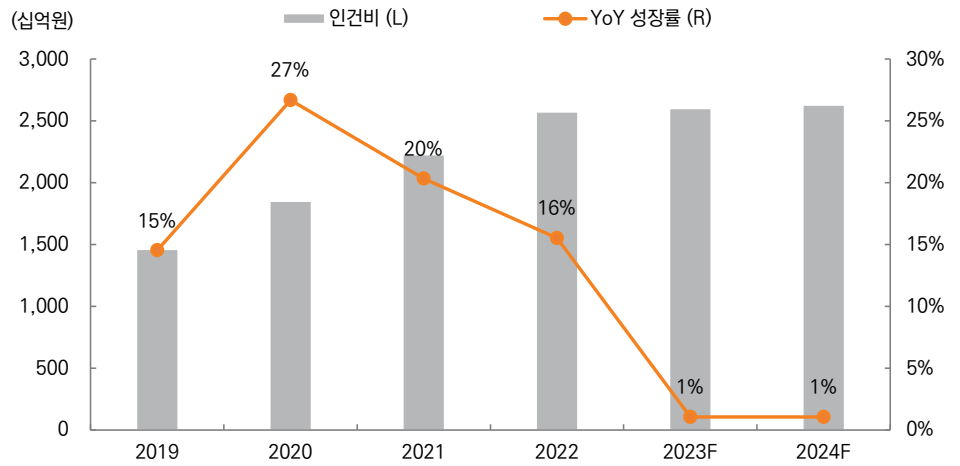


### 인건비 둔화세 관찰 시작

코로나 이후 게임사들을 짓눌렀던 인건비 부담이 대폭 완화되고 있다. 시총 상위 6개사의 합산 인건비 YoY 성장률은 지난 4년간 20% 전후를 기록했으나 올해와 내년은 Flat 수준을 기록할 전망이다. 이번 3분기 실적에서 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카오게임즈, 펠어비스 등 주요 게임사 전반의 인건비가 QoQ 역성장을 기록했다.

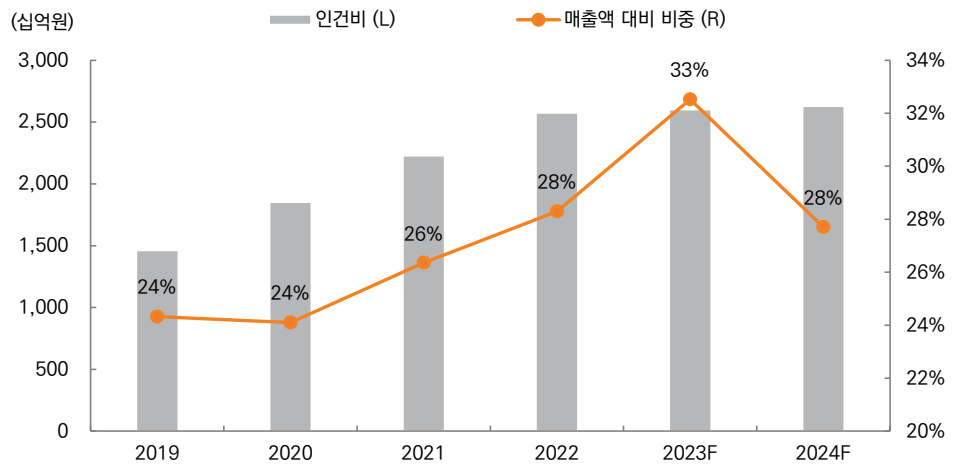
생성 AI의 등장과 함께 개발자와 일러스트레이터의 임금 협상력이 급격하게 떨어지고 있는 것으로 추정된다. 평균 임금의 감소가 관찰되고 있으며 근속 연수가 급격히 증가되고 있는 상황은 게임사가 협상 우위를 당분간 가져갈 것을 시사한다.

그림 17. 시총 상위 6개사 합산 연간 인건비, YoY 성장률



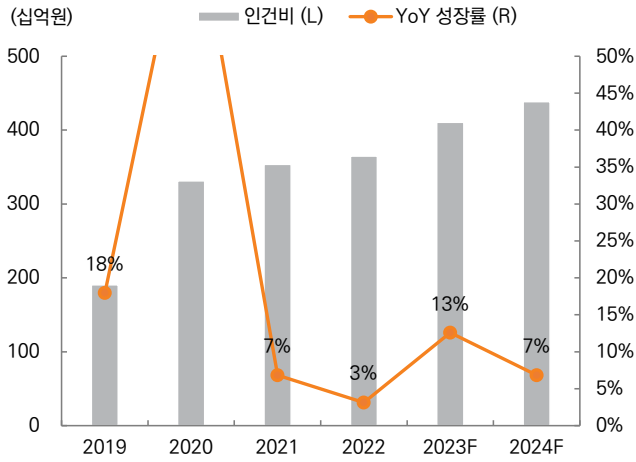
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 시총 상위 6개사 합산 연간 인건비, 매출액 대비 비중



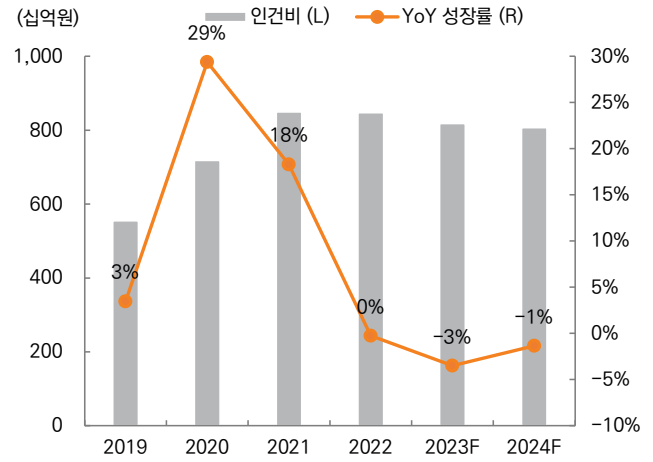
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 크래프톤 연간 인건비 추이



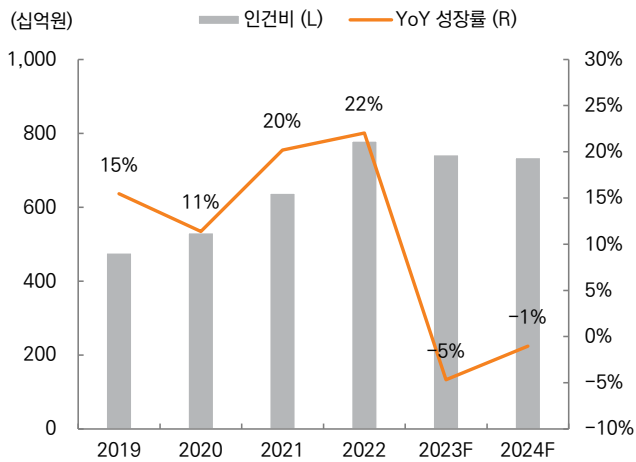
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 20. 엔씨소프트 연간 인건비 추이



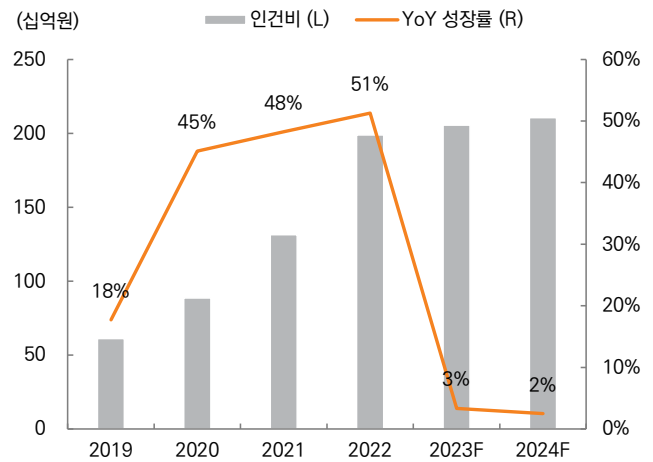
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 넷마블 연간 인건비 추이



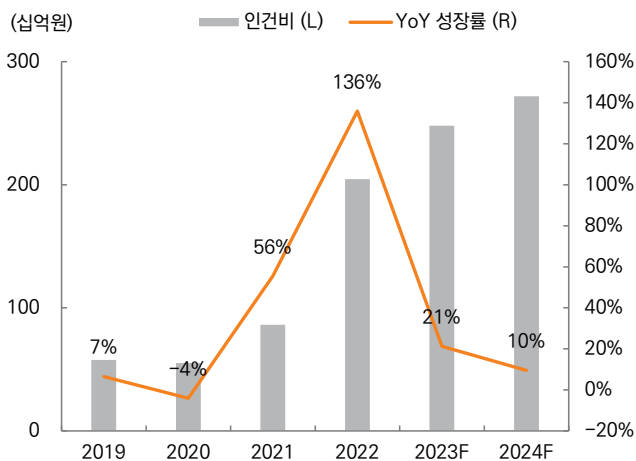
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 카카오게임즈 연간 인건비 추이



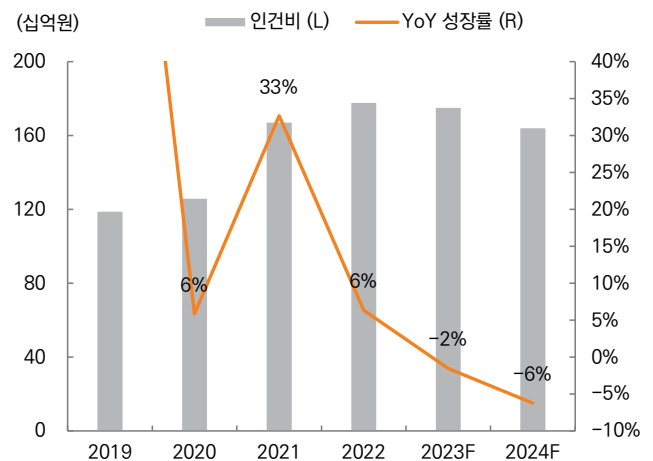
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 위메이드 연간 인건비 추이



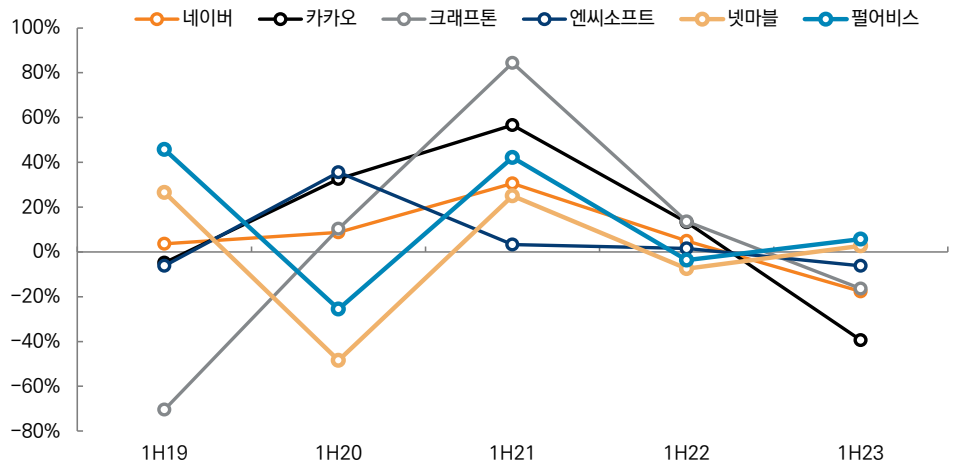
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. 펠어비스 연간 인건비 추이



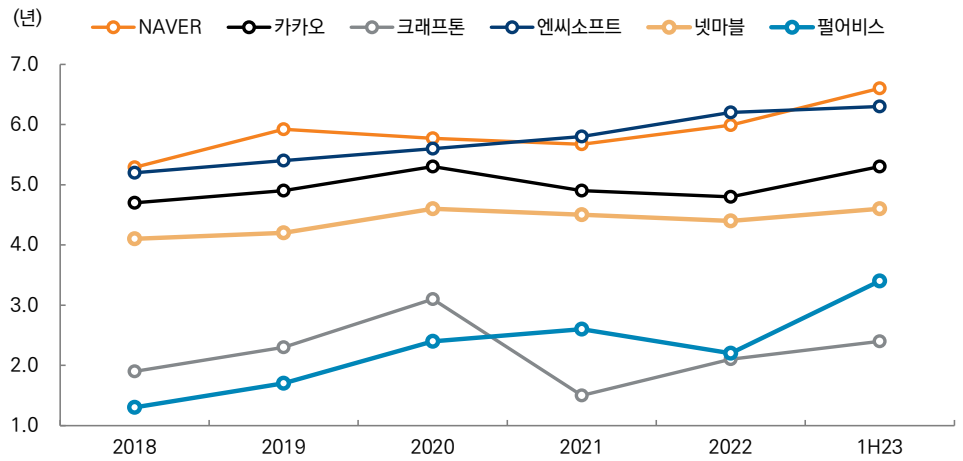
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 25. 국내 주요 인터넷/게임사 평균 급여 YoY 성장률(반기)



자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 국내 주요 인터넷/게임사 평균 근속 연수 추이



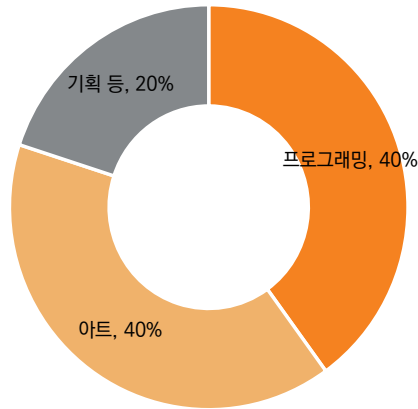
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

### 생성 AI 도입에 따른 비용 절감

24년 이후 생성 AI 도입이 본격화되면서 급격한 증가세를 이어온 게임 제작비의 규모가 감소할 전망이다. 트리플A급이라고 불리는 글로벌 대작 게임들의 경우 제작비가 1억 달러 이상 들어가는 경우가 빈번하며 많게는 5억 달러 이상이 소요되기도 한다.

게임 제작비 비중은 개략적으로 아트 부문 40%, 프로그래밍 부문 40%, 기획 부문 20% 수준으로 추정된다. 생성 AI 도입을 통한 생산성 혁신은 아트와 프로그래밍 부문의 비용을 절감시켜 전체 제작비 부담을 큰 폭으로 완화시킬 것이다.

그림 27. 게임 제작비 비중 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 28. 생성 AI 이미지 작업 예시1 (미드저니)



자료: 본인 작업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 생성 AI 이미지 작업 예시2 (미드저니)



자료: 본인 작업, 미래에셋증권 리서치센터



지스타에서도 게임 산업 내 생성 AI 적용에 대한 변화의 흐름이 관찰되었다. 지스타 핵심 컨퍼런스로 꼽히는 G-CON의 기조연설을 이례적으로 게임사 대표가 아닌 네이버 클라우드 AI 이노베이션 하정우 센터장이 맡아서 진행했다. 그에 따르면 스토리, 캐릭터들의 페르소나, 다양한 퀘스트, 배경음악을 만들기 위한 여러 초안 작업에 생성 AI의 도움을 받을 수 있다. 네이버클라우드는 B2B 전시 부스를 열고 게임사 비즈니스에 최적화된 솔루션을 소개하기도 했다.

AI 오디오 기업인 수퍼톤도 지스타에 참가해 AI 음성 생성 기술인 '프로젝트 스크린플레이'와 '프로젝트 시프트'를 선보였다. 프로젝트 스크린플레이는 게임 캐릭터의 대사를 입력하면 이를 감정을 담은 음성으로 전환해주는 TTS(Text to Speech) 기술이다. 프로젝트 시프트는 이용자가 입력한 목소리와 캐릭터의 목소리를 결합하는 변조 기술이다.

그림 30. 네이버클라우드 게임 최적화 솔루션 공개

그림 31. 수퍼톤 스크린플레이



자료: 네이버클라우드, 미래에셋증권 리서치센터

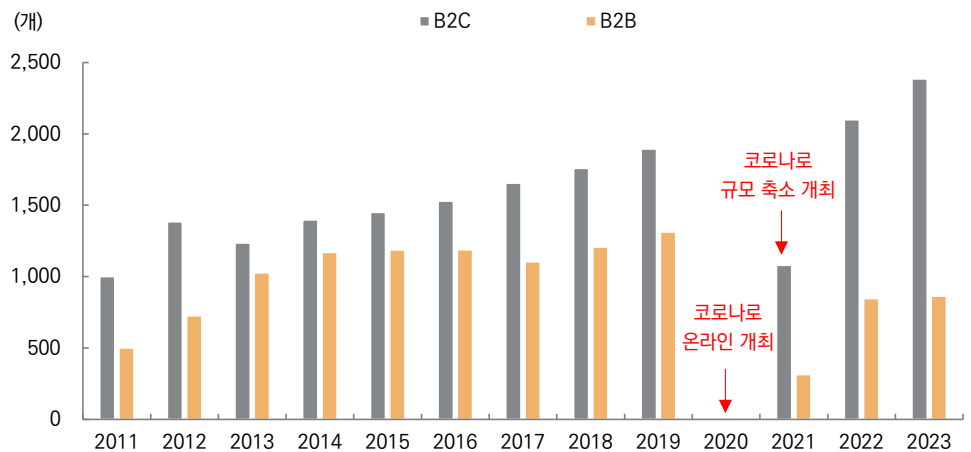
자료: 수퍼톤, 미래에셋증권 리서치센터

## IV. 지스타: 플랫폼, 장르 다변화 흐름 지속

### PC, 콘솔로의 플랫폼 다변화

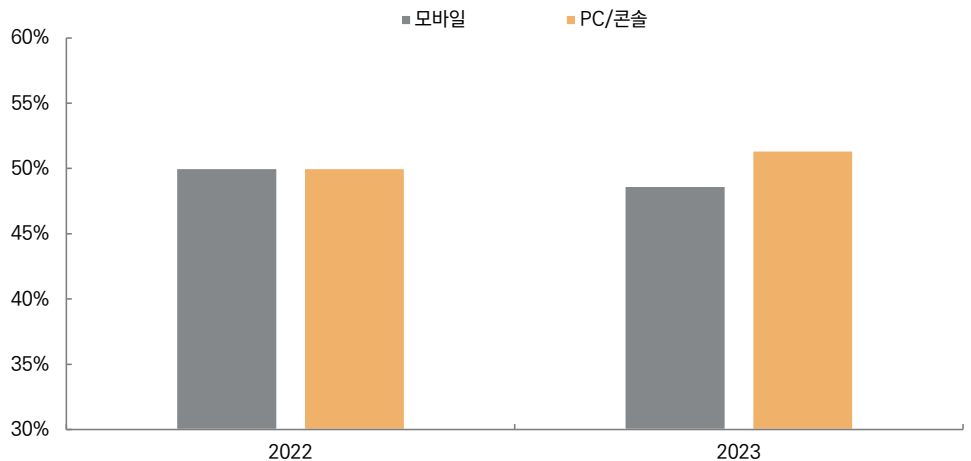
B2C 역대 최대 규모로 개최된 지스타 2023에서는 작년에 이어 올해도 PC, 콘솔로의 플랫폼 다변화 움직임이 관찰되었다. 지스타 신작 시연 디바이스도 한동안 모바일 중심이었던 과거와 달리 PC로 다시금 전환되는 모습이다. 모바일 기기 중심의 게임 시장 성장세가 한계를 보이기 시작하자 국내사들도 서둘러 PC와 콘솔로 플랫폼을 확장하고 있다. 넥슨의 데이브 더 다이버와, 네오위즈의 P의 거짓이 국내 콘솔 게임도 글로벌에서 통할 수 있다는 것을 증명한 만큼 PC, 콘솔 신작 증가 트렌드가 지속될 전망이다.

그림 32. 역대 지스타 B2C, B2B 규모



자료: 지스타조직위, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 지스타 출품 주요 신작 플랫폼 비중



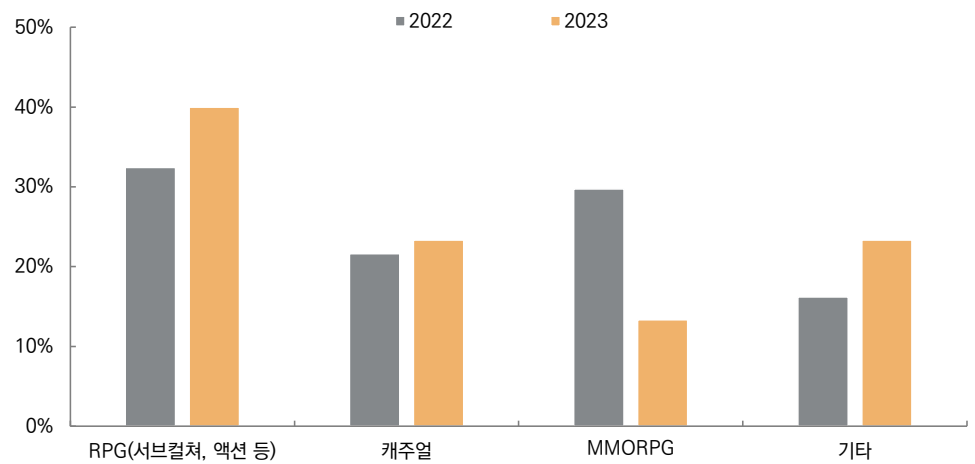
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 비MMORPG로의 장르 다변화

작년에 이어 올해 지스타에서도 관찰된 흐름은 비MMORPG로의 장르 다변화였다. 매출 측면에서 국내를 지배하고 있는 메인 장르는 아직 MMORPG지만 지스타 출품 주요 신작 내 MMORPG 비중은 13%에 불과했다. 21년 하반기 장르 다변화를 주창한 주요 게임사들의 신작의 출시가 다가오는 상황이다.

엔씨소프트는 MMOTPS 장르 신작 LLL을, 크래프톤은 인생시뮬레이션 장르 신작 인조이를 시연 무대에 올려 호평을 받았다. 다변화된 장르에서의 히트작이 연이어 나오게 된다면 라이트 유저의 국내 게임 시장 복귀 및 잔류 가능성이 생길 것이다. 둔화를 지속하고 있는 국내 게임 시장 회복의 키는 고착화된 MMORPG 장르와 확률형 아이템 BM에서의 성공적인 탈피에 달려있다.

그림 34. 2023 지스타 출품 주요 신작 장르 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 35. 새로운 장르를 선보인 엔씨소프트(LLL)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 새로운 장르를 선보인 크래프톤(인조이)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 2023 지스타 주요 신작

게임사	게임	출시 일정	장르	플랫폼
엔씨소프트	퍼즈업 아미토이	2023.09	캐주얼	모바일
	TL	2023.12	MMORPG	PC/콘솔
	배틀크러쉬	1H24	난투형대전	모바일/PC/콘솔
	프로젝트 G	2H24	MMORTS	모바일
	프로젝트 BSS(블레이드앤소울S)	2024	RPG(수집형)	모바일
	LLL	미정	MMOTPS	PC/콘솔
	프로젝트 M	2025	인터랙티브무비	PC/콘솔
넷마블	일곱개의 대죄 Origin	3Q24	RPG(오픈월드)	모바일/PC/콘솔
	데미스 리본	미정	RPG(서브컬처)	모바일/PC
	RF온라인 넥스트	미정	MMORPG	모바일/PC
위메이드	판타스틱4 베이스볼	1Q24	캐주얼	모바일
	레전드 오브 이미르	3Q24	MMORPG	모바일/PC
크래프톤	프로젝트 AB (다크앤다커모바일)	1H24	RPG(배틀로얄)	모바일
	프로젝트 인조이	2H24	시뮬레이션	PC/콘솔
웹젠	라그나돌	2023.09	RPG(서브컬처)	모바일
	어둠의 실력자가 되고 싶어서!	2023.10/2023.05	RPG(서브컬처)	모바일/PC
	테르비스	2024	RPG(서브컬처)	모바일/PC
스마일게이트 RPG	로스트아크 모바일	2024	MMORPG	모바일
펄어비스	붉은사막	2024(미정)	오픈월드 액션	PC/콘솔
데브시스터즈	쿠키런: 모험의 탑	2024	캐주얼	모바일
그라비티	Wetory	3Q23	캐주얼	PC/콘솔
	Pigromance	3Q23	캐주얼	PC/콘솔
	심연의 작은 존재들	3Q23	캐주얼	PC/콘솔
	파이널나이트	3Q23	RPG	PC/콘솔
	KAMiBAKO-Mythology of Cube-	2024	RPG	PC/콘솔
	사이코데믹~특수 수사 사건부 X-FILE	2024	시뮬레이션	PC/콘솔
	Twilight Monk	2024	캐주얼	PC/콘솔
	Alterium Shift	2024	RPG	PC/콘솔
	Aeruta	2024	RPG	PC
	WIZmans World ReTry	2024	RPG	PC/콘솔

자료: 미래에셋증권 리서치센터



## V. 도쿄게임쇼: 공급 정상화 그리고 VR

### 24년 신작 공급 정상화

지난 9월 역대 최대 규모(770개 업체, 1,762개 게임)로 열린 도쿄게임쇼(TGS2023)는 24년 글로벌 신작 공급이 코로나 이전 수준으로 회복될 것을 예고했다. 코로나 이후 재택근무 영향으로 지연된 신작 타임라인이 정상화되고 있는 것으로 추정된다. 24년 세가(용과같이8), 아틀러스(페르소나3리로드/유니콘오버로드), 스퀘어에닉스(파판7리버스/폼스타즈), 반다이남코(철권8), 캡콤(드래곤즈도그마2), 코에이(삼국지8리메이크), 넷이즈(러스티래빗, 더스트본) 등 주요 게임사들의 신작이 출격 준비 중이다.

표 6. TGS2023 주요 게임사 라인업 및 출시 일정 ①

게임사	게임명(출시 시기)
Sega/Atlus	<b>[세가]</b> - 용과 같이 8(2024) - 용과 같이 7 외전: 이름을 지운 자(11월) - 풋볼 매니저 2024(11월) - 소닉 슈퍼스타즈(10월) - 엔드리스 던전(10월)
	<b>[아틀러스]</b> - 페르소나 3 리로드(2024) - 유니콘 오버로드(2024) - 메타포: 리판타지오(2024) - 페르소나 5 택티카(11월)
HoYoverse	- 젠레스 존 제로(미정) - 붕괴: 스타레일(4월) - 원신(2020) - 미해결사건부(2020) - 붕괴 3rd(2017)
Square Enix	- 파이널 판타지 7 리버스(2024) - 폼스타즈(2024) - 드래곤 퀘스트 몬스터즈 3(12월) - 스타오션: The Second Story R(11월) - 인피니티 스트랫슈 드래곤 퀘스트 다이의 대모험(9월) - 파워워시 시뮬레이터(1월)
Bushiroad	- Gift(2024) - 마크로스 -Shooting Insight-(2024) - 무직전생 ~이세계에 갔으면 최선을 다한다~ Quest of Memories(미정) - 고블린 슬레이어 ~Nightmare Feast-(2023) - 소녀 ☆ 가극 레뷰 스타라이트 무대주상극 옐도라도(2023) - Ginka(10월) - 리아세카이(10월) - 러브라이브! 스쿨 아이돌 페스티벌 2 Miracle Live!(4월) - 카드파이트!! 뱅가드 디어 데이즈(2022) - from Argonavis ~네가 본 스테이지에~ - 바이스 슈발츠
XD Enter.	- 소드 오브 콘발라리아(11월)
Nexon	- 워 헤이븐(9월)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. TGS2023 주요 게임사 라인업 및 출시 일정 ②

게임사	게임명(출시 시기)
Bandai Namco	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 철권 8(2024)</li> <li>- 샌드랜드(미정)</li> <li>- Synduality Echo of Ada(미정)</li> <li>- 테일즈 오브 어라이즈-Beyond the Dawn(11월)</li> <li>- 아이돌마스터 샤이니 컬러즈: 프리즘을 위한 노래(11월)</li> <li>- 소드 아트 온라인-라스트 리콜렉션(10월)</li> <li>- 나의 영웅 울트라 럼블(9월)</li> <li>- 블루 프로토크(6월)</li> <li>- SD 건담 G 제너레이션 Eternal(2022)</li> </ul>
Capcom	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dragon's Dogma 2(2024)</li> <li>- 역전재판 456 오도로키 셀렉션(2024)</li> <li>- Monster Hunter Now(9월)</li> <li>- Biohazard RE: 4 Separate Ways(9월)</li> <li>- Exoprimal(7월)</li> <li>- Street Fighter 6(6월)</li> <li>- Biohazard RE: 4 VR Mode(3월)</li> <li>- Biohazard Village(2021)</li> </ul>
Koei Tecmo Games	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 레슬레리아나의 아틀리에(PC 1월, 모바일 2024)</li> <li>- 삼국지 8 리메이크(2024)</li> <li>- 페이트/사무라이 캄넌트(9월)</li> <li>- 노부나가의 야망: 출진(8월)</li> <li>- Wo Long: Fallen Dynasty(3월)</li> <li>- 노부나가의 야망: 패도(2022)</li> <li>- 삼국지 패도(2020)</li> <li>- Dead or Alive Xtreme Venus Vacation(2017)</li> </ul>
Konami Digital Enter.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Project Zircon(미정)</li> <li>- 모모타로 전철 월드 ~지구는 희망으로 돌아간다~(2023)</li> <li>- 슈퍼 크레이지 리듬 캐슬(11월)</li> <li>- Metal Gear Solid: Master Collection Vol.1(10월)</li> <li>- eBaseball 프로야구 2022 / 파워플 프로야구 영관나인 크로스로드(9월)</li> <li>- 슈퍼 봄버맨 R 2(9월)</li> <li>- WBSC eBASEBALL 파워플 프로야구(2월)</li> <li>- CYGN: All Guns Blazing(2021)</li> <li>- 유희왕 듀얼 링크스(2017)</li> </ul>
Kuro Game	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 명조: 워더링 웨이브(미정)</li> <li>- 퍼니싱: 그레이 레이븐(2019)</li> </ul>
Level-5	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 레이트 교수와 증기의 신세계(2024)</li> <li>- 이나즈마 일레븐: 영웅들의 빅토리 로드(미정)</li> <li>- 메가톤급 무사시 W(미정)</li> <li>- 데카 폴리스(2023)</li> <li>- 판타지 라이프 i(12월)</li> </ul>
NetEase Games	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 러스티 래빗(2024)</li> <li>- Lysfanga: The Time Shift Warrior PC(2024)</li> <li>- 더스트본(2024)</li> <li>- 연운삼육성(미정)</li> <li>- Project Mugen(미정)</li> <li>- 언베일 더 월드(미정)</li> <li>- 해리포터: 깨어난 마법 일본(2023)</li> <li>- Never After ~역전 메르헨~(11월)</li> <li>- 다시 그리는 시간 일본(10월)</li> <li>- 언더 더 웨이브(8월)</li> <li>- Majyono Furo Life(5월)</li> <li>- 제5인격(2018)</li> <li>- 나이브스 아웃(2017)</li> </ul>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 역대 최대 규모로 열린 TGS 2023



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 드래곤즈도그마2로 붐빈 캡콤



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 옹과같이8로 붐빈 세가



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 모모타로 등 신작으로 붐빈 코나미



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 페이트 사무라이렘넌트로 붐빈 토에이테크모



자료: 미래에셋증권 리서치센터



그림 42. 붕괴 스타레일로 붐빈 호요버스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 넷이즈 도쿄게임쇼 첫 참가



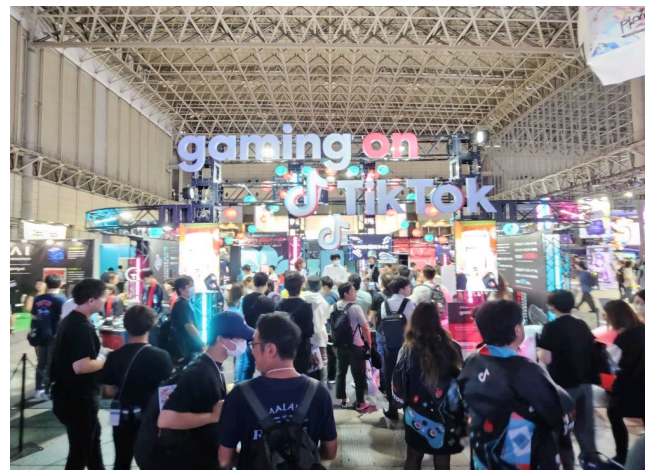
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 네오위즈 P의 거짓 시연



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 게임 부문 강화 중인 틱톡도 부스 참여



자료: 미래에셋증권 리서치센터



### 다시 활기를 띠기 시작하는 VR

지스타와 달리 VR 구역이 따로 마련된 도쿄게임쇼에서는 수 많은 업체들의 기기/컨텐츠 시연을 통해 되살아나기 시작하는 VR 열기를 느낄 수 있었다. 또한 지스타와 달리 도쿄게임쇼는 VR로 접속이 가능한 VR 행사장을 운영하는데 이번 행사(TGSVR 2023)에서 방문객 수 32만명, 평균 체류시간 48분을 기록했다. 국내 게임사도 현지 부스를 통해 VR 게임을 공개했다. 컴투스로커의 신작 '다크스워드: 배틀 이터니티'는 PICO 부스에서 체험이 가능했다. 다크스워드는 중국 PICO 스토어에서 유료앱 순위 1위를 오른 바 있다.

