

# Morning Meeting Brief

## Daishin's View

### [Daishin's View] 2025년 1월 2주차

- 연준의 매파적 스탠스로 인한 채권금리, 달러화 상승압력 정점 근접. 원/달러 환율은 국내 정치적 리스크 체크
- 트럼프 취임을 앞둔 상황에서 정책 속도와 강도에 대한 경계심리 유입. 증시 차별적인 등락 예상. 조정시 비중확대 제안
- 유가는 70달러 이하에서는 Downside Risk보다 Upside Potential 높다고 판단

## Global Strategy

### [일본 마켓 레이터 Weekly / 1월 2째주 전략] 일본제철, US 스틸 인수 무산 영향

- 현 바이든 대통령, 일본제철의 US스틸 인수 불허. 일본 정부, 우방국으로서의 자존심 훼손에 대해서 불편한 내색
- 앞서 반대 의사를 표명한 트럼프 취임 이후, 달라질 것은 없어 현 상황에 대해 일본 정부는 수용해야 할 것
- 다만 향후 일본제철, 자본 제휴, 일부 시설 인수 등 대안 모색 시 미일 관계에 대한 현 우려 섞인 시선 바로 바뀔 전망

문남중. namjoong.moon@daishin.com

## Commodity

### 미국에 드리운 한파 예보

- 미 멕시코만에 드리운 북극 한파 예보, 시장은 2021년 2월 같은 공급 차질 경계
- 이러한 가운데, 우크라이나 경유 가스관 계약 종료, 유럽의 미국산 의존 가중 불가피
- 트럼프 2기 출범 시 신규 LNG 터미널 가동 허가, 수출만 최대 40% 증가, 헨리허브에 기회

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### [Issue comment] IT/전기전자(Tech weekly) : 1월 비중확대, 2025년 교체 수요로 실적은 성장 전망

- 1월에 투자 전략은 4Q24 부진한 실적보다 2025년 성장 전망에 초점
- 2024년 4Q, 전기전자 업종 실적은 종전대비 하회 및 25년 추정이 하향될 전망
- 삼성전자향 연성PCB(인터플렉스)는 갤럭시S25 출시 및 XR기기 관련 수혜 예상

박강호. kangho.park@daishin.com

### [Issue comment] CES 2025 : CES 2025 시사점 :AI, 모빌리티의 대중화!

- CES2025 핵심 주제 : 1) AI 2) 모빌리티 3) 로봇틱스 & 디지털헬스
- 패러다임 변화에서 대중화 단계로 전환 : 신성장의 촉매로 작용
- 생성형 AI로 진화 : 2025년 IT기기의 교체수요를 촉발

박강호. kangho.park@daishin.com

**[4Q24 Preview] 크래프톤: 실적과 신작 모두 기대해도 좋은 구간**

---

- 4Q 컨센 상회하는 영업이익 예상. 배그는 전 플랫폼에서 트래픽 우상향 지속
- 높아진 트래픽에 ARPU 높은 시즌인 1Q에 배그 최고 실적 달성 전망
- 2025년 첫번째 신작 inZOI 곧 출시 예정으로, 주가에 신작 기대감 반영 전망

이지은, Jeeeun.lee@daishin.com

---

**[4Q24 Preview] 엔씨소프트: 신작의 연이은 흥행 부진**

---

- 4Q 영업이익은 컨센 하회 전망. 신작의 흥행 부진과 대규모 인력 감소 영향
- 연이은 모바일 신작의 흥행 부진, 1H25 탑라인 성장 어려울 것으로 전망
- 2025년 2분기 말 신작 출시까지 실적, 신작 모멘텀 모두 부족 판단

이지은, Jeeeun.lee@daishin.com

---

## 2025년 1월 2주차

### [금리] 국고 3년 2.45~2.70%

한국과 미국 간의 펀더멘털, 통화정책 기조 차이 등으로 시중금리 동향의 차별화가 상당 기간에 걸쳐 지속되고 있음. 한국의 정치적 불확실성 요인 부각도 상이한 금리 움직임에 영향. 한국은 성장률 전망치 하향, 성장 지원을 위한 통화정책 행보 등을 감안한 시중금리의 하향 안정화가 나타나고 있음. 다만 가파른 금리 하락에 따른 레벨 부담으로 조정 압력은 수시로 부각. 미국은 12월 때파적인 인하 이후 금리의 상승 변동성 압력이 상존하고 있음. 트럼프 트레이드의 여진도 여전히 금리에 비우호적으로 작용. 그러나 과매도 인식에 금리 상단은 제한됨

