KIWOOM SECURITIES INDUSTRY ANALYSIS

# 유저의 마음을 얻을 필요

산업분석 | 게임 Overweight(Maintain) | 인터넷/게임 Analyst 김진구

2026. 11. 23. | 키움증권 리서치센터



키움증권

## Contents


유저의 마음을 얻을 필요 02

I. AI 영향도 03
> 게임 섹터에 복합적 영향 03

II. 게임사 Value 04
> 스토리 완결성이 매우 중요 04
> MD 기반 IP 강화 05
> 니케 매출 지속성 분석 07

III. 정상밸류 산출 09
> 시프트업 내재가치 6.5만원 09
> 프로젝트 스피릿 종합 분석 10
> 스텔라 블레이드 판단 12

기업분석 15
> 시프트업 (462870) 16
> 크래프톤 (259960) 23
> NC (036570) 26



Compliance Notice

- 당사는 11월 23일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2026년 10월 22일에서 2026년 10월 25일까지 있었던 "「승리의 여신: 니케」 글로벌 출시 4주년 일본 현지 행사"에 항공비, 교통비, 숙박비, 식음료 비용 등을 시프트업으로부터 지원 받고 다녀 왔습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.


# 유저의 마음을 얻을 필요

## >>> AI발 게임 진입 가속화 예상

향후 AI는 게임 내 다수 장르를 커머더티화 시키면서 개발자 영역을 브레이크할 것으로 판단한다. 단기적으로는 방치형 및 캐주얼 내 수많은 게임 양산을 일으킬 것이며, 동 게임 기반 플랫폼이 증가하며 기존 레거시 플랫폼과 경쟁강도가 증가할 것으로 판단한다. 플랫폼의 가치도 결국 단위 게임당 가치가 렴썸된 것으로 바라볼 때, 게임들의 난립에 따른 단위당 게임 가치의 저감은 플랫폼 관점에서도 긍정적 사안은 아닐 것으로 판단한다. AI 시대에서는 인간이 강점을 가질 수 있는, 그리고 인간이 할 때 인정과 주목을 받을 수 있는 영역에서 경쟁력을 가져야 하며, 세부적으로 최고 개발자 철학이 담겨진 독창적 캐릭터 DNA와 방대한 세계관 및 완성도 높은 스토리 기반의 몰입도를 통해서 유저들로 하여금 왜 해당 게임을 플레이해야 하는지에 대한 명확한 동기부여를 주는데 있다고 할 수 있다. 당사는 해당 관점에서 국내 게임사 중 캐릭터 미학과 스토리 및 세계관 구축에 있어 종합 강점을 지닌 회사로 시프트업을 단독 제시한다.

## >>> 시프트업에 대한 종합 판단

당사는 동사에 대한 목표주가 6.5만원을 유지하며, 게임 업종 내 최선호주 의견도 유지한다. 당사는 동사 메이저 신작들인 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드 차기작의 성과가 발현될 29E 지배주주순이익 3,696억원에 내재 PER 12.5배 및 연간 할인율 10%를 적용한 내년 현재가치로 목표주가를 산출했다. 프로젝트 스피릿은 오픈월드 이스턴 판타지 장르로서 글로벌 원빌드 동시 출시를 타겟하고, 텐센트와의 공동개발을 감안시 판호를 고려할 것으로 관측하며, 최근 한중간의 최혜국대우를 감안시 외자판호 관련 유연한 프로세스를 기대할 수 있겠다. 동사는 니케의 방대한 스토리와 스텔라 블레이드의 유니크한 세계관을 이미 대중에 보여주었고, 이에 대한 사항은 동사가 갖고 있는 명확한 경쟁우위로 판단한다. 당사는 이를 감안시 프로젝트 스피릿이 이스턴 판타지 하에 스토리 서사에 강점을 가질 것으로 판단하며, 정통 무협 기반의 문파 기제를 확보할 여지도 존재할 것으로 판단하고, 어반 판타지 등에 주력하는 서브컬처 피어 대비로 차별적인 경쟁우위로 작동할 수 있음을 강조한다. 당사는 내년 4월 정도에 프로젝트 스피릿의 인게임 영상 공개가 유력할 것으로 판단하는데, 이는 아난타가 내년 1월 중에 글로벌 서비스를 예정하고 있기에, 이에 따른 초기 파급효과 기간을 3개월로 고려시 이를 지나친 4월이 마케팅 관점에서 유효한 시점으로 판단하기 때문이다.

# I. AI 영향도

## >>> 게임 섹터에 복합적 영향

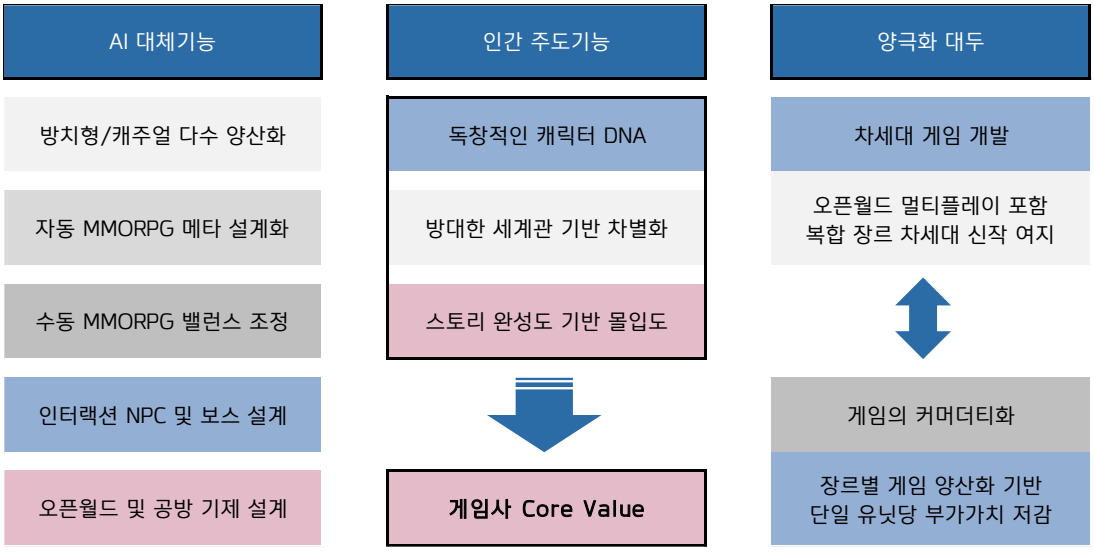
### AI의 게임 개발 영향력 가시적으로 증가 예상

향후 AI는 게임 내의 다수 장르를 커머더티화 시키면서 개발자의 영역을 브레이크할 것으로 판단한다. 단기적으로 방치형 및 캐주얼 내 수많은 게임의 양산을 일으킬 것이며, 해당 게임 기반들의 플랫폼이 증가하면서 기존 레거시 플랫폼과 경쟁강도 및 위협요인이 증가할 것으로 판단한다. 플랫폼의 가치도 결국 단위 게임당 가치가 럼썸된 것으로 바라볼 때, 게임들의 난립에 따른 단위당 게임 가치의 저감은 플랫폼 관점에서도 좋은 사안은 아닐 것으로 판단한다. 자동 기반 경쟁 MMORPG 측면에선 고착화된 플레이 패턴 및 메타를 AI가 구사하는 단계에 이를 것으로 바라보며, 수동 MMORPG 등에서는 게임별 매우 고질적인 문제로 작동했던 게임 밸런스 이슈를 AI가 세부 기법을 활용해 조정할 것으로 기대한다. 중기 이상 관점에서는 오픈월드 확장 및 소울라이크 등 정교한 공방시스템을 확보해야 하는 장르에서 주요 기제를 확보하는 단계까지 도달할 것으로 판단한다.

### 휴먼 밸류를 고수하기 위한 차별화 역량 중요

AI 시대에선 인간이 강점을 가질 수 있는, 그리고 인간이 할 때 인정과 주목을 받을 수 있는 영역에서 경쟁력을 가져야 할 것이다. 당사는 이를 커머더티화가 진행될 여지가 있는 게임 내 차별화 포인트로 적시하며 세부적으로는 최고 개발자의 철학이 담겨진 독창적 캐릭터 DNA와 방대한 세계관 및 완성도 높은 스토리 기반 몰입도를 통해 유저들로 하여금 왜 본인들이 해당 게임을 플레이해야 하는지에 대한 명확한 동기부여를 주는데 있다고 할 수 있다. 당사는 해당 관점에서 국내 게임사 중에 캐릭터 미학과 스토리 및 세계관 구축에 있어 종합 강점을 지닌 회사로 시프트업을 단독 제시하며 동 게임사에 대한 종합 분석 및 정상 밸류 산출에 대한 재평가를 이후 장표들을 통해 진행할 예정이다.

게임 AI 파급력 도식도




자료: 키움증권 리서치

# II. 게임사 Value

## >>> 스토리 완결성이 매우 중요

### 유저들이 게임을 플레이해야 할 이유를 제시

당사는 향후 수많은 게임들이 출시되는 과정에서 경쟁강도가 증가하는 속에 기존작이 생존하고 트래픽 및 매출 지속성을 확보하기 위해서는 유저들이 해당 게임을 왜 플레이해야 하는지에 대한 명확한 동기 부여를 제시해야 하며 동 과정은 스토리 완결성을 통한 몰입도 증가를 통해 가능할 것을 재강조한다.

### 해당 관점에서 명확히 부합하는 게임은 니케

당사는 상기 관점에서 명확히 부합하는 게임으로 니케를 제시한다. 특히 이번 4주년 마리안 스토리는 4년 전 프롤로그에서 유저들이 확인한 마리안의 최후의 모습을 마리안의 시각에서 재확인하는 과정을 통해 지휘관을 향한 그녀의 순수한 희생을 확인하는 과정을 담았으며, 지휘관과 마리안의 반복 기억을 통해 서로에 대한 누적된 마음과 이를 통해 계승된 결혼식 이벤트를 통해 매우 강한 관계의 끈을 보여준 점에서 의미를 가지며, 해당 게임의 스토리가 처음부터 의도한 것인지는 모르지만 4년 후 스토리를 프롤로그와 연동시킬 만큼 스토리 완결성이 돋보였으며, 여타 다른 게임사 게임처럼 스토리를 진부한 것으로 여겨 패스하는 것이 아닌 이를 글귀 하나하나 읽으면서 동 게임에 동화되는 유저들을 목도하는 것은 게임의 중장기 지속성 관점에서 매우 중요 기제로 작동하는 것이며, 이에 따라 해당 게임의 향후 스토리 라인에 대한 기대를 하지 않을 수 없는 사안일 것이다.

니케 프롤로그: 마리안 최후 컷신



자료: 에이크리, YouTube, 키움증권 리서치

니케 4주년 스토리: 마리안 최후 컷신



자료: 승리의 여신: 니케, YouTube, 키움증권 리서치

니케 4주년 스토리: 지휘관의 케어



자료: 승리의 여신: 니케, YouTube, 키움증권 리서치

니케 4주년 스토리: 결혼식 컷신




자료: 승리의 여신: 니케, YouTube, 키움증권 리서치

## >>> MD 기반 IP 강화

### 니케 기반 MD 다양성 및 현지화 진행

니케의 메인 국가인 일본에서 MD 활성화와 중대형 피규어 확대를 통한 유저별 충성도 제고 및 거래액 기반 기타 매출의 증가는 긍정적으로 작동할 사안이다. MD 경우엔 일본 현지 콜라보 등을 통해 유저 수요를 촉진하고 있으며, 매력적인 중대형 피규어 공급 확대를 통해 유저 선택지가 증가되고 블렌디드 ASP 상승을 통한 추세적 매출 증가를 도모할 수 있다.

### 니케 연간 중대형 피규어 출시는 증가

니케 올해 중형 피규어 출시 예정 수는 29개로 전년비 23개가 증가되고 있으며, 내년 출시 예정 수도 이미 25개에 이르는 등 탄력적 증가를 기록 중에 있다. 또한 대형 피규어 출시 예정 수도 올해 19개로 전년비 13개가 증가하고 내년 출시 예정 수도 16개에 달하는 등 중대형 라인업의 다양성과 무게감이 증가하고 있으며, 이를 통한 유저 선택지 증가와 충성도 제고 및 게임 지속성 등에 종합적으로 긍정적 영향을 줄 것으로 판단한다.

니케 MD 일본 현지화 스크린샷



자료: SHIFT UP CORP., ALGERNON PRODUCT, 키움증권 리서치

니케 MD 일본 현지화 스크린샷




자료: SHIFT UP CORP., ALGERNON PRODUCT, 키움증권 리서치

니케 일레그 중형 피규어



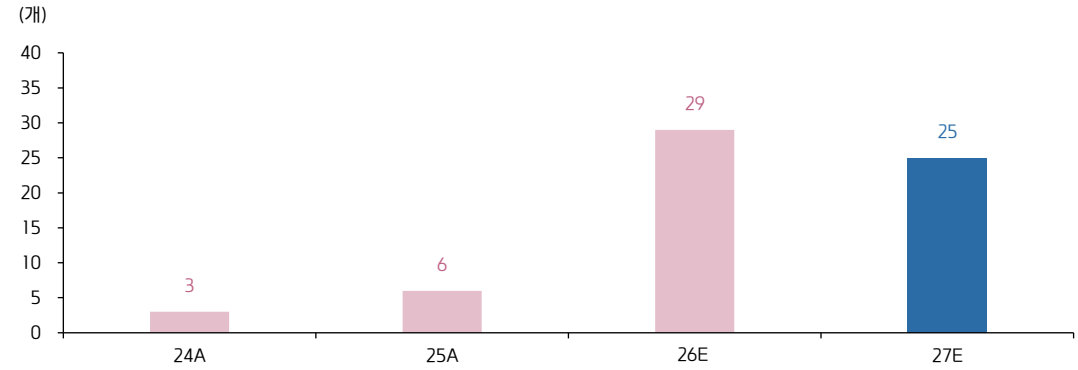

주1: 1/6 스케일 기준
주2: 2026년 amiami 예약 2위를 기록
자료: amiami, 키움증권 리서치

니케 도로시 노스텔지어 대형 피규어



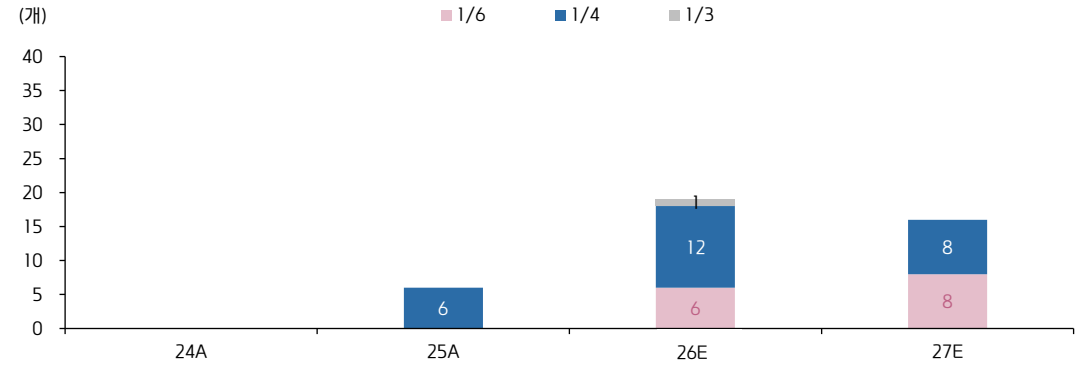
주1: 1/4 스케일 기준
자료: Prime1Studio, YouTube, 키움증권 리서치

## 니케 연도별 중형 피규어 개수




주: 1/7 스케일 기준
자료: NIKKE FIGURE DB, 키움증권 리서치

## 니케 연도별 대형 피규어 개수



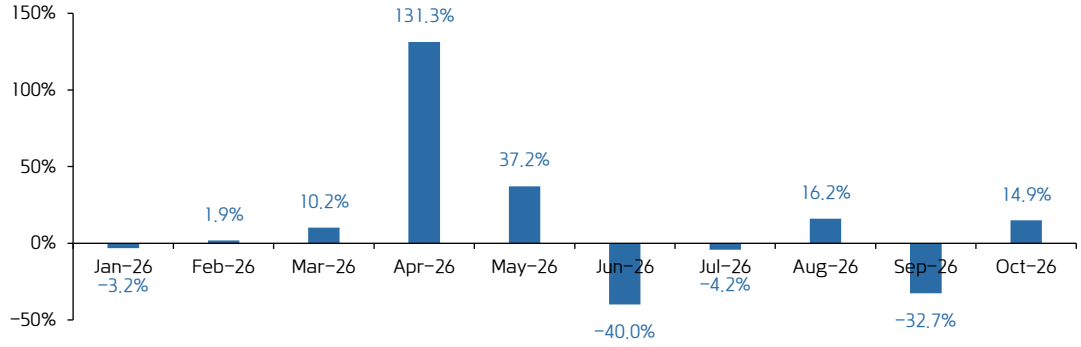

주: 1/6, 1/4 및 1/3 스케일 기준
자료: NIKKE FIGURE DB, 키움증권 리서치

## >>> 니케 매출 지속성 분석

### 연간 주년 이벤트를 통한 매출 지속성 전망

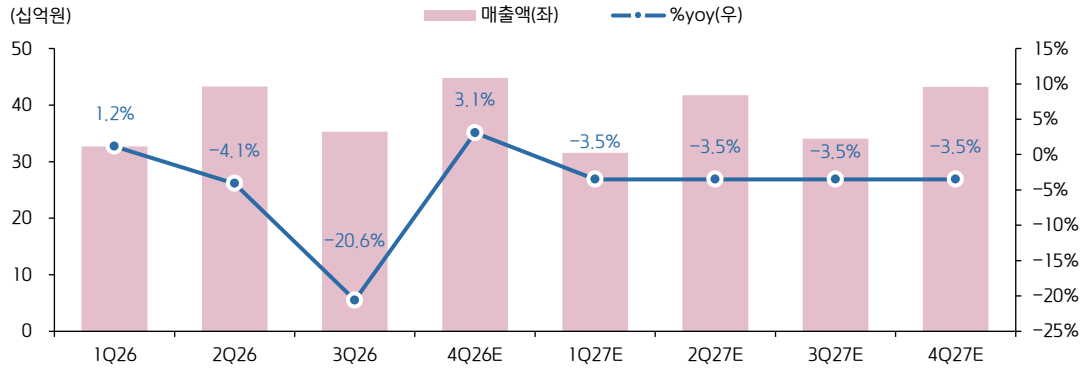
당사는 니케의 4Q26E 매출액이 4주년 이벤트 등에 따라 전년동기대비 3.1% 증가할 것으로 예상하며, 전분기 대기 수요 등에 따른 매출 감소 효과를 일부 상쇄할 것으로 전망한다. 26E 니케 매출액은 작년 중국 지역의 기저효과 등에 따라 전년대비 5.6% 감소할 것으로 예상되나, 향후 지속적인 스토리 기제 유저 락인 효과 등으로 연간 자연감소에 대한 수준은 점차 저감되면서 매출 지속성을 대체로 잘 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