그림 46. AR/VR 전시관이 따로 마련된 TGS 2023



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. TGSVR은 일주일 더 진행해 보다 많은 관람객 온라인 부스 참여



자료: TGS, 미래에셋증권 리서치센터

연초까지만 하더라도 침체를 거듭하던 VR 업계가 다시 활기를 찾고 있는 것으로 보인다. 애플, 메타 등 빅테크 간의 VR 헤드셋 경쟁이 본격화되면서 가격이 하락하고 있기 때문이다. 메타의 퀘스트3 가격은 500달러 수준까지 하락해 가격 진입 장벽이 급속도로 하락 중에 있다. 하드웨어 가격 하락에 따라 VR 기기 침투율 증가가 가속화될 것으로 예상되며 대형 게임사들의 VR 콘텐츠 개발 움직임도 가속화될 전망이다. 당초 1월 출시를 목표로 했다가 연기된 애플의 비전 프로는 상반기 내 출시될 것으로 예상된다.

그림 48. 메타 퀘스트3

그림 49. 애플 비전 프로



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 애플, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 기기 개발사 KAT VR



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. VR 기기 개발사 DPVR



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 기기 개발사 Figunny



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. VR 게임 전문 개발사 Thirdverse



자료: 미래에셋증권 리서치센터



표 8. 23년 글로벌 VR 게임 현황

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기	지원
호라이즌 제로 던: 콜 오브 더 마운틴	Guerrilla Games	23년 2월	PS
바이오하자드 빌리지 VR	Capcom	23년 2월	PS
ARK and ADE	Castello	23년 3월	메타
Peaky Blinders: The King's Ransom	Maze Theory	23년 3월	메타, 스팀, PS
Humanity	Enhance Games	23년 5월	스팀, PS
Budget Cuts Ultimate	Neat Corporation	23년 6월	메타
Tennis On Court VR	Fishing Cactus	23년 6월	메타, PS
Roblox	Roblox	23년 7월	메타, 스팀
시놉스	NDREAMS LTD	23년 7월	PS
Wisdom Watcher Demo	Space Whale Srl	23년 8월	메타, 스팀, PS
You, Calligraphy	Patha Pradipa	23년 9월	메타, PS
Ruinsmagus: Complete	CharacterBank inc	23년 9월	PS
Broken Edge	Trebuchet	23년 9월	PS
Hellsweeper VR	Mixed Realms	23년 9월	메타, 스팀, PS
Glassbreakers: Champions of Moss	Polyarc	23년 9월	메타, 스팀
Paper Beast	Pixel Reef	23년 9월	PS
I Expect You To Die 3: Cog In The Machine	Schell Games	23년 9월	메타, 스팀
Islanders VR	Coatsink	23년 9월	메타, 스팀
Outta Hand	Capricia Productions	23년 9월	메타, 스팀
System Critical 2	Old Formulas	23년 9월	스팀
Waltz Of The Wizard	Aldin Dynamics	23년 10월	메타, 스팀, PS
Dungeons of Eternity	Othergate	23년 10월	메타
Galaxy Kart VR	VRMonkey	23년 10월	스팀
Egression	Hyperquad Studio	23년 10월	스팀
Snow Wars	Actum Games	23년 10월	메타
The 7th Guest VR	Vertigo Games B.V	23년 10월	메타, 스팀, PS
고스트버스터즈: 라이즈 오브 더 고스트 로드	Sony Pictures Virtual Reality	23년 10월	메타, PS
아웃 오브 스케일: 쿠르츠게사그트의 모험	Schell Games	23년 10월	메타
파운데이션으로의 여정	Archiact Interactive	23년 10월	메타, PS
Blizzard Wizard	Lobaki	23년 10월	메타
The Foglands	Well Told Enter	23년 10월	메타, 스팀, PS
뱀파이어: 더 마스크레이드 -저스티스-	Fast Travel Games	23년 11월	메타, PS
스트라이드: 페이스	Joy Way	23년 11월	메타, 스팀
데메오 배틀	Resolution Games	23년 11월	메타, 스팀
어쌔신 크리드 넥서스 VR	Ubisoft	23년 11월	메타
아이언 스트라이크	e McNeill	23년 11월	메타
기묘한 이야기 VR	Tender Claws	23년 11월	메타
스나이퍼 엘리트 VR: 윈터 워리어	Rebellion	23년 11월	메타
아라시: 죄악의 성 - 파이널 컷	Skydance Interactive	23년 12월	메타, 스팀, PS
Arizona Sunshine 2	Vertigo Games	23년 12월	메타, 스팀, PS
레고 브릭테일	Clockstone	23년 12월	메타
Five Nights at Freddy's Help Wanted 2	Steel Wool Studios	23년 12월	PS, 스팀
아스가르드의 분노 2	Sanzaru Games	23년 12월	메타
Tales of the Aswang VR	Paolo Villanueva	23년 12월	스팀
Wallace and Gromit In The Grand Getaway	Atlas V	2023	메타

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 24년 글로벌 VR 게임 신작

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기	지원
블릿스툼 VR	Incuvo	24년 1월	메타, 스팀, PS
Backrooms Break	Jan Jileček	24년 2월	스팀
Border Bots VR	Team 17 Digital	24년 2월	메타, 스팀, PS
바이오하자드 RE:4 VR	Capcom	2024	PS
Behemoth	Skydance Interactive	2024	메타, 스팀, PS
Farcaster	Int10h Studio	2024	메타, 스팀
Wandering in Space Online VR	MOONSEER VR	2024	스팀
Wanderer - The Fragments of Fate	Mighty Eyes	2024	메타, 스팀, PS
ANNEX	Sora	2024	PCVR
Ghost of Tabor	Combat Waffle	2024	메타, 스팀, PS
Mannequin	Fast Travel Games	2024	메타, 스팀, PS
Micro Machines: Mini Challenge Mayhem	Wimo Games	2024	메타, 스팀
Paint the Town Red VR	South East Games	2024	메타, 스팀, PS
Project Demigod	Fast Travel Games	2024	메타, 스팀
Supersonic Fight	Red Chain Games	2024	스팀
The Pirate Queen	Singer Studios	2024	메타, 스팀
UNDERDOGS	One Hamsa	2024	메타, 스팀
Arken Age	VitruviusVR	2024	스팀, PS
GTA: San Andreas VR	Rockstar North	미정	메타
MADISON VR	BLOODIOUS GAMES	미정	스팀, PS
Aces of Thunder	Gaijin Distribution	미정	PS

자료: 미래에셋증권 리서치센터



표 10. ~22년 글로벌 주요 VR 게임 현황

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기	지원
Superhot VR	Superhot Team	16년 12월	메타, 스팀, PS
Dead or Alive Xtreme 3	Koei Tecmo Games	17년 2월	PS
Hungry Shark	Ubisoft	17년 4월	Daydream
Summer Lesson: Miyamoto Hikari	Bandai Namco Enter.	17년 4월	PS
과리성밀리언아서 VR	Square Enix	17년 5월	스팀
철권 7	Bandai Namco Enter.	17년 6월	PS
Monster of the Deep: Final Fantasy XV	Square Enix	17년 11월	PS
엘더스크롤 5: 스카이림	BETHESDA	17년 11월	스팀, PS
DOOM VFR	BETHESDA	17년 12월	스팀, PS
라이즈 오브 더 톨레יד어 DLC 혈연	Crystal Dynamics	17년 12월	스팀
폴아웃 4	BETHESDA	17년 12월	스팀
실황 파워풀 프로야구 2018	Konami Digital Enter.	18년 4월	PS
신스라이더	Kluge Strategic	18년 6월	메타, 스팀
Zone of the Enders: The 2nd Runner	Konami Digital Enter.	18년 9월	스팀, PS
Kingdom Hearts VR Experience	Square Enix	19년 2월	PS
비트 세이버	Beat Games	19년 3월	메타, 스팀, PS
젤다의 전설 : 브레스 오브 더 와일드	Nintendo	19년 4월	닌텐도 라보 VR
슈퍼마리오 오디세이	Nintendo	19년 4월	닌텐도 라보 VR
슈퍼 스매시브라더스 얼티밋	Nintendo	19년 5월	닌텐도 라보 VR
전진! 키노피오대장!	Nintendo	19년 7월	닌텐도 라보 VR
Nostos	NetEase	19년 12월	메타, 스팀, PS
Boneworks	Stress Level Zero	19년 12월	메타, 스팀
하프라이프: 알릭스	Valve Corporation	20년 3월	메타, 스팀
eBASEBALL 파워풀 프로야구 2020	Konami Digital Enter.	20년 7월	PS
In Death: Unchained	Superbright	20년 7월	메타, 스팀
워킹 데드: 세인츠 & 시너즈	Skydance Interactive	20년 10월	메타, 스팀, PS
Star Wars: Tales from the Galaxy's Edge	Disney Electronic Content	20년 11월	메타, PS
No Man's Sky	Hello Games Ltd	20년 11월	스팀, PS
Medal of Honor: Above And Beyond	EA	20년 12월	메타, 스팀
I Expect You to Die 2	Schell Games	21년 8월	메타, 스팀, PS
Beat Arena	Konami Digital Enter.	21년 8월	메타, 스팀
바이오하자드 4	Capcom	21년 10월	메타
After the Fall	Vertigo Games	21년 12월	메타, 스팀, PS
Vermillion	Mountainborn Studios OÜ	22년 3월	메타
그란투리스모7	PolyPhony Digital	22년 3월	PS
Moss: Book 2	Polyarc	22년 3월	메타, 스팀, PS
eBASEBALL 파워풀 프로야구 2022	Konami Digital Enter.	22년 4월	PS
바이오하자드 7	Capcom	22년 6월	PS
Red Matter 2	Vertical Robot	22년 8월	메타
Ancient Dungeon	ErThu	22년 9월	메타
Bonelab	Stress Level Zero	22년 9월	메타, 스팀
어몽어스 VR	InnerSloth	22년 10월	메타, 스팀, PS
에스파이어 2	Digital Lode Immersive Media	22년 11월	메타
워킹 데드: 세인츠 & 시너즈 챕터 2: 레트리뷰션	Skydance Interactive	22년 12월	메타, 스팀, PS
COMPOUND	notdead	22년 12월	메타

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 국내 게임사 VR 게임 현황

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기	지원
쿠키런: 더 다카스트 나이트	프레시도우	23년 12월	메타
로스트아크 모바일 VR	스마일게이트	미정	메타
크로스파이어:시에라스쿼드	스마일게이트	23년 8월	PS, 스팀
포커스온유	스마일게이트	2019	스팀, PS
로건	스마일게이트	2019	메타, 스팀
Final Assault	스마일게이트	2019	메타, 스팀, PS
다크스워드: 배틀 이터나티	컴투스로카	23년 6월	메타, 피코
탭소닉 월드 챔피언 VR	네오위즈	2018	스팀
블레이드앤소울 테이블 아레나 VR	엔씨소프트	미정	-
프렌즈 VR 월드	카카오VX	2022	메타
토이클래시	5만랩/크래프톤	2017	스팀
애스커	네오위즈	2015	메타
리얼VR피싱	데브즈유나이티드게임즈	2019	메타, 피코
아쿠아스케이프	데브즈유나이티드게임즈	미정	-
영혼의 찾집	픽셀리티게임즈	미정	메타, 스팀, 피코
라이즈 오브 더 폴른: 블레이드 리벨리온	픽셀리티게임즈	미정	메타, 스팀, 피코
슈팅 페스타	픽셀리티게임즈	미정	-
퍼즐	픽셀리티게임즈	23년 4월	메타, 스팀, 피코
The Patcher	픽셀리티게임즈	2022	피코, 메타, PS, 스팀
크레이지 월드 VR	픽셀리티게임즈	2021	메타, 스팀, 피코
라이즈 오브 더 폴른	픽셀리티게임즈	2018	피코, 메타, PS, 스팀
조선좀비디펜스 VR	지니소프트	23년 2월	스팀
스트라이크 러시	스코넥엔터	2024	메타
이스케이프룸 온라인	스코넥엔터	23년 5월	메타, PS
모탈블리츠 콧 아레나	스코넥엔터	2020	PS
비트세이버	스코넥엔터	2019	메타, 스팀, PS
The Door	스코넥엔터	2018	PS
모탈블리츠	스코넥엔터	2017	메타, 스팀, PS
옥토레이드 VR	블렌즈	23년 10월	스팀
헬게이트 VR	한빛소프트	2021	스팀
스펙트럴 스크림	스토익엔터	미정	-
월드 워 톤즈: 얼티밋 리그 VR	스토익엔터	미정	-
월드 워 톤즈: 탱크 아레나 VR	스토익엔터	2022	메타
쿠킹 어드벤처 VR	스토익엔터	2021	메타
마이 시크릿 레시피 VR	스토익엔터	2020	PC HMD
그래비티 레이싱 VR	스토익엔터	2020	PC HMD/전용 시뮬레이터
스노우바이크 VR	스토익엔터	2020	PC HMD/전용 시뮬레이터
XR-Water Bike	스토익엔터	2019	PC 3면 디스플레이
Miniforce Safety Education VR	스토익엔터	2018	PC HMD, VR HMD
좀비 버스터즈 VR	스토익엔터	2018	PC HMD, VR HMD
Baby Whale Balena VR	스토익엔터	2017	PC 3면 디스플레이/전용 시뮬레이터
Air Surfer	스토익엔터	2017	PC HMD
스페셜포스 VR: 인베이전 중국	드래곤플라이	2019	피코
스페셜포스 VR: 인피니티워	드래곤플라이	2019	스팀
또봇 VR	드래곤플라이	2018	삼성 기어

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**표 12. 국내 게임사 AR 게임 현황**

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기
쥬라기 월드 얼라이브	젯시티	23년 8월
일곱개의대죄: 그랜드크로스 AR기능	넷마블	2019
캐치! 티니핑 AR	애니펜	2021
신비아파트 G 파인더	드래곤플라이	2020
귀혼-소울세이버 AR	엠게임	2018
또봇 AR, 시크릿쥬쥬 AR, 스페셜포스 AR	드래곤플라이	2017~
캐치몬	엠게임	2017
소울캐처 AR	한빛소프트	2017
터닝메카드 GO	일점사인터랙티브	2017
역사탐험대 AR	한빛소프트	2017

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**표 13. 글로벌 게임사 AR 게임 현황**

게임명	개발사/퍼블리셔	출시 시기
Monster Hunter Now	Niantic	23년 9월
스페이스 인베이터: 월드 디펜스	Taito	23년 7월
Peridot	Niantic	23년 5월
Pikmin Bloom	Niantic	21년 10월
Five Nights at Freddy's AR: Special Delivery	Illumix	19년 11월
Minecraft Earth	Mojang	19년 11월
해리포터: 마법사 연합	Niantic	19년 6월
Dragon Quest Walk	Square Enix	19년 6월
Angry Birds AR: Isle of Pigs	Resolution Games	19년 4월
Ingress Prime	Niantic	18년 11월
포켓몬 GO	Niantic	16년 7월

자료: 미래에셋증권 리서치센터

# Global Company Analysis

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

259960 · 게임

# 크래프톤

## 여전히 Conviction Buy. 기대되는 24년

(유지)

매수

목표주가

300,000원 ▲

상승여력

46.0%

현재주가(23/11/24)

205,500원

KOSPI	2,496.63	시가총액(십억원)	9,939	발행주식수(백만주)	48	외국인 보유비중(%)	32.2
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 업종 내 Top Pick 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

다크앤다커M 매출 시작 반영에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 7% 상향한다. 최근 큰 폭의 주가 상승 있었음에도 크래프톤에 대해 여전히 적극적인 매수 시점으로 판단한다. 1) 모바일 부문 회복세 지속, 2) 신작 모멘텀 구간으로의 진입, 3) 24F P/E 16배로 부담 없는 밸류에이션, 4) 24년 매출액, 영업이익 컨센서스 상향 가능성을 고려 시 여전히 현 시점 가장 매력적인 국내 게임주다.

#### 생성 AI 적용 본격화로 24년 게임 산업 리레이팅 예상

생성 AI가 불러올 산업의 구조적 개선(콘텐츠 공급 확대, 제작비 절감)이 게임 업종 리레이팅으로 이어질 것이다. 중국 게임사가 생성 AI의 선제적 도입으로 성과를 내기 시작함에 따라 1H24 글로벌 게임사들의 생성 AI 접목이 뒤따를 것이다. 생성 AI 도입에서도 국내에서 가장 앞서 있는 두 업체가 넥슨과 크래프톤임을 상기할 필요가 있다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.6	10.0	-9.9
상대주가	19.9	13.1	-11.9

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,885	1,854	1,796	2,093	2,356
영업이익 (십억원)	651	752	712	768	921
영업이익률 (%)	34.5	40.6	39.6	36.7	39.1
순이익 (십억원)	520	500	700	631	744
EPS (원)	11,442	10,194	14,362	13,048	15,383
ROE (%)	17.9	10.3	12.8	10.3	10.9
P/E (배)	40.2	16.5	14.3	15.7	13.4
P/B (배)	4.9	1.6	1.7	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

## 중국과 인도 지역에서의 선전

모바일 중국 매출 둔화폭이 4분기도 지속 감소하고 있는 것으로 추정된다. 강력한 동일 장르 경쟁작이었던 천열화선의 매출 순위 하락(1월: 4위 → 10월: 24위)이 지속됨에 따라 화평정영의 모바일 슈팅 장르에서의 선두 지위가 다시금 공고해지고 있다. 여기에 더해 하반기 이후 중국 게임 시장의 YoY 성장세가 이어지고 있는 상황이기에 내년 상반기 중 중국에서의 매출 역성장이 멈출 가능성이 높다고 판단한다.

인도는 4분기가 크리켓 월드컵, 시험 기간 등으로 비수기이기에 전분기 수준의 성과를 낼 것으로 예상되나 1H24 이후 성장세가 가속화될 전망이다. 상반기 내 광고 BM이 도입돼 BGMI 무료 유저들의 신규 매출 기여가 본격화될 것이다. 소득 여건으로 인해 무료 유저 비중이 높은 인도 지역의 경우 광고 BM의 유의미한 성과가 기대된다.

## 24년 출시 신작 2종 지스타 시연

지스타에서 다크앤다커M(1H24)과 인조이(2H24) 시연이 진행되었다. Extraction RPG 신작 다크앤다커M은 원작의 게임성을 모바일로 잘 살려냈다는 호평을 받았다. 구체적인 BM은 아직 확정되지 않았으나 원작 인기가 높았던 서구권에서 유의미한 흥행성과를 기록할 수 있을 것으로 예상된다. 당사 전망치에는 3Q24부터 온기 반영을 시작하며 일매출 3억원 수준을 가정하였다.

인생 시뮬레이션 게임 인조이는 시연에서 현실 같은 경험과 높은 몰입감을 제공하였다. 언리얼엔진5를 기반으로 만들어져 그래픽만 놓고 본다면 인생 시뮬레이션 게임의 대명사인 심즈를 압도하는 수준이었다. 다만 아직은 즐길 콘텐츠가 다소 부족한 모습을 보였기에 출시 시기가 연기될 가능성이 존재해 보인다.

## 업종 내 Top Pick 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

다크앤다커M 매출 시작 반영에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 7% 상향한다. 최근 큰 폭의 주가 상승 있었음에도 크래프톤에 대해 여전히 적극적인 매수 시점으로 판단한다. 1) 모바일 부문 회복세 지속, 2) 신작 모멘텀 구간으로의 진입, 3) 24F P/E 16배로 부담 없는 밸류에이션, 4) 24년 매출액, 영업이익 컨센서스 상향 가능성을 고려 시 여전히 현 시점 가장 매력적인 국내 게임주다.

생성 AI가 불러올 산업의 구조적 개선(콘텐츠 공급 확대, 제작비 절감)이 게임 업종 리레이팅으로 이어질 것이다. 중국 게임사가 생성 AI의 선제적 도입으로 성과를 내기 시작함에 따라 1H24 글로벌 게임사들의 생성 AI 접목이 뒤따를 것이다. 생성 AI 도입에서도 국내에서 가장 앞서 있는 두 업체가 넥슨과 크래프톤임을 상기할 필요가 있다.



표 14. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>539</b>	<b>387</b>	<b>450</b>	<b>420</b>	<b>600</b>	<b>430</b>	<b>520</b>	<b>543</b>	<b>1,885</b>	<b>1,854</b>	<b>1,796</b>	<b>2,093</b>
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	-11.3%	11.4%	11.0%	15.4%	29.4%	12.9%	-1.7%	-3.1%	16.5%
PC	178	117	121	115	189	129	135	164	399	465	532	617
모바일	348	245	309	289	396	284	367	339	1,417	1,253	1,191	1,386
콘솔	7	19	12	7	7	7	9	31	19	104	46	54
기타	5	6	8	8	8	9	9	9	51	32	27	35
<b>영업비용</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>261</b>	<b>312</b>	<b>318</b>	<b>314</b>	<b>330</b>	<b>364</b>	<b>1,247</b>	<b>1,102</b>	<b>1,084</b>	<b>1,325</b>
인건비	101	103	102	104	106	109	111	113	354	365	411	439
앱수수료/매출원가	47	32	60	53	72	59	74	82	193	207	192	287
지급수수료	62	71	65	85	65	74	68	89	360	325	282	296
광고선전비	5	9	18	23	24	25	26	28	82	130	55	103
주식보상비용	10	9	-20	11	15	11	13	14	167	-64	10	52
기타	31	32	36	36	36	37	37	37	91	139	135	148
<b>영업이익</b>	<b>283</b>	<b>131</b>	<b>189</b>	<b>108</b>	<b>282</b>	<b>116</b>	<b>190</b>	<b>180</b>	<b>651</b>	<b>752</b>	<b>712</b>	<b>768</b>
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	-14.5%	-0.3%	-12.1%	0.5%	66.7%	-15.9%	15.5%	-5.3%	7.9%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	25.7%	47.0%	26.9%	36.6%	33.1%	34.5%	40.5%	39.6%	36.7%
<b>지배주주순이익</b>	<b>267</b>	<b>129</b>	<b>212</b>	<b>92</b>	<b>224</b>	<b>100</b>	<b>157</b>	<b>150</b>	<b>520</b>	<b>500</b>	<b>700</b>	<b>631</b>
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	22.0%	37.3%	23.3%	30.2%	27.6%	27.6%	27.0%	39.0%	30.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,797	2,033	1,796	2,093	0%	3%	1,803	2,021	0%	4%	다크앤다커 모바일 매출 반영
영업이익	712	712	712	768	0%	8%	707	724	1%	6%	
순이익	700	590	700	631	0%	7%	669	635	5%	-1%	
영업이익률	39.6%	35.0%	39.6%	36.7%	-	-	39.2%	35.8%	-	-	
순이익률	39.0%	29.0%	39.0%	30.2%	-	-	37.1%	31.4%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 1H24 신작 다크앤다커 모바일



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 2H24 신작 인조이(inZOI)



자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 다크앤다커 모바일 시연



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 인조이(inZOI) 시연



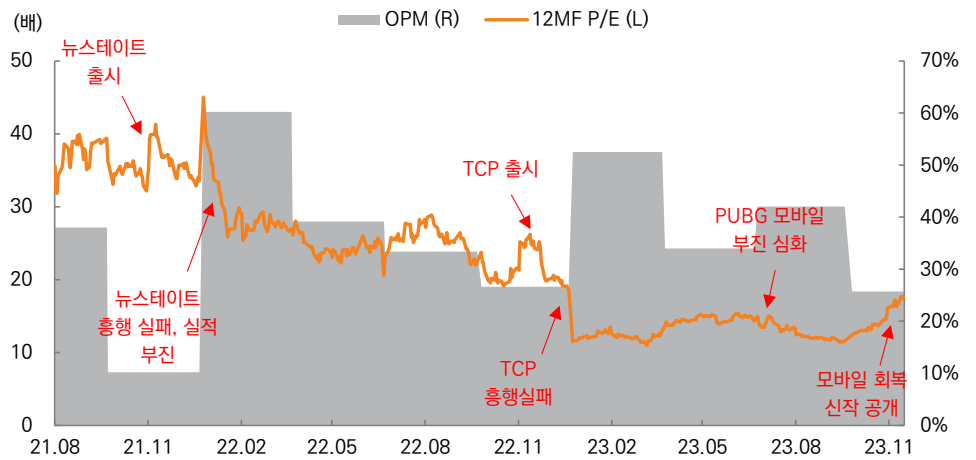
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	631	
Target P/E (배)	23	엔씨소프트 2H17~1H18 P/E 평균 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	14,513	
주식 수 (천주)	48,363	
목표주가 (원)	300,000	
현재주가 (원)	205,500	
상승여력	46.0%	

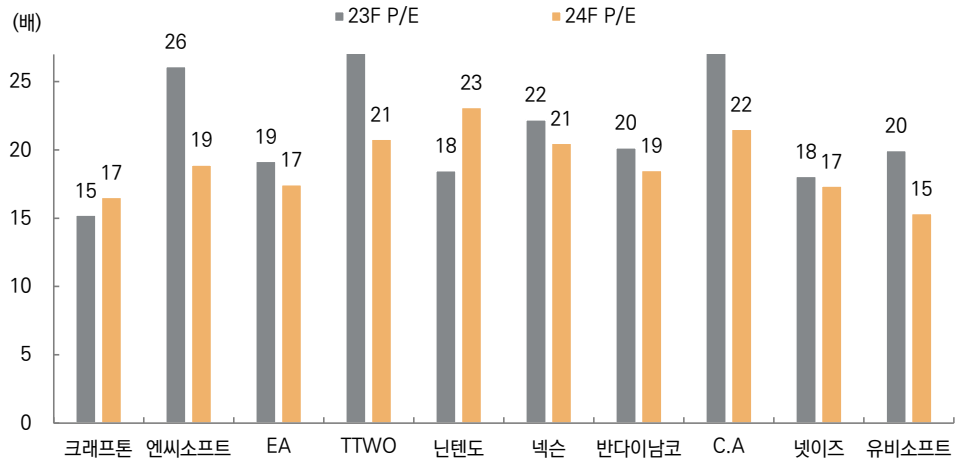
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 크래프톤 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 59. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펄어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,854</b>	<b>1,796</b>	<b>2,093</b>	<b>2,356</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,854</b>	<b>1,796</b>	<b>2,093</b>	<b>2,356</b>
판매비와관리비	1,102	1,084	1,325	1,435
<b>조정영업이익</b>	<b>752</b>	<b>712</b>	<b>768</b>	<b>921</b>
<b>영업이익</b>	<b>752</b>	<b>712</b>	<b>768</b>	<b>921</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-68</b>	<b>214</b>	<b>73</b>	<b>71</b>
금융손익	26	27	31	38
관계기업등 투자손익	-35	0	0	0
세전계속사업손익	684	926	841	992
계속사업법인세비용	169	226	210	248
계속사업이익	515	700	631	744
중단사업이익	-15	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>500</b>	<b>700</b>	<b>631</b>	<b>744</b>
지배주주	500	700	631	744
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>537</b>	<b>700</b>	<b>631</b>	<b>744</b>
지배주주	537	700	631	744
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	859	833	875	1,019
FCF	486	450	703	799
EBITDA 마진율 (%)	46.3	46.4	41.8	43.3
영업이익률 (%)	40.6	39.6	36.7	39.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.0	39.0	30.1	31.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>3,893</b>	<b>4,475</b>	<b>5,115</b>	<b>5,842</b>
현금 및 현금성자산	675	1,299	1,922	2,632
매출채권 및 기타채권	557	759	770	781
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,661	2,417	2,423	2,429
<b>비유동자산</b>	<b>2,138</b>	<b>2,397</b>	<b>2,416</b>	<b>2,460</b>
관계기업투자등	425	553	558	564
유형자산	223	271	240	220
무형자산	861	892	935	991
<b>자산총계</b>	<b>6,030</b>	<b>6,872</b>	<b>7,532</b>	<b>8,302</b>
<b>유동부채</b>	<b>411</b>	<b>531</b>	<b>539</b>	<b>546</b>
매입채무 및 기타채무	94	99	102	105
단기금융부채	64	207	209	211
기타유동부채	253	225	228	230
<b>비유동부채</b>	<b>506</b>	<b>528</b>	<b>550</b>	<b>568</b>
장기금융부채	140	401	401	401
기타비유동부채	366	127	149	167
<b>부채총계</b>	<b>917</b>	<b>1,059</b>	<b>1,088</b>	<b>1,115</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,112</b>	<b>5,812</b>	<b>6,443</b>	<b>7,187</b>
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,448	1,448	1,448	1,448
이익잉여금	3,468	4,167	4,798	5,542
<b>비지배주주지분</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,113</b>	<b>5,813</b>	<b>6,444</b>	<b>7,188</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>513</b>	<b>590</b>	<b>753</b>	<b>854</b>
당기순이익	500	700	631	744
비현금수익비용가감	360	319	287	308
유형자산감가상각비	76	92	81	75
무형자산상각비	32	29	26	24
기타	252	198	180	209
영업활동으로인한자산및부채의변동	-134	-231	14	12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	-210	-7	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	0	0	0
법인세납부	-245	-226	-210	-248
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2,863</b>	<b>-206</b>	<b>-126</b>	<b>-141</b>
유형자산처분(취득)	-26	-140	-50	-55
무형자산감소(증가)	5	-60	-70	-80
장단기금융자산의 감소(증가)	-124	-6	-6	-6
기타투자활동	-2,718	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-56</b>	<b>143</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	31	143	2	2
자본의 증가(감소)	-2,391	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	2,304	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-2,345</b>	<b>624</b>	<b>623</b>	<b>709</b>
기초현금	3,019	675	1,299	1,922
기말현금	675	1,299	1,922	2,632

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	16.5	14.3	15.7	13.4
P/CF (x)	9.6	9.8	10.8	9.4
P/B (x)	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	8.9	8.3	7.2	5.4
EPS (원)	10,194	14,362	13,048	15,383
CFPS (원)	17,541	20,918	18,974	21,751
BPS (원)	104,151	120,167	133,214	148,597
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-1.7	-3.1	16.5	12.6
EBITDA증가율 (%)	19.6	-3.1	5.1	16.4
조정영업이익증가율 (%)	15.5	-5.3	7.9	19.9
EPS증가율 (%)	-10.9	40.9	-9.2	17.9
매출채권 회전율 (회)	3.5	2.8	2.8	3.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	8.5	10.8	8.8	9.4
ROE (%)	10.3	12.8	10.3	10.9
ROIC (%)	43.1	34.2	33.9	39.7
부채비율 (%)	17.9	18.2	16.9	15.5
유동비율 (%)	946.7	842.8	949.7	1,069.4
순차입금/자기자본 (%)	-12.2	-52.5	-57.1	-61.1
조정영업이익/금융비용 (x)	99.2	73.6	68.2	81.5

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com



036570 · 게임

# 엔씨소프트

## TL에 걸린 명운

(유지)

매수

목표주가

330,000원 ▼

상승여력

22.4%

현재주가(23/11/24)

269,500원

KOSPI	2,496.63	시가총액(십억원)	5,917	발행주식수(백만주)	22	외국인 보유비중(%)	40.5
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 기존작 하향세 속 TL 흥행 필요

3분기 실적에서 리니지M 매출액 1,200억원(-18% YoY), 리니지2M 550억원(-36% YoY), 리니지W 900억원으로(-54% YoY) 큰 폭의 역성장세를 이어갔다. 기존 주요작들의 하향세를 상쇄하기 위해서 24년 TL의 일평균 매출이 6억원 이상은 되어야 할 것으로 판단한다. TL은 12/7일 국내 먼저 출시되며 내년 1~2분기 글로벌 출시가 이어질 것으로 예상된다. 당사는 TL 24년 일평균 매출로 9억원을 가정한다.

