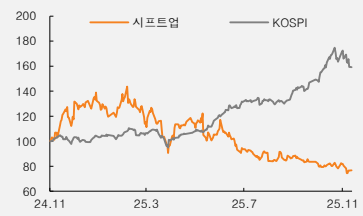


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>54,000원</b>
현재주가(25/11/24)	36,750원
상승여력	46.9%

영업이익(25F,십억원)	188
Consensus 영업이익(25F,십억원)	189
EPS 성장률(25F,%)	6.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	12.7
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSPI	3,846.06
시가총액(십억원)	2,167
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.7
외국인 보유비중(%)	36.8
베타(12M) 일간수익률	0.81
52주 최저가(원)	35,650
52주 최고가(원)	68,800
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-5.0 -26.9 -25.6
상대주가	-2.7 -50.8 -51.6



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

# 시프트업

## 개발사도 앱 수수료 인하 수혜 전망

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료가 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

### 개발사 순매출 인식률 증대

앱 수수료 인하와 관련해 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리싱 계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

앱 수수료율 인하 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료율이 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 54,000원 유지

25F P/E 12.7배, 26F P/E 16.3배에서 거래 중으로 밸류에이션 부담이 높은 구간은 아니다. 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 신작 공백기에 접어들어 따라 단기적인 모멘텀은 부재하다. 니케가 출시 3년을 넘어가는 시점이기에 시장에는 매출 지속성에 대한 우려도 존재하나 여전히 견조한 트래픽을 기록 중이다.

동사는 국내에서 가장 강력한 27년 차기작을 갖춘 게임사다. 스텔라 블레이드가 500만장 이상의 최종 판매량 달성이 유력해짐에 따라 차기작 판매량에 대한 기대치도 높아지고 있다. 스텔라 블레이드 후속작, 프로젝트 스피릿 등 차기 신작에 대한 정보가 구체화되기 시작하면서 다시금 모멘텀이 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	298	243	339
영업이익 (십억원)	111	153	188	148	227
영업이익률 (%)	65.7	68.3	63.1	60.9	67.0
순이익 (십억원)	107	148	170	133	190
EPS (원)	2,132	2,717	2,893	2,250	3,218
ROE (%)	86.4	31.3	20.6	14.0	17.1
P/E (배)	-	23.3	12.7	16.3	11.4
P/B (배)	-	4.8	2.3	2.0	1.7
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

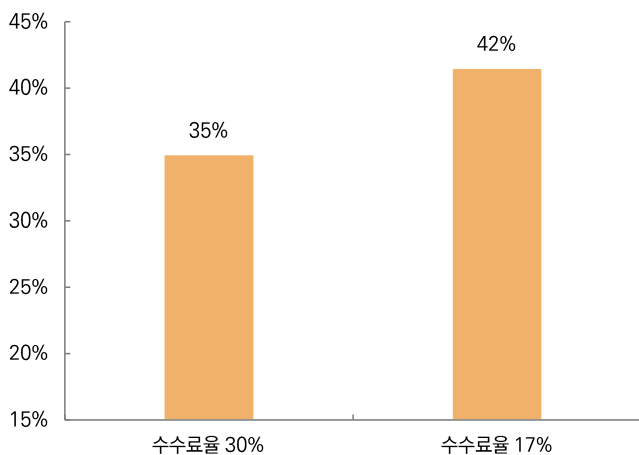
주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 또한 매출액의 발생 구간에 따라 분배 비율에 차등을 두기도 한다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

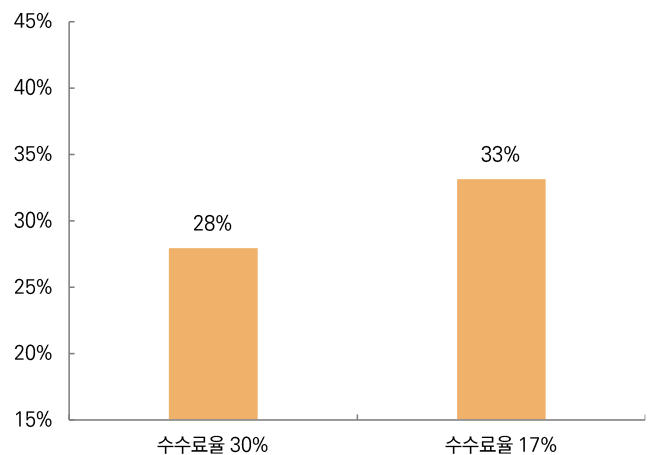
앱 수수료율이 인하되었을 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 앱 수수료율이 30%라면 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료율이 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

그림 84. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 85. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