니케 매출액 전년동기대비 증감률



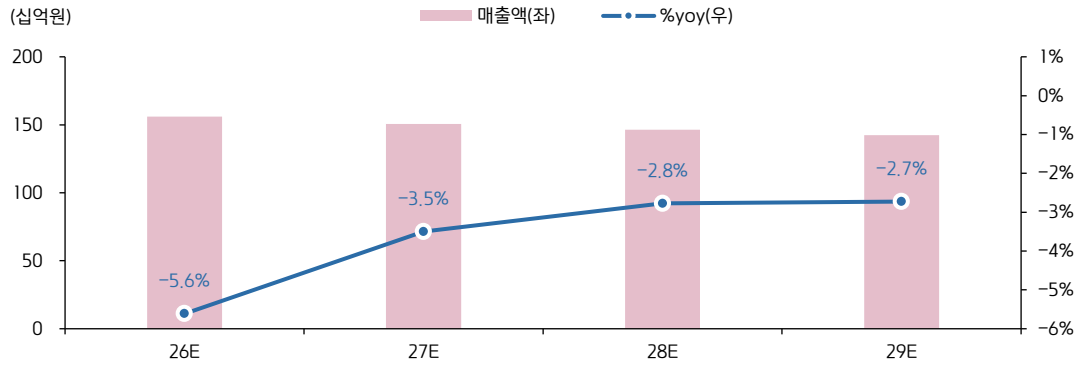

자료: GACHAREVENUE, 키움증권 리서치

니케 분기별 매출액



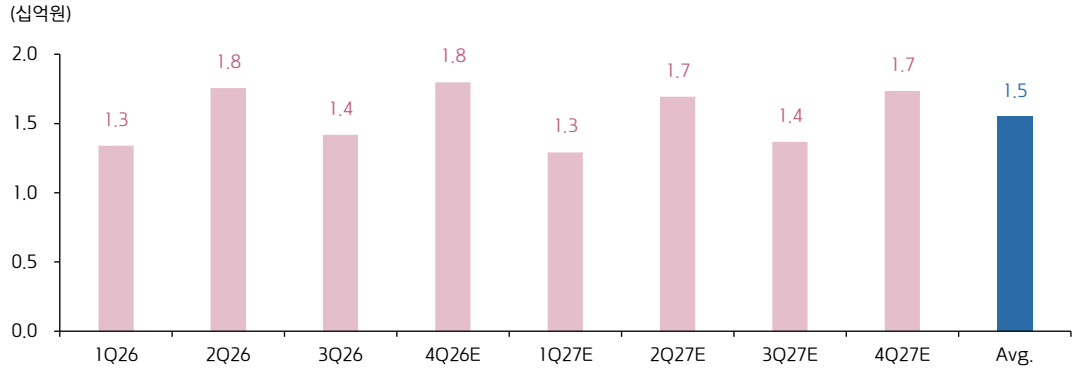

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 연간 매출액



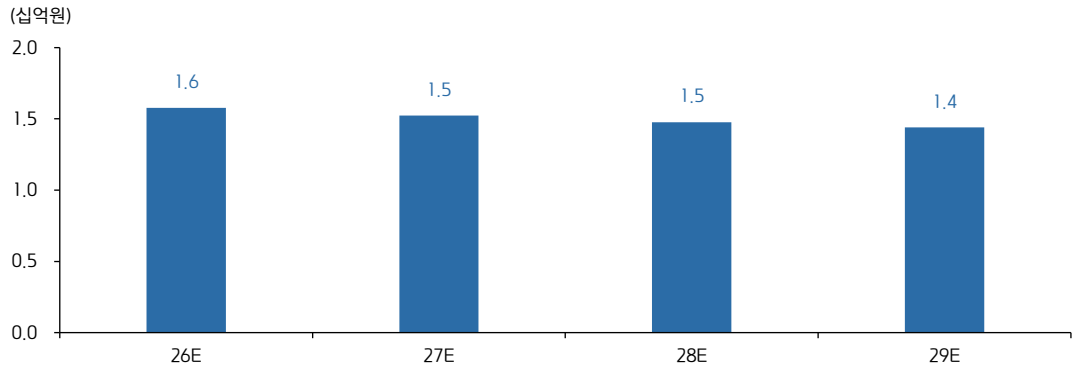

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 분기별 일평균 그로스 매출




자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 연간 일평균 그로스 매출 전망




자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

# III. 정상밸류 산출

## >>> 시프트업 내재가치 6.5만원

### 멀티 IP 기반 중장기적 실적 성장성에 주목

당사는 국내 게임사 중에서 핵심 밸류를 확보한 시프트업에 대해 정상이익의 귀속시점을 2개의 메이저 신작인 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드: 블러드 레인이 온기 성과로 반영될 29E로 설정하였으며, 동 시점 지배주주지분 3,696억원에 내재 PER 12.5배와 연간 할인율 10%를 적용한 27E 현재가치로 주당 내재가치 6.5만원을 산정 제시한다. 내재 PER 12.5배는 피어 대비 저감된 수준으로 2개 신작의 동시 성공을 전제로 감안했으나, 동사의 캐릭터 미학에 대한 강력한 DNA와 니케와 스텔라 블레이드의 스토리와 세계관 경쟁력 및 주요 라인업에 대한 히트 레이쇼 레퍼런스 등을 종합적으로 감안시 충분히 그 이상을 부여할 수 있음도 강조한다.

시프트업 장기 수익가치 분석

| (십억원) | 23A | 24A | 25A | 26E | 27E | 28E | 29E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 168.6 | 224.1 | 294.5 | 209.1 | 187.4 | 255.7 | 654.4 |
| 니케 | 163.5 | 151.5 | 165.3 | 156.0 | 150.6 | 146.4 | 142.4 |
| 스텔라 블레이드 | | 68.1 | 117.6 | 40.3 | 22.9 | 16.8 | 426.9 |
| 프로젝트 스피릿 | | | | | | 76.5 | 67.0 |
| 기타 | 5.1 | 4.5 | 11.6 | 12.8 | 14.0 | 16.0 | 18.0 |
| 영업비용 | 57.5 | 71.4 | 113.1 | 113.1 | 114.1 | 127.7 | 257.0 |
| 인건비 | 46.7 | 55.2 | 53.9 | 62.3 | 63.5 | 76.5 | 117.5 |
| 변동비 | 4.8 | 7.4 | 43.1 | 25.2 | 23.0 | 22.4 | 109.5 |
| 고정비 | 6.1 | 8.8 | 16.2 | 25.6 | 27.7 | 28.8 | 30.0 |
| 영업이익 | 111.1 | 152.7 | 181.4 | 96.0 | 73.3 | 128.1 | 397.4 |
| OPM | 65.9% | 68.1% | 61.6% | 45.9% | 39.1% | 50.1% | 60.7% |
| 영업외손익 | 3.3 | 26.1 | 51.6 | 12.4 | 74.2 | 86.2 | 98.2 |
| 법인세차감전순이익 | 114.3 | 178.8 | 233.0 | 108.4 | 147.5 | 214.3 | 495.6 |
| 법인세 | 7.7 | 30.8 | 41.6 | 22.9 | 35.3 | 51.4 | 125.9 |
| 당기순이익 | 106.7 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | 369.6 |
| 지배주주지분 | 106.7 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | 369.6 |
| 내재 PER(배) | | | | | 34.0 | 25.8 | 12.5 |
| 내재가치 | | | | | | | 3,818.5 |
| 총 발행주식수(백만) | | | | | | | 58.7 |
| 주당 내재가치(원) | | | | | | | 65,005 |

주1: 프로젝트 스피릿은 2Q28E 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 종합 분석

### 내년 4월 정도 인게임 영상 공개 유력 판단

프로젝트 스피릿은 오픈월드 이스턴 판타지 장르로서 글로벌 원빌드 동시 출시를 타겟하고, 텐센트와 공동개발을 감안시 중국 판호를 고려할 것으로 관측하며, 최근 한중간 최혜국대우를 감안시 외자판호 신청 및 승인에 대한 유연한 프로세스를 기대할 수 있다. 시프트업은 니케의 방대한 스토리와 스텔라 블레이드의 유니크한 세계관을 이미 대중에 보여주었으며, 이에 대한 사항은 동사가 갖고 있는 명확한 경쟁우위로 판단한다. 당사는 이를 감안시 프로젝트 스피릿이 이스턴 판타지 하 스토리 서사에 강점을 가질 것으로 판단하며, 정통 무협 기반 문파 기제를 확보할 여지도 존재할 것으로 판단하고, 이는 어반 판타지 등에 주력하는 서브컬처 피어 대비로 차별적인 경쟁우위로 작동할 수 있음을 강조한다. 당사는 내년 4 월 정도 프로젝트 스피릿의 인게임 영상 공개가 유력할 것으로 판단하는데, 이는 아난타가 내년 1 월에 글로벌 서비스를 예정하고 있기에, 이에 따른 초기 파급효과 기간을 3 개월로 고려시 이를 지난 4 월이 마케팅 관점에서 유효한 시점으로 판단하기 때문이다.

당사는 현재 프로젝트 스피릿의 초기 분기 일평균 매출액을 2Q28E 기준 20 억원과 28E 및 29E 각각 16 억원 및 10 억원으로 제시 중이다. 그동안 동사가 대중에게 각인한 스텔라 블레이드의 스타일리쉬한 액션성과 니케 스토리 서사 등이 결합된 정점의 게임으로 출시될 것으로 판단하기에, 이에 대한 연간 성과를 니케 대비 높게 설정하지 않았다는 점에도 주목할 필요가 있다.

프로젝트 스피릿 스크린샷



주: 이스턴 판타지 기제
자료: SHIFT UP CORPORATION, 키움증권 리서치

아주르 프로밀리아 스크린샷



주1: 하이 판타지 기제
주2: 2026년 11월 26일 출시 예정
자료: 아주르 프로밀리아, YouTube, 키움증권 리서치

실버 팰리스 스크린샷



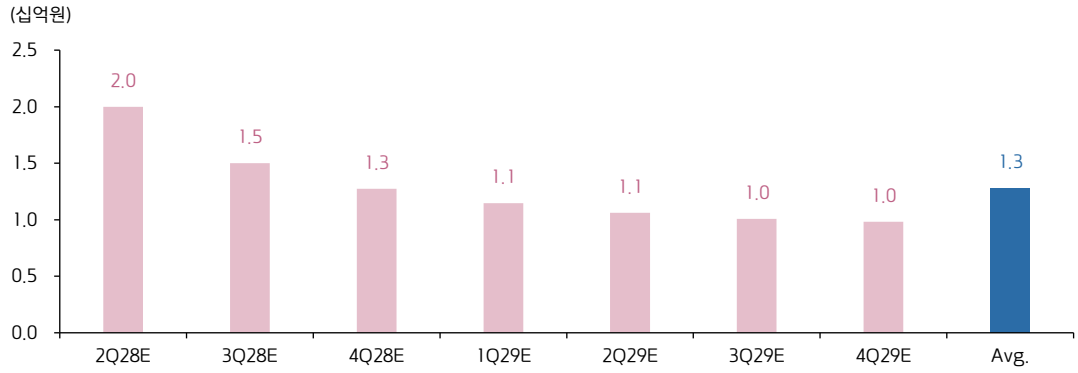
주1: 빅토리안 고딕 판타지 기제
주2: 2026년 12월 14일 출시 예정
자료: 실버 팰리스, YouTube, 키움증권 리서치

ANANTA 스크린샷



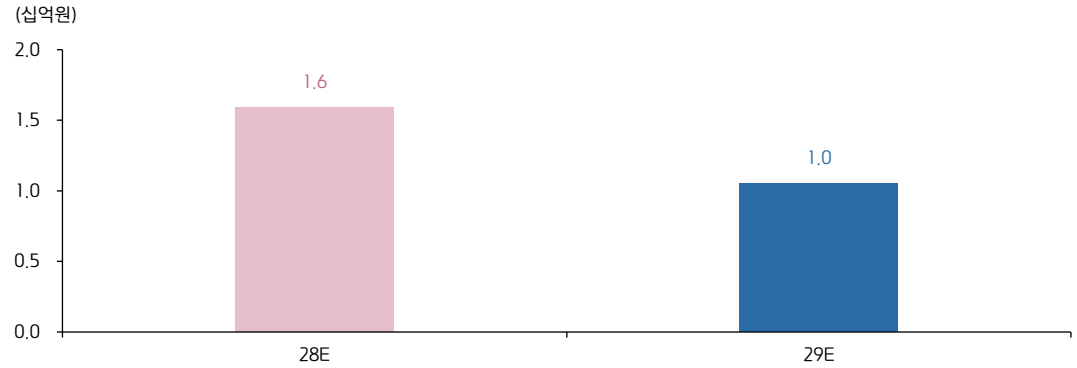
주1: 어반 판타지 기제
주2: 2027년 1월 15일 출시 예정
자료: Ananta, YouTube, 키움증권 리서치

## 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

## >>> 스텔라 블레이드 판단

### 차기작에 대한 내년 추가 인게임 영상 기대

당사는 내년에도 "스텔라 블레이드: 블러드 레인"의 추가 인게임 영상이 공개될 것으로 관측하며, 유저 기대감 지속 및 확장을 위해 SGF 및 TGA 등 주요 게임쇼 기반 접점을 가져갈 것으로 판단한다. 또한 본편 세계관이 공유 및 확장되면서 본편을 즐긴 유저들이 차기작을 플레이할 동기부여를 충분히 얻을 수 있을 것으로 판단한다. 한편 최근 닌텐도 스위치 2 플랫폼 출시 마케팅 효과가 인상적인 바, 이브를 연상시키는 실제 모델이 출시 트레일러에 출연하면서, 현실에 이브가 존재한다는 메시지와 어디서든지 게임을 즐길 수 있다는 대중성에 포커스를 둔 것으로 해석된다. 이에 따른 구전효과 등도 발생되면서 스텔라 블레이드 출시 트레일러의 자체 채널 유튜브 조회수는 4 백만을 상회하였으며, 댓글과 좋아요를 합산한 전체 인게이지먼트의 조회수 대비 비율이 2.5%로 "젤다의 전설 시간의 오카리나" 대비로 높은 수준을 기록하며 마케팅 및 브랜드 인지도 관점에서 긍정적으로 작동하였음을 강조한다.

스텔라 블레이드 출시 트레일러



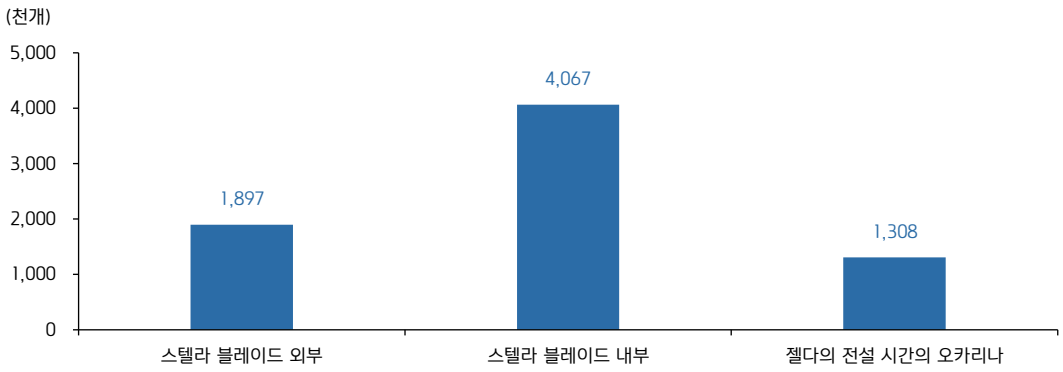
주1: 닌텐도 스위치 2 기준
자료: Nintendo of America, YouTube, 키움증권 리서치

젤다의 전설 시간의 오카리나 출시 트레일러



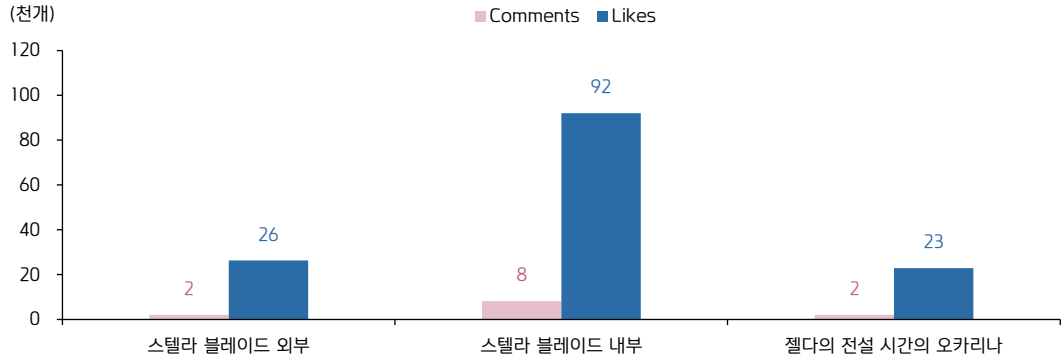
주1: 닌텐도 스위치 2 기준
자료: Nintendo of America, YouTube, 키움증권 리서치

게임별 출시 트레일러 유튜브 조회수 비교



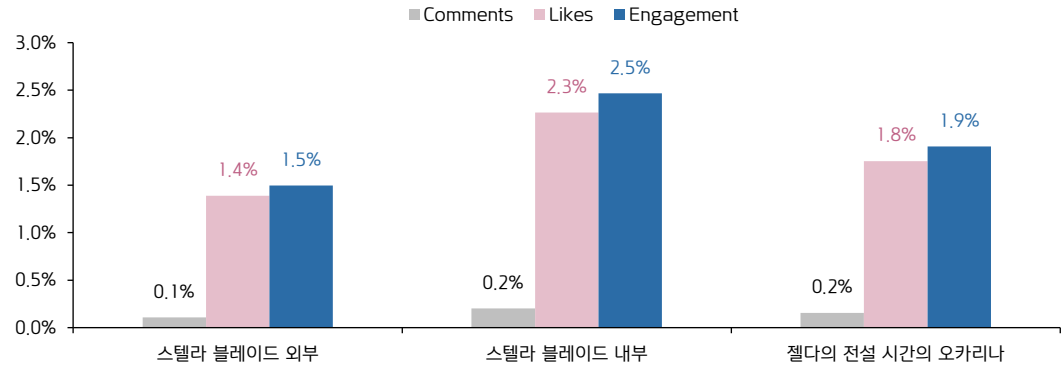

주1: 2026년 11월 22일 기준
주2: 스텔라 블레이드 외부는 Nintendo of America 채널 기준
주3: 스텔라 블레이드 내부는 SHIFT UP♡Official Channel 채널 기준
주4: 젤다의 전설 시간의 오카리나는 Nintendo of America 채널 기준
자료: SHIFT UP♡Official Channel, Nintendo of America, YouTube, 키움증권 리서치

