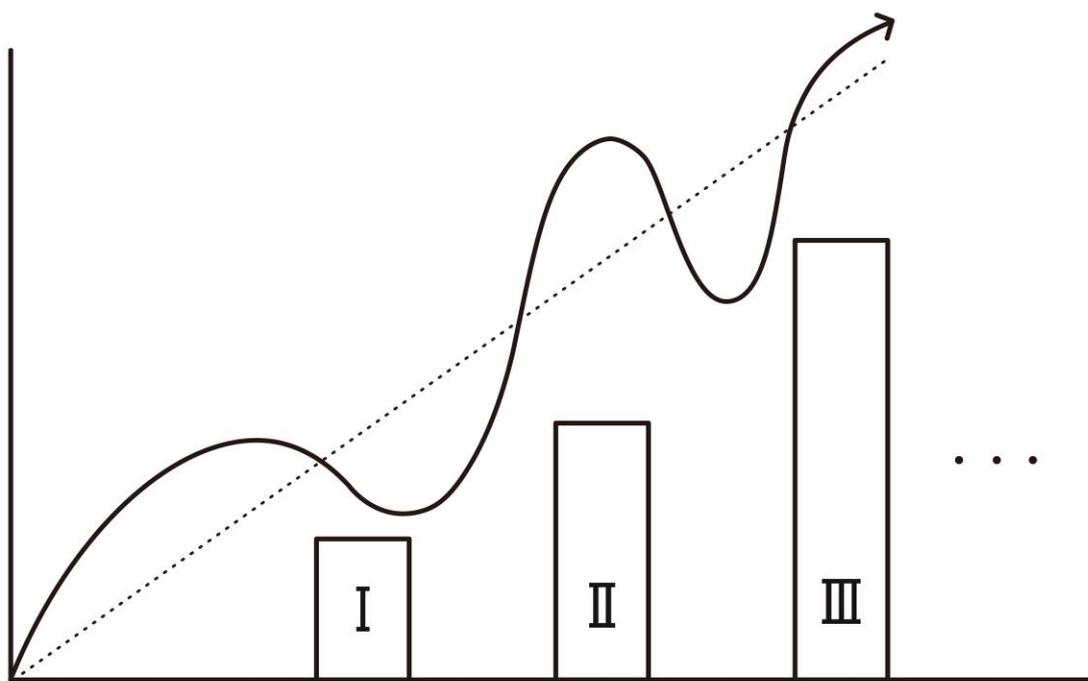


게임 하나로 끝나지 않는 이유

게임 Overweight

2025.05.14 | 이준호 junholee95@hanafn.com



하나증권

2025년 5월 15일 | Indepth

게임 Overweight

게임 하나로 끝나지 않는 이유

Summary

- ✓ 패키지의 시리즈화 시기
- ✓ 패키지 IP의 가치
- ✓ 대형주 Top Pick: 크래프톤/시프트업, 중소형주 Top Pick: 네오위즈

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월 14일)
크래프톤 (259960)	BUY	530,000원(상향)	373,000원
시프트업 (462870)	BUY	95,000원(유지)	54,800원
네오위즈 (095660)	BUY	35,000원(상향)	24,450원

목차

1. 패키지의 시리즈화 시기	7
1) 2025년 하반기부터 시작	7
2) PC, 반가운 스팀의 성장과 떠오르는 중국	9
3) 핸드 헬드로 PC/콘솔 Q 증가	12
4) 콘솔 기기 보급 증가	13
5) 닌텐도 스위치 2, 서드 파티 활성화 기대감	14
6) 인디, 소규모 프로젝트의 성공	15
7) 다만, 시장은 녹록지 않다	16
2. 패키지 IP의 가치	21
1) 패키지 IP 가치 추정과 목적	21
2) 패키지 가격 전략과 성과	22
3) 시리즈화로 실적, 기업 가치 지속 가능	24
4) 국내 게임사의 성과와 미래	27
5) 국내 게임사 패키지 IP DCF 추정	28
기업분석	36
크래프톤 (259960)	36
시프트업 (462870)	44
네오위즈 (095660)	51

2025년 5월 15일 | Indepth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 5월 14일

크래프톤 (259960)
BUY | TP 530,000원 | CP 373,000원

시프트업 (462870)
BUY | TP 95,000원 | CP 54,800원

네오위즈 (095660)
BUY | TP 35,000원 | CP 24,450원

게임

게임 하나로 끝나지 않는 이유(패키지의 시리즈화)

2025-2027년. 국내 패키지의 시리즈화 확인

2025년 하반기부터 2027년은 국내 게임 산업에 굉장히 중요한 시기다. 국내 자체 개발 게임의 1) DLC 출시, 2) 후속작 출시, 3) 트리플A 게임 출시를 통해 패키지 게임 IP가 시리즈화되는 과정이 눈으로 확인될 것이기 때문이다. 국내 게임사들은 과거 MMORPG를 비롯한 중심 고 ARPPU 게임으로 높은 이익을 시현했으나 성장 한계에 봉착했고 글로벌 진출을 목표로 하고 있다. 크래프톤의 [배틀그라운드]만이 에버그린 게임으로 확고한 포지셔닝에 성공했지만, 이러한 게임은 글로벌에서도 손에 꼽으며 국내 게임사들의 현실적인 목표가 아니기에 논외로 한다. 2023년 [P의 거짓]의 성공은 PC/콘솔 패키지 게임이 글로벌 시장 공략의 도구가 될 수 있음을 증명했고, 국내 게임사들이 본격적으로 개발하게 된 계기가 되었다. 이러한 성공이 단발성이 아닌 DLC, 후속작의 흥행으로 이어지는 모습이 확인된다면, 국내에서 패키지 게임으로 성과를 낸 게임사들에 한해 모멘텀 성격의 주가 등락이 아닌 점진적으로 기업 가치가 우상향하는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

패키지 게임 시장, 정말 녹록지 않다

PS5, XBOX, 핸드 헬드 기기 보급 증가, PC 스팀 성장, 닌텐도 스위치 2향 국내 게임 진출 가능성 등 PC/콘솔 시장 전반을 긍정적으로 볼 요소는 충분하다. 문제는 경쟁 상황이 녹록지 않다는 점이다. [P의 거짓], [스텔라 블레이드], [인조이]의 잇따른 성공은 100만장이라는 판매량이 마치 시작점처럼 보이게 하는 착각을 야기한다. 2024년 출시된 50달러 이상 패키지 게임 중 100만장 이상 판매된 타이틀은 26개로 추정되며 이 중 오리지널 IP는 단 6개에 불과하다. 대부분 리메이크와 시퀄로 구성되어 있다. 자세히 살펴보면, 2024년 플랫폼 별 출시연도 10만장 이상 판매 타이틀 비중은 스팀 1.2%, PS 4.9%, Xbox 2.6%이고 오리지널 IP 비중은 스팀 0.7%, PS 1.4%, XBOX 0.7%다. 성공률이 낮은 시장에서 신규로 패키지 게임 개발에 도전하는 회사보다 기존작의 시리즈화를 통해 수익을 극대화할 수 있는 회사의 투자 매력도가 높은 시점이다.

패키지 IP의 가치 추정

아쉽게도 라이브 서비스 게임 대비 패키지 게임의 수익성은 낮다. 다만 완결이 있는 패키지 게임으로 팬덤 형성으로 후속작의 흥행까지 IP 파워 갖춘다면 유의미한 수익으로 이어질 가능성이 있다. 또한 개발력을 인정받아 차기작까지 밸류에이션 할 수 있는 근거가 된다. 국내 패키지 게임의 가격 전략, DLC 전략을 고려한 라이프 사이클 수익 추정을 통해 IP의 기대 수익, 현재 가치를 추정했다. 패키지 게임이 시리즈화되면서 단계 별로 얼마나 이익을 낼 수 있는지, 창출 가능한 순이익의 합이 현재 가치로 어느 정도 수준인지를 가늠하는 과정을 통해 적정 예상 이익의 기준점을 잡아 보고자 한다



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

대형주 Top Pick: 크래프톤/시프트업, 중소형주 Top Pick: 네오위즈

대형주 Top Pick 크래프톤과 시프트업, 중소형주 Top Pick 네오위즈를 유지한다. 이들은 검증된 PC/콘솔 패키지 게임 및 개발력을 보유, 시퀀을 개발로 후속 파이프라인에 소구력을 갖춰가며 가치가 부각될 수 있는 기업이다. **상기한 기업의 12MF PER Multiple이 20배 미만인 상황에서는 대안 찾기 보다 지속적인 비중 확대를 추천한다.** 신작 출시 후 모멘텀 공백으로 인한 대안 찾기는 트레이딩의 영역일 뿐이다. 기업의 내재 가치와 시장 가치의 괴리 속에 수익을 얻을 수 있겠으나 이유 모를 주가 하락이라는 리스크를 항상 감내해야 한다.

크래프톤은 [인조이]를 3월 28일 출시, 7일만에 100만장 판매를 기록했다. 이외에도 [서브노티카2] PC/XBOX, [블라인드 스팟] PC, [당컴] 닌텐도를 연내 출시 목표하며 PUBG IP [VALOR]를 콘솔로 개발 중이다. [배틀그라운드]는 입체적 플랫폼으로 진화를 앞두고 있으며 외에도 30개가 넘는 파이프라인을 보유하고 있다. **대작에 다작이 얹혀지는 구간으로 IP의 축적 과정에서 결국 PER Multiple은 15배라는 벽을 깨고 리레이팅될 전망이다.**

시프트업은 [스텔라 블레이드] PC 6월 11일 출시 예정이다. 지난 2월 PS5 독점만으로 출시 10개월만에 200만장 판매를 발표했다. 이미 글로벌에서 충분한 팬덤 갖췄으며, **2027년 출시 예정인 시퀀에서, 그리고 그 후 후속작들에서 더욱 많은 판매량을 기대할 수 있다.** 신작 [프로젝트 위치스]는 크로스 플랫폼 오픈 월드 서브컬처 게임으로 알려져 있다. 최근 경쟁이 심화되고 있는 장르이나 PC, 모바일에서 모두 성공한 개발사가 제작한 케이스는 없었기에 충분히 기대할만하다.

네오위즈의 [P의 거짓]은 XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 누적 판매 250만장을 돌파한 것으로 추정된다. [P의 거짓: 서곡] DLC 올해 여름 출시 예정이다. 출시 5년간 DLC의 판매량은 보수적으로 오리지널 패키지의 35% 수준을 전망한다. 현재 후속작을 개발하고 있으며 2028년 출시를 전망한다. [P의 거짓]은 오리지널 패키지→확장팩 DLC→후속작으로 이어지는 정석 루트로 국내 IP의 시리즈화를 선도할 예정이다. **현재 네오위즈의 시가총액은 [P의 거짓] IP의 가치 초차 반영하지 않고 있다. DLC 출시 과정에서 변동성 확대될 수 있겠으나 결국 펀더멘탈은 계단식 성장하여 기업 가치 1조 이상에 안착할 가능성이 높다고 판단한다.** 이외에도 라운드8 스튜디오는 [P의 거짓] 외 2~3개의 IP 시리즈를 갖추기 위해 차기작들을 개발 중이다. [P의 거짓]을 제작한 스튜디오기에 새롭게 시도하는 개발사 대비 높은 퀄리티 기대할 수 있으며, 파이프라인 성과가 확인되면서 우상향 전망한다.

국내 게임사 주요 패키지 게임 파이프라인

게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
서브노티카 2	언노운월즈(자회사)	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2H25
P의 거짓: 서곡	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	3Q25
P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
올프아이 스튜디오 신작	올프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2026-
스텔라 블레이드 후속작	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027
Project LLL	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	2H25
붉은사막	펠어비스	펠어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	4Q25
미드나잇워커스	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	익스트랙션 FPS	PC	3Q25
탈: 디 아케인 랜드	매드엔진(자회사)	위메이드	액션 RPG	PC/콘솔	2027
크로노 오디세이	크로노 스튜디오	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	4Q25
갯 세이브 버밍엄	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	좀비 생존 시뮬레이터	PC	4Q25
아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	2026
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2026

자료: 하나증권 추정

2024년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매(닌텐도, 50달러 미만 제외)

	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리 지널	메타 크리틱	유저 평점
1	Like a Dragon: Infinite Wealth	2024-01-25	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	Ryu Ga Gotoku Studio	SEGA / ATLUS	X	89	8.5
2	Tekken 8	2024-01-26	\$59.99	격투	PS, Xbox, PC	Bandai Namco	Bandai Namco	X	90	7.5
3	Persona 3 Reload	2024-02-01	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA / ATLUS	X	87	8.7
4	Final Fantasy VII Rebirth	2024-02-29	\$69.99	액션 RPG	PS, PC	Square Enix	Square Enix	X	92	8.9
5	Dragon's Dogma 2	2024-03-21	\$69.99	액션 RPG	PS, Xbox, PC	Capcom	Capcom	X	86	6.4
6	Rise of the Ronin	2024-03-22	\$69.99	액션 RPG	PS	Team Ninja	Sony Interactive Entertainment	O	76	7.8
7	Unicorn Overload	2024-03-08	\$59.99	시뮬레이션 RPG	PS, Xbox, NSW	Atlus, Vanillaware	SEGA / ATLUS	O	86	8.4
8	Stellar Blade	2024-04-26	\$69.99	액션	PS	Shift Up	Sony Interactive Entertainment	O	81	9.2
9	Ghost of Tsushima: Director's Cut	2024-05-16	\$59.99	액션 어드벤처	PS, PC	Sucker Punch Productions	Sony Interactive Entertainment	X	87	8.3
10	Shin Megami Tensei V: Vengeance	2024-06-14	\$59.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA	X	87	8.1
11	EA Sports College Football 25	2024-07-19	\$69.99	스포츠	PS5, Xbox	EA Tiburon	Electronic Arts	X	83	5.5
12	Madden NFL 25	2024-08-16	\$69.99	스포츠	PS, PC	EA Tiburon	Electronic Arts	X	70	3.1
13	Black Myth: Wukong	2024-08-20	\$59.99	액션 RPG	PS, PC	Game Science	Game Science	O	81	8.2
14	Star Wars Outlaws	2024-08-30	\$69.99	오픈월드 액션 어드벤처	PS, Xbox, NSW, PC	Massive Entertainment	Ubisoft	X	75	5.4
15	Astro Bot	2024-09-06	\$59.99	액션, 플랫폼	PS	Team Asobi	Sony Interactive Entertainment	O	94	9.2
16	NBA 2K25	2024-09-06	\$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	Visual Concepts	2K Sports	X	79	5.2
17	Warhammer 40,000: Space Marine 2	2024-09-09	\$59.99	TPS	PS, Xbox, PC	Saber Interactive	Focus Entertainment	X	82	8
18	EA Sports FC 25	2024-09-27	\$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	EA Vancouver	Electronic Arts	X	76	2.7
19	Silent Hill 2 Remake	2024-10-08	\$69.99	서바이벌 호러	PS, PC	Bloober Team	Bloober Team / Konami	X	86	9.1
20	Dragon Ball: Sparking! ZERO	2024-10-10	\$69.99	3D 격투	PS, Xbox, PC	Spike Chunsoft	Bandai Namco Entertainment	X	81	8.4
21	Metaphor: ReFantazio	2024-10-11	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	Studio Zero	SEGA / ATLUS	O	94	8.6
22	Call of Duty: Black Ops 6	2024-10-25	\$69.99	FPS	PS, Xbox, PC	Treyarch	Activision	X	82	6.5
23	Dragon Age: The Veilguard	2024-10-31	\$59.99	RPG	PS, PC	BioWare	Electronic Arts	X	82	3.9
24	DRAGON QUEST III HD-2D Remake	2024-11-14	\$59.99	JRPG	PS, Xbox, NSW, PC	Artdink, Square Enix	Square Enix	X	84	7.2
25	S.T.A.L.K.E.R. 2	2024-11-20	\$59.99	FPS, 생존	PC, Xbox	GSC Game World	GSC Game World	X	-	
26	Farming Simulator 25	2024-11-12	\$49.99	시뮬레이터, 전략	PC, PS, Xbox	GIANTS Software	GIANTS Software	X	75	4.5