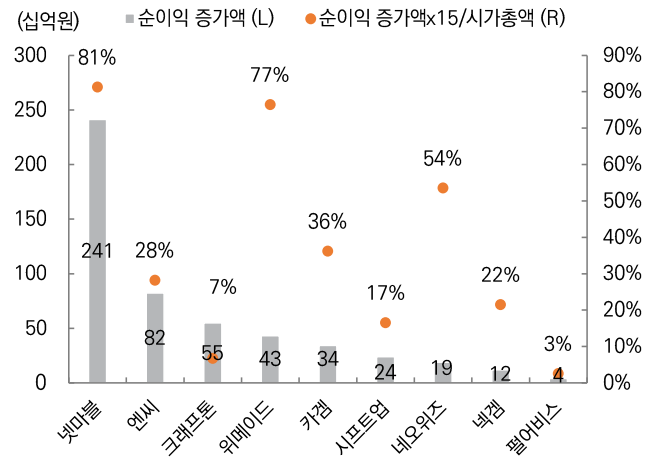
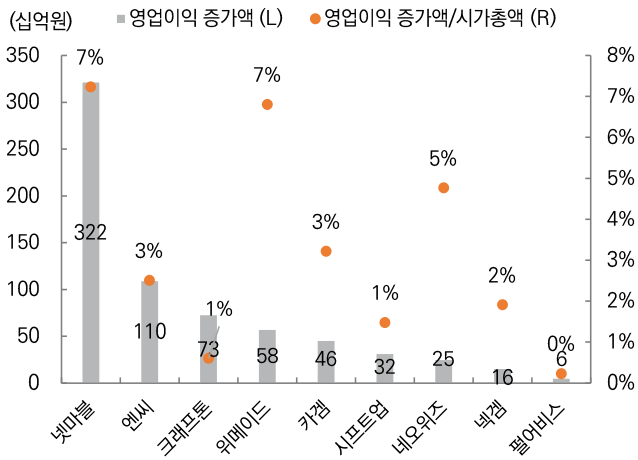
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 87. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

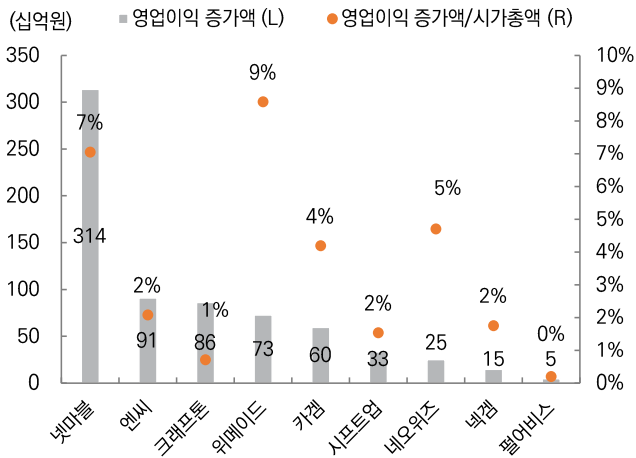
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

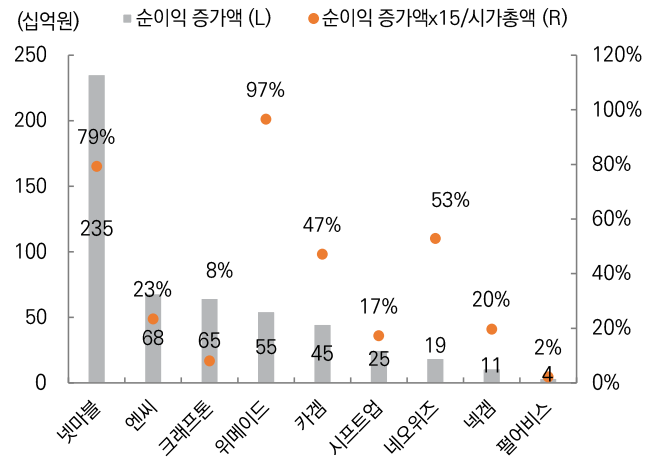
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 89. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

