

# 게임 산업

Analyst 최승호 | 플랫폼/게임

02-3779-3543, sh.choi@sangsanginib.com

## 중국판호 분석 및 시프트업 전망

### Overweight 유지

게임산업 Recommendation (24.10.28)

시프트업 (462870) 목표주가 91,000원

BUY(신규) 현재주가 58,000원

#### 2개월의 법칙 지켜지는 중, 게임주 매수 권고

10/25일자로 중국 외자 판호가 2개월 만에 재발급 되었다. 2,4,6,8,10월 2개월의 법칙이 지켜지고 있으며, 국내게임은 4,6,10 4개월의 법칙이 지켜지고 있다.

이번에 국내게임은 시프트업의 승리의 여신:니케, 엔씨소프트 리니지2M이 판호발급을 받았다. 리니지2M,니케 모두 각사에게 핵심 게임이고, 높은 퀄리티를 자랑하기 때문에 상당한 호재로 보인다. 또한 2개월의 법칙이 지켜지고 있으므로, 12월 말 경 추가적인 판호발급도 기대해 볼 수 있겠다. 던파 모바일 등 퀄리티 /IP 좋은 한국 게임은 통한다는 게 증명되고 있기에, 중국 발 훈풍은 게임주 밸류에이션을 뒤 바꿀 수 있는 확실한 호재로 보인다. 적극매수의견 유지한다.



QR코드로 간편하게

상상인증권

더 많은 리포트 찾아보기

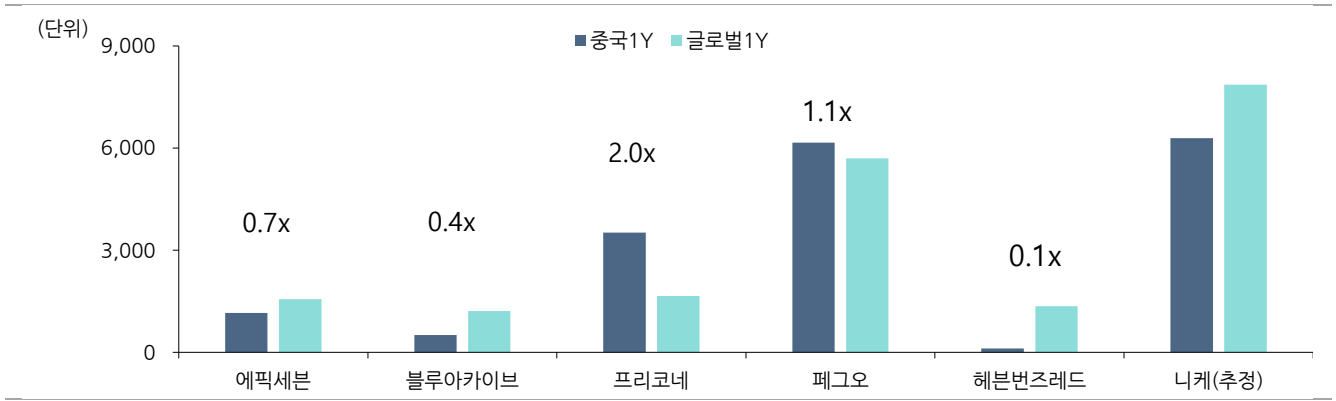
당사는 중국 니케 '25년 순매출 1,503억원을 전망하고, 목표주가 91,000원으로 커버리지를 개시한다. 엔씨소프트는 TL 글로벌 히트와 회사 비용효율화(분사 등), 판호발급으로 점점 단기 히트에 따른 역발상이 아닌, 정발상의 영역으로 향하고 있다고 판단되어 긍정적이다. 리니지2M중국 추정은 추후 레포트에 작성할 계획이다.

#### 시프트업 - 기대했던 판호의 발급, 그래도 높은 성과가 기대되어 분명한 호재

중국니케 '25년 출시 없었다면, 단순 밸류에이션 상(EPS\*PER)으로는 SELL이었다. 10/25 니케 중국 판호발급으로 인해 불확실성을 제거하고, 실적의 설명력이 높아져 긍정적이다. 당사 25년 추정 매출의 중국니케 비중이 42% 차지하는데, 당사는 성공 가능성에 더 무게를 둔다.

**확실한 호재다.** 니케는 대다수의 서브컬처 게임과 달리 북미 매출 비중이 20%나 차지하는 것으로 추정된다. 이는 미소녀 보다는 여성인캐릭터를 선호하는 서구권의 취향이 반영된 영향도 있으며, 게임성을 중요시 하게 보는 서구권 유저들의 취향을 저격했다는 의미로도 읽힌다. 텐센트 퍼블리싱,글로벌 체급, 국내 역대 서브컬처 NO.1 급 게임임을 고려하면 적절한 PEER는 국내산 서브컬처(중국출시) 게임이 아니라 일본산 서브컬처(중국출시)게임(페그오,프리코네 등)으로 판단한다.

그림 1. 서브컬처 게임들 출시 후 1Y 성과



자료:상상인증권

주: 헤븐번즈레드는 출시 후 3m

주2: 중국매출은 AND시장 포함해 상상인증권이 추정한 수치로, 실제 값과 다소 상이할 수 있음

그림 2. 2024년 국내산 중국 판호게임 목록

번호	게임명	제작사	국가	원유통사	중국유통사	원출시일	판호 분류	승인일자
1	승리의여신 니케	시프트업	한국	텐센트	텐센트	2022.11.04	모바일	2024-10-25
2	리니지2M	엔씨소프트	한국	엔씨소프트	텐센트	2019.11.27	모바일	2024-10-25
3	검은사막PC	펄어비스	한국	펄어비스	텐센트	2014.12.17	PC	2024-06-05
4	라그나로크 여명	그라비티	한국	그라비티	라스타	미출시	모바일	2024-06-05
5	고양이와 스프	네오위즈	한국	네오위즈	킹소프트	2021.07.31	모바일	2024-02-01
6	던전앤파이터 - 오리진	넥슨	한국	넥슨	텐센트	2022.03.24	모바일	2024-02-01
7	더 킹 오브 파이터즈 : 울스타	넷마블/SNK	한국/일본	넷마블/SNK	갤럭시매트릭스	2019.05.09	모바일	2024-02-01

자료:각사, 상상인증권

## 중국 승리의 여신 니케 분석

### 중국 판호 10/25일자로 발급 - 승리의 여신 니케 1Q25출시 전망

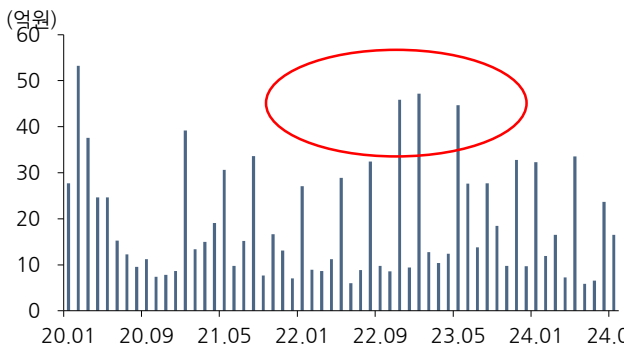
10/25일 자로 중국 판호를 받았기 때문에, 중국 실적 추정의 설명력과 세밀한 추정의 필요성 높아졌다. 중국 니케 출시에 대한 준비를 계속해 왔던 것으로 보이므로, 실제 출시시점은 빠른 시간 내 이뤄질 가능성이 높다고 보여진다. 당사는 1분기 출시를 전망한다.

실적 추정을 하기에 앞서, 고려해야 할 요소가 많다. 1) 미래시 문제, 2)중국의 선정적인 콘텐츠 검열, 3)최근 중국에 출시한 국내산 서브컬처 게임(블루아카이브)의 실패와 에픽세븐의 초기선방, 4)중국1위인 텐센트의 퍼블리싱 영향력.

1)미래시는 신규 출시서버와 글로벌 서버의 업데이트 격차로, 유저들이 미리 업데이트 내용을 알고 이에 맞춰 행동하는 현상을 가르키는 용어다. 수집형RPG에 있어서는 매우 주효하게 작용하는데, 일정시기에 좋은 캐릭터들이 존재하기 때문에 계획적으로 소비할 수 있기 때문이다. 반대로 지금은 좋아도 나중에 안 좋아지는 캐릭터는 뽑지 않는 경향성을 보인다.