## 게임별 출시 트레일러 유튜브 주요 지표



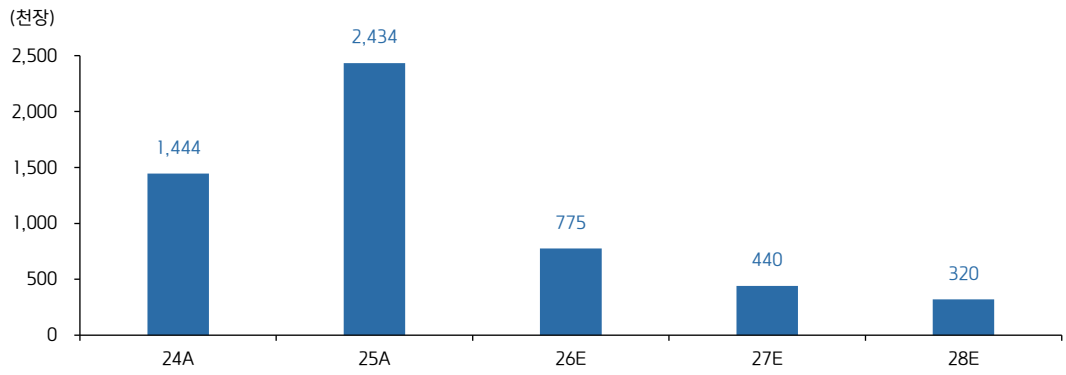

주1: 2026년 11월 22일 기준
주2: 스텔라 블레이드 외부는 Nintendo of America 채널 기준
주3: 스텔라 블레이드 내부는 SHIFT UP♡Official Channel 채널 기준
주4: 젤다의 전설 시간의 오카리나는 Nintendo of America 채널 기준
자료: SHIFT UP♡Official Channel, Nintendo of America, YouTube, 키움증권 리서치

## 게임별 출시 트레일러 유튜브 주요 Rate



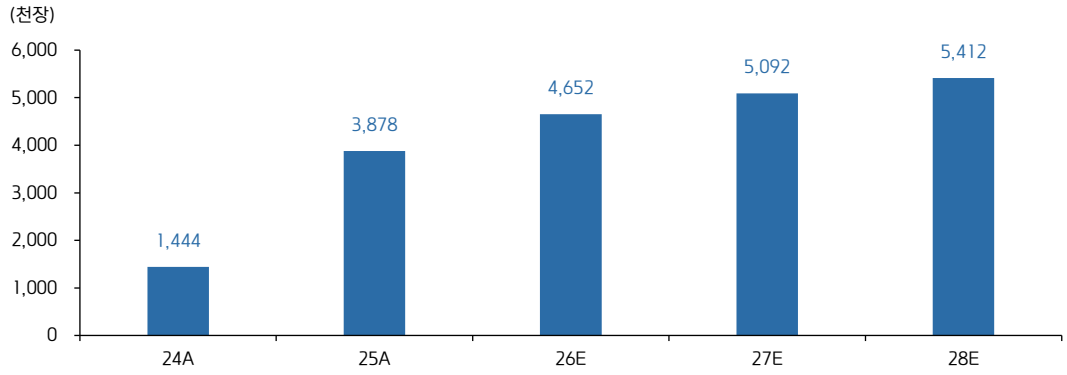

주1: 2026년 11월 22일 기준
주2: 지표별 비율은 조회수 대비 기준
주3: 인게이지먼트 비율은 조회수 대비 댓글과 좋아요 합산 수치 기준
주4: 스텔라 블레이드 외부는 Nintendo of America 채널 기준
주5: 스텔라 블레이드 내부는 SHIFT UP♡Official Channel 채널 기준
주6: 젤다의 전설 시간의 오카리나는 Nintendo of America 채널 기준
자료: SHIFT UP♡Official Channel, Nintendo of America, YouTube, 키움증권 리서치

## 스텔라 블레이드 연간 판매량 추정



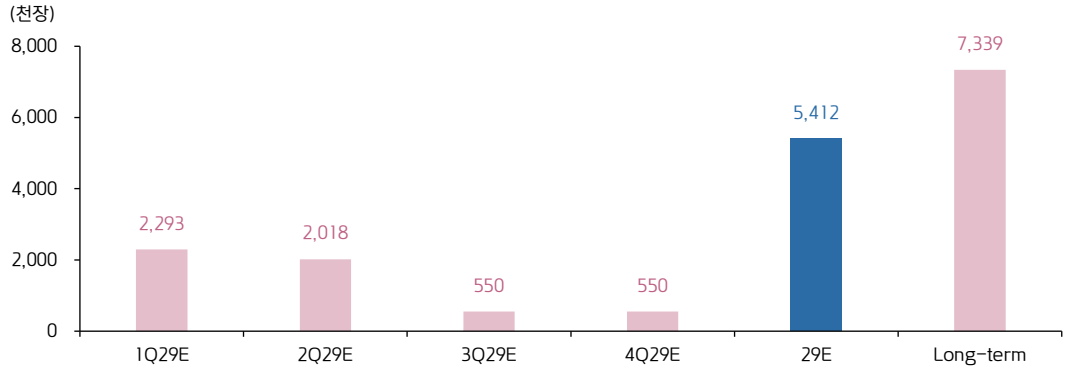

자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 스텔라 블레이드 누적 판매량 추정




자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 스텔라 블레이드: 블러드 레인 판매 추정




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

# 기업분석

| | |
|---|---|
| 시프트업<br>(462870) | BUY(Maintain)/목표주가 65,000원<br>멀티 IP 기반 경쟁력 |
| 크래프톤<br>(259960) | BUY(Maintain)/목표주가 290,000원<br>트리플 A급 IP 요구 |
| NC<br>(036570) | BUY(Maintain)/목표주가 250,000원<br>IP 확장성이 필요 |

## 시프트업 (462870)

# BUY(Maintain)

목표주가 65,000원

주가(11/23) 25,300원

**인터넷/게임** Analyst 김진구

동사는 AI 시대에서 독창적 캐릭터 DNA, 방대한 세계관 및 스토리 완성도를 통한 몰입을 기제로 코어 밸류를 유지해 나갈 것으로 종합 판단한다.

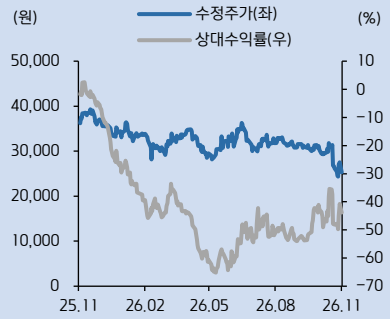
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (11/23) | | 4,708.54pt |
| 시가총액 | | 14,862억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 39,300 원 | 24,350원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -35.6% | 3.9% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -16.4% | -1.4% |
| 6M | -14.2% | 42.9% |
| 1Y | -32.2% | -42.6% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 58,742 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | | 46천주 |
| 외국인 지분율 | | 36.8% |
| 배당수익률(26E) | | 0.0% |
| BPS(26E) | | 17,371원 |
| 주요 주주 | 김형태 외 8인 | 42.4% |

### Price Trend




# 멀티 IP 기반 경쟁력

## >>> 게임 업종 내 최선호주

당사는 동사에 대한 목표주가 6.5만원을 유지하며, 게임 업종 내 최선호주 의견도 유지한다. 당사는 동사 메이저 신작들인 프로젝트 스피릿 및 스텔라 블레이드 차기작의 성과가 발현될 29E 지배주주순이익 3,696억원에 내재 PER 12.5배 및 연간 할인율 10%를 적용한 내년 기준 현재가치로 목표주가를 산출했다.

## >>> 프로젝트 스피릿 경쟁력

당사는 프로젝트 스피릿이 이스턴 판타지 스토리 서사에 경쟁력을 가질 것으로 판단하며, 정통 무협 기반의 문파 기제를 확보할 여지도 있을 것으로 판단하고, 이는 어반 판타지 등에 주력할 서브컬처 피어 대비 차별적 우위로 작동할 수 있음을 강조한다. 당사는 내년 4월 프로젝트 스피릿 인게임 영상 공개가 가능할 것으로 판단하는데, 이는 아난타가 내년 1월 중 글로벌 서비스를 예정하고 있고, 이에 따른 초기 파급효과 기간을 3개월로 고려시 이를 지난 4월 정도가 마케팅 관점에서 유효 시점으로 판단하기 때문이다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 224.1 | 294.5 | 209.1 | 187.4 | 255.7 |
| 영업이익 | 152.7 | 181.4 | 96.0 | 73.3 | 128.1 |
| EBITDA | 157.2 | 187.2 | 101.5 | 80.4 | 135.2 |
| 세전이익 | 178.8 | 233.0 | 108.4 | 147.5 | 214.3 |
| 순이익 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| 지배주주지분순이익 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| EPS(원) | 2,717 | 3,261 | 1,454 | 1,911 | 2,772 |
| 증감률(%,YoY) | NA | 20.0 | -55.4 | 31.5 | 45.0 |
| PER(배) | 23.3 | 10.9 | 17.4 | 13.2 | 9.1 |
| PBR(배) | 4.84 | 2.27 | 1.46 | 1.30 | 1.12 |
| EV/EBITDA(배) | 19.5 | 8.3 | 9.3 | 10.5 | 5.5 |
| 영업이익률(%) | 68.1 | 61.6 | 45.9 | 39.1 | 50.1 |
| ROE(%) | 19.4 | 22.7 | 8.8 | 10.4 | 13.2 |
| 순차입금비율(%) | -83.2 | -57.8 | -65.6 | -67.7 | -66.6 |

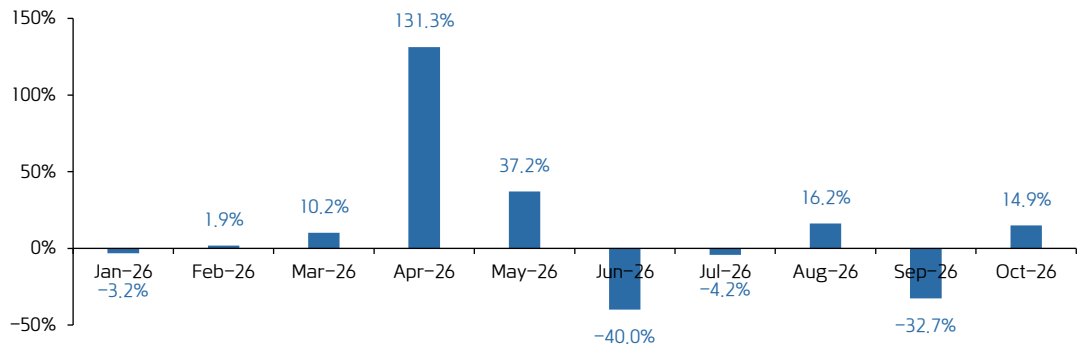
자료: 키움증권 리서치센터

## 시프트업 장기 수익가치 분석

| (십억원) | 23A | 24A | 25A | 26E | 27E | 28E | 29E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 168.6 | 224.1 | 294.5 | 209.1 | 187.4 | 255.7 | 654.4 |
| 니케 | 163.5 | 151.5 | 165.3 | 156.0 | 150.6 | 146.4 | 142.4 |
| 스텔라 블레이드 | | 68.1 | 117.6 | 40.3 | 22.9 | 16.8 | 426.9 |
| 프로젝트 스피릿 | | | | | | 76.5 | 67.0 |
| 기타 | 5.1 | 4.5 | 11.6 | 12.8 | 14.0 | 16.0 | 18.0 |
| 영업비용 | 57.5 | 71.4 | 113.1 | 113.1 | 114.1 | 127.7 | 257.0 |
| 인건비 | 46.7 | 55.2 | 53.9 | 62.3 | 63.5 | 76.5 | 117.5 |
| 변동비 | 4.8 | 7.4 | 43.1 | 25.2 | 23.0 | 22.4 | 109.5 |
| 고정비 | 6.1 | 8.8 | 16.2 | 25.6 | 27.7 | 28.8 | 30.0 |
| 영업이익 | 111.1 | 152.7 | 181.4 | 96.0 | 73.3 | 128.1 | 397.4 |
| OPM | 65.9% | 68.1% | 61.6% | 45.9% | 39.1% | 50.1% | 60.7% |
| 영업외손익 | 3.3 | 26.1 | 51.6 | 12.4 | 74.2 | 86.2 | 98.2 |
| 법인세차감전순이익 | 114.3 | 178.8 | 233.0 | 108.4 | 147.5 | 214.3 | 495.6 |
| 법인세 | 7.7 | 30.8 | 41.6 | 22.9 | 35.3 | 51.4 | 125.9 |
| 당기순이익 | 106.7 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | 369.6 |
| 지배주주지분 | 106.7 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | 369.6 |
| 내재 PER(배) | | | | | 34.0 | 25.8 | 12.5 |
| 내재가치 | | | | | | | 3,818.5 |
| 총 발행주식수(백만) | | | | | | | 58.7 |
| 주당 내재가치(원) | | | | | | | 65,005 |

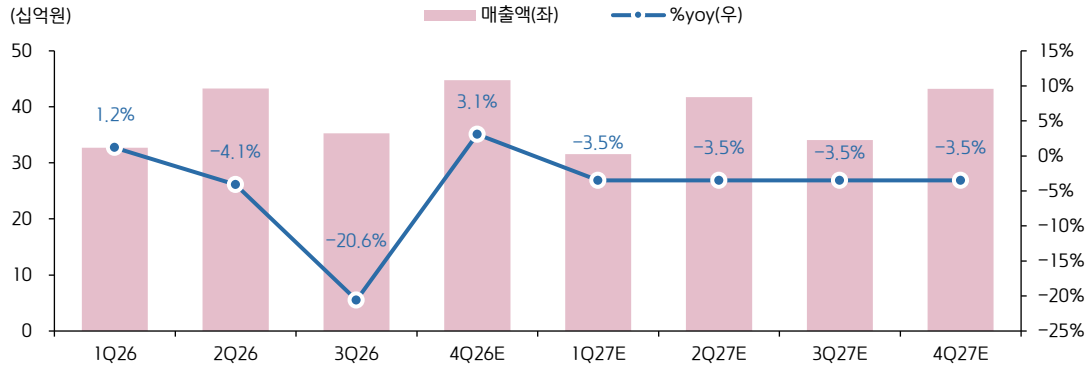
주1: 프로젝트 스피릿은 2Q28E 출시를 가정
주2: 스텔라 블레이드 세그먼트 안에는 관련 차기작을 포함
주3: 주2 관련 차기작은 1Q29E 출시를 가정
주4: 연별 내재 PER은 29E 12.5배를 기준으로 연간 환산
주5: 주4 관련 연간 환산시 연 할인율 10%를 보정하여 당해연도 기준으로 환산
자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 매출액 전년동기대비 증감률