### [환율] 원/달러 환율 1,390~1,530원

대외 달러 강제압력 상당한 상황에서 대내 정치불안이 잔존하여 달러원 환율은 장중 1,487원까지 상승. 달러 강제압력은 정점에 가까워진 것으로 보임. 미국 트럼프 취임 이후 경제 정책은 점차 구체화될 것으로 보이며, 1분기 미국 경기 속도조절 예상되어 연준의 스탠스 변화 나타날 수 있기 때문. 다만 주요 이벤트 및 통화정책 회의가 1월 하순에 예정되어 있어 그 전까진 경계심이 달러가치를 뒷받침할 소지. 대외 달러 강제압력이 완화되더라도 대내적인 정치 불안 남아있는 한 달러원 환율 하락은 제한적일 수 밖에 없음. 단기적으로는 대내 정치 불확실성 해소가 우선

### [국내 증시] KOSPI 2,350 ~ 2,600p

트럼프 정책 불확실성 선반영. 1월 20일 취임 전후 충격보다 안도감 유입 가능. 이와 함께 과도한 통화정책 우려(연내 1번 금리인하) 진정 시 채권금리, 달러 하향안정 예상. 국내 정치적 리스크 정점 통과, 점차 완화/해소 국면 진입할 것. 원화 약세 압력 진정, 외국인 수급 개선. 대내외 악재는 물론, 예상치 못한 정치적 불확실성, 과도한 통화정책 우려 등 선반영한 KOSPI. 수출 호조, 환율 효과 감안할 경우 4분기 실적 시즌 우려보다 양호할 가능성. KOSPI Deep Value 구간에서 분위기 반전 예상. 낙폭과대, 실적대비 저평가 업종 중심 비중확대 유지

### [글로벌 증시] S&P500 5,800 ~ 6,200p

트럼프 2.0 시대 개막, 범 미국 증시(↑,미, 유, 일)와 범 중국 증시(↓,러, 동남아, 한 등) 간 디커플링 뚜렷. 미국 증시, 1월 상반기 1월(새해)효과와 하반기 트럼프 2.0 효과 반영. 상방 압력 확대. 8일 12월 ISM 서비스업지수를 통해 양호한 경제 체력에 대한 확인을, 8일 ADP 취업자 변동과 10일 12월 비농업부문 고용자 수의 전월 대비 감소가 연준 통화정책을 두고 완화적 해석으로 일부 해석될 여지. 중국 증시, 경기 부양책 발표 시점이 춘제 이후가 될 것이라는 투자자 실망감. 춘제(1.28~2.4일)전까지 하방 압력 커질 것. 범 미국 증시, 1월 상승 과정 속 얇은 조정은 비중 확대 기회(나스닥, 커뮤니케이션/IT헬스케어/경기소비재), 성장/대형/퀄리티, M7)

### [원자재] WTI 68~78\$/bbl.

트럼프의 드릴 베이비 드릴의 맹점은 투자-생산까지의 시차, 엑스모빌 측의 주장처럼 당장 공급 제한적. 지금은 중국의 부양에 초점, 2009년 이후 첫 완화 스탠스(통화)는 수요에 낙관적 방향 제공할 것

### [부동산] 주택 : 포함, 상업 : 포함.

주택 : 전국 음(-)전, 서울 상승률 둔화. 상업 : 임대료 상승률 둔화, 공실률 증가, 매도 물량 증가

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 일본제철, US스틸 인수 무산 영향

- 일본 정부, 우방국으로서 자존심 훼손에 대해 불편한 내색
- 트럼프 취임 이후, 달라질 것은 없어 현 상황에 대해 일본 정부 수용할 것
- 일본제철, 자본 제휴, 일부 시설 인수 등 대안 모색 시 미일 관계 시선 개선

3일 바이든 대통령이 일본제철의 US스틸 인수를 불허했다. 일본제철은 해외 판로 확보를 위한 목적으로 US스틸 인수를 진행해 왔지만, 30일 이내 인수 계획을 철회해야 하고 이를 연장하지 않을 경우 2월 2일까지 인수 포기 증명서를 제출해야 한다. 대통령이 그동안 재무부 산하의 외국인투자심의위원회(CFIUS) 심사 결과를 토대로 인수 중지를 명령했던 사례는 8건으로, 7건이 중국 기업의 인수건이었다. 이 때문에 일본 정부는 즉각 유감이라는 입장을 밝히며 향후 미일 관계에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 우려했다.