미래시는 결국 퍼블리셔의 역량이 중요하다고 보여진다. 해당 문제는 분명히 텐센트도 인지하고 있다. 애초에 글로벌 서버도 텐센트가 운영하고 있기 때문에, 게임에 대한 이해도도 높을 것이다. 필그림과 같은 좋은 캐릭터를 빨리 내는 방안도 생각은 하고 있을 것이다. 즉 미래시 해결은 퍼블리셔의 역량에 달려있으며, 현재로서는 예상하기 어렵지만 텐센트가 최대한 매출에 영향을 주지않는 방향으로 수정해갈 것으로 보인다. 뒤에 서술할 페그오/프리코네 사례 감안하면, 시장에서 생각하는 것처럼 그렇게 중요한 이슈는 아닐 수 있다. 국내 기준으로도 사례가 많으나, 국내에서도 히트한 게임 중 하나인 명일방주의 사례를 보면, 미래시로 오히려 특정 캐릭터 매출이 집중되는 순효과도 존재했다.

그림 1. 명일방주 국내 매출액 추이 - 미래시 확인 후, 유효캐릭 뽑기



자료:모바일인덱스상상인증권

그림 2. 미래시 예시 - 페이트 그랜드 오더

[2023 서브컬처 게임 미래시 (2) 페이트/그랜드 오

A 로만본 기라 · © 발매 2023.01.30 14:49 · #15000



2023년에는 선반출시 게임 중에서는 계속 이어진다. 세계가 열리자마자 출시를 받은 '에비스' 등과 함께 '황과 스톤에임', '황과 요러스', '위대한 웨이브' 등 글로벌 히트 신작들이 연달아 출시될 예정이다.

신작도 중앙아시아 지역에서도 출시될 예정이다. 미래시(안) 사전확인 후 '미래시'에 맞춰 일주일 정도 초기 마케팅을 진행할 예정이다. 해외에서 미리 출시된 게임은 국내 배정된 정도가 다르다.

자료: 게임톡

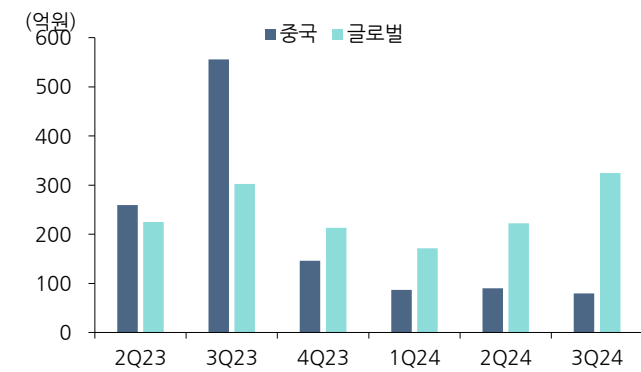
### 적절한 PEER는 오히려 일본산 서브컬처 게임

3)최근 한국 서브컬처 게임은 스마일게이트의 에픽세븐, 넥슨게임즈의 블루아카이브 2종이 23년 출시된 이력이 있다. 두 게임 모두 국내에서 높은 인기를 기록했던 1티어 서브컬처 게임이며, 18년 출시 후 판호발급 당시에는 인기가 다소 식었던 에픽세븐과 달리, 블루아카이브는 판호발급시점에도 높은 인기를 기록하고 있었다. 그런데 오히려 초기성과는 에픽세븐이 블루아카이브를 압도했다. 에픽세븐은 중국에서 1Y 상상인 추정 총매출 1,167억원, 블루아카이브는 수백억원 수준 기록한 것으로 당사는 추정하고 있다. 중국 IOS 최고매출순위는 에픽세븐 10위, 블루아카이브 19위 기록했다.

게임도 게임이지만, 니케가 앞선 두 게임 대비 확고히 나은 점은 퍼블리셔의 역량 차이라고 생각된다. 에픽세븐 - 블루아카이브의 격차 중 일부도, 사실상 글로벌 원빌드 출시(미래시 최대한 제거)를 결정한 즈롱게임즈와 단순히 픽업기간만 조금씩 앞당긴 요스타의 운영 및 마케팅비용 지출 차이에서 비롯되었다고 보인다.

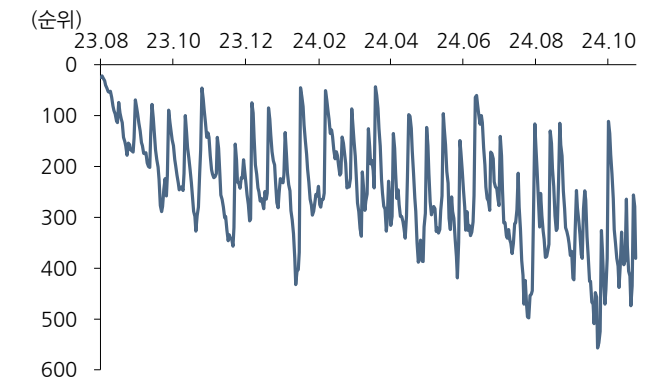
일본산 게임은 사례가 더 많다. 일본에서 중국으로 수입된 주요 서브컬처 게임은 페이트 그랜드오더(이하 페그오), 프린세스 커넥트 리다이브(이하 프리코네), 우마무스메, 헤븐번즈레드 총 4종이다. 4게임 모두 글로벌에서 성공한 게임들이며, 서브컬처에서는 1군급인 비리비리가 퍼블리싱했으며, 미래시가 존재했고, 검열문제도 있었다. 니케와 공통점이 많다. 따라서 적절한 PEER는 국내보다는 일본 -> 중국으로 수입된 서브컬처 게임으로 판단한다.

그림 3. 에픽세븐 중국 출시 후, 중국 vs 글로벌 매출 추이



자료:모바일인덱스,IOS,AND,상상인증권 추정

그림 4. 블루아카이브 중국 IOS 매출순위 추이



자료: APPLE,상상인증권

### 중국 니케 결론: 글로벌과 유사한 매출수준 기대

성과는 제각각인데, 우마무스메는 중국 출시 1주만에 알 수 없는 사정(아마 경마라는 도박성 요소로 중국 검열에 걸린 것으로 추정)으로 서비스 종료되었고, 헤븐번즈레드는 일본대비 극열위, 페그오, 프린세스커넥트는 일본대비 성공했다.

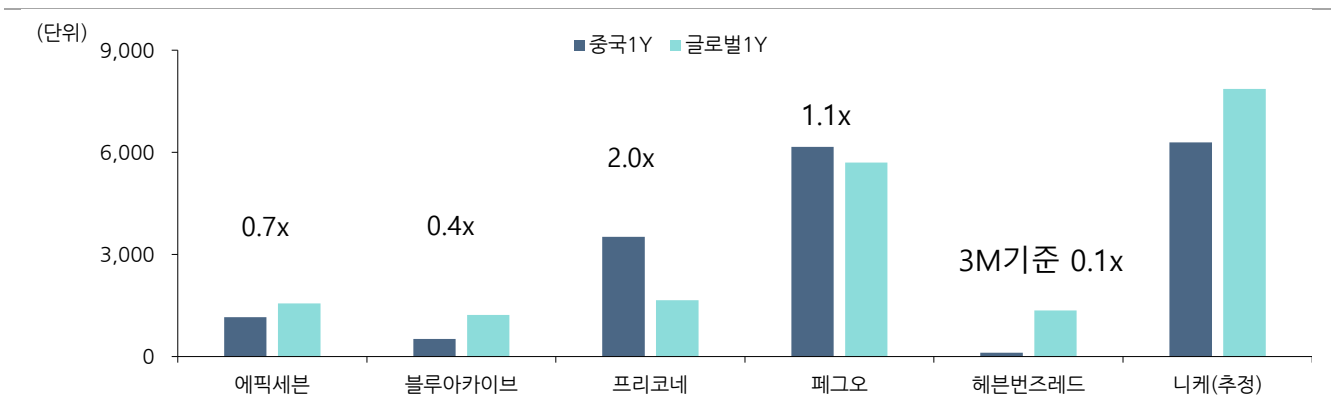
안드로이드 포함한 상상인증권 추정으로는, 출시+1Y기준 중국서버 헤븐번즈레드는 글로벌 대비 0.1배, 페그오는 1.1배, 프린세스 커넥트는 2배 수준의 매출을 보여준 것으로 보인다. 비리비리보다 텐센트 퍼블리싱 역량이 더 높다는 점을 고려하면, 니케중국의 추정치는 글로벌 서버 대비 0.7~1.1배수준에서 추정하는 것이 합리적으로 보인다. 당사는 앞서 말한 여러가지 요소와, 니케가 서브컬처 게임으로는 드물게 북미(매출비중 20%추정)까지 아우르는 대형 서브컬처 게임임을 고려, 중국 서버는 출시 1년간 글로벌 대비 소폭 부족한 수준의 매출을 발생시킬 것이라고 추정했다. 이에 니케 중국의 1Y 순매출을 1,503억원으로 전망한다.