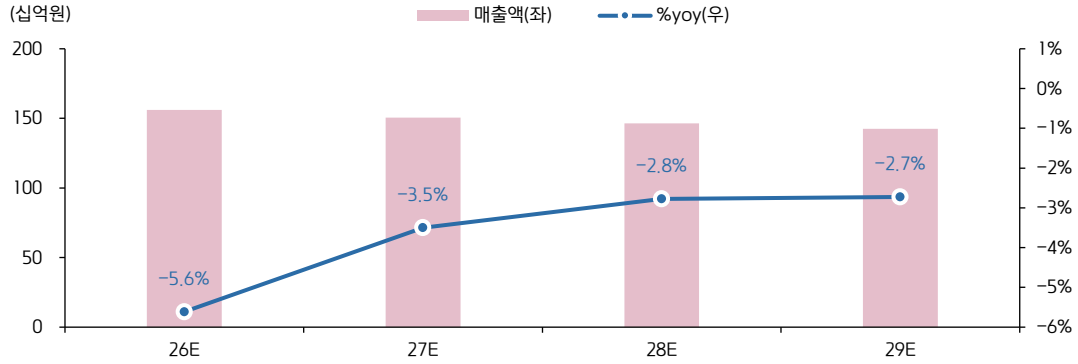

자료: GACHAREVENUE, 키움증권 리서치

## 니케 분기별 매출액



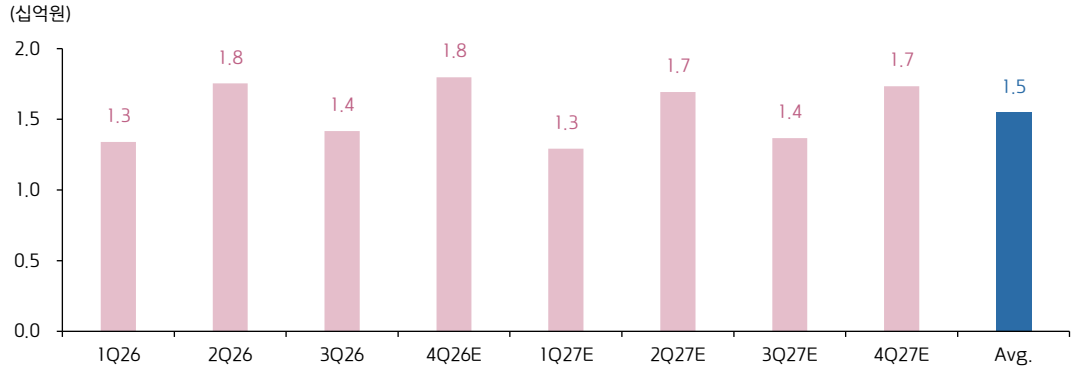

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 연간 매출액



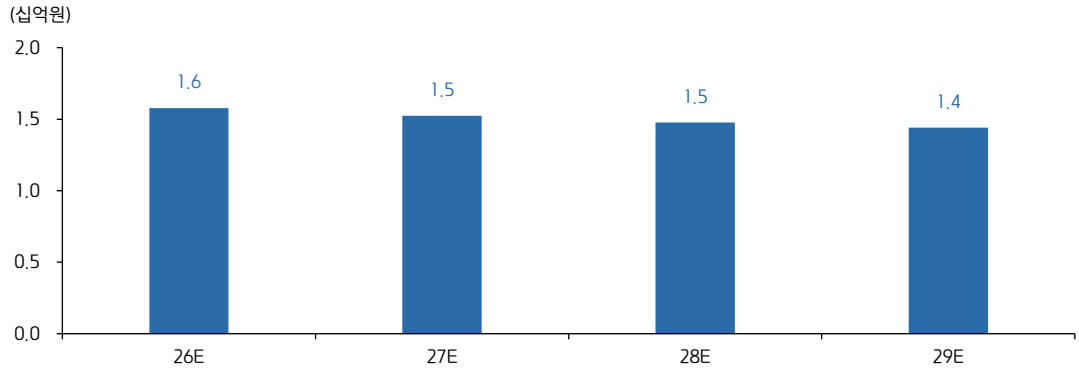

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 분기별 일평균 그로스 매출



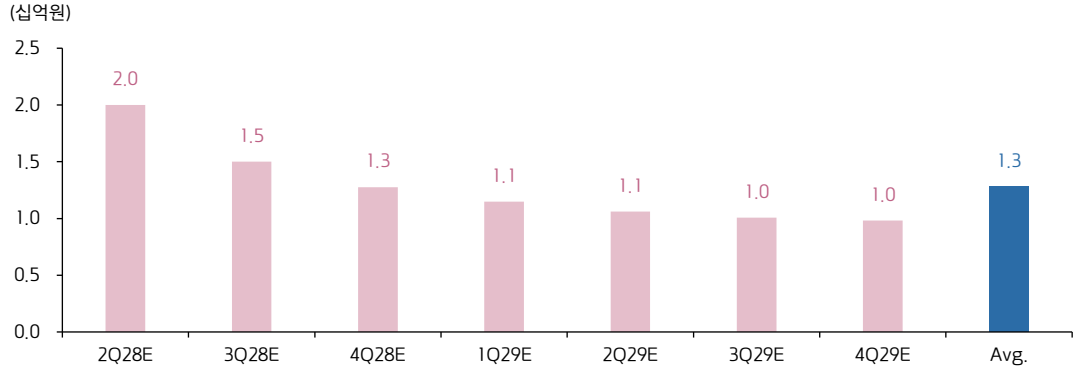

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 니케 연간 일평균 그로스 매출 전망



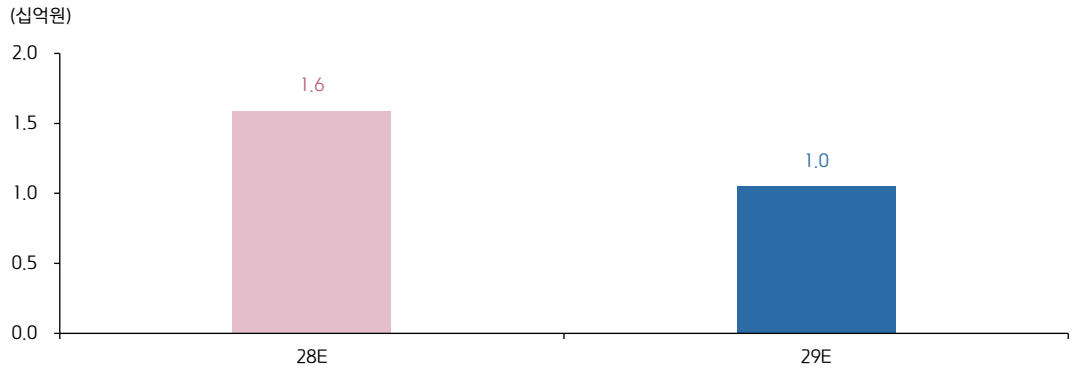

자료: 시프트업, 키움증권 리서치 추정

## 프로젝트 스피릿 분기별 일평균 매출 전망



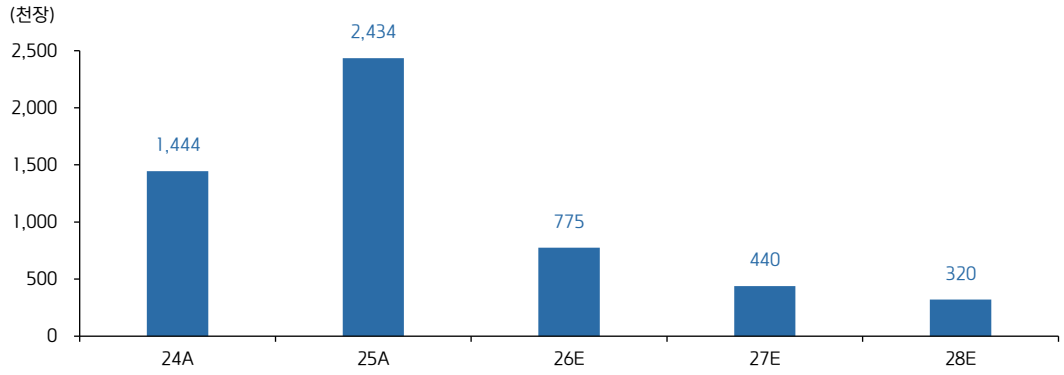

주: 시즈널 이벤트를 감안하지 않은 분기별 기계적 노멀라이즈 수준을 준용
자료: 키움증권 리서치 추정

## 프로젝트 스피릿 연간 일평균 매출 전망



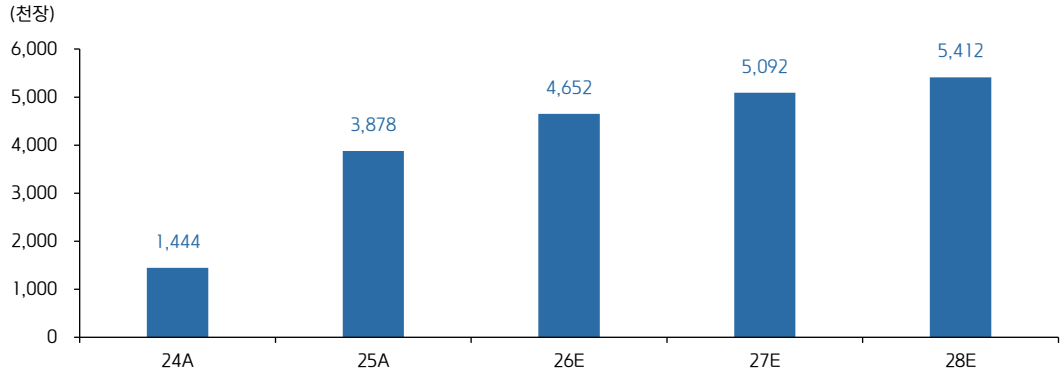

자료: 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 연간 판매량 추정



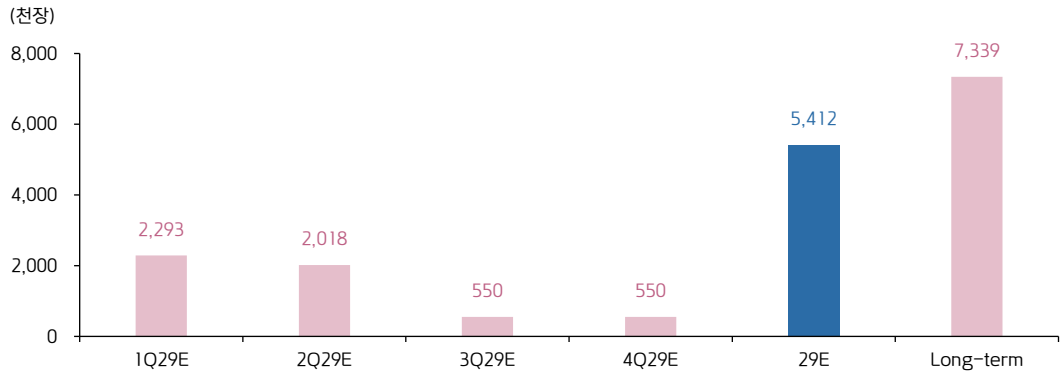

자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드 누적 판매량 추정




자료: 각종 미디어 자료, 시프트업, 키움증권 리서치 추정

스텔라 블레이드: 블러드 레인 판매 추정




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

## 시프트업 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26E | 25A | 26E | 27E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 42.2 | 112.4 | 75.5 | 64.4 | 47.3 | 55.7 | 46.2 | 59.9 | 294.5 | 209.1 | 187.4 |
| 니케 | 32.3 | 45.1 | 44.5 | 43.4 | 32.7 | 43.3 | 35.3 | 44.8 | 165.3 | 156.0 | 150.6 |
| 스텔라 블레이드 | 7.0 | 65.7 | 27.7 | 17.2 | 12.9 | 8.8 | 5.9 | 12.6 | 117.6 | 40.3 | 22.9 |
| 기타 | 2.9 | 1.6 | 3.3 | 3.8 | 1.7 | 3.6 | 5.0 | 2.5 | 11.6 | 12.8 | 14.0 |
| 영업비용 | 16.0 | 44.2 | 26.0 | 27.0 | 25.8 | 27.6 | 25.5 | 34.2 | 113.1 | 113.1 | 114.1 |
| 영업이익 | 26.3 | 68.2 | 49.5 | 37.4 | 21.5 | 28.1 | 20.7 | 25.7 | 181.4 | 96.0 | 73.3 |
| 영업이익률(%) | 62.2% | 60.7% | 65.6% | 58.1% | 45.5% | 50.5% | 44.8% | 42.9% | 61.6% | 45.9% | 39.1% |
| 영업외손익 | 5.4 | -5.6 | 18.5 | 33.4 | 24.9 | 25.6 | -53.6 | 15.6 | 51.6 | 12.4 | 74.2 |
| 법인세차감전순이익 | 31.6 | 62.6 | 68.1 | 70.8 | 46.4 | 53.8 | -32.9 | 41.2 | 233.0 | 108.4 | 147.5 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 74.9% | 55.7% | 90.1% | 109.8% | 98.1% | 96.5% | -71.3% | 68.9% | 79.1% | 51.9% | 78.7% |
| 법인세비용 | 4.8 | 11.3 | 13.4 | 12.1 | 8.6 | 12.0 | -7.5 | 9.8 | 41.6 | 22.9 | 35.3 |
| 법인세율(%) | 15.2% | 18.0% | 19.7% | 17.1% | 18.5% | 22.4% | 22.7% | 23.8% | 17.9% | 21.2% | 23.9% |
| 당기순이익 | 26.8 | 51.3 | 54.6 | 58.6 | 37.8 | 41.7 | -25.5 | 31.4 | 191.4 | 85.5 | 112.3 |
| 당기순이익률(%) | 63.6% | 45.7% | 72.4% | 91.0% | 79.9% | 74.9% | -55.1% | 52.5% | 65.0% | 40.9% | 59.9% |
| 지배주주지분 | 26.8 | 51.3 | 54.6 | 58.6 | 37.8 | 41.7 | -25.5 | 31.4 | 191.4 | 85.5 | 112.3 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 시프트업, 키움증권 리서치

## 시프트업 연간 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | 변경 후 | | | 차이(%, %P) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E |
| 매출액 | 224.2 | 203.8 | 288.8 | 209.1 | 187.4 | 255.7 | -6.7% | -8.0% | -11.5% |
| 영업이익 | 113.6 | 90.8 | 160.7 | 96.0 | 73.3 | 128.1 | -15.5% | -19.3% | -20.3% |
| 영업이익률 | 50.7% | 44.6% | 55.6% | 45.9% | 39.1% | 50.1% | -4.8% | -5.4% | -5.6% |
| 법인세차감전순이익 | 208.5 | 191.6 | 273.5 | 108.4 | 147.5 | 214.3 | -48.0% | -23.0% | -21.7% |
| 당기순이익 | 161.9 | 145.7 | 207.7 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | -47.2% | -22.9% | -21.6% |
| 지배주주지분 | 161.9 | 145.7 | 207.7 | 85.5 | 112.3 | 162.8 | -47.2% | -22.9% | -21.6% |

자료: 키움증권 리서치

## 시프트업 분기 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | | 변경 후 | | | | 차이(%, %P) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E |
| 매출액 | 66.9 | 42.4 | 52.6 | 52.8 | 59.9 | 40.8 | 51.0 | 43.3 | -10.6% | -3.9% | -3.1% | -18.0% |
| 영업이익 | 37.1 | 15.7 | 24.5 | 24.3 | 25.7 | 14.3 | 22.6 | 16.1 | -30.8% | -8.7% | -7.5% | -34.0% |
| 영업이익률 | 55.5% | 37.0% | 46.5% | 46.1% | 42.9% | 35.2% | 44.4% | 37.1% | -12.6% | -1.9% | -2.1% | -9.1% |
| 법인세차감전순이익 | 59.3 | 40.9 | 49.7 | 49.5 | 41.2 | 32.9 | 41.2 | 34.6 | -30.5% | -19.6% | -17.1% | -30.2% |
| 당기순이익 | 45.1 | 31.1 | 37.7 | 37.7 | 31.4 | 25.0 | 31.3 | 26.3 | -30.3% | -19.5% | -17.0% | -30.1% |
| 지배주주지분 | 45.1 | 31.1 | 37.7 | 37.7 | 31.4 | 25.0 | 31.3 | 26.3 | -30.3% | -19.5% | -17.0% | -30.1% |

자료: 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 224.1 | 294.5 | 209.1 | 187.4 | 255.7 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 224.1 | 294.5 | 209.1 | 187.4 | 255.7 |
| 판관비 | 71.4 | 113.1 | 113.1 | 114.1 | 127.7 |
| **영업이익** | 152.7 | 181.4 | 96.0 | 73.3 | 128.1 |
| **EBITDA** | 157.2 | 187.2 | 101.5 | 80.4 | 135.2 |
| 영업외손익 | 26.1 | 51.6 | 12.4 | 74.2 | 86.2 |
| 이자수익 | 8.6 | 11.8 | 14.5 | 16.6 | 18.7 |
| 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 | -0.8 | 4.2 | 6.2 |
| 기타 | 9.0 | 27.7 | 1.7 | 56.4 | 64.3 |
| **법인세차감전이익** | 178.8 | 233.0 | 108.4 | 147.5 | 214.3 |
| 법인세비용 | 30.8 | 41.6 | 22.9 | 35.3 | 51.4 |
| 계속사업순손익 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| **당기순이익** | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| **지배주주순이익** | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | NA | 31.4 | -29.0 | -10.4 | 36.4 |
| 영업이익 증감율 | NA | 18.8 | -47.1 | -23.6 | 74.8 |
| EBITDA 증감율 | NA | 19.1 | -45.8 | -20.8 | 68.2 |
| 지배주주순이익 증감율 | NA | 29.3 | -55.3 | 31.3 | 45.0 |
| EPS 증감율 | NA | 20.0 | -55.4 | 31.5 | 45.0 |
| 매출총이익율(%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률(%) | 68.1 | 61.6 | 45.9 | 39.1 | 50.1 |
| EBITDA Margin(%) | 70.1 | 63.6 | 48.5 | 42.9 | 52.9 |
| 지배주주순이익률(%) | 66.0 | 65.0 | 40.9 | 59.9 | 63.7 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 768.2 | 781.9 | 853.0 | 947.5 | 1,090.7 |
| 현금 및 현금성자산 | 289.3 | 110.1 | 234.8 | 328.7 | 421.5 |
| 단기금융자산 | 358.2 | 486.1 | 498.2 | 510.7 | 523.4 |
| 매출채권 및 기타채권 | 113.6 | 180.9 | 115.0 | 103.1 | 140.6 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타유동자산 | 7.1 | 4.8 | 5.0 | 5.0 | 5.2 |
| **비유동자산** | 35.7 | 301.5 | 333.3 | 368.6 | 406.1 |
| 투자자산 | 15.9 | 222.9 | 250.4 | 282.9 | 317.5 |
| 유형자산 | 2.7 | 4.1 | 4.9 | 5.0 | 5.5 |
| 무형자산 | 3.0 | 1.7 | 3.3 | 4.2 | 4.6 |
| 기타비유동자산 | 14.1 | 72.8 | 74.7 | 76.5 | 78.5 |
| 자산총계 | 803.8 | 1,083.3 | 1,186.3 | 1,316.2 | 1,496.8 |
| **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 | 1,020.4 | 1,146.4 | 1,323.0 |
| 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 | 496.0 | 608.3 | 771.1 |
| 비지배지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본총계** | 764.4 | 921.2 | 1,020.4 | 1,146.4 | 1,323.0 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 114.1 | 157.2 | 121.4 | 91.0 | 90.3 |
| 당기순이익 | 148.0 | 191.4 | 85.5 | 112.3 | 162.8 |
| 비현금항목의 가감 | 16.2 | -4.5 | -24.0 | -17.2 | -5.1 |
| 유형자산감가상각비 | 3.4 | 4.4 | 4.6 | 5.4 | 5.0 |
| 무형자산감가상각비 | 1.1 | 1.4 | 0.8 | 1.7 | 2.1 |
| 지분법평가손익 | 0.0 | -14.8 | 0.8 | -4.2 | -6.2 |
| 기타 | 11.7 | 4.5 | -30.2 | -20.1 | -6.0 |
| 영업활동자산부채증감 | -44.4 | -13.2 | 69.5 | 15.7 | -33.6 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -40.1 | -56.9 | 65.9 | 11.9 | -37.6 |
| 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 | 0.8 | 0.8 |
| 기타현금흐름 | -5.7 | -16.5 | -9.6 | -19.8 | -33.8 |
| **투자활동 현금흐름** | -368.3 | -283.2 | -23.4 | -23.8 | -24.2 |
| 유형자산의 취득 | -2.7 | -2.6 | -5.5 | -5.5 | -5.5 |
| 유형자산의 처분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -3.4 | -0.1 | -2.5 | -2.5 | -2.5 |
| 투자자산의감소(증가) | -15.9 | -192.1 | -28.3 | -28.3 | -28.4 |
| 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 | 124.7 | 93.9 | 92.8 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 116.1 | 289.3 | 110.1 | 234.8 | 328.7 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 289.3 | 110.1 | 234.8 | 328.7 | 421.5 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 2,717 | 3,261 | 1,454 | 1,911 | 2,772 |
| BPS | 13,104 | 15,624 | 17,371 | 19,516 | 22,522 |
| CFPS | 3,014 | 3,185 | 1,045 | 1,619 | 2,686 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 23.3 | 10.9 | 17.4 | 13.2 | 9.1 |
| PER(최고) | 32.9 | 21.5 | 25.4 | | |
| PER(최저) | 17.5 | 10.7 | 16.5 | | |
| PBR | 4.84 | 2.27 | 1.46 | 1.30 | 1.12 |
| PBR(최고) | 6.83 | 4.49 | 2.13 | | |
| PBR(최저) | 3.63 | 2.23 | 1.38 | | |
| PSR | 15.41 | 7.07 | 7.11 | 7.93 | 5.81 |
| PCFR | 21.0 | 11.1 | 24.2 | 15.6 | 9.4 |
| EV/EBITDA | 19.5 | 8.3 | 9.3 | 10.5 | 5.5 |
| **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 | 7.5 | 9.0 | 11.6 |
| ROE | 19.4 | 22.7 | 8.8 | 10.4 | 13.2 |
| ROIC | 110.4 | 107.7 | 54.0 | 55.2 | 86.2 |
| 매출채권회전율 | 3.9 | 2.0 | 1.4 | 1.7 | 2.1 |
| 재고자산회전율 | | | | | |
| 부채비율 | 5.2 | 17.6 | 16.3 | 14.8 | 13.1 |
| 순차입금비율 | -83.2 | -57.8 | -65.6 | -67.7 | -66.6 |
| 이자보상배율,현금 | 130.5 | 138.1 | 73.1 | 55.8 | 97.5 |
| 총차입금 | 11.2 | 63.5 | 63.5 | 63.5 | 63.5 |
| 순차입금 | -636.3 | -532.7 | -669.6 | -776.0 | -881.5 |
| EBITDA | 157.2 | 187.2 | 101.5 | 80.4 | 135.2 |
| FCF | 77.6 | 143.3 | 142.7 | 70.6 | 62.8 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 크래프톤 (259960)

# BUY(Maintain)

목표주가 290,000원

주가(11/23) 190,900원

**인터넷/게임** Analyst 김진구

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

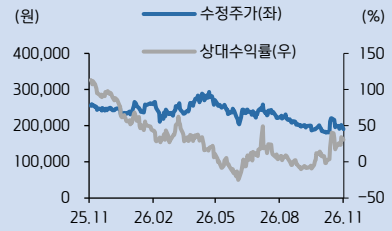
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (11/23) | | 4,708.54pt |
| 시가총액 | | 86,826억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 293,500 원 | 181,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -35.0% | 5.5% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 2.9% | 21.2% |
| 6M | -29.6% | 17.4% |
| 1Y | -25.4% | -36.9% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 45,483 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | | 91천주 |
| 외국인 지분율 | | 43.6% |
| 배당수익률(26E) | | 1.5% |
| BPS(26E) | | 161,372원 |
| 주요 주주 | 장병규 외 30인 | 22.8% |

### Price Trend




# 트리플 A급 IP 요구

## >>> 동사에 대한 목표주가 유지

동사에 대한 목표주가를 29만원으로 유지하고 투자의견을 BUY를 유지한다. 신규 목표주가는 27E 기준 지배주주지분 8,806억원에 목표 PER 15배를 적용하여 산정했다. 동사의 기업가치 레벨업을 위해서는 패키지 판매고 기준 초기 연도 500만장에서 블렌디드 프라이스 70불을 적용한 마일스톤을 확보할 트리플 A급의 신작 및 이에 상응하는 라이브 게임 라인업을 1개 이상 확보해야 할 것으로 판단한다.