주: 10월 이후 출시작은 출시 후 6개월 내 판매량 고려
 자료: 하나증권

국내 게임사 주요 신작 타임라인

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	어비스 오브 던전(구 다크앤다커 M)	블루홀 스튜디오	크래프톤	익스트랙션 RPG	모바일	글로벌	2025
	서브노티카2	언노운 윌즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2H25
	PUBG: 블라인드 스팟	펍지 스튜디오	크래프톤	탐다운 택티컬 슈터	PC	글로벌	2025
	딩컴	James Bendon	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/닌텐도	글로벌	2H25
	딩컴 투게더	5민랩	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/콘솔/모바일	글로벌	2026
	Valor	펍지 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	콘솔	글로벌	2026-
	Project Black Budget	펍지 스튜디오	크래프톤	PvPVE 루터슈터	PC/콘솔	글로벌	2026-
시프트업	스텔라 블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027
	Project Witches	시프트업	텐센트(예상)	서브컬처 RPG	PC/콘솔/모바일	글로벌	2027-
엔씨소프트	아이온2	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	글로벌	4Q25
	Project LLL	엔씨소프트	엔씨소프트	SF, 오픈월드, TPS	PC/콘솔	글로벌	4Q25
넷마블	브레이크스: 언락 더 월드	빅게임스튜디오	엔씨소프트	서브컬처, 오픈월드, RPG	PC/모바일	글로벌	1Q26
	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q25
	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	넷마블	턴제 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q25
	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	넷마블	수집형 AFK RPG	모바일	글로벌	2Q25
	뱀피르	넷마블네오	넷마블	MMORPG	PC/모바일	한국	2H25
	프로젝트 SOL	알트나인	넷마블	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H25
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	넷마블	액션 RPG	PC/모바일	글로벌	2H25
	나 혼자만 레벨업: ARISE	넷마블네오	넷마블	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H25
펄어비스	일곱 개의 대죄: 오리진	넷마블(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H25
	붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	4Q25
	섹션13	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 로그라이트슈터	PC/콘솔	글로벌	2Q25
	가디언오더	로드컴플릿	카카오게임즈	액션 RPG	모바일	글로벌	3Q25
	Project C	라이온하트(자회사)	-	서브컬처육성 시뮬레이션	PC/모바일	국내, 일본	4Q25
	갓 세이브 버밍엄	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	좀비 서바이벌	PC	글로벌	4Q25
	크로노 오디세이	크로노스튜디오	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/콘솔	글로벌	4Q25
	Project Q	라이온하트스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/모바일	글로벌	2025
카카오게임즈	아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈(자회사)	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/콘솔	글로벌	1H26
	검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사, 외부P)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2026
	Project S	라이온하트(자회사)	-	루트 슈터	PC/콘솔	글로벌	2026
	P의 거짓: 서곡	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	3Q25
	Shafe of Dreams	리자드 스무디	네오위즈	로그라이크 MOBA	PC	글로벌	2H25
	고양이와 스프: 매직 레시피	하이디어(자회사)	네오위즈	시뮬레이션	모바일	글로벌	2025
	안녕서울: 이태원편	지노 게임즈	네오위즈	퍼즐 플랫폼어	PC	글로벌	2025
네오위즈	영웅전설: 가가브 트릴로지	파우게임즈(자회사, 외부P)	네오위즈	수집형 RPG	모바일	대만/일본	2025
	킹덤2	파우게임즈(자회사)	네오위즈	MMORPG	모바일	글로벌	2025
	P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2028

주: 글로벌은 중국 제외. 중국은 별도 표기
자료: 하나증권

국내 게임사 주요 게임 리스트

회사명	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 일자	주요 국가	비고	
크래프톤	PUBG	블루홀 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	PC/콘솔/모바일	2017.08	글로벌		
	화평정영	텐센트	텐센트	배틀로얄	PC/콘솔/모바일	2019.05	중국	로열티 수취	
	BGMI	블루홀 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	PC/콘솔/모바일	2023.05	인도	재출시	
	인조이	인조이 스튜디오	크래프톤	라이프 시뮬레이션	PC	2025.03	글로벌	얼리액세스	
시프트업	승리의 여신: 니케	시프트업	텐센트	FPS/TPS	PC/모바일	2022.11	글로벌	중국 출시 예정	
	스텔라 블레이드	시프트업	소니	액션 어드벤처	PC/콘솔	2024.04	글로벌	25.6 PC 출시	
엔씨소프트	리니지	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC	1998.09	한국, 대만		
	리니지2	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC	2003.10	한국, 대만		
	리니지 M	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	2017.06	한국, 대만		
	리니지 2M	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	2019.11	한국, 대만		
	리니지 W	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	2021.11	한국, 대만		
	아이온	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC	2008.11	한국, 대만		
	블레이드&소울	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC	2012.06	한국, 대만		
	블레이드&소울2	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	2021.08	한국, 대만		
	길드워2	아레나넷(자회사)	엔씨소프트	MMORPG	PC	2012.08	한국, 대만		
넷마블	배틀크러쉬	엔씨소프트	엔씨소프트	배틀로얄	PC/콘솔/모바일	2024.06	글로벌		
	마블 콘테스트 오브 챔피언스	카밤(자회)	카밤(자회사)	액션	모바일	2014.12	글로벌	외부 IP	
	나 혼자만 레벨업: ARISE	넷마블네오(자회사)	넷마블	RPG	모바일	2024.05	글로벌	외부 IP	
	RF 온라인 넥스트	넷마블엔투	넷마블	MMORPG	PC/모바일	2025.03	한국		
	일곱 개의 대죄: 그랜드 크로스	넷마블에프앤씨(자회사)	넷마블	RPG	모바일	2019.06	글로벌	외부 IP	
	일곱 개의 대죄 키우기	넷마블에프앤씨(자회사)	넷마블	방치형 RPG	모바일	2024.08	글로벌	외부 IP	
	세븐나이츠 키우기	넷마블넥서스(자회사)	넷마블	방치형 RPG	모바일	2023.09	글로벌		
	해리포터: 호그와트미스터리	잼 시티(자회사)	넷마블	어드벤처	모바일	2018.09	글로벌	외부 IP	
	쿠키잼	잼 시티(자회사)	잼 시티(자회사)	SNG	모바일	2014.02	글로벌		
	리니지2 레볼루션	넷마블네오(자회사)	넷마블	MMORPG	PC/모바일	2016.12	글로벌	외부 IP	
플레이비스	블레이드&소울 레볼루션	넷마블에프앤씨(자회사)	넷마블	MMORPG	PC/모바일	2018.12	글로벌	외부 IP	
	제2의 나라: Cross Worlds	넷마블네오(자회사)	넷마블	RPG	PC/모바일	2021.06	글로벌	외부 IP	
	검은사막	플레이비스	플레이비스	MMORPG	PC	2015.07	글로벌		
	검은사막 모바일	플레이비스	플레이비스	MMORPG	모바일	2018.02	글로벌		
	카카오 게임즈	오딘: 발할라 라이징	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	2021.06	한국, 대만	
		패스 오브 엑자일2	그라인딩기어게임즈	카카오게임즈	핵앤슬래시	PC	2024.12	한국	
		발할라 서버비벌	라이온하트(자회사)	라이온하트	로그라이크캐주얼	모바일	2025.01	글로벌	
		룸: 리멤버 오브 마제스티	레드랩게임즈	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	2024.02	글로벌	
		우마무스메 프리티 더비	사이게임즈	카카오게임즈	육성	모바일	2022.06	한국, 일본	
		스톰게이트	프로스트 자이언트 스튜디오	카카오게임즈	RTS	PC	2024.07	한국	
네오위즈	P의 거짓	네오위즈	네오위즈	액션 PRG	PC/콘솔	2023.09	글로벌		
	영웅전설: 가가브 트릴로지	파우게임즈(자회사)	네오위즈	수집형 RPG	모바일	2024.08	글로벌	외부 IP	
	고양이와 스프: 말랑타운	아름게임즈	네오위즈	SNG	모바일	2024.05	글로벌		
	브라운더스트2	겜프스엔	네오위즈	서브컬처 수집형 RPG	PC/모바일	2023.06	글로벌		
데브시스터즈	쿠키런: 모험의 탑	오븐게임즈(자회사)	데브시스터즈	3D 다중 액션	모바일	2024.06	글로벌		
	쿠키런: 킹덤	스튜디오킹덤(자회사)	데브시스터즈	소셜 RPG	모바일	2021.01	글로벌		
	쿠키런: 오븐브레이크	데브시스터즈	데브시스터즈	아케이드	모바일	2016.10	글로벌		
	쿠키런: 마녀의 성	스튜디오킹덤(자회사)	데브시스터즈	퍼즐 어드벤처	모바일	2014.03	글로벌		
	쿠키런	오븐게임즈(자회사)	데브시스터즈	러닝 액션	모바일	2013.04	글로벌		

주: 글로벌은 중국 제외, 중국은 별도 표기
자료: 하나증권

1. 패키지의 시리즈화 시기

1) 2025년 하반기부터 시작

2025-2027년 패키지의 시리즈화 예상

2025년 하반기부터 2027년은 국내 게임 산업에 굉장히 중요한 시기다. 국내 자체 개발 게임의 1) DLC 출시, 2) 후속작 출시, 3) 트리플A 게임 출시를 통해 패키지 게임 IP가 시리즈화되는 과정이 눈으로 확인될 것이기 때문이다. 국내 게임사들은 과거 MMORPG를 비롯한 중심 고 ARPPU 게임으로 높은 이익을 시현했으나 성장 한계에 봉착했고 글로벌 진출을 목표로 하고 있다. 크래프톤의 [배틀그라운드]만이 에버그린 게임으로 확고한 포지셔닝에 성공했지만, 이러한 게임은 글로벌에서도 극소수며 국내 게임사들의 현실적인 목표가 아니기에 논외로 한다. [P의 거짓]의 성공은 PC/콘솔 패키지 게임이 글로벌 시장 공략의 도구가 될 수 있음을 증명했고, 국내 게임사들이 본격적으로 개발하게 된 계기가 되었다.

[P의 거짓], [스텔라 블레이드], [인조이]의 잇따른 성공이 DLC, 후속작으로 이어지는 모습이 확인된다면 국내 패키지 게임으로 성과를 낸 게임사들에 모멘텀적 성격의 추가 등락이 아닌, 점진적으로 기업 가치가 우상향하는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

도표 1. 국내 게임사 주요 패키지 게임 파이프라인

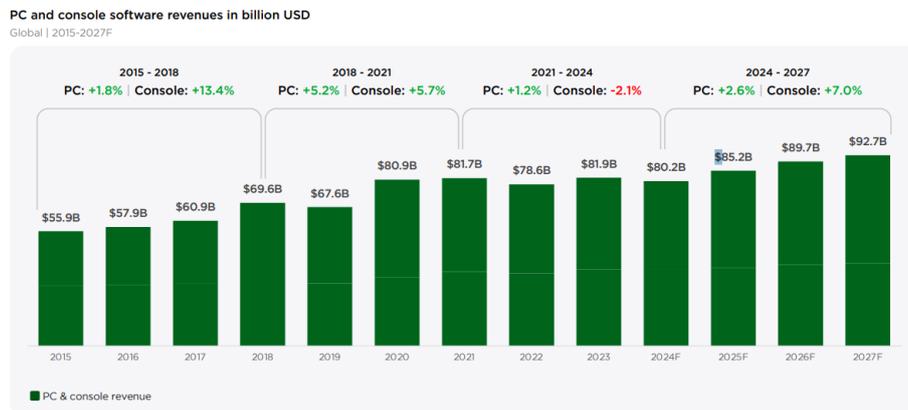
게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
서브노티카 2	언노운월즈(자회사)	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2H25
P의 거짓: 서곡	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	3Q25
P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
올프라이 스튜디오 신작	올프라이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2026-
스텔라 블레이드 후속작	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027
Project LLL	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	2H25
붉은사막	펠어비스	펠어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	4Q25
미드나잇워커스	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	익스트랙션 FPS	PC	3Q25
탈: 디 아케인 랜드	매드엔진(자회사)	위메이드	액션 RPG	PC/콘솔	2027
크로노 오디세이	크로노 스튜디오	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	4Q25
갯 세이브 버밍엄	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	좀비 생존 시뮬레이터	PC	4Q25
아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	2026
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2026

자료: 하나증권 추정

PC/콘솔 시장 Q 증가 기대

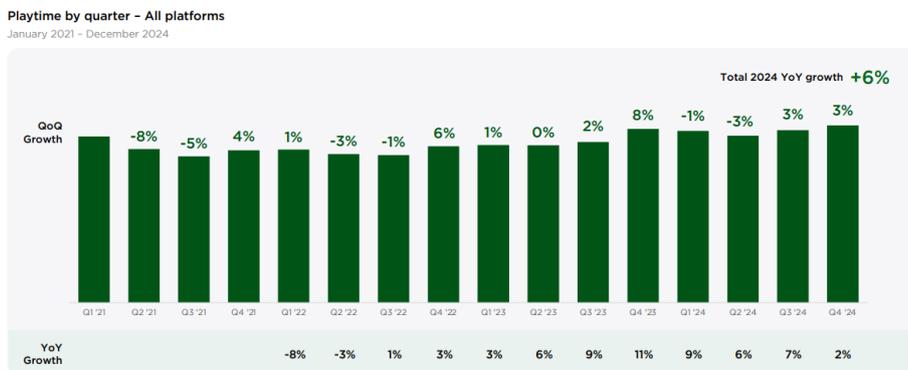
다행히 글로벌 시장 상황은 우호적이다. Newzoo에 따르면 글로벌 PC/콘솔 시장은 2024-2027년 CAGR +2.6%/+7.0%로 지난 2021-2024 +1.2%/-2.1% 대비 높은 성장을 보일 것으로 전망된다. [GTA 6]의 출시를 감안하더라도 시장이 확대되는 것 자체가 긍정적이다. 본격적으로 글로벌 진출에 나선 국내 게임사들의 PC/콘솔 시장 Q 증가 수혜를 기대한다.

도표 2. PC/콘솔 글로벌 시장 전망



자료: Newzoo, 하나증권

도표 3. PC/콘솔 글로벌 플레이 타임 추이



자료: Newzoo, 하나증권

2) PC, 반가운 스팀의 성장과 떠오르는 중국

스팀, PC의 성장

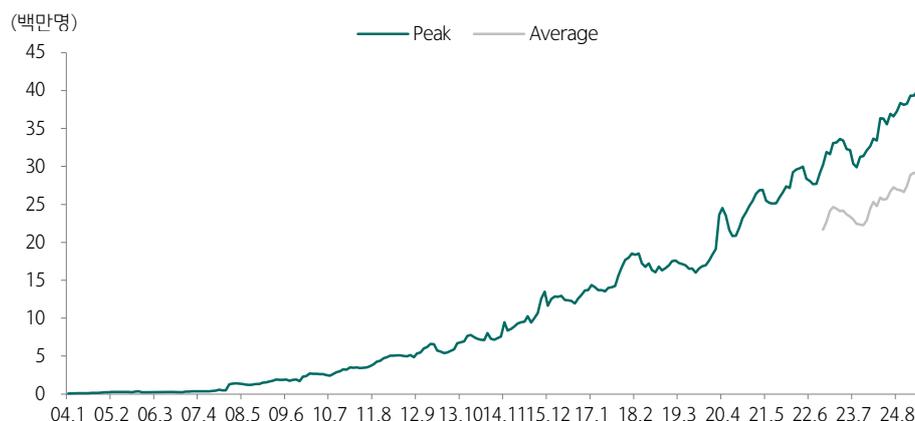
스팀의 성장은 PC 시장의 중요성을 키우고 있다. 지난 3월 스팀 최고 동시 접속자는 4,100 만명을 돌파했다. 지난 5년만에 2배로 성장했으며, PC에서도 유의미한 성과 기대 가능하다. 게이머들은 유저의 다양한 환경에 맞춘 크로스 플랫폼 전략으로 PC/PS/XBOX 등 모든 플랫폼에 동시 출시하여 접근성을 높이는 전략을 채택하고 있다.

중국 시장 중요성 증가

최근 밸브의 발표에 따르면 2024년 스팀 설정 1위 언어는 중국어(33.7%)다. 2025년 2월 스팀의 중국어 유저 비율은 50.1%까지 올라갔다. 물론 일반적으로 휴일에 따라 국가/언어별 유저 비중이 달라지고 1, 2월은 중국 유저의 비중이 높아지는 시기임을 감안하더라도 최초의 일이다. 글로벌 플랫폼 내에서 과반을 차지했다는 것은 분명 특이점에 도달했음을 시사한다. 작년 8월 출시된 [검은 신화: 오공]의 출시 당시 중국어 유저 비율은 88%에 달했다. [팬텀 블레이드 제로], [명말: 공허의 깃털], [타이드 오브 어나힐레이션], [연운십육성], [김용 군협전] 등 트리플A급 게임들의 출시가 이뤄질 예정으로 스팀 내 중국어 유저의 영향력은 더욱 확대될 가능성이 높다.