그림 5. 일본산 서브컬처- 중국 출시 게임 성과 정리

게임명	일본 퍼블리셔	중국 퍼블리셔	일본 출시일	중국 출시일	성과
우마무스메	사이게임즈	비리비리	21.02.24	23.08.30	평가불가(실패) 1주만에 IOS 서비스 종료(검열문제 추정)
프리코네 리다이브	사이게임즈	비리비리	18.02.15	20.04.17	성공, 1Y 3,548억원 추정 하지만 뒷심은 부족, 매출 급감
페이트그랜드오더	애니플렉스	비리비리	15.07.30	16.10.13	성공, 1Y 6,156억원 추정 꾸준히 매출 발생
헤븐번즈레드	WFS	비리비리	22.02.10	24.07.17	실패 3M 115억원 추정

자료:상상인증권 추정,각사

그림 6. 서브컬처 게임들 출시 후 +1Y 중국/글로벌 성과

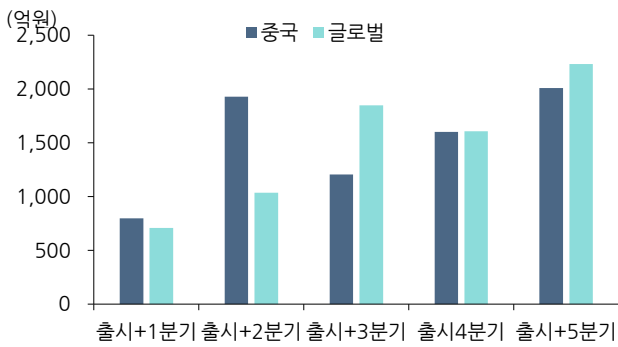


자료:상상인증권

주: 헤븐번즈레드는 출시 후 3m

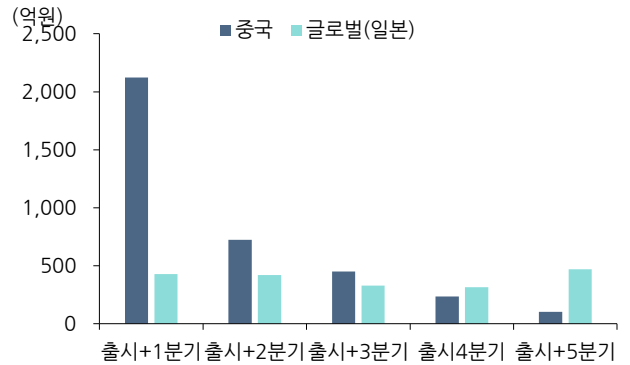
주2: 중국매출은 AND시장 포함해 상상인증권이 추정한 수치로, 실제 값과 다소 상이할 수 있음

그림 7. 페그오 글로벌 vs 중국(출시 첫 5분기)



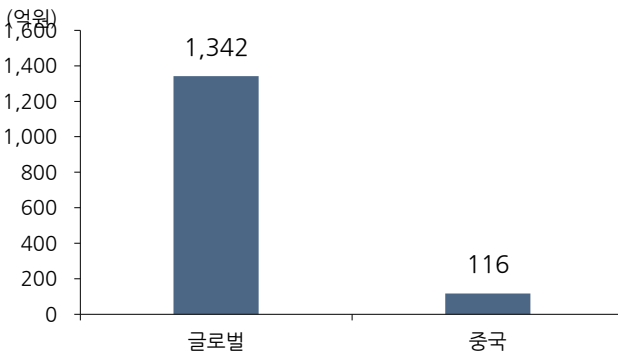
자료:상상인증권 추정,IOS,AND

그림 8. 프리코네 일본 vs 중국 (출시 첫 5분기)



자료: 상상인증권 추정,IOS,AND

그림 9. 헤븐브즈레드 글로벌 vs 중국(첫 3달)



자료:상상인증권

그림 10. 우마무스메 중국은 출시하자마자 서비스 종료

**Uma Musume Pretty Derby yanked from Chinese app stores two weeks after launch**

The game's sudden withdrawal may be due to the gambling connection of its horse racing themes



자료: pocketGamer,상상인증권

### 엔씨소프트 - 아무도 기대안한 초대형 게임의 판호발급, 분명한 호재

시프트업과 달리 엔씨소프트 판호발급에 대한 기대감은 주가에 거의 반영되지 않았다고 판단된다. 시장 실적 추정에도 리니지2M에대한 추정은 없었다. 따라서 리니지2M의 판호발급이 진짜 서프라이즈로, 분명한 호재로 판단된다.

중국IOS기준 TOP50에 MMORPG 비중이 40%를 넘는 때(2017년)도 있었지만, 현재는 16%수준으로 MMORPG의 인기가 비교적 떨어진 상황이긴 하다. 그래도 23년 기준 TOP10에 MMORPG 게임이 2개 포함되는 등, 여전히 중국은 전세계 1위 MMORPG시장임에는 틀림없다. 차트인 게임 기준 평균순위도 20위로, 대부분 MMORPG게임들이 10-20위 사이 포진되어있는 것도 긍정적이다.

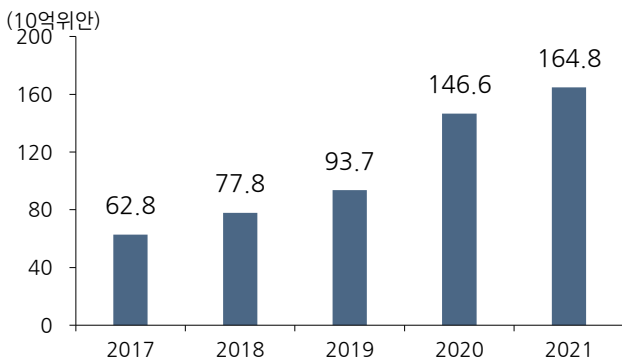
중국 내에서 리니지 IP의 인기가 미르/뮤 보다는 부족한 것으로 추정되지만, 리니지2M은 미르/뮤 대비 퀄리티가 좋고, 엔씨소프트의 불후의 명작이라는 점도 고려할 필요는 있다. 따라서 충분히 호의적인 매출 달성 가능할 것으로 추정하고, 상세 추정은 추후 레포트에 기재한다.

그림 1. 2015년 중국 IOS 매출 TOP50 내 MMORPG 게임

2015			
Ranking	Game	한국명	Publisher
4	热血传奇	열혈전설(미르의전설 2)	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
5	全民奇迹MU	전민기적MU	Beijing TIANMASHIKONG Network Technology Co., Ltd
14	六龙争霸	육룡대전	Shenzhen Tencent Tianyou Technology Ltd
28	天龙3D-浴火明教 媚惑来袭	천룡3D	Shanghai Ice Information Technology Co.,Ltd.
40	神雕侠侣-金庸武侠回合交友	신조협려	Perfect World Mobile
41	九阴-南宮世家 重出江湖	구음-남궁세가 강호귀환	Suzhou Snail Digital Technology Co., Ltd
46	天子手游-奇门遁甲	황제모바일게임-기문둔갑	Suzhou Snail Digital Technology Co., Ltd

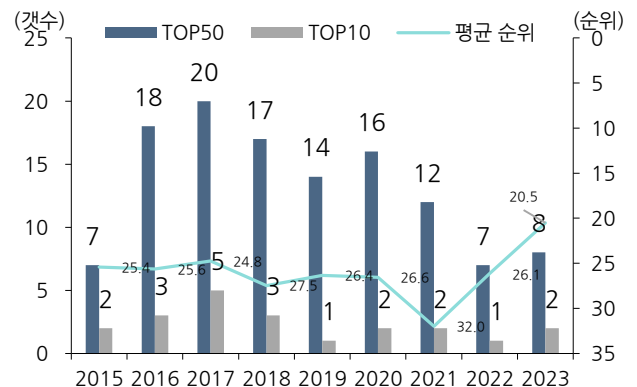
자료: Apple,상상인증권

그림 2. 텐센트 2017-2021모바일게임 매출액 추이



자료:상상인증권

그림 3. 중국모바일시장 MMORPG 게임 차트인 개수 및 차트인평균순위



자료: Apple,상상인증권

## \*EXTRA CONTENTS: 메타포:리판타지오로 보는 한국 콘솔게임의 가능성

### 메타포 리판타지오, 출시 첫날 100만장, 메타 94점, 스포없는 리뷰

최근 출시한 게임 중 글로벌 게임산업에게 귀감이 될 만한 게임이 두 개 있다. 아틀라스의 메타포 리판타지오와 소니의 아스트로봇이 그 주인공들이다. 모두 강력한 올해의 게임상 수상후보로 점쳐지고 있다. 레포트 논지 상 메타포에 대해서만 서술한다.