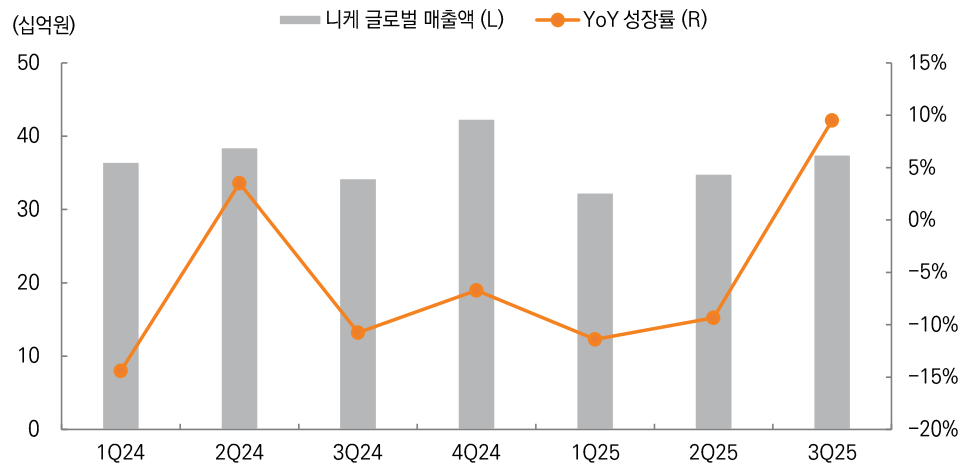
표 26. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>42</b>	<b>112</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>169</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	72%	30%	7%	155%	33%	33%	-19%	39%
니케	36	38	34	42	32	45	44	46	164	152	168	175	162
글로벌	36	38	34	42	32	35	37	39	164	152	143	148	140
중국	0	0	0	0	0	10	7	8	0	0	25	27	22
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	66	28	19	0	68	120	56	31
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	2	3	3	4	4	10	12	14
<b>영업비용</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>111</b>	<b>94</b>	<b>111</b>
인건비	9	17	19	10	10	16	14	14	49	55	55	63	72
변동비	1	1	1	5	2	25	10	8	5	7	45	22	29
고정비	2	2	3	3	4	2	2	2	4	9	11	9	10
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>68</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>111</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	52%	39%	-5%	508%	37%	23%	-21%	53%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	61%	66%	64%	66%	68%	63%	61%	67%
<b>지배주주순이익</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>37</b>	<b>107</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	46%	72%	54%	63%	66%	57%	55%	56%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 니케 글로벌 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 27. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
크래프톤 (KR)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
판매비와관리비	71	111	94	111
<b>조정영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>비영업손익</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>10</b>
금융손익	7	14	17	20
관계기업등 투자손익	0	5	-1	-12
세전계속사업손익	179	208	165	237
계속사업법인세비용	31	39	33	47
계속사업이익	148	170	133	190
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	192	152	230
FCF	111	191	135	188
EBITDA 마진율 (%)	70.1	64.4	62.6	67.8
영업이익률 (%)	68.3	63.1	60.9	67.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	57.0	54.7	56.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>768</b>	<b>893</b>	<b>1,027</b>	<b>1,219</b>
현금 및 현금성자산	289	170	304	491
매출채권 및 기타채권	113	133	133	136
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	590	590	592
<b>비유동자산</b>	<b>36</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>101</b>
관계기업투자등	0	9	9	9
유형자산	3	3	2	2
무형자산	3	3	3	2
<b>자산총계</b>	<b>804</b>	<b>995</b>	<b>1,129</b>	<b>1,320</b>
<b>유동부채</b>	<b>29</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>102</b>
매입채무 및 기타채무	3	17	17	17
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	80	81	82
<b>비유동부채</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	3	3	3
<b>부채총계</b>	<b>39</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>112</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	531	531	531
이익잉여금	219	389	522	711
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>114</b>	<b>194</b>	<b>137</b>	<b>190</b>
당기순이익	148	170	133	190
비현금수익비용가감	16	27	18	29
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	23	14	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	19	1	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	-24	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-14	-39	-33	-47
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-368</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	-3	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	-8	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>427</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	4	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	-53	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>173</b>	<b>-119</b>	<b>134</b>	<b>188</b>
기초현금	116	289	170	304
기말현금	289	170	304	491

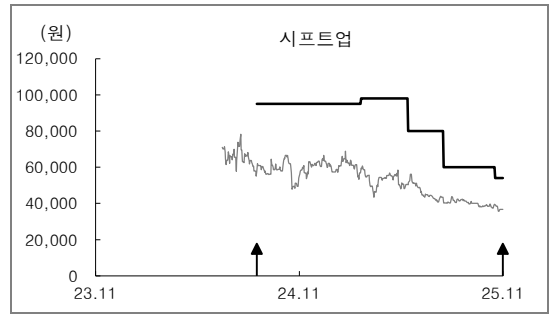
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	12.7	16.3	11.4
P/CF (x)	21.0	11.0	14.4	9.9
P/B (x)	4.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	21.8	7.6	8.7	4.9
EPS (원)	2,717	2,893	2,250	3,218
CFPS (원)	3,014	3,356	2,558	3,706
BPS (원)	13,104	15,905	18,156	21,374
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 (%)	32.9	33.1	-18.6	39.5
EBITDA증가율 (%)	38.2	22.1	-20.8	51.5
조정영업이익증가율 (%)	37.5	22.9	-20.9	53.1
EPS증가율 (%)	27.4	6.5	-22.2	43.0
매출채권 회전율 (회)	2.8	2.6	1.9	2.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	29.4	18.9	12.5	15.5
ROE (%)	31.3	20.6	14.0	17.1
ROIC (%)	144.3	143.9	119.2	181.2
부채비율 (%)	5.2	12.5	10.9	9.3
유동비율 (%)	2,687.2	895.7	1,020.0	1,198.4
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-80.2	-82.9	-85.4
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	177.2	145.2	221.7

**투자의견 및 목표주가 변동추이**

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)				
2025.11.12	매수	54,000	-	-
2025.08.12	매수	60,000	-33.01	-27.00
2025.06.09	매수	80,000	-42.16	-29.88
2025.03.17	매수	98,000	-46.02	-38.06
2024.09.11	매수	95,000	-37.11	-27.58



\* 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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

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

\* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

\* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

**투자의견 비율**

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

\* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.