앞서 현 바이든 대통령과 차기 트럼프 대통령 모두 인수에 반대 의사를 표명한 바 있어, 예상치 못한 결과는 아니다. 하지만 일본 정부가 인수에 적극적으로 지원을 해왔다는 점에서 우방국으로서의 자존심 훼손에 대해서는 불편한 내색을 드러내고 있다. 일본은 지난해까지 5년 연속 대미 투자 총액 1위국이었다. US스틸은 지난해 4/4분기 적자 전환이 예상되는 등 자력으로 회생하기가 어려운 상황으로, 일본제철의 투자가 절실하다. 일본제철 또한 올해 6월까지 US스틸을 인수하지 못할 경우 5억 6,500만 달러의 위약금을 지불해야 해, 향후 미국 정부를 상대로 소송을 통해 2월 2일까지 법원에 인수 포기 명령의 일시 중단을 요구하는 게 최우선 관건이 될 것이다.

이번 일본제철의 US스틸 인수 불허가 미일 관계에 부정적 영향을 미칠 것이라는 의견도 있지만, 트럼프 취임 이후 달라질 것은 없어 보여 현 상황에 대해 일본 정부는 수용해야 할 것이다. 향후 대미 투자에 대한 일본 정부 및 기업의 신중한 접근성은 높아지는 계기가 되겠지만, 일본제철이 자본 제휴, 일부 시설 인수 등의 대안을 모색할 경우 현 미일 관계에 대한 시선은 바로 바뀔 것이다. 잠시 스쳐가는 바람이다.

### 이번 주 중요 경제지표 및 이벤트 (25.1.6~1.12)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
12월 서비스업PMI	일본	1.6	50.5 %	51.4 %	▲	임금 상승으로 서비스 수요와 가격이 완만하게 상승한 영향
11월 경기선행지수	일본	1.10	0.2 % MoM	-	-	경기, 일부 약한 움직임도 있지만 완만하게 회복. 잠재성장을 상회 지속
12월 고용	미국	1.10	227 / 4.2 / 4.0 천명, %, % YoY	153 / 4.2 / 4.0 천명, %, % YoY	▼ / - / -	고용 둔화에 따른 연준의 완화적 통화정책 기대 부각 시 연화 강세 영향

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
1.6	일본	서비스업 PMI	24.12월	%	50.5	51.4	▲
1.9	미국	FOMC 회의록	24.12월				
1.10	일본	경기선행지수	24.11월	% MoM	0.2	-	-
	미국	비농업부문 고용자수 / 실업률 / 시간당 평균임금	24.12월	천명, %, % YoY	227 / 4.2 / 4.0	153 / 4.2 / 4.0	▼ / - / -
1.11	미국	미시간대 소비자심리 / 기대인플레이션 1년 / 5~10년	25.1월	P / % / %	73.3 / 2.8 / 3.0	- / - / -	- / - / -

기준일: 25. 1. 3  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 미국에 드리운 한파 예보, 불안 자극하는 유럽 에너지난

- 미국에 드리운 북극 한파 예보, 시장은 2021년 2월 같은 공급 차질 경계
- 이러한 가운데, 우크라이나 경유 가스관 계약 종료, 유럽의 미국산 의존 가중
- 트럼프 2기 출범 시 신규 LNG 터미널 가동 허가, 수출만 최대 40% ↑ 기대

## 미 동부와 멕시코만에 드리운 한파 예보, 문제는 공급 차질 가능성

전주 미 해양대기청(NOAA)은 1월 7일부터 미 동부와 석유/천연가스 산지인 멕시코만 일대에 북극 한파가 남하하게 될 것이라 예보했다. 이 소식이 전해지자 미 헨리허브 가격은 3.3달러에서 4.2달러까지 높은 변동성을 보이고 있다. 단순 난방향 수요에 대한 기대감일까? 그렇지 않다. 시장 참가자들은 공급 차질 가능성을 경계하고 있다.