#### 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 3% 하향

TL 추정치 변경에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 330,000원으로 하향한다. TL 국내(12/7일 예정) 및 글로벌 매출 온기 반영 시기를 1Q24와, 2Q24로 가정하며 24년 일평균 매출액으로 9억원을 예상한다. 패스를 BM으로 가져감에 따라 MMORPG 기존작과 같은 폭발적인 초기 매출을 기대하긴 어려워 보인다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	17.4	-29.5	-41.3
상대주가	12.1	-27.4	-42.6

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,309	2,572	1,790	1,999	2,146
영업이익 (십억원)	375	559	151	319	395
영업이익률 (%)	16.2	21.7	8.4	16.0	18.4
순이익 (십억원)	397	436	210	290	352
EPS (원)	18,078	19,847	9,578	13,200	16,035
ROE (%)	12.6	13.7	6.5	8.7	10.0
P/E (배)	35.6	22.6	28.1	20.4	16.8
P/B (배)	3.7	2.6	1.5	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.9	1.5	2.5	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터



## 기존작 하향세 속 TL 흥행 필요

국내 게임 시장의 지속적인 역성장 영향으로 주요 캐시카우인 리니지M, 2M, W의 매출 하락이 지속되고 있다. 3분기 실적에서 리니지M 매출액 1,200억원(-18% YoY), 리니지2M 550억원(-36% YoY), 리니지W 900억원으로(-54% YoY) 큰 폭의 역성장세를 이어갔다. 구조적인 문제인만큼 성장세로 돌아서긴 어려울 것으로 판단한다.

기존 주요작들의 하향세를 상쇄하기 위해서 24년 TL의 일평균 매출이 6억원 이상은 되어야 할 것으로 판단한다. TL은 12/7일 국내 먼저 출시되며 내년 1~2분기 글로벌 출시가 이어질 것으로 예상된다. 당사는 TL 24년 일평균 매출로 9억원을 가정한다.

## 지스타 신작 7종 공개

엔씨소프트는 지스타 행사에 8년 만에 참여해 신작 7종 LLL(슈팅), 배틀크러쉬(난투형 대전), 프로젝트 BSS(수집형 RPG), 퍼즈업 아미토이(3매치 퍼즐), TL(MMORPG), 프로젝트G(MMORTS), 프로젝트M(인터랙티브 어드벤처)을 공개했다.

시연작으로는 3종 신작(LLL, 배틀크러쉬, BSS)이 무대에 올랐는데 이 중 출시 성과가 가장 기대되는 작품은 LLL이었다. LLL은 자유로운 이동이 가능한 넓은 월드에서 대규모 이용자가 함께 플레이하는 오픈월드 MMO 슈팅 게임으로 사실적인 그래픽과 파티를 통한 이용자 간의 유기적인 플레이가 가능한 점이 호평을 받았다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 3% 하향

TL 출시 시기, 일매출 추정치 변경에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 330,000원으로 3% 하향한다. TL 국내(12/7일 예정) 및 글로벌 매출 온기 반영 시기를 1Q24와, 2Q24로 가정하며 24년 일평균 매출액으로 9억원을 예상한다. 패스를 BM으로 가져감에 따라 MMORPG 기존작과 같은 폭발적인 초기 매출을 기대하긴 어려워 보인다.

지스타에서 공개된 TL 외 24년 출시 작품들의 수준은 대작으로 기대하기는 어렵다고 판단한다. TL에 대한 기대치는 24년 실적 컨센서스에 충분히 반영되었고 국내 출시를 앞둔 시기임을 고려하면 보수적인 접근이 필요한 시기로 판단한다. TL 국내 출시 이후 성과를 보면서 접근할 것을 추천한다.

표 18. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>479</b>	<b>440</b>	<b>423</b>	<b>447</b>	<b>479</b>	<b>511</b>	<b>503</b>	<b>507</b>	<b>2,309</b>	<b>2,572</b>	<b>1,790</b>	<b>1,999</b>
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-18.3%	0.0%	16.1%	18.8%	13.2%	-4.4%	11.4%	-30.4%	11.7%
PC	91	88	93	121	164	189	168	158	426	390	393	679
리니지	25	24	26	26	26	26	25	25	134	107	101	102
리니지2	21	23	21	20	20	20	20	20	100	94	85	79
아이온	18	16	19	19	18	18	18	17	75	68	72	72
B&S	7	6	6	6	6	6	5	5	44	26	25	22
길드워2	20	19	21	21	20	20	19	19	74	95	81	78
Project TL	0	0	0	29	73	100	80	72	0	0	29	326
모바일	331	297	274	271	259	266	279	293	1,611	1,934	1,173	1,097
리니지M	130	128	120	111	106	100	95	91	546	516	489	392
리니지2M	73	62	55	53	52	50	49	47	653	391	243	198
리니지W	123	103	90	88	87	85	83	81	358	971	404	336
B&S2	5	4	9	18	14	11	10	9	54	56	37	43
기타	0	0	0	0	2	20	42	65	0	0	0	129
기타	14	19	21	21	21	21	22	22	100	90	75	86
로열티	42	36	35	35	35	34	34	34	172	157	149	136
<b>영업비용</b>	<b>397</b>	<b>405</b>	<b>407</b>	<b>430</b>	<b>418</b>	<b>418</b>	<b>420</b>	<b>425</b>	<b>1,934</b>	<b>2,013</b>	<b>1,639</b>	<b>1,680</b>
인건비	212	209	198	199	200	201	202	203	849	847	818	807
마케팅비	5	12	28	45	25	15	17	19	283	189	90	76
D&A	28	28	29	30	31	32	31	30	94	106	115	124
지급수수료	110	108	101	105	111	118	117	120	548	689	424	465
기타	43	49	50	51	51	52	52	53	159	181	192	208
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>61</b>	<b>93</b>	<b>83</b>	<b>82</b>	<b>375</b>	<b>559</b>	<b>151</b>	<b>319</b>
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-64.0%	-25.7%	163.8%	401.9%	380.1%	-54.5%	49.0%	-73.1%	111.7%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	3.8%	12.7%	18.2%	16.5%	16.2%	16.3%	21.7%	8.4%	15.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>114</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>23</b>	<b>57</b>	<b>82</b>	<b>75</b>	<b>76</b>	<b>397</b>	<b>436</b>	<b>210</b>	<b>290</b>
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.2%	11.8%	16.0%	15.0%	15.0%	17.2%	16.9%	11.7%	14.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	1,848	2,141	1,790	1,999	-3%	-7%	1,804	2,078	-1%	-4%	TL 국내는 12월, 글로벌은 2Q24부터 반영 비용 효율화 추세 반영
영업이익	175	330	151	319	-14%	-3%	156	293	-3%	9%	
순이익	205	299	210	290	3%	-3%	207	293	2%	-1%	
영업이익률	9.5%	15.4%	8.4%	15.9%	-	-	8.6%	14.1%	-	-	
순이익률	11.1%	13.9%	11.7%	14.5%	-	-	11.5%	14.1%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. TL 신규 트레일러



자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. LLL 신규 트레일러



자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. BSS 신규 트레일러



자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 프로젝트G 신규 트레일러



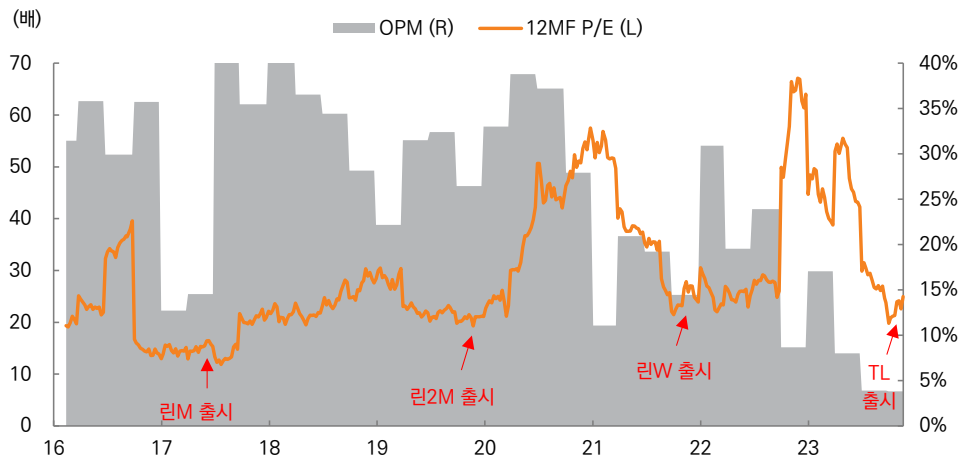
자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	290	
Target P/E (배)	25	2H19~1H20 P/E 평균 기존 메인 게임 매출 하향 안정화 속 대형 기대작 출시 시기
목표 시가총액 (십억원)	7,245	
주식 수 (천주)	21,954	
목표주가 (원)	330,000	
현재주가 (원)	269,500	
상승여력	22.4%	

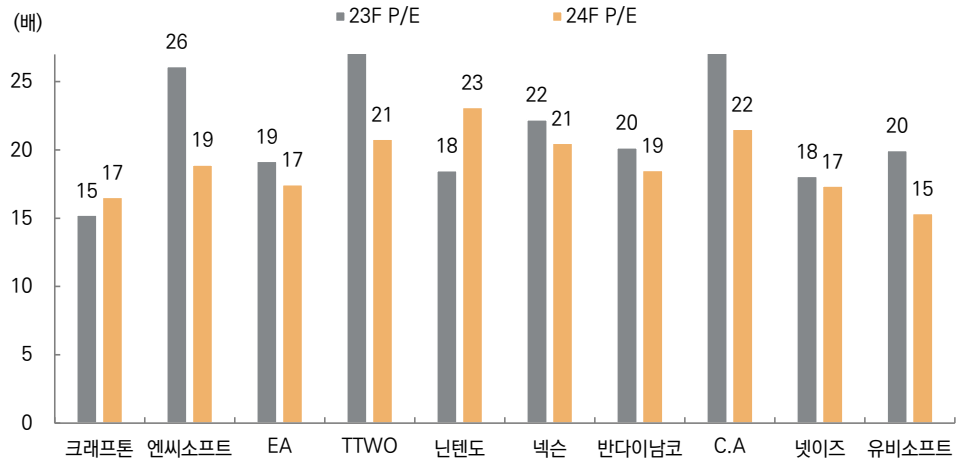
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 엔씨소프트 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 65. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,572</b>	<b>1,790</b>	<b>1,999</b>	<b>2,146</b>
매출원가	5	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,567</b>	<b>1,790</b>	<b>1,999</b>	<b>2,146</b>
판매비와관리비	2,008	1,639	1,680	1,751
<b>조정영업이익</b>	<b>559</b>	<b>151</b>	<b>319</b>	<b>395</b>
<b>영업이익</b>	<b>559</b>	<b>151</b>	<b>319</b>	<b>395</b>
<b>비영업손익</b>	<b>50</b>	<b>106</b>	<b>67</b>	<b>74</b>
금융손익	38	43	46	50
관계기업등 투자손익	-8	0	0	0
세전계속사업손익	609	257	386	469
계속사업법인세비용	173	46	97	117
계속사업이익	436	212	290	352
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>436</b>	<b>212</b>	<b>290</b>	<b>352</b>
지배주주	436	210	290	352
비지배주주	0	2	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>167</b>	<b>212</b>	<b>290</b>	<b>352</b>
지배주주	166	211	289	351
비지배주주	0	0	0	1
EBITDA	665	215	382	459
FCF	486	215	319	370
EBITDA 마진율 (%)	25.9	12.0	19.1	21.4
영업이익률 (%)	21.7	8.4	16.0	18.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.0	11.7	14.5	16.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>736</b>	<b>260</b>	<b>374</b>	<b>435</b>
당기순이익	436	212	290	352
비현금수익비용가감	359	62	109	126
유형자산감가상각비	104	63	62	62
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	253	-3	45	62
영업활동으로인한자산및부채의변동	50	-17	20	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	101	-9	-9	-10
재고자산 감소(증가)	5	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-139	-46	-97	-117
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-392</b>	<b>-100</b>	<b>-113</b>	<b>-126</b>
유형자산처분(취득)	-249	-45	-55	-65
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-670	-55	-58	-61
기타투자활동	530	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-304</b>	<b>-146</b>	<b>-133</b>	<b>-134</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-152	-11	3	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-119	-136	-136	-136
기타재무활동	-33	1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>30</b>	<b>12</b>	<b>127</b>	<b>174</b>
기초현금	256	286	298	425
기말현금	286	298	425	599

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>2,691</b>	<b>2,766</b>	<b>2,965</b>	<b>3,214</b>
현금 및 현금성자산	286	298	425	599
매출채권 및 기타채권	202	207	219	231
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	2,202	2,260	2,320	2,383
<b>비유동자산</b>	<b>1,747</b>	<b>1,728</b>	<b>1,722</b>	<b>1,724</b>
관계기업투자등	26	28	29	30
유형자산	930	912	905	908
무형자산	43	42	40	38
<b>자산총계</b>	<b>4,438</b>	<b>4,494</b>	<b>4,686</b>	<b>4,939</b>
<b>유동부채</b>	<b>515</b>	<b>499</b>	<b>529</b>	<b>558</b>
매입채무 및 기타채무	83	58	65	69
단기금융부채	35	25	27	29
기타유동부채	397	416	437	460
<b>비유동부채</b>	<b>724</b>	<b>720</b>	<b>728</b>	<b>735</b>
장기금융부채	593	593	593	593
기타비유동부채	131	127	135	142
<b>부채총계</b>	<b>1,239</b>	<b>1,219</b>	<b>1,257</b>	<b>1,293</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,197</b>	<b>3,271</b>	<b>3,425</b>	<b>3,641</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,409	3,484	3,638	3,855
<b>비지배주주지분</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,199</b>	<b>3,275</b>	<b>3,429</b>	<b>3,645</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	22.6	28.1	20.4	16.8
P/CF (x)	12.4	21.6	14.8	12.4
P/B (x)	2.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	13.7	18.8	10.1	7.9
EPS (원)	19,847	9,578	13,200	16,035
CFPS (원)	36,227	12,481	18,186	21,778
BPS (원)	173,629	177,028	184,049	193,905
DPS (원)	6,680	6,680	6,680	6,680
배당성향 (%)	31.1	64.0	46.8	38.5
배당수익률 (%)	1.5	2.5	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	11.4	-30.4	11.7	7.3
EBITDA증가율 (%)	41.8	-67.6	77.6	20.0
조정영업이익증가율 (%)	49.0	-73.1	111.7	23.9
EPS증가율 (%)	9.8	-51.7	37.8	21.5
매출채권 회전율 (회)	11.3	10.0	10.6	10.8
재고자산 회전율 (회)	653.2	1,409.7	1,812.7	1,778.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.7	4.7	6.3	7.3
ROE (%)	13.7	6.5	8.7	10.0
ROIC (%)	50.1	14.5	28.6	36.1
부채비율 (%)	38.7	37.2	36.7	35.5
유동비율 (%)	522.2	554.3	560.0	575.9
순차입금/자기자본 (%)	-23.4	-57.4	-60.1	-62.9
조정영업이익/금융비용 (x)	59.0	18.0	38.3	47.2

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

**MIRAE ASSET**  
 미래에셋증권

251270 · 게임

# 넷마블

## 성공적인 체질 개선 작업 중

(유지)

매수

목표주가

68,000원 ▲

상승여력

22.5%

현재주가(23/11/24)

55,500원

KOSPI	2,496.63	시가총액(십억원)	4,770	발행주식수(백만주)	86	외국인 보유비중(%)	23.2
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 비용 및 재무구조 개선 작업 지속

적극적인 비용 효율화 노력이 성과로 나타나고 있다. 3분기 인건비는 1,810억원으로 QoQ, YoY 각 7%, 11% 감소했다. 넷마블은 신규 인력 채용을 제한하고 해외 자회사 인력에 대한 구조조정을 이어오고 있다. 자회사 카밤의 경우 지난해 11월 전체 인력의 7%를 해고한 이후 상반기에도 12% 인력을 해고했다.

#### 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 17% 상향

1) 비용 구조 개선 효과 반영 및 2) 지분 매각 금액에 대한 차입금 상환 가정에 따른 24F EV, EBITDA 조정으로 목표주가를 17% 상향한다. 신의탑, 세븐나이츠 키우기 등 신작 흥행에 성공했음에도 기존작 매출 하락으로 3분기 실적 개선이 이뤄지지 않은 부분은 아쉬우나 체질 개선이 이뤄지고 있는 부분은 긍정적이다. 지분 매각 등을 통해 비게임 부문의 변동성이 제거되면서 리레이팅이 지속될 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	45.1	-5.9	7.6
상대주가	38.5	-3.3	5.2

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	2,507	2,673	2,460	2,584	2,600
영업이익 (십억원)	151	-109	-81	75	69
영업이익률 (%)	6.0	-4.1	-3.3	2.9	2.7
순이익 (십억원)	240	-819	-92	58	54
EPS (원)	2,795	-9,531	-1,067	670	625
ROE (%)	4.3	-14.6	-1.7	1.1	1.0
P/E (배)	44.7	-	-	82.9	88.8
P/B (배)	1.7	0.9	0.8	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

## 24년 신작 라인업과 지스타 시연작

24년 상반기 7종 신작 아스달 연대기(MMORPG, 아시아), 나혼자만레벨업(액션 RPG, 글로벌), 레이븐2(MMORPG, 국내), 파라곤(TPS, 글로벌), 킹아서(수집형 RPG, 글로벌), 모두의마블2(캐주얼, 국내), 제2의나라(MMORPG, 중국)가 출시 예정이다. 나혼자만레벨업과, 제2의나라(중국)이 기대작이다.

이번 지스타에 출품된 신작 3종(데미스리본, RF 온라인, 7대죄 오리진) 중에서는 7대죄 오리진이 출시 후 가장 높은 성과가 기대되는 작품이었다. 장르는 오픈월드 액션 수집형 RPG이며 모바일, PC, 콘솔로 전부 출시될 예정이다. 이번 시연에서 언리얼엔진을 기반으로 한 수준 높은 그래픽과, 화려한 액션 연출로 호평을 받았다.

## 비용 및 재무구조 개선 작업 지속

구조조정을 통한 비용 효율화 노력이 성과로 나타나고 있다. 3분기 인건비는 1,810억 원으로 QoQ, YoY 각 7%, 11% 감소했다. 넷마블은 개발 자회사의 신규 인력 채용을 제한하고 해외 자회사 인력에 대한 구조조정을 이어오고 있다. 자회사 카밤의 경우 지난해 11월 전체 인력의 7%를 해고한 이후 상반기에도 12% 인력을 해고했다. 지난 6월 자회사 힐러비에 대해서는 설립 2년 만에 구조조정에 들어가기도 했다.

재무구조 개선 작업도 이뤄지고 있다. 동사는 11/9일 18%를 보유하고 있던 하이브 지분 6%를 5,200억원에 처분했다. 지난 8월 실적 발표에서 차입금 수준을 장기간 유지할 계획은 아니며 내년 6월까지 유의미한 상황을 할 것이라고 밝힌 후 이뤄진 첫 후속 작업이다. 상반기까지 추가적인 현금 마련 작업들이 있을 것으로 판단한다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 17% 상향

1) 비용 구조 개선 효과 반영 및 2) 지분 매각 금액에 대한 차입금 상환 가정에 따른 24F EV, EBITDA 조정으로 목표주가를 17% 상향한다. 신의탑, 세븐나이츠 키우기 등 신작 흥행에 성공했음에도 기존작 매출 하락으로 3분기 실적 개선이 이뤄지지 않은 부분은 아쉬우나 체질 개선이 이뤄지고 있는 부분은 긍정적이다. 지분 매각 등을 통해 비게임 부문의 변동성이 제거되면서 리레이팅이 지속될 전망이다.

흑자 전환은 이번 4Q23에 가능할 것으로 판단한다. 1) 코웨이, 하이브, 엔씨 등 추가적인 지분 매각을 통한 부채 상환, 2) 구조조정을 통한 인건비 효율화, 3) 신작 흥행이 이어질 경우 24년 이후에도 모멘텀이 지속될 것이다.

표 22. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>631</b>	<b>623</b>	<b>626</b>	<b>654</b>	<b>651</b>	<b>654</b>	<b>2,507</b>	<b>2,673</b>	<b>2,460</b>	<b>2,584</b>
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-9.3%	3.8%	8.4%	3.2%	5.0%	0.9%	6.6%	-8.0%	5.1%
제2의나라	30	24	19	17	17	17	17	16	258	200	90	66
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	50	49	48	47	47	313	289	240	192
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	41	37	36	35	34	241	180	151	141
리니지2 레볼루션	30	18	19	15	14	14	13	12	141	114	82	53
세븐나이츠키우기	0	0	32	59	53	47	45	43	0	0	0	188
신의탑	0	0	32	18	17	16	15	15	0	0	0	63
쿠키잼	18	24	19	19	19	19	18	18	93	80	80	73
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	49	48	48	47	47	41	220	208	191
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	55	57	58	60	62	32	214	232	237
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	49	48	47	46	45	30	208	202	186
기타	217	265	259	251	266	304	307	316	1,358	1,002	992	1,193
<b>EBITDA</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>75</b>	<b>67</b>	<b>65</b>	<b>302</b>	<b>123</b>	<b>108</b>	<b>258</b>
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	8.5%	8.1%	11.5%	10.3%	9.9%	12.0%	4.6%	4.4%	10.0%
<b>영업비용</b>	<b>631</b>	<b>641</b>	<b>653</b>	<b>617</b>	<b>621</b>	<b>624</b>	<b>630</b>	<b>635</b>	<b>2,356</b>	<b>2,782</b>	<b>2,540</b>	<b>2,510</b>
지급수수료	247	240	239	231	231	232	234	236	1,013	1,056	957	933
인건비	188	193	181	182	182	183	184	185	639	779	743	735
마케팅비	100	113	146	122	124	126	128	130	396	524	481	507
기타	96	94	87	83	83	83	84	84	220	418	460	334
<b>영업이익</b>	<b>-28</b>	<b>-37</b>	<b>-22</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>151</b>	<b>-109</b>	<b>-81</b>	<b>75</b>
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	194.5%	-44.5%	적전	적지	흑전
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	1.1%	0.8%	4.5%	3.3%	3.0%	6.0%	-4.1%	-3.3%	2.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-19</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>240</b>	<b>-819</b>	<b>-92</b>	<b>58</b>
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-1.3%	-1.3%	2.8%	3.7%	3.6%	9.6%	-30.6%	-3.7%	2.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	2,499	2,699	2,460	2,584	-2%	-4%	2,525	2,864	-3%	-10%	차입금 5200억 상환 가정 기존작 하향 안정화 반영 비용 효율화 작업 고려 하이브 관련 지분법 이익 변경
영업이익	-70	68	-81	75	-	10%	-73	75	10%	0%	
지배주주순이익	-99	69	-92	58	-	-16%	-84	19	-	203%	
EBITDA	122	257	108	258	-11%	1%	-	-	-	-	
영업이익률	-2.8%	2.5%	-3.3%	2.9%	-	-	-2.9%	2.6%	-	-	
순이익률	-3.9%	2.5%	-3.7%	2.2%	-	-	-3.3%	0.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**표 24. 밸류에이션**

구분	내용	비고
24F EBITDA (십억원)	258	
Target EV/EBITDA (배)	27	2020년 평균 EV/EBITDA. 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	6,029	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	68,000	
현재주가 (원)	55,500	
상승여력	22.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

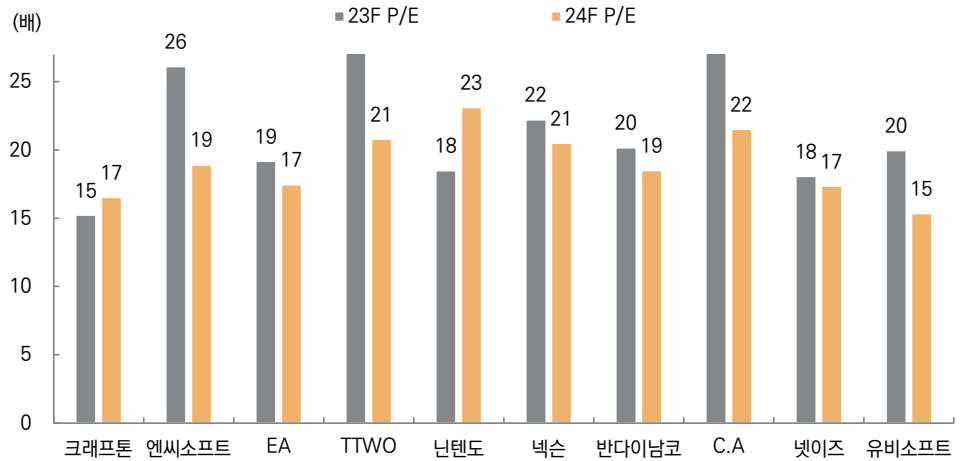
**그림 66. 일곱개의대죄 오리진 지스타 시연**



자료: 미래에셋증권 리서치센터



그림 67. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,673</b>	<b>2,460</b>	<b>2,584</b>	<b>2,600</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,673</b>	<b>2,460</b>	<b>2,584</b>	<b>2,600</b>
판매비와관리비	2,782	2,540	2,510	2,531
<b>조정영업이익</b>	<b>-109</b>	<b>-81</b>	<b>75</b>	<b>69</b>
영업이익	-109	-81	75	69
<b>비영업손익</b>	<b>-832</b>	<b>-91</b>	<b>-41</b>	<b>-38</b>
금융손익	-100	-90	-80	-69
관계기업등 투자손익	80	134	113	119
세전계속사업손익	-941	-172	34	31
계속사업법인세비용	-55	-38	9	8
계속사업이익	-886	-134	26	23
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-886</b>	<b>-134</b>	<b>26</b>	<b>23</b>
지배주주	-819	-92	58	54
비지배주주	-67	-42	-32	-30
<b>총포괄이익</b>	<b>-880</b>	<b>-134</b>	<b>26</b>	<b>23</b>
지배주주	-821	-125	24	22
비지배주주	-59	-9	2	2
EBITDA	124	108	258	262
FCF	-447	-6	168	170
EBITDA 마진율 (%)	4.6	4.4	10.0	10.1
영업이익률 (%)	-4.1	-3.3	2.9	2.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-30.6	-3.7	2.2	2.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>997</b>	<b>963</b>	<b>1,115</b>	<b>1,242</b>
현금 및 현금성자산	503	464	610	734
매출채권 및 기타채권	214	217	220	222
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	277	279	282	283
<b>비유동자산</b>	<b>7,938</b>	<b>7,837</b>	<b>7,203</b>	<b>7,106</b>
관계기업투자등	2,537	2,562	2,050	2,070
유형자산	336	339	324	311
무형자산	3,596	3,469	3,361	3,256
<b>자산총계</b>	<b>8,936</b>	<b>8,800</b>	<b>8,317</b>	<b>8,348</b>
<b>유동부채</b>	<b>2,294</b>	<b>2,295</b>	<b>1,782</b>	<b>1,788</b>
매입채무 및 기타채무	130	131	132	134
단기금융부채	1,783	1,778	1,261	1,261
기타유동부채	381	386	389	393
<b>비유동부채</b>	<b>1,020</b>	<b>1,018</b>	<b>1,022</b>	<b>1,024</b>
장기금융부채	795	795	795	795
기타비유동부채	225	223	227	229
<b>부채총계</b>	<b>3,314</b>	<b>3,313</b>	<b>2,804</b>	<b>2,812</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,461</b>	<b>5,370</b>	<b>5,427</b>	<b>5,481</b>
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,897	3,897	3,897	3,897
이익잉여금	1,378	1,286	1,343	1,397
<b>비지배주주지분</b>	<b>161</b>	<b>118</b>	<b>86</b>	<b>56</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,622</b>	<b>5,488</b>	<b>5,513</b>	<b>5,537</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-408</b>	<b>54</b>	<b>213</b>	<b>220</b>
당기순이익	-886	-134	26	23
비현금수익비용가감	1,088	206	237	234
유형자산감가상각비	54	57	60	63
무형자산상각비	178	132	124	130
기타	856	17	53	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	-73	-1	4	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	12	-2	-2	-2
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	0	0	0
법인세납부	-493	38	-9	-8
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-40</b>	<b>-63</b>	<b>-62</b>	<b>-76</b>
유형자산처분(취득)	-38	-60	-45	-50
무형자산감소(증가)	-82	-5	-15	-25
장단기금융자산의 감소(증가)	94	2	-2	-1
기타투자활동	-14	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-549</b>	<b>-4</b>	<b>-518</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-812	-4	-518	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-52	0	0	0
기타재무활동	314	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-851</b>	<b>-39</b>	<b>146</b>	<b>123</b>
기초현금	1,354	503	464	610
기말현금	503	464	610	734

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	82.9	88.8
P/CF (x)	25.8	66.0	18.2	18.5
P/B (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	59.4	63.4	23.9	23.0
EPS (원)	-9,531	-1,067	670	625
CFPS (원)	2,343	841	3,055	2,996
BPS (원)	68,250	67,183	67,852	68,478
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	6.6	-8.0	5.1	0.6
EBITDA증가율 (%)	-59.0	-12.5	138.4	1.4
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	-7.4
EPS증가율 (%)	-	-	-	-6.6
매출채권 회전율 (회)	13.7	12.9	13.4	13.4
재고자산 회전율 (회)	786.3	903.5	966.1	945.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-9.0	-1.5	0.3	0.3
ROE (%)	-14.6	-1.7	1.1	1.0
ROIC (%)	-2.6	-1.6	1.6	1.5
부채비율 (%)	58.9	60.4	50.9	50.8
유동비율 (%)	43.5	42.0	62.5	69.5
순차입금/자기자본 (%)	35.6	35.9	23.7	21.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.0	-0.8	0.9	0.9

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

263750 · 게임

# 펄어비스

## 투자자 신뢰 회복이 우선

(유지)

**중립**

목표주가

**40,000원 ▼**

상승여력

**-1.5%**

현재주가(23/11/24)

**40,600원**

KOSDAQ	815.00	시가총액(십억원)	2,608	발행주식수(백만주)	64	외국인 보유비중(%)	14.0
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 개발 인력 감소 본격화

인력 감축에 따른 비용 감소가 관찰되고 있기는 하지만 건강한 체질 개선으로 보이지는 않는다. 3Q23 기준 개발직군 인력은 744명(-15% YoY)으로 다섯 분기 연속 YoY 역성장을 이어갔다. 전체 인원 내 개발직군 비중은 22년 1분기 65%에서 58% 감소했으며 인원으로는 200명이 넘게 감소했다. 3Q23 기준 사업/지원 직군 인력은 549명으로 동기간 29명 증가했으며 비중은 35%에서 42%로 상승했다.

#### 투자 의견 '중립' 유지, 목표주가 40,000원으로 하향

붉은사막 매출 반영 시기 변경에 따른 실적 조정으로 목표주가를 22% 하향한다. 붉은사막의 완성도도 중요하나 연기의 정확한 사유 공개 및 출시 일정의 구체화로 투자자의 신뢰 회복이 필요해 보인다. 출시 일정 확정 및 사전 예약 등의 구체적 이벤트 전까지는 보수적인 접근이 필요하다고 판단한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.4	-12.2	-9.4
상대주가	-19.5	-7.9	-17.9

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	404	386	327	565	476
영업이익 (십억원)	43	16	-21	135	77
영업이익률 (%)	10.6	4.1	-6.4	23.9	16.2
순이익 (십억원)	59	-43	22	127	84
EPS (원)	897	-662	347	1,976	1,315
ROE (%)	8.8	-6.1	3.1	16.2	9.5
P/E (배)	154.1	-	117.1	20.5	30.9
P/B (배)	11.7	3.7	3.4	2.9	2.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
 자료: 펄어비스, 미래에셋증권 리서치센터

## 지연되고 있는 붉은사막 출시

지속적으로 개발이 연기되고 있는 붉은사막(오픈월드 액션 어드벤처)은 2019년 11월 지스타에서 트레일러 영상이 처음 공개되었고, 2020년 12월 플레이 트레일러가 공개되었다. 당초 2021년 겨울 출시 예정이었으나 2021년 7월 완성도를 높이기 위한 목적으로 연기가 발표되었다. 2023년 8월 게임스컴에서 트레일러가 공개되었고 연내 개발 완료를 목표로 했으나 최근 개발 완료 시기 연기가 발표되었다.

당사에서는 붉은 사막 매출을 3Q24부터 반영하고 있으며 24년 판매량으로는 300만 장을 가정하고 있다. 개발 완료 시점이 지속적으로 연기가 되고 있는 만큼 추가적인 연기 가능성도 존재한다고 판단하며 언리얼엔진5 기반의 신작들이 점차 쏟아지는 시장 환경을 고려 시 연기가 되면 필수로 흥행 확률은 떨어질 것으로 판단한다.

