

2026년 05월 27일
키움증권 리서치센터 | 산업분석

게임 전망

정상 Value 분석

인터넷/게임 Analyst 김진구
RA 조준형

키움증권

Contents

정상 Value 분석 02

I. 서브컬처 비교 03
> 일매출에 근거한 시장성 03
> 서브컬처 주요 게임성 분석 07
> 니케 및 프로젝트 스피릿 전망 09

II. 정상가치 분석 11
> 정상 Value 고려 필요 11

III. 경쟁강도 이슈 17
> 낮은 PC MMORPG 경쟁강도 17

기업분석 19
> 시프트업 (462870) 20
> NC (036570) 25
> 펄어비스 (263750) 37

Compliance Notice

- 당사는 05월 27일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

정상 Value 분석

>>> 판단 기제가 중요

게임 업종에 대한 최근 시각적인 온도차가 존재한다. 유저가 즐길 수 있는 다양한 콘텐츠들이 증가하면서 게임만의 가치가 희석되는 것 아니냐는 시각도 최근에 일반화되는 우려들 중에 하나이다. 이런 부분들을 우리가 인정하지 않는 것은 아니며 당사가 제시하는 부분은 게임 업종 내의 대표적 기업에 대한 정상 밸류를 어느 수준으로 부여할 수 있으며, 관련된 실적 및 밸류에이션 멀티플을 어느 수준으로 귀속시켜야 하는지에 대한 문제로 귀결될 것이다. 타 업종과의 콘텐츠 경쟁강도가 증가해도 게임의 본연의 재미와 차별성이 확인된다면 글로벌 진입장벽이 없는 게임 업종 특성상 당해 귀속연도 기준으로도 상시 업사이드 포텐셜이 존재하기에 이를 종합적으로 반영시 게임 업종 주요 기업별 정상 이익에 부여 가능한 밸류에이션 멀티플은 최소한 10배 초반에서 중반 수준까지 부여 가능할 것으로 판단한다. 다만 정상이익 귀속시점에 대해서는 단순히 당해년도 기준으로 볼 것이 아니라 주요 신작 게임성과 이에 기반한 실질 성과가 온전히 발현될 수 있는 중장기 수익가치 분석을 통해 판단하는 것이 보다 중요해 질 수 있으며, 이에 당사는 동 경과를 통해서 다음과 같이 업종내 종목별 의견을 제시하는 바이다.

>>> 종목별 의견 제시

당사는 상기 뷰 관점에서 게임 업종내 최선호주로 시프트업을 제시하고, 투자의견 BUY에 목표주가 6.5만원으로 커버리지를 개시한다. 또한 차선호주로 NC를 조정해 제시하며, 투자의견 BUY와 목표주가 43만원을 유지한다. 펄어비스는 붉은사막 IP 확장성을 감안하여 관련 밸류를 조정한 결과로 투자의견을 Marketperform에서 Outperform으로 조정하고 목표주가를 기존 3.9만원에서 5.3만원으로 상향한다.

I. 서브컬처 비교

>>> 일매출에 근거한 시장성

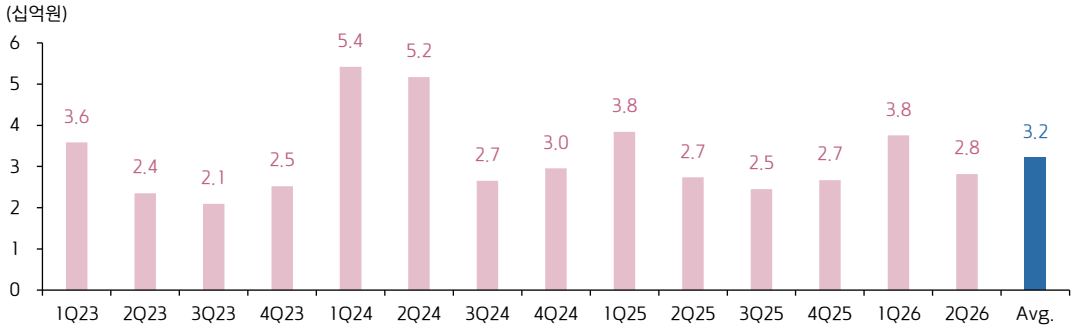
주요 서브컬처 라이브 게임별 일매출은 상당 수준

원신 및 명조 등 서브컬처를 대표하는 게임들의 출시 이후 분기별 일매출 수준을 보면 상당한 수준을 기록 중이다. 최근 출시한 이환의 초기 매출 효과를 제거하더라도 해당 세그먼트에 위치하는 게임들의 럼썸 기준 분기별 일평균 매출은 23억 수준을 기록 중이며, 이환을 포함할 경우에는 31억원을 기록 중에 있다. 출처를 인용한 해당 전문기관의 수치는 PC와 콘솔 플랫폼을 제외한 기준이기에 전 플랫폼 합산 기준으로 시장규모는 보다 클 것으로 관측되며, 투자자들은 동 게임별 분기별 절대치보다는 분기 전체 평균치를 바라보되, 게임별 변동성이 존재하기에, 전체 게임의 일매출을 통해 시장성을 관측하는 판단이 합리적으로 보여진다. 최근 출시한 이환의 경우 모바일 플랫폼 기준 일매출이 4월 기준 71억을 기록한 것으로 관측되며, 해외 PC 및 콘솔 플랫폼 비중인 75% 수준을 준용시 전체 플랫폼 일매출은 200억원을 가뿐히 상회한 것으로 보여진다. 물론 극 초기효과에 따른 이후 일매출 노멀라이즈 효과를 감안해야 하겠지만 기본적으로 서브컬처에 대한 게임성과 합리적 BM 등이 결합될 경우 유저 반향 및 이에 기반한 매출 트리거가 작동할 수 있음을 감안할 필요가 존재한다.

니케 매출과 프로젝트 스피릿에 대한 투자포인트

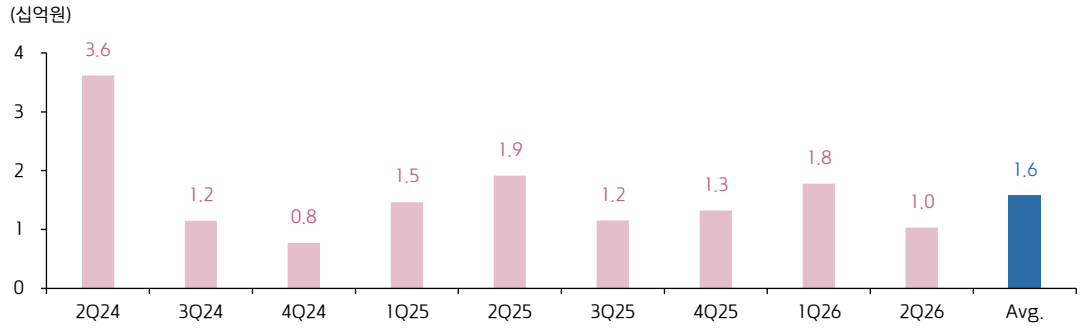
당사가 시프트업이 공개한 분기별 니케 매출과 당사의 RS 가정치 등을 복합적으로 활용하여 일매출을 추산해 보았을 때 분기별 수준은 주년 및 반주년 이벤트 등의 시즈널 효과가 존재하나 비교적 안정적 수준에서 매출 지속성을 잘 유지하고 있으며, 평균적으로 해당 일매출은 16억원 수준으로 관측된다. 매출 지속성은 후술 하겠지만 니케의 스토리 기반 몰입도 및 피어 대비 상대적으로 저감 요소가 있는 BM 등에 근거한다고 총평할 수 있으며, 동사가 서브컬처 연계 게임으로 준비 중인 프로젝트 스피릿은 니케와 분절된 별도 신작으로서 스토리 및 유저향 케어 기조는 유지하되, 서브컬처 이외 장르 연계 및 다양한 차별적 게임성 기제 탑재 등으로 니케의 일매출 수준은 충분히 기록할 수 있다 판단되며, 이에 대한 구체적 추청치는 후술하도록 하겠다.

원신 분기별 일매출 및 평균치



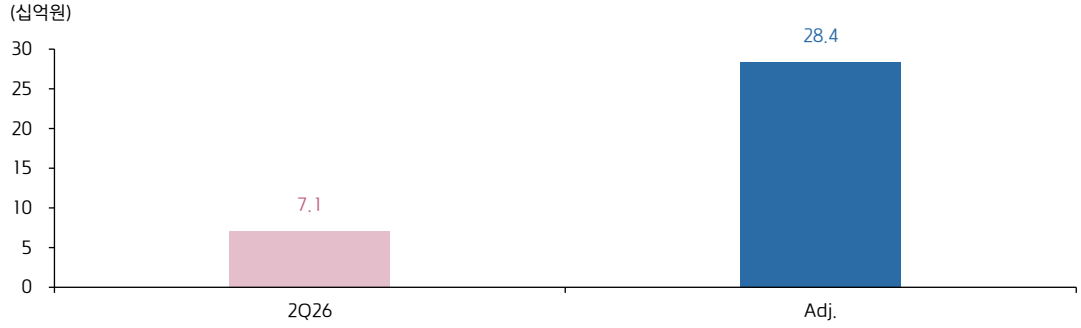
주1: PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 한달을 기준으로 산출
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

명조: 워더링 웨이브 일매출 및 평균치



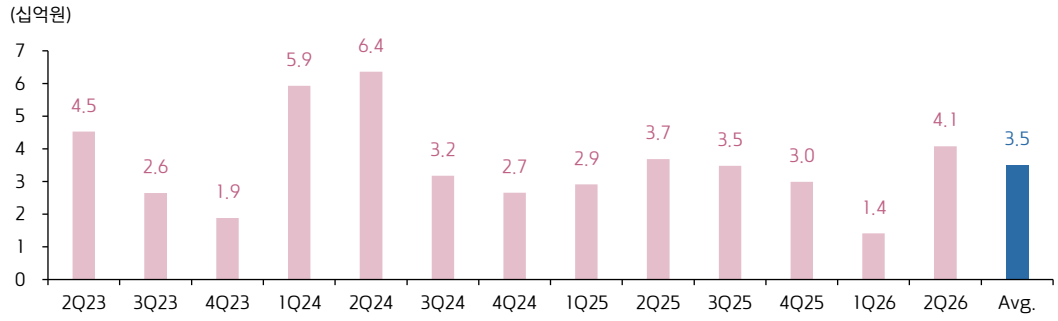
주1: PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 한달을 기준으로 산출
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

이환 분기별 일매출 및 조정치



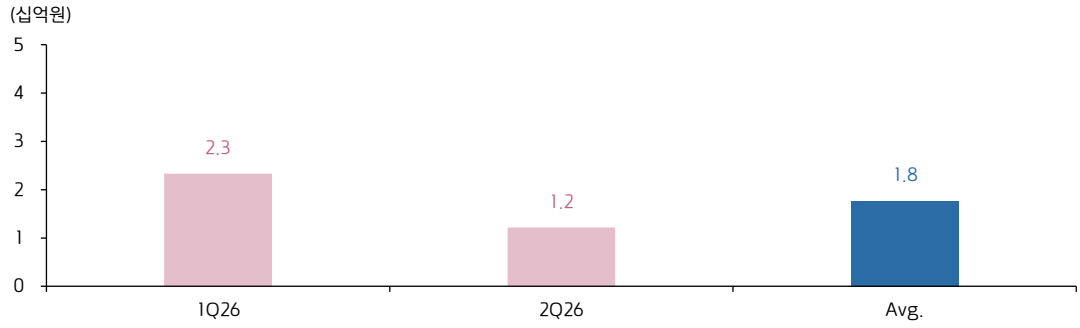
주1: 2Q26 수치는 PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 2Q26 수치는 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 2Q26 수치는 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 영업일수 2일을 기준으로 산출
주5: 조정 일매출은 해외 PC 및 콘솔 플랫폼 비중 75% 수준을 준용
자료: GACHAREVENUE, ECOS, Perfect World, 키움증권 리서치

붕괴: 스타레일 분기별 일매출 및 평균치



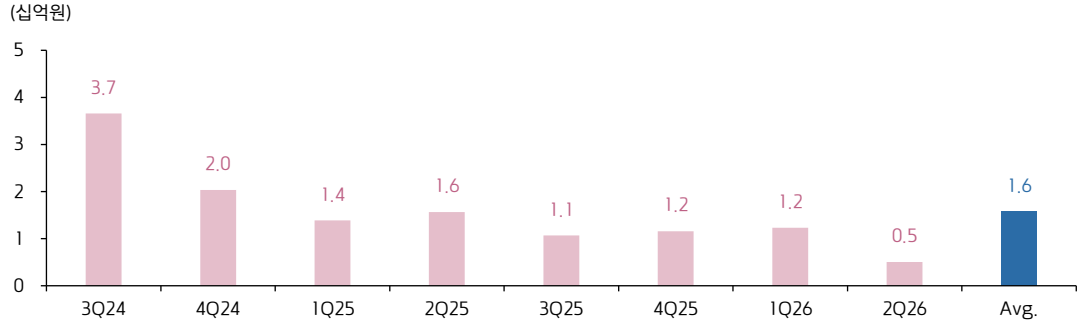
주1: PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 한달을 기준으로 산출
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

명일방주: 엔드필드 분기별 일매출 및 평균치



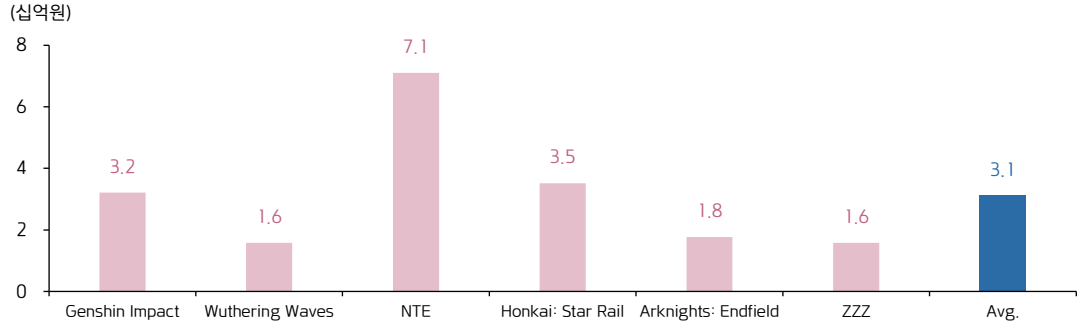
주1: PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 한달을 기준으로 산출
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

젠레스 존 제로 분기별 일매출 및 평균치



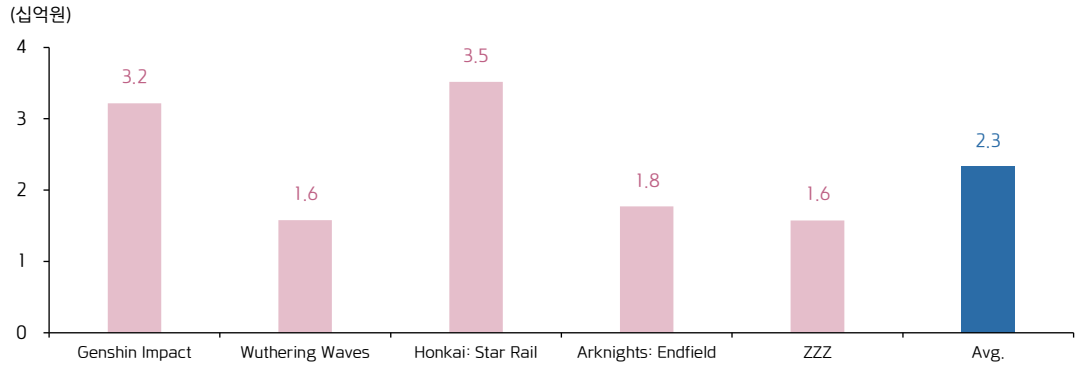
주1: PC 및 콘솔 플랫폼 제외 기준
주2: 달러 기반 매출에 플랫폼 수수료 보정한 총매출 기준
주3: 분기별 평균 원/달러 환율을 적용해 원화로 환산
주4: 2Q26 일매출은 4월 한달을 기준으로 산출
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

서브컬처 피어 게임별 일매출 비교 (이환 포함)



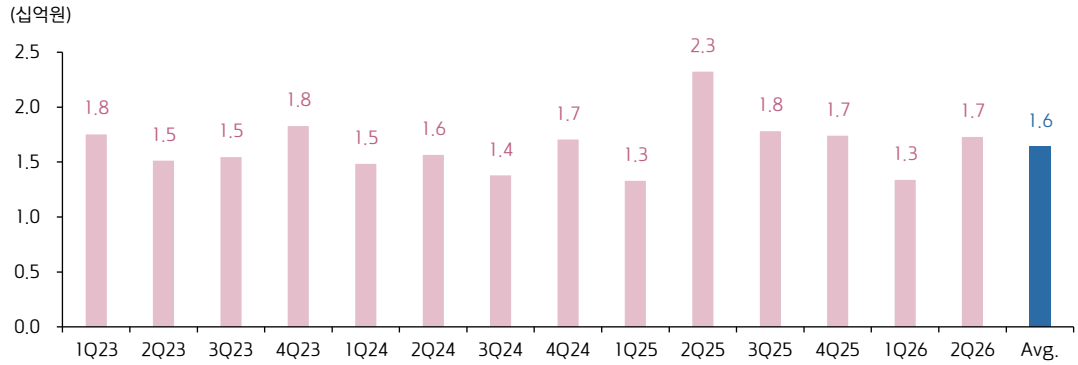
주1: 게임별 일매출은 귀속기간 기준 평균치 활용
주2: 피어 평균치는 대상 게임별 일매출의 평균치 준용
주3: NTE(Neverness to Everness), ZZZ(Zenless Zone Zero)
자료: GACHAREVENUE, ECOS, Perfect World, 키움증권 리서치

서브컬처 피어 게임별 일매출 비교 (이환 제외)



주1: ZZZ(Zenless Zone Zero)
주2: 게임별 일매출은 귀속기간 기준 평균치 활용
주3: 피어 평균치는 대상 게임별 일매출의 평균치 준용
자료: GACHAREVENUE, ECOS, 키움증권 리서치

니케 분기별 일매출 및 평균치



주: 2Q26 일매출은 당사 추정치 기준
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

>>> 서브컬처 주요 게임성 분석

유저 대상 포괄적 몰입도 제공 여부가 맥점

성공한 라이브 게임으로 평가받을 수 있는 원신과 니케를 바라보면 양 게임의 스토리 연출과 이에 기반한 유저 몰입도는 회자될 만하다. 기본적으로 캐릭터 미학도 중요하지만 캐릭터와 캐릭터간의 연결관계 및 이에 기반한 전체 게임의 스토리와 내러티브를 어떻게 형성하느냐가 게임 지속성과 이에 기반한 매출 창출력을 높여준다 사료될 수 있으며, 이를 기반으로 볼 때 니케는 핵심 팬층을 안정적으로 형성하고 이에 기반한 분기별 일매출의 지속성을 확보하고 있다고 종합 평가할 수 있겠다.