겨울철 미 멕시코만 일대는 평균 10~19°C로 온화한 편에 속한다. 하지만 제트기류 약화와 라니냐가 맞물릴 겨울철에는 전혀 다른 상황이 연출된다. 중위도(예: 미 동부) 지역과 고위도(극지방)의 온도차가 축소될 시 북극 한파를 막아주는 제트기류는 약화된다. 이 같은 상황에서 서쪽으로 향하는 무역풍이 라니냐로 인해 빨라질 경우 그 공백을 틈타 북극 한파가 남하하게 되며 해당 지역은 영하권에 들어서게 된다.

여기서 수급 충격이 시작된다. 예로는 2021년 2월의 사례이다. 당시 북극 한파가 남하하자 미 전역의 가정/상업용 천연가스 수요는 과거 5년 레인지를 상회했으며 재고 역시 단 한 주 만에 98Bcf 가량 급감했다. 문제는 공급이었다. 앨러스와 휴스턴 지역 기온은 각각 -18°C와 -10°C까지 내려갔다. 캐나다 또는 북동부 지역과 달리 이 일대는 한파에 취약한 시설 환경 탓에 가스관과 송유관이 모두 동파됐으며 이로 인해 25~45%의 공급 차질이 발생했다. 이번 역시 과거가 재현될 수 있는 상황이다.

## 러시아와의 결별, 유럽 에너지 위기는 미 천연가스인 헨리허브에는 기회

물론 북극 한파에 따른 공급 차질은 발생 기간이 관건이다. 그러한 점에서 추가 상승을 견인할 모멘텀이 필요하다. 바로 유럽의 에너지 위기이다. 전주 러시아 천연가스 생산 기업 가스프롬 측은 우크라이나 측과 체결했던 우렌고이 가스관 계약을 2024년 12월 31일부로 종료한다고 전했다. 해당 시설은 우크라이나를 거쳐 슬로바키아로 향하는 가스관으로 EU의 천연가스 수입 중 6%(2019년: 12.5%)를 차지한다. 이번 계약 연장이 불발됨에 따라 러시아산 의존도는 8%로 축소가 불가피해졌다. TTF 가격이 말해주는 것처럼 유럽의 불확실성은 다시 점증하고 있다.

유럽의 위기는 자연스럽게 미 헨리허브에는 기회이다. EU의 미국산 천연가스 수입 비중은 13%로 전체 LNG 수입 중 48%를 차지한다. 러시아-우크라이나 전쟁 이후 미국산 LNG가 +21%p 확대된 것을 감안하면 이번에도 수혜 받을 수 있다. 지난 20일 트럼프 당선인은 EU 측이 미국산 수입을 늘리지 않는다면 보복 관세를 부과할 것이라 압박했는데 이에 EU 집행위는 수입을 늘릴 용의가 있다고 응답했다. 현재 일부 신규 LNG 터미널은 지난 자료 <동켈플라우테와 트럼프가 끌어올릴 천연가스(24.12.23)>에서 살펴본 바와 같이 바이든 행정부에 의해 가동이 보류된 상태이지만 차기 행정부 출범 시 수출량만 약 40% 확대될 수 있다. 이 같은 점을 고려, 올해 상반기 6달러까지 도달할 것이라는 기존 View를 유지한다. 지금 에너지 섹터는 여전히 매력적인 구간에 있다.

IT  
(CES2025)

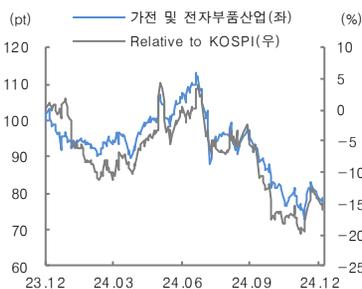
박강호 kangho.park@daishin.com

투자이견

## Overweight

비중확대, 유지

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	-14.0	-25.1	-22.0
상대수익률	4.2	-9.8	-14.2	-16.7

CES2025 시사점 :  
AI, 모빌리티의 대중화!