## 기존 IP 노후화 진행 중

3분기 검은사막 IP 매출액은 684억원 YoY 11% 감소했다. 3분기 로스트아크 유저 이탈 사태로 반사 이익을 본 것을 고려하면 아쉬운 매출액이다. 로스트아크가 다시 회복세에 접어들면서 4분기 검은사막 매출은 감소세가 가속화될 전망이다.

3분기 이브 IP 매출액은 160억원으로 YoY 18% 감소하며 둔화가 본격화되었다. 연내 이브온라인의 샌드박스 FPS 모듈인 이브뱅크와 모바일 게임 이브갤럭시를 출시 예정 중이나 유의미한 매출 기여는 어려울 것으로 판단한다.

## 투자의견 '중립' 유지, 목표주가 40,000원으로 하향

붉은사막 매출 반영 시기 변경에 따른 실적 조정으로 목표주가를 22% 하향한다. 붉은사막의 완성도도 중요하나 연기의 정확한 사유 공개 및 출시 일정의 구체화로 투자자의 신뢰 회복이 필요해 보인다. 출시 일정 확정 및 사전 예약 등의 구체적 이벤트 전까지는 보수적인 접근이 필요하다고 판단하며 투자의견 '중립'을 유지한다.

인력 감축에 따른 비용 감소가 관찰되고 있기는 하지만 건강한 체질 개선으로 보이지는 않는다. 3Q23 기준 개발직군 인력은 744명(-15% YoY)으로 다섯 분기 연속 YoY 역성장을 이어갔다. 전체 인원 내 개발직군 비중은 22년 1분기 65%에서 58% 감소했으며 인원으로는 200명이 넘게 감소했다. 3Q23 기준 사업/지원 직군 인력은 549명으로 동기간 29명 증가했으며 비중은 35%에서 42%로 상승했다.

표 26. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>86</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>85</b>	<b>225</b>	<b>169</b>	<b>404</b>	<b>386</b>	<b>327</b>	<b>565</b>
(% YoY)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-24.4%	-0.2%	8.9%	165.1%	116.9%	-17.4%	-4.5%	-15.2%	72.8%
검은사막	68	57	68	60	61	61	62	63	290	293	252	248
EVE	17	20	16	17	24	23	22	21	73	73	70	89
붉은사막	0	0	0	0	0	0	140	84	0	0	0	224
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	2	1	1	1	1	1	1	0	20	5	5
<b>영업비용</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>88</b>	<b>88</b>	<b>87</b>	<b>135</b>	<b>119</b>	<b>361</b>	<b>369</b>	<b>348</b>	<b>430</b>
인건비	44	50	41	41	41	41	41	41	167	178	175	164
지급수수료	19	18	14	18	20	20	58	43	83	78	70	141
마케팅비	6	8	10	11	9	8	18	16	54	41	34	51
D&A	6	7	6	7	7	7	7	7	24	26	26	27
기타	9	10	11	11	11	12	12	12	32	46	42	47
<b>영업이익</b>	<b>1</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>90</b>	<b>50</b>	<b>43</b>	<b>16</b>	<b>-21</b>	<b>135</b>
(% YoY)	-78.9%	적지	-82.4%	적전	적전	적지	-	흑전	-72.7%	-61.9%	적전	흑전
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-12.5%	-3.0%	-2.4%	39.8%	29.8%	10.6%	4.2%	-6.3%	24.0%
<b>지배주주순이익</b>	<b>9</b>	<b>-4</b>	<b>18</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>74</b>	<b>44</b>	<b>59</b>	<b>-43</b>	<b>22</b>	<b>127</b>
순이익률	11.0%	-5.7%	21.5%	-1.6%	5.0%	5.5%	32.7%	26.1%	14.7%	-11.1%	6.7%	22.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	354	667	327	565	-8%	-15%	342	598	-4%	-6%	기존작 매출 하향세 반영 붉은사막 지연 반영
영업이익	-17	180	-21	135	-	-25%	-13	153	-	-11%	
지배주주순이익	15	161	22	127	48%	-22%	18	134	20%	-6%	
영업이익률	-4.7%	26.9%	-6.3%	24.0%	-	-	-3.7%	25.5%	-	-	
순이익률	4.2%	24.2%	6.7%	22.4%	-	-	5.4%	22.5%	-	-	

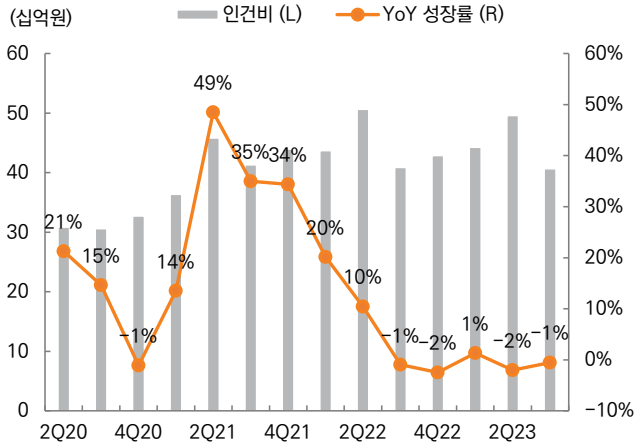
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	127	
Target P/E (배)	20	동사 2H19~1H20 P/E 평균. 신작 출시 기대감, 연기 우려 상존
목표 시가총액 (십억원)	2,572	
주식 수 (천주)	64,248	
목표주가 (원)	40,000	
현재주가 (원)	40,600	
상승여력	-1.5%	

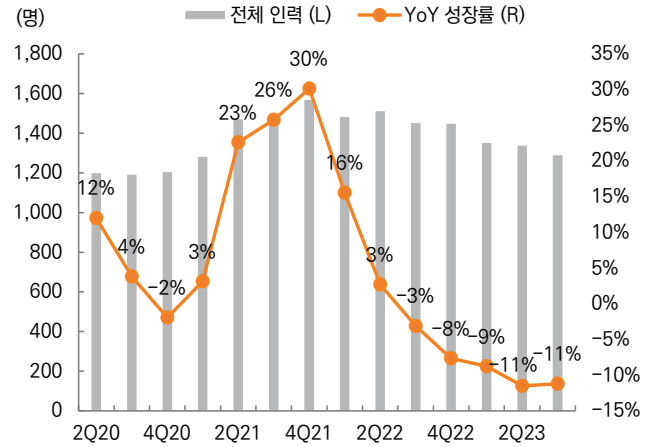
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 분기 인건비 추이



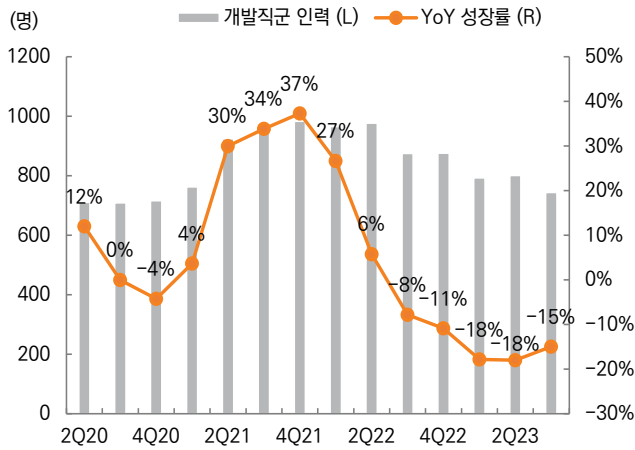
자료: 펠어비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 전체 인력 추이



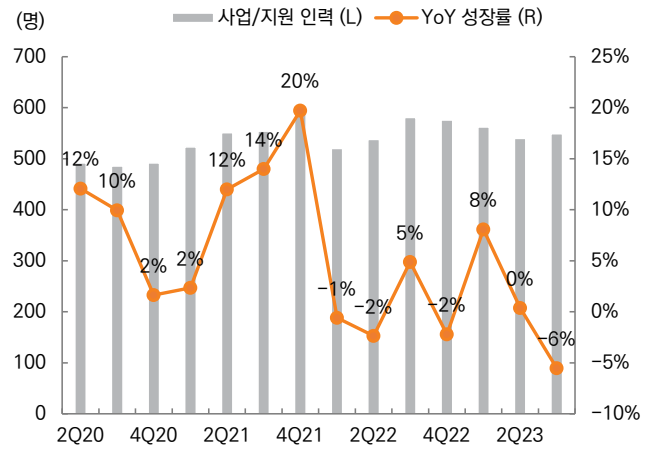
자료: 펠어비스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 개발직군 인력 추이



자료: 펠어비스, 미래에셋증권 리서치센터

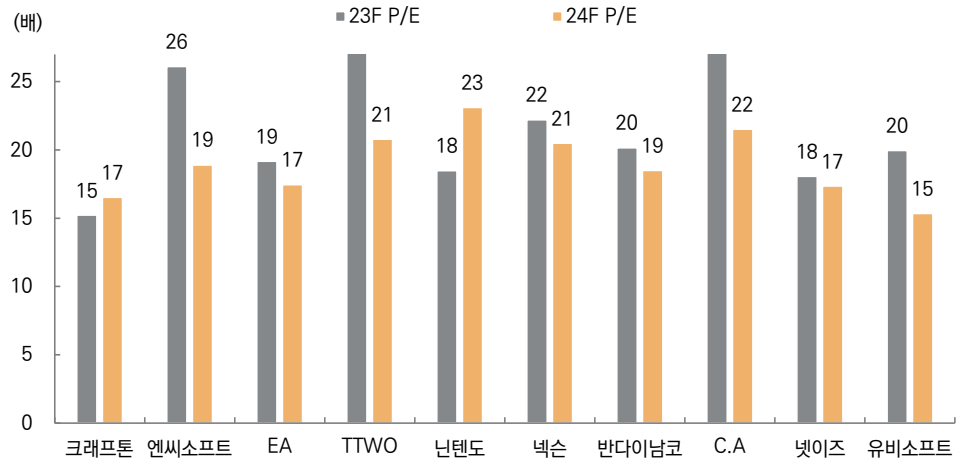
그림 71. 사업/지원 인력 추이



자료: 펠어비스, 미래에셋증권 리서치센터



그림 72. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

펠어비스 (263750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>386</b>	<b>327</b>	<b>565</b>	<b>476</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>386</b>	<b>327</b>	<b>565</b>	<b>476</b>
판매비와관리비	369	348	430	399
<b>조정영업이익</b>	<b>16</b>	<b>-21</b>	<b>135</b>	<b>77</b>
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>-21</b>	<b>135</b>	<b>77</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-72</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
금융손익	-3	-2	-1	0
관계기업등 투자손익	-8	-6	0	0
세전계속사업손익	-56	30	169	111
계속사업법인세비용	-13	8	42	27
계속사업이익	-43	22	127	84
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-43</b>	<b>22</b>	<b>127</b>	<b>84</b>
지배주주	-43	22	127	84
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-24</b>	<b>22</b>	<b>127</b>	<b>84</b>
지배주주	-24	22	127	84
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	42	18	172	111
FCF	-46	46	139	100
EBITDA 마진율 (%)	10.9	5.5	30.4	23.3
영업이익률 (%)	4.1	-6.4	23.9	16.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-11.1	6.7	22.5	17.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>557</b>	<b>497</b>	<b>616</b>	<b>685</b>
현금 및 현금성자산	160	98	209	277
매출채권 및 기타채권	49	50	56	54
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	348	349	351	354
<b>비유동자산</b>	<b>666</b>	<b>666</b>	<b>676</b>	<b>693</b>
관계기업투자등	60	61	62	62
유형자산	210	197	189	184
무형자산	231	243	260	282
<b>자산총계</b>	<b>1,223</b>	<b>1,163</b>	<b>1,292</b>	<b>1,378</b>
<b>유동부채</b>	<b>236</b>	<b>154</b>	<b>155</b>	<b>157</b>
매입채무 및 기타채무	18	19	19	19
단기금융부채	94	10	10	10
기타유동부채	124	125	126	128
<b>비유동부채</b>	<b>287</b>	<b>287</b>	<b>288</b>	<b>289</b>
장기금융부채	235	235	235	235
기타비유동부채	52	52	53	54
<b>부채총계</b>	<b>523</b>	<b>441</b>	<b>444</b>	<b>445</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>699</b>	<b>722</b>	<b>849</b>	<b>933</b>
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	216	216	216	216
이익잉여금	483	505	632	716
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>699</b>	<b>722</b>	<b>849</b>	<b>933</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>48</b>	<b>63</b>	<b>159</b>	<b>123</b>
당기순이익	-43	22	127	84
비현금수익비용가감	118	48	79	61
유형자산감가상각비	16	30	28	27
무형자산감가상각비	10	9	8	8
기타	92	9	43	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	2	-4	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-7	-8	-42	-27
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-108</b>	<b>-40</b>	<b>-48</b>	<b>-54</b>
유형자산처분(취득)	-93	-17	-20	-23
무형자산감소(증가)	12	-21	-25	-29
장단기금융자산의 감소(증가)	-119	-2	-3	-2
기타투자활동	92	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-23</b>	<b>-84</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-15	-84	0	0
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-12	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-84</b>	<b>-62</b>	<b>111</b>	<b>69</b>
기초현금	244	160	98	209
기말현금	160	98	209	277

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	117.1	20.5	30.9
P/CF (x)	36.1	37.2	12.7	18.0
P/B (x)	3.7	3.4	2.9	2.7
EV/EBITDA (x)	63.5	133.9	13.4	20.1
EPS (원)	-662	347	1,976	1,315
CFPS (원)	1,160	1,091	3,202	2,259
BPS (원)	11,453	11,798	13,774	15,089
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-4.5	-15.2	72.8	-15.7
EBITDA증가율 (%)	-37.5	-57.0	849.3	-35.1
조정영업이익증가율 (%)	-61.9	-	-	-43.5
EPS증가율 (%)	-	-	470.0	-33.5
매출채권 회전율 (회)	9.0	8.0	13.6	11.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.3	1.9	10.3	6.3
ROE (%)	-6.1	3.1	16.2	9.5
ROIC (%)	3.4	-4.1	27.2	15.1
부채비율 (%)	74.8	61.1	52.3	47.7
유동비율 (%)	235.6	323.5	397.1	437.5
순차입금/자기자본 (%)	-3.2	-25.8	-35.2	-39.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.8	-3.0	22.9	12.9

자료: 펠어비스, 미래에셋증권 리서치센터

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com



112040 · 게임

# 위메이드

## 24년에도 모멘텀이 많다

(유지)

매수

목표주가

70,000원 ▲

상승여력

35.7%

현재주가(23/11/24)

51,600원

KOSDAQ	815.00	시가총액(십억원)	1,744	발행주식수(백만주)	34	외국인 보유비중(%)	7.4
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

### Report summary

#### 목표주가 8% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

이미르 예상 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표주가를 70,000원으로 상향하며 중소형 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 24F P/E 16배 수준으로 상승해 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 매드엔진 인수 또는 중국 판호 발급 시나리오에 따른 실적 상향 가능성이 존재함을 상기할 필요가 있다.

#### 여전히 풍부한 24년 모멘텀

1) 나이트크로우 글로벌 출시, 2) 미르4, M 판호 획득, 3) 매드엔진 자회사 인수가 1H24까지 기대해 볼 수 있는 부분들이며 4) 2H24에는 이미르 출시가 이어진다. 미르4, 미르M은 이미 중국 출시를 전제로 게임을 준비하고 있기에 판호 획득 시기와 출시 시기의 갭 역시 크지 않을 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	38.0	15.7	-8.2
상대주가	32.9	21.4	-16.8

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	335	463	623	963	1,012
영업이익 (십억원)	97	-85	-92	53	86
영업이익률 (%)	29.0	-18.4	-14.8	5.5	8.5
순이익 (십억원)	307	-185	-46	111	144
EPS (원)	9,217	-5,510	-1,349	3,277	4,273
ROE (%)	69.7	-37.1	-13.3	31.6	31.9
P/E (배)	19.3	-	-	15.7	12.1
P/B (배)	9.3	2.7	5.4	4.3	3.3
배당수익률 (%)	0.4	2.4	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

## 다가오는 대작 2종 출시

지스타에서 시연 무대에 오른 이미르가 호평을 받으며 흥행 기대감을 높였다. 언리얼엔진5로 만들어진 이미르는 그래픽에서 현존 어떤 MMORPG 보다도 높은 퀄리티를 보여줬다. 또한 아니라 전투에서의 생동감 있는 액션과 강렬한 타격감도 출시에 대한 기대감을 높였다. 내년 3분기 출시를 예상하며 일평균 매출로 6억원을 가정한다.

나이트크로우 글로벌은 사전예약이 1/11일부터 시작되며 출시 시기는 2월 말 또는 3월이 될 것으로 예상한다. 과거 미르4 글로벌은 7월 말 사전예약 시작 후 8월 말 출시, 미르M의 경우 11월 초 사전예약 시작 후 1월 말 출시한 바 있다. 당사는 나이트크로우 글로벌에 대해 국내의 수 배 이상의 성과를 기대하고 있다. 당사는 24년 나이트크로우 글로벌 일평균 매출로 7억원을 가정한다.

## 중국에서도 유의미한 성과 가능할 전망

내자 판호에 대한 지속적인 판호 발급이 이어지고 있는 만큼 국내사들에 대한 외자 판호 발급도 1Q24 내로 있을 것으로 판단한다. 내자 판호와 외자 판호의 발급 기조는 늘 같은 방향성을 가져왔다. 액토즈소프트 및 중국 게임사들과의 갈등도 봉합 단계에 있는 만큼 동사의 판호 발급 가능성 역시 이전보다 훨씬 긍정적인 상황이다.

위메이드는 출시 예상시기로 미르4 중국은 2Q24, 미르M 중국은 4Q24로 예고했다. 당사는 미르M은 불확실성이 존재하나 미르4 중국은 흥행 가능성이 높다고 판단한다. 중국에서 MMORPG 인기가 과거보단 떨어지지만 역수한, 메이플스토리M 등 PC에서 높은 인지도를 보유한 작품이 모바일로 전환되었을 때의 높은 성과가 여전히 나타나고 있다. 보수적으로 보더라도 10위권 후반 이상의 성적을 기대할 수 있을 전망이다.

## 목표주가 8% 상향, 중소형 게임주 Top Pick 유지

이미르 예상 매출 상향에 따른 실적 전망 조정으로 목표주가를 70,000원으로 상향하며 중소형 게임주 Top Pick 의견을 유지한다. 24F P/E 16배 수준으로 밸류에이션 부담이 발생하기 시작하는 구간이나 매드엔진 인수 또는 중국 판호 발급 시나리오에 따른 실적 상향 가능성이 존재함을 상기할 필요가 있다.

여전히 24년 모멘텀이 풍부하다. 1) 나이트크로우 글로벌 출시, 2) 미르4, M 판호 획득, 3) 매드엔진 자회사 인수가 1H24까지 기대해 볼 수 있는 부분들이며 4) 2H24에는 이미르 출시가 이어진다. 미르4, 미르M은 이미 중국 출시를 전제로 게임을 준비하고 있기에 판호 획득 시기와 출시 시기의 갭 역시 크지 않을 전망이다.

표 29. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>94</b>	<b>159</b>	<b>236</b>	<b>134</b>	<b>184</b>	<b>197</b>	<b>350</b>	<b>231</b>	<b>335</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>963</b>
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	16.4%	96.3%	23.9%	48.7%	72.0%	164.4%	38.4%	34.4%	54.6%
게임	84	150	133	131	181	194	247	227	236	382	499	849
라이선스	6	6	99	0	0	0	100	0	92	67	112	100
위믹스 플랫폼	2	1	1	1	2	2	2	2	1	7	6	8
기타	1	1	1	1	2	2	2	2	8	7	6	6
<b>영업비용</b>	<b>141</b>	<b>200</b>	<b>190</b>	<b>185</b>	<b>217</b>	<b>222</b>	<b>243</b>	<b>228</b>	<b>238</b>	<b>550</b>	<b>715</b>	<b>910</b>
인건비	55	63	65	66	67	68	69	70	87	205	249	273
지급수수료	48	85	87	81	108	115	128	119	87	184	300	471
마케팅비	12	21	15	15	18	15	21	15	23	78	63	69
D&A	5	16	5	6	6	6	6	6	4	19	32	23
세금과 공과	2	1	1	1	1	1	2	1	5	5	5	5
기타	18	15	17	17	17	17	18	18	33	58	67	70
<b>영업이익</b>	<b>-47</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-50</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>108</b>	<b>2</b>	<b>97</b>	<b>-86</b>	<b>-92</b>	<b>53</b>
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	137.2%	흑전	흑전	적전	적지	흑전
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-37.6%	-17.6%	-12.5%	30.7%	1.0%	29.1%	-18.6%	-14.8%	5.5%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	<b>42</b>	<b>-28</b>	<b>-9</b>	<b>-2</b>	<b>103</b>	<b>18</b>	<b>307</b>	<b>-185</b>	<b>-46</b>	<b>111</b>
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-20.9%	-5.1%	-0.9%	29.5%	8.0%	91.6%	-40.0%	-7.4%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	623	945	623	963	0%	2%	620	1,041	1%	-8%	이미르 전망치 상향
영업이익	-92	43	-92	53	-	23%	-88	66	-	-20%	
지배주주순이익	-46	103	-46	111	-	8%	-47	110	-	1%	
영업이익률	-14.8%	4.5%	-14.8%	5.5%	-	-	-14.2%	6.3%	-	-	
순이익률	-7.4%	10.9%	-7.4%	11.5%	-	-	-7.5%	10.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	111	
Target P/E (배)	21	엔씨소프트 2018년 P/E 평균 글로벌 대작 성과 이후 매출 하향 안정화+차기작 흥행 불확실성 상존 구간
목표 시가총액 (십억원)	2,367	
주식 수 (천주)	33,797	
목표주가 (원)	70,000	
현재주가 (원)	51,600	
상승여력	35.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 나이트크로우 글로벌 1/11일 사전예약 시작



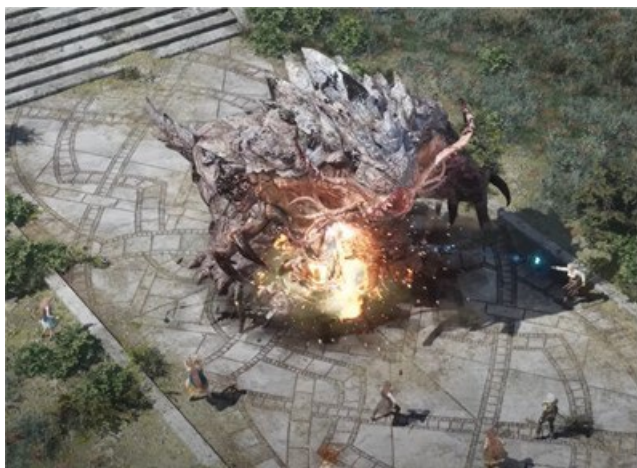
자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 레전드오브이미르 인게임 트레일러



자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 레전드오브이미르 인게임 트레일러



자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

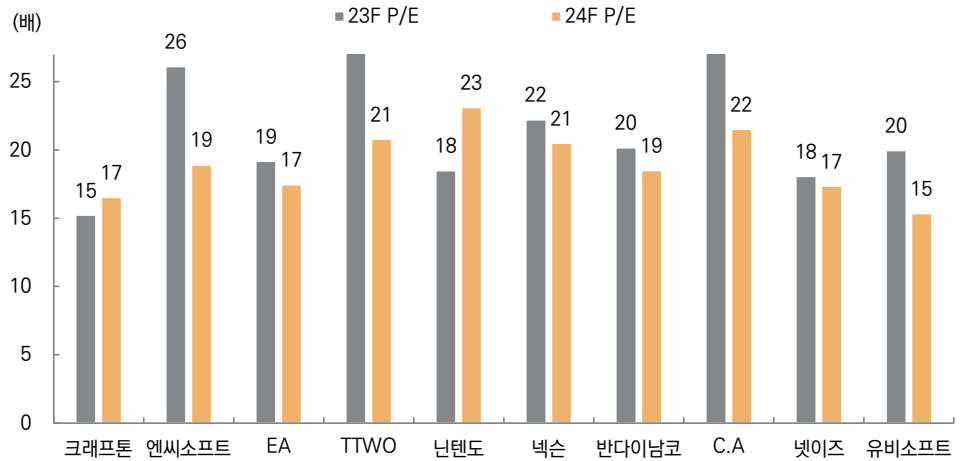
그림 76. 레전드오브이미르 인게임 트레일러



자료: 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터



그림 77. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>963</b>	<b>1,012</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>463</b>	<b>623</b>	<b>963</b>	<b>1,012</b>
판매비와관리비	548	715	910	925
<b>조정영업이익</b>	<b>-85</b>	<b>-92</b>	<b>53</b>	<b>86</b>
<b>영업이익</b>	<b>-85</b>	<b>-92</b>	<b>53</b>	<b>86</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-97</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>95</b>
금융손익	-2	-7	-7	-6
관계기업등 투자손익	2	20	39	43
세전계속사업손익	-182	-26	138	181
계속사업법인세비용	4	22	28	36
계속사업이익	-186	-48	111	144
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-186</b>	<b>-48</b>	<b>111</b>	<b>144</b>
지배주주	-185	-46	111	144
비지배주주	0	-2	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>-221</b>	<b>-48</b>	<b>111</b>	<b>144</b>
지배주주	-222	-48	111	145
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	-66	-72	72	105
FCF	-41	-36	129	182
EBITDA 마진율 (%)	-14.3	-11.6	7.5	10.4
영업이익률 (%)	-18.4	-14.8	5.5	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-40.0	-7.4	11.5	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>405</b>	<b>331</b>	<b>401</b>	<b>514</b>
현금 및 현금성자산	268	176	208	311
매출채권 및 기타채권	75	77	84	88
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	62	78	109	115
<b>비유동자산</b>	<b>1,024</b>	<b>1,029</b>	<b>1,058</b>	<b>1,104</b>
관계기업투자등	89	91	94	99
유형자산	55	64	63	64
무형자산	182	176	203	240
<b>자산총계</b>	<b>1,430</b>	<b>1,360</b>	<b>1,459</b>	<b>1,618</b>
<b>유동부채</b>	<b>723</b>	<b>730</b>	<b>740</b>	<b>778</b>
매입채무 및 기타채무	61	63	64	67
단기금융부채	84	79	76	79
기타유동부채	578	588	600	632
<b>비유동부채</b>	<b>173</b>	<b>168</b>	<b>172</b>	<b>174</b>
장기금융부채	138	132	132	132
기타비유동부채	35	36	40	42
<b>부채총계</b>	<b>896</b>	<b>898</b>	<b>912</b>	<b>952</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>378</b>	<b>308</b>	<b>393</b>	<b>512</b>
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	165	165	165	165
이익잉여금	181	111	196	315
<b>비지배주주지분</b>	<b>156</b>	<b>154</b>	<b>154</b>	<b>154</b>
<b>자본총계</b>	<b>534</b>	<b>462</b>	<b>547</b>	<b>666</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-37</b>	<b>-16</b>	<b>139</b>	<b>194</b>
당기순이익	-186	-48	111	144
비현금수익비용가감	190	49	53	60
유형자산감가상각비	9	11	11	11
무형자산감가상각비	9	9	8	7
기타	172	29	34	42
영업활동으로인한자산및부채의변동	-13	12	9	31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-33	-1	-1	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-31	-22	-28	-36
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-131</b>	<b>-37</b>	<b>-77</b>	<b>-64</b>
유형자산처분(취득)	-4	-20	-10	-12
무형자산감소(증가)	66	-2	-35	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	-40	-15	-32	-7
기타투자활동	-153	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>167</b>	<b>-37</b>	<b>-28</b>	<b>-22</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	177	-12	-3	3
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-22	-25	-25	-25
기타재무활동	5	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-6</b>	<b>-92</b>	<b>32</b>	<b>103</b>
기초현금	274	268	176	208
기말현금	268	176	208	311

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	15.7	12.1
P/CF (x)	238.8	1,816.2	10.6	8.5
P/B (x)	2.7	5.4	4.3	3.3
EV/EBITDA (x)	-	-	25.1	16.2
EPS (원)	-5,510	-1,349	3,277	4,273
CFPS (원)	132	28	4,852	6,046
BPS (원)	11,619	9,527	12,062	15,593
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	-13.5	-52.6	22.7	17.4
배당수익률 (%)	2.4	1.5	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	38.4	34.4	54.6	5.1
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	46.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	63.7
EPS증가율 (%)	-	-	-	30.4
매출채권 회전율 (회)	6.4	9.5	14.6	14.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-15.1	-3.4	7.9	9.4
ROE (%)	-37.1	-13.3	31.6	31.9
ROIC (%)	52.3	78.7	-20.0	-36.0
부채비율 (%)	167.6	194.7	166.7	142.8
유동비율 (%)	56.1	45.3	54.2	66.1
순차입금/자기자본 (%)	-16.7	-6.6	-17.7	-30.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-11.9	-8.0	4.7	7.7

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

225570 · 게임

# 넥슨게임즈

## 생성 AI 시대의 수혜주

(유지)

매수

목표주가

20,000원 ▼

상승여력

24.9%

현재주가(23/11/24)

16,010원

KOSDAQ	815.00	시가총액(십억원)	1,053	발행주식수(백만주)	66	외국인 보유비중(%)	3.8
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	-----

### Report summary

#### 24년, 25년 주요 이벤트는?

루트슈터 신작 퍼스트디센던트는 1H24 출시가 예상되며 2Q23 부터 일매출 3억원(총매출 기준) 수준으로 매출 반영하였다. 블루아카이브는 1Q24 일본 3주년 업데이트와 중국 반주년 업데이트가 예정되어 있어 다시 한번의 트래픽 및 매출 상승이 있을 전망이다. 25년 이후 기대작으로는 프로젝트 DW(던파 IP 기반 오픈월드 RPG), DX (듀랑고 IP 활용)가 개발 중이다.

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 9% 하향

신작 출시 시기 변경, 인력 증가를 반영한 실적 조정으로 목표주가를 20,000원으로 하향한다. 24년은 신작 출시가 적어 단기 모멘텀은 제한적이나 서든어택, 블루아카이브 트래픽과 매출액이 견조하게 유지되고 있어 실적에 대한 우려가 낮으며 25년 기대작 프로젝트 DW와 DX의 출시가 다가오는 시기다. 신작 모멘텀이 본격적으로 발현되기 전 중기적 관점에서 매수를 추천한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.1	-18.3	8.2
상대주가	4.1	-14.3	-2.0

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	-	132	193	263	326
영업이익 (십억원)	-	5	16	65	107
영업이익률 (%)	-	3.8	8.3	24.7	32.8
순이익 (십억원)	-	6	12	54	87
EPS (원)	-	107	177	821	1,321
ROE (%)	-	2.6	4.8	19.6	25.1
P/E (배)	-	121.3	90.7	19.5	12.1
P/B (배)	-	3.2	3.7	3.1	2.5
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

## 24년, 25년 주요 이벤트는?

루트슈터 신작 퍼스트디센던트는 1H24 출시가 예상되며 2Q23 부터 일매출 3억원(총 매출 기준) 수준으로 매출 반영하였다. 11/10일 공개된 개발자노트에 의하면 9/19~26 일 진행된 오픈 베타테스트에서 200만명 이상의 글로벌 이용자들이 참여했고, 북미 지역 이용자 비중이 가장 높았으며, 콘솔 플랫폼 비중이 50%를 차지했다. 테스트 피드백을 바탕으로 막바지 수정 작업에 있는 것으로 추정된다.

블루아카이브는 1Q24 일본 3주년 업데이트와 중국 반주년 업데이트가 예정되어 있어 다시 한번의 트래픽 및 매출 상승이 있을 전망이다. 25년 이후 기대작으로는 프로젝트 DW(던파 IP 기반 오픈월드 RPG), DX (듀랑고 IP 활용)가 개발 중이며 서브컬처 신작으로는 RXTF가 개발이 시작된 상황이다.

## 생성 AI 도입의 분명한 수혜주

생성 AI의 NPC 적용에 따른 가장 극적인 변화는 스토리 전개가 중심이 되는 서브컬처 장르에서 나타날 것으로 판단한다. 높은 자유도를 갖춘 NPC의 등장은 유저의 몰입감을 극적으로 향상시키기 때문이다. 매력적인 서사를 가진 캐릭터가 자신과 교감을 하게 된다면 수집에 대한 욕구가 극대화될 것이다.