합리적이고 선택적 과금에 대한 여지도 중요

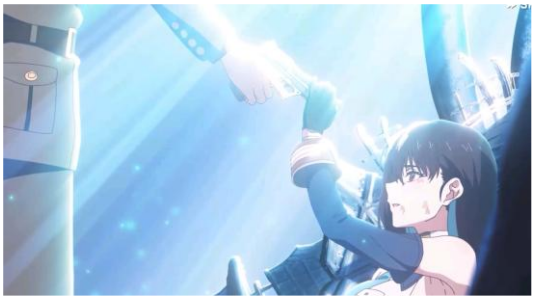
BM 관점에서 원신은 캐릭터와 무기가 같이 나오는 구조로서, 붕괴: 스타레일은 캐릭터와 광추가 같이 나오는 구조로서, 각각 유저가 원하는 타겟이 나올 확률이 상대적으로 저감될 여지로 이에 따른 피어 대비 높은 과금력이 관측된다 할 수 있다. 다만 니케는 캐릭터 중심 BM 구조로 상대적으로 저감된 BM 구조를 갖추고 있으며, 최근 출시한 이환의 경우에도 보드 게임 형태의 주사위 수치에 따른 해당 등급별 맞는 캐릭터와 아이템을 제공하는 등, 상대적으로 완화된 BM 구조를 갖추고 있다 할 수 있다. 또한 이환은 부동산 및 차량 BM 등 유저의 소유욕 기반 다양한 선택적 BM를 제공하여 기존 캐릭터 중심의 높은 과금에서 탈피해 BM의 다양성과 세그먼트별 객단가 측면에서 저감 요소를 확보하고 있다 할 수 있다. 라이브 게임이 롱런하기 위해서는 게임성도 중요하지만 합리적 BM 기반의 매출 지속성이 중요하다고 평가하며, 이에 해당하는 게임들에 대해 투자자들은 적합한 평가를 내릴 필요가 존재한다.

원신 스토리 연출



자료: 원신, YouTube, 키움증권 리서치

니케 스토리 연출



자료: 에이크리, YouTube, 키움증권 리서치

원신 BM



자료: 원신감성 Genshin Feeling, YouTube, 키움증권 리서치

붕괴: 스타레일 BM



자료: Rie 리에, YouTube, 키움증권 리서치

니케 BM



자료: 소브루 SOBREW, YouTube, 키움증권 리서치

이환 BM



자료: 소유-SooYou, YouTube, 키움증권 리서치

이환 부동산 BM



자료: 닌자멍, YouTube, 키움증권 리서치

이환 차량 컬래버



자료: 이환, YouTube, 키움증권 리서치

>>> 니케 및 프로젝트 스피릿 전망

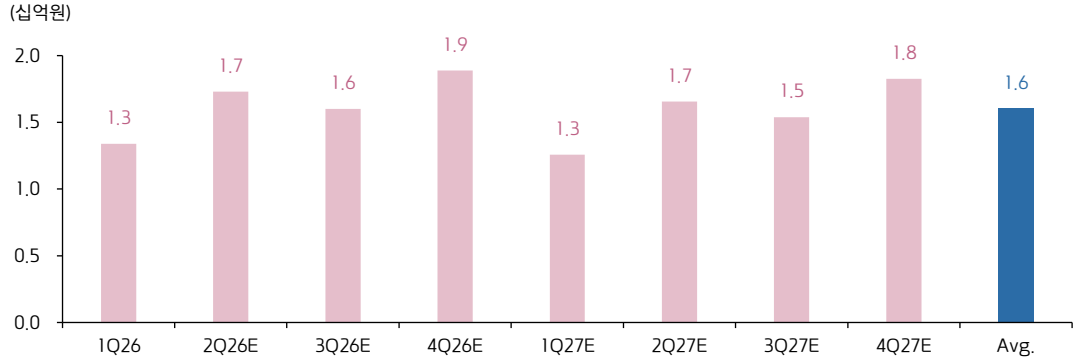
니케는 매출 지속성에 기반한 안정적 성과 조망

당사는 올해 1분기 포함 27년말까지 니케의 분기별 일평균 매출 평균치를 16억원 수준으로 추정하며, 매출 지속성에 기반한 안정적 성과를 전망한다. 이는 전술한 바, 동 게임의 스토리 기반 유저 몰입도와 피어 대비 상대적으로 저감된 BM 등으로 유저 인게이지먼트의 지속성에 기반한 매출 지속성과 안정적 캐시카우 롤을 담당할 것으로 전망한다.

프로젝트 스피릿 성과는 니케 상회할 여지 존재

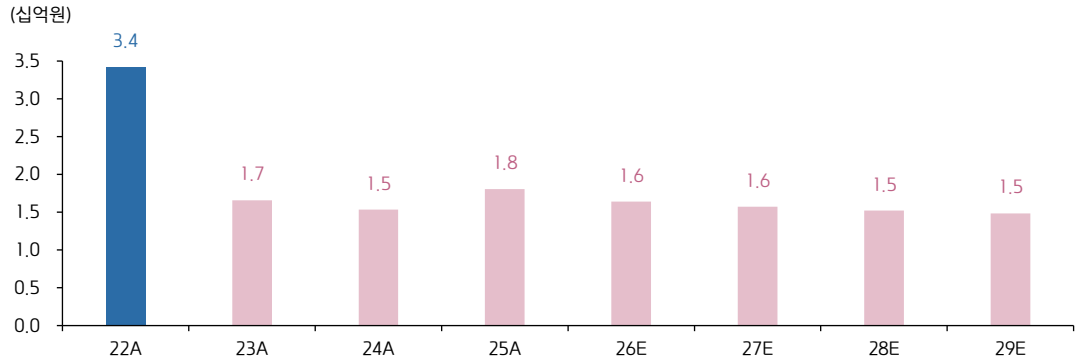
당사가 전망하는 프로젝트 스피릿 일평균 매출은 출시 초기분기 효과가 발현될 1Q28E 기준 20억원을 포함해, 초기효과가 노멀라이즈되는 2년간 분기별 일평균 매출 평균치로 12억원을 전망한다. 프로젝트 스피릿은 니케의 스토리 기반 내러티브 포커스와 BM 등을 포괄한 유저 케어 정책의 컬러는 이어받되, 서브컬처를 포함한 연계 장르의 확장성을 가져감으로써, 니케 대비 유저의 인게이지먼트 수준이 보다 높은 게임으로 발현될 것으로 기대하며, 장르 확장성 등에 기반한 선택적 BM 기제 추가 등의 여지로 기존 니케 대비 BM 세그먼트의 확장성이 상존할 것으로 관측되고, 이에 결론적으로 이환 기반의 다수 BM 모델 기제 여지도 고려할 수 있겠다는 판단이다. 이를 종합적으로 감안할 때 프로젝트 스피릿의 출시 초기분기 일매출은 당사가 추산하는 20억원을 상회할 여지가 상존할 것으로 평가하며, 특히 니케 경우에도 출시 초기 연도인 22년의 일평균 매출이 34억원 수준에 달하는 등 초기 확장성이 높았다는 점을 고려시 당사 추정치는 중립 이하의 수준이 투영되었음을 부연 설명한다. 또한 프로젝트 스피릿의 29E 일평균 매출액을 10억 수준으로 추정한 것은 전술한 서브컬처 주요 라이브 게임 기준으로 하단 이하임을 염두할 필요가 존재하며 상황에 따라서 28E 및 29E 회계연도 기반 실적 업사이드 포텐셜이 존재함을 감안할 필요가 있다.

니케 분기별 일평균 전망



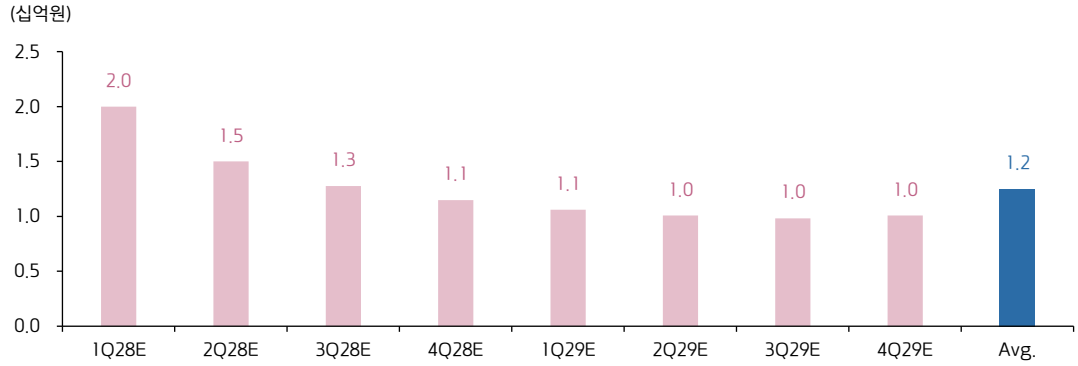
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

니케 연간 일평균 매출 추이 및 전망



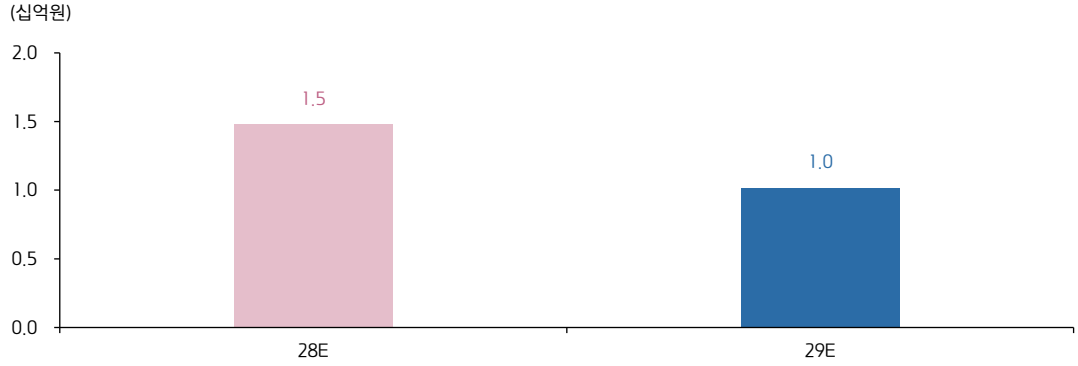
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망



주: 시즈널 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용
자료: 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망



자료: 키움증권 리서치 추정

II. 정상가치 분석

>>> 정상 Value 고려 필요

시프트업 주당 내재가치로 6.5만원 제시

당사는 시프트업의 장기 수익가치 분석을 통해 주당 내재가치로 6.5만원을 제시한다. 동사 내재가치는 2개 주요 신작인 프로젝트 스피릿과 스텔라 블레이드 차기작 성과가 발현될 29E 기준 지배주주지분 4,063억원에 내재 PER 12.5배와 연 할인율 10%을 적용한 올해 기준 현재가치이다. 프로젝트 스피릿 출시를 1Q28E로 가정하면서 동 게임의 노멀라이즈 효과가 반영될 29E 실적을 기준 시점으로 설정한 것은 스텔라 블레이드의 트리플 A 대중적 마일스톤 확보에 따른 핵심 팬층 기반의 후속작 마일스톤의 잠재력과 가시성을 높게 평가하면서 해당 게임의 출시를 가정하는 1Q29E 기반 성과가 온기로 반영될 29E 연도를 정상가치 설정의 기준시점으로 적용한 것임을 부연 제시한다. 다만 양 게임의 동시 성공을 전제하는 가정 하에, 프로젝트 스피릿은 주요 피어 대비 중립 이하의 추정치를 적용하고 내재 PER을 12.5배로 저감 시킴으로써, 이익의 가시성과 밸류에이션 적합도를 동시에 고려하였음을 밝힌다. 스텔라 블레이드 연간 판매는 올해 현재 기준 400만장을 상회하는 성과가 관측되고 있고, 차기작이 출시되기 직전 단계인 28E 기준으로 573만장의 패키지 마일스톤을 달성할 것으로 예견되며, 동 구매 유저층을 핵심 팬층으로 간주해, 동 유저 커버리지가 차기작 출시 당해 연도 기준 패키지 구매를 완결하는 전제 하에 29E 추정치를 설정했으며, 장기적으로 스텔라 블레이드 차기작은 778만장의 마일스톤을 달성할 것으로 종합 전망한다. 기업가치 발현 측면에서 동사의 가장 핵심적 경쟁력은 29E 기반 기존 라이브 게임인 니케와 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드 등 멀티 IP 기반의 매출 포트폴리오 구축과 이에 기반한 중장기 성장동력의 확보로 요약될 수 있으며 해당 사안을 피어 대비 강점으로 제시한다.

펄어비스 주당 내재가치로 5.3만원 제시

당사는 펄어비스의 주당 내재가치로 5.3만원을 제시한다. 동사의 내재가치는 붉은사막 차기작의 출시 시점을 1Q33E로 가정한 장기 수익가치 접근 방식에 따른 것으로서. 붉은사막의 IP 파워를 투영하는 적정가치의 균형점을 찾는 시도의 일환이다. 최근 동사가 신작 개발주기로 2~3년을 기재한 바 있으나, 개발기간에 대한 상시적인 리스크와 붉은사막의 실질적인 개발기간이 붉은사막 트레일러 오픈 연도를 기준으로 볼 때 출시시까지 7년 정도 소요된 레퍼런스 등을 감안시 차기작 출시 시점으로 합리적으로 가정할 수 있는 시점을 33E으로 설정했다. 이에 33E 지배주주순이익 4,428억원에 내재 PER 15배와 연 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치로 내재가치를 산출하였다. 붉은사막의 올해 연간 판매량 추정치는 696만장을 제시하며, 후속작 출시 가정 직전 연도인 32E 기준의 누적 판매고는 943만장을 설정하였다. 해당 누적 마일스톤을 핵심 팬층 기반 커버리지로 가정해, 동 판매고를 차기작 마일스톤의 초기 1년차 성과로 인입하여 당해년도 추정치에 반영하였으며, 차기작 기반 장기 마일스톤 판매고는 1,279만장으로 제시한다. 또한 도깨비 출시 시점은 1Q28E로 가정하여 해당 연도 판매고 553만장과 33E까지 누적 판매고 741만장을 추정치에 반영 하였으며, 붉은사막이 글로벌 유저에게 보여준 반향이 도깨비에도 발현되는 전제로 우호적인 게임 판매 성과를 선제적으로 반영하였다. 다만 해당 게임은 IP 기준 전작의 레퍼런스가 존재하지 않는다는 점에서 현재 동사가 글로벌 대중적인 유저에게 소구할 수 있는 멀티 IP 기제를 확보했다고 평가하기 어려울 수 있으며, 해당 사안이 피어 대비 상대적 약점으로 작동할 수 있겠다.

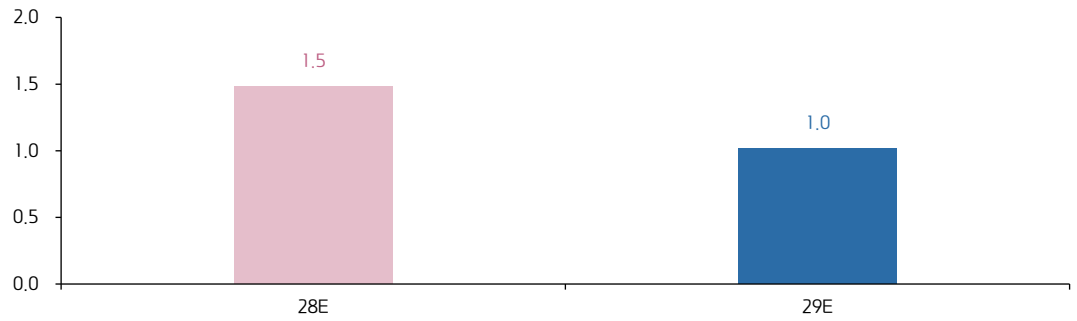
시프트업 장기 수익가치 분석

(십억원)	23A	24A	25A	26E	27E	28E	29E
매출액	168.6	224.1	294.5	216.2	199.2	281.2	707.2
니케	163.5	151.5	165.3	162.2	155.3	150.9	146.8
스텔라 블레이드		68.1	117.6	43.3	29.8	19.5	477.6
프로젝트 스피릿						94.7	64.8
기타	5.1	4.5	11.6	10.7	14.0	16.0	18.0
영업비용	57.5	71.4	113.1	101.6	105.9	114.0	218.5
인건비	46.7	55.2	53.9	61.5	65.9	75.3	83.1
변동비	4.8	7.4	43.1	20.7	18.6	16.2	111.8
고정비	6.1	8.8	16.2	19.4	21.4	22.5	23.6
영업이익	111.1	152.7	181.4	114.6	93.3	167.2	488.7
OPM	65.9%	68.1%	61.6%	53.0%	46.8%	59.5%	69.1%
영업외손익	3.3	26.1	51.6	63.9	54.0	56.0	58.0
법인세차감전순이익	114.3	178.8	233.0	178.5	147.3	223.2	546.7
법인세	7.7	30.8	41.6	40.6	35.6	54.0	140.4
당기순이익	106.7	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2	406.3
지배주주지분	106.7	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2	406.3
내재 PER(배)				27.7	37.6	27.3	12.5
내재가치							3,815.4
총 발행주식수(백만)							58.7
주당 내재가치(원)							65,048

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

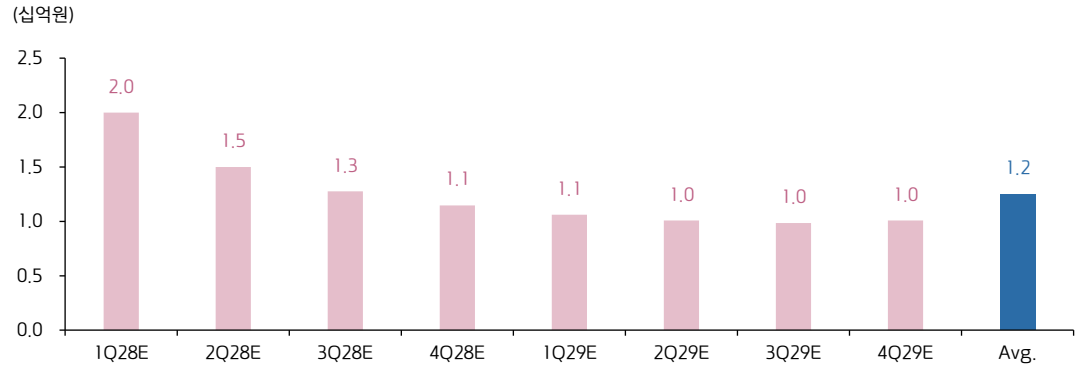
프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망