- CES2025 핵심 주제 : 1) AI 2) 모빌리티 3) 로봇틱스 & 디지털헬스
- 패러다임 변화에서 대중화 단계로 전환 : 신성장의 촉매로 작용
- 생성형 AI로 진화 : 2025년 IT기기의 교체수요를 촉발

## AI(인공지능)/모빌리티, 다양한 산업간의 융복합에 기여, 신성장을 촉진

CES(Consumer Electronic Show)2025, 최근 수년간 화두는 AI, 이번 메인 주제도 AI(인공지능)와 모빌리티로 판단. 2017년에 AI 주제가 부상한 이후에 AI가 점차 모빌리티(자율주행)와 다수의 기기를 연결, 개인별 서비스를 제공 가능한 중요한 매개체로 역할을 담당. AI(인공지능)는 스마트홈, 모빌리티와 로봇틱스, 디지털 헬스(헬스케어), 에너지산업, 핀테크 등 다양한 산업 변화를 가져온 배경으로 성장. 2025년 생성형 AI로 진화, 빅데이터의 분석으로 개별적인 소비자/이용자의 니즈(수요)에 적합한 맞춤형 콘텐츠, 서비스를 제공할 전망. 인간의 노동(직업) 영역을 점차 무형의 AI가 대체하여 생산성의 제고 관점에서 중요한 투자 기준으로 부상.

AI는 다양한 산업간 경계를 약화 및 융복합에 기여, 또한 초연결된 사회를 지향. 융복합과 초연결된 사회의 토대는 데이터의 연결과 활용. 이미 사회는 사물인터넷(The Internet of Thing)의 인프라를 구축, 초연결(5G, 클라우드, 엣지컴퓨팅 등)된 사회, 산업, 가정을 시현. 스마트시티, 스마트팩토링, 스마트 홈 등에서 AI 기반의 서비스를 활용, 사용자의 효율성을 최적화, 극대화해 주력

CES2025에서 주최협회(CTA<미국 소비자기술협회>)가 정한 DIVE IN 맞게 AI는 우리의 생활, 산업, 비즈니스 등에 다양하게 활용. 멀지 않은 미래에 우리가 AI 생태계 환경에서 더 생산적, 더 효율적, 더 건강한 삶(Life)을 영위할 수 있는 모습으로 진화

## CES2025, 주목할 투자포인트는 3개로 요약

- 1) AI(인공지능)은 스마트 홈에서 시작. LG전자와 삼성전자 등 글로벌 IT 업체는 스마트홈의 미래 모습을 AI에서 찾음. 소비자의 경험성, 편리성에 초점, 스마트폰, 가전의 연결과 제어, 그리고 스스로의 운전(작동)을 추구. 최근 AI 기반의 구독가전으로 소비자 구입 형태가 변화. 구독가전은 결국 구독 경제로 진화. 생성형 AI로 전환 및 AI 대중화로 2025년 주요 IT기기의 교체 수요를 자극하여 새로운 성장을 촉진시킬 전망
- 2) 모빌리티는 차량을 넘어서 스마트홈, 로봇틱스, 디지털(헬스)케어 등 산업간 융복합을 촉진. 미래의 모빌리티는 공유경제 및 구독경제를 동시에 활성화, 산업간의 경계가 약해진 동시에 융복합의 길로 인도. LG전자가 MX 플랫폼을 소개, 미래의 자동차 산업 모습(자율주행을 기반으로 숙박, 운송, B2B 등 공유경제 촉진)을 제시. 모빌리티는 자율주행 기술 확보에 주력 및 다양한 산업의 새로운 성장에 기여
- 3) 미래의 신성장은 로봇틱스, 디지털 헬스로 판단. AI와 모빌리티가 다양한 산업에 접목하여 로봇틱스, 디지털헬스의 성장을 가속화. 빅데이터 분석과 개인별 정보를 종합하여 맞춤형 의료 서비스가 제공. 또한 사람의 노동과 서비스 영역을 대체, 생산성 추구 관점에서 로봇틱스에 투자가 확대, 성장세가 높을 전망

## IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

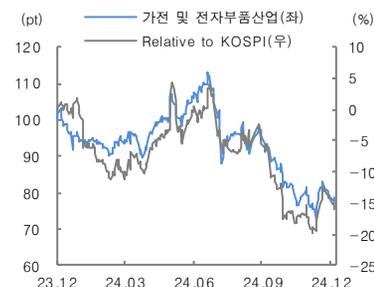
투자이견

## Overweight

비중확대 유지

## Rating &amp; Target

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	-14.0	-25.1	-22.0
상대수익률	4.2	-9.8	-14.2	-16.7