JRPG 큰형님 스퀘어에닉스가 초불황을 맞이하며, 닌텐도/캡콤 제외하면 JRPG 시장상황이 녹록지 않다. 스퀘어에닉스는 파이널판타지16, 7리버스 모두 천만장 언더로 판매하며 회사 역사상 최악의 위기에 봉착했다. 평가는 좋았지만 PS 독점 이슈가 컸던 것으로 보인다. 반면, 아틀라스의 신작 메타포 리판타지오는 전 플랫폼 출시 결정했고, 첫날 100만장 판매고를 기록하고, 메타스코어 94점을 달성하며 순식간에 올해의 게임 강력한 후보로 부상했다.

30시간 가까운 시간을 진행 해본 결과, 메타포:리판타지오는 차세대 게임기에 걸맞은 수준의 스펙을 가진 게임은 아니었다. 여전히 구식인 엔진(아마 14년 출시한 페르소나5엔진을 그대로 쓰는 것으로 추정) 탓에 로딩은 너무 자주 발생하고, 그래픽은 10년전 출시게임이라고 해도 믿을 수준이며, 게임시스템은 이전작인 페르소나/진여신전생에서 베껴와 별다른 참신함이나 감상을 주지 못했다. 애초에 JRPG 시장타겟이 협소하기도 하지만, 플레이 초기에는 매번 발전없는 포켓몬 시리즈와 삼국지(하지만 재미있는)를 보는 것처럼 아쉬움이 컸다.

그림 1. 그래픽은 10년전에 나왔어도 이상하지 않은 수준



자료:게임메카,상상인증권

그림 2. 게임시스템도 페르소나랑 비슷함, 거의 판타지만 페르소나



자료: 게임메카,상상인증권



하지만, 이 모든걸 뒤 엮는 것이 연출과 스토리, 그리고 여기서 오는 몰입감이었다. 실시간/턴제를 섞은 전투 설계는 훌륭한 데다가 편의성 업데이트도 있어 턴제 게임으로서는 극한까지 끌어올린 느낌이었다. 연출 또한, 부족한 그래픽에도 불구하고, 2D 애니메이션을 이용해 극한까지 이끌어냈다. 또한 그래픽만 뒤떨어질 뿐 아트는 페르소나5와 유사하게 타의 추종을 불허했고, 일본게임의 최장기인 사운드/BGM은 압도적이었다. 여기에 스토리가 걸작이었는데, 기존 일본 배경에서 판타지 세계로 옮겨와, 서브컬처를 좋아하지 않는 대다수 서구권 유저의 폭발적인 관심을 이끌었다. 종합하면 차세대 게임기에 걸맞지 않은 스펙과, 전작 대비 개선폭은 낮았으나, 그 상황에서 완성도를 극한까지 끌어올린 불후의 명작이다.

결국 메타포:리판타시오와 아스트로봇의 히트가 주는 시사점은 다음과 같다. 1) 당연한 소리지만 장르를 떠나 게임의 완성도가 무엇보다도 히트/평가에 주효하다는 것과, 2)다년간의 경험과 꾸준함이 결국 글로벌 대히트를 만든다는 것.

1)메타포에는 경쟁사인 스퀘어에닉스의 파이널판타지16과 같은 차세대 그래픽, 파이널판타지7 리버스와 같은 오픈월드와 자유도는 없지만, 완성도는 두 게임을 상회한다. 게임이 주는 본연의 재미가 더 높은 셈이다.

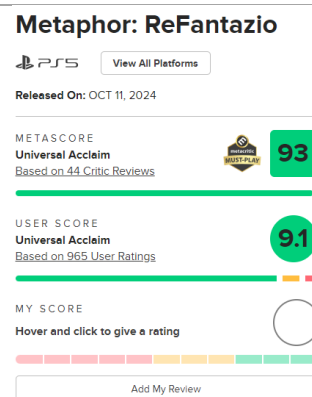
또한, 2) 90년대부터 시작된 진여신전생부터 페르소나5까지, 아틀러스는 냉정히 국내에 치중한 (일본과 아시아) 개발사였지만, 해당 게임들에서 얻은 Legacy와 명망 그리고 경험을 통해 드디어 메타포로 글로벌 손에 꼽는 탐티어 개발사로 자리매김했다는 것이 의미깊다.

그림 3. 하루 만에 100만장 돌파 - 아틀러스 역대최고 기록



자료:상상인증권

그림 4. 페르소나 이어서 메타크리틱 또 다시 90점대 기록



자료: Apple, 상상인증권

### 경험만 부족한 한국게임, 경험 쌓으면서 좋아질 것

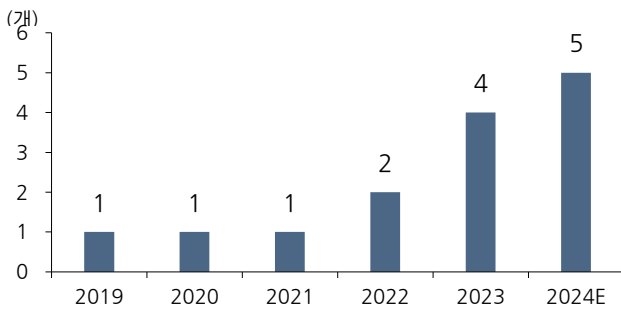
하지만 아직은 한국에서는 메타포:리판타지오가 나올 수 없다. 한국 개발사들은 일본게임사들이 수십년간 쌓아놓은 콘솔게임 개발 노하우가 없다. 기술이 부족한게 아니라,경험이 부족한 셈이다. 그러나, 과거에는 기술도,경험도,창의력도, 돈도 부족했다면, 이제는 기술과 돈은 충분하고 경험만 부족하다.

현재 중소형/대형사 모두 PC/콘솔 게임 개발 시작하며 경험 쌓기 시작하고 있다.

펠어비스 붉은사막은 글로벌 1티어 게임과 비교해도 뒤지지 않는 볼륨을 가지고 있는 게임이며, 네오위즈 P의거짓은 글로벌 탑티어 소울라이크 게임들 바로 밑에 있는 걸출한 퀄리티를 보여줘 후속작을 기대하게 했고, 스텔라블레이드도 국내 PS 최초 독점작으로 우수한 성과 거뒀으며, 넥슨의 데이브더다이브,TFD 모두 해당장르 첫 시도 임에도 걸출한 성과를 보여주었다.

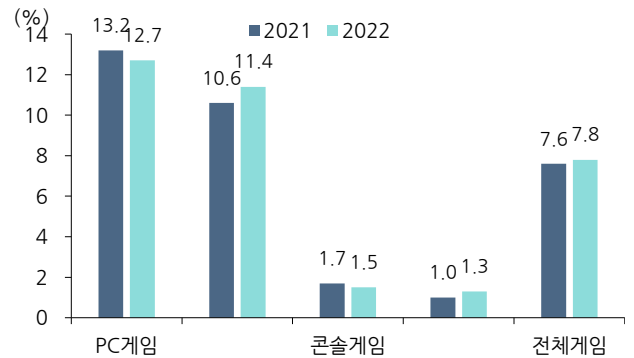
시간은 걸리겠지만, 글로벌 PC/콘솔 시장 의미있는 침투는 분명히 이뤄질 것이다. 장기적으로 한국게임주에 대한 강력한 BUY VIEW를 제시한다.

그림 5. 스팀 매출 TOP 100 내 한국게임 개수



자료: STEAMDB,상상인증권

그림 6.2021-2022 국내 게임시장의 세계시장 비중



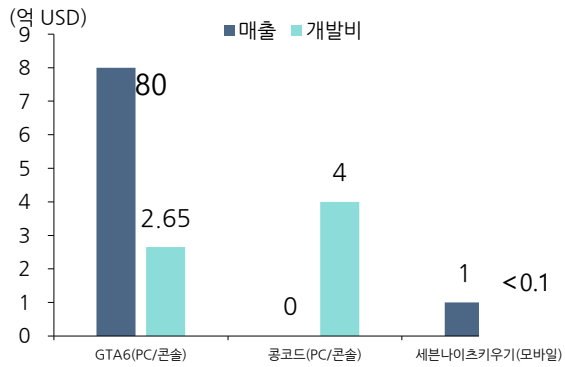
자료: 한국콘텐츠진흥원,상상인증권

그림 7. 역대 한국게임사 주요 PC/콘솔 게임 성과 (PC온라인 게임제외)

출시년도	게임	장르	플랫폼	개발사	성과
2000	킹덤언더파이어	RTS	PC	판타그램	50만장
2009	마그나카르타:진홍의성흔	RPG	PS2/PSP	소프트맥스	50만장
2023	P의거짓	소울라이크	PS/XBOX/PC	네오위즈	200만장 추정
2023	데이브더다이브	어드벤처	PS/NS/PC	넥슨	400만장
2024	스텔라블레이드	RPG	PS	시프트업	200만장 전망
2025	붉은사막	오픈월드	PS/XBOX/PC	펠어비스	미출시