(십억원)



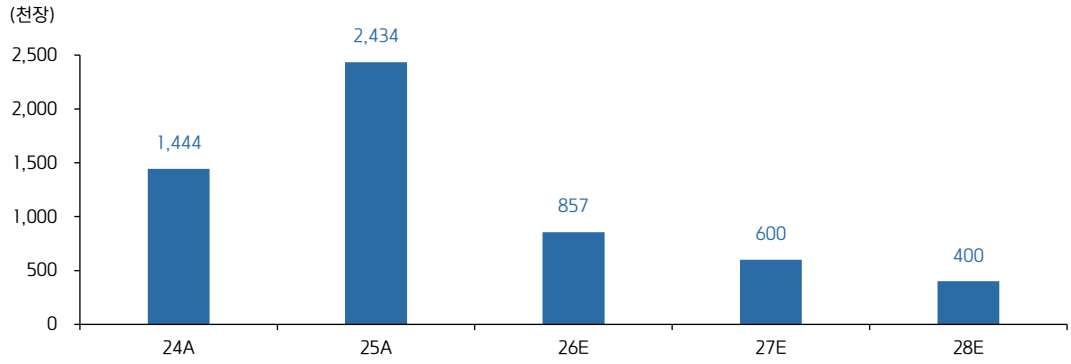
자료: 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망



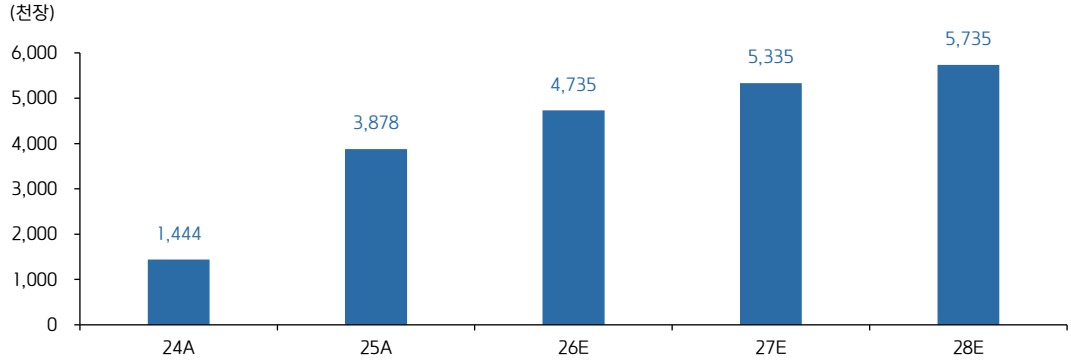
주: 시즈널 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용
자료: 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 연간 판매량 추정



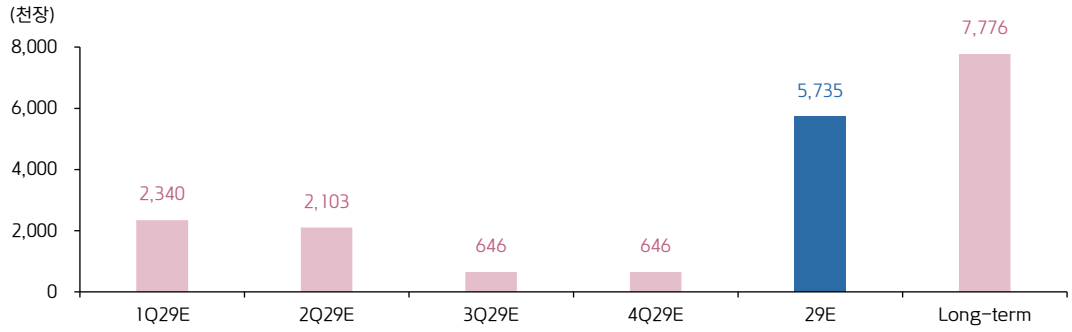
자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 누적 판매량 추정



자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 차기작 출시 연도 판매 추정



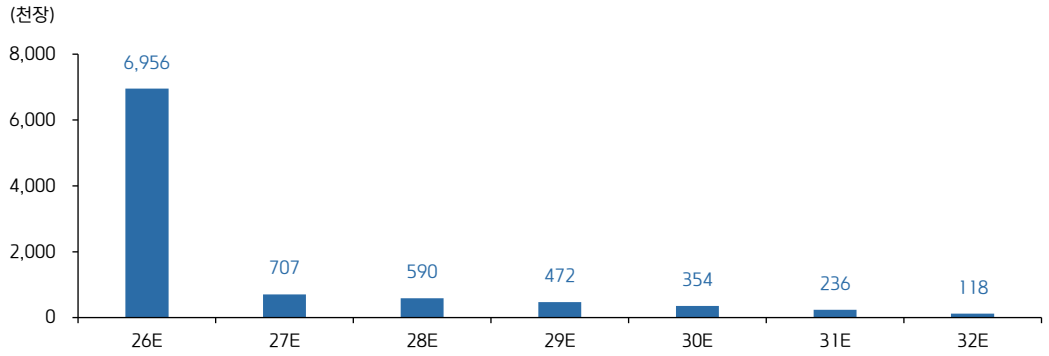
주: PC 및 콘솔 플랫폼 동시 출시 전제
자료: 키움증권 리서치 추정

펄어비스 장기 수익가치 분석

(십억원)	25A	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E
매출액	272.7	894.6	372.8	864.7	455.0	480.1	447.1	431.3	1,092.7
검은사막 IP	260.4	236.2	225.2	216.0	208.0	201.2	195.6	191.1	187.4
붉은사막 IP		645.3	133.9	132.1	128.9	124.4	118.5	111.5	781.6
도깨비				502.4	103.5	102.0	99.5	95.9	91.4
플랜 8						37.3	17.9	16.9	16.1
기타	12.3	13.1	13.7	14.2	14.7	15.2	15.5	15.9	16.2
영업비용	240.5	407.6	303.9	435.7	337.3	356.0	356.4	360.5	511.7
인건비	119.2	194.4	164.1	206.7	174.5	183.3	190.8	196.9	233.3
지급수수료	56.7	115.5	52.3	114.1	61.3	66.5	61.7	60.2	142.6
광고선전비	28.3	45.9	33.4	58.7	43.2	46.2	42.3	40.5	71.6
기타	36.3	51.8	54.1	56.3	58.3	60.0	61.5	62.9	64.2
영업이익	32.2	486.9	68.9	428.9	117.7	124.1	90.7	70.9	581.0
OPM	11.8%	54.4%	18.5%	49.6%	25.9%	25.9%	20.3%	16.4%	53.2%
영업외손익	-0.8	22.7	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0
법인세차감전순이익	31.4	509.6	78.9	439.9	129.7	137.1	104.7	85.9	597.0
법인세	6.2	129.9	19.1	111.1	31.4	33.2	25.3	20.8	154.3
계속영업순이익	25.3	379.7	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
중단영업순이익	-33.7	-16.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-8.4	363.6	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
지배주주지분	-8.4	363.6	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
내재 PER(배)		9.4	62.7	12.5	46.1	48.0	69.1	92.8	15.0
내재가치									3,408.1
총 발행주식수(백만)									64.2
주당 내재가치(원)									53,045

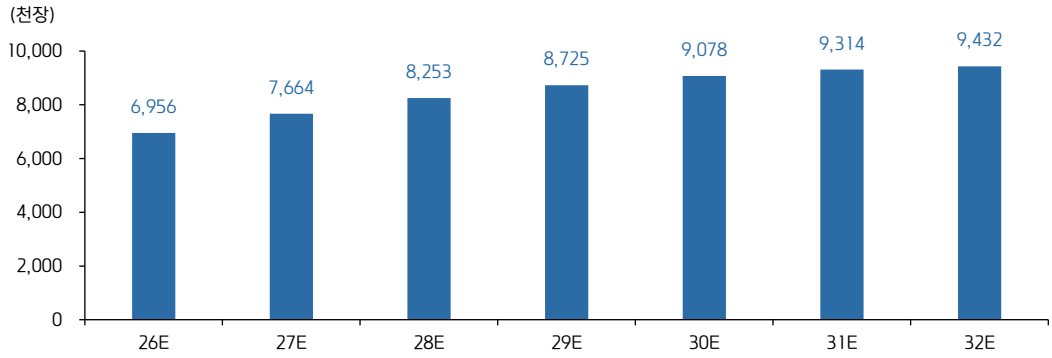
주1: 붉은사막 차기작 출시 시점은 1Q33E을 가정
주2: 주1 관련 타임라인은 붉은사막 원작 개발기간인 7년을 준용
주3: 주2 관련 개발기간은 Pearl Abyss Connect 2019 기준 붉은사막 트레일러 오픈 연도를 기준시점으로 설정하여 산정
주4: 도깨비 출시 시점은 1Q28E을 가정
주5: 플랜 8 출시 시점은 1Q30E을 가정
주6: 연별 내재 PER은 33E 15배를 기준으로 연간 환산
주7: 주6 관련 연간 환산시 연 할인율 10%를 보정하여 당해연도 기준으로 환산
자료: 펄어비스, Crimson Desert, YouTube, 키움증권 리서치

붉은사막 연간 판매량 추정



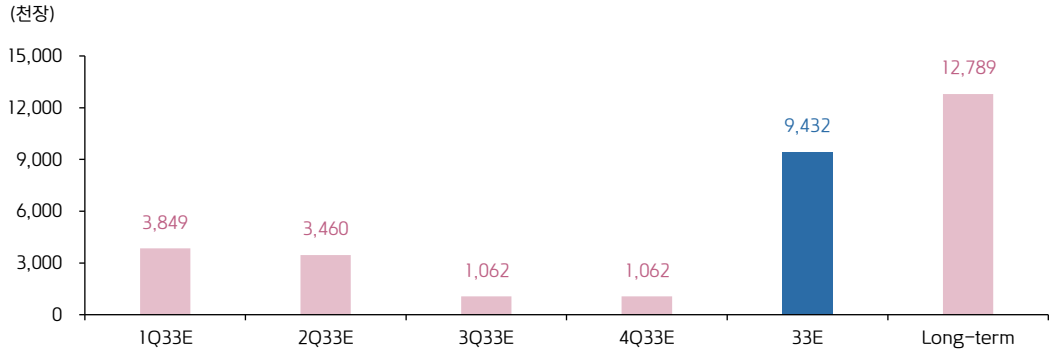
자료: 각종 미디어 자료, 펄어비스, 키움증권 리서치 추정

붉은사막 누적 판매량 추정



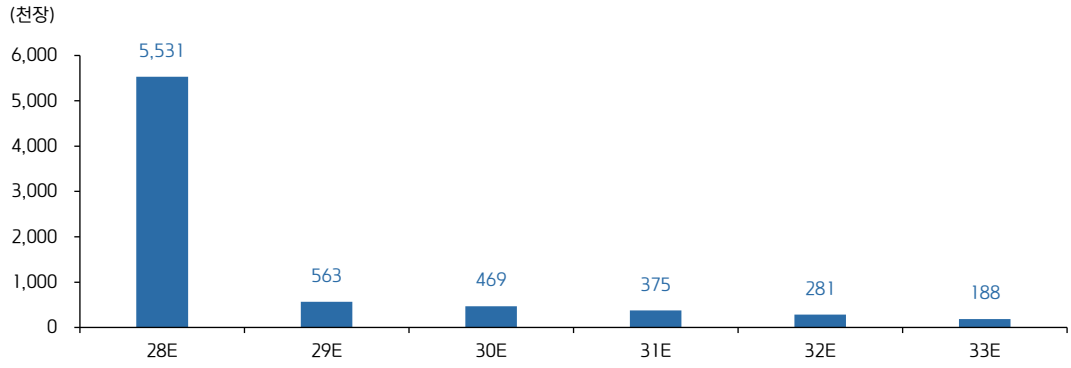
자료: 각종 미디어 자료, 펄어비스, 키움증권 리서치 추정

붉은사막 차기작 출시 연도 판매 추정



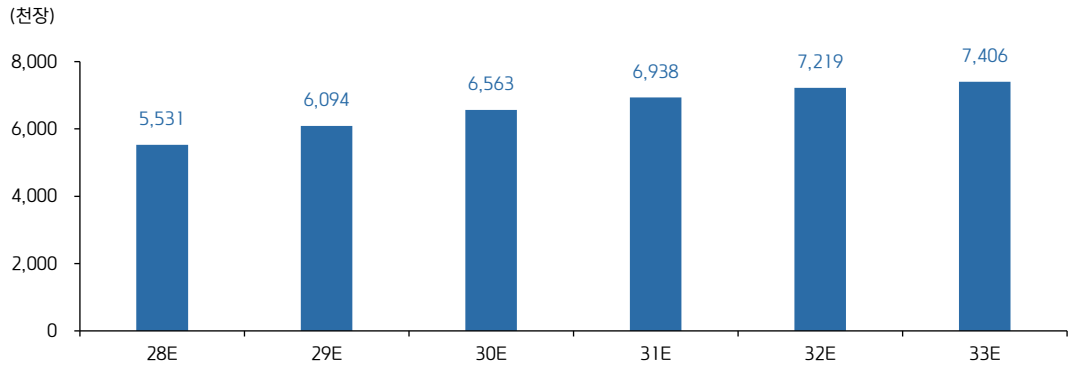
자료: 키움증권 리서치 추정

도깨비 연간 판매량 추정



자료: 키움증권 리서치 추정

도깨비 누적 판매량 추정



자료: 키움증권 리서치 추정

III. 경쟁강도 이슈

>>> 낮은 PC MMORPG 경쟁강도

아이온2 글로벌 출시에 따른 초기 모객효과 기대

당사는 NC 주력 라이브 게임인 아이온2 글로벌 출시 시점을 올해 9월로 가정하고 있는 바, 동 게임의 출시를 통한 초기 모객효과 및 글로벌 대중적인 유저 기반 반향 기제가 마련될 것으로 기대한다. 이는 상대적으로 국내 게임사들의 MMORPG 출시가 PC보다는 모바일 플랫폼으로 쏠림 현상이 강했던 바, 이에 따른 공급 경쟁강도가 PC 플랫폼 하에서 상대적으로 약했고, 글로벌 유저들도 해당 플랫폼 기반 MMORPG를 기대하는 대기 수요가 충분할 것이라는 판단이다. 한편 아이온2가 최근 게임내 밸런스나 메타 등으로 이슈를 가지고 유저 피로도 등이 증가된 상황 등을 미루어 볼 때 이에 대한 조정 작업은 필히 선제적으로 수반되어야 하며, 다만 이에 대한 개발팀 전체적인 신중한 의사결정을 통해서 글로벌 출시 초기부터 합리적이고 균형있는 밸런스를 설정할 것으로 기대하며, 이에 따라 글로벌 버전은 좀더 무게감있는 게임으로 포지셔닝할 것으로 기대한다.

국내 PC MMORPG History

타이틀	출시 연도	개발사	개발비	서비스 여부
바람의 나라	1996	넥슨	약 6억 원	서비스 지속
리니지	1998	NC	-	서비스 지속
일랜시아	1999	넥슨	-	서비스 종료
뮤 온라인	2001	웹젠	-	서비스 지속
라그나로크 온라인	2002	그라비티	-	서비스 지속
메이플스토리	2003	위젯(넥슨)	-	서비스 지속
리니지 2	2003	NC	약 500억 원	서비스 지속
테일즈위버	2003	소프트맥스	-	서비스 지속
RF 온라인	2004	CCR	약 80억 원	서비스 종료
마비노기	2004	데브캣(넥슨)	-	서비스 지속
그라나도 에스파다	2006	imc 게임즈	약 200억 원	서비스 지속
C9	2009	구) NHN 게임즈	약 30억 원	서비스 종료
마비노기 영웅전	2010	데브캣(넥슨)	-	서비스 지속
테라	2011	블루홀(크래프톤)	약 400억 원	서비스 종료
블레이드 앤 소울	2012	NC	약 500억 원	서비스 지속
아이온	2012	NC	약 230억 원	서비스 지속
길드워 2	2012	NC	-	서비스 지속
아키에이지	2013	엑스엘게임즈	약 300억 원	서비스 종료
이카루스	2014	위메이드	약 500억 원	서비스 지속
검은사막	2014	펄어비스	약 200억 원	서비스 지속
블레스	2016	네오위즈	약 700억 원	서비스 종료
로스트아크	2018	스마일게이트	약 1,000억 원	서비스 지속
TL	2023	NC	약 1,500억 원	서비스 지속
아이온 2	2025	NC	약 1,000억 원	서비스 지속
리니지 클래식	2026	NC	-	서비스 지속

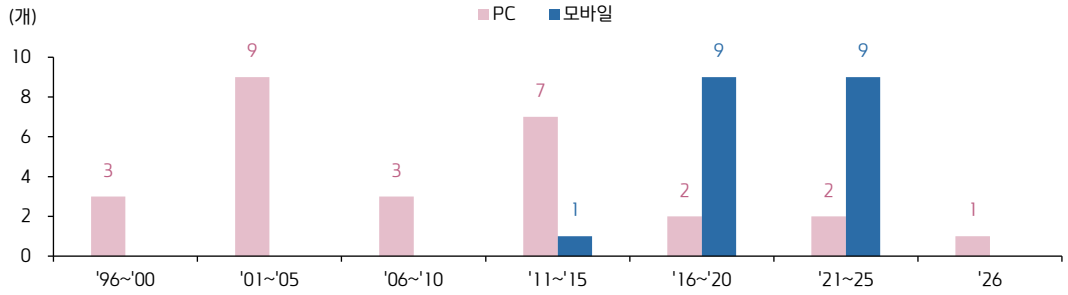
주: 각 게임별 개발비는 언론 매체 보도를 기반으로 한 추산치
자료: 키움증권 리서치