## 1월 비중확대, 2025년 교체 수요로 실적은 성장 전망

- 1월에 투자 전략은 4Q24 부진한 실적보다 2025년 성장 전망에 초점
- 2024년 4Q, 전기전자 업종 실적은 종전대비 하회 및 25년 추정이 하향될 전망
- 삼성전자향 연성PCB(인터플렉스)는 갤럭시S25 출시 및 XR기기 관련 수혜 예상

## 부진한 4Q24 실적보다 2025년 성장에 초점

2025년 1월, 주요 IT기업의 4Q24 실적 프리뷰 및 확정 실적 발표가 진행된다. 이미 4Q24 비수기 및 수요 약화로 재고조정이 진행, 이익 하향된 부분이 주가에 선반영된 것으로 판단한다. 다만 긍정적인 이슈 및 수요 회복의 신호가 미미하기 때문에 부진(영업이익이 하향)한 4Q24 실적이 당분간 주가의 변동성을 부여할 것으로 예상된다. 2025년 2Q 전후로 주요 부품의 재고조정 마무리, 하반기 수요 회복의 기대감으로 반도체, MLCC 등 주요 부품의 재고 축적이 진행된다. IT 업체의 가동률 상향으로 실적 개선(2Q25)이 전망된다. 4Q24에 평균 원달러 환율이 1,400원(+3.2% qoq)을 기록, 현재 1,471원(1/3 기준, +5.1%)인 점을 감안하면 2025년 2Q IT 기업에 추가적인 이익 상황의 근거로 판단된다.

2025년 1월, 국내외적으로 불확실한 요인의 축소도 진행, 2Q25에 영업이익 증가(QoQ) 시기를 종합해보면 1월에 점진적인 비중확대 전략은 유효하다. 삼성전자와 SK하이닉스의 2025년 연간 추정실적이 종전대비 하향, 낮아지면서 현 주가대비 밸류에이션 매력도는 상대적으로 높아졌다. 삼성전기, LG이노텍도 4Q24 및 2025년 추정 실적의 하향도 진행되었다. 1월에 투자 전략은 4Q24 부진한 실적보다 2025년 성장 전망에 초점, 비중확대에 맞추어야 한다.

## 전기전자, 4Q24 실적은 종전 추정대비 하회

2024년 4Q, 전기전자 업종의 실적은 종전대비 하회 및 2025년 연간 추정이 하향될 전망이다. 삼성전기와 LG이노텍의 4Q24 영업이익 추정이 이전 추정(자료 발간 시점 기준)대비 각각 12.6%, 15.1%씩 하회가 예상된다. 삼성전기는 반도체 기판의 매출 부진, MLCC 재고조정이 반영되면서 전체 영업이익률이 전분기대비 2.4%p 하락으로 추정된다.

LG이노텍도 기판(반도체 및 Tape Substrate)은 예상대비 부진, 반도체 출하량 감소 및 TV 수요 둔화로 매출 감소, 영업이익률 하락을 예상한다. 광학솔루션도 고정비 부담 증가 및 전자적인 일회성 비용이 반영되면서 종전 추정대비 수익성 하회를 전망한다. LG전자는 HE(TV)와 VS(전장)에서 경쟁심화와 매출 둔화로 수익성이 예상대비 부진으로 추정된다. 전기전자 업종내 대형 기업은 일정부분 예상한 범위내에서 영업이익이 종전 추정을 하회할 것으로 보인다. 이것이 추가적인 주가 하락의 요인보다 반등 모색을 찾는 과정에서 저점 신호로 해석이 유효하다.

# 크라프트 (259960)

이제는

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**480,000**

유지

현재주가

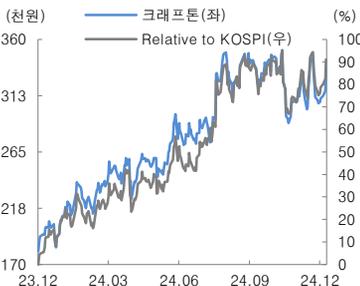
**335,000**

(25.01.03)