## >>> 무게감 있는 IP 투자 필요

당사는 타래: 언바운드에 대한 신작 성과치를 4Q27E 기준 초기 분기 마일스톤 150만장과 베이직 프라이스 60달러를 적용하여 산정하였다. 외부 개발사 타이틀이라는 점과 상기 언급한 것처럼 연간 5천억원에 근접하는 재무적 마일스톤 확보를 통한 탑라인 및 지배주주지분의 의미있는 개선 등이 선행되어야 동사 기업가치 개선이 가능할 것이라는 판단은 여전하며, 원화 강세 기조 속에 내년 펍지 IP 기반 탑라인 그로스를 탄력적으로 올릴 수 있는지도 주요 변수로 작동할 수 있다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,709.8 | 3,326.6 | 4,586.0 | 4,604.7 | 4,705.2 |
| 영업이익 | 1,182.5 | 1,054.4 | 1,322.4 | 1,176.6 | 1,148.3 |
| EBITDA | 1,288.9 | 1,200.3 | 1,485.6 | 1,351.1 | 1,331.6 |
| 세전이익 | 1,722.7 | 959.0 | 799.9 | 1,200.9 | 1,182.4 |
| 순이익 | 1,302.6 | 733.7 | 465.5 | 880.6 | 867.1 |
| 지배주주지분순이익 | 1,306.1 | 734.8 | 473.0 | 880.6 | 866.0 |
| EPS(원) | 27,162 | 15,438 | 10,221 | 19,361 | 19,041 |
| 증감률(%,YoY) | 122.3 | -43.2 | -33.8 | 89.4 | -1.7 |
| PER(배) | 11.5 | 15.9 | 18.7 | 9.9 | 10.0 |
| PBR(배) | 2.19 | 1.66 | 1.18 | 1.08 | 0.99 |
| EV/EBITDA(배) | 8.8 | 7.6 | 4.7 | 4.8 | 4.6 |
| 영업이익률(%) | 43.6 | 31.7 | 28.8 | 25.6 | 24.4 |
| ROE(%) | 21.1 | 10.6 | 6.6 | 11.4 | 10.3 |
| 순차입금비율(%) | -53.3 | -37.1 | -31.7 | -34.7 | -37.0 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26E | 25A | 26E | 27E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 874.2 | 662.0 | 870.6 | 919.7 | 1,371.4 | 1,290.2 | 971.4 | 953.0 | 3,326.6 | 4,586.0 | 4,604.7 |
| PC | 323.5 | 219.7 | 353.9 | 287.4 | 363.8 | 560.4 | 238.9 | 320.9 | 1,184.6 | 1,484.1 | 1,357.2 |
| 모바일 | 532.4 | 427.6 | 488.5 | 292.2 | 702.7 | 451.0 | 504.3 | 370.6 | 1,740.7 | 2,028.6 | 2,107.4 |
| 콘솔 | 13.1 | 9.8 | 10.2 | 9.7 | 13.8 | 23.8 | 8.6 | 10.4 | 42.8 | 56.7 | 82.7 |
| 기타 | 5.1 | 5.0 | 18.0 | 330.3 | 291.0 | 255.0 | 219.6 | 251.0 | 358.5 | 1,016.7 | 1,057.3 |
| 영업비용 | 416.9 | 416.0 | 522.0 | 917.3 | 809.9 | 879.3 | 746.4 | 828.1 | 2,272.2 | 3,263.7 | 3,428.0 |
| 영업이익 | 457.3 | 246.1 | 348.6 | 2.4 | 561.6 | 410.9 | 225.0 | 124.9 | 1,054.4 | 1,322.4 | 1,176.6 |
| 영업이익률(%) | 52.3% | 37.2% | 40.0% | 0.3% | 40.9% | 31.8% | 23.2% | 13.1% | 31.7% | 28.8% | 25.6% |
| 영업외손익 | 41.6 | -222.2 | 138.1 | -52.9 | 157.5 | -316.7 | -305.8 | -57.5 | -95.4 | -522.5 | 24.3 |
| 법인세차감전순이익 | 498.9 | 23.9 | 486.7 | -50.5 | 719.1 | 94.2 | -80.8 | 67.4 | 959.0 | 799.9 | 1,200.9 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 57.1% | 3.6% | 55.9% | -5.5% | 52.4% | 7.3% | -8.3% | 7.1% | 28.8% | 17.4% | 26.1% |
| 법인세비용 | 127.4 | 8.4 | 117.3 | -27.8 | 205.0 | 124.1 | -12.5 | 17.7 | 225.3 | 334.4 | 320.4 |
| 법인세율(%) | 25.5% | 35.0% | 24.1% | 55.0% | 28.5% | 131.7% | 15.4% | 26.3% | 23.5% | 41.8% | 26.7% |
| 중단영업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 371.5 | 15.5 | 369.4 | -22.7 | 514.1 | -29.9 | -68.4 | 49.7 | 733.7 | 465.5 | 880.6 |
| 당기순이익률(%) | 42.5% | 2.3% | 42.4% | -2.5% | 37.5% | -2.3% | -7.0% | 5.2% | 22.1% | 10.2% | 19.1% |
| 지배주주지분 | 372.0 | 15.2 | 367.5 | -20.0 | 514.8 | -27.4 | -64.1 | 49.7 | 734.8 | 473.0 | 880.6 |
| 비지배주주지분 | -0.6 | 0.4 | 1.9 | -2.8 | -0.7 | -2.5 | -4.2 | 0.0 | -1.1 | -7.5 | 0.0 |

자료: 크래프톤, 키움증권 리서치

## 크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | 변경 후 | | | 차이(%, %P) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E |
| 매출액 | 4,933.6 | 4,832.5 | 5,014.7 | 4,586.0 | 4,604.7 | 4,705.2 | -7.0% | -4.7% | -6.2% |
| 영업이익 | 1,458.2 | 1,264.7 | 1,267.2 | 1,322.4 | 1,176.6 | 1,148.3 | -9.3% | -7.0% | -9.4% |
| 영업이익률 | 29.6% | 26.2% | 25.3% | 28.8% | 25.6% | 24.4% | -0.7% | -0.6% | -0.9% |
| 법인세차감전순이익 | 1,294.0 | 1,329.7 | 1,347.2 | 799.9 | 1,200.9 | 1,182.4 | -38.2% | -9.7% | -12.2% |
| 당기순이익 | 836.4 | 974.0 | 986.6 | 465.5 | 880.6 | 867.1 | -44.3% | -9.6% | -12.1% |
| 지배주주지분 | 839.6 | 974.0 | 985.4 | 473.0 | 880.6 | 866.0 | -43.7% | -9.6% | -12.1% |

자료: 키움증권 리서치

## 크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | | 변경 후 | | | | 차이(%, %P) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E |
| 매출액 | 1,048.3 | 1,355.0 | 1,115.7 | 1,256.5 | 953.0 | 1,360.7 | 1,114.2 | 981.4 | -9.1% | 0.4% | -0.1% | -21.9% |
| 영업이익 | 129.0 | 500.5 | 261.9 | 359.1 | 124.9 | 500.9 | 243.5 | 216.0 | -3.2% | 0.1% | -7.0% | -39.8% |
| 영업이익률 | 12.3% | 36.9% | 23.5% | 28.6% | 13.1% | 36.8% | 21.9% | 22.0% | 0.8% | -0.1% | -1.6% | -6.6% |
| 법인세차감전순이익 | 96.5 | 528.0 | 289.4 | 386.6 | 67.4 | 520.9 | 263.5 | 236.0 | -30.1% | -1.3% | -8.9% | -38.9% |
| 당기순이익 | 70.7 | 386.7 | 211.9 | 283.2 | 49.7 | 381.9 | 193.2 | 173.1 | -29.7% | -1.2% | -8.8% | -38.9% |
| 지배주주지분 | 70.7 | 386.7 | 211.9 | 283.2 | 49.7 | 381.9 | 193.2 | 173.1 | -29.7% | -1.2% | -8.8% | -38.9% |

자료: 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 2,709.8 | 3,326.6 | 4,586.0 | 4,604.7 | 4,705.2 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 2,709.8 | 3,326.6 | 4,586.0 | 4,604.7 | 4,705.2 |
| 판관비 | 1,527.3 | 2,272.2 | 3,263.7 | 3,428.0 | 3,556.9 |
| **영업이익** | 1,182.5 | 1,054.4 | 1,322.4 | 1,176.6 | 1,148.3 |
| **EBITDA** | 1,288.9 | 1,200.3 | 1,485.6 | 1,351.1 | 1,331.6 |
| 영업외손익 | 540.2 | -95.4 | -522.5 | 24.3 | 34.0 |
| 이자수익 | 32.5 | 25.0 | 22.9 | 26.3 | 29.7 |
| 이자비용 | 9.5 | 11.6 | 11.6 | 11.6 | 11.6 |
| 외환관련이익 | 158.3 | 97.1 | 97.1 | 97.1 | 97.1 |
| 외환관련손실 | 34.9 | 103.7 | 103.7 | 103.7 | 103.7 |
| 종속 및 관계기업손익 | -47.9 | -45.8 | 0.0 | 6.8 | 1.5 |
| 기타 | 441.7 | -56.4 | -527.2 | 9.4 | 21.0 |
| **법인세차감전이익** | 1,722.7 | 959.0 | 799.9 | 1,200.9 | 1,182.4 |
| 법인세비용 | 420.1 | 225.3 | 334.4 | 320.4 | 315.2 |
| 계속사업순손익 | 1,302.6 | 733.7 | 465.5 | 880.6 | 867.1 |
| **당기순이익** | 1,302.6 | 733.7 | 465.5 | 880.6 | 867.1 |
| **지배주주순이익** | 1,306.1 | 734.8 | 473.0 | 880.6 | 866.0 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | 41.8 | 22.8 | 37.9 | 0.4 | 2.2 |
| 영업이익 증감율 | 54.0 | -10.8 | 25.4 | -11.0 | -2.4 |
| EBITDA 증감율 | 47.1 | -6.9 | 23.8 | -9.1 | -1.4 |
| 지배주주순이익 증감율 | 119.4 | -43.7 | -35.6 | 86.2 | -1.7 |
| EPS 증감율 | 122.3 | -43.2 | -33.8 | 89.4 | -1.7 |
| 매출총이익율(%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률(%) | 43.6 | 31.7 | 28.8 | 25.6 | 24.4 |
| EBITDA Margin(%) | 47.6 | 36.1 | 32.4 | 29.3 | 28.3 |
| 지배주주순이익률(%) | 48.2 | 22.1 | 10.3 | 19.1 | 18.4 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 5,004.4 | 4,866.3 | 5,100.4 | 5,582.1 | 6,075.5 |
| 현금 및 현금성자산 | 581.7 | 596.7 | 169.7 | 491.1 | 783.0 |
| 단기금융자산 | 3,319.5 | 2,742.2 | 2,879.3 | 3,023.3 | 3,174.5 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,017.8 | 1,362.2 | 1,878.0 | 1,885.6 | 1,926.8 |
| 재고자산 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타유동자산 | 85.4 | 165.2 | 173.4 | 182.1 | 191.2 |
| **비유동자산** | 2,915.0 | 4,567.3 | 4,832.9 | 5,095.6 | 5,346.1 |
| 투자자산 | 1,143.0 | 1,318.2 | 1,479.7 | 1,649.2 | 1,814.9 |
| 유형자산 | 239.7 | 578.9 | 609.5 | 631.7 | 647.8 |
| 무형자산 | 656.2 | 1,804.2 | 1,860.3 | 1,913.7 | 1,964.3 |
| 기타비유동자산 | 876.1 | 866.0 | 883.4 | 901.0 | 919.1 |
| 자산총계 | 7,919.5 | 9,433.6 | 9,933.3 | 10,677.8 | 11,421.5 |
| **유동부채** | 784.8 | 1,583.3 | 1,783.8 | 1,813.9 | 1,856.4 |
| 매입채무 및 기타채무 | 238.3 | 833.5 | 1,026.2 | 1,048.4 | 1,082.9 |
| 단기금융부채 | 106.1 | 362.3 | 362.3 | 362.3 | 362.3 |
| 기타유동부채 | 440.4 | 387.5 | 395.3 | 403.2 | 411.2 |
| **비유동부채** | 305.5 | 666.2 | 674.6 | 683.2 | 692.2 |
| 장기금융부채 | 153.5 | 314.9 | 314.9 | 314.9 | 314.9 |
| 기타비유동부채 | 152.0 | 351.3 | 359.7 | 368.3 | 377.3 |
| **부채총계** | 1,090.3 | 2,249.5 | 2,458.4 | 2,497.1 | 2,548.6 |
| **지배지분** | 6,827.8 | 7,041.4 | 7,339.6 | 8,045.4 | 8,736.6 |
| 자본금 | 4.9 | 4.9 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 자본잉여금 | 1,477.8 | 1,476.5 | 1,476.7 | 1,476.7 | 1,476.7 |
| 기타자본 | 105.0 | -191.6 | -191.6 | -191.6 | -191.6 |
| 기타포괄손익누계액 | 158.7 | 114.1 | 67.4 | 20.8 | -25.9 |
| 이익잉여금 | 5,081.5 | 5,637.5 | 5,982.3 | 6,734.8 | 7,472.7 |
| 비지배지분 | 1.3 | 142.7 | 135.2 | 135.2 | 136.3 |
| **자본총계** | 6,829.1 | 7,184.1 | 7,474.9 | 8,180.7 | 8,873.0 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 907.9 | 1,045.1 | 336.0 | 1,121.6 | 1,100.9 |
| 당기순이익 | 1,302.6 | 733.7 | 465.5 | 880.6 | 867.1 |
| 비현금항목의 가감 | 125.5 | 517.1 | 536.4 | 523.3 | 528.9 |
| 유형자산감가상각비 | 84.9 | 110.3 | 119.4 | 127.8 | 133.9 |
| 무형자산감가상각비 | 21.6 | 35.6 | 43.9 | 46.7 | 49.3 |
| 지분법평가손익 | -75.3 | -109.3 | 0.0 | -6.8 | -1.5 |
| 기타 | 94.3 | 480.5 | 373.1 | 355.6 | 347.2 |
| 영업활동자산부채증감 | -276.5 | 240.8 | -343.7 | 22.4 | 1.2 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -227.5 | 152.8 | -515.8 | -7.6 | -41.2 |
| 재고자산의감소 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 1.3 | 80.8 | 192.7 | 22.2 | 34.5 |
| 기타 | -50.3 | 7.2 | -20.6 | 7.8 | 7.9 |
| 기타현금흐름 | -243.7 | -446.5 | -322.2 | -304.7 | -296.3 |
| **투자활동 현금흐름** | -831.6 | -579.6 | -798.6 | -806.7 | -815.3 |
| 유형자산의 취득 | -20.3 | -77.2 | -150.0 | -150.0 | -150.0 |
| 유형자산의 처분 | 0.5 | 1.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | -6.2 | -21.4 | -100.0 | -100.0 | -100.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -274.8 | -221.0 | -161.5 | -162.8 | -164.1 |
| 단기금융자산의감소(증가) | -849.2 | 577.3 | -137.1 | -144.0 | -151.2 |
| 기타 | 318.4 | -838.5 | -250.0 | -249.9 | -250.0 |
| **재무활동 현금흐름** | -258.7 | -451.9 | -199.6 | -228.1 | -228.1 |
| 차입금의 증가(감소) | 0.0 | -22.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -199.3 | -326.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | 0.0 | 0.0 | -99.6 | -128.1 | -128.1 |
| 기타 | -59.4 | -103.2 | -100.0 | -100.0 | -100.0 |
| 기타현금흐름 | 43.0 | 1.5 | 235.1 | 234.8 | 234.4 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | -139.4 | 15.1 | -427.1 | 321.5 | 291.9 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 721.0 | 581.7 | 596.7 | 169.7 | 491.1 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 581.7 | 596.7 | 169.7 | 491.1 | 783.0 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 27,162 | 15,438 | 10,221 | 19,361 | 19,041 |
| BPS | 142,524 | 148,541 | 161,372 | 176,890 | 192,087 |
| CFPS | 29,699 | 26,279 | 21,651 | 30,867 | 30,694 |
| DPS | 0 | 2,240 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 11.5 | 15.9 | 18.7 | 9.9 | 10.0 |
| PER(최고) | 13.1 | 25.5 | 29.7 | | |
| PER(최저) | 6.8 | 15.5 | 17.5 | | |
| PBR | 2.19 | 1.66 | 1.18 | 1.08 | 0.99 |
| PBR(최고) | 2.49 | 2.65 | 1.88 | | |
| PBR(최저) | 1.29 | 1.62 | 1.11 | | |
| PSR | 5.55 | 3.52 | 1.93 | 1.89 | 1.85 |
| PCFR | 10.5 | 9.4 | 8.8 | 6.2 | 6.2 |
| EV/EBITDA | 8.8 | 7.6 | 4.7 | 4.8 | 4.6 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 0.0 | 13.6 | 27.5 | 14.6 | 14.8 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 0.0 | 0.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| ROA | 18.1 | 8.5 | 4.8 | 8.5 | 7.8 |
| ROE | 21.1 | 10.6 | 6.6 | 11.4 | 10.3 |
| ROIC | 63.4 | 43.4 | 24.8 | 25.8 | 24.6 |
| 매출채권회전율 | 3.1 | 2.8 | 2.8 | 2.4 | 2.5 |
| 재고자산회전율 | | | | | |
| 부채비율 | 16.0 | 31.3 | 32.9 | 30.5 | 28.7 |
| 순차입금비율 | -53.3 | -37.1 | -31.7 | -34.7 | -37.0 |
| 이자보상배율,현금 | 125.0 | 90.5 | 113.6 | 101.0 | 98.6 |
| 총차입금 | 259.6 | 677.1 | 677.1 | 677.1 | 677.1 |
| 순차입금 | -3,641.6 | -2,661.8 | -2,371.9 | -2,837.3 | -3,280.4 |
| EBITDA | 1,288.9 | 1,200.3 | 1,485.6 | 1,351.1 | 1,331.6 |
| FCF | 683.0 | 1,251.9 | 341.1 | 811.7 | 778.6 |

자료: 키움증권 리서치센터

## NC (036570)

# BUY(Maintain)

목표주가 250,000원(하향)

주가(11/23) 168,900원

**인터넷/게임** Analyst 김진구

내년 하반기 베타가 예정된 길드워3 인게임에 대한 퀄리티 검증을 주요 이벤트로 제시한다.