자료: Google,모바일인덱스,상상인증권

그림 8. AAA 콘솔 - 모 아니면 도 / 모바일 - 상대적으로 회수쉬움



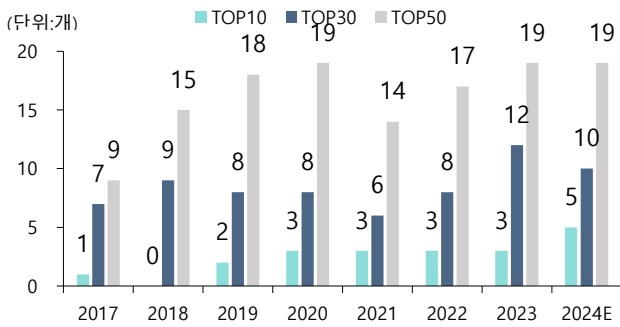
자료: 언론,상상인증권 추정

그림 9. 역사상 최초로 스팀 실시간 매출 TOP 10에 K게임 3개 랭크인



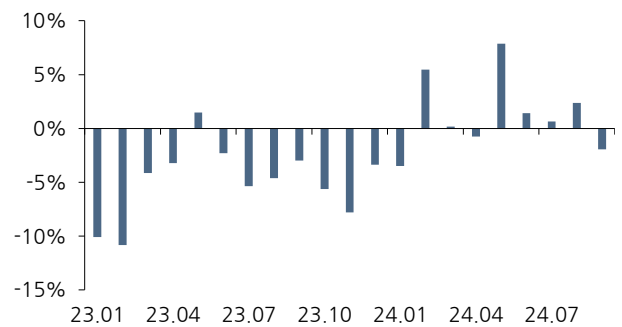
자료: STEAM,상상인증권

그림 10.국내 구글마켓 순위 내 외산게임 개수



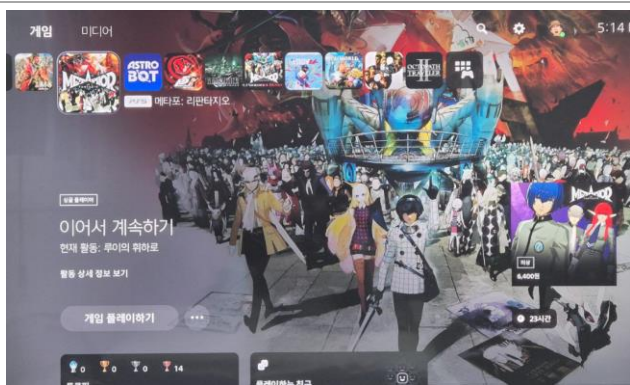
자료: Google,모바일인덱스,상상인증권

그림 11. 한국 모바일 게임시장 결제액 YoY 증감추이



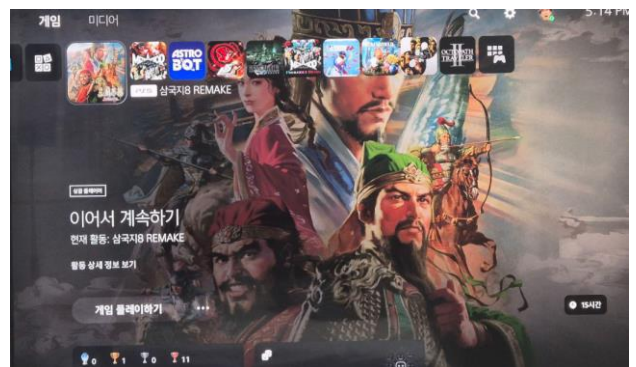
자료: 모바일인덱스,상상인증권

그림 12. 메타포 리판타지오 - JRPG 팬이라면 추천



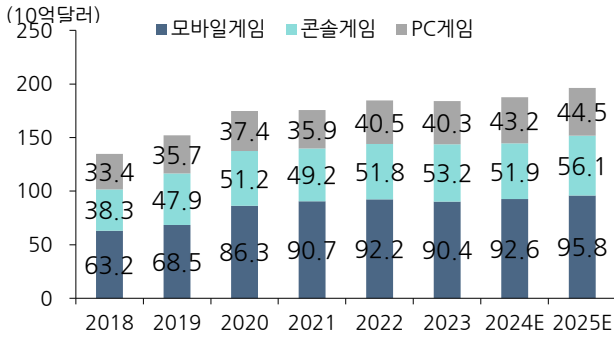
자료: 상상인증권

그림 13. 삼국지8 리메이크 - IP의 역량 돋보임



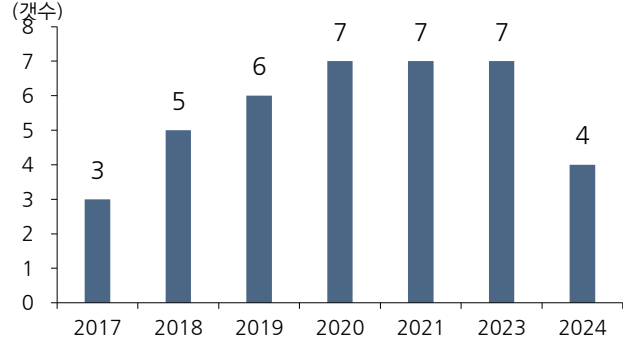
자료:상상인증권

그림 14. 글로벌 게임시장 추이 및 전망



자료: NEWZOO,상상인증권 추정

그림 15. 국내 구글 매출순위 TOP 10 내 MMORPG 갯수



자료:상상인증권

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	

게임산업 중국 판호 분석 및 전망

02

## 기업분석

| 시프트업, TP 91,000원

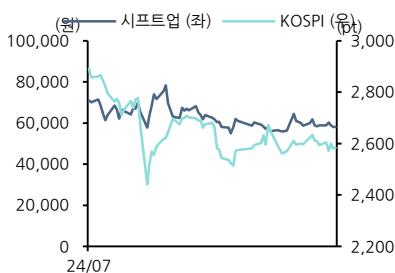
## BUY(신규)

목표주가(신규)	91,000원
종가(24.10.25)	58,000원
상승여력	56.9%

## Stock Data

KOSPI(10/25)	2,583.3pt
시가총액	33,834억원
액면가	200원
52주 최고가	78,300원
52주 최저가	55,000원
외국인지분율	1.5%
90일 일평균거래대금	317억원
주요주주지분율	
김형태 (외 10인)	43.2%
유동주식비율	17.8%

## Stock Price



## 판호 발급으로 투명해진 '25년 실적, 상세분석

## 목표주가 91,000원, 투자의견 BUY, 커버리지 개시

시프트업 목표주가 91,000원, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 EPS에 TARGET PER 20 적용해서 산출했다. 시프트업은 일반적인 국내 게임사 대비 확고한 3가지의 장점을 가지고 있다. 1)국내에서 유일하게 AAA 모바일+콘솔 모두 히트시켜본 경험이 있는, 글로벌 최상위 개발역량을 보유한 트렌디한 개발사이며, 2) 여기에 더해 서브컬처 전문 개발사라는 확고한 테마와 목적의식을 가지고 있으며, 3) 재무구조 및 인력POOL이 매우 우수하다. **종합하면 1)글로벌급 개발역량 + 3)우수한 재무구조 및 인력이 2)서브컬처라는 확고한 테마에만 집중해 전문적으로 개발하는 것이 주요 장점이다.** 치열한 게임시장에 모두 골고루 잘하는 것은 쉽지 않다. 확실한 특색이 필요하다. 시프트업은 서브컬처라는 확고한 특색을 기반으로 모든 플랫폼에 대한 기술력을 가지고 있는 회사이기에 긍정적이다.

25년 실적은 매출액 3,557억원, 영업이익 2,663억원을 전망한다. 니케 중국 1Q25(당사 추정) 출시, 스텔라 PC 2Q출시를 가정한 수치다. 중국니케 순매출 1,503억원, 스텔라 블레이드 순매출 438억원(YoY-13%)을 전망한다.(상세 추정로직은 뒷페이지 참고).

## 판호발급으로 불확실성 제거 GOOD, 결국 중국 실적이 밸류에이션 좌우

회사 인력규모가(약 300명) 작기 때문에 대형사처럼 신작이 쏟아져 나올 수는 없는 상황이다. 순수 신작은 '27년 프로젝트 위치스(모바일 오픈월드 추정), 후시 모를 스텔라 블레이드2(당사추정) 정도가 가시권에 있다. 다만 이에 맞춰서 인건비가 적고, 캐시카운인 '니케'의 매출이 탭티어 서브컬처 게임 특성 상 안정적이기에 매출이 QoQ로 급락하는 MMORPG 개발사보다 안정적이다.