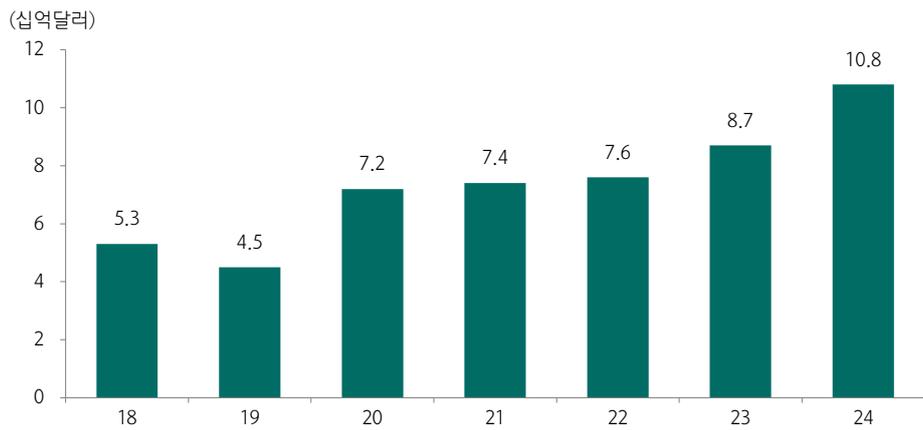
이처럼 흔히 플랫폼 별 주요 게임 시장으로 모바일은 중국, PC/콘솔은 북미를 떠올리나 구조의 변화가 감지되고 있다. 글로벌 게임 시장 성장은 둔화되었고 고착화된 유저들은 기존의 게임들을 계속해서 플레이하는 경향이 두드러지나 중국은 다르다. [검은 신화: 오공]의 성공 이후 신규 게임에 대한 수요 있는 것으로 파악된다. 2월 출시된 캡콤의 [몬스터 헌터 와일즈]의 중국어 유저 비중이 37%까지도 추정된다. Niko Partners에 따르면 중국 로컬 PC 유저의 79.5%는 스팀 글로벌을 사용하고 있으며 대부분 VPN 없이 글로벌 버전에 접속 중이다. 향후 출시될 PC/콘솔 신작들, 현재 라이브 서비스되고 있는 게임들이 스팀 내 중국 유저를 어떻게 효과적으로 타겟 하는지가 성과의 Key로 작용할 수 있다.

도표 4. 스팀 이용자 수 추이



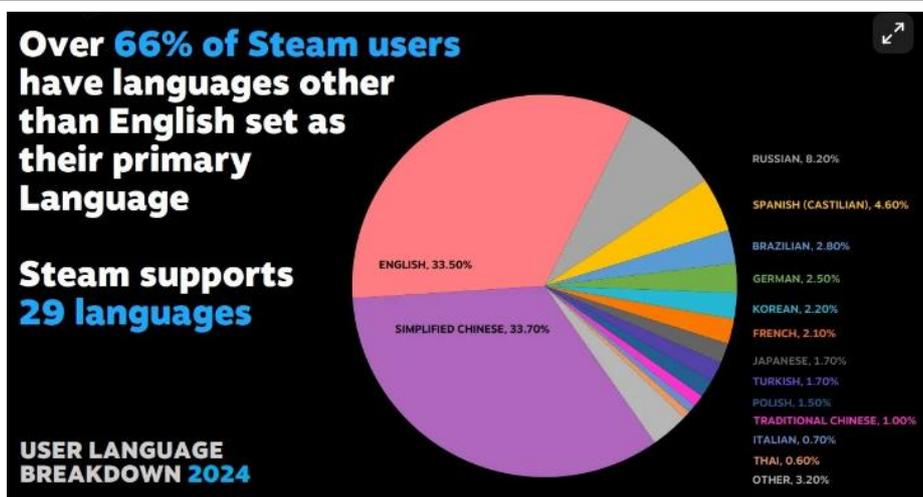
자료: SteamDB, 하나증권

도표 5. 스팀 플랫폼 매출 추이



자료: Statista, 하나증권

도표 6. 스팀 2024년 언어 통계



자료: GDC, 하나증권

도표 7. 스팀 2월 언어 통계

언어	비율	변동률
간체 중국어	50.06%	+20.88%
영어	23.79%	-10.18%
러시아어	6.76%	-2.86%
스페인어 - 스페인	2.89%	-1.10%
포르투갈-브라질	2.61%	-1.16%
독일 사람	2.04%	-0.84%
일본어	2.01%	-0.68%
프랑스 국민	1.58%	-0.65%
폴란드	1.17%	-0.44%
한국인	1.14%	-0.81%
중국어 번체	1.10%	-0.23%

자료: Steam, 하나증권

중국 시장 공략 전략

국내 게임사들은 중국 시장을 공략하기 위한 전략들을 선보이고 있다. 네오위즈는 [P의 거짓] 출시 후 팀 নিজ사의 [와룡: 폴른 다이너스티]와 콜라보를 공개했다. [P의 거짓]에 청룡언월도를 추가하여 중국 유저, 기존 와룡 팬덤에 친숙함을 느낄 수 있도록 하는 콜라보였다.

스텔라 블레이드 중국어 오디오 추가

넥슨은 3월 [퍼스트 버서커: 카잔] 출시와 동시에 중국어 간체자 풀 오디오를 제공했다. 던전앤파이터 IP의 인기가 높은 중국을 타겟하기 위함으로 풀이된다. 시프트업은 6월 출시 예정인 [스텔라 블레이드] PC 버전에 중국어 간체자 풀 오디오를 추가했다. 기존 PS5 버전에서는 자막으로만 제공했던 중국어를 오디오로도 추가하며 접근성을 확장한 모습이다. 스팀 내 중국어 유저 비중이 증가하고 있음을 감안했을 때 효과적으로 판매량을 증가시킬 수 있는 전략이라 판단한다.

도표 8. P의 거짓 와룡 콜라보



자료: 네오위즈, 하나증권

도표 9. P의 거짓 와룡 콜라보



자료: Steam, 하나증권

도표 10. 스텔라 블레이드 중국어 오디오 지원

22개 언어	인터페이스	전체 오디오	자막	업적
영어	예	예	예	예
프랑스 국민	예	예	예	예
이탈리아 사람	예	예	예	예
독일 사람	예	예	예	예
스페인어 - 스페인	예	예	예	예
아라비아 말	예		예	예
네덜란드 사람	예		예	예
스웨덴어	예		예	예
스페인어 - 라틴 아메리카	예	예	예	예
태국어	예		예	예
덴마크 말	예		예	예
터키어	예		예	예
노르웨이 인	예		예	예
핀란드어	예		예	예
포르투갈어 - 브라질	예	예	예	예
포르투갈어 - 포르투갈	예		예	예
러시아인	예		예	예
간체 중국어	예	예	예	예
중국어 번체	예		예	예
일본어	예	예	예	예
한국인	예	예	예	예
광복	예		예	예

자료: Steam, 하나증권

도표 11. 퍼스트 버서커: 카잔 중국어 오디오 지원

12개 언어	인터페이스	전체 오디오	자막	업적
영어	예	예	예	예
프랑스 국민	예		예	예
이탈리아 사람	예		예	예
독일 사람	예		예	예
러시아인	예		예	예
일본어	예	예	예	예
간체 중국어	예	예	예	예
중국어 번체	예		예	예
포르투갈어 - 브라질	예		예	예
한국인	예	예	예	예
스페인어 - 라틴 아메리카	예		예	예
스페인어 - 스페인				예

자료: Steam, 하나증권

3) 핸드 헬드로 PC/콘솔 Q 증가

PC/콘솔 시장 Q 증가 기대

핸드 헬드 시장의 성장은 향후 북미/일본 중심 PC/콘솔 시장 Q를 증가 시킬 수 있는 요인이다. 크로스 플랫폼, 콘솔 패키지 게임 포함해 컨트롤러 조작을 제공하는 모든 게임들에 수혜 가능하다. 유저들의 모바일 게임에 대한 피로도 증가, 트리플A급 PC/콘솔 게임에 대한 수요 증가를 충족시킬 수 있다. 스팀은 스팀덱의 보급으로 스팀에서 컨트롤러로 게임을 플레이하는 비율이 5%에서 15%로 증가했다고 발표했다. 또한 스팀덱을 사용하는 유저의 50%는 PC보다 스팀덱을 사용하는 시간이 많으며, 몇몇 게임은 총 플레이 시간의 10% 이상이 스팀덱에서 발생한다고 언급했다.

신규 유저 확보, 기존 게임의 안정적인 판매량 유지 기여 기대

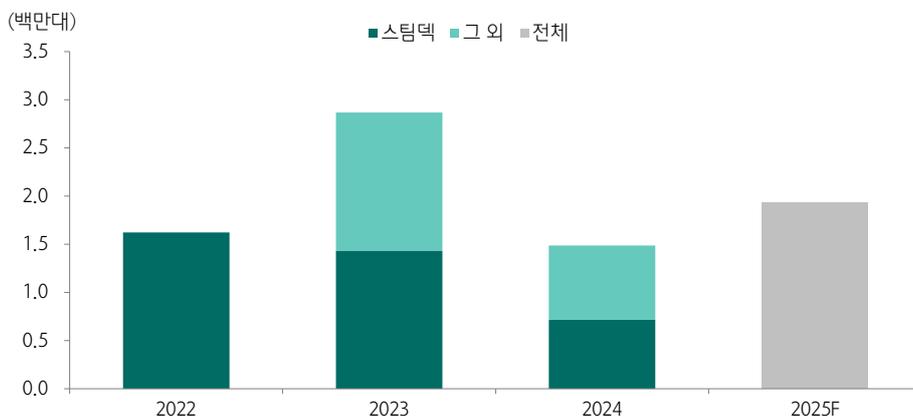
핸드 헬드 기기 보급은 기존 PC 사용자가 아닌 신규 유저들의 확보로 이어질 수 있다. 또한 기기 보급과 함께 신작들의 타겟 시장 증가뿐만 아니라 기존에 검증된 게임의 안정적인 판매량 유지에도 기여 가능하다. 스팀에서 제공하는 Steam Deck Top Played 차트를 보면 신작 외에도 [스타듀밸리](2016년), [아이작의 번제: 리버스](2014년), [노 맨스 스카이](2016년) 과 같은 구작들이 상위권에 포함되어 있음을 확인할 수 있다.

국내 게임사 수혜 전망

이는 국내 게임사에게 반가운 소식이다. 국내 게임사들은 글로벌 시장을 타겟하기 위해 PC/모바일/콘솔 크로스 플랫폼 게임, 콘솔 패키지 게임 개발로 다각화를 추진하고 있다. 자체 개발, 글로벌 패키지 게임의 퍼블리싱까지 적극적으로 준비하고 있어 국내 게임사의 글로벌 PC/콘솔 시장 침투 긍정적으로 전망한다.

60% 이상이 스팀덱

도표 12. 핸드 헬드 기기 출하량 예상



자료: IDC, 하나증권

4) 콘솔 기기 보급 증가

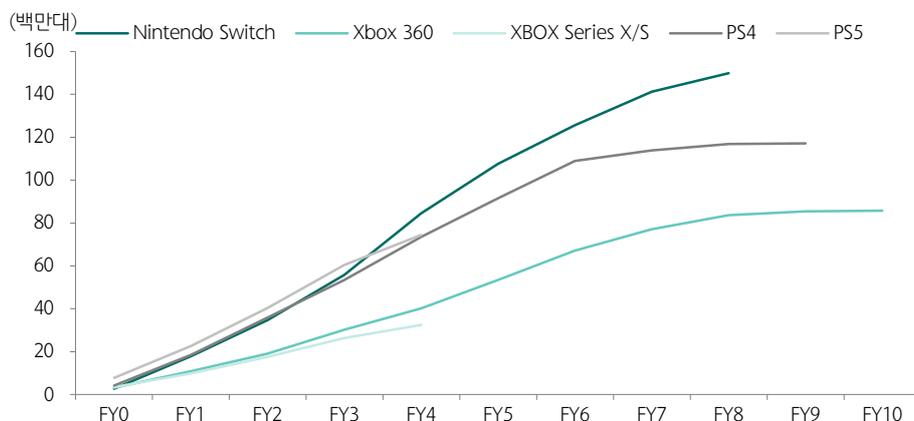
콘솔 기기 보급 증가 예상

2025년 이후 콘솔 기기의 판매 속도는 증가할 것으로 전망되며 GTA 6의 출시를 이를 가속화할 것으로 보인다. 2024년말까지 PS5는 7,500만대, XBOX Series X/S는 약 3,200만대 보급된 것으로 추정된다. PS5는 출시 후 전작 PS4의 속도와 유사한 판매량 달성하고 있어 외부 요인만 없다면 올해 9,000만대 이상 보급이 가능할 것으로 예상된다. XBOX Series X/S는 다소 부진하여 증가폭 적을 수 있겠지만, 차세대 콘솔의 보급으로 시장 확대에 따른 패키지 판매량 증가는 분명히 기대할 수 있다.

관세로 수요 위축 가능성

미국 관세 영향, 기기 가격 인상은 수요를 위축 시킬 수 있는 요인이다. 소니는 지난 4월 14일 높은 물가 상승과 환율 변동을 고려하여 유럽, 아프리카 일부 지역, 호주, 뉴질랜드 등에서 PS5의 권장 가격을 인상했다. 인상폭은 기존 대비 50유로 수준이다. XBOX 역시 5월 1일부로 콘솔 및 게임 가격 인상을 발표했다. 5년 전 출시한 X/S 시리즈를 80~100달러 인상할 계획이다. PS, XBOX 대부분 중국에서 생산되기에 현재 수준의 관세는 치명적이다. 초기에는 비축 재고 판매로 감당 가능하겠으나, 장기화 될 경우 영향을 고려하여 불가피하게 인상을 진행하는 것으로 보이며, 이는 수요 위축으로 이어질 수 있어 부정적이다.

도표 18. 주요 콘솔 출시 이후 누적 판매량 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 13. Sony, Microsoft 가격 인상

제조사	모델	이전 가격	현재 가격	인상폭
Sony	PS5 Digital Edition (유럽)	€ 449.99	€ 499.99	€ 50
	PS5 Digital Edition (영국)	£ 389.99	£ 429.99	£ 40
	PS5 Standard (호주)	AUD \$799.95	AUD \$829.95	AUD \$30 증가
Microsoft	Xbox Series X (미국)	\$499.99	\$599.99	\$100
	Xbox Series S 512GB (미국)	\$299.99	\$379.99	\$80
	Xbox Series X 2TB Galaxy Black (미국)	\$599.99	\$729.99	\$130

자료: Sony, Microsoft, 하나증권

5) 닌텐도 스위치 2, 서드 파티 활성화 기대감

6월 2일 스위치 2가 온다

닌텐도는 2025년 6월 5일 스위치 2의 출시 예정이다. 닌텐도의 첫 해 목표 판매량은 1,500만 대다. 4월 2일 진행된 닌텐도 다이렉트에서 특이한 점은 자체 독점작 외에 서드 파티 게임들이 다수 공개되었다는 점이다. 프롬소프트는 2026년 닌텐도 스위치 2 독점으로 신작 [더스크블러드]를 출시할 예정이다. 이외에도 이미 대성공을 거둔 [엘든 링], [하데스 2], [스플릿 픽션], [사이버펑크 2077] 등이 소개되어, 이번 닌텐도 스위치 2로 서드 파티 게임들이 더욱 활성화 될 것임을 짐작할 수 있었다.

국내 게임사도 타겟할 것

예상대로 최근까지 출시된 대부분의 트리플A 게임들은 모두 구동할 수 있을 것으로 추정된다. 과거부터 콘솔 라인업을 구축하고 있는 캡콤(몬스터 헌터, 역전재판), 스퀘어에닉스(파이널판타지, 드래곤퀘스트), 액티비전 블리자드(콜오브 듀티, 디아블로)등은 이미 ‘스위치’에도 게임을 출시해오고 있으며, ‘스위치 2’에는 더욱 활발한 진출이 확정되었다. 닌텐도 독점이 아닌 서드 파티 게임들의 공격적 침투 및 시장 확대 수혜 기대할 수 있으며 2020년부터 본격적으로 PC/콘솔 패키지 게임을 개발하여 낮은 사양의 ‘스위치’를 타겟할 수 없었던 국내 게임사들에게는 분명한 기회다.