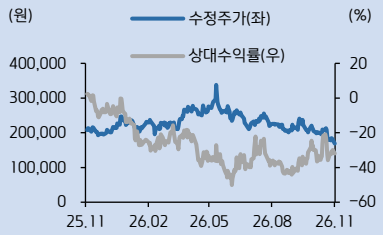
### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (11/23) | | 4,708.54pt |
| 시가총액 | | 36,388억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 338,000 원 | 168,900원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -50.0% | 0.0% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -17.6% | -2.9% |
| 6M | -38.8% | 2.0% |
| 1Y | -20.9% | -33.0% |

### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 21,544 천주 |
| 일평균 거래량(3M) | | 100천주 |
| 외국인 지분율 | | 39.4% |
| 배당수익률(26E) | | 1.4% |
| BPS(26E) | | 172,485원 |
| 주요 주주 | 김택진 외 14인 | 12.4% |

### Price Trend




# IP 확장성이 필요

## >>> 동사 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 29만원에서 25만원으로 하향 조정한다. 신규 목표주가는 27E 지배주주지분 3,595억원에 목표 PER 15배를 적용한 결과이다. 아이온2 기존 한국 및 대만을 포함 글로벌 지역의 트래픽에 연동한 매출 감소세가 기존 대비 가파를 것으로 전망하면서 내년 지배주주지분을 기존 대비 21.6% 하향 조정하였다.

## >>> 아이온2 IP 지속성 이슈

당사는 아이온2 글로벌의 4Q26E 매출액을 1,552억원으로 전망하나, 최근 11월 이후 평균 PCU 저감 현상을 반영해 월별 매출액 수준이 레벨다운될 것으로 전망하며 이에 따라 1Q27E 해당 지역 매출액을 766억원으로 전분기대비 51% 감소할 것으로 예상한다. 한편 호라이즌 스틸 프론티어스에 대한 서구권 유저들이 선호할 게임성 개선 등이 마련될 수 있는 변수 등을 추가 포인트로 제시할 수 있겠다.

| (십억원, IFRS 연결) | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 1,578.1 | 1,506.9 | 2,802.3 | 2,997.5 | 2,892.6 |
| 영업이익 | -109.2 | 16.1 | 554.6 | 410.3 | 267.3 |
| EBITDA | 0.0 | 111.7 | 642.5 | 503.2 | 364.1 |
| 세전이익 | 120.9 | 461.4 | 569.9 | 505.3 | 374.3 |
| 순이익 | 94.1 | 347.4 | 432.0 | 390.5 | 295.1 |
| 지배주주지분순이익 | 94.2 | 346.7 | 410.5 | 359.5 | 260.8 |
| EPS(원) | 4,291 | 16,023 | 19,053 | 16,685 | 12,104 |
| 증감률(%,YoY) | -55.6 | 273.4 | 18.9 | -12.4 | -27.5 |
| PER(배) | 42.7 | 12.6 | 8.9 | 10.1 | 14.0 |
| PBR(배) | 1.31 | 1.29 | 0.98 | 0.91 | 0.86 |
| EV/EBITDA(배) | -76,163.8 | 24.2 | 3.3 | 3.8 | 4.7 |
| 영업이익률(%) | -6.9 | 1.1 | 19.8 | 13.7 | 9.2 |
| ROE(%) | 3.0 | 10.8 | 11.6 | 9.3 | 6.3 |
| 순차입금비율(%) | -35.9 | -48.8 | -47.6 | -49.9 | -51.8 |

자료: 키움증권 리서치센터

## 아이온2 글로벌 4Q26E 결제액 분석

| (십억원) | Sep-26 | Oct-26 | Nov-26 | Dec-26 | 4Q26E |
|---|---|---|---|---|---|
| 총 매출액 | 31.0 | 69.4 | 41.2 | 13.7 | 155.2 |
| 총 결제액 | 31.0 | 69.4 | 41.2 | 27.4 | 168.9 |
| 평균 PCU(천명) | 196 | 255 | 151 | 100 | 169 |
| 일간 시간 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 일간 플레이 시간 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| DAU(천명) | 941 | 1,225 | 726 | 482 | 811 |
| 월간 멀티플 | 1.0 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| MAU(천명) | 941 | 3,062 | 1,815 | 1,206 | 2,028 |
| 파운더스팩 결제액 | 31.0 | | | | 31.0 |
| PU(천명) | 941 | | | | 941 |
| Retention Rate | 75.0% | | | | 75.0% |
| ARPPU(천원) | 44 | | | | 44 |
| 멤버십 결제액 | | 18.6 | 11.0 | 7.3 | 36.9 |
| PU(천명) | | 918 | 545 | 362 | 608 |
| PUR | | 30.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| ARPPU(천원) | | 20 | 20 | 20 | 61 |
| 외형 결제액 | | 17.9 | 10.6 | 7.0 | 35.5 |
| PU(천명) | | 459 | 272 | 181 | 304 |
| PUR | | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| ARPPU(천원) | | 39 | 39 | 39 | 117 |
| 큐나 결제액 | | 33.0 | 19.6 | 13.0 | 65.5 |
| PU(천명) | | 459 | 272 | 181 | 304 |
| PUR | | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| ARPPU(천원) | | 72 | 72 | 72 | 216 |

주1: 평균 PCU는 일간 측정시간 단위 트래픽을 평균한 수치를 준용
주2: 주1 관련 스팀 트래픽 비중을 87.5%로 비중 환산해 총 트래픽 산출
주3: 파운더스팩 평균 PCU는 얼리 액세스 첫날 스팀 데이터 기준 비중 환산
주4: 세그먼트별 ARPPU는 달러 기준 가격에 1,350원/달러 환율 일괄 적용
주5: 매출액은 이연기간을 감안해 마지막달 매출 절반을 익분기로 이연 조정
자료: NC, SteamDB, Livecounts, 키움증권 리서치 추정

## 아이온2 글로벌 파운더스팩 BM

| (USD) | Standard | Deluxe | Ultimate | Blended |
|---|---|---|---|---|
| 판매 비중 | 80% | 15% | 5% | 100% |
| Price | 25.0 | 50.0 | 100.0 | 32.5 |

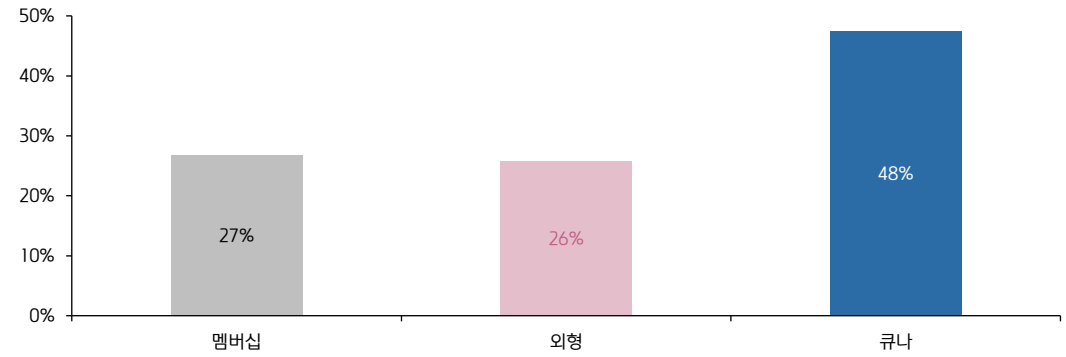
자료: NC, 키움증권 리서치 추산

## 아이온2 글로벌 주요 세그먼트별 BM

| (USD) | 달러 | 큐나 | 월간 | 분기 |
|---|---|---|---|---|
| 멤버십 | 15.0 | | 15.0 | 45.0 |
| 큐나 | | | 53.2 | 159.6 |
| 단기 패스 | | 1,000 | 15.0 | 45.0 |
| 시즌 패스 | | 1,500 | 9.0 | 26.9 |
| 기타 재화 | | 1,952 | 29.3 | 87.8 |
| 외형 | | | 28.8 | 86.5 |
| 방어구 | 30.0 | | 10.0 | 30.0 |
| 무기 | 12.0 | | 4.0 | 12.0 |
| 날개 | 20.0 | | 6.7 | 20.0 |
| 펫 | 20.0 | | 6.7 | 20.0 |
| 장신구 | | 300 | 1.5 | 4.5 |
| 합산 | | | 97.0 | 291.1 |

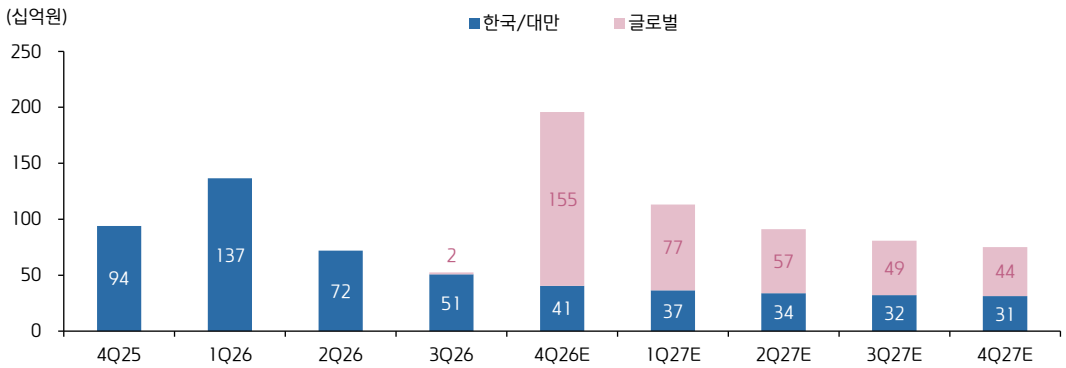
주1: 시즌 패스 가격은 귀속 기간을 4Q26E 기준으로 환산
주2: 외형은 분기 기준 상품별 유저당 1회 구매를 가정
주3: 1,000 큐나당 14.99달러 환산 준용
자료: NC, 키움증권 리서치

## 아이온2 글로벌 결제액 세그먼트별 비중 분석



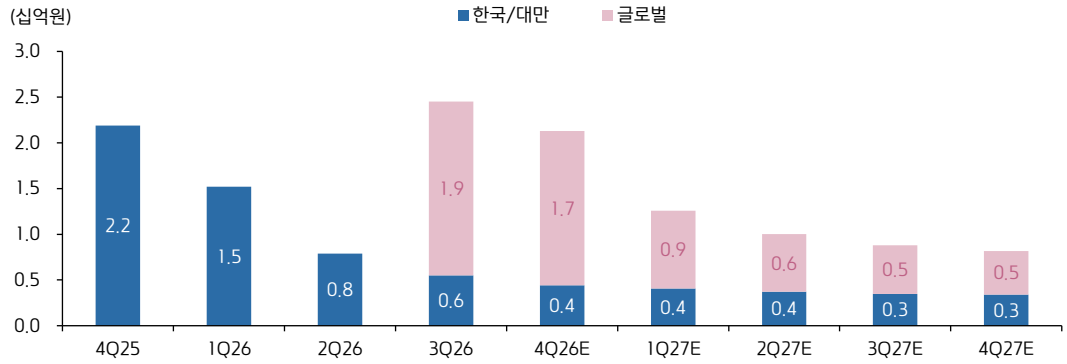

주: 4Q26E 결제액에서 파운더스팩 제외 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## 아이온2 분기별 매출액 추이 및 전망



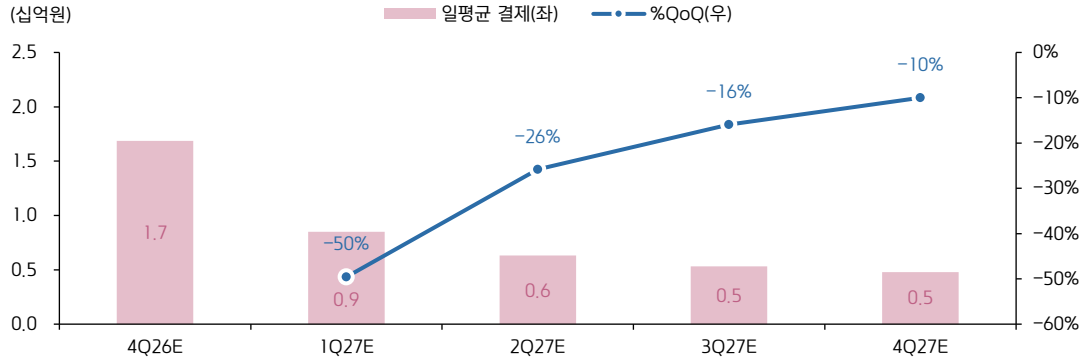

자료: NC, 키움증권 리서치

## 아이온2 분기별 일평균 매출 추이 및 전망



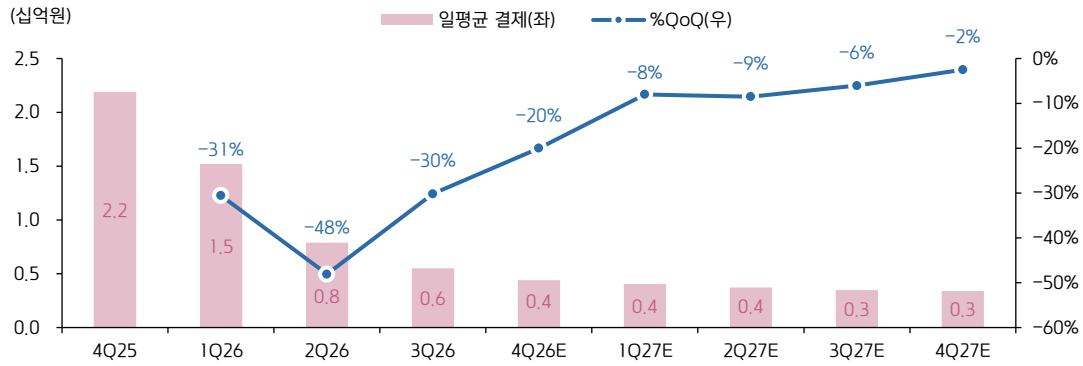

주1: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
주2: 3Q26 글로벌 수치는 대상일수 1일 기준으로 산정
자료: NC, 키움증권 리서치