다지털콘텐츠업종

KOSPI	2441.92
시가총액	16,049십억원
시가총액비중	0.75%
지분급(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	351,000원 / 184,500원
120일 평균거래대금	409억원
외국인지분율	42.32%
주요주주	장병규 외 32 인 22.77% MAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 13.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-0.9	22.9	72.0
상대수익률	4.4	4.0	40.7	83.6



## 실적과 신작 모두 기대해도 좋은 구간

- 4Q 컨센 상회하는 영업이익 예상. 배그는 전 플랫폼에서 트래픽 우상향 지속
- 높아진 트래픽에 ARPU 높은 시즌인 1Q에 배그 최고 실적 달성 전망
- 2025년 첫번째 신작 inZOI 곧 출시 예정으로, 주가에 신작 기대감 반영 전망

### 투자 의견 매수, 목표주가 480,000원, 게임주 Top-pick 유지

12MF EPS 23,431 원에 Target PER 20.6배 적용. Target PER은 글로벌 게임 peer의 12MF PER 평균 적용

### 실적과 신작 모두 기대해도 좋은 구간

4Q24 매출액 6,832억원(YoY 28%, QoQ -5%), 영업이익 2,809억원(YoY 71%, QoQ -13%) 예상. 매출은 컨센 부합, 영업이익은 컨센 상회하는 실적 전망

1) PC 매출 2,600억원(YoY 56%, QoQ -5%) 추정. 블랙마켓 업데이트 영향으로 4분기 평균 트래픽은 람보르기니 콜라보 이벤트가 있었던 전분기대비 6만명 이상 증가. ARPU는 첫번째 블랙마켓 업데이트가 있었던 4Q23 ARPU를 적용. 비수기가 무색할 만큼 성수기였던 전분기대비 소폭 감소한 실적을 예상하며, 최근 70만명 이상으로 유지되는 트래픽 감안 시 최대 성수기인 1Q25엔 PC 매출은 최고 실적 재차 달성 전망.

2) 모바일 매출 4,019억원(YoY 17%, QoQ -6%) 추정. 성수기인 3분기대비 ARPU 감소 영향으로 전분기대비 매출 감소 추정하나, 트래픽은 중국, 인도 포함 전 지역에서 3분기대비 우상향 중인 것으로 파악. 영업비용 4,023억원(QoQ 2%) 추정. 마케팅비의 경우, 게임스컴 참가와 성수기 콘텐츠 업데이트 시즌이었던 3분기대비 5% 감소 전망

3/28 신작 inZOI를 스팀에 얼리엑세스로 출시할 예정. 스팀의 사전 지표 순위 긍정적. 4분기 호실적에 이어 신작 기대감이 주가에 반영될 것으로 전망. 이어 하반기 출시 예정인 서브노티카2의 경우, 본격적인 마케팅이 시작되지 않았음에도 불구하고, 스팀 위 시리스트 순위 1위 유지 중. 2025년 첫번째 신작인 inZOI의 흥행 시 동사 신작의 기대감은 하반기 신작들까지 이어질 수 있을 것으로 기대. 부담없는 밸류에이션과 실적, 신작 기대감까지 모두 주가에 반영되면서 긍정적 추가 흐름 전망, 게임주 Top-pick으로 추천

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	535	719	686	683	27.8	-5.0	678	857	28.6	25.4
영업이익	165	324	281	281	70.8	-13.4	259	427	37.6	52.0
순이익	130	270	233	233	79.3	-13.8	137	328	26.2	40.9

자료: 크라프트, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854	1,911	2,775	3,203	3,176
영업이익	752	768	1,248	1,435	1,400
세전순이익	684	829	1,421	1,514	1,465
총당기순이익	500	594	1,036	1,128	1,092
지배지분순이익	500	596	1,040	1,136	1,100
EPS	10,194	12,217	21,541	23,528	22,777
PER	16.5	16.5	15.6	14.2	14.7
BPS	104,191	117,088	139,761	163,289	186,066
PBR	1.6	1.7	2.4	2.1	1.8
ROE	10.3	11.0	16.7	15.5	13.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 크라프트, 대신증권 Research Center

# 엔씨소프트 (036570)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률 유지

6개월 목표주가

200,000

유지

현재주가

189,000

(25.01.03)

다지털콘텐츠업종

## 신작의 연이은 흥행 부진

- 4Q 영업이익은 컨센 하회 전망. 신작의 흥행 부진과 대규모 인력 감소 영향
- 연이은 모바일 신작의 흥행 부진, 1H25 탑라인 성장 어려울 것으로 전망
- 2025년 2분기 말 신작 출시까지 실적, 신작 모멘텀 모두 부족 판단