생성 AI 도입에 따른 비용 절감의 레버리지 효과도 서브컬처 장르가 가장 높을 전망이다. 서브컬처 게임은 작화가 흥행 성패를 가른다고 해도 과언이 아닐 만큼 일러스트의 완성도가 중요하다. 통상적인 게임 개발비의 아트 비용 사용 비중이 40% 정도에 불과하다면 작화의 중요도가 높은 서브컬처 게임은 60~70% 수준에 이를 것으로 추정된다. 생성 AI 툴 도입에 따른 수익성 개선 효과가 드라마틱하게 나타날 것이다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 9% 하향

퍼스트디센던트 출시 시기 변경, 인력 증가를 반영한 실적 조정으로 목표주가를 20,000원으로 하향한다. 퍼스트디센던트는 테스트 피드백을 적극 반영하기 위해 일부 지연되는 것이기에 기대감을 낮출 필요는 없어 보인다. 다만 패키지 판매가 아닌 부분 유료화 BM으로 출시되기에 강한 초반 매출 보다는 점진적 매출 증가가 예상된다.

24년은 기존작 글로벌 확장이나 신작 출시가 적어 단기 모멘텀은 제한적이다. 그러나 서든어택, 블루아카이브 트래픽과 매출액이 견조하게 유지되고 있어 실적에 대한 우려가 낮으며 25년 예정 기대작 프로젝트 DW와 DX의 출시가 다가오는 시기다. 신작 모멘텀이 본격적으로 발현되기 전 중기적 관점에서 매수를 추천한다.

표 33. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	52.2	43.4	56.5	40.8	63.2	60.1	79.4	60.2	132.4	192.9	262.9
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-4.5%	21.1%	38.4%	40.6%	47.4%		45.7%	36.3%
모바일	41.3	33.7	46.8	31.2	53.7	40.6	59.5	39.8	103.6	153.0	193.6
PC	10.5	9.4	9.4	9.3	9.2	19.2	19.6	20.0	27.7	38.5	67.9
기타	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	1.4	1.4
영업비용	39.4	43.2	46.9	47.6	48.3	49.0	49.7	50.4	127.2	177.2	197.4
인건비	30.4	33.3	35.6	36.2	36.8	37.5	38.1	38.8	96.6	135.6	151.2
주식보상비	3.3	3.8	4.8	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	11.8	16.8	19.9
지급수수료	2.2	2.3	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	9.3	9.7	10.8
기타	3.5	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	9.5	15.1	15.6
영업이익	12.7	0.2	9.6	-6.8	14.9	11.1	29.7	9.7	5.2	15.7	65.5
(% YoY)	흑전	흑전	6.4%	적전	17.0%	-	211.1%	흑전		203.8%	317.9%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-16.6%	23.6%	18.5%	37.4%	16.2%	3.9%	8.1%	24.9%
지배주주순이익	11.9	-3.0	7.7	-5.0	12.3	9.3	24.2	8.2	6.1	11.6	54.0
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-12.3%	19.5%	15.5%	30.4%	13.6%	4.6%	6.0%	20.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	193	265	193	263	0%	-1%	201	259	-4%	1%	퍼스트다센던트 배출 반영 시기 조정 인력 증가 고려 인건비 조정
영업이익	20	71	16	65	-22%	-7%	26	60	-39%	10%	
순이익	15	58	12	54	-24%	-7%	21	48	-46%	12%	
영업이익률	10.4%	26.6%	8.1%	24.9%	-	-	12.9%	23.0%	-	-	
순이익률	8.0%	21.8%	6.0%	20.5%	-	-	10.7%	18.6%	-	-	

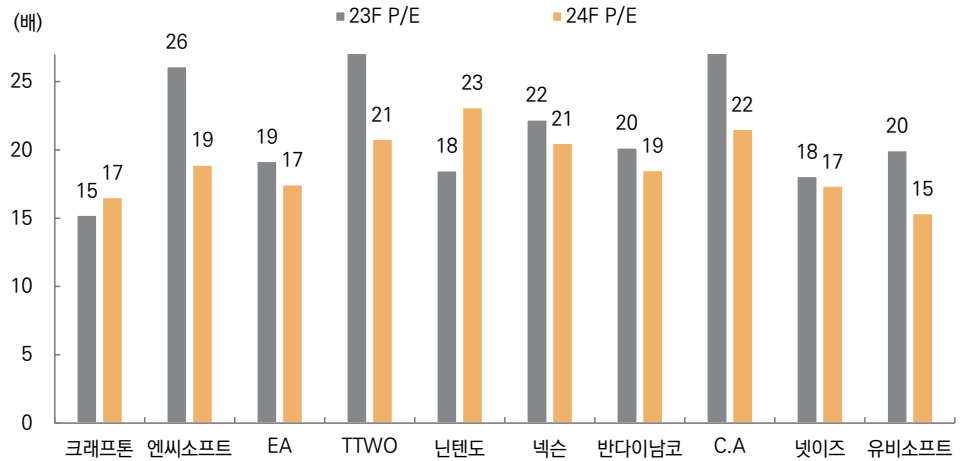
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	54	
Target P/E (배)	24	CyberAgent 2021년 P/E 평균. 우마무스메 흥행 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,318	
주식 수 (천주)	65,787	
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	16,010	
상승여력	24.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



넥슨게임즈 (22570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>132</b>	<b>193</b>	<b>263</b>	<b>326</b>
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	132	193	263	326
판매비와관리비	127	177	197	219
조정영업이익	5	16	65	107
영업이익	5	16	65	107
비영업손익	1	2	3	2
금융손익	2	5	6	8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	18	68	109
계속사업법인세비용	0	6	14	22
계속사업이익	6	12	54	87
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>54</b>	<b>87</b>
지배주주	6	12	54	87
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>54</b>	<b>87</b>
지배주주	6	12	54	87
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	21	71	113
FCF	28	13	55	88
EBITDA 마진율 (%)	7.6	10.9	27.0	34.7
영업이익률 (%)	3.8	8.3	24.7	32.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	6.2	20.5	26.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>204</b>	<b>218</b>	<b>273</b>	<b>359</b>
현금 및 현금성자산	115	123	172	251
매출채권 및 기타채권	31	34	37	40
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	58	61	64	68
<b>비유동자산</b>	<b>122</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>138</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	50	51	52	53
무형자산	36	38	41	45
<b>자산총계</b>	<b>326</b>	<b>343</b>	<b>403</b>	<b>496</b>
<b>유동부채</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>70</b>	<b>75</b>
매입채무 및 기타채무	2	2	3	4
단기금융부채	3	5	7	8
기타유동부채	55	58	60	63
<b>비유동부채</b>	<b>29</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>32</b>
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	17	18	19	20
<b>부채총계</b>	<b>89</b>	<b>94</b>	<b>101</b>	<b>107</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>237</b>	<b>249</b>	<b>303</b>	<b>390</b>
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	240	240	240	240
이익잉여금	-8	4	58	144
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>237</b>	<b>249</b>	<b>303</b>	<b>390</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>29</b>	<b>18</b>	<b>61</b>	<b>94</b>
당기순이익	6	12	54	87
비현금수익비용가감	19	7	13	20
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	15	2	7	14
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	1	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-4	-6	-14	-22
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>36</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>
유형자산처분(취득)	-1	-5	-6	-6
무형자산감소(증가)	-2	-2	-4	-6
장단기금융자산의 감소(증가)	-56	-4	-4	-4
기타투자활동	95	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-8</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	15	2	2	2
자본의 증가(감소)	273	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-296	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>56</b>	<b>8</b>	<b>48</b>	<b>80</b>
기초현금	59	115	123	172
기말현금	115	123	172	251

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	121.3	90.7	19.5	12.1
P/CF (x)	29.3	57.4	15.6	9.8
P/B (x)	3.2	3.7	3.1	2.5
EV/EBITDA (x)	70.1	43.0	11.9	6.7
EPS (원)	107	177	821	1,321
CFPS (원)	442	279	1,024	1,628
BPS (원)	4,103	4,278	5,099	6,420
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	45.7	36.3	24.0
EBITDA증가율 (%)	-	107.9	242.5	58.9
조정영업이익증가율 (%)	-	204.1	317.6	62.8
EPS증가율 (%)	-	65.4	364.8	60.9
매출채권 회전율 (회)	4.9	6.9	9.0	10.6
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.9	3.5	14.5	19.3
ROE (%)	2.6	4.8	19.6	25.1
ROIC (%)	7.3	14.8	72.3	110.5
부채비율 (%)	37.3	37.9	33.3	27.4
유동비율 (%)	341.9	337.5	389.5	476.1
순차입금/자기자본 (%)	-64.6	-65.3	-70.0	-75.2
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	14.3	53.9	80.1

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

095660 · 게임

# 네오위즈

## 새로운 신작을 기다리며

(유지)

매수

목표주가

38,000원 ▼

상승여력

38.7%

현재주가(23/11/24)

27,400원

KOSDAQ	815.00	시가총액(십억원)	604	발행주식수(백만주)	22	외국인 보유비중(%)	7.5
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

### Report summary

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 24% 하향

실적 전망 조정으로 목표주가 38,000원(타겟 P/E 19배 유지)으로 24% 하향하나 부담스럽지 않은 매수 시점으로 판단한다. P의 거짓 판매액이 기대치보다 낮은 점은 아쉬우나 판매량은 기대치를 부합했다. 한 달 판매량 100만장은 낮은 성과가 아니며 웰메이드 콘솔 작품을 만들 수 있다는 개발력을 증명했다.

#### 신작 정보 구체화 이후 리레이팅 전망

다변화된 플랫폼과 장르에서의 개발력이 입증됨에 따라 멀티플 리레이팅이 이어질 것으로 판단한다. 단기적인 대형 신작 모멘텀이 보이지 않아 주가 약세 지속되고 있으나 24년 출시 예정 '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까' IP 신작 정보(플랫폼, 장르)와 출시 시기가 구체화되면 다시금 모멘텀이 발생할 전망이다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.8	-38.8	-33.9
상대주가	2.9	-35.7	-40.1

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	261	295	387	385	401
영업이익 (십억원)	21	20	51	48	49
영업이익률 (%)	8.0	6.8	13.2	12.5	12.2
순이익 (십억원)	57	13	74	45	47
EPS (원)	2,577	593	3,358	2,038	2,111
ROE (%)	13.4	2.9	15.2	8.2	7.9
P/E (배)	14.0	62.3	8.2	13.4	13.0
P/B (배)	1.7	1.7	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

## P의 거짓 흥행 성과는?

P의 거짓은 9월 19일 출시되어 한 달 만에 판매량 100만장을 돌파했다. 해외 판매량 비중이 90% 이상을 기록했으며 손익분기점도 돌파했다. 시장 기대치였던 첫 해 200만장 수준의 판매량을 달성하는 데는 문제가 없어 보인다. 3분기 실적에는 63만장의 판매량이 반영되었으며 순매출 인식하는 하드패키지(비중 35%)의 존재로 시장 기대치에는 하회했다. 장당 4.5만원 수준의 매출 기여가 있었을 것으로 추정된다.

P의 거짓의 출시 초기 재무적 성과는 기대치에 미치지 못했으나 게임성에 대해서는 이견이 없을 정도로 높은 퀄리티를 입증했다. P의 거짓은 이번 지스타에서 2023 대한민국 게임대상 등 총 6관왕을 차지했으며, 메타크리틱에서도 80점 이상의 준수한 성과를 기록했고, 스팀에서는 92% 이상의 평가자로부터 '매우 긍정적' 평가를 받고 있다.

## 24년 신작 라인업

24년 라인업으로 7종 신작 Oh My Anne(모바일 퍼즐), '고양이와 스프' IP SNG(모바일 SNG), 프로젝트 IG(모바일 방치형 ARPG), 고양이와 스프: 매직 레시피(모바일 시뮬레이션), 영웅전설: 가가브트릴로지(모바일 수집형 RPG), 킹덤2(모바일 MMORPG), '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까' IP 기반 신작(PC/모바일 RPG)이 있다.

다수 신작 존재하나 동사에 유의미한 매출 기여를 해줄 것으로 기대되는 작품은 '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까' IP 기반 신작이다. 던만추 신작은 P의 거짓 개발팀 이상의 규모로 개발 중인 것으로 추정된다. 일본 인기 애니메이션 IP를 기반으로 하는 만큼 일본을 메인 타겟으로 출시될 것으로 예상된다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 24% 하향

실적 전망 조정으로 목표주가 38,000원(타겟 P/E 19배 유지)으로 24% 하향하나 부담스럽지 않은 매수 시점으로 판단한다. P의 거짓 판매액이 기대치보다 낮은 점은 아쉬우나 판매량은 기대치에 부합했다. 한 달 판매량 100만장은 낮은 성과가 아니며 네오위즈가 웰메이드 콘솔 작품을 만들 수 있는 개발력을 갖춘 게임사라는 점을 증명했다.

다변화된 플랫폼과 장르에서의 개발력이 입증됨에 따라 멀티플 리레이팅이 이어질 것으로 판단한다. 단기적인 대형 신작 모멘텀이 보이지 않아 주가 약세 지속되고 있으나 24년 출시 예정 '던전에서 만남을 추구하면 안되는 걸까' IP 신작 정보(플랫폼, 장르)와 출시 시기가 구체화되면 다시금 모멘텀이 발생할 전망이다.

표 37. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>68.5</b>	<b>70.1</b>	<b>117.5</b>	<b>131.2</b>	<b>90.8</b>	<b>89.2</b>	<b>97.8</b>	<b>107.1</b>	<b>261.2</b>	<b>294.6</b>	<b>387.4</b>	<b>385.0</b>
(% YoY)	-10.5%	-0.2%	56.8%	80.4%	32.5%	27.2%	-16.7%	-18.4%	-9.8%	12.8%	31.5%	-0.6%
PC/콘솔	27.5	27.0	54.8	79.6	41.1	37.3	43.8	50.7	125.1	126.4	188.9	172.8
모바일	32.3	33.3	53.2	42.0	40.0	42.0	44.1	46.3	132.1	126.9	160.8	172.4
기타	8.7	9.9	9.5	9.6	9.7	9.9	10.0	10.1	3.9	41.2	37.7	39.7
<b>영업비용</b>	<b>67.3</b>	<b>75.0</b>	<b>97.2</b>	<b>96.9</b>	<b>81.9</b>	<b>82.2</b>	<b>85.1</b>	<b>88.1</b>	<b>240.0</b>	<b>275.0</b>	<b>336.4</b>	<b>337.3</b>
인건비	32.0	34.1	39.7	37.0	35.0	35.7	36.4	37.1	111.6	126.7	142.8	144.3
지급수수료	14.1	17.8	29.3	34.7	22.8	22.2	24.1	26.2	61.8	67.6	96.0	95.3
마케팅비	10.8	12.3	14.2	11.0	9.8	9.9	10.0	10.1	32.6	36.4	48.3	39.9
D&A	4.2	4.4	5.0	5.0	5.1	5.1	5.1	5.2	12.1	18.8	18.6	20.5
기타	6.2	6.5	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	21.8	25.4	30.8	37.4
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>-4.9</b>	<b>20.2</b>	<b>34.4</b>	<b>8.9</b>	<b>7.0</b>	<b>12.8</b>	<b>19.0</b>	<b>21.3</b>	<b>19.6</b>	<b>51.0</b>	<b>47.7</b>
(% YoY)	-88.8%	적전	286.1%	흑전	614.3%	흑전	-36.9%	-44.8%	-64.8%	-8.0%	160.6%	-6.4%
영업이익률	1.8%	-7.0%	17.2%	26.2%	9.9%	7.8%	13.1%	17.7%	8.1%	6.6%	13.2%	12.4%
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>22.5</b>	<b>18.7</b>	<b>29.1</b>	<b>8.8</b>	<b>7.3</b>	<b>11.9</b>	<b>16.9</b>	<b>56.8</b>	<b>13.1</b>	<b>73.9</b>	<b>44.9</b>
순이익률	5.3%	32.1%	15.9%	22.2%	9.7%	8.1%	12.2%	15.8%	21.7%	4.4%	19.1%	11.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	381	384	387	385	2%	0%	379	407	2%	-5%	인건비 증가세 반영 영업외수익 하향 조정
영업이익	55	57	51	48	-8%	-16%	50	55	2%	-13%	
지배주주순이익	80	59	74	45	-7%	-24%	70	49	5%	-8%	
영업이익률	14.5%	14.9%	13.2%	12.4%	-	-	13.2%	13.5%	-	-	
순이익률	20.9%	15.3%	19.1%	11.7%	-	-	18.5%	11.9%	-	-	

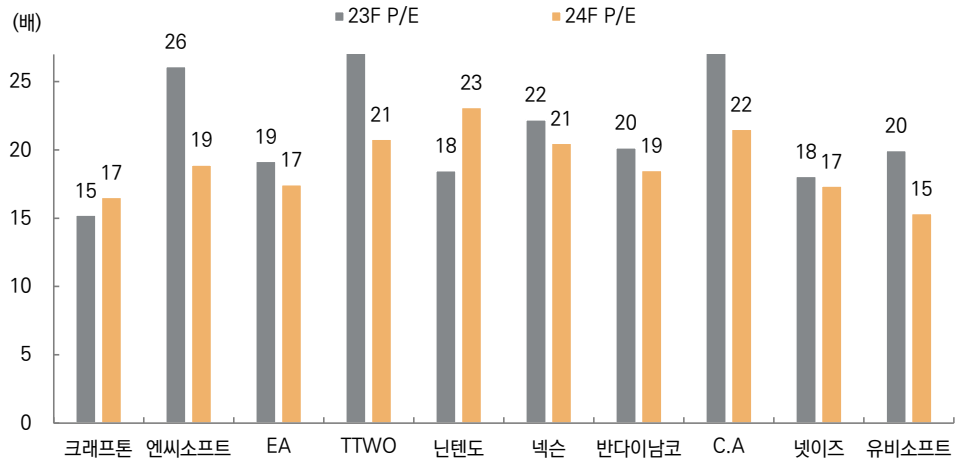
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	45	
Target P/E (배)	19	엔씨소프트 2017년 P/E 평균. 대작 게임 출시를 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	839	
주식 수 (천주)	22,034	
목표주가 (원)	38,000	
현재주가 (원)	27,400	
상승여력	38.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이시티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>295</b>	<b>387</b>	<b>385</b>	<b>401</b>
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	295	387	385	401
판매비와관리비	275	336	337	353
조정영업이익	20	51	48	49
영업이익	20	51	48	49
비영업손익	-1	26	8	9
금융손익	1	2	3	3
관계기업등 투자손익	2	0	0	0
세전계속사업손익	19	77	56	58
계속사업법인세비용	6	4	11	12
계속사업이익	13	73	45	47
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>13</b>	<b>73</b>	<b>45</b>	<b>47</b>
지배주주	13	74	45	47
비지배주주	0	-1	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>11</b>	<b>73</b>	<b>45</b>	<b>47</b>
지배주주	10	72	44	46
비지배주주	0	1	1	1
EBITDA	38	68	65	66
FCF	41	85	54	54
EBITDA 마진율 (%)	12.9	17.6	16.9	16.5
영업이익률 (%)	6.8	13.2	12.5	12.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.4	19.1	11.7	11.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>254</b>	<b>304</b>	<b>335</b>	<b>359</b>
현금 및 현금성자산	92	142	172	195
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	162	162	163	164
<b>비유동자산</b>	<b>307</b>	<b>312</b>	<b>327</b>	<b>350</b>
관계기업투자등	54	55	55	56
유형자산	86	86	88	91
무형자산	79	84	96	116
<b>자산총계</b>	<b>560</b>	<b>616</b>	<b>662</b>	<b>709</b>
<b>유동부채</b>	<b>87</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	<b>71</b>
매입채무 및 기타채무	9	10	10	10
단기금융부채	21	3	3	3
기타유동부채	57	57	58	58
<b>비유동부채</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
장기금융부채	1	1	1	1
기타비유동부채	13	13	13	14
<b>부채총계</b>	<b>101</b>	<b>84</b>	<b>85</b>	<b>86</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>449</b>	<b>523</b>	<b>568</b>	<b>614</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130
이익잉여금	381	455	500	546
<b>비지배주주지분</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
<b>자본총계</b>	<b>459</b>	<b>532</b>	<b>577</b>	<b>623</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>43</b>	<b>91</b>	<b>62</b>	<b>64</b>
당기순이익	13	73	45	47
비현금수익비용가감	52	20	25	26
유형자산감가상각비	6	6	6	7
무형자산감가상각비	13	11	11	10
기타	33	3	8	9
영업활동으로인한자산및부채의변동	-16	0	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	0	0	0
법인세납부	-8	-4	-11	-12
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-29</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>
유형자산처분(취득)	-2	-6	-8	-10
무형자산감소(증가)	-24	-16	-23	-30
장단기금융자산의 감소(증가)	90	0	0	0
기타투자활동	-93	0	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-32</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-18	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-31	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-22</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	<b>23</b>
기초현금	113	92	142	172
기말현금	92	142	172	195

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	62.3	8.2	13.4	13.0
P/CF (x)	12.4	6.5	8.6	8.4
P/B (x)	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	19.0	5.2	5.0	4.5
EPS (원)	593	3,358	2,038	2,111
CFPS (원)	2,974	4,195	3,181	3,273
BPS (원)	22,202	25,560	27,599	29,710
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	12.8	31.5	-0.6	4.3
EBITDA증가율 (%)	15.2	77.9	-5.5	2.3
조정영업이익증가율 (%)	-8.0	160.6	-6.4	2.5
EPS증가율 (%)	-77.0	466.3	-39.3	3.6
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	10,872.1	10,364.4	9,094.0	9,313.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	12.4	7.0	6.8
ROE (%)	2.9	15.2	8.2	7.9
ROIC (%)	8.5	29.6	22.2	20.5
부채비율 (%)	22.1	15.8	14.8	13.8
유동비율 (%)	290.3	434.2	473.8	502.6
순차입금/자기자본 (%)	-20.5	-48.6	-50.1	-50.1
조정영업이익/금융비용 (x)	11.5	51.8	157.2	159.7



(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

3659 JP · 글로벌 게임 · 일본

# 넥슨

## 긍정적인 플랫폼, 장르 다변화 흐름

(유지)

매수

목표주가

JPY 3900 ▲

상승여력

25.6%

현재주가(23/11/24)

JPY 3105

넷케이 225(p)	33,625.53	시가총액(십억JPY)	2,658.67	시가총액(조원)	23.08	유통주식수(백만주)	856
------------	-----------	-------------	----------	----------	-------	------------	-----

### Report summary

#### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 5% 상향

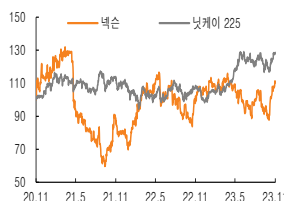
PC/콘솔 매출 상향에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 5% 상향한다. 대형 신작의 출시가 아닌 다변화된 플랫폼, 장르에서의 중형 신작 출시로 유의미한 성과를 내고 있는 부분이 긍정적이다. 데이브 더 다이버의 글로벌 성공으로 입증한 콘솔 개발력은 동사의 리레이팅 요인이 될 것이다.

#### 경영진 교체도 긍정적인 부분

내년 창립 30주년을 맞아 이루어진 넥슨 그룹 경영진 체제 변경도 긍정적으로 판단한다. 넥슨 본사 대표로 내정된 이정현 넥슨코리아 대표는 2003년 신입사원으로 입사해 대표까지 이룬 입지전적인 인물로 넥슨의 모바일 게임으로의 전환을 성공적으로 이끌었다. 넥슨의 새로운 성공 전략이 된 Big&Little 전략 그리고 이에 따른 플랫폼, 장르 다변화 흐름이 더욱 강화될 것으로 전망한다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	21.9	1.6	8.2
상대주가	12.6	-7.3	-8.6

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억JPY)	293	274	354	433	467
영업이익 (십억JPY)	111	92	104	153	165
영업이익률 (%)	38.0	33.4	29.3	35.3	35.4
순이익 (십억JPY)	56	115	100	135	141
EPS (JPY)	62	127	114	152	160
ROE (%)	7.8	13.6	11.6	13.1	12.1
P/E (배)	50.2	17.2	25.4	19.8	18.8
P/B (배)	3.9	2.3	2.9	2.6	2.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

## 성공적인 PC/콘솔 개발력 입증

3분기 PC/콘솔 매출액 860억엔(+29% YoY)으로 예상치를 14% 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 지역별 매출액으로는 북미/유럽이 90억엔으로 YoY 78% 성장하는 성과를 올렸다. PC/콘솔 및 서구권 매출 호조는 6월 말 출시돼 성공스토리를 써나가고 있는 데이브 더 다이버 흥행에 기인한다.

넥슨의 서브 브랜드 민트로켓에서 만든 해양 어드벤처 PC/콘솔 게임 데이브 더 다이버는 글로벌 흥행에 성공하며 넥슨의 PC/콘솔 개발력을 입증하고 있다. 지난 9월에는 글로벌 누적 판매량 200만장을 돌파했으며 10월 말 닌텐도 스위치에도 출시됐다. 지스타에서는 2023 대한민국 게임대상 최우수상을 수상하기도 했다.

## 지역 다변화 흐름 지속

데이브 더 다이버로 PC/콘솔 개발력이 입증되기 시작하면서 서구권 매출도 고성장에 들어섰다. 아시아권에 치우친 넥슨의 지역 편중이 완화될 것으로 기대된다. 차기 기대작들인 더 파이널스(아레나 슈터), 퍼스트디센던트(루트 슈터), 낙원(익스트랙션 생존), 아크레이더스(익스트랙션 슈팅) 등은 서구권을 메인 타겟으로 준비 중이다.

중국 지역 매출 회복세가 관찰되는 부분도 긍정적이다. 3분기 중국 매출액은 YoY 22% 성장한 240억엔을 기록했는데 모바일 부문 회복세가 눈에 띄었다. 미미한 수준이었던 중국 모바일 매출액은 30억엔 수준까지 뛰었는데 이는 메이플스토리M 출시 영향에 기인한다. 메이플스토리, 블루아카이브 등 동사의 외자판호 획득이 이어지고 있기 때문에 던파M과 같은 기존작 뿐만 아니라 신작의 중국 진출 가능성도 높다고 판단한다.

## 투자의견 '매수' 유지, 목표주가 5% 상향

PC/콘솔 매출 상향에 따른 24F 실적 조정으로 목표주가를 5% 상향한다. 대형 신작의 출시가 아닌 다변화된 플랫폼, 장르에서의 중소형 신작 출시로 유의미한 성과를 내고 있는 부분이 긍정적이다. 데이브 더 다이버의 글로벌 성공으로 입증한 콘솔 개발력은 동사의 리레이팅 요인이 될 것이다.

내년 창립 30주년을 맞아 이루어진 넥슨 그룹 경영진 체제 변경도 긍정적으로 판단한다. 넥슨 본사 대표로 내정된 이정현 넥스코리아 대표는 2003년 신입사원으로 입사해 대표까지 이룬 입지전적인 인물로 넥슨의 모바일 게임으로의 전환을 성공적으로 이끌었다. 넥슨의 새로운 성공 전략이 된 Big&Little 전략 그리고 이에 따른 플랫폼, 장르 다변화 흐름이 더욱 강화될 것으로 전망한다.

표 40. 분기 및 연간 실적 전망

(십억JPY)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>124</b>	<b>94</b>	<b>120</b>	<b>94</b>	<b>134</b>	<b>106</b>	<b>126</b>	<b>102</b>	<b>274</b>	<b>354</b>	<b>433</b>	<b>467</b>
(% YoY)	36%	12%	23%	16%	8%	12%	4%	8%	-6%	29%	22%	8%
국내	65	62	76	59	70	70	80	65	155	213	262	284
PC	43	42	56	41	49	48	58	46	104	136	183	200
모바일	22	20	20	18	20	22	22	19	50	77	79	83
중국	43	18	24	21	46	21	24	21	74	86	106	111
PC	43	18	21	18	44	19	22	19	74	86	100	105
모바일	0	0	3	2	2	2	2	1	1	1	6	7
일본	4	2	3	3	4	2	3	3	10	11	12	13
PC	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	4	4
모바일	3	1	2	2	3	2	2	2	7	7	8	9
북미/유럽	5	5	9	6	6	6	10	7	19	20	25	29
PC	2	2	3	2	2	2	4	3	6	6	9	11
모바일	3	4	5	4	4	4	6	4	13	14	16	18
기타	7	6	8	5	8	7	9	6	17	24	27	29
PC	4	3	4	2	4	3	5	3	10	12	13	14
모바일	3	4	4	3	4	4	4	3	7	11	14	15
PC	93	65	86	65	101	72	90	71	196	244	310	335
(% YoY)	37%	18%	29%	21%	8%	11%	5%	10%	0%	24%	27%	8%
모바일	31	29	34	29	33	34	36	30	78	110	123	132
(% YoY)	33%	2%	11%	6%	5%	15%	4%	6%	-20%	41%	12%	7%
<b>매출원가</b>	<b>34</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>72</b>	<b>106</b>	<b>140</b>	<b>154</b>
<b>영업비용</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>36</b>	<b>108</b>	<b>139</b>	<b>139</b>	<b>147</b>
인건비	6	7	8	9	6	7	8	9	29	33	30	30
PG fee	10	10	12	9	13	10	12	10	28	40	41	45
R&D	6	6	6	7	6	6	6	7	21	26	25	25
마케팅비	7	7	8	6	9	7	8	6	17	26	28	30
D&A	1	1	1	1	1	1	1	1	5	4	3	4
기타	3	3	4	3	4	3	4	3	8	11	13	14
<b>영업이익</b>	<b>56</b>	<b>28</b>	<b>46</b>	<b>22</b>	<b>58</b>	<b>35</b>	<b>47</b>	<b>25</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>153</b>	<b>165</b>
(% YoY)	46%	22%	47%	104%	4%	27%	1%	12%	-18%	13%	47%	8%
영업이익률	45%	29%	39%	24%	44%	33%	37%	25%	33%	29%	35%	35%
<b>지배주주순이익</b>	<b>53</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>22</b>	<b>47</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>24</b>	<b>115</b>	<b>100</b>	<b>135</b>	<b>141</b>
순이익률	43%	26%	29%	24%	35%	29%	31%	24%	42%	28%	31%	30%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 연간 실적 추정치 변경

(십억JPY)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	417	449	433	467	4%	4%	428	473	1%	-1%	PC/콘솔 매출 상황
영업이익	144	152	153	165	6%	8%	141	161	8%	2%	
지배주주순이익	134	135	135	141	1%	5%	120	127	12%	11%	
영업이익률	34.6%	33.9%	35.3%	35.4%	-	-	33.0%	34.1%	-	-	
순이익률	32.0%	30.1%	31.1%	30.3%	-	-	28.0%	26.8%	-	-	

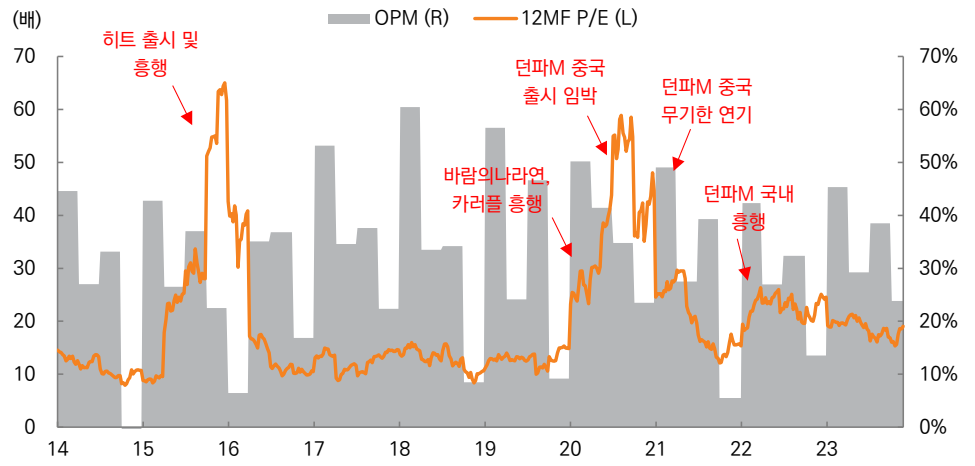
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 밸류에이션

	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억JPY)	141	
Target P/E (배)	24	22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억JPY)	3,447	
목표주가 (JPY)	3,900	
현재주가 (JPY)	3,105	
상승여력	25.6%	