국내 모바일 MMORPG History

게임 제목	출시 연도	개발사	개발비	서비스 여부
뮤 오리진	2015	웹젠	-	서비스 종료
리니지 2 레볼루션	2016	넷마블	-	서비스 지속
리니지 M	2017	NC	약 1,000 억 원	서비스 지속
라그나로크 M	2017	그라비티	-	서비스 지속
검은사막 모바일	2018	펄어비스	-	서비스 지속
블레이드&소울 레볼루션	2018	넷마블	약 100 억 원	서비스 지속
리니지 2M	2019	NC	약 400 억 원	서비스 지속
V4	2019	넥슨	약 100 억 원	서비스 종료
라그나로크 오리진	2020	그라비티	-	서비스 종료
바람의 나라: 연	2020	넥슨	-	서비스 지속
리니지 W	2021	NC	-	서비스 지속
오딘: 발할라 라이징	2021	라이온하트(카카오게임즈)	-	서비스 지속
나이트 크로우	2023	위메이드	-	서비스 지속
아키에이지 워	2023	엑스엘게임즈(카카오게임즈)	약 400 억 원	서비스 지속
프라시아 전기	2023	넥슨	-	서비스 지속
레이븐 2	2024	넷마블	-	서비스 지속
아스달 연대기	2024	넷마블	-	서비스 지속
마비노기 모바일	2025	데브캣(넥슨)	약 1,000 억 원	서비스 지속
뱀피르	2025	넷마블	-	서비스 지속

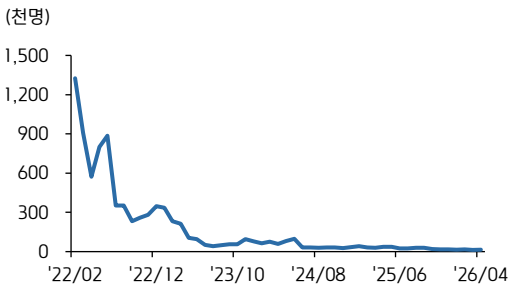
주1: 각 게임별 개발비는 언론 매체 보도를 기반으로 한 추산치
주2: 크로스 플랫폼 게임 포함
자료: 키움증권 리서치

국내 PC vs 모바일 MMORPG 게임 출시수 추이



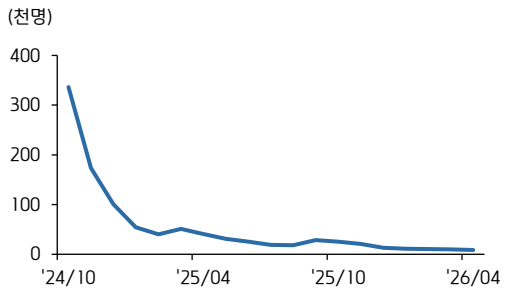
자료: 각 사, 키움증권 리서치

로스트아크 Steam 월별 동시접속자 추이



자료: SteamDB, 키움증권 리서치

TL Steam 월별 동시접속자 추이



자료: SteamDB, 키움증권 리서치

기업분석

시프트업 (462870)	BUY(Initiate)/목표주가 65,000원 멀티 IP 경쟁력
NC (036570)	BUY(Maintain)/목표주가 430,000원 아이온2 글로벌 기대
펄어비스 (263750)	Outperform(Upgrade)/목표주가 53,000원 붉은사막 IP 확장성

시프트업 (462870)

BUY(Initiate)

목표주가 65,000원

주가(5/27) 28,200원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

니케 매출 지속성과 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드 차기작 성공 등을 통해 멀티 IP 기반 중기적 기업가치 레벨업이 기대된다.

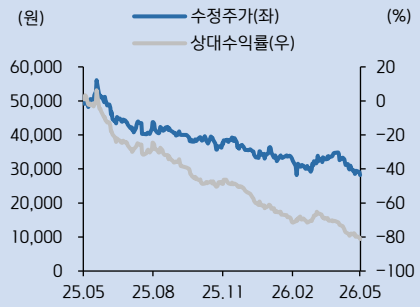
Stock Data

KOSPI (5/27)		8,228.70pt
시가총액		16,541억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	56,100 원	28,200원
최고/최저가 대비 등락	-49.7%	0.0%
주가수익률	절대	상대
1M	-19.1%	-35.0%
6M	-24.4%	-63.4%
1Y	-44.3%	-81.7%

Company Data

발행주식수		58,654 천주
일평균 거래량(3M)		82천주
외국인 지분율		36.9%
배당수익률(26E)		0.0%
BPS(26E)		18,291원
주요 주주	김형태 외 8인	42.5%

Price Trend



멀티 IP 경쟁력

>>> 게임 업종 최선호주

당사는 동사를 투자의견 BUY에 목표주가 6.5만원으로 커버리지를 개시하며, 게임 업종내 최선호주로 제시한다. 당사는 동사의 메이저 신작인 프로젝트 스피릿과 스텔라 블레이드 차기작의 성공 가능성을 높게 평가하며, 이에 양 게임 성과가 발현될 29E 지배주주지분 4,063억원에 내재 PER 12.5배 및 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치로 목표주가를 산출했다.

>>> 주요 신작 성과 분석

프로젝트 스피릿은 기존 니케의 스토리 내러티브 포커스와 BM 포함한 유저 케어 정책을 이어가면서 게임성 측면에선 서브컬처를 포함한 연계 장르 확장성으로 차별적 포인트와 BM 세그먼트 다변화 및 선택적 과금 기제를 동인할 여지가 존재할 것으로 기대한다. 동 게임의 출시 초기 분기 일평균 매출로 1Q28E 20억원과 28E 및 29E 일평균 매출로 각각 15억원과 10억원을 제시한다. 스텔라 블레이드 차기작 출시 시기는 1Q29E를 가정하여 당해 연도 기준 패키지 판매고를 573만장으로 추정치에 반영했다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	224.1	294.5	216.2	199.2	281.2
영업이익	152.7	181.4	114.6	93.3	167.2
EBITDA	157.2	187.2	117.0	98.2	173.4
세전이익	178.8	233.0	178.5	147.3	223.2
순이익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
지배주주지분순이익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
EPS(원)	2,717	3,261	2,349	1,903	2,885
증감률(%,YoY)	NA	20.0	-28.0	-19.0	51.6
PER(배)	23.3	10.9	12.0	14.8	9.8
PBR(배)	4.84	2.27	1.54	1.38	1.20
EV/EBITDA(배)	19.5	8.3	9.0	10.1	5.4
영업이익률(%)	68.1	61.6	53.0	46.8	59.5
ROE(%)	19.4	22.7	13.8	9.8	13.1
순차입금비율(%)	-83.2	-57.8	-61.0	-59.5	-55.6

자료: 키움증권 리서치센터

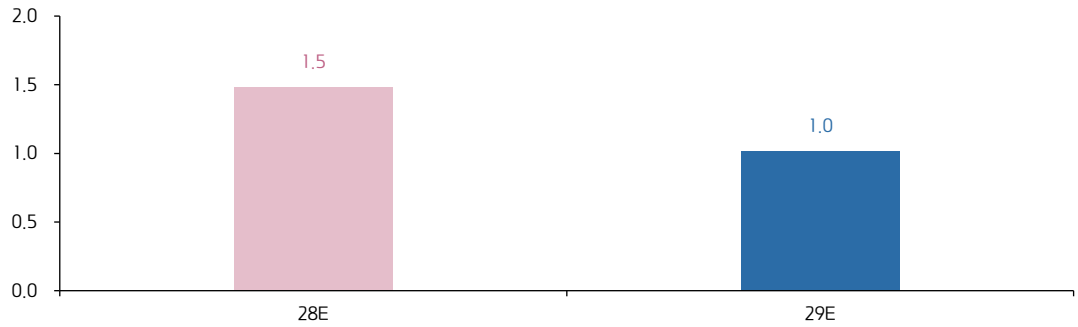
시프트업 장기 수익가치 분석

(십억원)	23A	24A	25A	26E	27E	28E	29E
매출액	168.6	224.1	294.5	216.2	199.2	281.2	707.2
니케	163.5	151.5	165.3	162.2	155.3	150.9	146.8
스텔라 블레이드		68.1	117.6	43.3	29.8	19.5	477.6
프로젝트 스피릿						94.7	64.8
기타	5.1	4.5	11.6	10.7	14.0	16.0	18.0
영업비용	57.5	71.4	113.1	101.6	105.9	114.0	218.5
인건비	46.7	55.2	53.9	61.5	65.9	75.3	83.1
변동비	4.8	7.4	43.1	20.7	18.6	16.2	111.8
고정비	6.1	8.8	16.2	19.4	21.4	22.5	23.6
영업이익	111.1	152.7	181.4	114.6	93.3	167.2	488.7
OPM	65.9%	68.1%	61.6%	53.0%	46.8%	59.5%	69.1%
영업외손익	3.3	26.1	51.6	63.9	54.0	56.0	58.0
법인세차감전순이익	114.3	178.8	233.0	178.5	147.3	223.2	546.7
법인세	7.7	30.8	41.6	40.6	35.6	54.0	140.4
당기순이익	106.7	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2	406.3
지배주주지분	106.7	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2	406.3
내재 PER(배)				27.7	37.6	27.3	12.5
내재가치							3,815.4
총 발행주식수(백만)							58.7
주당 내재가치(원)							65,048

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

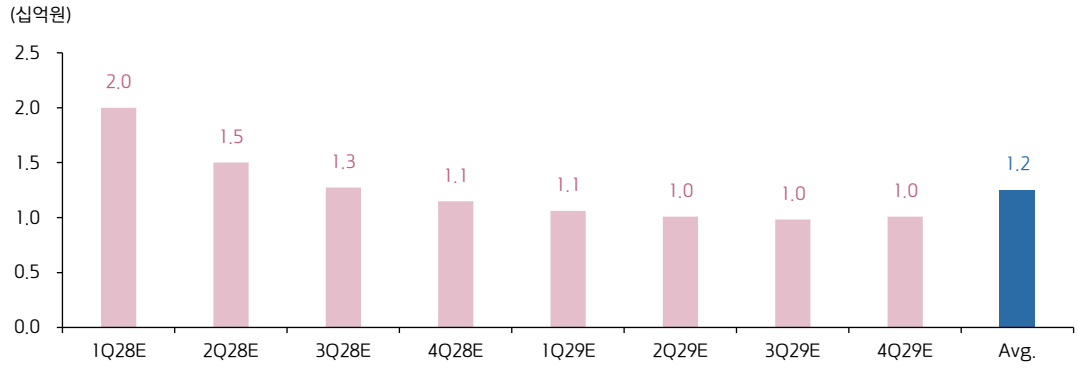
프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망

(십억원)



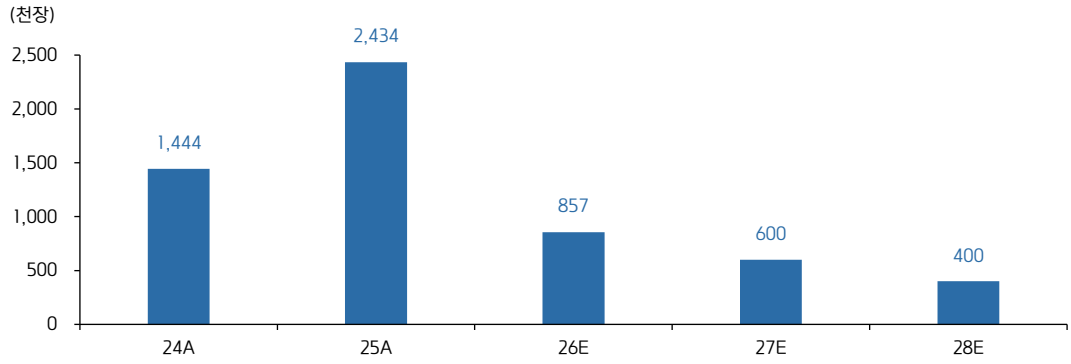
자료: 키움증권 리서치 추정

프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망



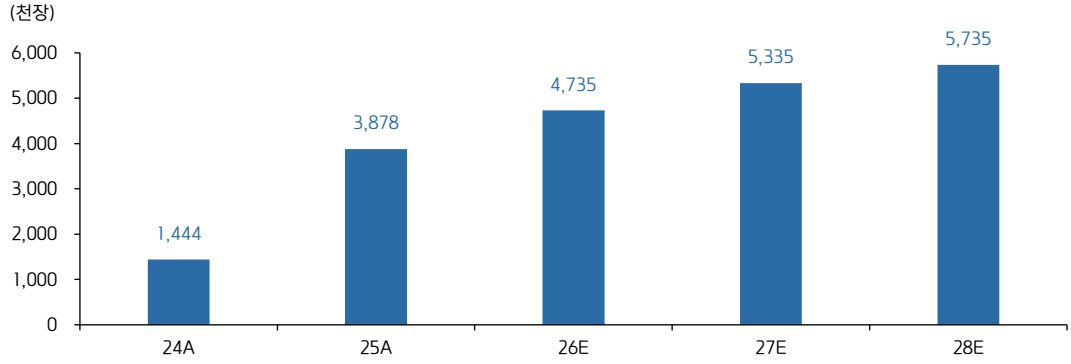
주: 시즈널 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용
자료: 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 연간 판매량 추정



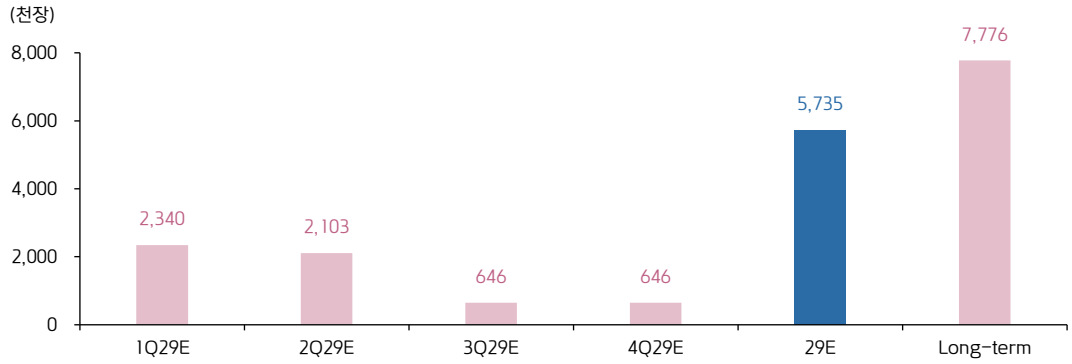
자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 누적 판매량 추정



자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 차기작 출시 연도 판매 추정



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

시프트업 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	42.2	112.4	75.5	64.4	47.3	55.5	53.0	60.4	294.5	216.2	199.2
니케	32.3	45.1	44.5	43.4	32.7	42.6	39.9	47.0	165.3	162.2	155.3
스텔라 블레이드	7.0	65.7	27.7	17.2	12.9	10.1	10.1	10.1	117.6	43.3	29.8
기타	2.9	1.6	3.3	3.8	1.7	2.8	3.0	3.3	11.6	10.7	14.0
영업비용	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	23.9	22.9	28.9	113.1	101.6	105.9
영업이익	26.3	68.2	49.5	37.4	21.5	31.6	30.1	31.4	181.4	114.6	93.3
영업이익률(%)	62.2%	60.7%	65.6%	58.1%	45.5%	56.9%	56.8%	52.1%	61.6%	53.0%	46.8%
영업외손익	5.4	-5.6	18.5	33.4	24.9	13.0	13.0	13.0	51.6	63.9	54.0
법인세차감전순이익	31.6	62.6	68.1	70.8	46.4	44.6	43.1	44.4	233.0	178.5	147.3
법인세차감전순이익률(%)	74.9%	55.7%	90.1%	109.8%	98.1%	80.3%	81.3%	73.6%	79.1%	82.6%	74.0%
법인세비용	4.8	11.3	13.4	12.1	8.6	10.8	10.4	10.8	41.6	40.6	35.6
법인세율(%)	15.2%	18.0%	19.7%	17.1%	18.5%	24.2%	24.2%	24.2%	17.9%	22.7%	24.2%
당기순이익	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	33.8	32.7	33.7	191.4	138.0	111.6
당기순이익률(%)	63.6%	45.7%	72.4%	91.0%	79.9%	60.9%	61.7%	55.8%	65.0%	63.8%	56.1%
지배주주지분	26.8	51.3	54.6	58.6	37.8	33.8	32.7	33.7	191.4	138.0	111.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 시프트업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	224.1	294.5	216.2	199.2	281.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	224.1	294.5	216.2	199.2	281.2
판관비	71.4	113.1	101.6	105.9	114.0
영업이익	152.7	181.4	114.6	93.3	167.2
EBITDA	157.2	187.2	117.0	98.2	173.4
영업외손익	26.1	51.6	63.9	54.0	56.0
이자수익	8.6	11.8	14.2	15.4	16.5
이자비용	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
외환관련이익	12.8	10.8	7.8	7.8	7.8
외환관련손실	3.1	12.2	9.5	9.5	9.5
종속 및 관계기업손익	0.0	14.8	-6.8	-6.0	-4.0
기타	9.0	27.7	59.5	47.6	46.5
법인세차감전이익	178.8	233.0	178.5	147.3	223.2
법인세비용	30.8	41.6	40.6	35.6	54.0
계속사업순손익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
당기순이익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
지배주주순이익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	31.4	-26.6	-7.9	41.2
영업이익 증감율	NA	18.8	-36.8	-18.6	79.2
EBITDA 증감율	NA	19.1	-37.5	-16.1	76.6
지배주주순이익 증감율	NA	29.3	-27.9	-19.1	51.6
EPS 증감율	NA	20.0	-28.0	-19.0	51.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	68.1	61.6	53.0	46.8	59.5
EBITDA Margin(%)	70.1	63.6	54.1	49.3	61.7
지배주주순이익률(%)	66.0	65.0	63.8	56.0	60.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	768.2	781.9	855.3	904.2	1,009.9
현금 및 현금성자산	289.3	110.1	219.4	266.2	308.6
단기금융자산	358.2	486.1	498.2	510.7	523.4
매출채권 및 기타채권	113.6	180.9	132.8	122.3	172.7
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	7.1	4.8	4.9	5.0	5.2
비유동자산	35.7	301.5	383.5	463.8	545.1
투자자산	15.9	222.9	297.9	373.9	451.9
유형자산	2.7	4.1	7.5	9.2	10.1
무형자산	3.0	1.7	3.3	4.2	4.6
기타비유동자산	14.1	72.8	74.8	76.5	78.5
자산총계	803.8	1,083.3	1,238.7	1,368.0	1,555.0
유동부채	28.6	95.5	99.2	103.1	107.2
매입채무 및 기타채무	6.0	57.4	60.2	63.3	66.4
단기금융부채	2.8	3.9	3.9	3.9	3.9
기타유동부채	19.8	34.2	35.1	35.9	36.9
비유동부채	10.8	66.6	66.6	66.6	66.6
장기금융부채	8.3	59.5	59.5	59.5	59.5
기타비유동부채	2.5	7.1	7.1	7.1	7.1
부채총계	39.4	162.1	165.9	169.8	173.8
지배지분	764.4	921.2	1,072.9	1,198.2	1,381.2
자본금	11.7	11.8	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	527.4	532.2	532.3	532.3	532.3
기타자본	6.3	-47.0	-47.0	-47.0	-47.0
기타포괄손익누계액	-0.1	13.7	27.4	41.1	54.9
이익잉여금	219.1	410.5	548.5	660.1	829.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	764.4	921.2	1,072.9	1,198.2	1,381.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	114.1	157.2	159.1	97.0	93.2
당기순이익	148.0	191.4	138.0	111.6	169.2
비현금항목의 가감	16.2	-4.5	-3.1	-7.5	9.1
유형자산감가상각비	3.4	4.4	1.5	3.3	4.1
무형자산감가상각비	1.1	1.4	0.8	1.7	2.1
지분법평가손익	0.0	-14.8	6.8	6.0	4.0
기타	11.7	4.5	-12.2	-18.5	-1.1
영업활동자산부채증감	-44.4	-13.2	51.7	14.2	-46.5
매출채권및기타채권의감소	-40.1	-56.9	48.1	10.5	-50.4
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	1.3	28.2	2.9	3.0	3.2
기타	-5.6	15.5	0.7	0.7	0.7
기타현금흐름	-5.7	-16.5	-27.5	-21.3	-38.6
투자활동 현금흐름	-368.3	-283.2	-76.5	-76.9	-77.3
유형자산의 취득	-2.7	-2.6	-5.0	-5.0	-5.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.4	-0.1	-2.5	-2.5	-2.5
투자자산의감소(증가)	-15.9	-192.1	-81.9	-81.9	-82.0
단기금융자산의감소(증가)	-358.2	-127.9	-12.2	-12.5	-12.8
기타	11.9	39.5	25.1	25.0	25.0
재무활동 현금흐름	426.9	-51.4	0.0	0.0	0.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	435.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-50.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-8.1	-1.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.4	-1.6	26.7	26.7	26.6
현금 및 현금성자산의 순증가	173.1	-179.1	109.3	46.8	42.5
기초현금 및 현금성자산	116.1	289.3	110.1	219.4	266.2
기말현금 및 현금성자산	289.3	110.1	219.4	266.2	308.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,717	3,261	2,349	1,903	2,885
BPS	13,104	15,624	18,291	20,429	23,548
CFPS	3,014	3,185	2,296	1,776	3,039
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	23.3	10.9	12.0	14.8	9.8
PER(최고)	32.9	21.5	15.8		
PER(최저)	17.5	10.7	11.7		
PBR	4.84	2.27	1.54	1.38	1.20
PBR(최고)	6.83	4.49	2.02		
PBR(최저)	3.63	2.23	1.50		
PSR	15.41	7.07	7.66	8.31	5.88
PCFR	21.0	11.1	12.3	15.9	9.3
EV/EBITDA	19.5	8.3	9.0	10.1	5.4
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	18.4	20.3	11.9	8.6	11.6
ROE	19.4	22.7	13.8	9.8	13.1
ROIC	110.4	107.7	58.9	57.5	88.7
매출채권회전율	3.9	2.0	1.4	1.6	1.9
재고자산회전율					
부채비율	5.2	17.6	15.5	14.2	12.6
순차입금비율	-83.2	-57.8	-61.0	-59.5	-55.6
이자보상배율,현금	130.5	138.1	87.3	71.0	127.3
총차입금	11.2	63.5	63.5	63.5	63.5
순차입금	-636.3	-532.7	-654.1	-713.4	-768.6
EBITDA	157.2	187.2	117.0	98.2	173.4
FCF	77.6	143.3	135.2	82.4	79.0