## 아이온2 글로벌 분기별 일평균 매출 전망



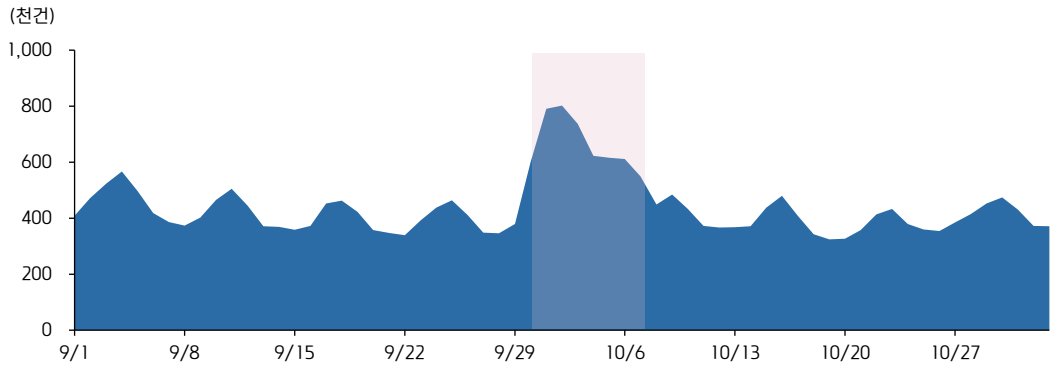

자료: NC, 키움증권 리서치

## 아이온2 한국/대만 일평균 매출 추이 및 전망



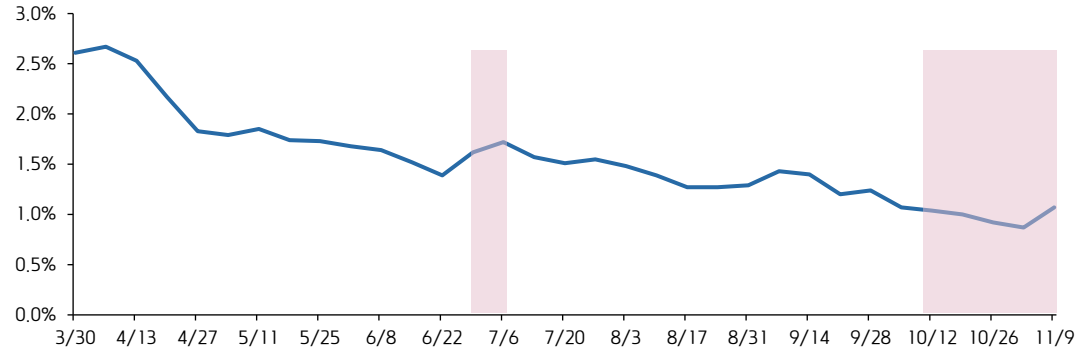

주: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
자료: NC, 키움증권 리서치

## 스팀 일별 고객지원 요청



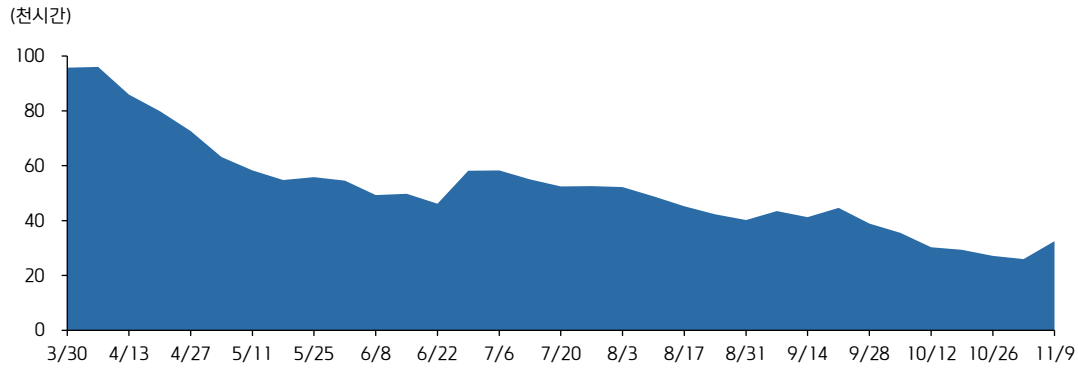

주1: 환불 요청 포함 기준
주2: 아이온2 글로벌 출시 전후 한달간 기간을 대상
자료: STEAM, 키움증권 리서치

## 아이온2 국내 주간 PC방 점유율 추이



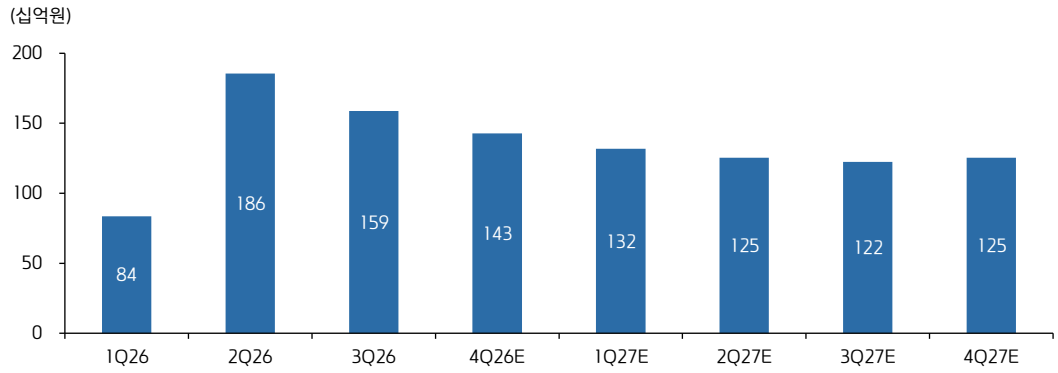

자료: 게임트릭스, Mediaweb, 키움증권 리서치

## 아이온2 국내 주간 PC방 사용시간 추이



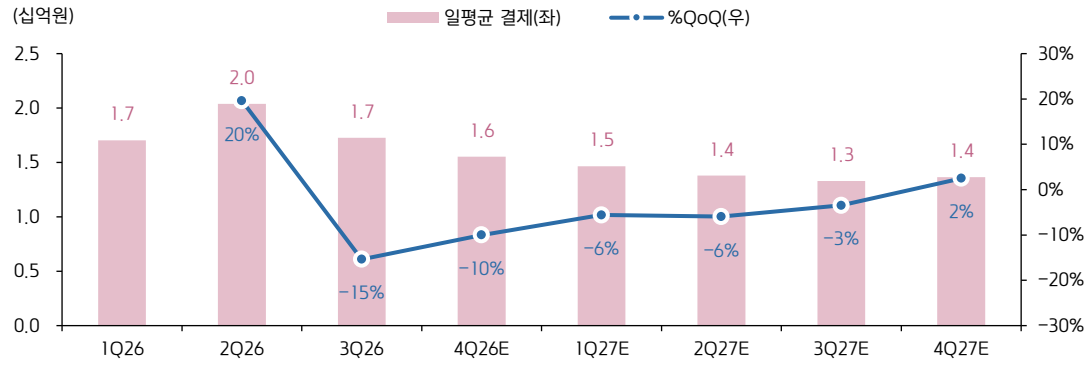

주: 사용시간은 해당 기간 일평균 기준
자료: 게임트릭스, Mediaweb, 키움증권 리서치

## 리니지 클래식 분기별 매출액 추이 및 전망



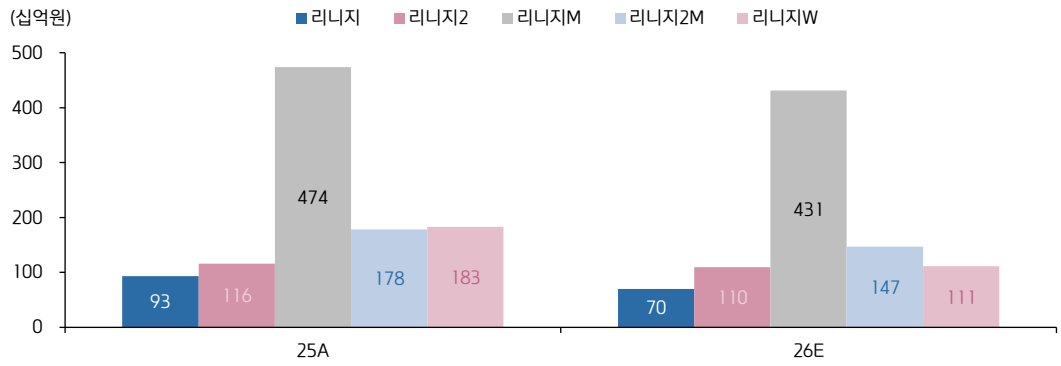

주: 한국 및 대만 합산 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## 리니지 클래식 분기별 일평균 매출 추이 및 전망



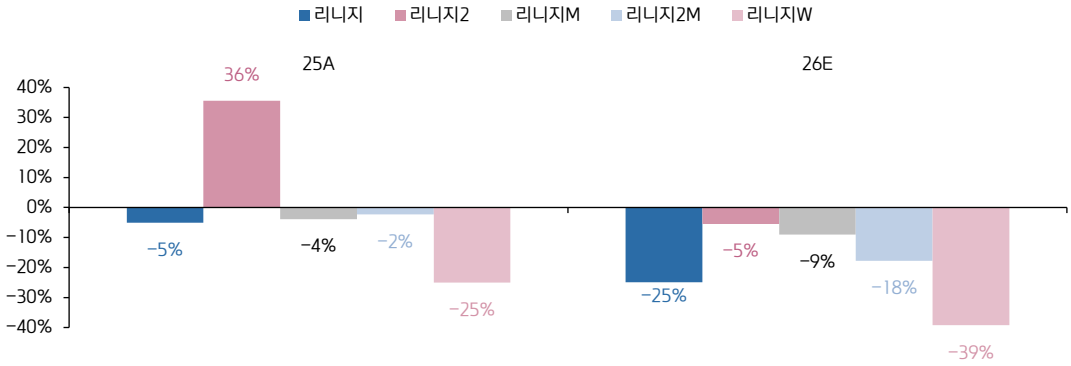

주1: 한국 및 대만 합산 기준
주2: 1Q26 일평균 결제는 대상일수 49일 기준으로 산정
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## NC 리니지 연계 IP별 연간 매출



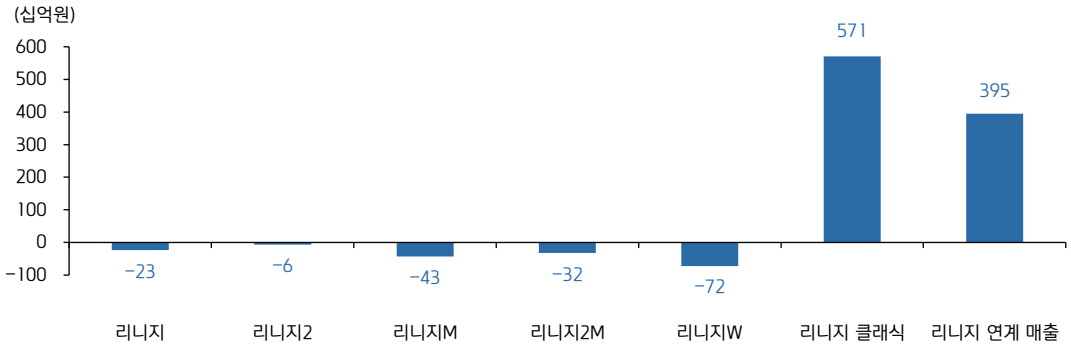

주: 리니지 클래식 제외
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## NC 리니지 연계 IP별 매출 증감률



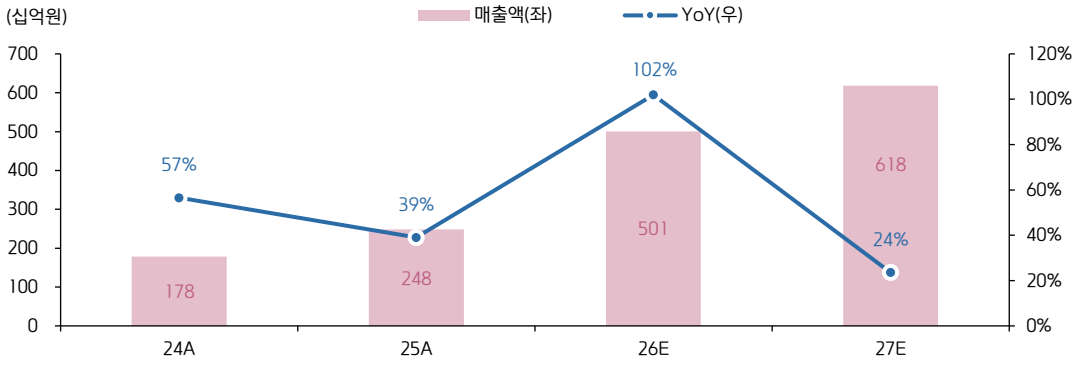

주: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## 26E NC 리니지 연계 IP별 전년대비 매출 증감



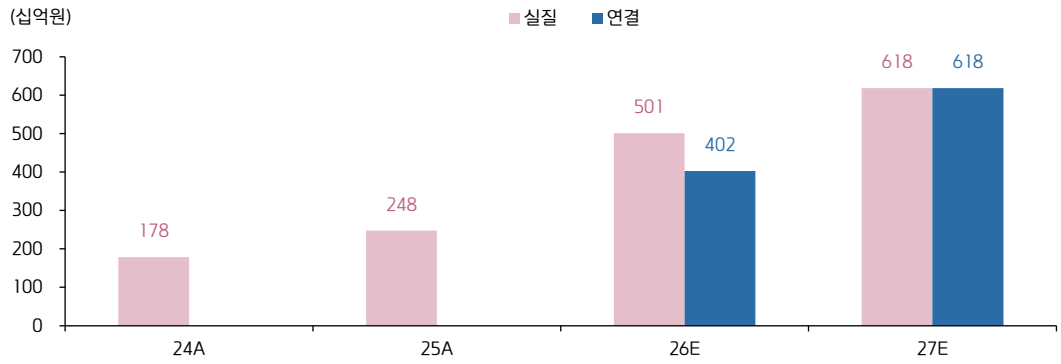

주: 리니지 연계 매출 증분은 상기 관련 라인업별 증분을 모두 합산한 기준
자료: NC, 키움증권 리서치 추정

## JustPlay 연간 매출 추이 및 전망



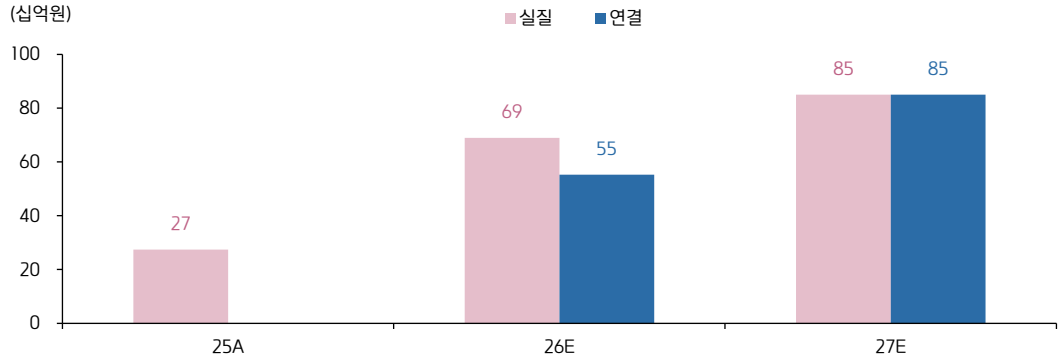

자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

### JustPlay 연간 매출 관련 지표



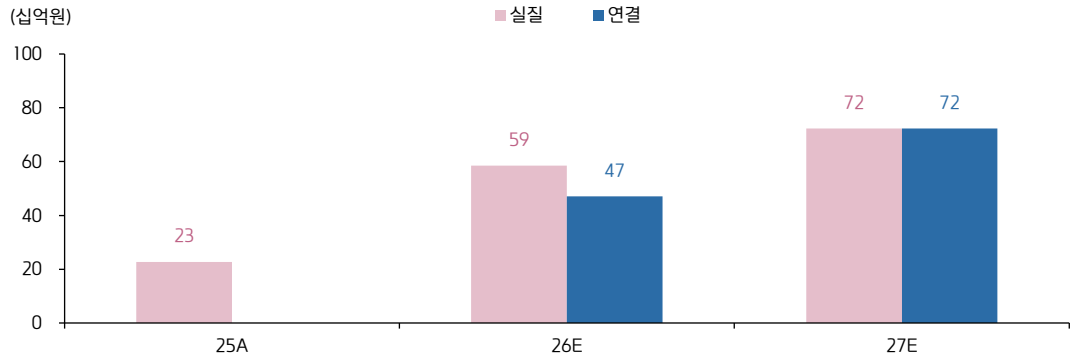

주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

### JustPlay 연간 영업이익 관련 지표



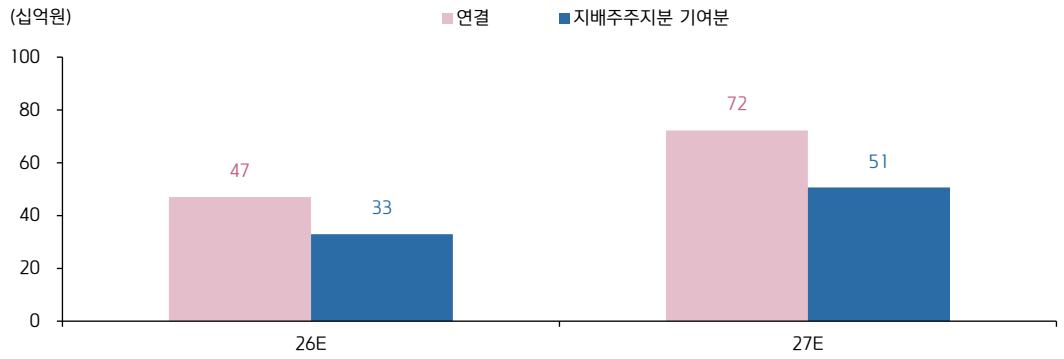

주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

### JustPlay 연간 순이익 관련 지표



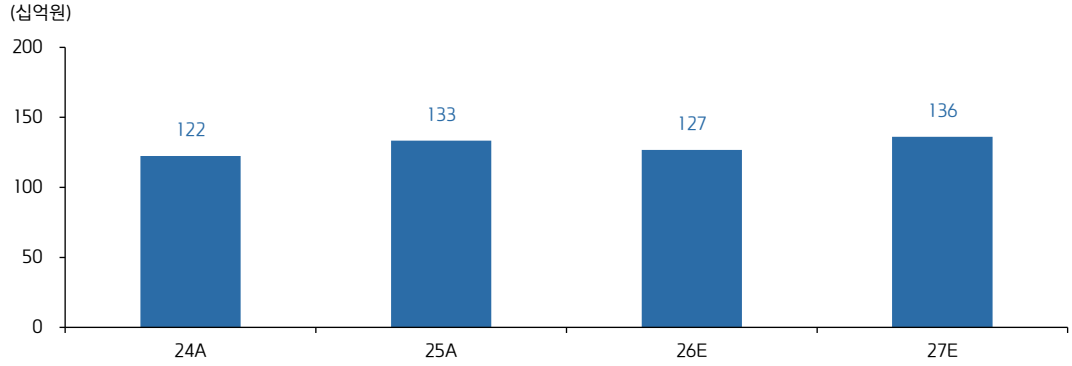

주: 실질은 단독 기준, 연결은 NC 취득일 이후 반영분
자료: NC, 전자공시, 키움증권 리서치

## JustPlay 연간 지배주주지분 기여도



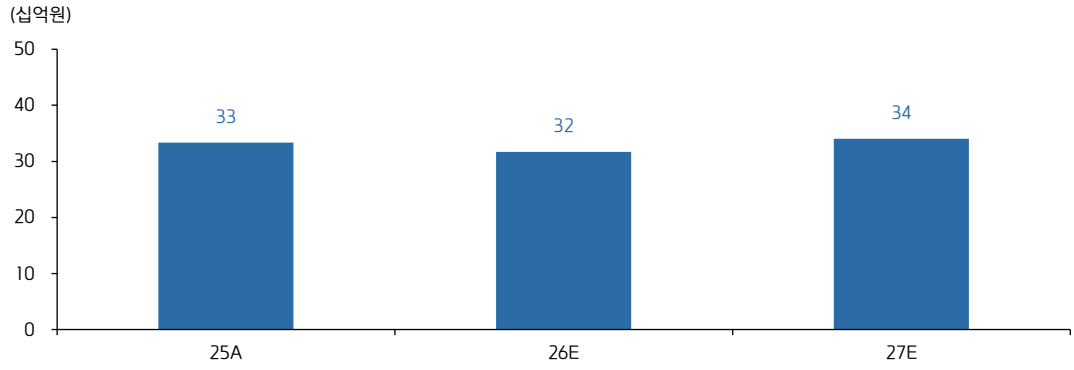

주1: 지배주주지분 기여분은 동사 1차 취득 지분율 70%를 준용하여 산정
주2: 주1 관련 기여분은 NC 지배주주지분 귀속으로 진행되는 기준
자료: NC, 키움증권 리서치