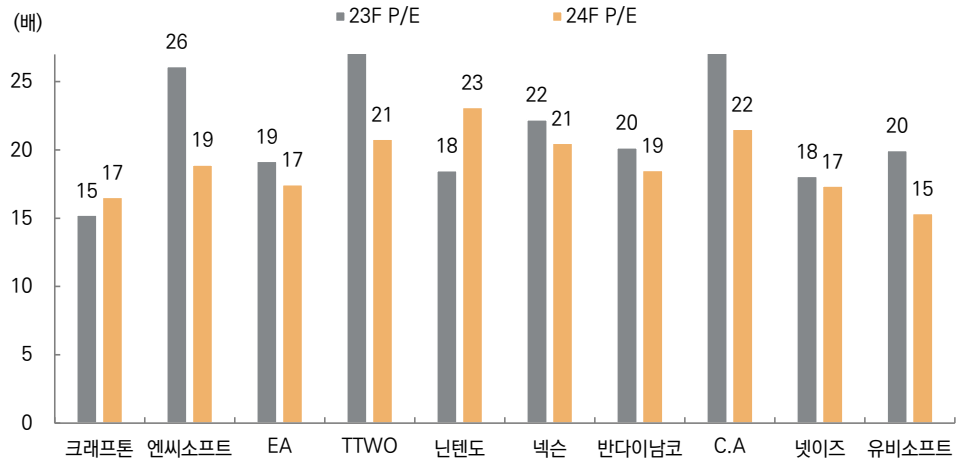
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 글로벌 주요 게임사 23F, 24F P/E (블룸버그 컨센서스)



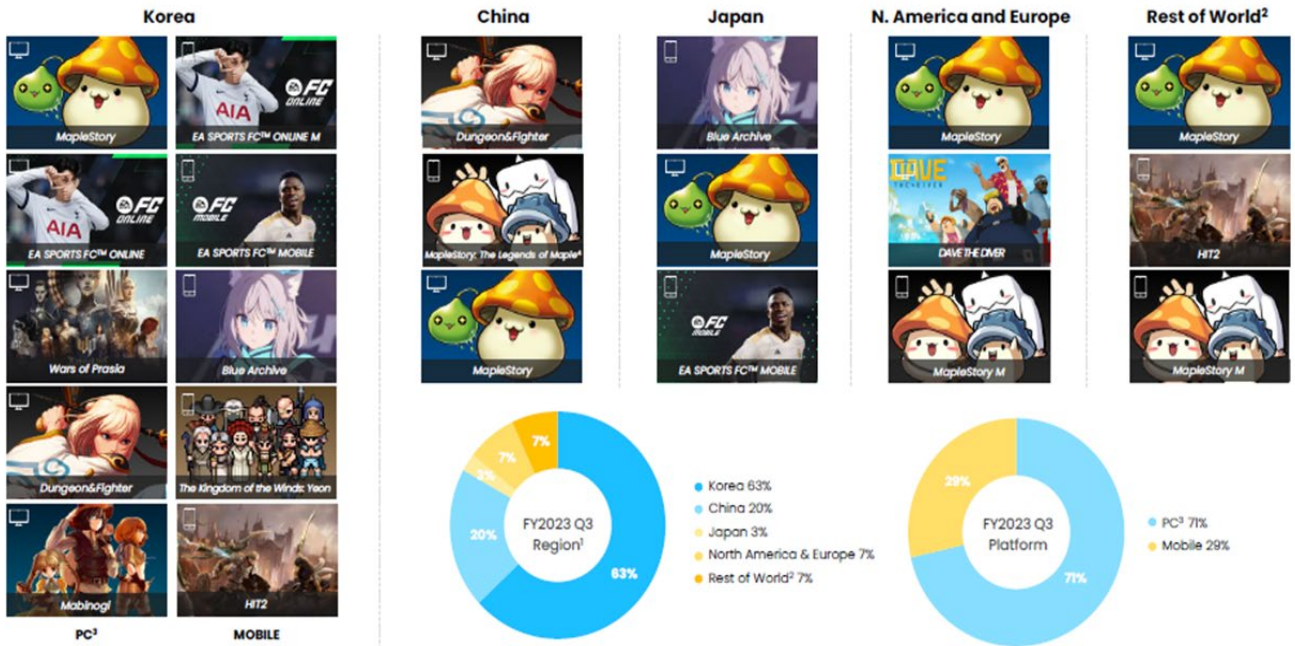
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. 글로벌 게임 기업 Vauation (블룸버그 컨센서스)

(십억원, 배, %)	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
크래프톤 (KR)	9,939	15.2	16.5	5.5	5.1	1.7	1.6	8.9	8.9	39.1	35.8
엔씨소프트	5,917	26.1	18.9	3.2	2.8	1.8	1.7	15.8	10.4	9.8	15.0
넷마블	4,770	-	79.2	1.8	1.6	0.9	0.9	37.3	20.8	-0.8	3.3
카카오게임즈	2,187	68.6	20.7	2.1	1.7	1.3	1.2	16.5	11.7	8.0	12.8
넥슨게임즈	1,053	52.1	20.1	5.3	4.0	3.8	3.2	28.4	12.4	12.1	24.2
펠어비스	2,608	142.3	20.3	7.6	4.5	3.6	3.1	160.5	16.1	-3.0	20.5
위메이드	1,744	-	25.0	2.8	2.0	6.6	5.7	-	28.2	-14.2	4.4
NHN	800	13.3	10.2	0.3	0.3	0.5	0.4	3.4	2.9	3.8	4.4
네오위즈	604	7.9	11.2	1.6	1.5	1.2	1.1	6.1	6.0	13.5	14.0
컴투스	645	18.2	16.0	0.8	0.7	0.5	0.5	64.4	14.9	-2.3	2.5
더블유게임즈	844	5.7	5.7	1.5	1.3	0.9	0.8	3.3	3.1	34.9	34.0
웹젠	520	10.5	7.9	2.9	2.3	0.8	0.7	8.5	5.7	24.3	29.1
조이스티	192	24.3	12.7	1.4	1.1	1.8	1.6	13.8	10.6	11.0	12.2
Electronic Arts (US)	47,908	19.2	17.5	4.8	4.5	4.8	4.4	14.2	13.0	28.9	30.5
Take Two Interactive	34,665	49.7	20.8	4.8	3.4	3.1	3.0	33.3	17.7	13.8	20.1
Nintendo (JP)	77,622	18.5	23.1	5.5	5.7	3.2	3.1	13.1	16.3	32.7	29.1
Nexon	23,184	22.2	20.5	6.2	5.6	2.7	2.4	14.0	12.1	33.1	34.2
Bandai Namco	17,574	20.2	18.5	1.9	1.8	2.9	2.7	10.9	9.8	12.8	13.5
Konami	9,203	18.5	17.1	3.1	2.9	2.4	2.2	8.9	8.2	21.8	22.0
Cyber Agent	4,085	30.5	21.5	0.6	0.6	3.1	2.7	10.1	8.6	4.5	5.2
Square Enix	5,527	17.7	15.4	1.8	1.8	1.8	1.7	8.2	6.6	12.8	15.6
Tencent (CH)	511,018	18.3	15.6	4.5	4.1	3.3	2.8	13.3	11.7	28.0	29.5
NetEase	94,535	18.1	17.4	4.9	4.4	4.2	4.1	13.1	11.7	27.6	28.2
Kingsoft	6,204	55.0	27.3	3.9	3.3	1.7	1.6	7.4	6.0	25.0	25.5
Youzu Interactive	1,996	34.6	28.5	4.1	3.1	2.2	2.1	56.6	31.0	2.2	4.7
Ubisoft (FR)	5,390	20.0	15.4	1.8	1.6	2.2	2.0	5.7	4.7	16.3	17.4

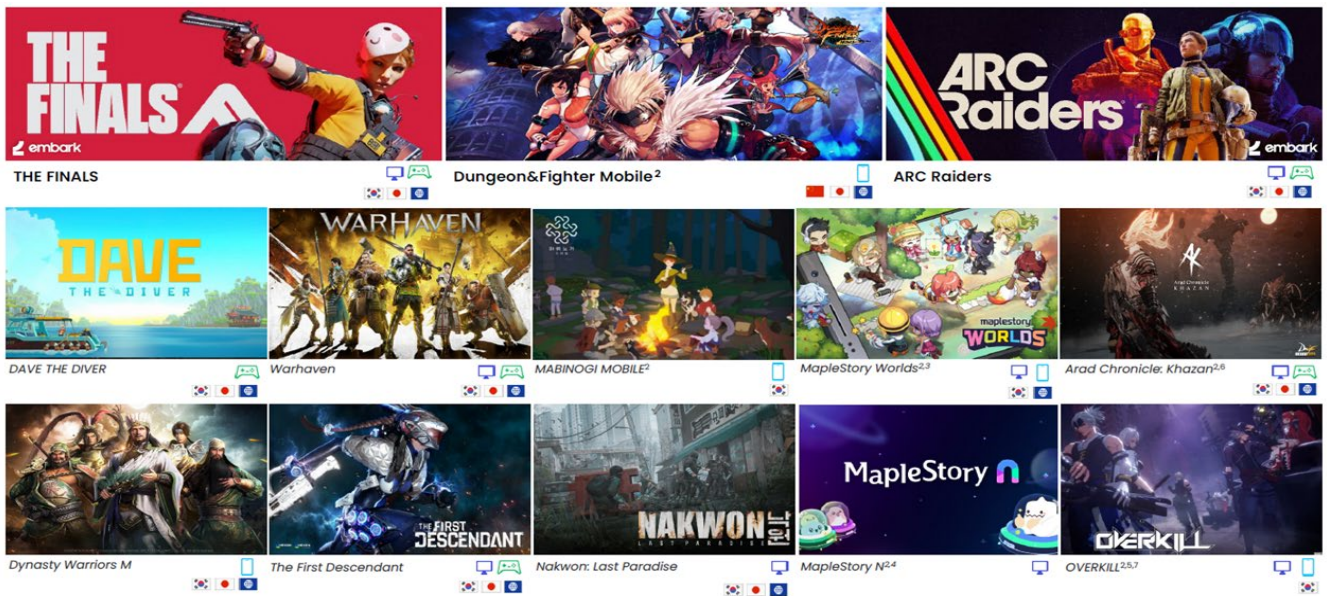
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 주요 파이프라인 현황



자료: 미래에셋증권 리서치센터

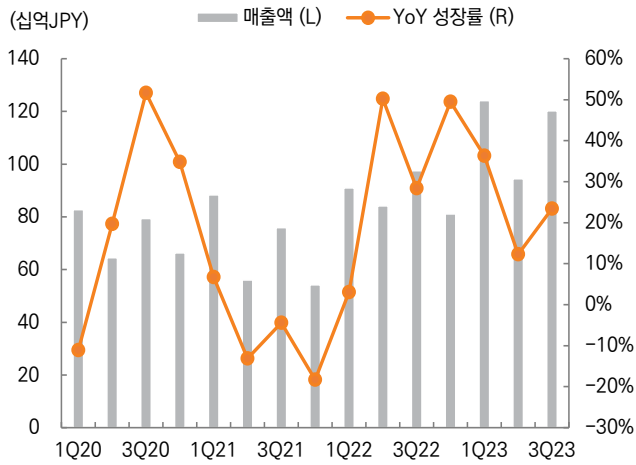
그림 83. 주요 신작 라인업 현황



자료: 미래에셋증권 리서치센터

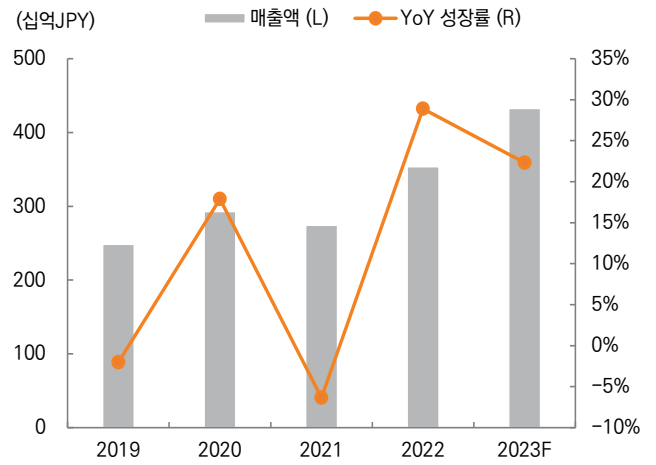


그림 84. 분기 매출액 추이



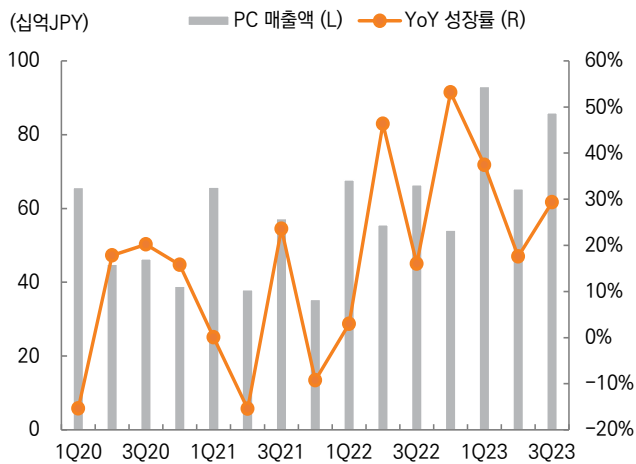
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 연간 매출액 추이



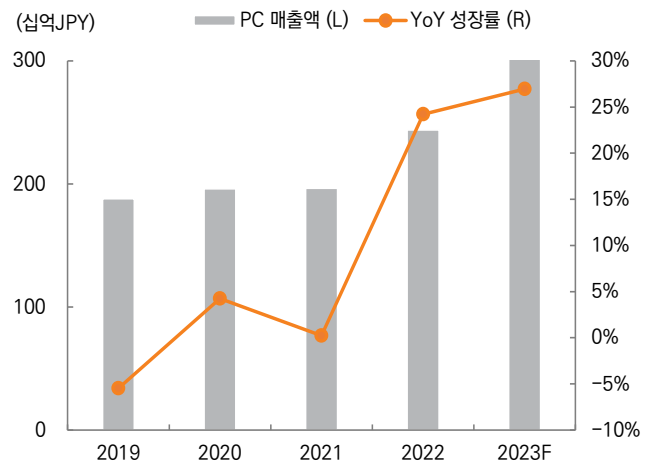
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 86. 분기 PC 매출액 추이



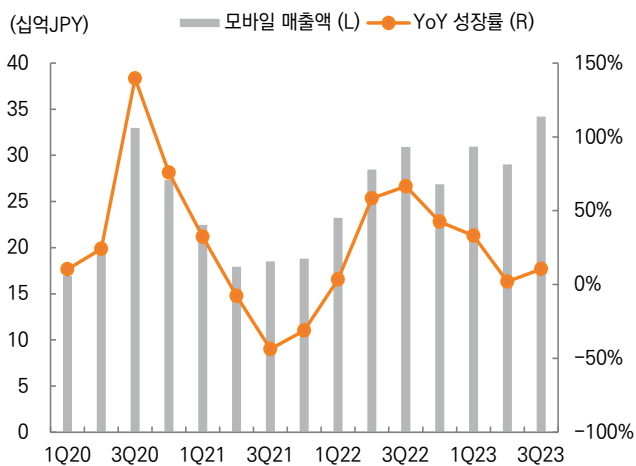
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 연간 PC 매출액 추이



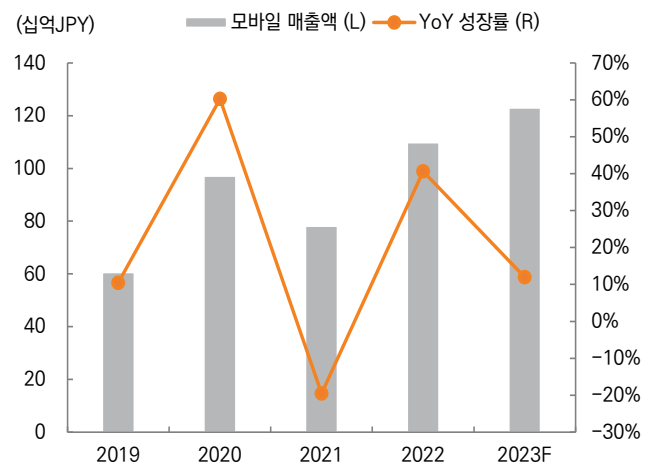
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 88. 분기 모바일 매출액 추이



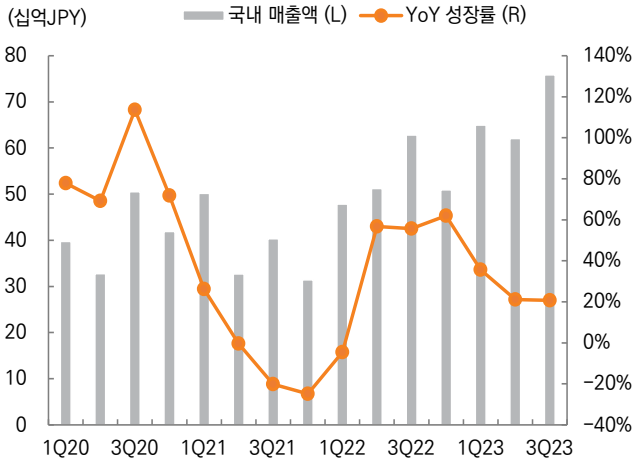
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 연간 모바일 매출액 추이



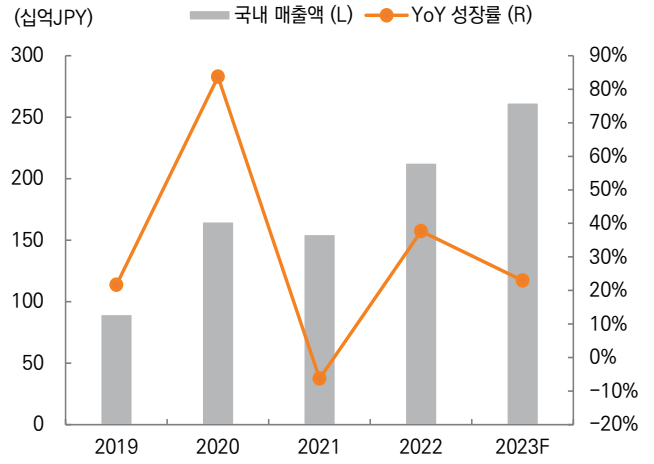
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 90. 분기 국내 매출액 추이



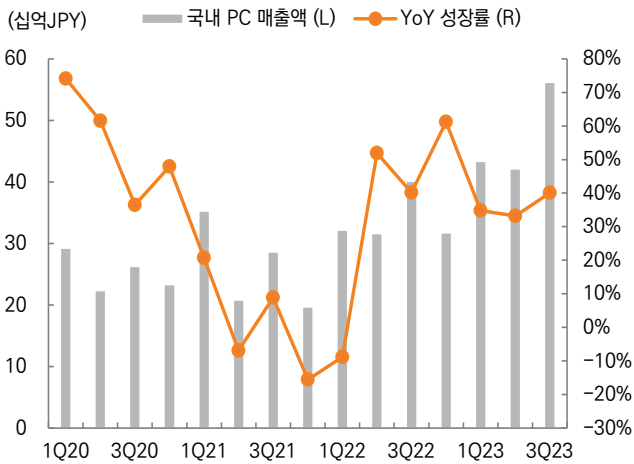
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 연간 국내 매출액 추이



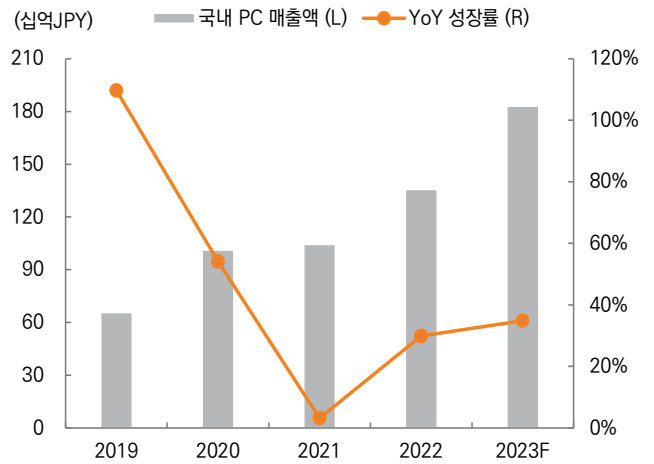
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 92. 분기 국내 PC 매출액 추이



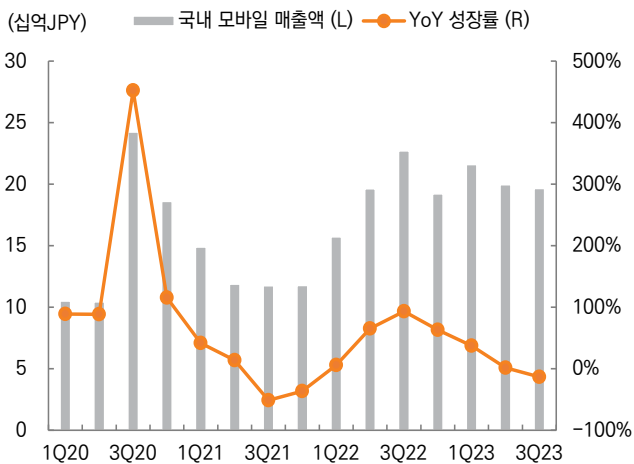
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 연간 국내 PC 매출액 추이



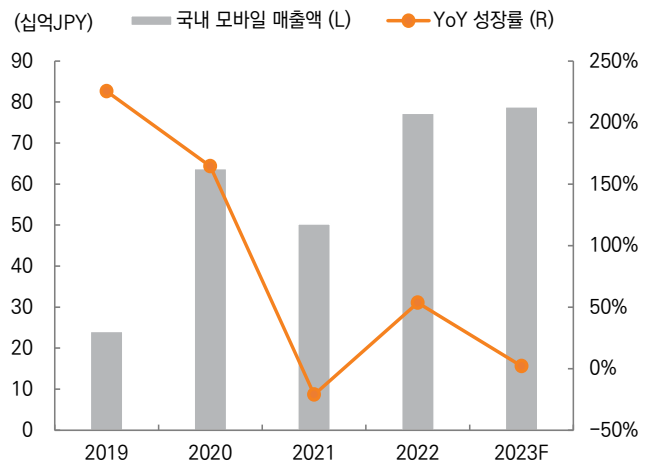
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. 분기 국내 모바일 매출액 추이



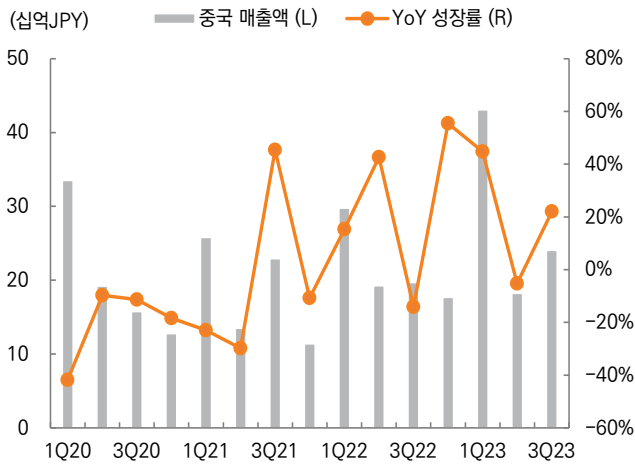
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 연간 국내 모바일 매출액 추이



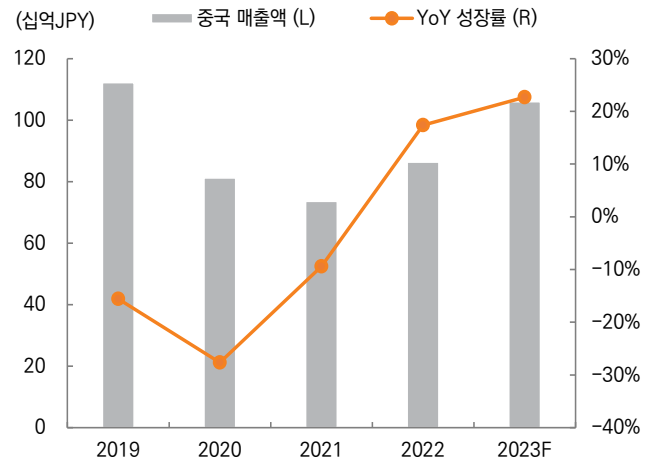
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 96. 분기 중국 매출액 추이



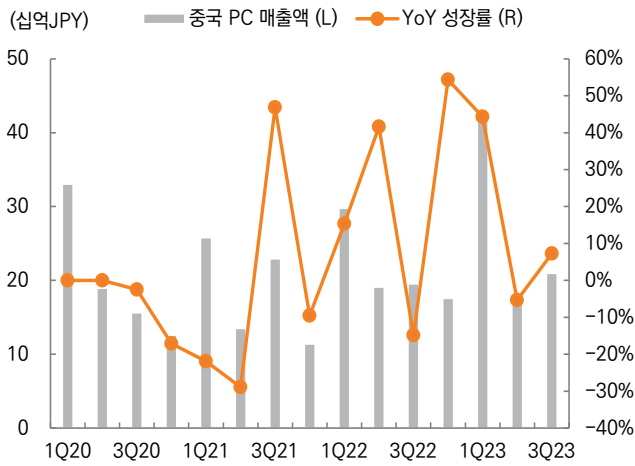
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 연간 중국 매출액 추이



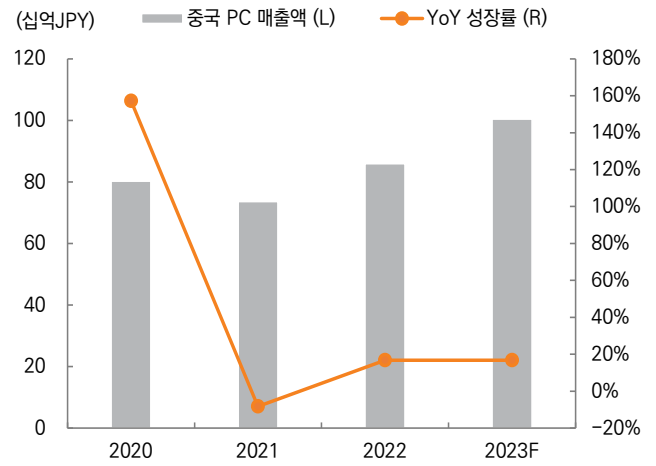
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 98. 분기 중국 PC 매출액 추이



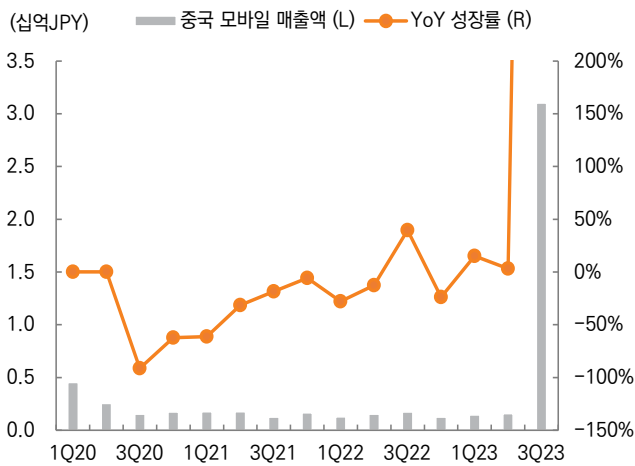
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 연간 중국 PC 매출액 추이



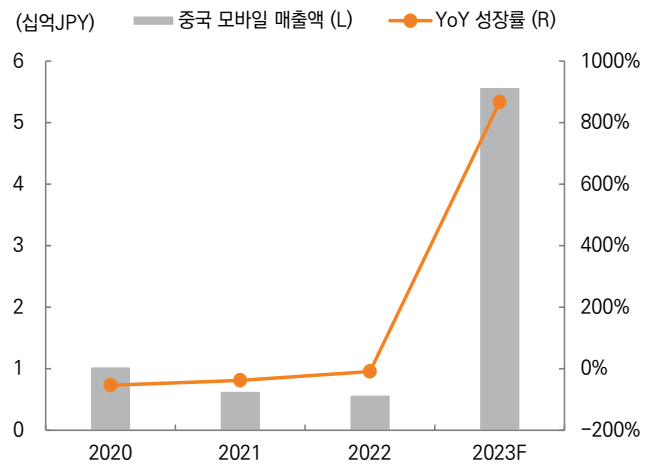
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 100. 분기 중국 모바일 매출액 추이



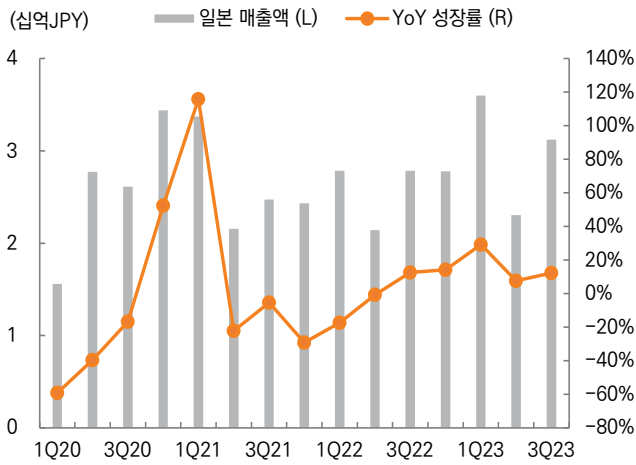
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 연간 중국 모바일 매출액 추이



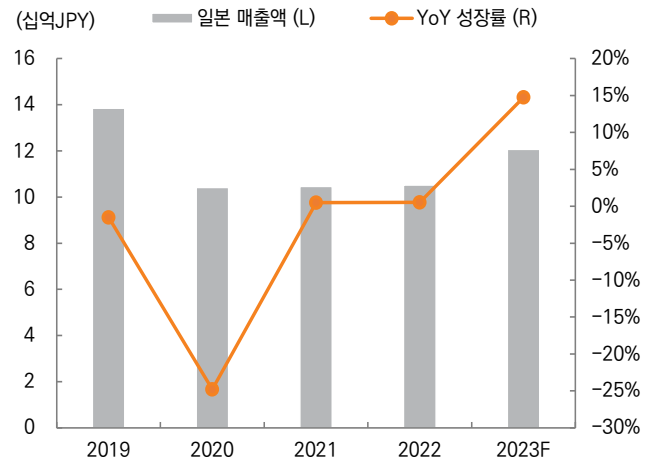
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 102. 분기 일본 매출액 추이



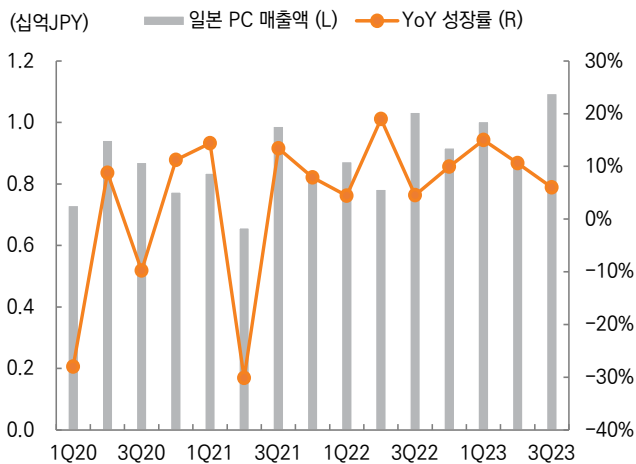
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 연간 일본 매출액 추이



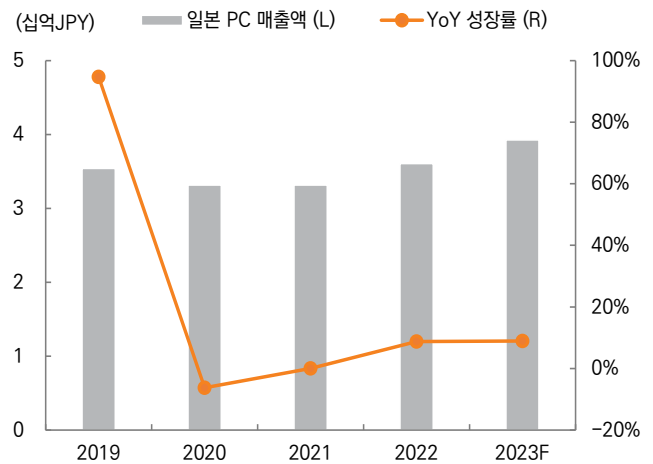
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 104. 분기 일본 PC 매출액 추이



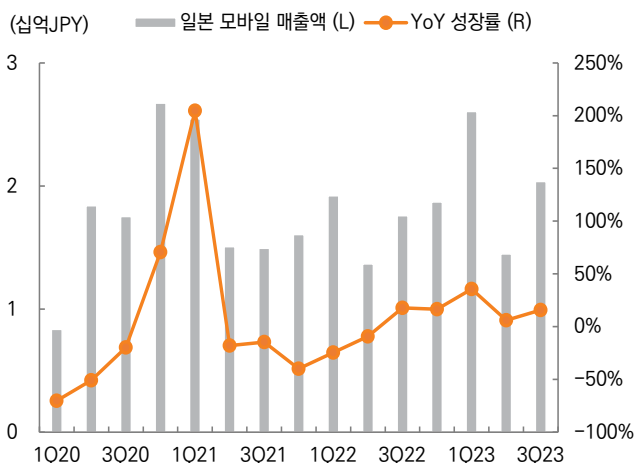
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 연간 일본 PC 매출액 추이