자료: 키움증권 리서치센터

NC (036570)

BUY(Maintain)

목표주가 430,000원

주가(5/27) 277,500원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

아이온2 글로벌 출시 이후에 동사의 지속 성장성을 견인할 수 있을 추가 IP 기반의 신작 잠재력이 발현될 필요가 존재하며, 이에 관련하여 호라이즌 스틸 프론티어스 개발 경과 확인을 주 포인트로 제시한다.

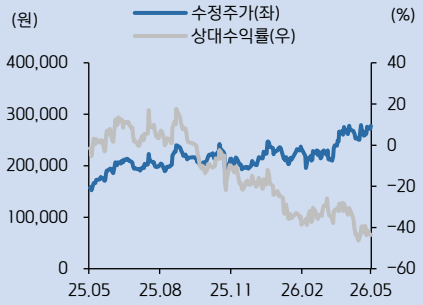
Stock Data

KOSPI (5/27)		8,228.70pt
시가총액		59,785억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	279,000 원	152,500원
최고/최저가 대비 등락	-0.5%	82.0%
주가수익률	절대	상대
1M	6.1%	-14.7%
6M	30.0%	-37.0%
1Y	82.0%	-40.3%

Company Data

발행주식수		21,544 천주
일평균 거래량(3M)		135천주
외국인 지분율		36.5%
배당수익률(26E)		1.1%
BPS(26E)		181,668원
주요 주주	김택진 외 16인	12.4%

Price Trend



아이온2 글로벌 기대

>>> 게임 업종 차선호주 제시

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 43만원을 유지하고 게임 업종 차선호주로 조정해 제시한다. 목표주가 43만원은 아이온2 국내/대만 및 글로벌 성과와 리니지 클래식 연간 초기 효과가 발현될 26E 기준 지배주주지분 6,180억원에 목표 PER 15배를 적용하여 산출했다.

>>> 아이온2 글로벌 출시가 맥점

당사는 아이온2 글로벌 출시 시점을 올해 9월로 가정하여 관련 성과를 추정 중이며, 이에 따라 올해 분기별 영업이익 가시성 및 전년동기비 성장이 지속 부각될 수 있을 것으로 판단한다. 아이온2는 한국 및 대만에서 대중적인 유저 기반 피드백을 종합해 글로벌 초기 버전부터 게임 밸런스와 메타 설정에 있어서 기존 대비 무게감을 가져갈 것으로 기대하며 이에 따라 초기 유저 반향과 기 출시된 로스크아크 및 TL 대비 리텐션 유지에 있어 일정 버퍼를 가질 여지가 존재할 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,877.0	3,104.7	3,081.1
영업이익	-109.2	16.1	666.3	671.5	563.5
EBITDA	0.0	111.7	754.2	764.4	660.3
세전이익	120.9	461.4	838.6	804.5	698.5
순이익	94.1	347.4	640.8	606.5	531.6
지배주주지분순이익	94.2	346.7	618.0	577.2	498.2
EPS(원)	4,291	16,023	28,685	26,791	23,123
증감률(%,YoY)	-55.6	273.4	79.0	-6.6	-13.7
PER(배)	42.7	12.6	9.7	10.4	12.0
PBR(배)	1.31	1.29	1.53	1.35	1.23
EV/EBITDA(배)	-76,163.8	24.2	5.2	4.6	4.7
영업이익률(%)	-6.9	1.1	23.2	21.6	18.3
ROE(%)	3.0	10.8	17.0	13.8	10.7
순차입금비율(%)	-35.9	-48.8	-50.0	-54.2	-57.6

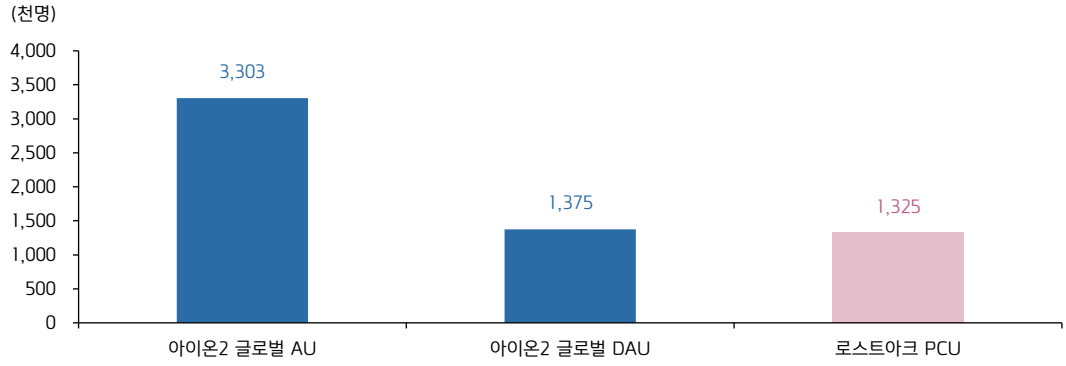
자료: 키움증권 리서치센터

NC 아이온2 분기별 매출

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25A	26E
총 매출액				77.4	136.8	99.2	153.9	230.0	77.4	619.8
총 결제액				94.1	136.8	99.2	153.9	230.0	94.1	619.9
한국 결제액				56.5	81.8	59.3	53.3	49.3	56.5	243.7
AU(천명)				1,982	1,373	996	896	829	1,982	1,023
기본 멤버십 결제액				11.7	16.2	11.8	10.6	9.8	11.7	48.4
기본 멤버십 PU(천명)				396	275	199	179	166	396	205
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				8.8	12.2	8.9	8.0	7.4	8.8	36.5
추가 멤버십 PU(천명)				198	137	100	90	83	198	102
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				35.9	53.3	38.6	34.8	32.2	35.9	158.8
추가 과금 PU(천명)				396	275	199	179	166	396	205
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
대만 결제액				37.7	55.1	39.9	35.9	33.2	37.7	164.1
AU(천명)				1,321	925	670	603	558	1,321	689
기본 멤버십 결제액				7.8	10.9	7.9	7.1	6.6	7.8	32.6
기본 멤버십 PU(천명)				264	185	134	121	112	264	138
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				5.9	8.2	6.0	5.4	5.0	5.9	24.6
추가 멤버십 PU(천명)				132	92	67	60	56	132	69
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				24.0	35.9	26.0	23.4	21.7	24.0	107.0
추가 과금 PU(천명)				264	185	134	121	112	264	138
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
글로벌 결제액							64.6	147.5		212.1
AU(천명)							3,303	2,477		2,890
기본 멤버십 결제액							13.0	29.3		42.3
기본 멤버십 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							20	59		73
추가 멤버십 결제액							9.8	22.1		31.9
추가 멤버십 PU(천명)							330	248		289
PUR							10.0%	10.0%		10.0%
ARPPU(천원)							30	89		110
추가 과금 결제액							41.8	96.1		137.9
추가 과금 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							63	194		239

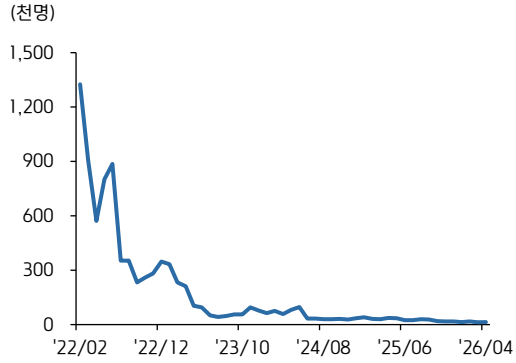
주1: 추가 과금은 외형 및 추가 상품 등을 대상, 글로벌은 국내 및 대만 제외 기준
주2: 글로벌 출시는 올해 9월을 가정해 3Q26E 결제액은 1달치를 기준으로 반영
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

아이온2 해외 주요 유저 지표 비교 분석



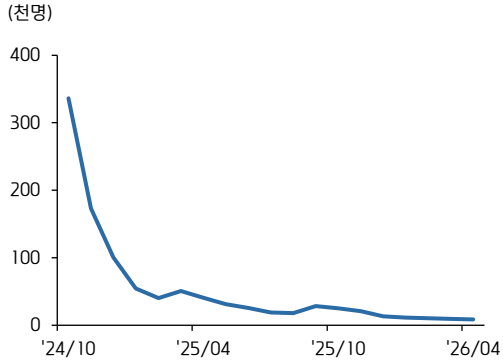
주1: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
주2: 아이온2 글로벌 관련 지표 기준 시점은 출시 초기 분기로 관측 중인 3Q26E 기준
주3: 아이온2 글로벌 AU는 한국과 대만 출시 초기 분기인 4Q25 AU 합산치 준용
주4: 아이온2 글로벌 DAU는 멀티플 2.4배 수준을 역산 적용하여 도출
주5: 로스트아크 PCU는 글로벌 스팀 라이프사이클 기준 최고치인 2022년 2월 시점 데이터를 적용
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

로스트아크 Steam 월별 동시접속자 추이



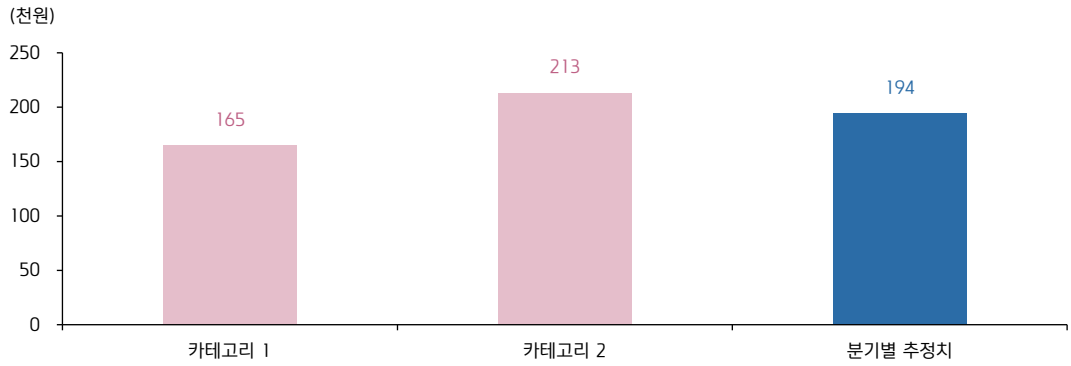
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

TL Steam 월별 동시접속자 추이



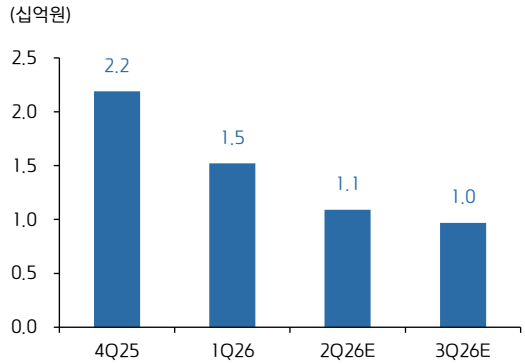
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

아이온2 분기 ARPPU 비교 분석



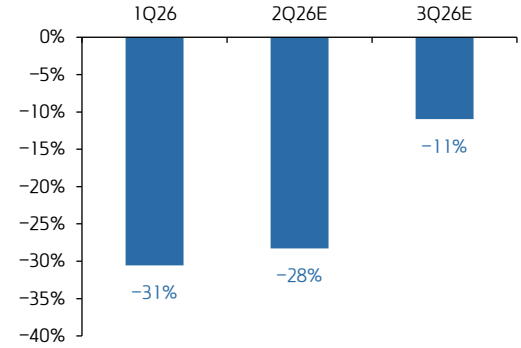
주1: 카테고리 1 구성은 새로운 물결, 외형 및 추가 상품 합산 기준
주2: 카테고리 2 구성은 새로운 물결, 낙원, 외형 및 추가 상품 합산 기준
주3: 주1 및 주2 외형 및 추가 상품 합산은 방어구, 무기, 날개, 펫, 장식 및 장신구 각 1종씩을 분기내 구매 가정
주4: 주3 관련 신규 외형 및 추가 상품 판매 주기는 3주 단위로 분기별 4~5회 회차 존재
주5: 분기별 추정치는 당사 추정치에 반영된 수치 기준
자료: NC, 키움증권 리서치

아이온2 분기별 일평균 결제액 전망



주1: 한국 및 대만 합산 기준
주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기별 일평균 결제액 증감률



주1: 한국 및 대만 합산 기준
주2: 4Q25 일평균 결제액은 대상일수 43일 기준으로 산정
자료: 키움증권 리서치 추정

NC 리니지 클래식 분기별 매출

(십억원)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	26E	27E
총 매출액	83.5	163.6	131.0	117.9	108.9	103.5	101.0	103.6	496.1	417.0
총 결제액	108.8	163.6	131.0	117.9	108.9	103.5	101.0	103.6	521.4	417.0
한국 결제액	72.5	108.4	86.8	78.1	72.1	68.6	66.9	68.6	345.8	276.3
AU(천명)	446	479	383	345	319	303	295	303	413	305
정액제 결제액	17.1	33.7	27.0	24.3	22.5	21.3	20.8	21.3	102.0	85.9
정액제 PU(천명)	446	479	383	345	319	303	295	303	413	305
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	38	70	70	70	70	70	70	70	247	282
기타 상품 매출	50.1	65.9	52.7	47.4	43.9	41.7	40.6	41.6	216.1	167.8
기타 상품 PU(천명)	223	239	192	172	159	152	148	151	207	153
PUR	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
ARPPU(천원)	225	275	275	275	275	275	275	275	1,046	1,100
피시방 매출	5.3	8.8	7.2	6.4	5.8	5.6	5.5	5.7	27.7	22.6
일평균 사용시간(천)	500	450	360	324	300	285	278	285	396	287
시간당 과금(원)	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
Days	49	91	92	92	90	91	92	92	324	365
대만 결제액	36.3	55.2	44.2	39.8	36.7	34.9	34.1	35.0	175.6	140.8
AU(천명)	223	239	192	172	159	152	148	151	207	153
정액제 결제액	8.5	16.9	13.5	12.1	11.2	10.7	10.4	10.7	51.0	43.0
정액제 PU(천명)	223	239	192	172	159	152	148	151	207	153
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	38	70	70	70	70	70	70	70	247	282
기타 상품 매출	25.1	32.9	26.3	23.7	21.9	20.8	20.3	20.8	108.0	83.9
기타 상품 PU(천명)	111	120	96	86	80	76	74	76	103	76
PUR	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
ARPPU(천원)	225	275	275	275	275	275	275	275	1,046	1,100
피시방 연계	2.7	5.4	4.4	4.0	3.6	3.4	3.4	3.5	16.5	13.9
피시방 연계 PU(천명)	56	60	48	43	40	38	37	38	52	38
PUR	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
ARPPU(천원)	49	91	92	92	90	91	92	92	320	365

주1: 지역별 AU 비중은 한국:대만=2:1 기준으로 당사 추산

주2: 정액제 ARPPU는 90일 이용권 가격을 준용, 이는 해당 이용권에 대한 소모품 등 혜택 부여에 따른 유저 선택 비중 증가 등을 감안한 조치