중국니케 '25년 출시 없었다면, 단순 밸류에이션 상으로는 SELL이었다. 10/25 니케 중국 판호발급으로 인해 불확실성을 제거하고, 실적의 설명력이 높아져 긍정적이다. **당사 25년 추정 매출의 중국니케 비중이 42% 차지하는데, 당사는 성공가능성에 더 무게를 둔다.** 물론 실제 중국 성과 따라 적정 밸류에이션은 요동칠 전망이다.

## Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	169	111	107	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2024E	206	137	125	2,459	23.6	22.3	9.5	66.4	n/a
2025E	356	266	231	4,547	12.8	10.8	5.4	54.2	n/a
2026E	437	306	262	5,169	11.2	8.6	3.7	39.0	n/a

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

## 중국 승리의 여신 니케 분석

### 중국 판호 10/25일자로 발급 - 승리의 여신 니케 1Q25출시 전망

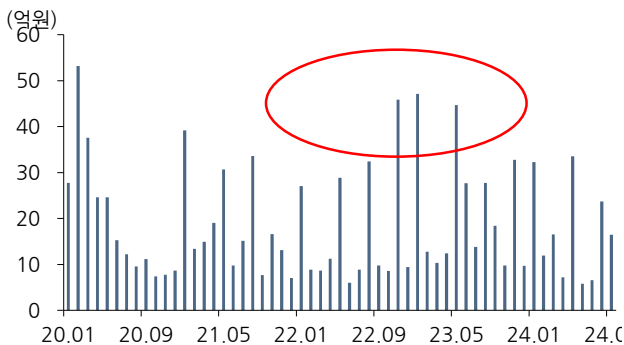
10/25일 자료 중국 판호를 받았기 때문에, 중국 실적 추정의 설명력과 세밀한 추정의 필요성 높아졌다. 중국 니케 출시에 대한 준비를 계속해 왔던 것으로 보이므로, 실제 출시시점은 빠른 시간 내 이뤄질 가능성이 높다고 보여진다. 당사는 1분기 출시를 전망한다.

실적 추정을 하기에 앞서, 고려해야 할 요소가 많다. 1) 미래시 문제, 2)중국의 선정적인 콘텐츠 검열, 3)최근 중국에 출시한 국내산 서브컬처 게임(블루아카이브)의 실패와 에픽세븐의 초기선방, 4)중국1위인 텐센트의 퍼블리싱 영향력.

1)미래시는 신규 출시서버와 글로벌 서버의 업데이트 격차로, 유저들이 미리 업데이트 내용을 알고 이에 맞춰 행동하는 현상을 가르키는 용어다. 수집형RPG에 있어서는 매우 주효하게 작용하는데, 일정시기에 좋은 캐릭터들이 존재하기 때문에 계획적으로 소비할 수 있기 때문이다. 반대로 지금은 좋아도 나중에 안 좋아지는 캐릭터는 뽑지 않는 경향성을 보인다.

미래시는 결국 퍼블리셔의 역량이 중요하다고 보여진다. 해당 문제는 분명히 텐센트도 인지하고 있다. 애초에 글로벌 서버도 텐센트가 운영하고 있기 때문에, 게임에 대한 이해도도 높을 것이다. 필그림과 같은 좋은 캐릭터를 빨리 내는 방안도 생각은 하고 있을 것이다. 즉 미래시 해결은 퍼블리셔의 역량에 달려있으며, 현재로서는 예상하기 어렵지만 텐센트가 최대한 매출에 영향을 주지않는 방향으로 수정해갈 것으로 보인다. 뒤에 서술할 페그오/프리코네 사례 감안하면, 시장에서 생각하는 것처럼 그렇게 중요한 이슈는 아닐 수 있다. 국내 기준으로도 사례가 많으나, 국내에서도 히트한 게임 중 하나인 명일방주의 사례를 보면, 미래시로 오히려 특정 캐릭터 매출이 집중되는 순효과도 존재했다.

그림 1. 명일방주 국내 매출액 추이 - 미래시 확인 후, 유효캐릭 뽑기



자료:모바일인덱스상상인증권

그림 2. 미래시 예시 - 페이트 그랜드 오더

[2023 서브컬처 게임 미래시] 페이트/그랜드 오

A 문명본 기사 | © 인제 2023.01.30 14:49 | 북영모임



2023년에는 서브컬처 게임 흥신은 계속 이어진다. 세레가 엔리치마지 속삭을 담은 '에비스' 등과 함께 '블리드 스테레일', '팩트 오브러스', '워더링 웨이브' 등 고품질의 신작들이 연달아 눈길을 끌었다.

신작은 중앙이지만 기존작들이 마켓시도 관심 받는다. 미래시인 시간착오로 '미에'에 밀리날 일을 보고 있다. 이는 계속 이어진다. 특히에서 미리 속나며 게임은 국내 퍼블리싱 코드다.

자료: 게임톡

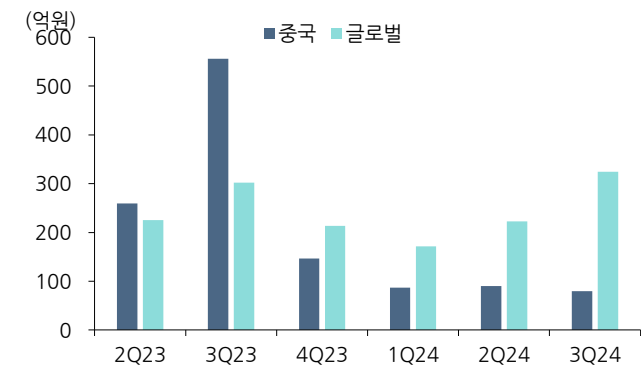
### 적절한 PEER는 오히려 일본산 서브컬처 게임

3)최근 한국 서브컬처 게임은 스마일게이트의 에픽세븐, 넥슨게임즈의 블루아카이브 2종이 23년 출시된 이력이 있다. 두 게임 모두 국내에서 높은 인기를 기록했던 1티어 서브컬처 게임이며, 18년 출시 후 판호발급 당시에는 인기가 다소 식었던 에픽세븐과 달리, 블루아카이브는 판호발급시점에도 높은 인기를 기록하고 있었다. 그런데 오히려 초기성과는 에픽세븐이 블루아카이브를 압도했다. 에픽세븐은 중국에서 1Y 상상인 추정 총매출 1,167억원, 블루아카이브는 수백억원 수준 기록한 것으로 당사는 추정하고 있다. 중국 IOS 최고매출순위는 에픽세븐 10위, 블루아카이브 19위 기록했다.

게임도 게임이지만, 니케가 앞선 두 게임 대비 확고히 나은 점은 퍼블리셔의 역량 차이라고 생각된다. 에픽세븐 - 블루아카이브의 격차 중 일부도, 사실상 글로벌 원월드 출시(미래시 최대한 제거)를 결정한 즈롱게임즈와 단순히 픽업기간만 조금씩 앞당긴 요스타의 운영 및 마케팅비용 지출 차이에서 비롯되었다고 보인다.

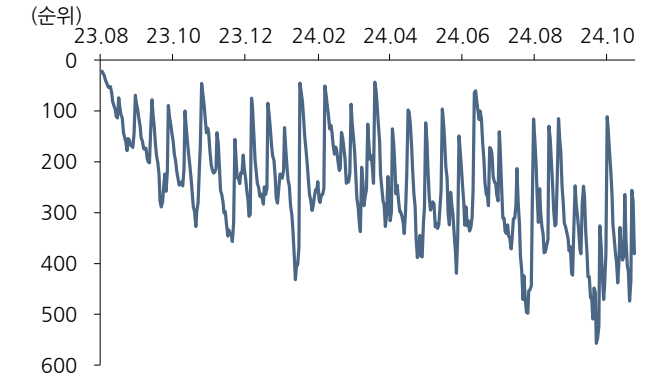
일본산 게임은 사례가 더 많다. 일본에서 중국으로 수입된 주요 서브컬처 게임은 페이트 그랜드오더(이하 페그오), 프린세스 커넥트 리다이브(이하 프리코네), 우마무스메, 해븐번즈레드 총 4종이다. 4게임 모두 글로벌에서 성공한 게임들이며, 서브컬처에서는 1군급인 비리비리가 퍼블리싱했으며, 미래시가 존재했고, 검열문제도 있었다. 니케와 공통점이 많다. 따라서 적절한 PEER는 국내보다는 일본 -> 중국으로 수입된 서브컬처 게임으로 판단한다.

그림 3. 에픽세븐 중국 출시 후, 중국 vs 글로벌 매출 추이



자료:모바일인덱스,IOS,AND,상상인증권 추정

그림 4. 블루아카이브 중국 IOS 매출순위 추이



자료: APPLE,상상인증권



### 중국 니케 결론: 글로벌과 유사한 매출수준 기대

성과는 제각각인데, 우마무스메는 중국 출시 1주만에 알 수 없는 사정(아마 경마라는 도박성 요소로 중국 검열에 걸린 것으로 추정)으로 서비스 종료되었고, 헤븐번즈레드는 일본대비 극열위, 페그오, 프린세스커넥트는 일본대비 성공했다.