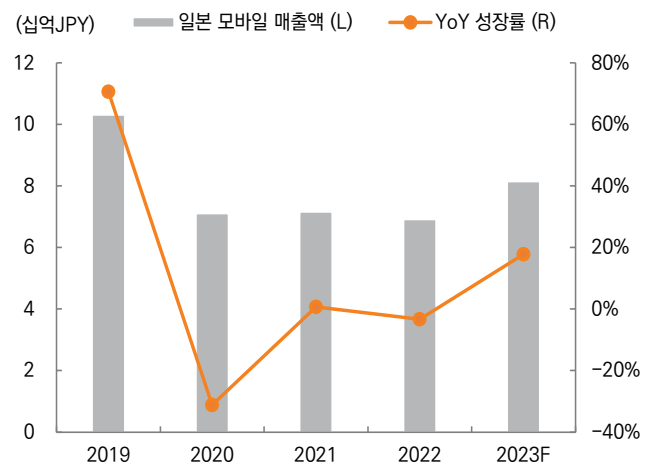
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 106. 분기 일본 모바일 매출액 추이



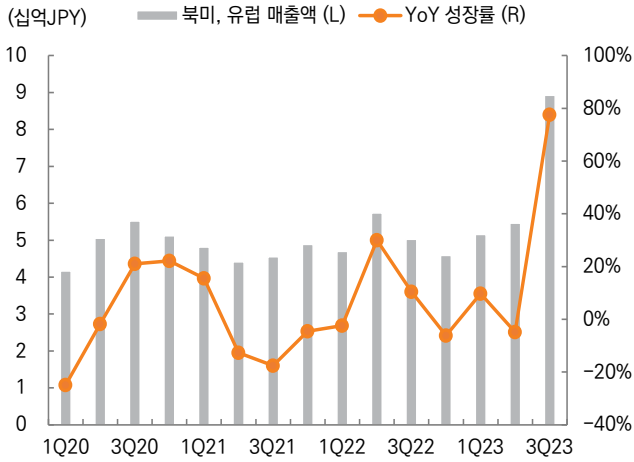
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 연간 일본 모바일 매출액 추이



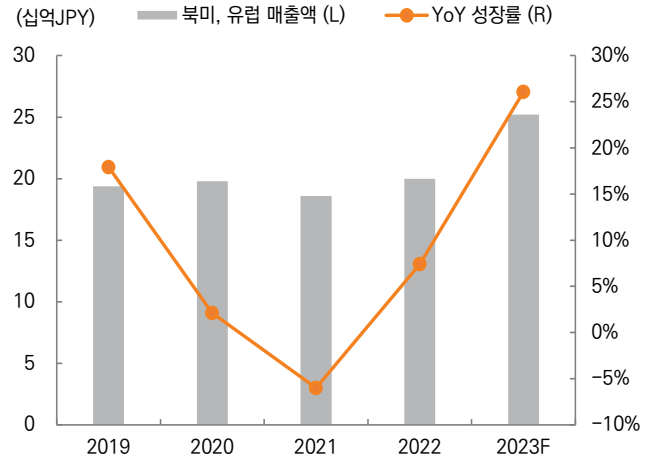
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 108. 분기 복미, 유럽 매출액 추이



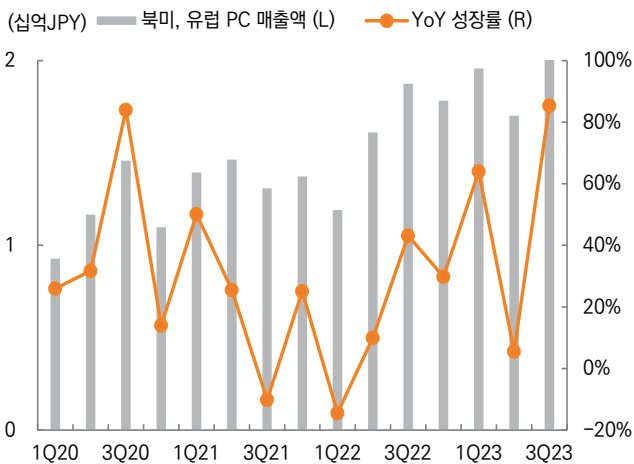
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 연간 복미, 유럽 매출액 추이



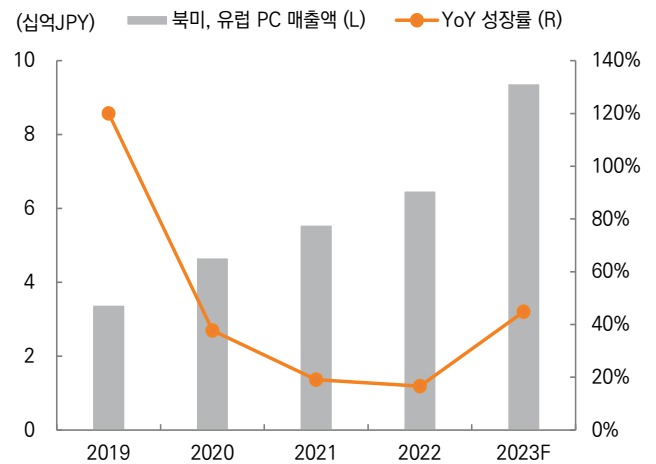
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 110. 분기 복미, 유럽 PC 매출액 추이



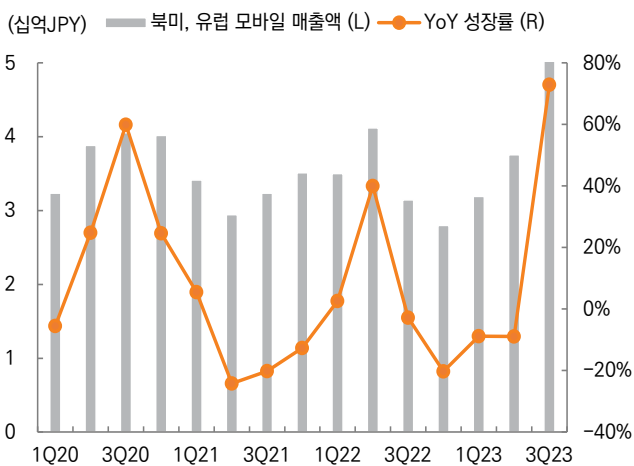
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 연간 복미, 유럽 PC 매출액 추이



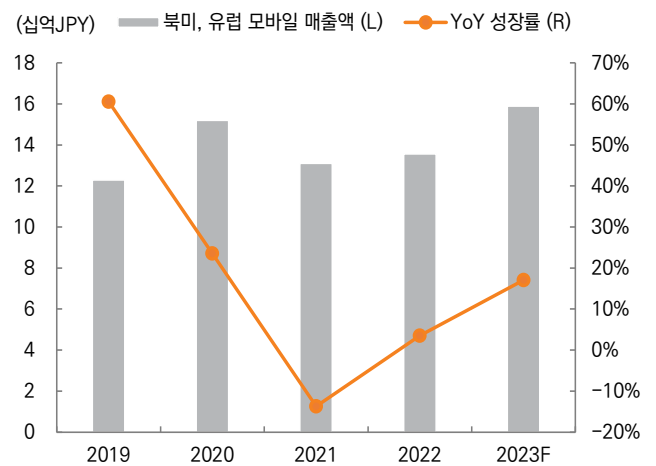
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 112. 분기 복미, 유럽 모바일 매출액 추이



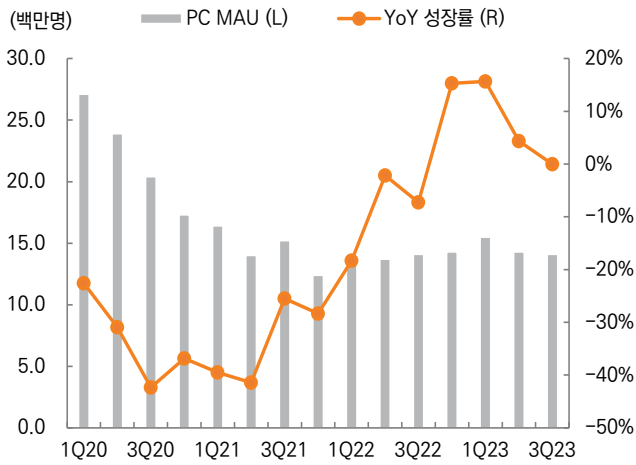
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 연간 복미, 유럽 모바일 매출액 추이



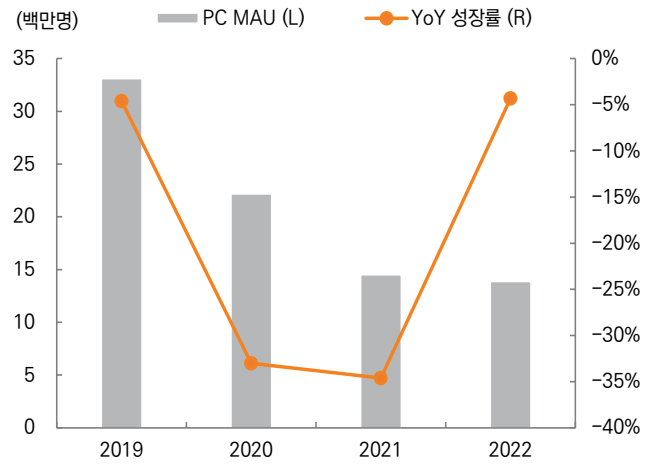
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 114. 분기 PC MAU 추이



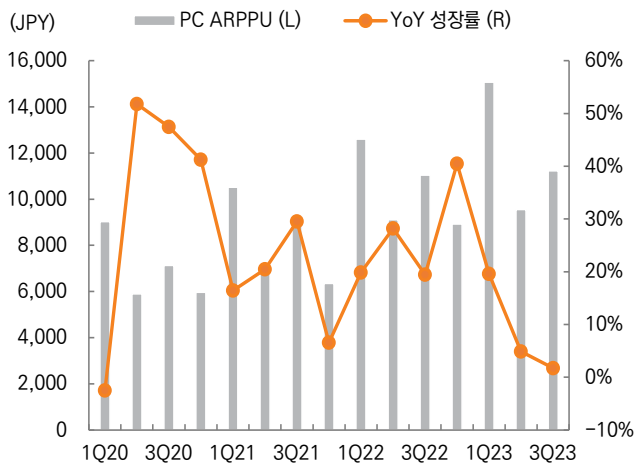
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 연간 PC MAU 추이



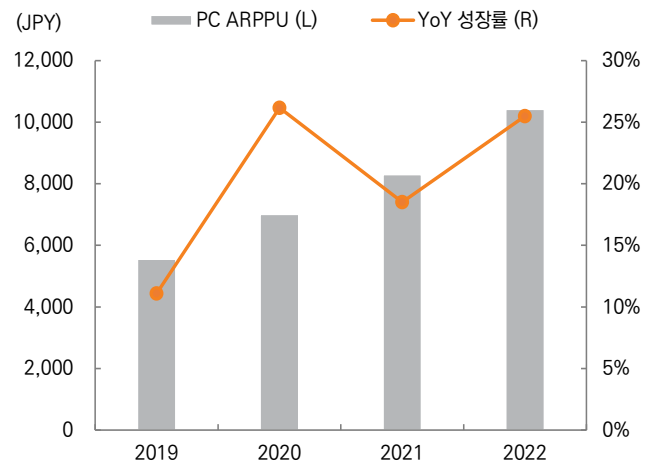
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 116. 분기 PC ARPPU 추이



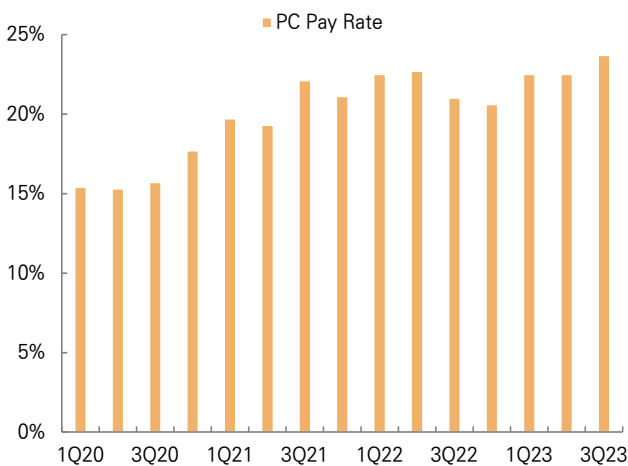
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 연간 PC ARPPU 추이



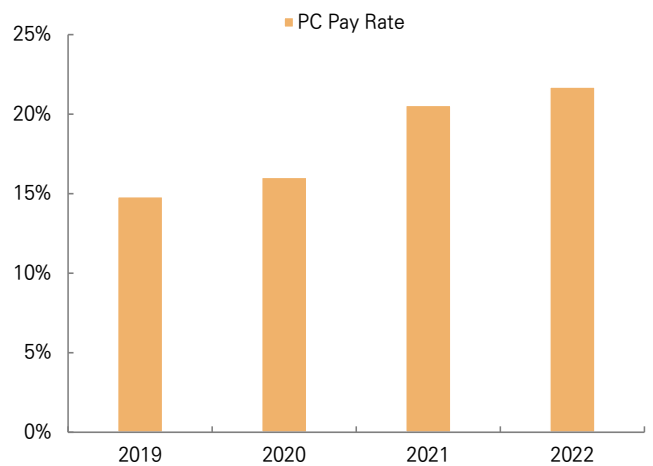
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 118. 분기 PC Pay Rate 추이



자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

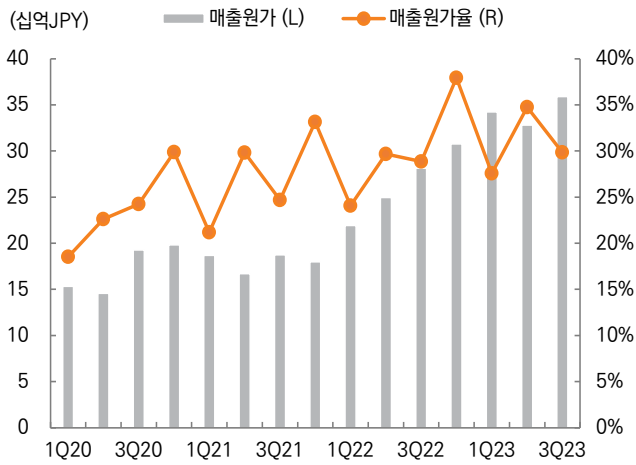
그림 119. 연간 PC Pay Rate 추이



자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

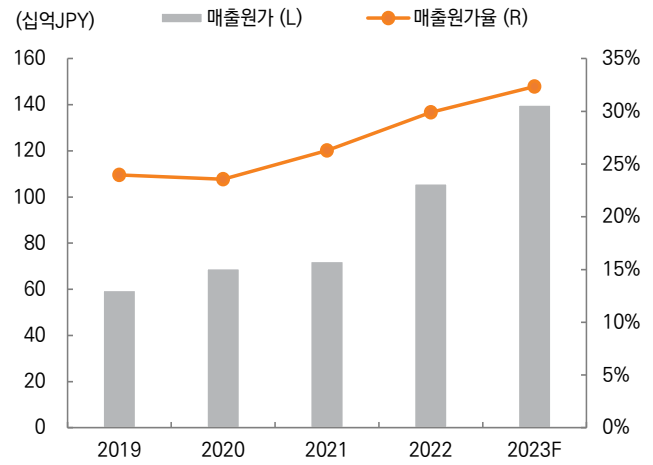


그림 120. 분기 매출원가 추이



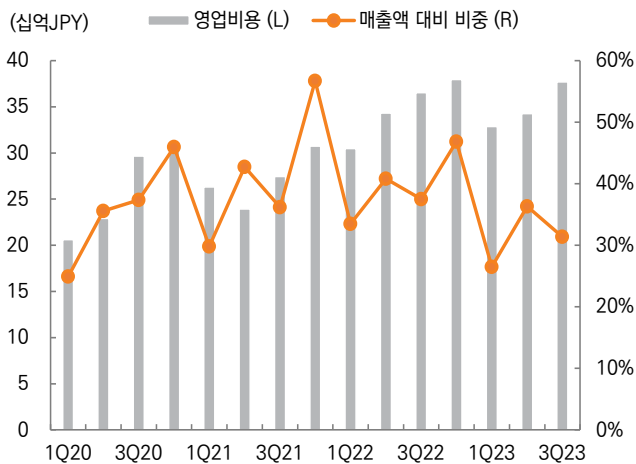
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 연간 매출원가 추이



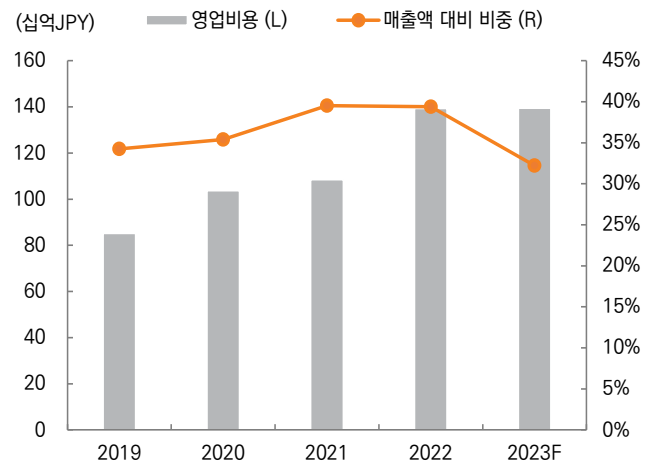
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 122. 분기 영업비용 추이



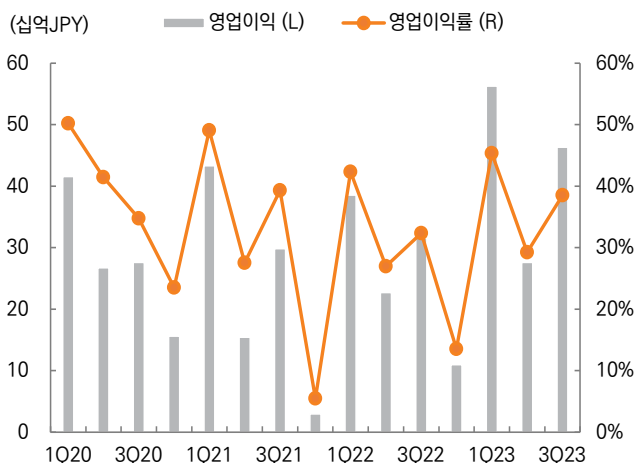
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 연간 영업비용 추이



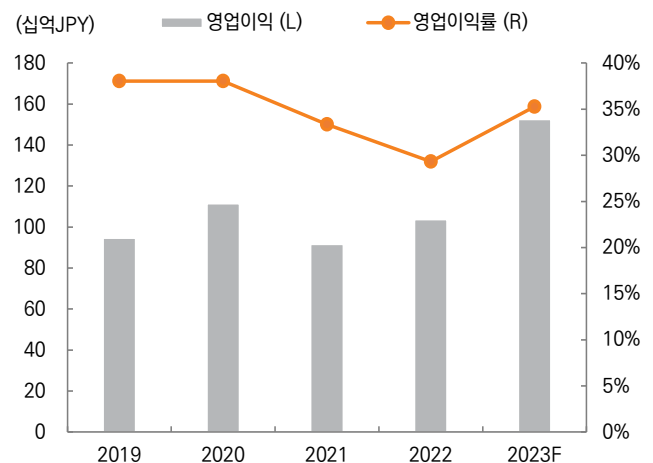
자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 124. 분기 영업이익 추이



자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 연간 영업이익 추이



자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터 추정

넥슨 (3659 JP)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억JPY)	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>274</b>	<b>354</b>	<b>433</b>	<b>467</b>
매출원가	72	106	140	154
<b>매출총이익</b>	<b>202</b>	<b>248</b>	<b>293</b>	<b>312</b>
영업비용	108	139	139	147
영업외수익	-2	-5	-1	0
<b>영업이익</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>153</b>	<b>165</b>
비영업손익	44	37	47	37
세전사업손익	135	141	199	202
법인세비용	22	41	64	61
비배주주순이익	-2	0	1	0
<b>지배주주순이익</b>	<b>115</b>	<b>100</b>	<b>135</b>	<b>141</b>

Growth & Margins (%)	2021	2022	2023F	2024F
매출액증가율	-6.3%	28.9%	22.3%	7.9%
매출총이익증가율	-9.7%	22.5%	18.1%	6.7%
영업이익증가율	-17.9%	13.3%	47.1%	8.2%
지배주주순이익증가율	104.4%	-12.7%	34.1%	5.0%
매출총이익률	39.5%	39.4%	32.2%	31.6%
영업이익률	33.4%	29.3%	35.3%	35.4%
지배주주순이익률	41.9%	28.4%	31.1%	30.3%

예상 현금흐름표 (요약)

(십억JPY)	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>106</b>	<b>130</b>	<b>168</b>	<b>149</b>
당기순이익	115	100	135	141
감가상각비	8	7	8	8
기타	-16	27	25	-1
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>18</b>	<b>-11</b>	<b>-200</b>	<b>-10</b>
자본적지출	-14	-6	-11	-3
기타	32	-5	-188	-8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-21</b>	<b>-106</b>	<b>-31</b>	<b>-14</b>
배당금의 지급	-4	-9	-12	-12
장단기금융부채의 증가(감소)	-5	-3	-6	-2
자본의 증가(감소)	-16	-100	-18	0
기타	4	6	5	0
FX rate effect	10	31	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>113</b>	<b>44</b>	<b>-63</b>	<b>124</b>
기초현금	253	365	409	346
기말현금	365	409	346	470

자료: 넥슨, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억JPY)	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>594</b>	<b>642</b>	<b>742</b>	<b>870</b>
현금 및 현금성 자산	365	409	346	470
매출채권 및 기타채권	18	30	31	32
기타유동자산	211	202	364	368
<b>비유동자산</b>	<b>393</b>	<b>401</b>	<b>479</b>	<b>485</b>
유형자산	24	27	28	29
영업권	39	40	43	45
무형자산	18	10	16	16
기타비유동자산	312	324	391	394
<b>자산총계</b>	<b>987</b>	<b>1,043</b>	<b>1,220</b>	<b>1,356</b>
<b>유동부채</b>	<b>53</b>	<b>83</b>	<b>93</b>	<b>84</b>
매입채무 및 기타채무	26	38	39	39
단기금융부채	3	4	4	4
기타유동부채	24	41	50	40
<b>비유동부채</b>	<b>87</b>	<b>92</b>	<b>101</b>	<b>105</b>
장기금융부채	12	19	25	27
기타비유동부채	75	73	77	78
<b>부채총계</b>	<b>141</b>	<b>175</b>	<b>195</b>	<b>189</b>
자본금	34	39	44	44
자본잉여금	15	18	23	23
자사주	-18	-16	-3	-3
기타	93	114	170	170
이익잉여금	713	703	782	923
비지배주주지분	9	9	10	10
<b>자본총계</b>	<b>846</b>	<b>868</b>	<b>1,026</b>	<b>1,167</b>
<b>부채 및 자본 총계</b>	<b>987</b>	<b>1,043</b>	<b>1,220</b>	<b>1,356</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (배)	17.2	25.4	19.8	18.8
P/S (배)	7.2	7.2	6.1	5.7
P/B (배)	2.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA (배)	16.3	19.6	14.6	12.8
EPS (JPY)	127	114	152	160
BPS (JPY)	937	984	1,161	1,321
DPS (JPY)	5	10	13	14
배당성향 (%)	4.3	9.9	10.0	9.9
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.4	0.5
매출채권회전율 (회)	15.6	11.6	13.8	14.4
매입채무회전율 (회)	10.6	9.2	11.2	11.9
ROA (%)	11.6	9.6	11.0	10.4
ROE (%)	13.6	11.6	13.1	12.1
부채비율 (%)	16.6	20.2	19.0	16.2
유동비율 (%)	1,113.4	772.3	795.9	1,037.6
순차입금/자기자본 (%)	-41.4	-44.5	-30.9	-37.7

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

U US · 글로벌 게임 · 미국

# 유니티

## 텐베거로 가는 여정의 초입

(유지)

매수

목표주가

USD 40

상승여력

38.6%

현재주가(23/11/24)

USD 28.85

다우존스 산업평균(p)	4,559.34	시가총액(십억USD)	10.96	시가총액(조원)	14.24	유통주식수(백만주)	383
--------------	----------	-------------	-------	----------	-------	------------	-----

### Report summary

#### 24년 기대되는 두 가지 스토리

상반기부터는 신규 요금제 도입 효과도 기대해볼 수 있다. 런타임 과금에 대해 여론은 부정적이나 이번 요금제 적용에 따른 엔터프라이즈 고객의 이탈은 제한적일 것이다. 상반기 이후 글로벌 게임사들의 게임 제작 내 생성 AI 적용 선언과 함께 동사의 AI 플랫폼에 대한 수요가 높아질 것으로 판단한다. 유니티는 실시간 3D 상호작용을 가능케하고 워크플로우를 단순화시켜줄 AI 플랫폼 센티스와 뮤즈를 준비 중이다.

#### 투자 의견 '매수', 목표주가 USD 40 유지

밸류에이션 부담이 낮은 매력적인 매수 구간으로 판단한다. 24F P/S 4.3배 수준으로 상장 이후 밸류에이션 최하단에 위치하고 있다. 구조조정 등 비용 효율화 작업과 함께 수익성이 빠르게 개선되고 있으며 이는 1Q24까지 가속화될 가능성이 높다. 24F OPM은 -17%까지 대폭 개선될 전망이다. 2H24부터는 생성 AI 도입 본격화에 따른 산업 내 콘텐츠 공급 증대 영향으로 탑라인 성장률도 가속될 것으로 예상된다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.1	1.8	-20.2
상대주가	-2.1	-8.1	-29.5

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (백만USD)	772	1,111	1,391	2,160	2,558
영업이익 (백만USD)	-275	-532	-882	-712	-448
영업이익률 (%)	-35.6	-47.9	-63.4	-33.0	-17.5
순이익 (백만USD)	-282	-533	-921	-710	-451
EPS (USD)	-1.7	-1.9	-3.0	-1.8	-1.2
ROE (%)	-13.9	-22.2	-24.5	-20.8	-15.2
P/E (배)	-	-	-	-	-
P/B (배)	20.4	17.3	3.1	3.2	3.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

## 비용 효율화로 수익성 개선 본격화

3분기 영업적자 1.27억달러로 QoQ 적자폭이 33% 감소했다. 3분기 매출액 YoY 성장률이 69% 였으나 영업비용 증가세는 15%에 그쳤다. 기존 40~50% 증가세에서 대폭 완화되었다. 비용 서프라이즈는 R&D(인건비) 비용 감소에 기인한다. 3분기 R&D 비용은 2.4억달러(-10% QoQ, -3% YoY)에 그치며 역성장했는데 이전 분기만 해도 20%대의 증가세를 보이고 있었다.

수익성을 강화하기 위한 비용 개선 작업이 당분간 강하게 지속될 것으로 예상된다. 동사는 3분기 주주서한에서 포트폴리오에 부합하는 적절한 비용 구조를 평가하고 있으며 특정 제품의 서비스 중단, 구조조정이 있을 수 있음을 시사했다. 내년도 1분기가 끝나기 전까지는 개선 작업이 마무리될 전망이다.

## 24년 기대되는 두 가지 스토리

상반기부터는 신규 요금제 도입 효과도 기대해볼 수 있다. 동사는 지난 9월 런타임 요금제 발표 이후 큰 흥역을 겪었으며 퍼스널은 대상에서 제외하고 엔터프라이즈를 대상으로만 런타임 요금제를 적용하기로 계획을 변경했다. 0.01~0.02달러 수준의 건당 과금 수준은 게임사 규모에서는 부담 없는 수준이다. 런타임 과금에 대해 여론은 부정적이나 이번 요금제 적용에 따른 엔터프라이즈 고객의 이탈은 제한적일 것이다.

상반기 이후 글로벌 게임사들의 게임 제작 내 생성 AI 적용 선언과 함께 동사의 AI 플랫폼에 대한 수요가 높아질 것으로 판단한다. 유니티는 실시간 3D 상호작용을 가능하게 하는 센티스와 자연어 프롬프트를 통해 리소스를 빠르게 찾고 개발자들의 워크플로우를 단순화하는 뮤즈 정식 서비스를 준비 중이다.

## 투자 의견 '매수', 목표주가 USD 40 유지

밸류에이션 부담이 낮은 매력적인 매수 구간으로 판단한다. 24F P/S 4.3배 수준으로 상장 이후 밸류에이션 최하단에 위치하고 있다. 구조조정 등 비용 효율화 작업과 함께 수익성이 빠르게 개선되고 있으며 이는 1Q24까지 가속화될 가능성이 높다. 23F OPM은 -33%를 기록할 것으로 예상되나 24F OPM은 -17%까지 대폭 개선될 전망이다.

탐라인 성장세 회복까지 이어진다면 주가가 본격 반등할 것으로 전망하며 신규 요금제 도입의 경우 마땅한 대안이 존재하지 않는다는 측면에서 따른 기업 고객의 이탈은 제한적일 것으로 판단한다. 게임 업종 내 생성 AI 도입에 따른 콘텐츠 공급 증가도 2H24 본격적으로 관찰될 것으로 전망한다.