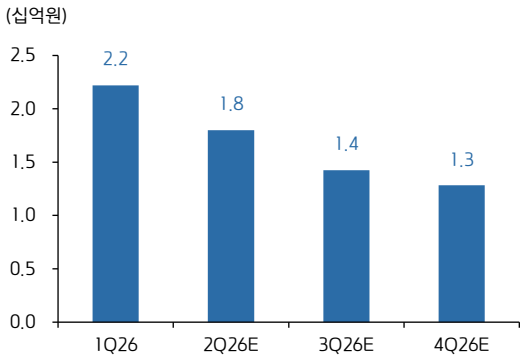
주3: 동사에 귀속될 피시방 시간당 과금은 15초당 1G코인(1원)을 기준으로 시간당 240코인으로 적용 후 부가세 10%를 제외한 기준으로 산출

주4: 대만 피시방 연계는 총 3시간 기준 상품 단가 3천원을 기준으로 하되, 1일 1시간 사용을 전제로 관련 일수 대비 1/3을 적용해 도출

주5: 주4 관련 상품 단가 3천원은 현지 화폐 기준 65 NTD을 관련 KRW/NTD 환율을 적용하여 도출

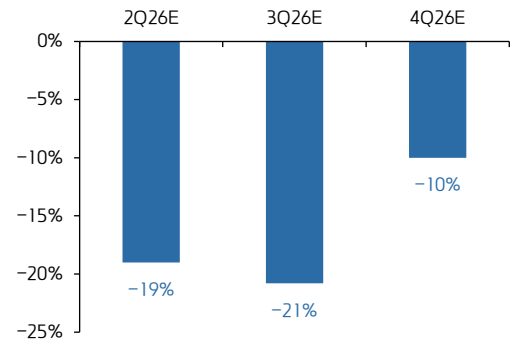
자료: NC, NC Family ZONE, 게임트릭스, Mediaweb, 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액



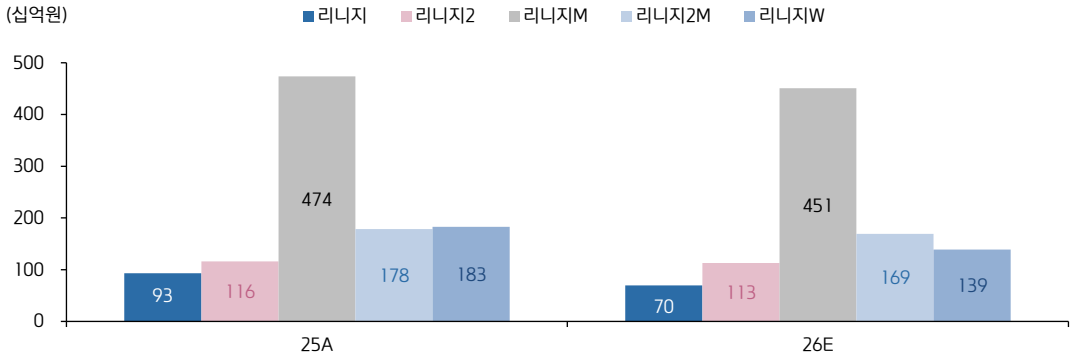
주1: 한국 및 대만 합산 기준
주2: 1Q26 수치는 대상일수 49일 기준으로 산정
자료: 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액 증감률



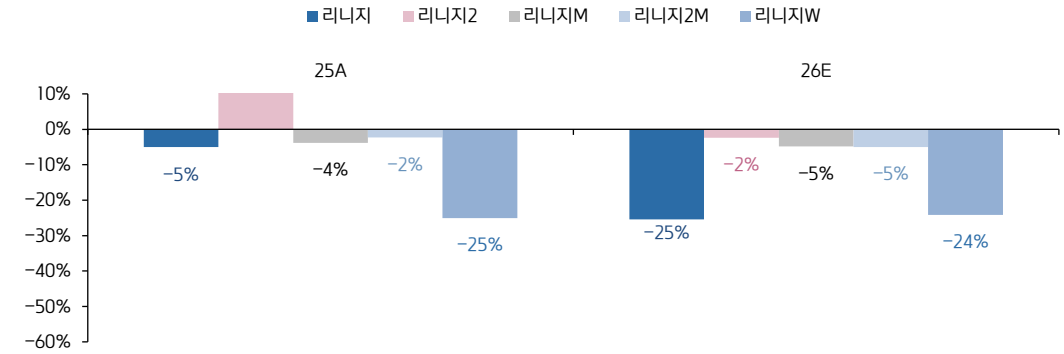
주1: 한국 및 대만 합산 기준
주2: 1Q26 일평균 결제액은 대상일수 49일 기준으로 산정
자료: 키움증권 리서치 추정

NC 리니지 연계 IP별 연간 매출



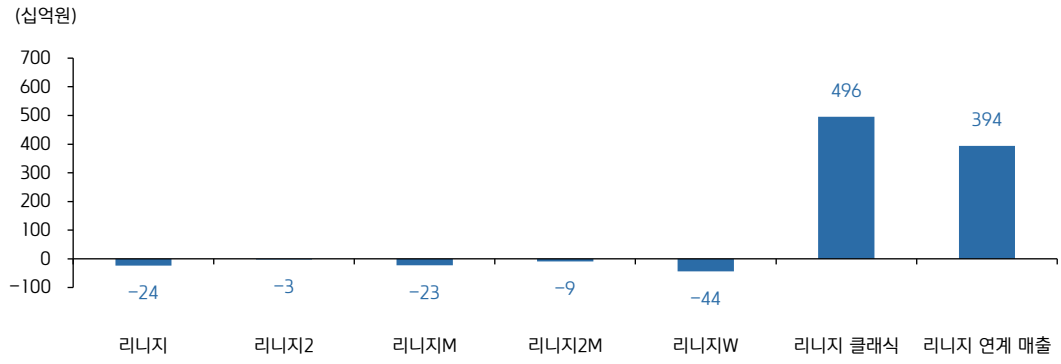
주1: 리니지 클래식 제외
주2: 리니지W 26년 5월 27일 동남아 지역 재출시 고려
주3: 리니지2M 중국 및 리니지M 중국 초기 성과는 각각 3Q26E 및 1Q27E 고려
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

NC 리니지 연계 IP별 매출 증감률



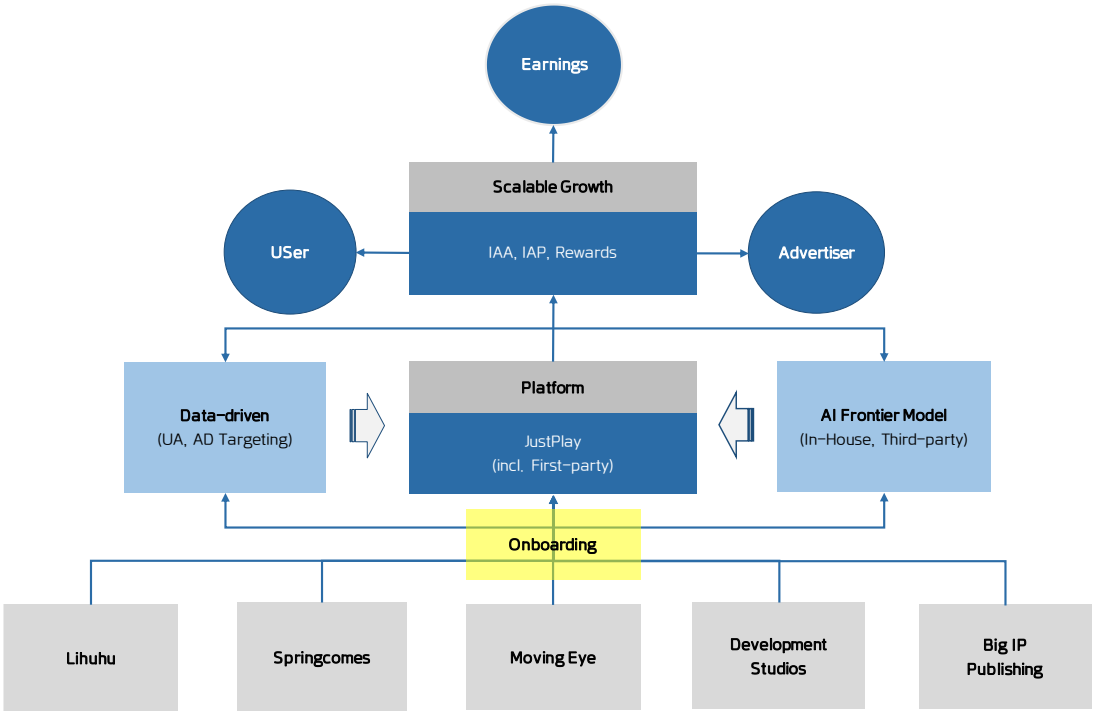
주1: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준
주2: 리니지W 26년 5월 27일 동남아 지역 재출시 고려
주3: 리니지2M 중국 및 리니지M 중국 초기 성과는 각각 3Q26E 및 1Q27E 고려
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

26E NC 리니지 연계 IP별 전년대비 매출 증감



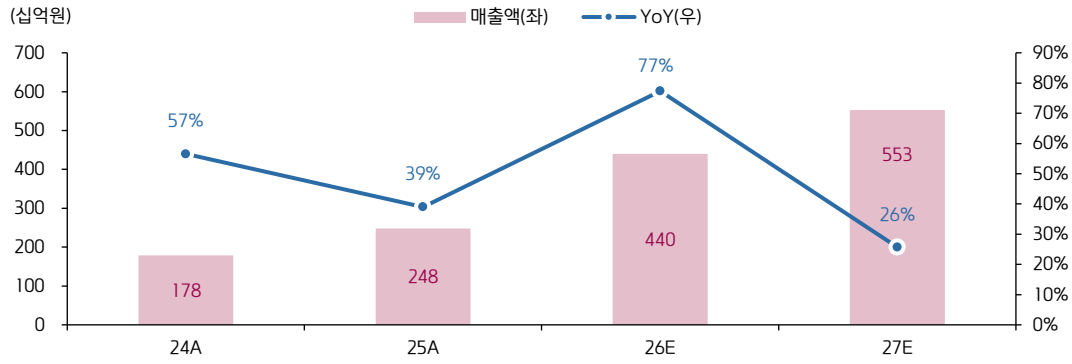
주1: 리니지 연계 매출 증분은 상기 관련 라인업별 증분을 모두 합산한 기준
주2: 리니지W 26년 5월 27일 동남아 지역 재출시 고려
주3: 리니지2M 중국 및 리니지M 중국 초기 성과는 각각 3Q26E 및 1Q27E 고려
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

NC 모바일 캐주얼 게임 에코시스템 구조도 분석



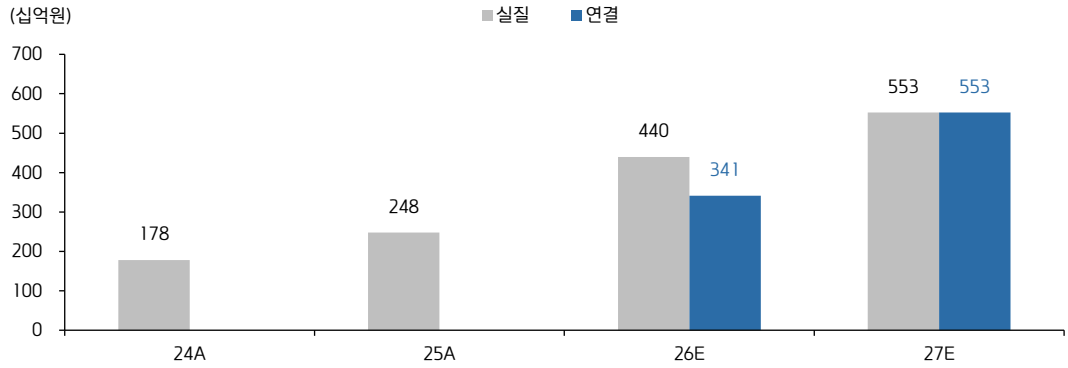
주: UA(User Acquisition)
자료: NC, 키움증권 리서치 분석

JustPlay 연간 매출 추이 및 전망



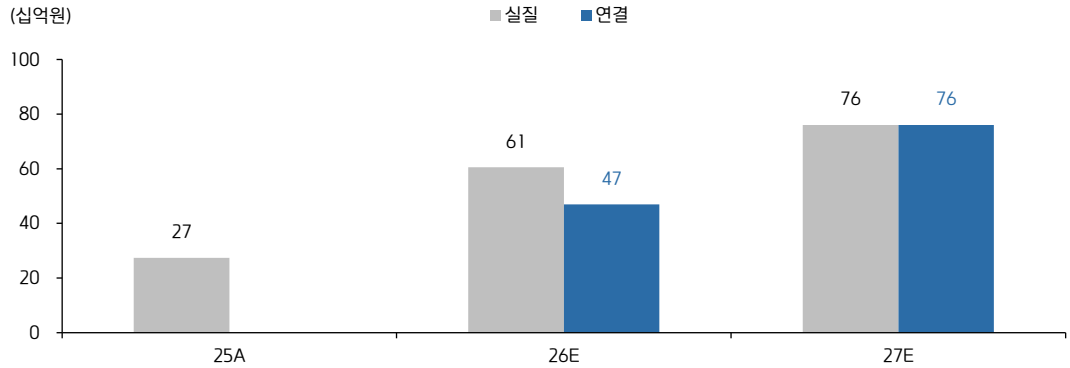
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 매출 관련 지표



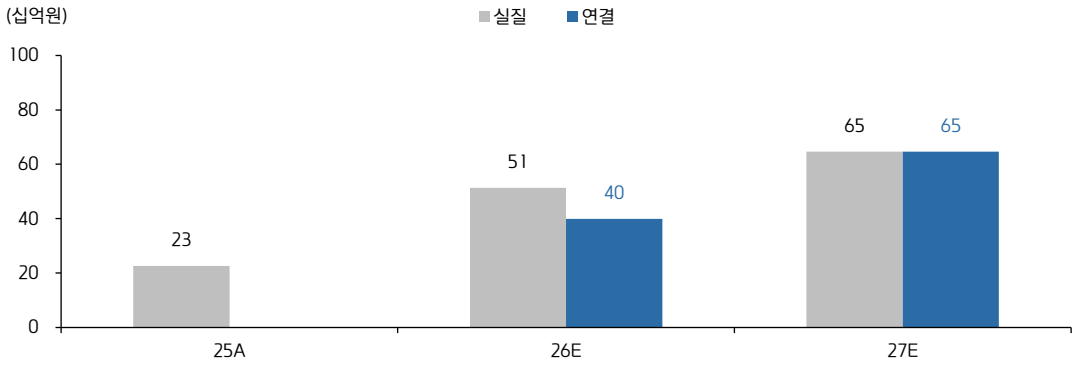
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득예정일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 영업이익 관련 지표



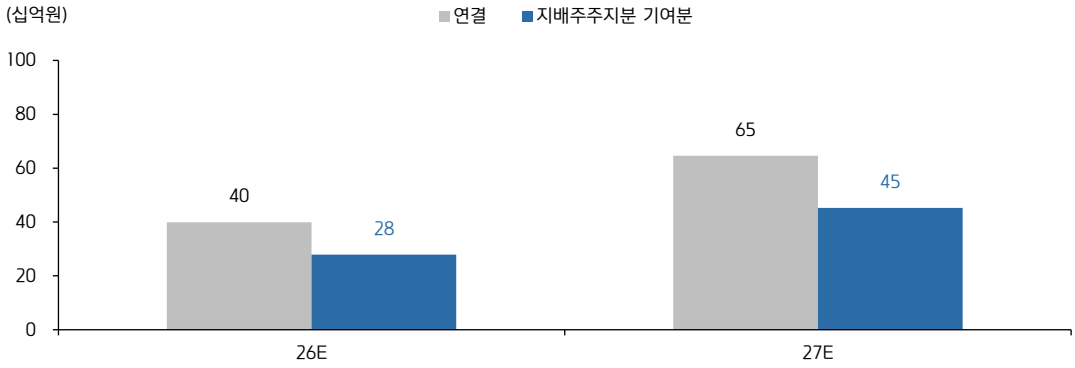
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득예정일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 순이익 관련 지표



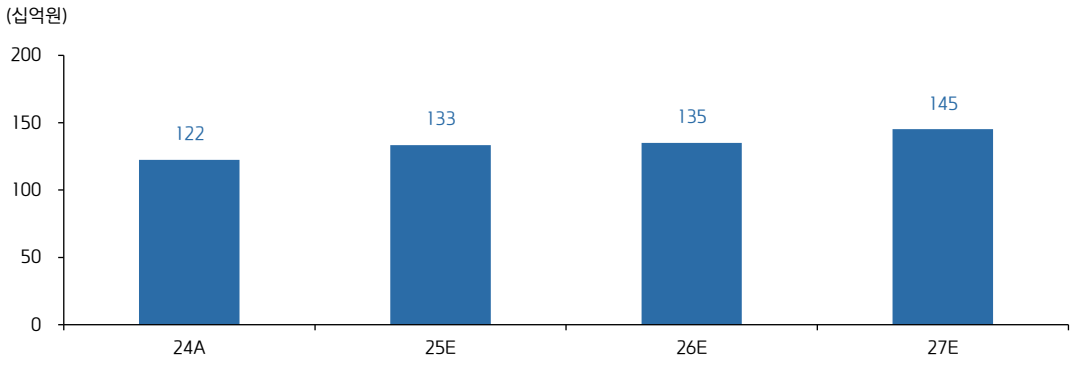
주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득예정일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 지배주주지분 기여도



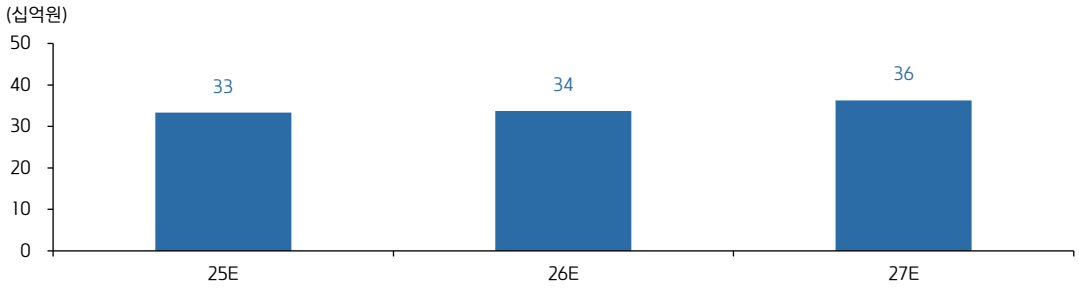
주1: 지배주주지분 기여분은 동사 1차 취득 지분율 70%를 준용하여 산정
주2: 주1 관련 기여분은 NC 지배주주지분 귀속으로 진행되는 기준
자료: NC, 키움증권 리서치