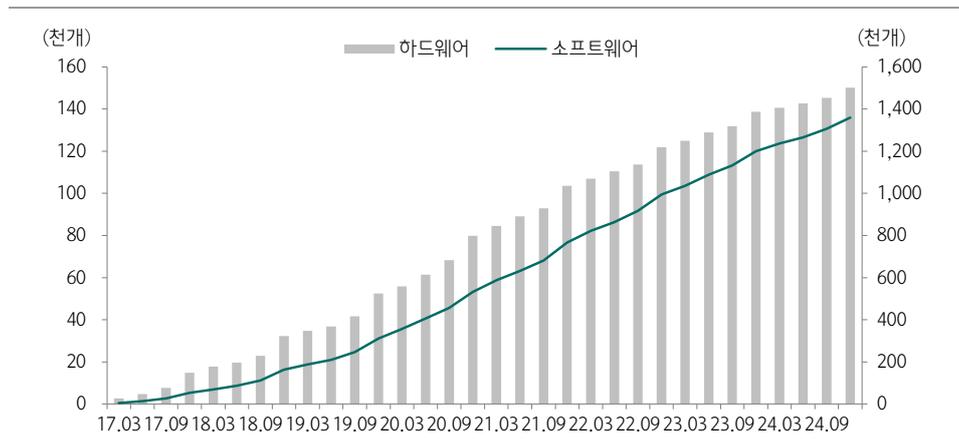
도표 14. 닌텐도 스위치 주요 타이틀 누적 판매량

(단위: 만 개)

게임명	출시일	누적판매량
마리오 카트 8 디럭스	2017년 4월	6,820
모여봐요 동물의 숲	2020년 3월	4,782
슈퍼 스매시브라더스 얼티밋	2018년 12월	3,624
젤다의 전설 야생의 숨결	2017년 3월	3,281
슈퍼마리오 오디세이	2017년 10월	2,928
포켓몬 소드/실드	2019년 11월	2,679
포켓몬 스칼렛/바이올렛	2022년 11월	2,672
젤다의 전설 티어스 오브 더 킹덤	2023년 5월	2,173
슈퍼 마리오 파티	2018년 10월	2,116
뉴 슈퍼 마리오 브라더스 U 디럭스	2019년 1월	1,825

자료: Nintendo, 하나증권

도표 15. 닌텐도 스위치 하드웨어, 소프트웨어 누적 판매량 추이



자료: Nintendo, 하나증권

6) 인디, 소규모 프로젝트의 성공

2024년 발라트로,
2025년 스케줄 I

인디, 소규모 프로젝트의 성공이 다수 확인되고 있다. 글로벌 트리플A 게임의 개발 규모, 자본이 아니더라도 유의미한 성과 기대 가능하다. 2024년을 강타한 1인 개발 인디 게임 [발라트로]는 2024년 2월 PC/PS/XBOX/Nintendo에 출시한 이후 누적 500만장 이상 판매되었다. [발라트로]는 낮은 소비자(14.99달러)임에도 약 7,500만달러(약 1,100억원) 이상의 매출을 발생시킨 것으로 추정된다. 2025년 3월 출시된 1인 개발 인디 게임 [스케줄 I]은 500만장 이상 판매된 것으로 추정된다.

소규모 개발 인력의 높은 성과
늘어날 것

4월 24일 출시된 [클레르 옴스퀴르: 33 원정대]는 출시 이후 3일만에 100만장 판매를 돌파했다. 외주 인력을 제외하고 30명 내외의 개발 인력으로 높은 퀄리티의 게임을 제작, GOTY 후보라는 평가까지 받고 있다. 1인 혹은 소규모 개발 인력으로도 트리플A급 게임에 버금가는 높은 성과를 내는 사례 더욱 많아질 것으로 전망한다.

도표 16. 2025년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매 타이틀

	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리 지널	메타 크리틱	유저 평점
1	Kindom Come Deliverance 2	2025-02-04	\$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Warhorse Studios	Deep Silver	X	88	8.7
2	Monster Hunter: Wilds	2025-02-28	\$69.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Capcom	Capcom	X	88	7.3
3	Split Fiction	2025-03-07	\$49.99	협동, 어드벤처	PC, PS, Xbox, NSW	Hazelight	Electronic Arts	O	91	8.9
4	Assasin's Creed Shadows	2025-03-20	\$69.99	액션 RPG	PC, PS5, Xbox	Ubisoft	Ubisoft	X	81	6.3
5	Schedule I	2025-03-25	\$19.99	시뮬레이터, 전략	PC	TVGS	TVGS	O	-	-
6	inZOI	2025-03-28	\$39.99	라이프시뮬레이션	PC	inZOI Studio	Krafton	O	-	-
7	R.E.P.O	2025-02-06	\$9.99	협동, 호러	PC	semiwork	semiwork	O	-	-
8	Clair Obscur: Expedition 33	2025-04-24	\$49.99	턴제 RPG	PC, PS, Xbox	Sandfall Interactive	Kepler Interactive	O	92	9.7

자료: 하나증권

도표 17. 국내 게임사 출시 및 출시 예정 인디 게임

퍼블리셔	제작사	게임명	플랫폼	출시일	판매량
넥슨(민트로켓)	넥슨(민트로켓)	데이브 더 다이버	PC/PS/Nintendo	2023년 06월	500만+
크래프톤	크래프톤(5민렙)	킬 더 크라우즈	PC/닌텐도	2023년 8월	-
	크래프톤(5민렙)	딩컴 투게더	PC/모바일	미정	-
	제임스 벤던	딩컴	PC/닌텐도	2022년 7월(PC), 미정(닌텐도)	-
	크래프톤(렐루게임즈)	언커버 더 스모킹 건	PC	2024년 6월	-
크래프톤(5민렙)	크래프톤(렐루게임즈)	마법소녀 즈콩도쿵	PC	2024년 5월	-
크래프톤(5민렙)	크래프톤(5민렙)	민간군사기업 매니저: 택티컬 오토 배틀러	PC	2025년 4월	-
네오위즈	사우스포게임즈	스컬	PC/PS/XBOX/Nintendo/모바일	2021년 01월	200만+
	원더포션	산나비	PC/Nintendo	2023년 11월	100만장 미만
	PiedPipers Team	플레비퀘스트	PC	2024년 4월	-
	JellySnow Studio	메탈유닛	PC/Nintendo	2021년 1월	-
	Cosmo Gatto	아카	PC/Nintendo	2022년 12월	-
	루트리스 스튜디오	사망여각	PC/Nintendo	2021년 4월	-
	TeamSuneat	블레이드어썰트	PC/Nintendo	2022년 1월	-
	매드 미믹	댄디에이스	PC/Nintendo	2021년 3월	-
	Megusta Game	언소울드	PC/XBOX/Nintendo	2022년 4월	-
	리자드 스무디	쉐이프 오브 드림즈	PC	2025년 5월	-
지도 게임즈	안녕서울: 이태원편	PC	미정	-	
그라비티	PepperStones	웨토리	PC/Nintendo	2023년 10월	-
	펄킴	ALTF42	PC	2024년 5월	-
	플레이 매퍼스토알츠	심연의 작은 존재들	PC	2020년 11월	-
	2clocksoft	파이널나이트	PC	2025년 1월	-
	EXLIX	삼블즈	-	미정	-
	SSUN GAMES	라이트 오디세이	-	미정	-
스마일게이트	폴리모프	이프션셋	PC	2024년 11월	-
	몬스터가이드	과물입금지2: 여름포차	PC	미정	-

자료: 하나증권 추정

7) 다만, 시장은 녹록지 않다

2024년 출시해에 100만장 이상 판매된 오리지널 IP는 단 6개

다만 문제는 경쟁 상황이 녹록지 않다는 점이다. PS5, XBOX, 핸드 헬드 기기 보급 증가, PC 스팀 성장, 닌텐도 스위치 2항 국내 게임 진출 가능성은 긍정적이다. 다만 [P의 거짓], [스텔라 블레이드], [인조이]의 성공은 100만장이라는 판매량이 마치 시작점처럼 보이게 하는 착각을 야기한다. 2024년 출시된 50달러 이상 패키지 게임 중 100만장 이상 판매된 타이틀은 26개로 추정되며 이 중 시퀀이 아닌 오리지널 IP는 단 6개(스텔라 블레이드, 검은신화: 오공, 메타포: 리판타지오, 유니콘 오버로드, 라이즈 오브 더 로닌, 아스트로봇)에 불과하다.

도표 18. 2024년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매(닌텐도, 50달러 미만 제외)

	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리지널	메타 크리틱	유저 평점
1	Like a Dragon: Infinite Wealth	2024-01-25	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	Ryu Ga Gotoku Studio	SEGA / ATLUS	X	89	8.5
2	Tekken 8	2024-01-26	\$59.99	격투	PS, Xbox, PC	Bandai Namco	Bandai Namco	X	90	7.5
3	Persona 3 Reload	2024-02-01	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA / ATLUS	X	87	8.7
4	Final Fantasy VII Rebirth	2024-02-29	\$69.99	액션 RPG	PS, PC	Square Enix	Square Enix	X	92	8.9
5	Dragon's Dogma 2	2024-03-21	\$69.99	액션 RPG	PS, Xbox, PC	Capcom	Capcom	X	86	6.4
6	Rise of the Ronin	2024-03-22	\$69.99	액션 RPG	PS	Team Ninja	Sony Interactive Entertainment	O	76	7.8
7	Unicorn Overload	2024-03-08	\$59.99	시뮬레이션 RPG	PS, Xbox, NSW	Atlus, Vanillaware	SEGA / ATLUS	O	86	8.4
8	Stellar Blade	2024-04-26	\$69.99	액션	PS	Shift Up	Sony Interactive Entertainment	O	81	9.2
9	Ghost of Tsushima: Director's Cut	2024-05-16	\$59.99	액션 어드벤처	PS, PC	Sucker Punch Productions	Sony Interactive Entertainment	X	87	8.3
10	Shin Megami Tensei V: Vengeance	2024-06-14	\$59.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA	X	87	8.1
11	EA Sports College Football 25	2024-07-19	\$69.99	스포츠	PS5, Xbox	EA Tiburon	Electronic Arts	X	83	5.5
12	Madden NFL 25	2024-08-16	\$69.99	스포츠	PS, PC	EA Tiburon	Electronic Arts	X	70	3.1
13	Black Myth: Wukong	2024-08-20	\$59.99	액션 RPG	PS, PC	Game Science	Game Science	O	81	8.2
14	Star Wars Outlaws	2024-08-30	\$69.99	오픈월드 액션 어드벤처	PS, Xbox, NSW, PC	Massive Entertainment	Ubisoft	X	75	5.4
15	Astro Bot	2024-09-06	\$59.99	액션, 플랫폼	PS	Team Asobi	Sony Interactive Entertainment	O	94	9.2
16	NBA 2K25	2024-09-06	\$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	Visual Concepts	2K Sports	X	79	5.2
17	Warhammer 40,000: Space Marine 2	2024-09-09	\$59.99	TPS	PS, Xbox, PC	Saber Interactive	Focus Entertainment	X	82	8
18	EA Sports FC 25	2024-09-27	\$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	EA Vancouver	Electronic Arts	X	76	2.7
19	Silent Hill 2 Remake	2024-10-08	\$69.99	서바이벌 호러	PS, PC	Bloober Team	Bloober Team / Konami	X	86	9.1
20	Dragon Ball: Sparking! ZERO	2024-10-10	\$69.99	3D 격투	PS, Xbox, PC	Spike Chunsoft	Bandai Namco Entertainment	X	81	8.4
21	Metaphor: ReFantazio	2024-10-11	\$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	Studio Zero	SEGA / ATLUS	O	94	8.6
22	Call of Duty: Black Ops 6	2024-10-25	\$69.99	FPS	PS, Xbox, PC	Treyarch	Activision	X	82	6.5
23	Dragon Age: The Veilguard	2024-10-31	\$59.99	RPG	PS, PC	BioWare	Electronic Arts	X	82	3.9
24	DRAGON QUEST III HD-2D Remake	2024-11-14	\$59.99	JRPG	PS, Xbox, NSW, PC	Artdink, Square Enix	Square Enix	X	84	7.2
25	S.T.A.L.K.E.R. 2	2024-11-20	\$59.99	FPS, 생존	PC, Xbox	GSC Game World	GSC Game World	X	-	
26	Farming Simulator 25	2024-11-12	\$49.99	시뮬레이터, 전략	PC, PS, Xbox	GIANTS Software	GIANTS Software	X	75	4.5

주: 10월 이후 출시작은 출시 후 6개월 내 판매량 고려
자료: 하나증권

새로운 성공 케이스는 사실상 2개

상기한 6개 게임 중 세가/아틀라스의 [메타포: 리판타지오]는 기존 [페르소나] 시리즈의 정
신적 계승작이고 [유니콘 오버로드] 역시 축적된 SRPG의 노하우를 담아낸 신작이다. [라이
즈 오브 더 로닌]은 [인왕], [닌자 가이덴] 시리즈를 만든 팀 닌자의 야심작이다. [아스트로
봇]은 소니의 자체 스튜디오 팀 아소비 개발로 플레이스테이션 시리즈 전체를 IP로 가져간
게임이다. 새롭게 패키지 게임 시장에 도전하여 성공한 케이스는 사실상 게임 사이언스의
[검은 신화: 오공]과 시프트업의 [스텔라 블레이드] 밖에 없다

2023년 100만장 이상
오리지널 IP 3개

2023년을 봐도 상황은 크게 다르지 않다. 2023년 50달러 이상 패키지 게임 중 100만장 이
상 판매된 타이틀은 26개로 추정되며 이 중 시퀀이 아닌 오리지널 IP는 단 3개(스타필드,
와룡: 폴른 다이너스티, P의 거짓)다. 국내 신규 오리지널 패키지 게임의 현실적인 목표는
연내 100만장으로 보는 것이 합리적이며, 그 이상의 선반영은 굉장히 공격적인 목표를 반영
한 수치임을 알 수 있다.

도표 19. 2023년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매(닌텐도, 50달러 미만 제외)

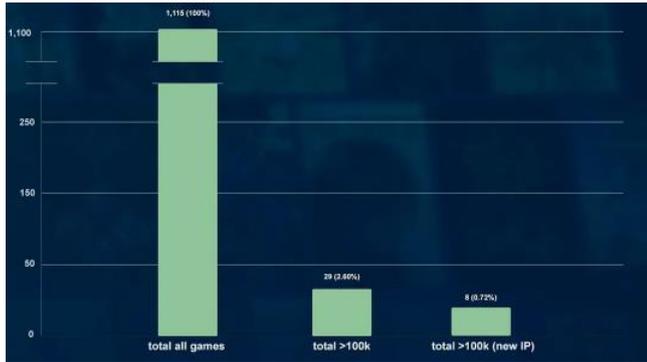
	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리 지널	메타 크리틱	유저 평점
1	Dead Space Remake	2023-01-27	\$59.99	서바이벌 호러	PC, PS, Xbox	Motive Studio	Electronic Arts	X	89	8.4
2	Hogwarts Legacy	2023-02-10	\$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Avalanche	WB Games	X	84	8.2
3	Octopath Traveler II	2023-02-24	\$59.99	JRPG	PC, PS, Xbox, NSW	Acquire	Square Enix	X	85	8.5
4	Wo Long: Fallen Dynasty	2023-03-03	\$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Team Ninja	Koei Tecmo	O	80	6.7
5	Resident Evil 4 Remake	2023-03-24	\$59.99	서바이벌 호러	PC, PS, Xbox	Capcom	Capcom	X	93	8.8
6	Dead Island 2	2023-04-21	\$59.99	액션	PC, PS, Xbox	Dambuster	Deep Silver	X	73	7.3
7	Star Wars Jedi: Survivor	2023-04-28	\$69.99	액션 어드벤처	PC, PS, Xbox	Respawn Entertainment	Electronic Arts	X	85	7.0
8	Street Fighter 6	2023-06-02	\$59.99	액션	PC, PS, Xbox	Capcom	Capcom	X	92	7.5
9	Diablo IV	2023-06-06	\$69.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Blizzard	Blizzard	X	86	2.5
10	Final Fantasy XVI	2023-06-22	\$59.99	액션 RPG	PS	Square Enix	Square Enix	X	87	8.4
11	Remnant II	2023-07-25	\$49.99	액션 슈터	PC, PS, Xbox	Gunfire Games	Gearbox	X	80	7.0
12	Baldur's Gate 3	2023-08-03	\$59.99	RPG	PC, PS, Xbox	Larian Studios	Larian Studios	X	96	9.2
13	Madden NFL 24	2023-08-18	\$69.99	스포츠	PC, PS, Xbox	EA Tiburon	Electronic Arts	X	65	1.7
14	Armored Core VI: Fires of Rubicon	2023-08-25	\$59.99	메카 액션	PC, PS, Xbox	FromSoftware	Bandai Namco	X	86	8.1
15	Starfield	2023-09-06	\$69.99	오픈월드 RPG	PC, Xbox	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	O	83	6.8
16	NBA 2K24	2023-09-08	\$59.99	스포츠	PC, PS, Xbox, NSW	Visual Concepts	2K Sports	X	68	2.4
17	Lies of P	2023-09-18	\$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Round8 Studio	Neowiz	O	80	8.3
18	Mortal Kombat 1	2023-09-19	\$69.99	액션	PC, PS, Xbox, NSW	NetherRealm	WB Games	X	83	6.6
19	EA Sports FC 24	2023-09-29	\$69.99	스포츠	PC, PS, Xbox, NSW	EA Vancouver	Electronic Arts	X	75	2.6
20	Assassin's Creed Mirage	2023-10-05	\$49.99	액션 어드벤처	PC, PS, Xbox	Ubisoft Bordeaux	Ubisoft	X	76	7
21	Lords of the Fallen (2023)	2023-10-13	\$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Hexworks	CI Games	X	75	6.7
22	Marvel's Spider-Man 2	2023-10-20	\$59.99	액션 어드벤처	PS	Insomniac Games	Sony	X	90	8.7
23	Cities: Skylines II	2023-10-24	\$49.99	City Builder Simulation	PC	Colossal Order	Paradox Interactive	X	74	4.2
24	ROBOCOP: Rogue City	2023-11-02	\$49.99	FPS	PC, PS, Xbox	Teyon	Nacon	X	72	7.9
25	Football Manager 2024	2023-11-06	\$59.99	시뮬레이션	PC, NSW, Mobile	Sports Interactive	SEGA	X	84	7.1
26	Call of Duty: Modern Warfare III	2023-11-10	\$69.99	FPS	PC, PS, Xbox	Sledgehammer	Activision	X	94	7.9

주: 10월 이후 출시작은 출시 후 6개월 내 판매량 고려
자료: 하나증권

10만장 판매도 쉽지 않음

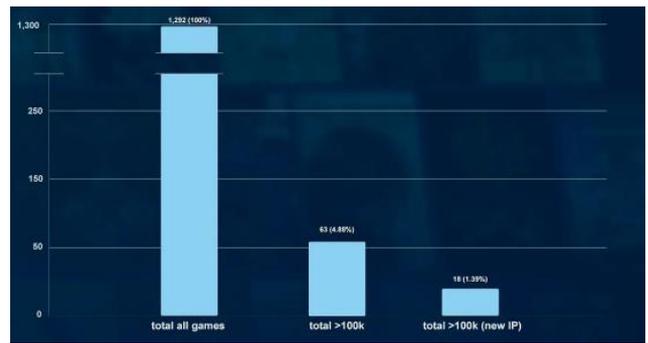
가격과 관계 없이 100만장이 아닌 유의미한 판매량을 이끌어 내기도 마냥 쉽지 않다. 2024년 플랫폼 별 출시작품 대비 10만장 이상 판매 타이틀 비중은 스팀 1.2%(233개), PS 4.9%(63개), Xbox 2.6%(29개)이고 오리지널 IP 비중은 스팀 0.7%(147개), PS 1.4%(18개), XBOX 0.7%(8개)다. 통상적으로 생각하는 패키지 게임의 시장과 실체는 괴리가 있다.