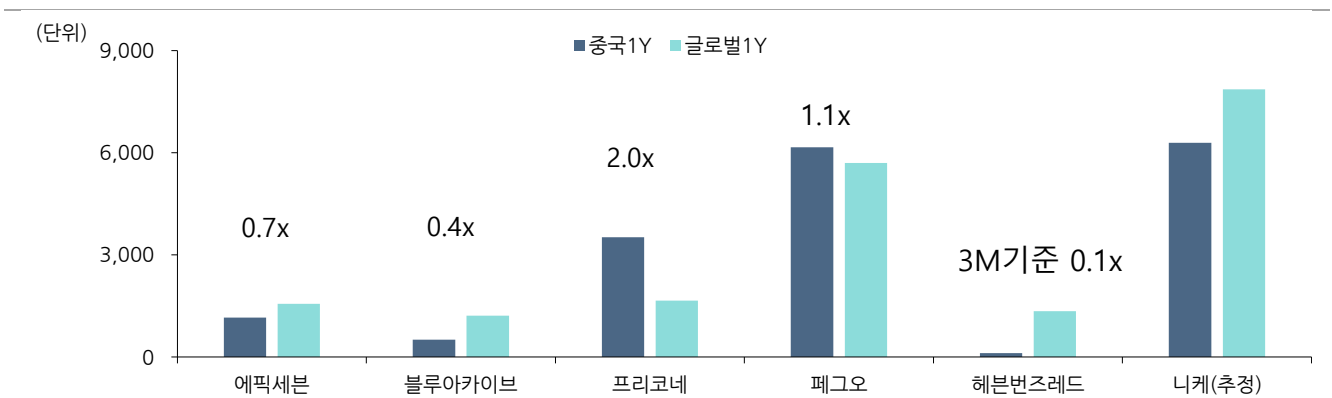
안드로이드 포함한 상상인증권 추정으로는, 출시+1Y기준 중국서버 헤븐번즈레드는 글로벌 대비 0.1배, 페그오는 1.1배, 프린세스 커넥트는 2배 수준의 매출을 보여준 것으로 보인다. 비리비리보다 텐센트 퍼블리싱 역량이 더 높다는 점을 고려하면, 니케중국의 추정치는 글로벌 서버 대비 0.7~1.1배수준에서 추정하는 것이 합리적으로 보인다. 당사는 앞서 말한 여러가지 요소와, 니케가 서브컬처 게임으로는 드물게 복미(매출비중 20%추정)까지 아우르는 대형 서브컬처 게임임을 고려, 중국 서버는 출시 1년간 글로벌 대비 소폭 부족한 수준의 매출을 발생시킬 것이라고 추정했다. 이에 니케 중국의 1Y 순매출을 1,503억원으로 전망한다.

그림 5. 일본산 서브컬처- 중국 출시 게임 성과 정리

게임명	일본 퍼블리셔	중국 퍼블리셔	일본 출시일	중국 출시일	성과
우마무스메	사이게임즈	비리비리	21.02.24	23.08.30	평가불가(실패) 1주만에 IOS 서비스 종료(검열문제 추정)
프리코네 리다이브	사이게임즈	비리비리	18.02.15	20.04.17	성공, 1Y 3,548억원 추정 하지만 뒷심은 부족, 매출 급감
페이트그랜드오더	애니플렉스	비리비리	15.07.30	16.10.13	성공, 1Y 6,156억원 추정 꾸준히 매출 발생
헤븐번즈레드	WFS	비리비리	22.02.10	24.07.17	실패 3M 115억원 추정

자료:상상인증권 추정,각사

그림 6. 서브컬처 게임들 출시 후 +1Y 중국/글로벌 성과

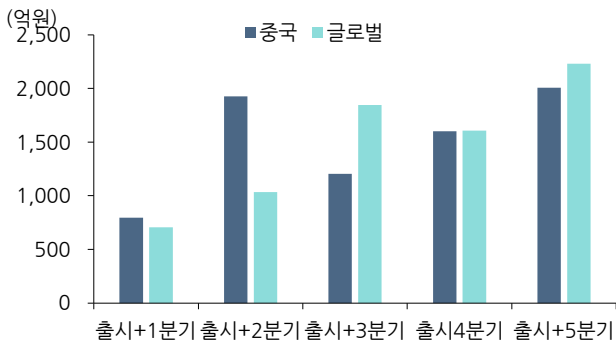


자료:상상인증권

주: 헤븐번즈레드는 출시 후 3m

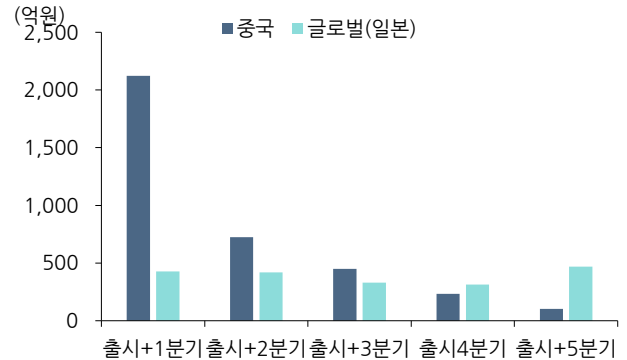
주2: 중국매출은 AND시장 포함해 상상인증권이 추정한 수치로, 실제 값과 다소 상이할 수 있음

그림 7. 페그오 글로벌 vs 중국(출시 첫 5분기)



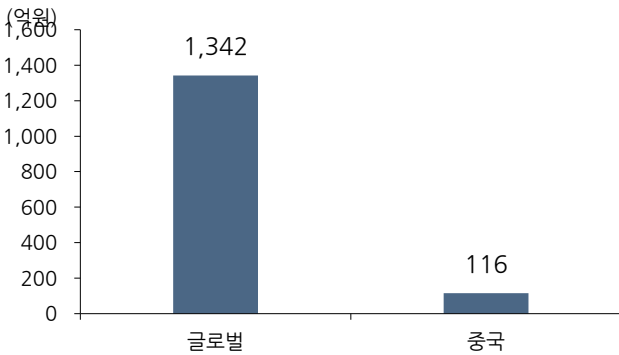
자료:상상인증권 추정,IOS,AND

그림 8. 프리코네 일본 vs 중국 (출시 첫 5분기)



자료: 상상인증권 추정,IOS,AND

그림 9. 헤븐브즈레드 글로벌 vs 중국(첫 3달)



자료:상상인증권

그림 10. 우마무스메 중국은 출시하자마자 서비스 종료

**Uma Musume Pretty Derby yanked from Chinese app stores two weeks after launch**

The game's sudden withdrawal may be due to the gambling connection of its horse racing themes



자료: pocketGamer,상상인증권

## 스텔라블레이드 PC 및 VALUATION

### 스텔라블레이드 PC, PS 판매량 하회 전망

PC 스텔라블레이드는 최근 파판16(첫주 PS 300만장판매, 1년 3개월 뒤, 첫주 PC 40%할인 후 30만장 판매추정)사례 등 발매시점 시차 고려해 봤을 때, MOD 수요 등으로 깜짝히트가 없다면 PS를 크게 하회하는 판매량 달성할 것으로 전망한다.

콘솔 독점작의 PC 추후 판매량이 콘솔을 훨씬 상회하는 경우가 없는 것은 아니지만(ex,GTA5) 대부분 온라인 플레이의 요소가 많은 경우가 대다수다. 아무래도 PC게이머 입장에서 1년만 지나도 오래된 게임이라는 인상이 강한 것도 한 몫한다. 온라인이 아니라면, 출시 후 매우높은 판매량 기대하기는 어렵다. 또한, 판매량이 출시 초기에 집중되는 경향도 상대적으로 떨어진다.

물론 서브컬처 게이머기에, MOD(유저들의 창작업데이트) 수요로 판매량이 급등할 가능성도 있긴 하다. 좋은 비교가 될 수 있는 것이 같은 서브컬처 진영의 니어오토마타(스쿠에니)인데, 해당 게임은 콘솔 출시 후 한달도 되지않아서 PC를 출시했기에 직접적 비교가 어렵다.

이미 중국 니케를 상대적으로 호의적으로 추정한 만큼, PC는 보수적으로 가정하고, 대신 PC 할인은 고려하지 않는다. 이에 `25 PC 순매출 308억원 전망한다.

결론적으로, `25F EPS 4,547원에 개발역량 및 IP 고려해 당사 게임주 PER 최상단 20배 적용해 목표주가를 91,000원으로 산출하고, 투자의견 BUY로 시프트업 커버리지 개시한다.