INDYGO GROUP 연간 매출



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

INDYGO GROUP 연간 영업이익



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

NC 세그먼트별 지급수수료율 산정

	26E	27E	28E	29E	30E
기존 모바일게임	22.1%	18.0%	15.8%	13.8%	13.1%
결제 비중					
자체	35%	40%	45%	50%	55%
기존	65%	60%	55%	50%	45%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%	20.0%
아이온 2 한국/대만	11.7%	10.6%	10.0%	9.5%	9.3%
결제 비중					
자체	81%	82%	83%	84%	85%
기존	19%	18%	17%	16%	15%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%	20.0%
아이온 2 글로벌	19.6%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
결제 비중					
자체	20%	20%	20%	20%	20%
기존	80%	80%	80%	80%	80%
결제 수수료율					
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

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

NC 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	711.8	747.6	860.2	1,506.9	2,877.0	3,104.7
PC 게임	107.9	114.0	113.6	193.6	325.1	359.2	383.0	477.5	529.1	1,544.8	1,568.0
모바일 게임	239.5	254.2	233.7	204.2	226.2	345.9	358.6	359.7	931.6	1,290.4	1,503.1
콘솔 게임								16.3		16.3	6.8
기타	12.9	14.2	12.8	6.4	6.1	6.7	6.1	6.7	46.2	25.6	26.8
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	547.8	584.9	633.8	1,490.8	2,210.7	2,433.2
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	113.3	164.0	162.8	226.4	16.1	666.3	671.5
영업이익률(%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	20.3%	23.0%	21.8%	26.3%	1.1%	23.2%	21.6%
영업외손익	26.0	-48.4	442.6	25.0	74.0	32.8	32.8	32.8	445.3	172.3	133.0
법인세차감전순이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	187.3	196.7	195.5	259.1	461.4	838.6	804.5
법인세차감전순이익률(%)	8.7%	-8.7%	120.9%	7.0%	33.6%	27.6%	26.1%	30.1%	30.6%	29.1%	25.9%
법인세비용	-6.3	2.7	87.8	29.7	34.9	49.1	48.7	65.1	113.9	197.8	198.0
법인세율(%)	-20.0%	-8.0%	20.2%	105.3%	18.6%	25.0%	24.9%	25.1%	24.7%	23.6%	24.6%
당기순이익	37.5	-36.0	347.4	-1.5	152.4	147.6	146.8	194.0	347.4	640.8	606.5
당기순이익률(%)	10.4%	-9.4%	96.5%	-0.4%	27.3%	20.7%	19.6%	22.5%	23.1%	22.3%	19.5%
지배주주지분	37.8	-35.4	346.7	-2.4	148.8	141.6	140.5	187.2	346.7	618.0	577.2
비지배주주지분	-0.3	-0.5	0.7	0.9	3.6	6.0	6.4	6.8	0.8	22.8	29.3

주: 아이온2 매출은 편의상 PC 게임 세그먼트로 일괄 분류
자료: NC, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,877.0	3,104.7	3,081.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,578.1	1,506.9	2,877.0	3,104.7	3,081.1
판관비	1,687.3	1,490.8	2,210.7	2,433.2	2,517.6
영업이익	-109.2	16.1	666.3	671.5	563.5
EBITDA	0.0	111.7	754.2	764.4	660.3
영업외손익	230.1	445.3	172.3	133.0	135.0
이자수익	72.0	56.4	65.7	78.5	90.3
이자비용	10.3	4.4	4.4	4.4	4.4
외환관련이익	80.6	53.3	53.3	53.3	53.3
외환관련손실	30.7	61.6	61.6	61.6	61.6
종속 및 관계기업손익	4.4	-20.2	-19.9	-17.0	-15.0
기타	114.1	421.8	139.2	84.2	72.4
법인세차감전이익	120.9	461.4	838.6	804.5	698.5
법인세비용	26.8	113.9	197.8	198.0	166.9
계속사업순손익	94.1	347.4	640.8	606.5	531.6
당기순이익	94.1	347.4	640.8	606.5	531.6
지배주주순이익	94.2	346.7	618.0	577.2	498.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-11.3	-4.5	90.9	7.9	-0.8
영업이익 증감율	-179.5	-114.7	4,038.5	0.8	-16.1
EBITDA 증감율	-100.0	NA	575.2	1.4	-13.6
지배주주순이익 증감율	-55.6	268.0	78.3	-6.6	-13.7
EPS 증감율	-55.6	273.4	79.0	-6.6	-13.7
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-6.9	1.1	23.2	21.6	18.3
EBITDA Margin(%)	0.0	7.4	26.2	24.6	21.4
지배주주순이익률(%)	6.0	23.0	21.5	18.6	16.2

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,788.5	2,266.6	2,788.3	3,278.7	3,697.2
현금 및 현금성자산	1,260.5	503.5	756.4	1,133.5	1,469.7
단기금융자산	220.6	1,496.6	1,571.4	1,650.0	1,732.5
매출채권 및 기타채권	167.2	209.0	399.0	430.6	427.4
재고자산	1.1	1.3	2.5	2.7	2.6
기타유동자산	139.1	56.2	59.0	61.9	65.0
비유동자산	2,165.4	2,066.6	2,145.7	2,223.2	2,299.3
투자자산	871.7	750.9	789.5	831.4	875.7
유형자산	997.6	1,034.7	1,052.3	1,066.0	1,076.6
무형자산	103.9	110.6	130.1	148.6	166.1
기타비유동자산	192.2	170.4	173.8	177.2	180.9
자산총계	3,953.9	4,333.1	4,934.0	5,501.9	5,996.5
유동부채	322.2	641.2	664.3	688.5	714.0
매입채무 및 기타채무	196.3	231.9	243.5	255.6	268.4
단기금융부채	45.8	179.2	179.2	179.2	179.2
기타유동부채	80.1	230.1	241.6	253.7	266.4
비유동부채	568.2	321.5	327.4	333.7	340.2
장기금융부채	335.0	177.8	177.8	177.8	177.8
기타비유동부채	233.2	143.7	149.6	155.9	162.4
부채총계	890.4	962.7	991.7	1,022.2	1,054.2
지배지분	3,058.5	3,364.9	3,913.9	4,422.0	4,851.2
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-798.6	-672.9	-672.9	-672.9	-672.9
기타포괄손익누계액	-61.2	-75.6	-86.5	-97.3	-108.1
이익잉여금	3,473.9	3,669.0	4,228.9	4,747.9	5,187.9
비지배지분	5.1	5.6	28.4	57.7	91.1
자본총계	3,063.6	3,370.4	3,942.2	4,479.7	4,942.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	107.0	162.0	410.0	574.4	537.9
당기순이익	94.1	347.4	640.8	606.5	531.6
비현금항목의 가감	-6.8	-202.6	94.3	83.8	42.9
유형자산감가상각비	105.9	90.9	82.3	86.3	89.4
무형자산감가상각비	3.3	4.7	5.5	6.5	7.4
지분법평가손익	-11.2	-26.0	19.9	17.0	15.0
기타	-104.8	-272.2	-13.4	-26.0	-68.9
영업활동자산부채증감	-43.3	-7.2	-200.9	-4.3	32.2
매출채권및기타채권의감소	20.1	-39.9	-190.0	-31.6	3.3
재고자산의감소	-0.3	-0.2	-1.2	-0.2	0.0
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	11.6	12.2	12.8
기타	-63.1	32.9	-21.3	15.3	16.1
기타현금흐름	63.0	24.4	-124.2	-111.6	-68.8
투자활동 현금흐름	1,294.1	-832.4	-133.3	-137.5	-141.8
유형자산의 취득	-84.2	-103.5	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.7	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	41.1	52.5	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-199.1	120.8	-58.5	-58.9	-59.3
단기금융자산의감소(증가)	1,533.6	-1,276.0	-74.8	-78.6	-82.5
기타	2.0	373.0	125.0	125.0	125.0
재무활동 현금흐름	-522.9	-82.5	-72.3	-108.2	-108.2
차입금의 증가(감소)	-240.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-175.8	-1.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-63.6	-28.3	-22.3	-58.2	-58.2
기타	-43.5	-53.2	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	17.1	-4.0	48.5	48.4	48.3
현금 및 현금성자산의 순증가	895.3	-757.0	252.8	377.1	336.2
기초현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	503.5	756.4	1,133.5
기말현금 및 현금성자산	1,260.5	503.5	756.4	1,133.5	1,469.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,291	16,023	28,685	26,791	23,123
BPS	139,312	156,186	181,668	205,255	225,175
CFPS	3,975	6,694	34,122	32,041	26,664
DPS	1,460	1,150	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	42.7	12.6	9.7	10.4	12.0
PER(최고)	57.8	15.2	10.2		
PER(최저)	36.6	8.4	6.8		
PBR	1.31	1.29	1.53	1.35	1.23
PBR(최고)	1.78	1.56	1.61		
PBR(최저)	1.13	0.86	1.07		
PSR	2.55	2.89	2.08	1.93	1.94
PCFR	46.1	30.1	8.1	8.7	10.4
EV/EBITDA	-76,163.8	24.2	5.2	4.6	4.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	30.1	6.4	9.1	9.6	10.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.8	0.6	1.1	1.1	1.1
ROA	2.3	8.4	13.8	11.6	9.2
ROE	3.0	10.8	17.0	13.8	10.7
ROIC	-8.2	3.5	43.9	39.3	32.6
매출채권회전율	9.3	8.0	9.5	7.5	7.2
재고자산회전율	1,759.7	1,285.9	1,531.3	1,211.1	1,162.3
부채비율	29.1	28.6	25.2	22.8	21.3
순차입금비율	-35.9	-48.8	-50.0	-54.2	-57.6
이자보상배율,현금	-10.6	3.6	149.9	151.1	126.8
총차입금	380.9	357.0	357.0	357.0	357.0
순차입금	-1,100.2	-1,643.1	-1,970.8	-2,426.5	-2,845.2
EBITDA	0.0	111.7	754.2	764.4	660.3
FCF	-71.8	77.6	269.8	468.4	431.5

자료: 키움증권 리서치센터

펄어비스 (263750)

Outperform(Upgrade)

목표주가 53,000원

주가(5/27) 44,300원

인터넷/게임 Analyst 김진구

RA 조준형

동사 기업가치의 추가 레벨업을 위해서는 대중적 마일스톤 기반의 멀티 IP 기제가 필요한 바, 도깨비의 게임성 검증을 통해 해당 경과를 확인할 필요성이 존재하며, 관련된 차별적인 게임성과 구체적인 출시 타임라인이 확인될 경우를 선결 요건으로 제시한다.

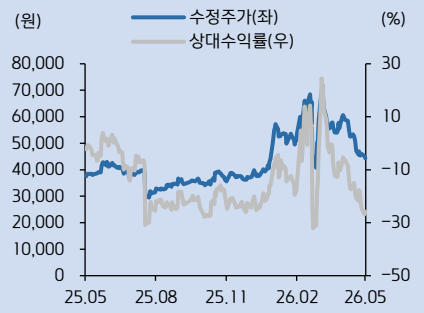
Stock Data

KOSDAQ (5/27)		1,133.13pt
시가총액		28,462억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	72,000 원	29,500원
최고/최저가 대비 등락	-38.5%	50.2%
주가수익률	절대	상대
1M	-26.4%	-20.4%
6M	22.5%	-1.3%
1Y	15.2%	-25.3%

Company Data

발행주식수		64,248 천주
일평균 거래량(3M)		1,711천주
외국인 지분율		5.8%
배당수익률(26E)		0.0%
BPS(26E)		18,048원
주요 주주	김대일 외 10인	37.2%

Price Trend



붉은사막 IP 확장성

>>> 동사 투자의견 상향 조정

동사의 목표주가를 기존 3.9만원에서 5.3만원으로 상향하고 투자의견을 기존의 Marketperform에서 Outperform으로 상향한다. 붉은사막 출시 후 유저 반향 및 대중적 마일스톤 확보에 따른 차기작 가정시 관련 성과를 합리적으로 기대해 볼 수 있으며, 이에 기반해 33E 지배주주지분 4,428억원에 내재 PER 15배 및 연 할인율 10%를 적용하여 목표주가를 도출하였다.

>>> 주요 신작별 추정치 분석

당사는 올해 붉은사막 연간 판매를 696만장으로 추정치에 반영 하였으며, 글로벌 대중적인 유저 반향 및 게임 자유도 등 차별적인 경쟁우위를 감안하여 메이저 IP로 포지셔닝을 인정하고, 이에 따른 차기작 출시 가정을 1Q33E로 설정해 당해 귀속연도 기준 패키지 판매고를 기존 붉은사막 기준 직전연도까지 판매고인 943만장으로 설정한 바, 핵심 팬층 중심의 유저 커버리지가 마일스톤 달성으로 귀결될 수 있는 과정을 연계한 결과치이다. 반면 도깨비는 1Q28E 출시를 전제로 당해 연도 패키지 판매 553만장과 33E 기준 누적 판매고 741만장을 추정치에 반영하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	342.4	365.6	894.6	372.8	864.7
영업이익	-12.3	-14.8	486.9	68.9	428.9
EBITDA	12.9	9.3	511.1	92.6	452.1
세전이익	77.7	-9.0	509.6	78.9	439.9
순이익	60.3	-8.4	363.6	59.8	328.9
지배주주지분순이익	60.3	-8.4	363.6	59.8	328.9
EPS(원)	939	-131	5,659	931	5,119
증감률(%,YoY)	296.8	적전	흑전	-83.6	449.9
PER(배)	29.5	-285.5	7.8	47.6	8.7
PBR(배)	2.21	3.01	2.45	2.34	1.85
EV/EBITDA(배)	116.9	227.2	4.6	23.9	4.3
영업이익률(%)	-3.6	-4.0	54.4	18.5	49.6
ROE(%)	7.9	-1.0	37.1	5.0	23.8
순차입금비율(%)	-33.7	-35.3	-48.6	-56.5	-60.7

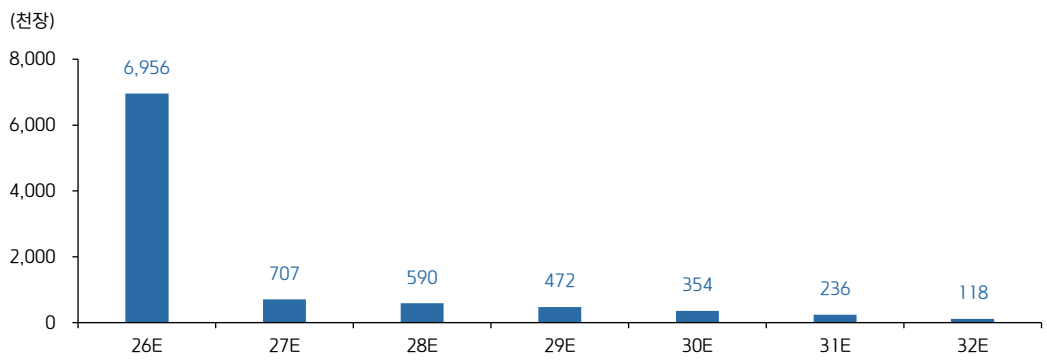
자료: 키움증권 리서치센터

펄어비스 장기 수익가치 분석

(십억원)	25A	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E
매출액	272.7	894.6	372.8	864.7	455.0	480.1	447.1	431.3	1,092.7
검은사막 IP	260.4	236.2	225.2	216.0	208.0	201.2	195.6	191.1	187.4
붉은사막 IP		645.3	133.9	132.1	128.9	124.4	118.5	111.5	781.6
도깨비				502.4	103.5	102.0	99.5	95.9	91.4
플랜 8						37.3	17.9	16.9	16.1
기타	12.3	13.1	13.7	14.2	14.7	15.2	15.5	15.9	16.2
영업비용	240.5	407.6	303.9	435.7	337.3	356.0	356.4	360.5	511.7
인건비	119.2	194.4	164.1	206.7	174.5	183.3	190.8	196.9	233.3
지급수수료	56.7	115.5	52.3	114.1	61.3	66.5	61.7	60.2	142.6
광고선전비	28.3	45.9	33.4	58.7	43.2	46.2	42.3	40.5	71.6
기타	36.3	51.8	54.1	56.3	58.3	60.0	61.5	62.9	64.2
영업이익	32.2	486.9	68.9	428.9	117.7	124.1	90.7	70.9	581.0
OPM	11.8%	54.4%	18.5%	49.6%	25.9%	25.9%	20.3%	16.4%	53.2%
영업외손익	-0.8	22.7	10.0	11.0	12.0	13.0	14.0	15.0	16.0
법인세차감전순이익	31.4	509.6	78.9	439.9	129.7	137.1	104.7	85.9	597.0
법인세	6.2	129.9	19.1	111.1	31.4	33.2	25.3	20.8	154.3
계속영업순이익	25.3	379.7	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
중단영업순이익	-33.7	-16.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-8.4	363.6	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
지배주주지분	-8.4	363.6	59.8	328.9	98.3	103.9	79.4	65.1	442.8
내재 PER(배)		9.4	62.7	12.5	46.1	48.0	69.1	92.8	15.0
내재가치									3,408.1
총 발행주식수(백만)									64.2
주당 내재가치(원)									53,045

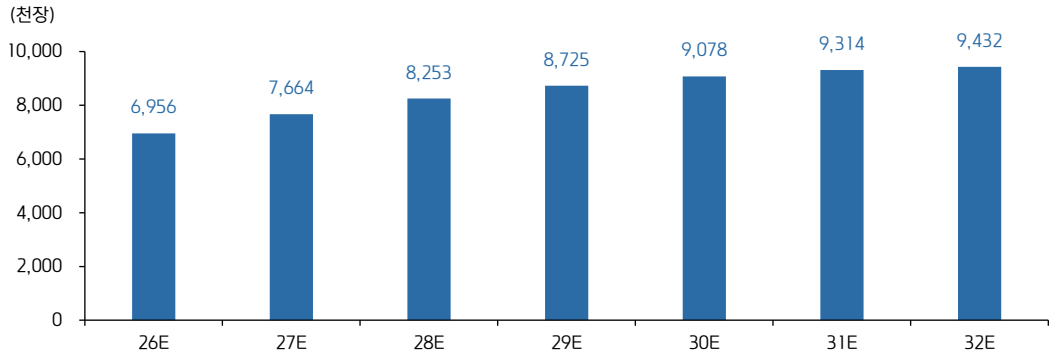
주1: 붉은사막 차기작 출시 시점은 1Q33E을 가정
주2: 주1 관련 타임라인은 붉은사막 원작 개발기간인 7년을 준용
주3: 주2 관련 개발기간은 Pearl Abyss Connect 2019 기준 붉은사막 트레일러 오픈 연도를 기준시점으로 설정하여 산정
주4: 도깨비 출시 시점은 1Q28E을 가정
주5: 플랜 8 출시 시점은 1Q30E을 가정
주6: 연별 내재 PER은 33E 15배를 기준으로 연간 환산
주7: 주6 관련 연간 환산시 연 할인율 10%를 보정하여 당해연도 기준으로 환산
자료: 펄어비스, Crimson Desert, YouTube, 키움증권 리서치