도표 20. XBOX 2024년 신작 성과



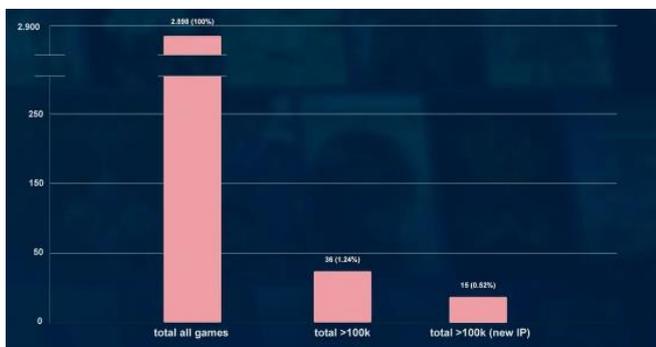
자료: gamedevreports, 하나증권

도표 21. Playstation 2024년 신작 성과



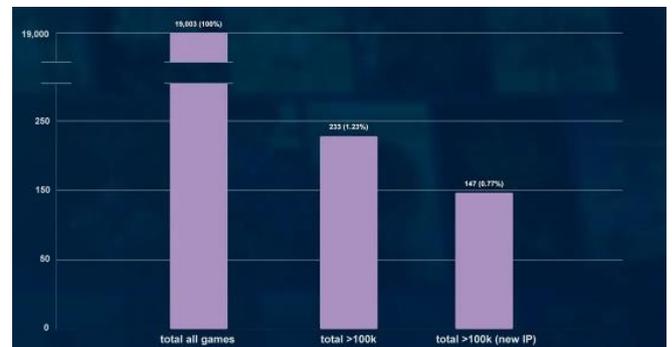
자료: gamedevreports, 하나증권

도표 22. Nintendo 2024년 신작 성과



자료: gamedevreports, 하나증권

도표 23. Steam 2024년 신작 성과



자료: gamedevreports, 하나증권

구작 플레이 타임 증가

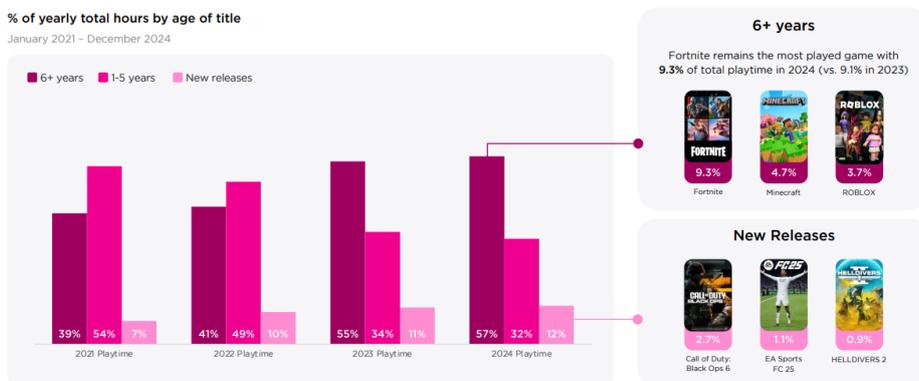
이러한 현상은 판매량이 아닌 지표에서도 두드러지게 나타난다. 플레이 타임 기준 출시 6년 이 지난 구작이 차지하는 비중은 2024년 57%로 전년 대비 2%p 증가했다. 2024년 총 게임 플레이 타임 중 신규 게임에 소비된 시간은 12%에 불과하다. 포트나이트, 로블록스, 카운터스트라이크2, 리그오브레전드, 마인크래프트와 같은 타이틀의 존재감이 지속 확대되고 있는 영향이다.

프랜차이즈 제외 신규 타이틀
플레이 타임 8% 미만

플랫폼 별로는 살펴보면 PC가 8%이며 PS/XBOX는 PC보다 높은 15%다. 다만 PS/XBOX에서는 매년 출시되는 프랜차이즈 IP인 EA Sports FC, NBA 2K25, EA College Football과 같은 타이틀들이 큰 비중을 차지하고 있어 사실상 신규 게임이라 보기 어렵다. 상기한 프랜차이즈 IP 제외 시 오히려 PC가 7%로 신규 게임의 플레이 타임이 가장 높음을 확인할 수 있다.

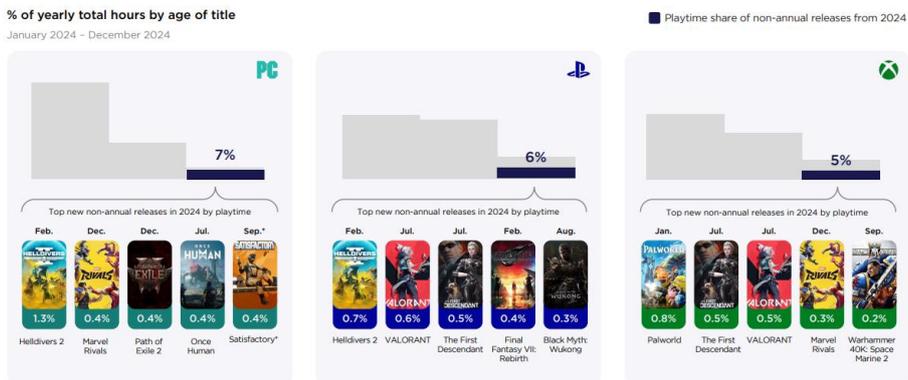
6년 이상 구작이 차지하는
비중 57%(+2%pYoY)

도표 24. 글로벌 게임 플레이 타임 비중



자료: Newzoo, 하나증권

도표 25. 신규 타이틀 내 프랜차이즈 IP 제외 타이틀 비중

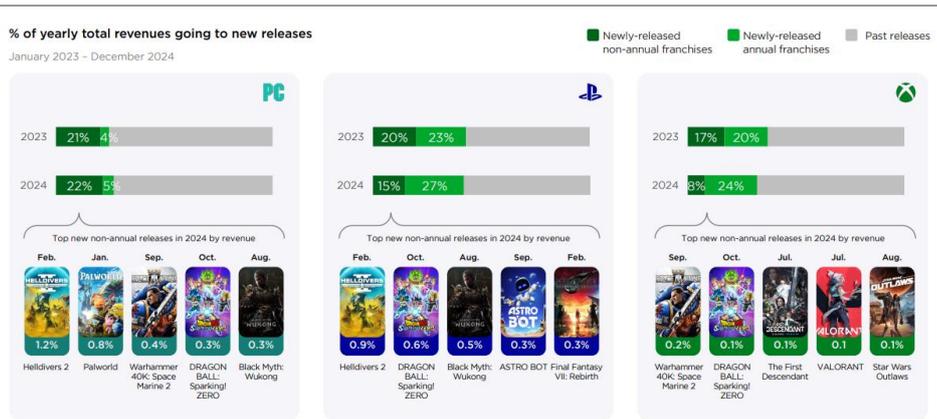


자료: Newzoo, 하나증권

매출 역시 구작이 압도적

매출 역시 유사한 흐름을 보인다. 2024년 프랜차이즈 IP 제외 신규 게임의 매출 비중은 PC가 22%, PS 15%, XBOX 8%로 PC가 가장 높다. PC 시장이 신규 게임 출시 침투에 우호적임을 알 수 있는 반면, 70% 이상의 매출은 구작에서 나오기에 **녹록지 않음**을 재확인할 수 있다.

도표 26. 신규 타이틀 내 프랜차이즈 타이틀 비중



자료: Newzoo, 하나증권

신규 게임 플레이 수도 감소

PC, XBOX는 매년 유저들이 플레이하는 게임 수도 2021년 대비 감소하는 추세다. 2026년 5월 출시 예정인 GTA 6와 같은 메가 IP에 유저들의 플레이 타임이 집중될 가능성이 높다. GTA 6의 출시가 PC/콘솔 게임 출시를 앞둔 개발사에 위험 요소로 작용할 수 있다.

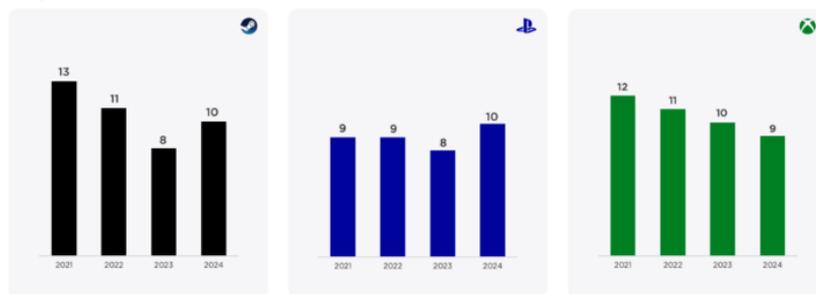
도표 27. 게임 플레이어의 게임 수 감소

Players are becoming more selective and playing fewer games

Based on a confluence of factors, 2024 is likely a standout year for Steam and should not necessarily be viewed as a recovery

Annual number of titles played per person (weighted average)

January 2021 - December 2024



자료: Newzoo, 하나증권

2. 패키지 IP의 가치

1) 패키지 IP 가치 추정과 목적

성공한 패키지 IP의 가치에 대한 고민 필요

패키지 게임의 시리즈화가 본격적으로 시작되는 현 시점에서 성공한 패키지 IP의 가치에 대한 고민이 필요하다고 판단한다. 현재까지 국내 게임사의 주가 흐름은 신작 출시 모멘텀에 집중하여 폭발적 상승을 이룬 후 실제 출시 후에는 후속작까지의 실적 공백을 이유로 주가가 제자리로 돌아가는 모습이 일반적이다. 국내 게임 투자가 출시 초기 매출이 집중, 빠르게 하향 안정화되는 MMORPG를 비롯한 고 ARPPU 모바일 라이브 서비스 위주의 게임사에 익숙하고, 글로벌에서 IP 시리즈화로 지속 성장한 케이스가 부재한 영향이다.

라이브 서비스 게임은 후속작에 로열티 적음

이러한 구조 속에는 오리지널 패키지 IP로 성공하더라도 기업 가치가 왜곡될 가능성이 높다. 라이브 서비스 대비 출시 이후 지속적인 매출을 기대하기 어렵고 후속작까지 3~4년 이상 개발 기간은 필연적이기 때문이다. 라이브 서비스와 패키지 게임의 큰 차이는 후속작의 시리즈화, 즉 IP화에 있다. 라이브 서비스 게임은 완결이 나지 않기에 업데이트를 통해 하향 안정화 추세를 반등시켜야한다. 해당 게임이 계속 서비스되기 때문에 기존작을 중단하지 않고 후속작을 출시하기란 어려운 일이며, 이미 전작에 시간과 돈을 투자한 유저들이 후속작에 높은 로열티를 보이지 않을 가능성도 상존한다.

패키지는 후속작 소구력 높음. 시리즈의 기대 수익 기업 가치에 반영 가능

패키지 게임은 다르다. 스토리 완결이 있기에 전작을 플레이 한 유저는 후속작에 대한 기대감을 유지하며 기다린다. 스토리 세계관의 확장 혹은 같은 플레이 스타일로 다른 스토리를 풀어가는 것, 즉 IP에 대한 로열티가 발생하기에 후속작의 흥행으로 이어질 수 있게 하는 소구력이 라이브 서비스 대비 높다. 물론 전작의 성공이 후속작의 성공을 담보하는 것은 아니다. 다만 온전히 개발력을 유지하고 완성도를 높인다면 충분히 시리즈로 흥행할 수 있다. 첫 단추를 성공적으로 꿰, 시리즈화 가능한 IP를 갖춘 게임사는 향후 기대 수익 역시 충분히 기업 가치에 반영할 필요가 있다.

도표 28. 국내 게임사 주요 패키지 게임 파이프라인

게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
울프아이 스튜디오 신작	울프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2026-
스텔라 블레이드 후속작	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027
서브노티카 2	엔노운월즈(자회사)	크라프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2H25
Project LLL	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	2H25
붉은사막	펼어비스	펼어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	4Q25
미드나잇워커스	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	익스트랙션 FPS	PC	3Q25
탈: 디 아케인 랜드	매드엔진(자회사)	위메이드	액션 RPG	PC/콘솔	2027
크로노 오디세이	크로노 스튜디오	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	4Q25
갯 세이브 버밍엄	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	좀비 생존 시뮬레이터	PC	4Q25
아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	2026
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2026

자료: 하나증권 추정

2) 패키지 가격 전략과 성과

판매량은 가격 전략이 중요

패키지 게임의 성공은 누적 판매량으로 대변된다. 주로 1회성 판매, 혹은 DLC 추가 판매에서 매출이 발생하기에 이는 당연하다. 하지만 초기 3년 혹은 5년 판매가 아닌 전체 기간 기준으로 확대하여 타이틀 간 성과를 비교할 경우 누적 판매량은 실제 매출과 차이를 보일 수 있다. 가격 전략에 따라 달라지기 때문이다. 정답은 없으며 시장 경쟁, IP 파워, 판매 추이를 고려한 가격 전략을 활용해야 매출을 극대화할 수 있다.

개발사/퍼블리셔 별 가격 전략

가격 전략은 개발사/퍼블리셔에 따라 상이하다. 대표적으로 캡콤, 카도카와(프롬소프트웨어)/소니가 서로 다른 전략으로 매출을 극대화하고 있다. 캡콤은 초기 3년 이후 정가 자체를 낮춤으로써 판매량을 안정적으로 유지한다. [레지던트 이블 7 바이오하자드]는 2017년 출시 첫 해 350만장 판매 이후 2024년까지도 매년 100만장 이상의 판매량을 발생시켜 누적 판매량 1,478만장을 달성했다. [몬스터 헌터: 월드]는 2018년 출시 첫해 790만장 판매 이후 매년 200만장에 가까운 판매량을 기록, 누적 판매량 2,851만장을 달성했다.

카도카와(프롬소프트웨어)/소니는 정반대의 전략을 취한다. 출시 이후 일정 시기에 대폭 할인을 일시적으로 진행하긴 하나 정가는 계속 유지한다. 연평균으로 환산 시 판매가는 캡콤 대비 높다. 카도카와(프롬소프트웨어)의 [다크 소울 3]는 출시 첫 해 정가 대비 -50%, 이후 -83.3%까지 할인을 진행했으나 정가를 낮추진 않았다. 이러한 정책에도 불구하고 [다크 소울] 시리즈는 1, 2, 3 누적 판매량 2,700만장 이상을 달성했다. 만약 캡콤과 같은 전략을 취했다면 초기 매출이 감소했을 수 있으나, 누적 판매량은 지금보다 높았을 가능성이 있다.