### 투자의견 Marketperform, 목표주가 200,000원 유지

2025년 EPS 10,420원에 Target PER 19.5배 적용. 신작에 따른 이익 성장이 예상되는 2025년을 TP 산출연도로 설정. Target PER은 글로벌 peer의 2025년 멀티플 평균 대비 10% 할인 적용. 멀티플 할인은 2025년 기대작 출시까지 모멘텀 공백을 고려하였기 때문

### 4분기, 3분기 신작 '호연'에 이어 '저니오브모나크' 흥행 부진

4Q24 매출액 4,345억원(YoY -1%, QoQ 8%), 영업손실 -1,031억원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속) 추정. 매출은 컨센 부합, 영업이익은 컨센 하회하는 실적 전망

4분기 신작 2종, TL의 정식 출시(10/1)와 저니오브모나크(12/4)의 출시가 있었음. TL의 경우, 출시 첫 두 달 동안 기대치를 상회하는 흥행 성적을 보였으나, 12월 출시 이후 가장 큰 규모의 업데이트 진행에도 불구하고 매출 순위는 하락세 지속. 저니오브모나크의 경우, 출시 전 800만 이상의 사전 예약자 수를 기록하며 사전 기대감은 높아졌으나 부진한 흥행 실적을 기록한 것으로 판단. 12월 반영 일매출 4억원으로 추정. 이외 기존 라인업인 리니지M, 2M의 매출은 각각 QoQ 18%, 12% 하락 추정. 리니지W의 경우, 3주년 업데이트로 인해 QoQ 반등을 전망하나 매출 비중이 작아 실적 기여는 미미할 것으로 판단. 한편, 비용의 경우, 인건비 3,194억원(QoQ 90%), 마케팅비 491억원(QoQ 1%) 추정. 대규모 인력 감소에 따른 일회성 퇴직금 반영 영향으로 인건비 증가 전망. 2025년 인건비는 YoY 18% 감소 추정

### 2025년 상저하고 실적 전망. 2025년 상반기 모멘텀 부족

2024년 하반기 직접 퍼블리싱을 맡았던 모바일 신작 2종의 부진한 흥행 성적에 따라 2025년 상반기 탑라인 성장은 어려울 것으로 판단. 이후 주요 신작 타임라인은 2025년 2분기 말 택탄(RTS), 기존 IP의 신규 장르 → 4Q25 아이온2, LLL 로 예상. 택탄 출시까지 실적, 신작 모멘텀 모두 부족할 것으로 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)				1Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	438	402	445	434	-0.7	8.1	436	376	-5.6	-13.5
영업이익	4	-14	-43	-103	적전	적지	-45	27	6.7	흑전
순이익	25	5	-51	-101	적전	적전	-20	43	-25.5	흑전

자료: 엔씨소프트, FrGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

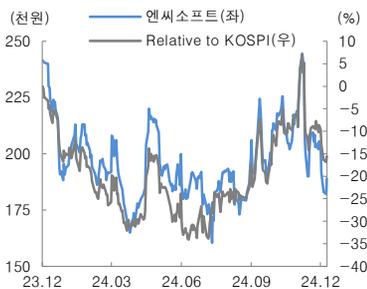
(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,572	1,780	1,603	1,795	1,880
영업이익	559	137	-83	186	221
세전순이익	609	206	48	297	343
총당기순이익	436	214	32	229	264
지배지분순이익	436	212	32	229	264
EPS	19,847	9,663	1,477	10,420	12,010
PER	22.6	24.9	128.0	18.1	15.7
BPS	145,587	148,023	147,775	156,523	165,730
PBR	3.1	1.6	1.3	1.2	1.1
ROE	13.7	6.6	1.0	6.8	7.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출/ 자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

KOSPI	2441.92
시가총액	4,149십억원
시가총액비중	0.19%
지분급(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	244,500원 / 160,400원
120일 평균거래대금	207억원
외국인보유율	36.98%
주요주주	갑택진 외 13 인 12.01% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.26%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.9	-5.0	4.9	-17.8
상대수익률	-19.0	-0.4	20.0	-12.3



#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.