붉은사막 연간 판매량 추정



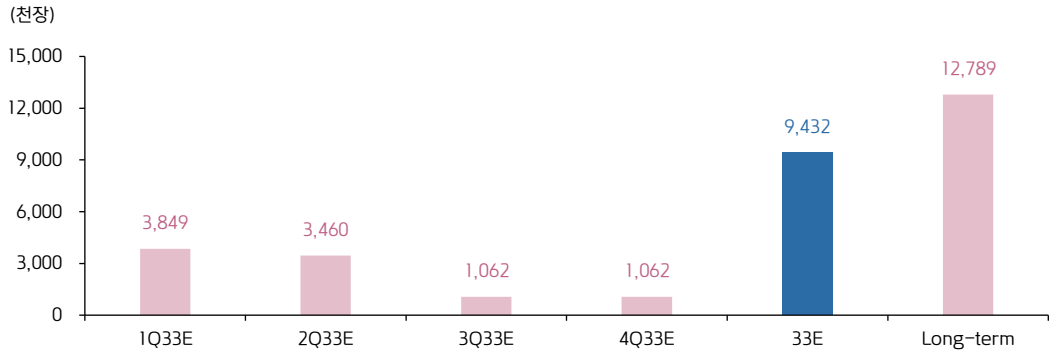
자료: 각종 미디어 자료, 펄어비스, 키움증권 리서치 추정

붉은사막 누적 판매량 추정



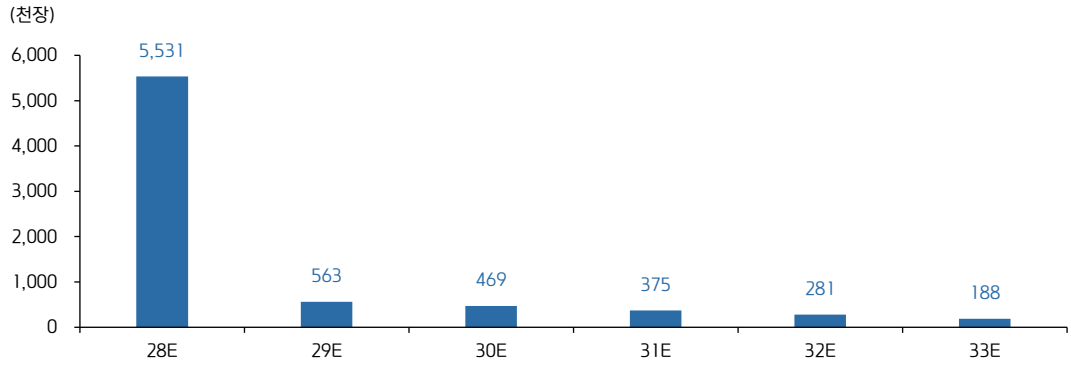
자료: 각종 미디어 자료, 펄어비스, 키움증권 리서치 추정

붉은사막 차기작 출시 연도 판매 추정



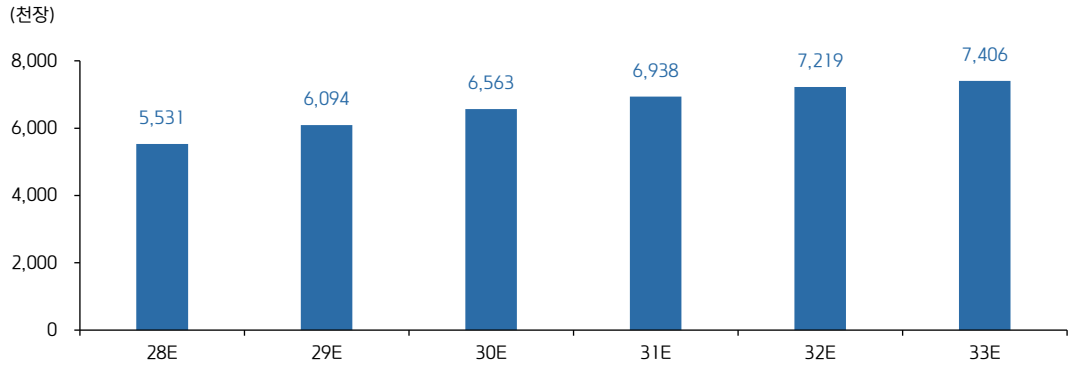
자료: 키움증권 리서치 추정

도깨비 연간 판매량 추정



자료: 키움증권 리서치 추정

도깨비 누적 판매량 추정



자료: 키움증권 리서치 추정

펄어비스 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25A	26E	27E
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	285.7	144.8	135.6	272.7	894.6	372.8
게임부문	63.0	54.9	79.5	63.0	328.1	285.2	138.0	130.2	260.4	881.5	359.1
PC	49.8	46.1	66.0	47.9	193.6	168.3	94.7	87.9	209.8	544.5	251.0
콘솔	2.5	2.2	5.6	4.4	124.7	107.9	34.0	33.2	14.7	299.9	72.2
모바일	10.7	6.6	8.0	10.7	9.8	9.0	9.3	9.0	36.0	37.1	35.8
기타부문	0.2	0.5	6.5	5.1	0.4	0.5	6.8	5.4	12.3	13.1	13.7
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	133.4	77.0	80.8	240.5	407.6	303.9
영업이익	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	152.3	67.8	54.8	32.2	486.9	68.9
영업이익률(%)	12.4%	1.6%	26.4%	1.1%	64.6%	53.3%	46.8%	40.4%	11.8%	54.4%	18.5%
영업외손익	0.7	-18.6	11.3	5.9	15.9	2.3	2.3	2.3	-0.8	22.7	10.0
법인세차감전순이익	8.5	-17.7	34.0	6.6	228.0	154.5	70.0	57.0	31.4	509.6	78.9
법인세차감전순이익률(%)	13.5%	-32.0%	39.6%	9.7%	69.4%	54.1%	48.4%	42.0%	11.5%	57.0%	21.2%
법인세비용	0.9	-2.2	-3.3	10.8	57.9	39.5	17.9	14.6	6.2	129.9	19.1
법인세율(%)	10.2%	12.5%	-9.6%	163.3%	25.4%	25.6%	25.6%	25.6%	19.6%	25.5%	24.2%
계속영업순이익	7.7	-15.5	37.3	-4.2	170.0	115.0	52.1	42.4	25.3	379.7	59.8
중단영업순이익	-7.2	-7.2	-8.3	-11.0	-12.1	-4.0	0.0	0.0	-33.7	-16.1	0.0
당기순이익	0.5	-22.7	29.0	-15.2	158.0	111.0	52.1	42.4	-8.4	363.6	59.8
당기순이익률(%)	0.8%	-41.0%	33.7%	-22.3%	48.1%	38.9%	36.0%	31.3%	-3.1%	40.6%	16.0%
지배주주지분	0.5	-22.7	29.0	-15.2	158.0	111.0	52.1	42.4	-8.4	363.6	59.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 펄어비스, 키움증권 리서치

펄어비스 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	727.5	633.8	517.3	894.6	372.8	864.7	23.0%	-41.2%	67.1%
영업이익	243.8	166.8	74.8	486.9	68.9	428.9	99.8%	-58.7%	473.8%
영업이익률	33.5%	26.3%	14.5%	54.4%	18.5%	49.6%	20.9%	-7.8%	35.2%
법인세차감전순이익	241.8	166.8	76.8	509.6	78.9	439.9	110.8%	-52.7%	473.1%
당기순이익	183.7	126.9	58.6	363.6	59.8	328.9	97.9%	-52.9%	461.0%
지배주주지분	183.7	126.9	58.6	363.6	59.8	328.9	97.9%	-52.9%	461.0%

자료: 키움증권 리서치

펄어비스 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E
매출액	99.3	106.9	101.9	89.6	285.7	144.8	135.6	91.8	187.7%	35.5%	33.1%	2.5%
영업이익	2.3	8.4	-0.1	-8.3	152.3	67.8	54.8	18.4	6514.9%	709.3%	흑전	흑전
영업이익률	2.3%	7.8%	-0.1%	-9.3%	53.3%	46.8%	40.4%	20.1%	51.0%	39.0%	40.5%	29.3%
법인세차감전순이익	1.8	7.9	-0.6	-8.3	154.5	70.0	57.0	20.9	8474.9%	789.2%	흑전	흑전
당기순이익	1.4	6.0	-0.5	-6.3	111.0	52.1	42.4	15.8	8007.2%	771.2%	흑전	흑전
지배주주지분	1.4	6.0	-0.5	-6.3	111.0	52.1	42.4	15.8	8007.2%	771.2%	흑전	흑전

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	342.4	365.6	894.6	372.8	864.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	342.4	365.6	894.6	372.8	864.7
판관비	354.7	380.4	407.6	303.9	435.7
영업이익	-12.3	-14.8	486.9	68.9	428.9
EBITDA	12.9	9.3	511.1	92.6	452.1
영업외손익	89.9	5.8	22.7	10.0	11.0
이자수익	16.4	11.3	19.8	23.5	31.1
이자비용	6.9	3.8	3.8	3.8	3.8
외환관련이익	37.5	14.7	10.3	10.8	11.3
외환관련손실	7.2	19.1	14.2	14.9	15.6
종속 및 관계기업손익	-4.3	-0.9	-2.4	-2.0	-1.0
기타	54.4	3.6	13.0	-3.6	-11.0
법인세차감전이익	77.7	-9.0	509.6	78.9	439.9
법인세비용	17.3	-0.6	129.9	19.1	111.1
계속사업순손익	60.3	-8.4	379.7	59.8	328.9
당기순이익	60.3	-8.4	363.6	59.8	328.9
지배주주순이익	60.3	-8.4	363.6	59.8	328.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.7	6.8	144.7	-58.3	131.9
영업이익 증감율	흑전	20.3	-3,389.9	-85.8	522.5
EBITDA 증감율	33.0	-27.9	5,395.7	-81.9	388.2
지배주주순이익 증감율	296.5	-113.9	-4,428.6	-83.6	450.0
EPS 증감율	296.8	적전	흑전	-83.6	449.9
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-3.6	-4.0	54.4	18.5	49.6
EBITDA Margin(%)	3.8	2.5	57.1	24.8	52.3
지배주주순이익률(%)	17.6	-2.3	40.6	16.0	38.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	453.3	444.8	800.5	851.6	1,170.3
현금 및 현금성자산	142.8	133.9	409.1	526.5	769.6
단기금융자산	231.1	241.4	247.4	253.6	259.9
매출채권 및 기타채권	63.4	50.9	124.6	51.9	120.4
재고자산	0.1	0.2	0.6	0.2	0.6
기타유동자산	15.9	18.4	18.8	19.4	19.8
비유동자산	689.6	704.3	714.8	726.3	739.4
투자자산	213.2	226.4	227.7	229.5	232.4
유형자산	188.8	178.1	182.0	185.5	188.7
무형자산	247.9	257.0	261.4	266.7	272.8
기타비유동자산	39.7	42.8	43.7	44.6	45.5
자산총계	1,142.8	1,149.1	1,515.3	1,577.9	1,909.7
유동부채	133.2	135.7	138.9	142.3	145.7
매입채무 및 기타채무	43.0	43.7	44.8	45.9	47.1
단기금융부채	5.5	5.2	5.2	5.2	5.2
기타유동부채	84.7	86.8	88.9	91.2	93.4
비유동부채	203.7	214.3	216.9	219.5	222.1
장기금융부채	97.0	87.7	87.7	87.7	87.7
기타비유동부채	106.7	126.6	129.2	131.8	134.4
부채총계	336.8	350.0	355.8	361.7	367.8
지배지분	806.0	799.1	1,159.5	1,216.2	1,542.0
자본금	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
자본잉여금	219.7	219.7	219.7	219.7	219.7
기타자본	-28.9	-24.2	-24.2	-24.2	-24.2
기타포괄손익누계액	49.9	46.8	43.7	40.6	37.4
이익잉여금	558.6	550.2	913.7	973.5	1,302.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	806.0	799.1	1,159.5	1,216.2	1,542.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-5.4	23.9	296.6	139.0	264.9
당기순이익	60.3	-8.4	363.6	59.8	328.9
비현금항목의 가감	-26.3	15.8	115.5	0.1	83.0
유형자산감가상각비	15.9	14.6	13.6	14.0	14.3
무형자산감가상각비	9.3	9.6	10.6	9.7	8.9
지분법평가손익	-22.6	-0.9	2.4	2.0	1.0
기타	-28.9	-7.5	88.9	-25.6	58.8
영업활동자산부채증감	-34.2	11.6	-68.7	78.4	-63.2
매출채권및기타채권의감소	-3.0	9.2	-73.7	72.7	-68.5
재고자산의감소	-0.1	-0.2	-0.3	0.3	-0.3
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1
기타	-31.1	2.6	4.2	4.3	4.5
기타현금흐름	-5.2	4.9	-113.8	0.7	-83.8
투자활동 현금흐름	56.5	-22.4	-42.3	-42.5	-42.7
유형자산의 취득	-3.0	-2.6	-17.5	-17.5	-17.5
유형자산의 처분	0.1	1.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.6	5.2	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-49.6	-14.1	-3.7	-3.8	-3.9
단기금융자산의감소(증가)	48.9	-10.3	-6.0	-6.2	-6.3
기타	60.7	-1.7	-0.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-151.8	-9.4	15.0	15.0	15.0
차입금의 증가(감소)	-147.0	-25.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-4.8	15.6	15.0	15.0	15.0
기타현금흐름	7.9	-1.1	5.9	5.9	5.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-92.8	-9.0	275.2	117.4	243.1
기초현금 및 현금성자산	235.7	142.8	133.9	409.1	526.5
기말현금 및 현금성자산	142.8	133.9	409.1	526.5	769.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	939	-131	5,659	931	5,119
BPS	12,545	12,438	18,048	18,930	24,000
CFPS	530	115	7,457	932	6,411
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	29.5	-285.5	7.8	47.6	8.7
PER(최고)	50.7	-331.7	13.7		
PER(최저)	28.3	-210.7	6.6		
PBR	2.21	3.01	2.45	2.34	1.85
PBR(최고)	3.80	3.49	4.29		
PBR(최저)	2.12	2.22	2.07		
PSR	5.20	6.57	3.18	7.64	3.29
PCFR	52.3	323.9	5.9	47.5	6.9
EV/EBITDA	116.9	227.2	4.6	23.9	4.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	5.1	-0.7	27.3	3.9	18.9
ROE	7.9	-1.0	37.1	5.0	23.8
ROIC	-1.8	-5.4	86.8	12.3	74.8
매출채권회전율	6.0	6.4	10.2	4.2	10.0
재고자산회전율	5,660.4	2,039.2	2,184.8	905.2	2,150.5
부채비율	41.8	43.8	30.7	29.7	23.9
순차입금비율	-33.7	-35.3	-48.6	-56.5	-60.7
이자보상배율,현금	-1.8	-3.9	126.9	18.0	111.8
총차입금	102.4	92.9	92.9	92.9	92.9
순차입금	-271.5	-282.4	-563.6	-687.3	-936.7
EBITDA	12.9	9.3	511.1	92.6	452.1
FCF	-19.0	18.6	285.6	121.6	247.9

자료: 키움증권 리서치센터

고지사항

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

투자의견 변동내역 (2개년)

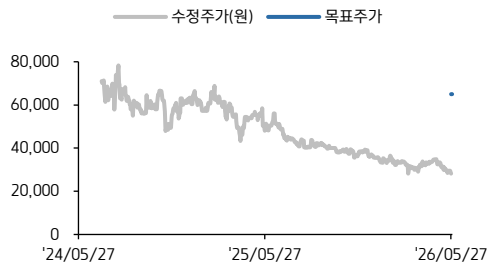
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
시프트업 (462870)	2026-05-27	Buy(Initiate)	65,000원	6개월		
NC (036570)	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.30	-44.50
	2025-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-41.20	-35.30
	2025-07-29	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-49.59	-47.82
	2025-08-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.33	-42.82
	2025-08-18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.65	-42.82
	2025-09-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.27	-38.46
	2025-11-03	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.00	-38.46
	2025-11-12	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-45.60	-43.72
	2025-11-17	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.12	-43.72
	2025-11-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.47	-42.44
	2026-01-26	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-02-11	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-02-20	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.73	-42.44
	2026-03-16	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.61	-42.44
	2026-03-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-48.05	-35.47
	2026-05-04	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-47.69	-35.47
	2026-05-14	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-37.10	-35.12
	2026-05-27	BUY(Maintain)	430,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
펄어비스 (263750)	2024-05-27	Buy(Maintain)	51,000원	6개월	-19.73	-17.84
	2024-06-07	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.22	-16.49
	2024-08-26	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-26.38	-16.49
	2024-09-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-27.81	-16.49
	2024-10-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.10	-16.49
	2024-11-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.34	-16.49
	2024-11-20	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.40	-16.49
	2024-11-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.54	-16.49
	2024-12-16	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-37.50	-28.37
	2025-02-17	Buy(Maintain)	46,000원	6개월	-29.65	-15.11
	2025-08-14	Outperform(Downgrade)	34,000원	6개월	2.83	15.74
	2025-12-08	Marketperform(Downgrade)	39,000원	6개월	28.42	84.62
	2026-05-27	Outperform(Upgrade)	53,000원	6개월		

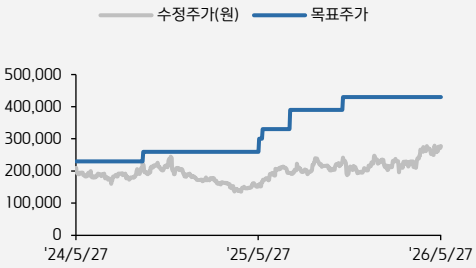
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

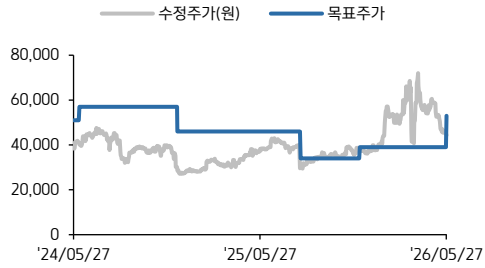
시프트업 (462870)



NC (036570)



펄어비스 (263750)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%