도표 29. 몬스터 헌터: 월드 가격 추이

(단위: 달러, %)

	연평균	정가 대비	최저가	정가 대비
Y0	55.93	-6.8%	39.59	-34.0%
Y1	39.81	-33.6%	29.99	-50.0%
Y2	28.26	-52.9%	19.79	-67.0%
Y3	26.97	-55.0%	19.79	-67.0%
Y4	24.73	-58.8%	14.99	-75.0%
Y5	22.64	-62.3%	9.89	-83.5%
Y6	24.43	-59.3%	9.89	-83.5%

자료: Capcom, Steamdb, 하나증권

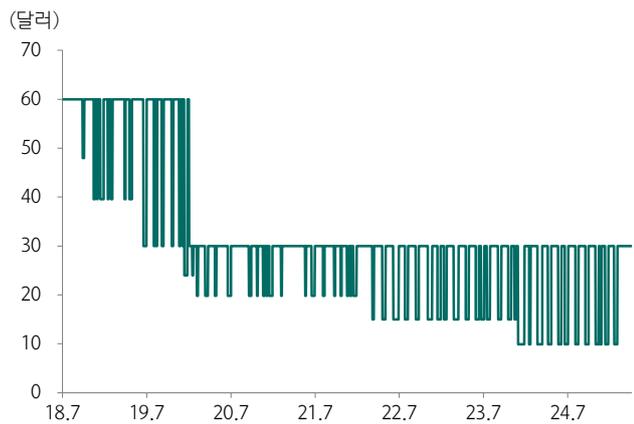
도표 30. 다크소울 3 가격 추이

(단위: 달러, %)

	연평균	정가 대비	최저가	정가 대비
Y0	57.53	-4.1%	29.99	-50.0%
Y1	55.26	-7.9%	14.99	-75.0%
Y2	51.98	-13.4%	14.99	-75.0%
Y3	52.84	-11.9%	14.99	-75.0%
Y4	53.15	-11.4%	9.99	-83.3%
Y5	54.99	-8.3%	14.99	-75.0%
Y6	59.99	0.0%	59.99	0.0%
Y7	56.79	-5.3%	29.99	-50.0%
Y8	57.12	-4.8%	29.99	-50.0%

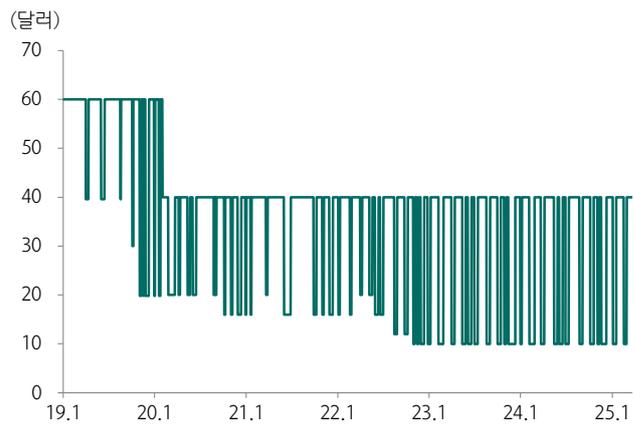
자료: Bandainamco, Fromsoftware, Steamdb, 하나증권

도표 31. 몬스터 헌터: 월드 가격 추이



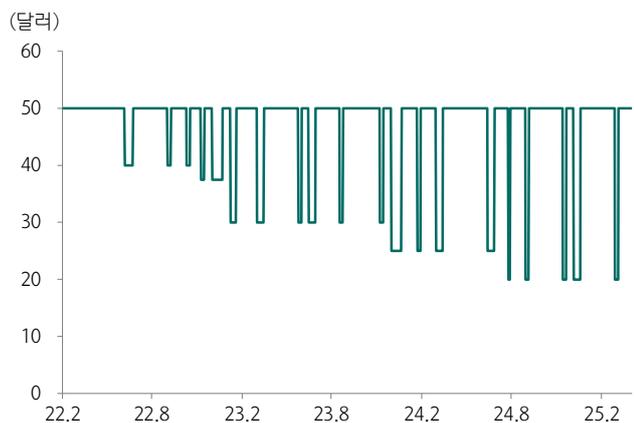
자료: Capcom, Steamdb, 하나증권

도표 32. 레지던트 이블 2 가격 추이



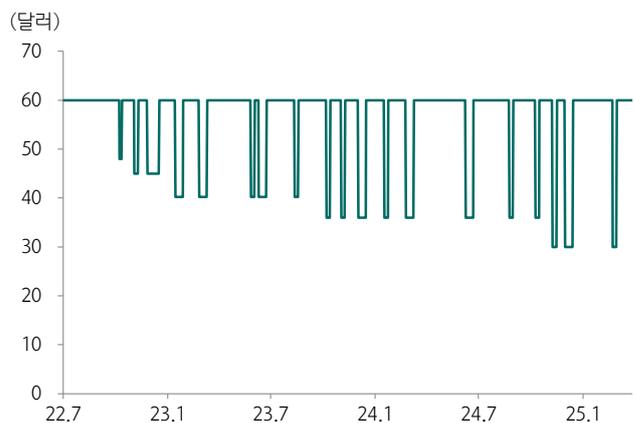
자료: Capcom, Steamdb, 하나증권

도표 33. 갓 오브 워 가격 추이



자료: Sony, Steamdb, 하나증권

도표 34. 마블 스파이더맨 리마스터 가격 추이



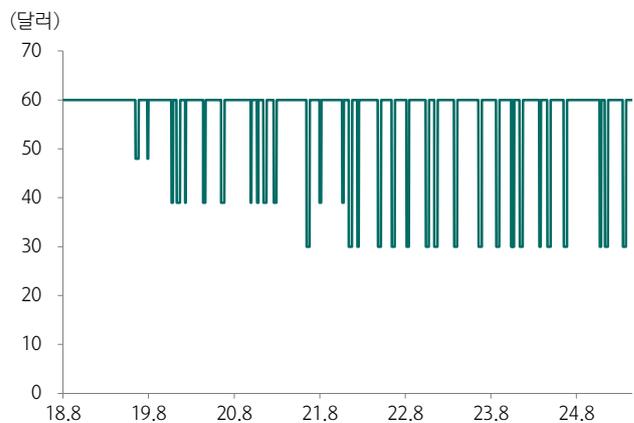
자료: Sony, Steamdb, 하나증권

도표 35. 다크소울 3 가격 추이



자료: Bandainamco, Fromsoftware, Steamdb, 하나증권

도표 36. 세키로: 새도우 다이 트와이스



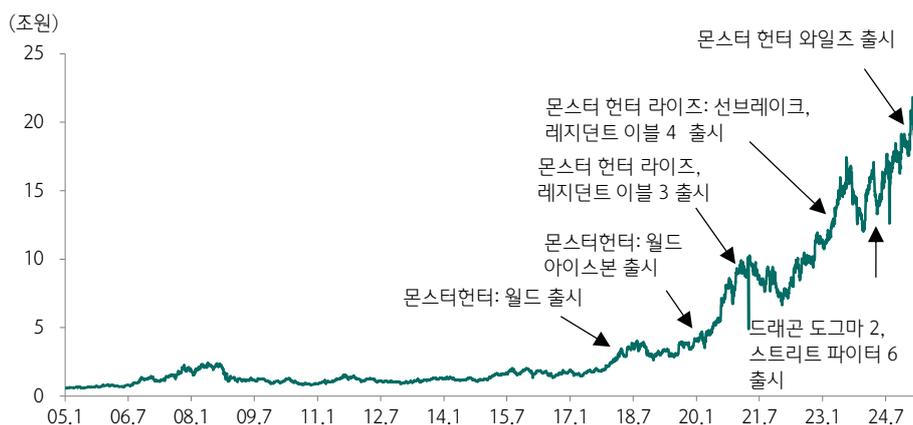
자료: Activision, Fromsoftware, Steamdb, 하나증권

3) 시리즈화로 실적, 기업 가치 지속 가능

캡콤 IP 누적하여 창출할 현금 + 차기작 가치 모두 반영

훌륭한 개발력, 그리고 맞춤형 가격 전략을 활용하여 다수의 IP를 시리즈화한다면 패키지 게임들로도 지속적인 실적, 기업 가치 성장을 이룰 수 있다. 대표적인 사례는 앞서 말한 캡콤이다. 캡콤은 [몬스터 헌터], [레지던트 이블], [데빌 메이 크라이], [스트리트 파이터] 등 굴지의 IP를 보유한 게임사다. 2012-2014년 위기를 겪었으나 2014년 영업이익 1,000억원으로 회복, 시가총액 1.2조원 이상을 유지했고 이후 2024년까지 IP의 누적으로 매년 이익 성장에 성공하며 시가총액 역시 20조원을 달성했다. 지난 2월에는 [몬스터 헌터: 와일즈] 출시 한 달만에 1,000만장을 판매하는 저력을 과시했다. 이러한 대작이 출시된지 한 달이라는 시간이 지났고, 다음 대작 라인업인 [귀무자: Way of the Sword]가 2026년 출시 예정임에도 캡콤의 시총은 역사상 최고 수준을 유지하고 있다. 이는 1)[몬스터 헌터 와일즈]를 포함한 누적된 IP가 앞으로 창출할 현금과 2)향후 출시할 게임, 즉 후속작과 차기작 모두에 대한 믿음이 반영된 결과라 해석한다.

도표 37. 캡콤 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 38. 캡콤 12MF P/E 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 39. 캡콤 주요 타이틀 판매량 추이

가격 인하 전략 활용하여
판매량 지속

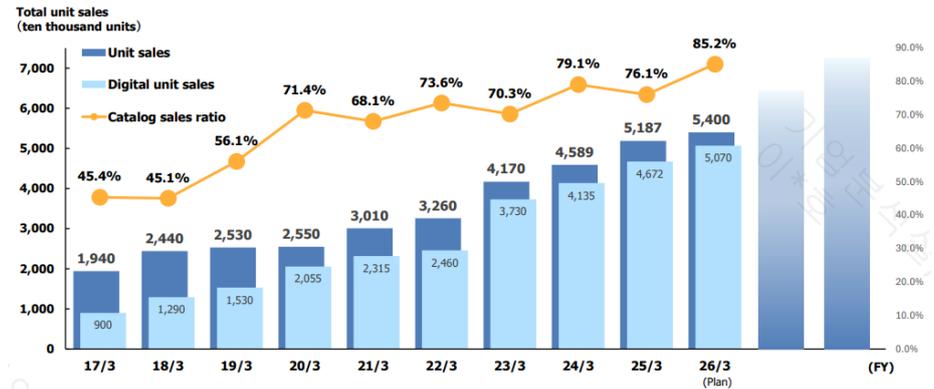
	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	Cummulative unit sales	26/3 (Plan)
Resident Evil 7 biohazard	350	160	120	100	150	180	120	130	130	1,470	
Monster Hunter: World*		790	450	450	230	170	140	280	310	2,850	
Resident Evil 2			420	240	160	140	220	200	140	1,540	
Monster Hunter World: Iceborne				520	240	140	100	230	260	1,520	
Resident Evil 3					390	110	190	170	110	990	
Monster Hunter Rise					480	410	370	190	240	1,710	
Resident Evil Village						610	180	180	150	1,130	
Monster Hunter Rise: Sunbreak							540	220	210	980	
Resident Evil 4							370	330	270	990	
Street Fighter 6								330	130	460	
Dragon's Dogma 2								260	100	370	
Monster Hunter Wilds									1,010	1,010	

*Includes sales of Monster Hunter World: Iceborne Master Edition
*Sales numbers rounded down to 10 thousand units. As of March 31, 2025

자료: Capcom, 하나증권

도표 40. 캡콤 전체 타이틀 판매량 추이

IP 축적하여 안정적인
판매량 유지



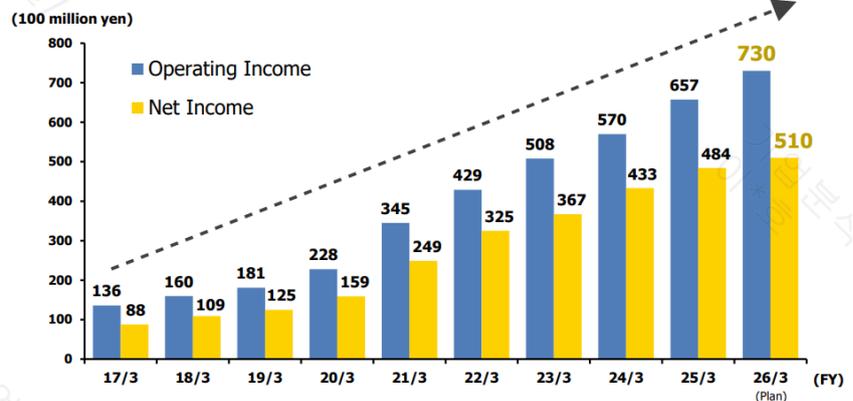
자료: Capcom, 하나증권

도표 41. 캡콤 실적 추이

IP 축적하여 안정적인 실적 성장

10% annual OP growth

- Stable release of new titles and growth in catalog sales
- Further advance the Single Content Multiple Usage strategy and strengthen global sales



자료: Capcom, 하나증권

CD 프로젝트. 워쳐 대성공.
사이버펑크 2077 이후
기대감 반영

CD 프로젝트도 비슷한 흐름이다. 2007년 [더 워쳐], 2011년 [더 워쳐 2: 어쌔신 오브 킹즈], 2015년 [더 워쳐 3: 와일드 헌트]를 연이어 히트시켰다. [더 워쳐 3: 와일드 헌트]가 더게임 어워즈에서 GOTY를 수상함과 동시에 2015년 영업이익 1,000억원 이상을 달성했고 시가총액은 1조원 수준으로 안착했다. 캡콤과 같은 IP 풀은 갖추고 있지 못했기에 2016년부터 이익은 감소했으나, [사이버펑크 2077]에 대한 기대감으로 주가는 지속 상승했다. 많은 논란 속에서도 [사이버펑크 2077]의 판매 호조로 2020년 영업이익은 3,500억원 수준으로 폭등했다. 이후 [사이버펑크 2077]는 2023년 DLC 팬텀 리버티 출시를 통해 판매량을 극대화했고 누적 판매량 3,000만장 이상을 달성했다. 시가총액은 [사이버펑크 2077]의 기대감이 절정이던 2020년 8월 15조원에 육박했으며, 현재는 [더 워쳐 4]을 포함한 신작 기대감을 반영하여 연간 영업이익 1,000억원 수준에도 불구하고 시가총액 8조원 이상을 유지하고 있다.

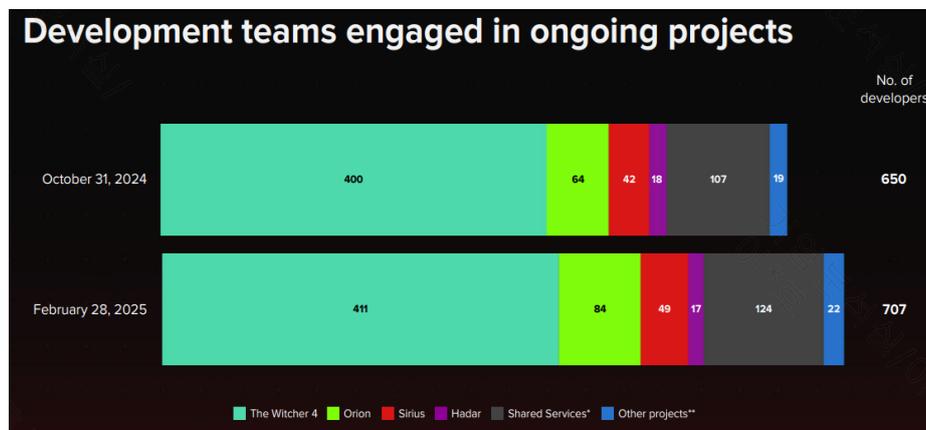
도표 42. CD 프로젝트 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 43. CD 프로젝트 개발자 현황

프로젝트별 인력 현황 공유.
라인업 가시성 높임



자료: CDprojekt, 하나증권

4) 국내 게임사의 성과와 미래

신규 100만장 판매, 시리즈화 시나리오 그려볼 수 있음

물론 상기한 두 기업은 GOTY(Games Of The Year)을 수상할 정도의 개발력을 갖췄으며 해당 패키지의 시리즈화를 성공적으로 이뤄낸, 글로벌에서도 손 꼽히는 케이스임이 분명하다. 해당 시나리오를 모든 패키지 개발사에 적용하여 기업 가치를 가정하기에는 성공보다 실패 사례가 압도적으로 많은 것이 사실이다. **다만 글로벌 게임 산업의 경쟁이 심화되고, 연간 신규 IP의 100만장 판매 사례(50달러 이상)가 6개에 불과한 현 시점에서 이를 뚫고 유저를 확보한 오리지널 IP는 해당 성장 시나리오를 적용할 수 있다고 판단한다.**

네오위즈 [P의 거짓], 시프트업 [스텔라 블레이드]의 성공

네오위즈의 [P의 거짓], 시프트업의 [스텔라 블레이드]는 각각 출시 28일, 55일만에 누적 판매량 100만장을 발표(공식 기준)했다. [P의 거짓]이 XBOX GAME PASS에 온보딩되어있고, [스텔라 블레이드]가 PS5 독점작이었음을 고려하면 괄목할만한 성과라 평가한다. 당시 시장 기대치만큼의 이익으로 이어지진 않았다. 이는 고정비 성격의 개발비가 높은 사업인 패키지 게임의 구조적인 한계다. 출시 한 달만에 1,000만장을 판매한 [몬스터 헌터 와일즈], 한 달만에 1,600만장을 판매한 [엘든 링]과 같이 역사적인 판매량을 남긴다면 이야기는 달라지겠지만, 시리즈 첫 작품에서 모바일 게임의 성공과 같은 이익을 단숨에 달성할만큼 수익성이 높지 않은 것은 부정할 수 없는 사실이다.