표 44. 분기 및 연간 실적 전망

(백만USD)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>500</b>	<b>533</b>	<b>544</b>	<b>582</b>	<b>597</b>	<b>627</b>	<b>642</b>	<b>691</b>	<b>1,391</b>	<b>2,160</b>	<b>2,558</b>	<b>3,128</b>
(% YoY)	56%	80%	69%	29%	19%	17%	18%	19%	25%	55%	18%	22%
Grow Solutions	313	340	355	364	372	395	416	430	716	1,373	1,613	1,952
(% YoY)	54%	93%	83%	44%	19%	16%	17%	18%	-9%	92%	17%	21%
Create Solutions	187	193	189	218	225	232	227	261	675	787	945	1,176
(% YoY)	61%	60%	47%	10%	20%	20%	20%	20%	107%	17%	20%	24%
<b>매출원가</b>	<b>162</b>	<b>159</b>	<b>151</b>	<b>159</b>	<b>160</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>174</b>	<b>443</b>	<b>631</b>	<b>662</b>	<b>747</b>
(% of Sales)	32%	30%	28%	27%	27%	26%	26%	25%	32%	29%	26%	24%
<b>영업비용</b>	<b>593</b>	<b>566</b>	<b>520</b>	<b>562</b>	<b>565</b>	<b>580</b>	<b>583</b>	<b>615</b>	<b>1,831</b>	<b>2,241</b>	<b>2,344</b>	<b>2,642</b>
(% of Sales)	119%	106%	96%	96%	95%	93%	91%	89%	132%	104%	92%	84%
R&D	280	268	240	268	269	277	278	293	959	1,056	1,117	1,260
마케팅	216	209	194	203	204	210	211	223	498	823	849	957
일반관리비	97	89	86	90	91	93	94	99	373	362	377	425
<b>영업이익</b>	<b>-255</b>	<b>-191</b>	<b>-127</b>	<b>-138</b>	<b>-127</b>	<b>-118</b>	<b>-106</b>	<b>-98</b>	<b>-882</b>	<b>-712</b>	<b>-448</b>	<b>-261</b>
영업이익률	-51%	-36%	-23%	-24%	-21%	-19%	-16%	-14%	-63%	-33%	-18%	-8%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-253</b>	<b>-192</b>	<b>-124</b>	<b>-140</b>	<b>-129</b>	<b>-119</b>	<b>-106</b>	<b>-98</b>	<b>-921</b>	<b>-710</b>	<b>-451</b>	<b>-253</b>
순이익률	-51%	-36%	-23%	-24%	-22%	-19%	-17%	-14%	-66%	-33%	-18%	-8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 연간 실적 추정치 변경

(백만USD)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	
매출액	2,159	2,536	2,160	2,558	0%	1%	2,140	2,438	1%	5%	비용 개선세 반영
영업이익	-804	-608	-712	-448	-	-	-744	-476	-	-	
지배주주순이익	-806	-610	-710	-451	-	-	-744	-476	-	-	
영업이익률	-37.3%	-24.0%	-33.0%	-17.5%	-	-	-34.8%	-19.5%	-	-	
순이익률	-37.3%	-24.1%	-32.9%	-17.6%	-	-	-34.8%	-19.5%	-	-	

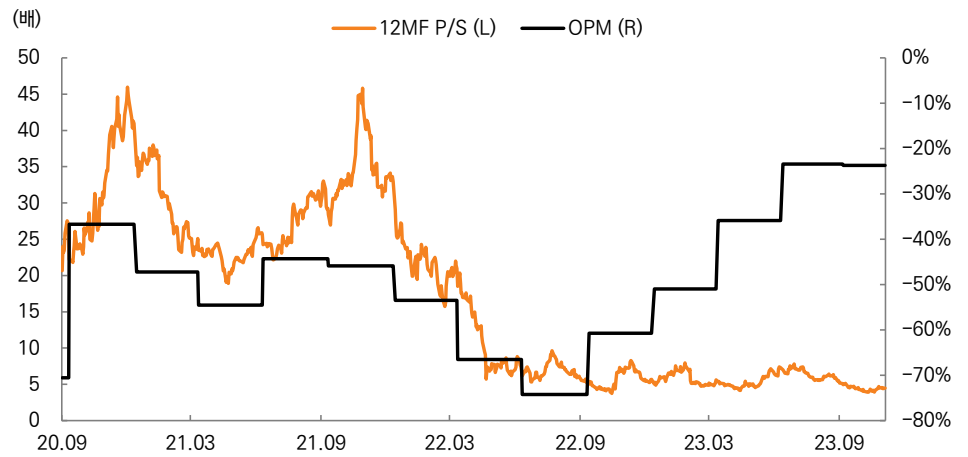
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 46. 밸류에이션

	내용	비고
24F 매출액 (백만USD)	2,558	
Target P/S (배)	6.0	23년 평균 P/S. 수익성 점진적 개선 시기
목표 시가총액 (백만USD)	15,345	
목표주가 (USD)	40.00	
현재주가 (USD)	28.85	
상승여력	38.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

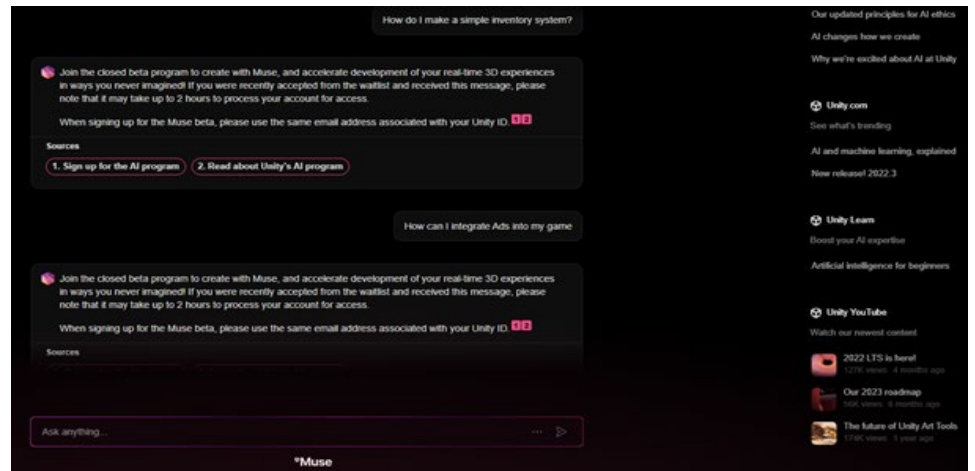
그림 126. 12MF P/S 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터



그림 127. 유니티 뮤즈



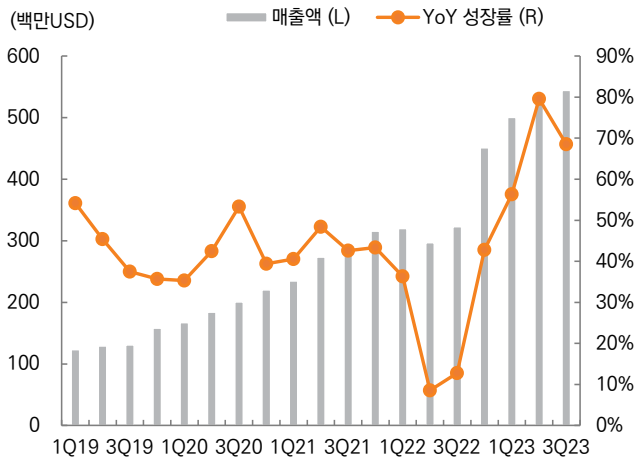
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. 유니티 센티스



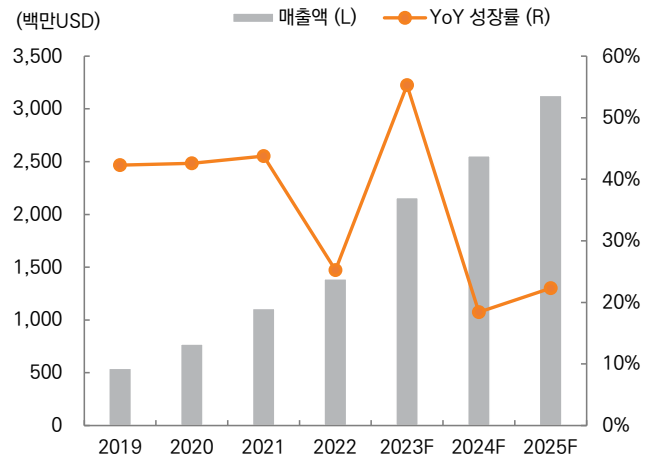
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 129. 분기 매출액 추이



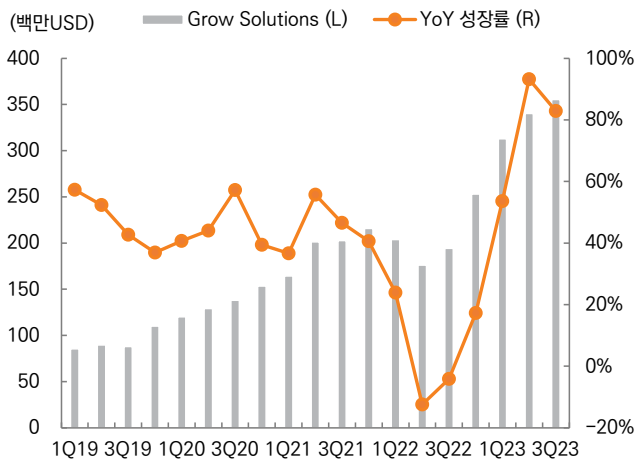
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 연간 매출액 추이



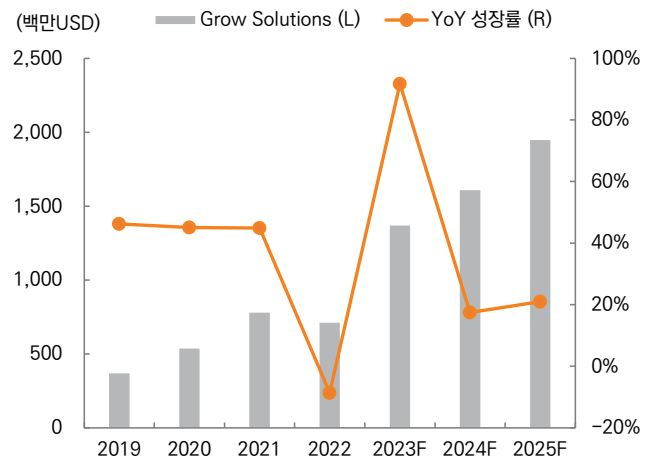
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 131. 분기 Grow Solutions 추이



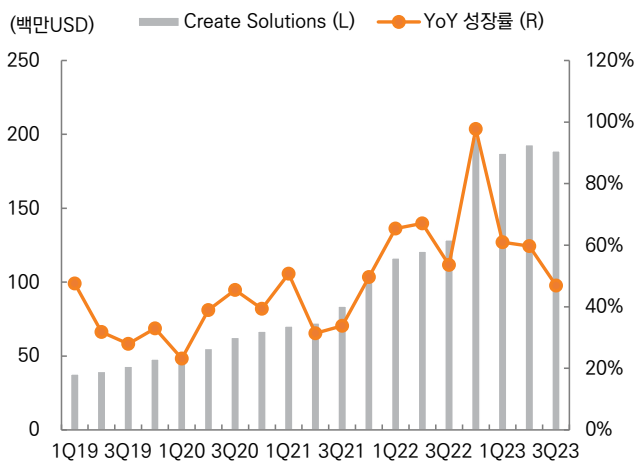
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 연간 Grow Solutions 추이



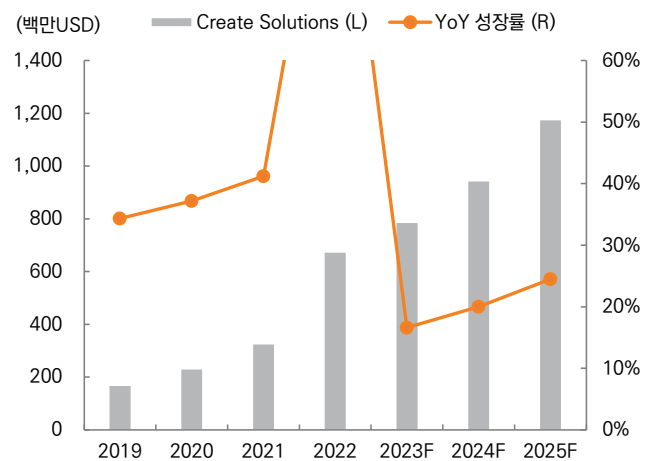
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 133. 분기 Create Solutions 추이



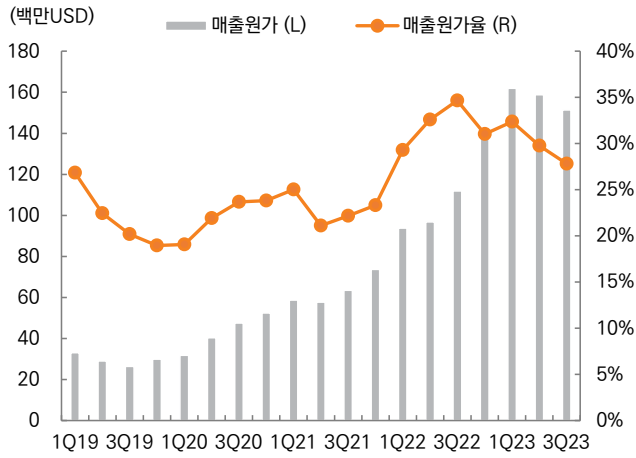
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 연간 Create Solutions 추이



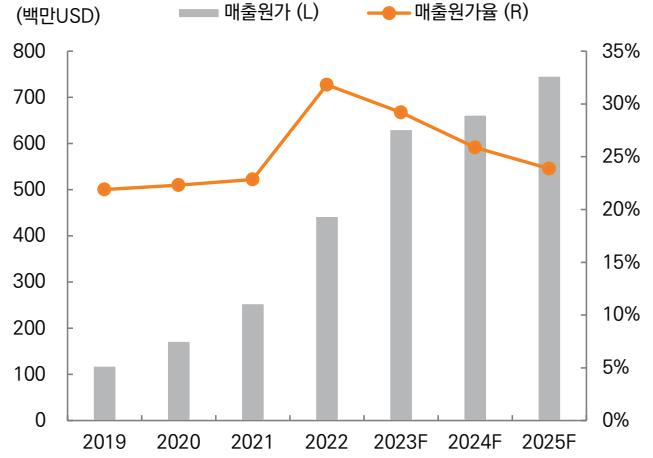
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 135. 분기 매출원가 추이



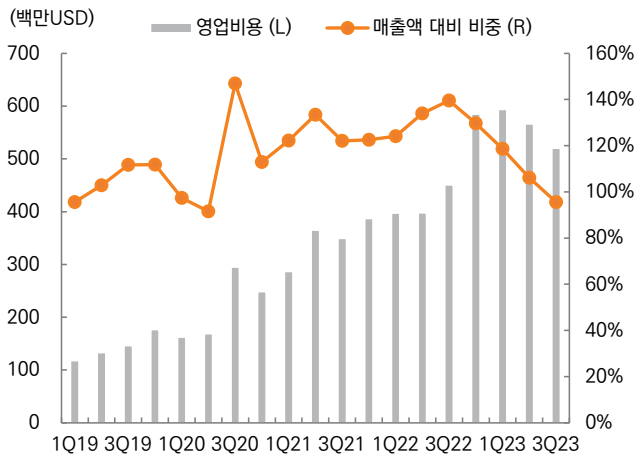
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 연간 매출원가 추이



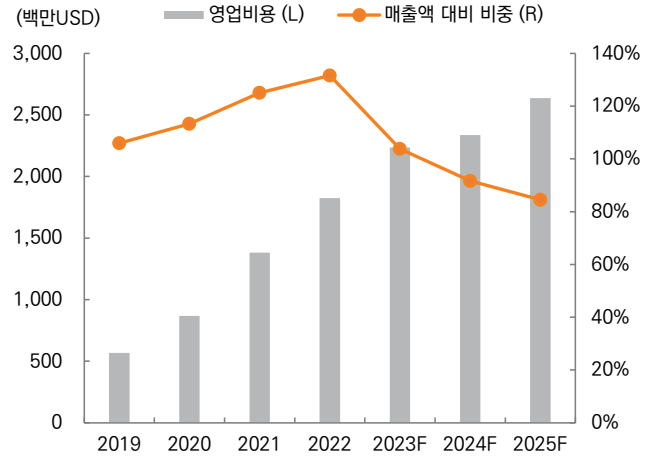
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 137. 분기 영업비용 추이



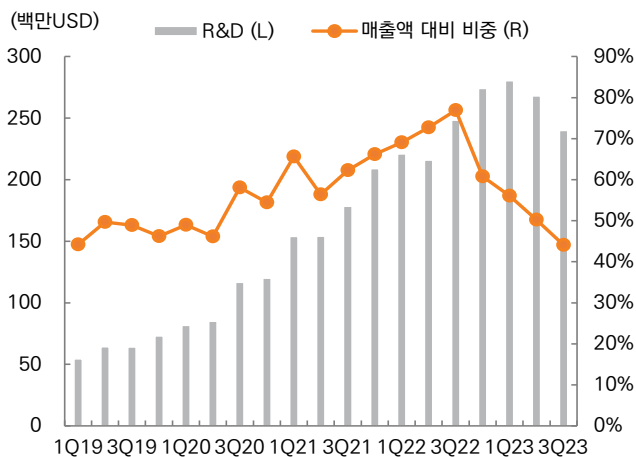
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 연간 영업비용 추이



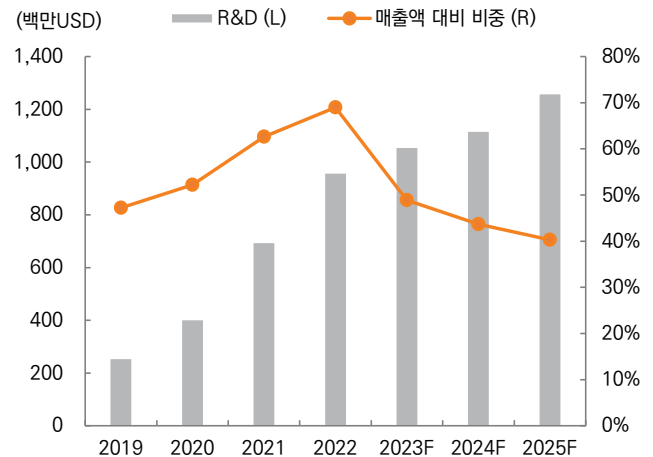
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 139. 분기 R&D 추이



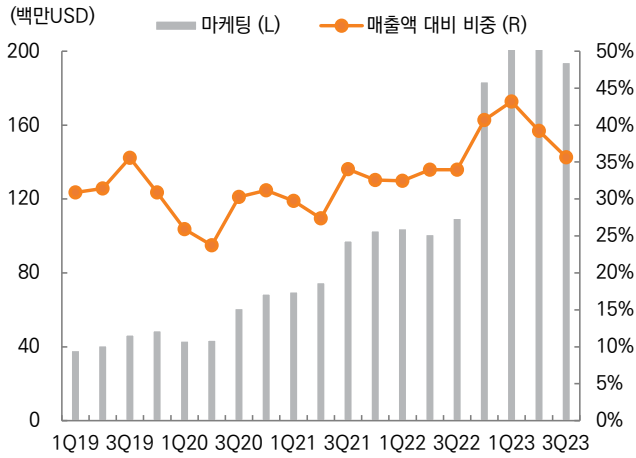
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 연간 R&D 추이



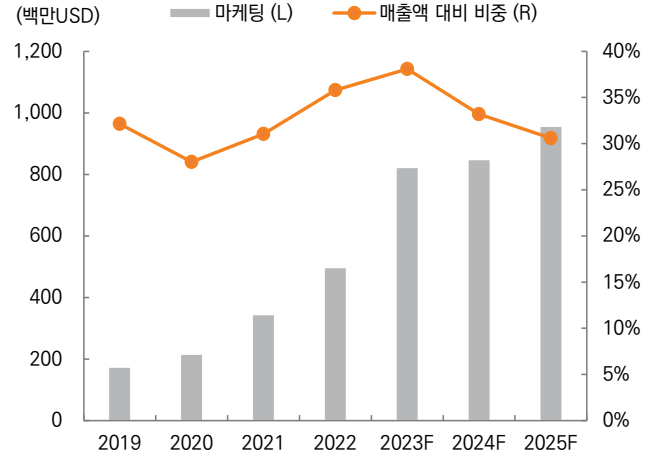
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 141. 분기 마케팅비 추이



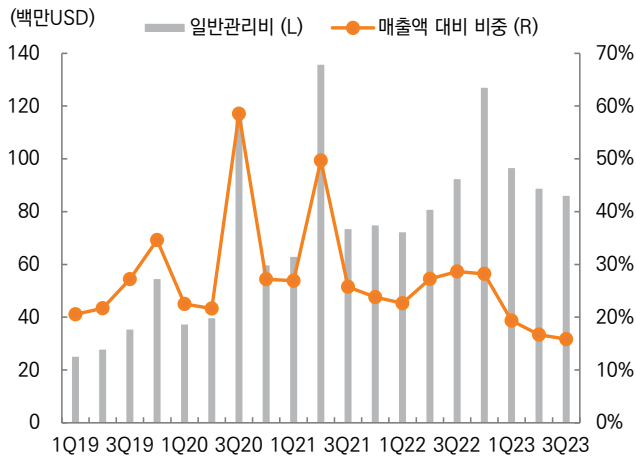
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 연간 마케팅비 추이



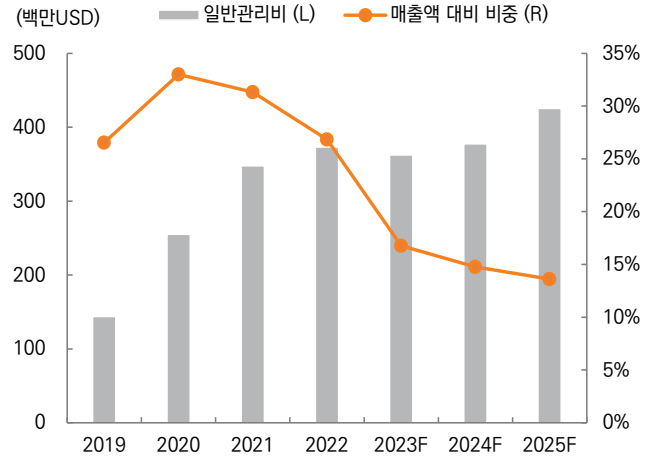
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 143. 분기 일반관리비 추이



자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

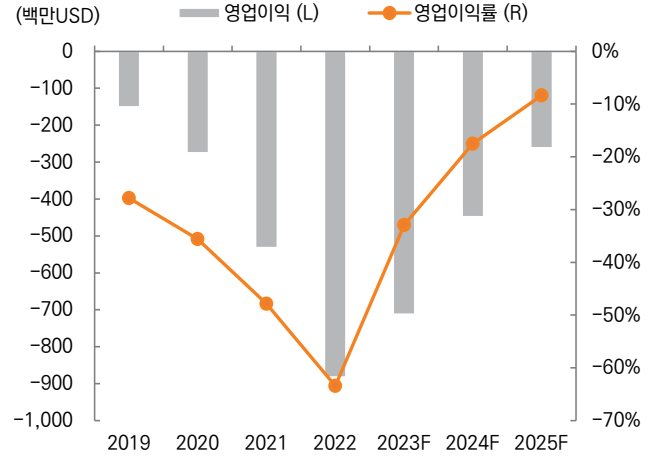
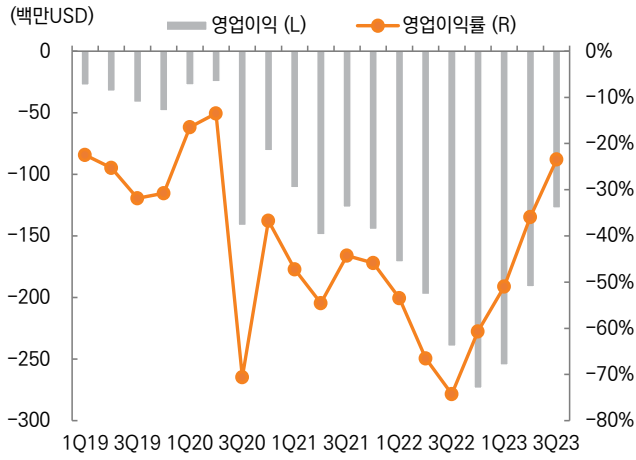
그림 144. 연간 일반관리비 추이



자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 145. 분기 영업이익의 추이

그림 146. 연간 영업이익의 추이

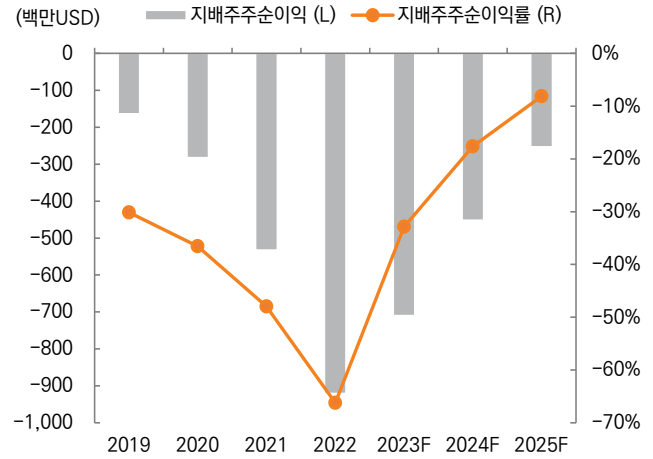
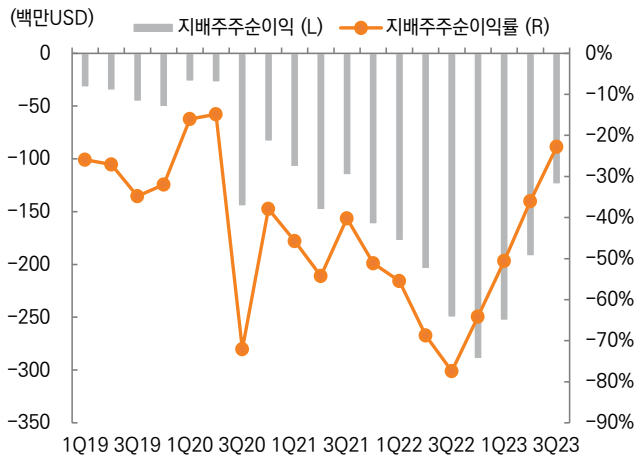


자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 147. 분기 지배주주순이익 추이

그림 148. 연간 지배주주순이익 추이



자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터 추정

유니티 (U US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>1,111</b>	<b>1,391</b>	<b>2,160</b>	<b>2,558</b>
매출원가	254	443	631	662
<b>매출총이익</b>	<b>857</b>	<b>949</b>	<b>1,529</b>	<b>1,895</b>
영업비용	1,389	1,831	2,241	2,344
<b>영업이익</b>	<b>-532</b>	<b>-882</b>	<b>-712</b>	<b>-448</b>
비영업손익	0	0	25	21
세전사업손익	-531	-882	-687	-428
법인세비용	1	37	28	28
비배주주순이익	0	2	-4	-5
<b>지배주주순이익</b>	<b>-533</b>	<b>-921</b>	<b>-710</b>	<b>-451</b>

Growth & Margins (%)	2021	2022	2023F	2024F
매출액증가율	43.8%	25.3%	55.3%	18.4%
매출총이익증가율	42.8%	10.7%	61.2%	23.9%
영업이익증가율	-	-	-	-
지배주주순이익증가율	-	-	-	-
매출총이익률	77.2%	68.2%	70.8%	74.1%
영업이익률	-47.9%	-63.4%	-33.0%	-17.5%
지배주주순이익률	-48.0%	-66.2%	-32.9%	-17.6%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>-111</b>	<b>-59</b>	<b>167</b>	<b>272</b>
당기순이익	-533	-919	-710	-451
감가상각비	65	212	487	529
기타	357	648	389	195
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,837</b>	<b>723</b>	<b>224</b>	<b>116</b>
자본적지출	-1,622	64	212	114
기타	-215	659	12	2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,721</b>	<b>-227</b>	<b>25</b>	<b>106</b>
배당금의 지급	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
기타	1,721	-227	25	106
FX rate effect	0	2	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-227</b>	<b>439</b>	<b>416</b>	<b>494</b>
기초현금	2,081	2,151	2,365	2,077
기말현금	2,151	2,365	2,173	1,725

자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>2,151</b>	<b>2,365</b>	<b>2,173</b>	<b>1,725</b>
현금 및 현금성 자산	1,056	1,485	1,407	956
단기투자	681	102	0	0
매출채권 및 기타채권	340	634	632	635
기타유동자산	74	144	134	134
<b>비유동자산</b>	<b>2,690</b>	<b>5,469</b>	<b>5,255</b>	<b>5,139</b>
유형자산	106	122	134	138
영업권	1,620	3,201	3,169	3,137
무형자산	814	1,922	1,730	1,644
기타비유동자산	150	224	222	220
<b>자산총계</b>	<b>4,841</b>	<b>7,834</b>	<b>7,428</b>	<b>6,864</b>
<b>유동부채</b>	<b>626</b>	<b>1,010</b>	<b>981</b>	<b>871</b>
매입채무 및 기타채무	252	466	461	457
이연수익	141	218	216	214
기타유동부채	234	326	304	200
<b>비유동부채</b>	<b>1,821</b>	<b>3,070</b>	<b>3,035</b>	<b>3,032</b>
장기차입금	1,703	2,707	2,709	2,712
장기이연수익	16	103	70	67
기타비유동부채	102	259	256	254
<b>부채총계</b>	<b>2,447</b>	<b>4,080</b>	<b>4,016</b>	<b>3,903</b>
자본금	3,730	5,780	6,150	6,150
이익잉여금	-1,332	-2,250	-2,960	-3,411
기타	-4	-2	0	0
비배주주지분	0	226	222	222
<b>자본총계</b>	<b>2,394</b>	<b>3,754</b>	<b>3,412</b>	<b>2,961</b>
<b>부채 및 자본 총계</b>	<b>4,841</b>	<b>7,834</b>	<b>7,428</b>	<b>6,864</b>

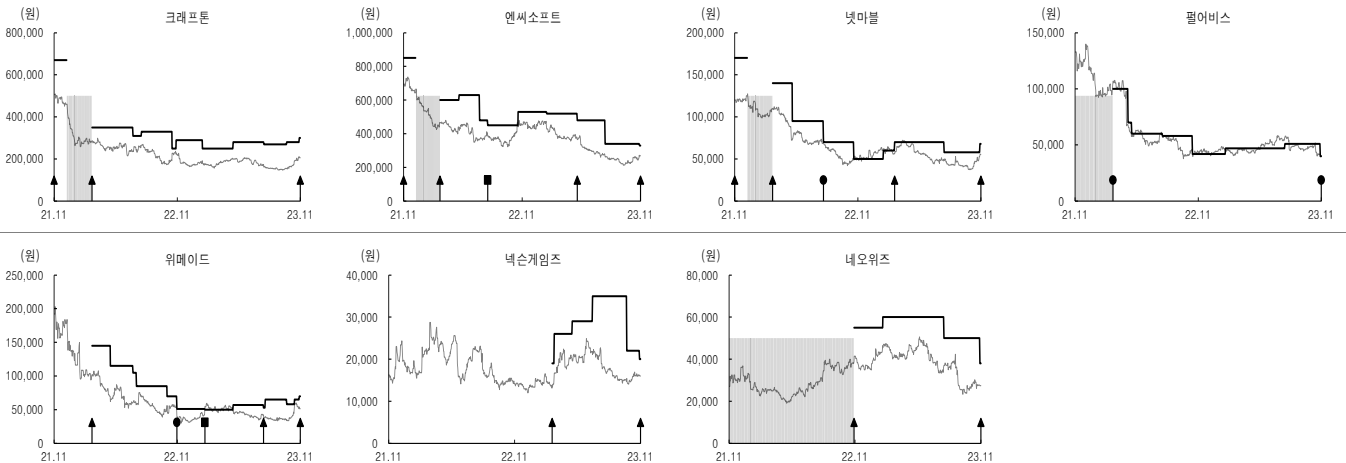
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (배)	-	-	-	-
P/S (배)	37.3	8.3	5.1	4.3
P/B (배)	17.3	3.1	3.2	3.7
EV/EBITDA (배)	-	-	-	-
EPS (USD)	-1.89	-2.96	-1.85	-1.18
BPS (USD)	8.48	12.09	8.89	7.72
DPS (USD)	-	-	-	-
배당성향 (%)	-	-	-	-
매출채권회전율 (회)	3.3	2.2	3.4	4.0
매입채무회전율 (회)	4.4	3.0	4.7	5.6
ROA (%)	-11.0	-11.8	-9.6	-6.6
ROE (%)	-22.2	-24.5	-20.8	-15.2
부채비율 (%)	102.2	108.7	117.7	131.8
유동비율 (%)	343.5	234.1	221.6	198.1
순차입금/자기자본 (%)	3.4	29.8	38.1	59.3

투자이견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
크래프톤 (259960)					떨어비스 (263750)				
2023.11.27	매수	300,000	-	-	2023.11.27	중립	40,000	-	-
2023.10.17	매수	280,000	-36.30	-25.36	2023.08.10	중립	51,000	-5.94	13.53
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59	2023.02.15	중립	47,000	2.22	23.83
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61	2022.11.09	중립	42,000	5.32	15.48
2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80	2022.08.12	중립	58,000	-15.14	0.69
2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38	2022.05.13	중립	60,000	-6.65	5.67
2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40	2022.05.02	중립	70,000	-11.41	-6.14
2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48	2022.03.18	중립	100,000	-1.67	7.60
2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00	위메이드 (112040)				
2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71	2023.11.27	매수	70,000	-	-
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2023.11.09	매수	65,000	-13.57	-8.00
2021.09.27	매수	670,000	-27.04	-15.37	2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
엔씨소프트 (036570)					2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2023.11.27	매수	330,000	-	-	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2023.08.09	매수	340,000	-28.29	-19.85	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06	2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
2023.02.10	Trading Buy	520,000	-24.61	-12.98	2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2022.11.14	Trading Buy	530,000	-14.27	-9.53	2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86
2022.08.12	Trading Buy	450,000	-18.36	3.33	2022.07.28	매수	85,000	-34.05	-11.53
2022.07.18	매수	480,000	-21.06	-14.17	2022.07.18	매수	105,000	-41.52	-39.43
2022.05.16	매수	630,000	-34.56	-26.11	2022.05.12	매수	115,000	-40.98	-24.35
2022.03.18	매수	600,000	-26.20	-20.00	2022.03.18	매수	145,000	-38.11	-25.66
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	넥슨게임즈 (225570)				
2021.09.01	매수	850,000	-23.92	-7.53	2023.11.27	매수	20,000	-	-
넷마블 (251270)					2023.10.17	매수	22,000	-29.19	-23.00
2023.11.27	매수	68,000	-	-	2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2023.08.09	매수	58,000	-24.46	-8.79	2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00	2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67	2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20	네오위즈 (095660)				
2022.08.16	중립	70,000	-23.04	-2.86	2023.11.27	매수	38,000	-	-
2022.05.16	매수	95,000	-23.14	-12.11	2023.08.11	매수	50,000	-38.30	-15.20
2022.03.18	매수	140,000	-28.01	-20.00	2023.02.15	매수	60,000	-29.35	-15.67
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.11.23	매수	55,000	-29.27	-15.64
2021.11.12	1년 경과 이후		-	-					

\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함





**투자의견 분류 및 적용기준**

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

\* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트, 넷마블, 크래프톤, 펠어비스를 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트 임희석은(는) 자료작성일 현재 유니티 2137주 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.