## INDYGO GROUP 연간 매출




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

## INDYGO GROUP 연간 영업이익




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

## NC 세그먼트별 지급수수료율 산정

| | 26E | 27E | 28E | 29E | 30E |
|---|---|---|---|---|---|
| 기존 모바일게임 | 22.1% | 18.0% | 15.8% | 13.8% | 13.8% |
| 결제 비중 | | | | | |
| 자체 | 35% | 40% | 45% | 50% | 50% |
| 기존 | 65% | 60% | 55% | 50% | 50% |
| 결제 수수료율 | | | | | |
| 자체 | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| 기존 | 30.0% | 25.0% | 22.5% | 20.0% | 20.0% |
| 아이온 2 한국/대만 | 12.0% | 11.0% | 10.5% | 10.0% | 10.0% |
| 결제 비중 | | | | | |
| 자체 | 80.0% | 80.0% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| 기존 | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 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 | 18.2% | 18.4% | 18.4% | 18.4% | 18.4% |
| 결제 비중 | | | | | |
| 자체 | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 기존 | 87.5% | 87.5% | 87.5% | 87.5% | 87.5% |
| 결제 수수료율 | | | | | |
| 자체 | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% |
| 기존 | 19.8% | 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 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26E | 25A | 26E | 27E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 360.3 | 382.4 | 360.0 | 404.2 | 557.4 | 770.5 | 686.5 | 787.9 | 1,506.9 | 2,802.3 | 2,997.5 |
| PC 게임 | 107.9 | 114.0 | 113.6 | 193.6 | 325.1 | 350.6 | 296.0 | 429.9 | 529.1 | 1,401.7 | 1,240.1 |
| 모바일 게임 | 239.5 | 254.2 | 233.7 | 204.2 | 226.2 | 402.1 | 374.1 | 350.6 | 931.6 | 1,353.0 | 1,689.5 |
| 콘솔 게임 | | | | | | | | | | | 18.0 |
| 기타 | 12.9 | 14.2 | 12.8 | 6.4 | 6.1 | 17.8 | 16.4 | 7.3 | 46.2 | 47.6 | 50.0 |
| 영업비용 | 355.1 | 367.3 | 367.5 | 401.0 | 444.1 | 596.6 | 566.9 | 640.0 | 1,490.8 | 2,247.6 | 2,587.2 |
| 영업이익 | 5.2 | 15.1 | -7.5 | 3.2 | 113.3 | 173.9 | 119.6 | 147.8 | 16.1 | 554.6 | 410.3 |
| 영업이익률(%) | 1.4% | 3.9% | -2.1% | 0.8% | 20.3% | 22.6% | 17.4% | 18.8% | 1.1% | 19.8% | 13.7% |
| 영업외손익 | 26.0 | -48.4 | 442.6 | 25.0 | 74.0 | 2.9 | -82.4 | 20.8 | 445.3 | 15.2 | 95.0 |
| 법인세차감전순이익 | 31.3 | -33.3 | 435.1 | 28.2 | 187.3 | 176.7 | 37.2 | 168.6 | 461.4 | 569.9 | 505.3 |
| 법인세차감전순이익률(%) | 8.7% | -8.7% | 120.9% | 7.0% | 33.6% | 22.9% | 5.4% | 21.4% | 30.6% | 20.3% | 16.9% |
| 법인세비용 | -6.3 | 2.7 | 87.8 | 29.7 | 34.9 | 45.6 | 17.2 | 40.2 | 113.9 | 137.8 | 114.9 |
| 법인세율(%) | -20.0% | -8.0% | 20.2% | 105.3% | 18.6% | 25.8% | 46.3% | 23.8% | 24.7% | 24.2% | 22.7% |
| 당기순이익 | 37.5 | -36.0 | 347.4 | -1.5 | 152.4 | 131.2 | 20.0 | 128.4 | 347.4 | 432.0 | 390.5 |
| 당기순이익률(%) | 10.4% | -9.4% | 96.5% | -0.4% | 27.3% | 17.0% | 2.9% | 16.3% | 23.1% | 15.4% | 13.0% |
| 지배주주지분 | 37.8 | -35.4 | 346.7 | -2.4 | 148.8 | 124.6 | 15.9 | 121.2 | 346.7 | 410.5 | 359.5 |
| 비지배주주지분 | -0.3 | -0.5 | 0.7 | 0.9 | 3.6 | 6.5 | 4.1 | 7.3 | 0.8 | 21.6 | 31.0 |

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

## NC 연간 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | 변경 후 | | | 차이(%, %P) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E | 26E | 27E | 28E |
| 매출액 | 2,838.3 | 3,132.7 | 3,013.8 | 2,802.3 | 2,997.5 | 2,892.6 | -1.3% | -4.3% | -4.0% |
| 영업이익 | 527.1 | 489.2 | 338.3 | 554.6 | 410.3 | 267.3 | 5.2% | -16.1% | -21.0% |
| 영업이익률 | 18.6% | 15.6% | 11.2% | 19.8% | 13.7% | 9.2% | 1.2% | -1.9% | -2.0% |
| 법인세차감전순이익 | 674.0 | 641.2 | 502.3 | 569.9 | 505.3 | 374.3 | -15.4% | -21.2% | -25.5% |
| 당기순이익 | 518.9 | 488.6 | 389.4 | 432.0 | 390.5 | 295.1 | -16.7% | -20.1% | -24.2% |
| 지배주주지분 | 494.9 | 458.3 | 355.9 | 410.5 | 359.5 | 260.8 | -17.1% | -21.6% | -26.7% |

자료: 키움증권 리서치

## NC 분기 실적 추정치 변경 내역

| (십억원) | 변경 전 | | | | 변경 후 | | | | 차이(%, %P) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E |
| 매출액 | 795.8 | 738.4 | 853.9 | 778.2 | 787.9 | 703.4 | 826.9 | 740.0 | -1.0% | -4.7% | -3.2% | -4.9% |
| 영업이익 | 134.9 | 128.6 | 171.4 | 111.0 | 147.8 | 94.6 | 146.7 | 98.6 | 9.6% | -26.4% | -14.4% | -11.2% |
| 영업이익률 | 16.9% | 17.4% | 20.1% | 14.3% | 18.8% | 13.4% | 17.7% | 13.3% | 1.8% | -4.0% | -2.3% | -0.9% |
| 법인세차감전순이익 | 169.9 | 166.6 | 209.4 | 149.0 | 168.6 | 118.3 | 170.4 | 122.3 | -0.7% | -29.0% | -18.6% | -17.9% |
| 당기순이익 | 128.8 | 126.6 | 158.7 | 113.8 | 128.4 | 91.5 | 130.7 | 94.6 | -0.3% | -27.8% | -17.6% | -16.9% |
| 지배주주지분 | 121.7 | 119.5 | 151.1 | 106.1 | 121.2 | 84.1 | 122.9 | 86.9 | -0.4% | -29.6% | -18.7% | -18.1% |

자료: 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,578.1 | 1,506.9 | 2,802.3 | 2,997.5 | 2,892.6 |
| 매출원가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 매출총이익 | 1,578.1 | 1,506.9 | 2,802.3 | 2,997.5 | 2,892.6 |
| 판관비 | 1,687.3 | 1,490.8 | 2,247.6 | 2,587.2 | 2,625.3 |
| **영업이익** | -109.2 | 16.1 | 554.6 | 410.3 | 267.3 |
| **EBITDA** | 0.0 | 111.7 | 642.5 | 503.2 | 364.1 |
| 영업외손익 | 230.1 | 445.3 | 15.2 | 95.0 | 107.0 |
| 이자수익 | 72.0 | 56.4 | 60.3 | 67.4 | 73.1 |
| 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 | -19.0 | -15.0 | -13.0 |
| 기타 | 114.1 | 421.8 | -13.4 | 55.3 | 59.6 |
| **법인세차감전이익** | 120.9 | 461.4 | 569.9 | 505.3 | 374.3 |
| 법인세비용 | 26.8 | 113.9 | 137.8 | 114.9 | 79.1 |
| 계속사업순손익 | 94.1 | 347.4 | 432.0 | 390.5 | 295.1 |
| **당기순이익** | 94.1 | 347.4 | 432.0 | 390.5 | 295.1 |
| **지배주주순이익** | 94.2 | 346.7 | 410.5 | 359.5 | 260.8 |
| **증감율 및 수익성 (%)** | | | | | |
| 매출액 증감율 | -11.3 | -4.5 | 86.0 | 7.0 | -3.5 |
| 영업이익 증감율 | -179.5 | -114.7 | 3,344.7 | -26.0 | -34.9 |
| EBITDA 증감율 | -100.0 | NA | 475.2 | -21.7 | -27.6 |
| 지배주주순이익 증감율 | -55.6 | 268.0 | 18.4 | -12.4 | -27.5 |
| EPS 증감율 | -55.6 | 273.4 | 18.9 | -12.4 | -27.5 |
| 매출총이익율(%) | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 영업이익률(%) | -6.9 | 1.1 | 19.8 | 13.7 | 9.2 |
| EBITDA Margin(%) | 0.0 | 7.4 | 22.9 | 16.8 | 12.6 |
| 지배주주순이익률(%) | 6.0 | 23.0 | 14.6 | 12.0 | 9.0 |

## 재무상태표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 1,788.5 | 2,266.6 | 2,588.3 | 2,870.4 | 3,060.2 |
| 현금 및 현금성자산 | 1,260.5 | 503.5 | 566.8 | 740.1 | 859.0 |
| 단기금융자산 | 220.6 | 1,496.6 | 1,571.4 | 1,650.0 | 1,732.5 |
| 매출채권 및 기타채권 | 167.2 | 209.0 | 388.7 | 415.8 | 401.2 |
| 재고자산 | 1.1 | 1.3 | 2.4 | 2.6 | 2.5 |
| 기타유동자산 | 139.1 | 56.2 | 59.0 | 61.9 | 65.0 |
| **비유동자산** | 2,165.4 | 2,066.6 | 2,146.6 | 2,226.1 | 2,304.2 |
| 투자자산 | 871.7 | 750.9 | 790.4 | 834.3 | 880.6 |
| 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 | 4,734.9 | 5,096.5 | 5,364.3 |
| **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 | 3,716.0 | 4,016.2 | 4,217.6 |
| 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 | 4,031.0 | 4,342.0 | 4,554.3 |
| 비지배지분 | 5.1 | 5.6 | 27.1 | 58.1 | 92.5 |
| **자본총계** | 3,063.6 | 3,370.4 | 3,743.1 | 4,074.3 | 4,310.1 |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | 107.0 | 162.0 | 220.4 | 360.9 | 310.8 |
| 당기순이익 | 94.1 | 347.4 | 432.0 | 390.5 | 295.1 |
| 비현금항목의 가감 | -6.8 | -202.6 | 38.8 | 9.7 | -29.7 |
| 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 | 19.0 | 15.0 | 13.0 |
| 기타 | -104.8 | -272.2 | -68.0 | -98.1 | -139.5 |
| 영업활동자산부채증감 | -43.3 | -7.2 | -180.7 | 0.3 | 43.5 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 20.1 | -39.9 | -179.7 | -27.1 | 14.6 |
| 재고자산의감소 | -0.3 | -0.2 | -1.1 | -0.2 | 0.1 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 0.0 | 0.0 | 11.6 | 12.2 | 12.8 |
| 기타 | -63.1 | 32.9 | -11.5 | 15.4 | 16.0 |
| 기타현금흐름 | 63.0 | 24.4 | -69.7 | -39.6 | 1.9 |
| **투자활동 현금흐름** | 1,294.1 | -832.4 | -133.3 | -137.5 | -141.8 |
| 유형자산의 취득 | -84.2 | -103.5 | -100.0 | -100.0 | -100.0 |
| 유형자산의 처분 | 0.7 | 0.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 무형자산의 순취득 | 41.1 | 52.5 | -25.0 | -25.0 | -25.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -199.1 | 120.8 | -58.5 | -58.9 | -59.3 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 1,533.6 | -1,276.0 | -74.8 | -78.6 | -82.5 |
| 기타 | 2.0 | 373.0 | 125.0 | 125.0 | 125.0 |
| **재무활동 현금흐름** | -522.9 | -82.5 | -72.3 | -98.5 | -98.5 |
| 차입금의 증가(감소) | -240.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **자본금,자본잉여금의 증가(감소)** | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자기주식처분(취득) | -175.8 | -1.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당금지급 | -63.6 | -28.3 | -22.3 | -48.5 | -48.5 |
| 기타 | -43.5 | -53.2 | -50.0 | -50.0 | -50.0 |
| 기타현금흐름 | 17.1 | -4.0 | 48.5 | 48.4 | 48.3 |
| **현금 및 현금성자산의 순증가** | 895.3 | -757.0 | 63.3 | 173.3 | 118.8 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 365.2 | 1,260.5 | 503.5 | 566.8 | 740.1 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,260.5 | 503.5 | 566.8 | 740.1 | 859.0 |

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 4,291 | 16,023 | 19,053 | 16,685 | 12,104 |
| BPS | 139,312 | 156,186 | 172,485 | 186,417 | 195,768 |
| CFPS | 3,975 | 6,694 | 21,854 | 18,575 | 12,321 |
| DPS | 1,460 | 1,150 | 2,500 | 2,500 | 2,500 |
| **주가배수(배)** | | | | | |
| PER | 42.7 | 12.6 | 8.9 | 10.1 | 14.0 |
| PER(최고) | 57.8 | 15.2 | 18.0 | | |
| PER(최저) | 36.6 | 8.4 | 9.3 | | |
| PBR | 1.31 | 1.29 | 0.98 | 0.91 | 0.86 |
| PBR(최고) | 1.78 | 1.56 | 1.99 | | |
| PBR(최저) | 1.13 | 0.86 | 1.03 | | |
| PSR | 2.55 | 2.89 | 1.30 | 1.21 | 1.26 |
| PCFR | 46.1 | 30.1 | 7.7 | 9.1 | 13.7 |
| EV/EBITDA | -76,163.8 | 24.2 | 3.3 | 3.8 | 4.7 |
| **주요비율(%)** | | | | | |
| 배당성향(%,보통주,현금) | 30.1 | 6.4 | 11.2 | 12.4 | 16.4 |
| 배당수익률(%,보통주,현금) | 0.8 | 0.6 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| ROA | 2.3 | 8.4 | 9.5 | 7.9 | 5.6 |
| ROE | 3.0 | 10.8 | 11.6 | 9.3 | 6.3 |
| ROIC | -8.2 | 3.5 | 36.4 | 24.8 | 16.2 |
| 매출채권회전율 | 9.3 | 8.0 | 9.4 | 7.5 | 7.1 |
| 재고자산회전율 | 1,759.7 | 1,285.9 | 1,517.4 | 1,206.0 | 1,145.9 |
| 부채비율 | 29.1 | 28.6 | 26.5 | 25.1 | 24.5 |
| 순차입금비율 | -35.9 | -48.8 | -47.6 | -49.9 | -51.8 |
| 이자보상배율,현금 | -10.6 | 3.6 | 124.8 | 92.3 | 60.1 |
| 총차입금 | 380.9 | 357.0 | 357.0 | 357.0 | 357.0 |
| 순차입금 | -1,100.2 | -1,643.1 | -1,781.2 | -2,033.1 | -2,234.4 |
| EBITDA | 0.0 | 111.7 | 642.5 | 503.2 | 364.1 |
| FCF | -71.8 | 77.6 | 201.3 | 283.8 | 224.7 |

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)

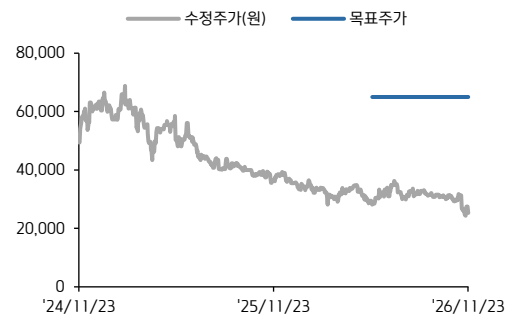
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격대상시점 | 괴리율(%) 평균주가대비 | 괴리율(%) 최고주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 시프트업 | 2026-05-27 | Buy(Initiate) | 65,000원 | 6개월 | -53.32 | -48.77 |
| (462870) | 2026-06-15 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -50.31 | -44.23 |
| | 2026-07-14 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -50.70 | -44.23 |
| | 2026-08-18 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -50.71 | -44.23 |
| | 2026-08-24 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -50.65 | -44.23 |
| | 2026-09-09 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -51.95 | -44.23 |
| | 2026-11-23 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | | |
| 크래프톤 | 2025-02-13 | Outperform (Maintain) | 370,000원 | 6개월 | -3.01 | 4.32 |
| (259960) | 2025-05-28 | Marketperform (Downgrade) | 390,000원 | 6개월 | -17.84 | -1.79 |
| | 2025-11-28 | Outperform (Upgrade) | 300,000원 | 6개월 | -17.56 | -3.83 |
| | 2026-05-06 | Outperform (Maintain) | 340,000원 | 6개월 | -27.16 | -13.68 |
| | 2026-07-30 | Outperform (Maintain) | 290,000원 | 6개월 | -20.70 | -10.69 |
| | 2026-09-09 | BUY(Upgrade) | 290,000원 | 6개월 | -27.76 | -10.69 |
| | 2026-11-23 | BUY(Maintain) | 290,000원 | 6개월 | | |

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격대상시점 | 괴리율(%) 평균주가대비 | 괴리율(%) 최고주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| NC | 2025-05-02 | BUY(Upgrade) | 260,000원 | 6개월 | -41.51 | -37.81 |
| (036570) | 2025-05-28 | BUY(Maintain) | 300,000원 | 6개월 | -47.30 | -44.50 |
| | 2025-06-04 | BUY(Maintain) | 330,000원 | 6개월 | -41.20 | -35.30 |
| | 2025-07-29 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -49.59 | -47.82 |
| | 2025-08-12 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -48.33 | -42.82 |
| | 2025-08-18 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -48.65 | -42.82 |
| | 2025-09-12 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -46.27 | -38.46 |
| | 2025-11-03 | BUY(Maintain) | 390,000원 | 6개월 | -46.00 | -38.46 |
| | 2025-11-12 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -45.60 | -43.72 |
| | 2025-11-17 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -50.12 | -43.72 |
| | 2025-11-24 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -50.47 | -42.44 |
| | 2026-01-26 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -50.11 | -42.44 |
| | 2026-02-11 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -50.11 | -42.44 |
| | 2026-02-20 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -49.73 | -42.44 |
| | 2026-03-16 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -49.61 | -42.44 |
| | 2026-03-24 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -48.05 | -35.47 |
| | 2026-05-04 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -47.69 | -35.47 |
| | 2026-05-14 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -37.10 | -35.12 |
| | 2026-05-27 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -42.12 | -21.40 |
| | 2026-09-09 | BUY(Maintain) | 350,000원 | 6개월 | -39.50 | -31.14 |
| | 2026-11-05 | BUY(Maintain) | 290,000원 | 6개월 | -33.71 | -26.38 |
| | 2026-11-23 | BUY(Maintain) | 250,000원 | 6개월 | | |

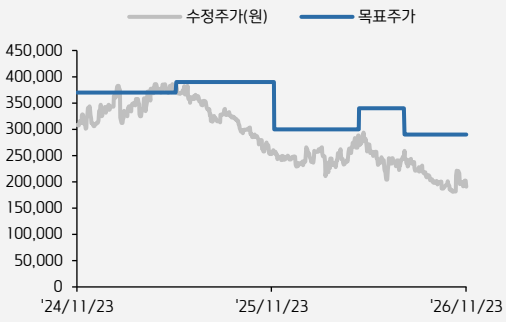
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)

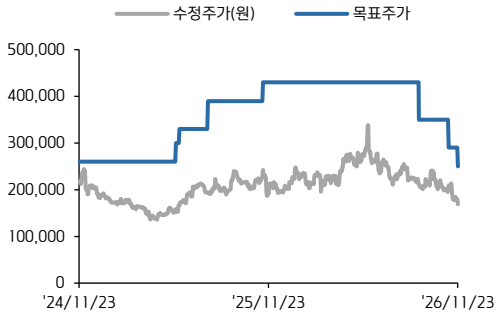
시프트업 (462870)




크래프톤 (259960)




NC (036570)




## 투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|---|---|---|---|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 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 (2025/10/01~2026/09/30)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|---|---|---|
| 97.09% | 2.43% | 0.48% |