2025-2027년, IP의 시리즈화로 기업 가치 축적 확인

다만 이러한 시도가 성공하여 IP를 갖춘다면, 이후 후속작의 높은 성과로 이어질 가능성이 높다. 또한 유저 입장에서 해당 IP가 아닌 차기작에도 훌륭한 레퍼런스로 작용하여 소구력을 가질 수 있다. IP와 레퍼런스가 쌓일수록 글로벌 게임사 사례와 같이 기업 가치 역시 축적되어 **우상향할 가능성이 높으며, 2025-2027년은 눈으로 확인할 수 있는 시기가 될 것이라 전망한다.**

도표 44. 국내 게임사 패키지 게임 성과

게임명	제작사	퍼블리셔	플랫폼	출시일	판매량
데이브 더 다이버	넥슨(민트로켓)	넥슨(민트로켓)	PC/PS/Nintendo	2023년 06월 28일	500만+
P의 거짓	네오위즈	네오위즈	PC/PS/XBOX	2023년 09월 19일	250만+
스텔라 블레이드	시프트업	소니	PS	2024년 04월 26일	200만+
스컬	사우스포게임즈	네오위즈	PC/PS/XBOX/Nintendo/모바일	2021년 01월 21일	200만+
칼리스트로 프로토콜	크래프톤 (스트라이킹디스턴스스튜디오)	크래프톤	PC/PS/XBOX	2022년 12월 02일	200만+
서브노티카	크래프톤(언노운월즈)	크래프톤(언노운월즈)	PC/PS/XBOX/Nintendo	2018년 01월 23일	800만+

자료: 하나증권 추정

5) 국내 게임사의 패키지 IP DCF 추정

패키지 시리즈 DCF 추정으로 기준점 잡기

국내 패키지 게임 중 이미 높은 성과를 통해 충분한 소구력을 갖춘 IP의 향후 시리즈화를 가정하여 DCF를 추정했다. 많은 가정들이 포함되어 있고 멀티플을 부여하지 않기에 현재 기업 가치에 그대로 대응시키기에는 어려움이 있음을 분명히 밝힌다. 해당 추정에는 패키지의 라이브 서비스화 혹은 모바일화를 전혀 가정하지 않았다. 또한 2차 저작물 수익 등 IP 매출 역시 반영하지 않았다. **패키지 게임이 시리즈화되면서 단계 별로 얼마나 이익을 낼 수 있는지, 창출 가능한 순이익의 합이 현재 가치로 어느 정도 수준인지를 가늠하는 과정을 통해 적정 예상 이익의 기준점을 잡아 보고자 한다**

국내 개발 구조의 특성상 해당 프로젝트 온전히 투자되는 인건비를 명확히 구분 짓기 어렵고, 패키지 게임 판매 초기 단계이기에 게임사별로 가격 전략, 개발/퍼블리싱 구조 등이 구체화되어 있지 않다. 따라서 개발 인력과 마케팅 비용은 유지하되 물가 상승 정도만을 반영했고 DLC 전략, 가격 전략은 퍼블리셔, 기존 인터뷰 내용을 바탕으로 가정했다. 또한 각 IP의 개발/퍼블리싱 구조를 추후 시리즈에도 그대로 적용했다.

IP의 영구 가치(Terminal Value)는 추정 기간(-2036년) 내 각 IP의 마지막 시리즈가 하향 안정화에 접어드는 출시 3년차 세후 이익에 적용했다. 실제 IP의 가치는 시리즈가 축적되며 우상향할 가능성이 있으나, 글로벌 게임사들이 시리즈 3 출시 이후 리메이크/리마스터 혹은 타 IP로 전환하는 트렌드를 고려하여 영구 성장률은 -5%로 가정했다. 영구 성장률 가정에 따라 IP의 가치가 과대/과소 평가될 가능성이 있으나, 기업이 개발력을 보존한다면 다른 IP로 가치가 이전될 가능성이 높다.

P의 거짓, 스텔라 블레이드, 서브노티카2 선정. 인조이, 붉은사막 제외

유의미한 성과를 낸 IP로 네오워즈의 [P의 거짓], 시프트업의 [스텔라 블레이드]와 크래프톤의 [서브노티카 2]를 선정했다. 크래프톤의 [서브노티카 2]는 2021년 인수한 언노운월즈에서 개발했으며 올해 하반기 출시 예정이다. 전작 [서브노티카] 누적 800만장 이상, [서브노티카: 빌로우 제로] 누적 300만장 이상을 판매한 IP기에 포함했다. 크래프톤의 [인조이]는 출시 7일만에 100만장이라는 높은 성과를 냈으나 스토리 기반으로 IP를 형성하는 타이틀이 아니고, 장기적으로 라이브 서비스 가능성이 높은 패키지기에 해당 분석에서는 제외했다. 출시 5년간 500만장을 전망한다. 펠어비스의 트리플A 게임 [붉은 사막]은 4분기 출시 예정이나 이후 시리즈화가 아닌 [도깨비]로 인력을 투입할 예정이기에 시리즈화의 가시성이 떨어져 제외했다. 출시 5년간 300만장을 예상한다.

도표 45. 파이프라인 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
할인율	10%	주요 글로벌 게임사 WACC
영구성장률	-5%	가정
플랫폼 수수료	30%	스팀 수수료, 엔진 사용료 등 통합
퍼블리셔 수수료	30%	가정
물가 상승률	3%	가정
세율	20%	가정
환율	1,380	2026년 이후 가정. 2025년은 하우스 전망치

자료: 하나증권

(1) P의 거짓: 시리즈 2036년까지 총 세전 이익 9,312억원 전망

P의 거짓의 가치 네오위즈의 [P의 거짓]은 2023년 9월 출시 이후 28일만에 누적 판매량 100만장을 발표(공식 기준)했다. XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 현재까지 누적 판매 250만장 이상 달성한 것으로 추정, 2025년 DLC 출시로 누적 판매 330만장 달성을 전망한다. DLC 출시 이후 캡콤과 같은 공격적 가격 인하 전략을 가정했다. **출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 700만장/시리즈 3 1,000만장으로 예상한다.** DLC의 출시 5년 판매량은 오리지널 패키지의 35% 수준으로 가정했다. [P의 거짓 2], [P의 거짓 3]가 출시되는 2028년/2033년 세전 이익은 1,456억원/2,618억원으로, [P의 거짓] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 9,312억원으로 예상한다. 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 3,747억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 6,972억원으로 추정한다.

P의 거짓의 개발력 [P의 거짓]은 출시전 2022년 8월 게임스컴에서 최고의 액션 어드벤처 게임, 최고의 롤플레이팅 게임, 가장 기대되는 Playstation 게임 3관왕을 차지했다. 출시 이후에도 골든 조이스틱 어워드, 더 게임 어워드 수상 후보에 올랐으며, 2024년 웨비 어워드 3관왕, 애플 디자인 어워드에서도 수상하며 작품성을 인정 받았다. 이러한 게임성은 출시 후 매 분기 20만장 이상이라는 꾸준한 판매량으로 이어지고 있다. DLC인 [P의 거짓: 서곡]과 후속작의 소구력으로 이어질 것이라 전망한다.

후속작을 기대할 수 있는 이유 [P의 거짓]은 전 세계가 알고 있는 ‘피노키오’ 스토리를 소울라이크 장르로 재해석하여 독자적인 내러티브와 게임성을 구축했다. 원작 ‘피노키오’의 메인 키워드인 진실/거짓말(인간/인형)의 딜레마를 파고 들어 많은 유저들의 호응을 얻었다. **현재 락온드8 스튜디오는 [P의 거짓] 후속작으로 ‘오즈의 마법사’ 세계관을 채택, 현재 개발하고 있다.** 원작 ‘오즈의 마법사’는 주인공 도로시가 지능을 얻고자 하는 허수아비, 심장을 원하는 양철 나뭇꾼, 용기를 얻고 싶어하는 겁쟁이 사자와 동행하며 서쪽의 나쁜 마녀를 무찌르는 내용이다. [P의 거짓]이 그랬듯 충분히 재해석을 통해 강력한 내러티브를 발현시킬 수 있는 소재이며, 북미권에서 인기 있는 스토리로 전작을 뛰어넘는 성과 기대 가능하다.

도표 46. P의 거짓 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

판매량 가정	총 세전이익 (2025~2036)	시리즈2 출시 세전이익 (2028)	연간 최대 세전 이익 (2033)	NPV	Total Value
시리즈 1/2/3 모두 500만장	504.2	71.4	88.8	217.0	361.8
시리즈 1/2/3 500만장/700만장/1,000만장	931.2	145.6	261.8	374.7	697.2
시리즈 1/2/3 500만장/1,000만장/1,500만장	1,280.9	176.1	351.0	495.2	983.4

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 47. P의 거짓 시리즈 DCF 모델

	23	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	1 9월		1 DLC			2		2 DLC			3		3 DLC	
P의 거짓 1														
판매량(만장)	140	92	100	70	60	60	30	30	30	30	15	15	15	15
Price(달러)	54	39	48	36	24	12	12	12	12	12	12	12	12	12
할인율(연평균)	10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)	75.6	35.9	48.0	25.2	14.4	7.2	3.6	3.6	3.6	3.6	1.8	1.8	1.8	1.8
P의 거짓: 서곡														
판매량(만장)			73	35	30	30	30	30	15	15	8	8	8	8
Price(달러)			20	16	12	4	4	4	4	4	4	4	4	4
할인율(연평균)			0%	20%	40%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)			14.6	5.6	3.6	1.2	1.2	1.2	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
P의 거짓 2														
판매량(만장)						262	131	118	80	80	80	40	40	40
Price(달러)						63	45	56	42	28	14	14	14	14
할인율(연평균)						10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)						165.0	59.6	66.0	33.6	22.4	11.2	5.6	5.6	5.6
P의 거짓 2 DLC														
판매량(만장)									112	40	40	40	20	20
Price(달러)									23	19	14	5	5	5
할인율(연평균)									0%	20%	40%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)									26.2	7.5	5.6	1.9	0.9	0.9
P의 거짓 3														
판매량(만장)												393	197	177
Price(달러)												72	52	56
할인율(연평균)												10%	35%	20%
매출액(백만달러)												282.9	102.2	99.0
P의 거짓 3 DLC														
판매량(만장)														169
Price(달러)														24
할인율(연평균)														0%
매출액(백만달러)														40.4
총 매출액(백만달러)	75.6	35.9	62.6	30.8	18.0	173.4	64.4	97.0	45.3	32.2	298.1	110.8	148.1	90.7
환율	1,316	1,364	1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)	99.5	48.9	89.8	42.5	24.8	239.3	88.9	133.9	62.4	44.4	411.4	152.9	204.3	125.2
플랫폼 수수료(30%)	29.8	14.7	26.9	12.7	7.4	71.8	26.7	40.2	18.7	13.3	123.4	45.9	61.3	37.6
인건비(십억원)	12.0	12.4	12.7	13.1	13.5	13.9	14.3	14.8	15.2	15.7	16.1	16.6	17.1	17.6
마케팅비(십억원)	6.0		2.0			8.0		2.0			10.0		2.0	
로열티(XBOX PASS)	5.0	10.0	2.0											
세전이익(십억원)	56.6	31.9	50.1	16.6	3.9	145.6	47.9	77.0	28.5	15.4	261.8	90.4	123.9	70.0
세후이익(십억원)	45.3	25.5	40.1	13.3	3.1	116.5	38.3	61.6	22.8	12.3	209.5	72.3	99.1	56.0
NPV(십억원)			374.7											
TV(십억원)														354.8
PV of TV(십억원)			322.5											
Total Value(십억원)			697.2											

자료: 하나증권

(2) 스텔라 블레이드: 2036년까지 총 세전 이익 1조 1,503억원 전망

스텔라 블레이드의 가치

시프트업의 [스텔라 블레이드]는 55일만에 누적 판매량 100만장, 10개월만에 200만을 판매했다(공식 기준), [스텔라 블레이드]가 PS5 독점작이었음을 고려하면 괄목할만한 성과이며 2025년 6월 PC 출시로 올해 140만장 판매, 누적 390만장을 전망한다. **출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 800만장/시리즈 3 1,000만장/시리즈 4 1,300만장으로 추정한다.** 현재 전략에 따라 별도 확장팩 DLC는 가정하지 않았으며, [니어: 오토마타], [승리의 여신: 니케] 콜라보 DLC도 추정치에는 반영하지 않았다. 대신 콜라보 DLC 출시, 콘텐츠 업데이트로 인한 오리지널 패키지의 판매 안정화를 고려했다. **후속작이 출시되는 2027년/2030년/2034년 세전 이익은 1,252억원/2,108억원/2,764억원으로, [스텔라 블레이드] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 1조 1,503억원으로 예상된다.** 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 4,798억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 7,470억원으로 추정한다.

스텔라 블레이드 개발력

[스텔라 블레이드]는 홍콩, 일본, 중국, 한국을 믹스한 포스트 아포칼립스 세계관의 액션 RPG다. 소니 독점 계약을 체결, 출시 전부터 눈길을 끌었다. 김형태 대표는 본작 개발 과정에 [니어: 오토마타], [베요네타], [세키로: 새도우 다이 트와이스]에서 감명을 받았다고 밝혔으며, 이를 바탕으로 독자적인 게임성을 구축했다. 그 결과 첫 패키지 게임임에도 높은 성과로 개발력을 입증했다.

스텔라 블레이드의 장점

[스텔라 블레이드]는 패키지 게임임에도 라이브 서비스와 같이 유저 편의, 콘텐츠 시스템, 의상 및 테마를 지속적으로 업데이트하고 있으며 [니어: 오토마타]와의 DLC 협업도 진행했다. **시프트업 IP인 [승리의 여신: 니케]와의 양방향 콜라보로 자체 IP의 시너지를 통해 유저들과의 접점을 늘려갈 계획이다.** 현재 시퀀 개발 중에 있으며 네오위즈의 [P의 거짓]과 달리 세계관과 주인공을 유지하는 방향이기에 기존 에셋을 그대로 사용 가능하다는 장점이 있다. 비교적 적은 인력, 짧은 개발 기간이 강점이기에 스토리만 빠르게 확장할 수 있다면 시퀀이 출시될 가능성이 있어 경쟁작들 대비 동 기간 내 기대 수익이 높다.

도표 48. 스텔라 블레이드 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

가정	총 세전이익 (2025~2036)	시리즈2 출시 세전이익 (2027)	연간 최대 세전 이익 (2034)	NPV	Total Value
시리즈 1/2/3/4 모두 500	523.9	71.2	84.5	240.7	336.9
시리즈 1/2/3/4 500/800/1,000/1,300	1,150.3	125.2	276.4	479.8	747.0
시리즈 1/2/3/4 500/900/1,400/2,000	1,615.7	129.6	401.8	636.3	1,222.7

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 49. 스틸라 블레이드 DCF 모델

	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	1 4월(PS)	6월(PC)		2			3				4		
스틸라블레이드 1													
PS 판매량(만장)	187	67											
PC 판매량(만장)		140											
총 판매량(만장)	187	207	66	36	22	19	14	14	14	14	10	10	10
Price(달러)	66	64	59	49	49	49	35	35	35	35	14	14	14
할인율(연평균)	5%	9%	15%	30%	30%	30%	50%	50%	50%	50%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)	124.1	131.2	39.3	17.6	10.6	9.5	4.8	4.8	4.8	4.8	1.4	1.4	1.4
스틸라블레이드 2													
총 판매량(만장)				354	212	117	82	57	40	28	28	28	28
Price(달러)				66	64	59	49	49	49	49	35	35	35
할인율(연평균)				5%	9%	15%	30%	30%	30%	30%	50%	50%	50%
매출액(백만달러)				235.0	135.0	69.5	40.1	28.1	19.6	13.7	9.8	9.8	9.8
스틸라블레이드 3													
총 판매량(만장)							482	265	146	102	71	50	35
Price(달러)							76	73	68	56	56	56	56
할인율(연평균)							5%	9%	15%	30%	30%	30%	30%
매출액(백만달러)							365.2	192.4	99.1	57.1	40.0	28.0	19.6
스틸라블레이드 4													
총 판매량(만장)											635	317	159
Price(달러)											76	73	68
할인율(연평균)											5%	9%	15%
매출액(백만달러)											481.2	230.4	107.9
총 매출액(백만달러)		131.2	39.3	252.6	145.6	79.1	410.1	225.2	123.5	75.6	532.4	269.6	138.7
환율		1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)		188.3	54.2	348.6	201.0	109.1	565.9	310.8	170.4	104.3	734.7	372.1	191.4
플랫폼 수수료(30%)		56.5	16.3	104.6	60.3	32.7	169.8	93.2	51.1	31.3	220.4	111.6	57.4
퍼블리셔 수수료(30%)		56.5	16.3	104.6	60.3	32.7	169.8	93.2	51.1	31.3	220.4	111.6	57.4
인건비(십억원)		13.4	13.8	14.2	14.6	15.1	15.5	16.0	16.5	17.0	17.5	18.0	18.5
세전이익(십억원)		61.9	7.9	125.2	65.8	28.6	210.8	108.3	51.7	24.8	276.4	130.9	58.0
세후이익(십억원)		49.6	6.3	100.2	52.6	22.9	168.7	86.7	41.3	19.8	221.1	104.7	46.4
NPV(십억원)		479.8											
TV(십억원)												293.9	
PV of TV(십억원)		267.2											
Total Value(십억원)		747.0											

자료: 하나증권

(3) 서브노티카: 2036년까지 총 세전 이익 6,250억원 전망

서브노티카 IP

크라프톤은 2021년 미국의 언노운 윌즈를 인수하며 [서브노티카] IP를 확보했다. [서브노티카 2]는 전작 [서브노티카], [서브노티카: 빌로우 제로]가 이미 높은 성과를 거뒀기에 안정적인 판매량이 보장되어 있다. 2014년 얼리엑세스로 출시한 [서브노티카]는 출시 이후 누적 판매량 800만장 이상, 2019년 출시한 [서브노티카: 빌로우 제로]는 누적 판매량 300만장 이상을 기록한 것으로 추정된다.