**단기적으로는 10/31(추정) 업데이트 될 니케 2주년 이벤트 성과를 주목한다.**

그림 11. 플스독점작 - PC 출시 사례,

게임	PS출시일	PC출시일	PS성과	PC성과
파판16	23.06.22	24.09.18	첫 주 300만	첫 주 30만 추정 +40%할인
호라이즌 제로던	17.02.28	20.08.07	1년 760만장	1년 반 240만장 +26%할인
갓오브워	18.04.20	22.01.15	1달 500만장	두달 반 97만장

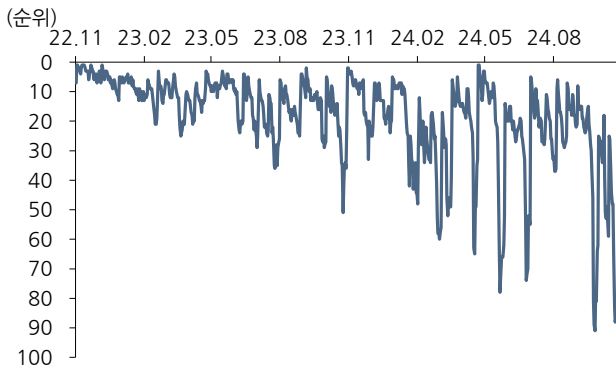
자료:상상인증권,VGCHARTZ,각사,언론종합

그림 12. 스텔라 블레이드



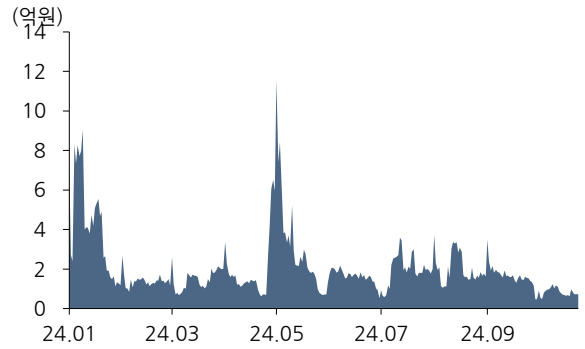
자료: Apple,상상인증권

그림 13. 니케 일본 IOS 순위 추이



자료:APPLE,상상인증권

그림 14. 니케 국내매출 추이



자료: 모바일인덱스,상상인증권

그림 15. 니케 2주년 방송 반응은 좋았음



자료:db,youtube

그림 16. 니케는 0.5주년 마다 성수기임, 이번엔 2주년



자료: 시프트업,상상인증권

표1. 실적테이블

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	374	652	516	522	884	959	870	844	1,686	2,064	3,557
글로벌 니케	365	385	360	413	351	367	379	468	1,635	1,523	1,565
중국 니케					471	395	338	298			1,503
스텔라블레이드		259	147	98	49	185	141	63		504	438
영업비용	114	201	140	237	164	247	186	296	575	692	893
인건비	91	171	111	205	111	191	132	235	467	578	669
변동비	7	9	9	9	18	19	17	21	48	34	75
고정비	16	21	20	23	35	37	37	40	61	80	149
영업이익	260	451	376	285	720	712	683	548	1,111	1,371	2,663
OPM(%)	69%	69%	73%	55%	81%	74%	79%	65%	66%	66%	75%
지배순이익	247	404	338	261	607	623	599	479	1,067	1,249	2,309
NPM (%)	66%	62%	65%	50%	69%	65%	69%	57%	63%	61%	65%

자료: K-IFRS연결기준,상상인증권 추정

표2. Valuation

구분	내용	비고
'25년 예상 EPS	4,547원	자기주식 수 제외
적정 PER	20배	개발역량 고려, 당사 게임주 최상단 PER 적용
적정주가	90,940원	25F EPS * Target PER
<b>목표주가</b>	<b>91,000원</b>	<b>백단위 반올림</b>
현재주가	58,000원	10/29기준
UPSIDE	56.9%	10/29기준

자료: 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>			<b>299.3</b>	<b>527.8</b>	<b>788.4</b>
현금 및 현금성자산			243.0	439.7	679.3
매출채권			51.3	82.9	103.6
재고자산			0.0	0.0	0.0
<b>비유동자산</b>			<b>32.5</b>	<b>37.1</b>	<b>40.5</b>
관계기업투자등			0.0	0.0	0.0
유형자산			1.6	2.9	4.1
무형자산			5.1	7.3	8.5
<b>자산총계</b>			<b>331.8</b>	<b>564.8</b>	<b>828.8</b>
<b>유동부채</b>			<b>11.2</b>	<b>13.3</b>	<b>14.8</b>
매입채무			3.1	4.9	6.2
단기금융부채			2.6	2.6	2.6
<b>비유동부채</b>			<b>10.3</b>	<b>10.4</b>	<b>10.5</b>
장기금융부채			8.4	8.4	8.4
<b>부채총계</b>			<b>21.5</b>	<b>23.7</b>	<b>25.3</b>
<b>지배주주지분</b>			<b>310.2</b>	<b>541.1</b>	<b>803.6</b>
자본금			10.2	10.2	10.2
자본잉여금			99.0	99.0	99.0
이익잉여금			196.0	426.9	689.3
<b>비지배주주지분</b>			<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>			<b>310.2</b>	<b>541.1</b>	<b>803.6</b>

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>			<b>206.4</b>	<b>355.7</b>	<b>437.4</b>
매출원가			0.0	0.0	0.0
매출총이익			206.4	355.7	437.4
판매비와 관리비			69.2	89.3	131.0
<b>영업이익</b>			<b>137.1</b>	<b>266.3</b>	<b>306.4</b>
EBITDA			141.0	272.9	314.9
금융손익			1.4	-2.2	-2.2
관계기업등 투자손익			0.0	0.0	0.0
기타영업외손익			8.3	8.2	8.2
<b>세전계속사업이익</b>			<b>146.8</b>	<b>272.3</b>	<b>312.4</b>
계속사업법인세비용			21.9	41.4	50.0
당기순이익			124.9	230.9	262.4
<b>지배주주순이익</b>			<b>124.9</b>	<b>230.9</b>	<b>262.4</b>
매출총이익률 (%)			100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)			66.4	74.9	70.0
EBITDA 마진률 (%)			68.3	76.7	72.0
세전이익률 (%)			71.1	76.6	71.4
지배주주순이익률 (%)			60.5	64.9	60.0
ROA (%)			62.3	51.5	37.7
ROE (%)			66.4	54.2	39.0
ROIC (%)			295.7	238.8	209.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>			<b>173.5</b>	<b>207.8</b>	<b>251.6</b>
당기순이익(손실)			124.9	230.9	262.4
현금수익비용가감			27.8	6.6	8.6
유형자산감가상각비			1.4	1.8	2.6
무형자산상각비			2.5	4.8	5.9
기타현금수익비용			20.7	0.1	0.1
운전자본 증감			20.8	-29.7	-19.4
매출채권의 감소(증가)			10.0	-31.6	-20.7
재고자산의 감소(증가)			0.0	0.0	0.0
매입채무의 증가(감소)			-1.3	1.9	1.2
기타영업현금흐름			12.0	0.1	0.1
<b>투자활동 현금흐름</b>			<b>-31.1</b>	<b>-11.2</b>	<b>-12.0</b>
유형자산 처분(취득)			-1.5	-3.1	-3.8
무형자산 감소(증가)			-7.0	-7.0	-7.0
투자자산 감소(증가)			0.3	0.0	0.0
기타투자활동			-22.8	-1.0	-1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>			<b>41.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
차입금의 증가(감소)			-0.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)			41.7	0.0	0.0
배당금 지급			0.0	0.0	0.0
기타재무활동			0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>			<b>183.7</b>	<b>196.6</b>	<b>239.7</b>
기초현금			59.3	243.0	439.7
기말현금			243.0	439.7	679.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E			23.6	12.8	11.2
P/B			9.5	5.4	3.7
EV/EBITDA			22.3	10.8	8.6
P/S			14.3	8.3	6.7
배당수익률 (%)			n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율			n/a	72.4	23.0
영업이익 증가율			n/a	94.2	15.0
세전이익 증가율			n/a	85.5	14.7
지배주주순이익 증가율			n/a	84.9	13.7
EPS 증가율			n/a	84.9	13.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율			6.9	4.4	3.1
유동비율			2,666.9	3,957.7	5,324.3
순차입금/자기자본			-75.0	-79.4	-83.3
영업이익/금융비용			69.3	117.7	135.4
총차입금 (십억원)			10.9	10.9	10.9
순차입금 (십억원)			-232.8	-429.5	-669.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS			2,459	4,547	5,169
BPS			6,110	10,657	15,826
SPS			4,064	7,004	8,614
DPS			n/a	n/a	n/a

시프트업 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:최승호)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	50.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	97.7%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	33.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	2.3%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	16.7%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	