서브노티카의 가치

[서브노티카 2]의 2025년 3분기 출시 예상하며 출시 5년 판매량은 시리즈 2 800만장/스핀 오프 500만장/시리즈 3 1,000만장으로 추정한다. 공식화되진 않았으나 [서브노티카] 이후 [서브노티카: 빌로우 제로]가 출시된 것과 유사한 스핀오프 작품을 가정했으며 별도의 DLC는 반영하지 않았다. 2025년/2030년/2034년 세전 이익은 513억원/759억원/1,475억원으로, [서브노티카] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 약 6,250억원으로 예상한다. 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 2,671억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 5,266억원으로 추정한다.

서브노티카 2의 강점

[서브노티카 2]는 현재 스팀 위시리스트 순위 4위에 위치하고 있으며 위시리스트 수는 180만 이상으로 추정된다. 이전 시리즈와 같은 유니티 엔진이 아닌 언리얼 엔진 5로 개발되었기에 더욱 사실적인 그래픽을 제공할 것으로 예상된다. 또한 최초로 4인 협동 멀티플레이 모드를 지원할 예정으로, 긴 플레이 타임 확보 가능할 전망이다. 유저 체류 시간을 늘린다면, 추가 DLC 판매를 통한 수익성 확보도 가능하다.

도표 50. 서브노티카 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

가정	총 세전이익 (2025~2036)	연간 최대 세전 이익 (2034)	NPV	Total Value
시리즈 2/스핀오프/3 800/300/800	437.1	64.8	199.6	459.1
시리즈 2/스핀오프/3 800/500/1,000	625.0	147.5	267.1	526.6
시리즈 2/스핀오프/3 800/800/1,500	873.7	256.1	345.6	824.3

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 51. 서브노티카 시리즈 DCF 모델

	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	2					스핀오프				3		
서브노티카 2												
총 판매량(만장)	200	200	200	100	100	100	50	50	30	30	30	30
Price(달러)	36	38	34	34	34	34	34	34	34	28	28	28
할인율(연평균)	10%	5%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	30%	30%	30%
매출액(백만달러)	72.0	76.0	68.0	34.0	34.0	34.0	17.0	17.0	10.2	8.4	8.4	8.4
서브노티카 스펀오프												
총 판매량(만장)						200	150	100	50	50	25	25
Price(달러)						36	38	34	34	34	34	34
할인율(연평균)						10%	5%	15%	15%	15%	15%	15%
매출액(백만달러)						72.0	57.0	34.0	17.0	17.0	8.5	8.5
서브노티카 3												
총 판매량(만장)										350	250	200
Price(달러)										45	38	34
할인율(연평균)										10%	5%	15%
매출액(백만달러)										157.5	95.0	68.0
총 매출액(백만달러)	72.0	76.0	68.0	34.0	34.0	106.0	74.0	51.0	27.2	182.9	111.9	84.9
환율	1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)	103.3	104.9	93.8	46.9	46.9	146.2	102.1	70.4	37.5	252.3	154.4	117.1
플랫폼 수수료(30%)	31.0	31.5	28.1	14.1	14.1	43.9	30.6	21.1	11.3	75.7	46.3	35.1
인건비(십억원)	18.5	19.1	19.7	20.3	20.9	21.5	22.1	22.8	23.5	24.2	24.9	25.7
마케팅비(십억원)	5.0					5.0				5.0		
로열티(XBOX PASS)	2.5	7.5										
세전이익(십억원)	51.3	61.8	46.0	12.6	12.0	75.9	49.3	26.5	2.8	147.5	83.2	56.3
세후이익(십억원)	41.0	49.4	36.8	10.1	9.6	60.7	39.5	21.2	2.2	118.0	66.5	45.1
NPV(십억원)	267.1											
TV(십억원)											285.4	
PV of TV(십억원)	259.5											
Total Value(십억원)	526.6											

자료: 하나증권

기업분석

크라프트론 (259960)	36
시프트업 (462870)	44
네오위즈 (095660)	51

2025년 5월 15일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 530,000원(상향)
현재주가(5.14) 373,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,640.57
52주 최고/최저(원)	386,000/244,000
시가총액(십억원)	17,873.5
시가총액비중(%)	0.83
발행주식수(천주)	47,918.2
60일 평균 거래량(천주)	165.8
60일 평균 거래대금(십억원)	58.2
외국인지분율(%)	41.90
주요주주 지분율(%)	
장비규 외 32인	22.76
MACE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.86

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	3,241.9	3,676.0
영업이익(십억원)	1,459.2	1,628.9
순이익(십억원)	1,204.8	1,346.5
EPS(원)	25,115	28,001
BPS(원)	178,969	209,598

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,197.8	3,610.8
영업이익	768.0	1,182.5	1,379.3	1,549.8
세전이익	828.6	1,722.7	1,553.7	1,734.4
순이익	595.4	1,306.1	1,182.3	1,339.3
EPS	12,221	27,162	24,675	27,950
증감률	19.88	122.26	(9.16)	13.27
PER	15.84	11.51	14.97	13.22
PBR	1.69	2.17	2.19	1.88
EV/EBITDA	7.38	8.79	8.93	7.35
ROE	11.16	21.10	15.94	15.43
BPS	114,849	144,190	168,829	196,778
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

크래프톤 (259960)

리레이팅은 시간 문제

투자 의견 Buy 유지. 목표주가 530,000원으로 상향

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 530,000원으로 상향, 게임 업종 Top Pick 유지한다. 12MF EPS로 시점을 변경한 영향이며 Target Multiple 20배를 적용하여 산정했다. [배틀그라운드]의 플랫폼화만으로도 현재 기업 가치를 상회하는 부가 가치 창출이 가능하다. 크래프톤은 지난 3년간 30개 이상 스튜디오에 투자를 집행했고 14개의 독립 스튜디오를 운영하고 있다. 대작에 다작이 얹혀지는 구간이므로 IP의 축적 과정에서 결국 Multiple은 15배라는 벽을 깨고 리레이팅될 전망이다. 현재 주가에는 [인조이]와 [서브노티카 2]를 포함한 30개 이상의 IP, 인도 모바일 시장의 메인 퍼블리셔라는 가치는 아직 전혀 반영되지 않았다고 판단한다.

PUBG 2.0, 쿼터 점프 가능

크래프톤은 2025년 매출액 3조 1,978억원(+18.0%YoY), 영업이익 1조 3,793억원(+16.6%YoY, OPM 43.1%)을 기록할 전망이다. PC 매출은 1조 1,769억원(+25.0%YoY), 모바일 매출은 1조 8,805억원(+11.3%YoY)로 추정한다. 3분기 PC, 모바일 동시 아티스트, 셀러브리티, 차량 콜라보로 높은 트래픽 기반의 매출 성장 기대한다. 2025년 여름 UGC 모드 알파버전 업데이트 예정이다. 2026년 이후 언리얼 엔진 5 적용, UGC 본격 도입하여 플랫폼으로의 진화 기대한다. 모바일은 이미 2023년 출시한 크래프트 그라운드로 UGC 모드를 제공 중이다. PUBG IP(PC+모바일) 전체의 DAU는 9천만명 이상으로 추정된다. 생성형 AI 도입으로 유저 모두가 창작자가 될 수 있는 환경에서 그로 인한 수혜 볼 수 있다. [포트나이트], [로블록스], [마인크래프트] 이상의 트래픽 기반에서 UGC 활성화를 통한 우상향 곡선 기대 가능하다.

인조이, 서브노티카 2는 시작에 불과

[인조이]는 출시 7일만에 100만장을 판매했으며, 3개월 주기 대형 업데이트로 지속 매출 증가 예상된다. 올해 판매량 180만장, 출시 5년 판매량 500만장 전망이다. [서브노티카 2]는 하반기 얼리엑세스 출시 예상하며 올해 판매량 200만장, 출시 5년 판매량 800만장으로 추정한다. 전작의 누적 판매량이 1,100만장 이상이기에 얼리엑세스 기간 XBOX PASS 온보딩 고려하더라도 보수적인 추정치다. [어비스 오브 던전(구 다크앤다커 M)]은 2월 5일 북미 소프트 런칭 완료했으며 6월 동남아-중남미로 확장할 예정이다. PUBG IP와 같이 장기 성장 가능한 IP다. 크래프톤은 상기한 라인업 이외에도 30개가 넘는 파이프라인을 준비하고 있으며 풍부한 현금을 통한 퍼블리싱도 계획하고 있다. 2026년 이후 국내에서 가장 많은 신작 출시하여 실적 성장과 IP 축적이 진행될 것이라 전망한다.

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 Buy 유지. 목표가 530,000원으로 상향

대작도 다작도 크래프톤

투자의견 Buy 유지, 목표주가 530,000원으로 상향하며 게임 업종 Top Pick 유지한다. 12MF EPS로 시점을 변경한 영향이며 Target Multiple 20배를 적용하여 산정했다. **2025년 이후 [배틀그라운드]라는 대작이 지속 성장하면서, 국내에서 가장 많은 게임을 출시하는 게임사로 거듭날 것이라 전망한다.** 지난 투자의 과실을 수확할 시점이 도래하고 있다. 비용 증가 보다 가파른 매출 성장을 예상한다. 크래프톤 PUBG IP를 포함한 BIG Franchise IP를 통해 5년 후 매출액 7조원을 목표로한다. 지난 3년간 30개 이상 스튜디오에 투자를 집행했고 14개의 독립 스튜디오를 운영하고 있다. 5년간 자체 개발 인력 충원에 1.5조원을 투자할 예정으로 향후 20개의 독립 스튜디오를 추가하여 다양한 시도로 시장에 침투할 예정이다. 이러한 움직임은 움츠러들고 있는 국내/글로벌 게임사들과 대비된다.

PUBG IP DAU 9천만+

PUBG IP(PC+모바일) 전체의 DAU는 9천만명 이상으로 추정된다. [포트나이트], [로블록스], [마인크래프트] 이상의 트래픽을 갖추고 있으며, UGC 활성화로 우상향 곡선 기대한다. 피크 아웃을 논하기에는 아직 잠재력이 높은 IP다.

소규모 IP도 더해지며 리레이팅

올해 주요 신작은 [인조이], [서브노티카 2], [PUBG: 블라인드 스팟], [어비스 오브 던전], [딩컴] 이다. 크래프톤의 이익 체력이 워낙 높아 부각되진 않고 있지만 자회사 플레이웨이 게임즈는 [커스베인], [어센드 투 제로], [커맨더 퀘스트], [왈츠 앤 잼]을 스팀에 출시할 계획이다. [팰월드 모바일]은 펍지 스튜디오에서 개발하고 있으며 2026년 내 출시 기대한다. BIG Franchise 이외에도 소규모 인력이 개발한 신작 더해지며 리레이팅 전망한다.

도표 1. 크래프톤 독립 스튜디오 주요 파이프라인

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	인조이	인조이 스튜디오	크래프톤	인생 시뮬레이션	PC	글로벌	1Q25
	딩컴	James Bendon	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/닌텐도	글로벌	2Q25
	서브노티카2	언노운 윌즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2H25
	어비스 오브 던전(구 다크앤다커M)	블루홀 스튜디오	크래프톤	익스트랙션 RPG	모바일	글로벌	2025
	PUBG: 블라인드 스팟	펍지 스튜디오	크래프톤	탑다운 택티컬 슈터	PC	글로벌	2025
	딩컴 투게더	5민랩	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/콘솔/모바일	글로벌	2026
	Valor	펍지 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	콘솔	글로벌	2026-
	Project Black Budget	펍지 스튜디오	크래프톤	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔	글로벌	2026-
	팰월드 모바일	펍지 스튜디오	크래프톤	서바이벌 크래프트	모바일	글로벌	2026-
	마이 리틀 퍼피	드림모션	드림모션	어드벤처	PC	글로벌	2025
	커스베인	플레이웨이게임즈	플레이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	어센드 투 제로	플레이웨이게임즈	플레이웨이게임즈	액션 로그라이크, 어드벤처	PC	글로벌	2025
	커맨더 퀘스트	플레이웨이게임즈	플레이웨이게임즈	로그라이크, 텍빌딩, 카드게임	PC	글로벌	2025
	왈츠 앤 잼	플레이웨이게임즈	플레이웨이게임즈	액션 어드벤처, 캐주얼, 탐험	PC	글로벌	2025
	Unannounced Project	펍지 스튜디오	크래프톤	하이브리드 캐주얼	모바일	글로벌	미정
	오버테어	오버테어	크래프톤	샌드박스	PC/모바일	글로벌	미정
	Project Impact	네온 자이언트	크래프톤	오픈월드 FPS	PC/콘솔	글로벌	미정
	눈물을 마시는 새	크래프톤 몬트리올 스튜디오	크래프톤	액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2026-

자료: 하나증권

도표 2. 크래프톤 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF EPS	26,332	Peer 그룹 2025년 예상 P/E 평균(90일)
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	537,181	
4. 목표주가	530,000	목표 시가총액 25.4조원
5. 현재주가	373,000	현재 시가총액 17.9조원
6. 상승여력	42.1%	

자료: 하나증권

도표 3. 크래프톤 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	728.3	841.3	754.1	2,709.8	3,197.8
YoY(%)	23.6	82.7	59.7	15.5	31.3	3.0	17.0	22.1	41.8	18.0
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	251.6	330.8	271.0	941.9	1,176.9
YoY(%)	36.5	63.5	126.1	39.2	32.8	31.5	20.6	16.5	61.3	25.0
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	462.4	457.1	428.5	1,689.8	1,880.5
YoY(%)	15.5	104.2	37.6	5.7	32.3	(7.5)	7.5	18.3	35.7	11.3
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	10.0	48.5	48.2	44.3	119.9
YoY(%)	58.5	(53.9)	(1.7)	(29.4)	14.2	14.2	310.5	293.1	(20.4)	170.4
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	4.3	4.7	6.4	33.7	20.5
YoY(%)	77.2	14.1	(1.3)	41.8	(39.2)	(39.2)	(39.2)	(39.2)	28.8	(39.2)
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	440.1	465.9	495.6	1,527.3	1,818.5
YoY(%)	39.0	46.7	51.3	8.6	17.3	17.4	18.0	23.2	33.7	19.1
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	155.5	159.7	159.2	516.8	622.8
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	15.9	15.9	14.8	102.4	64.5
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	106.1	118.1	122.3	349.3	451.5
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.1	99.4	100.6	117.5	316.1	401.5
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	25.5	32.9	39.8	101.4	121.1
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	38.5	37.8	38.8	42.1	141.3	157.1
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	288.1	375.3	258.5	1,182.5	1,379.3
YoY(%)	9.7	152.6	71.4	31.1	47.3	(13.2)	15.7	20.0	54.0	16.6
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	39.6	44.6	34.3	43.6	43.1
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	258.5	338.7	225.6	1,302.6	1,194.3
YoY(%)	30.5	165.7	(42.6)	흑전	6.6	(24.3)	179.1	(54.1)	119.3	(8.3)
당기순이익률(%)	52.4	48.3	16.9	79.5	42.5	35.5	40.3	29.9	48.1	37.3

자료: 하나증권

인조이 스튜디오: 인조이 100만장 달성

심즈 4 대비 차별점 보유

인조이 스튜디오는 인생 시뮬레이션 게임 [인조이]를 3월 28일 스팀에서 얼리엑세스로 출시하여 7일만에 100만장을 판매했다. [인조이]의 2025년 연간 판매량 180만장을 추정하며 5년 누적 판매는 500만장으로 전망한다. 3개월 간격으로 대형 업데이트 예정되어 있으며 8월에는 '쿠칭쿠'라는 고양이 섬 DLC를 출시할 계획이다. 2026년 3월 정식 출시 예상하며 장기적으로 오리지널 패키지는 무료화되어 DLC 판매 혹은 후속 BM으로 지속적인 매출 기여를 전망한다.

다양한 콜라보 진행. 향후 인게임 광고 매출 가능

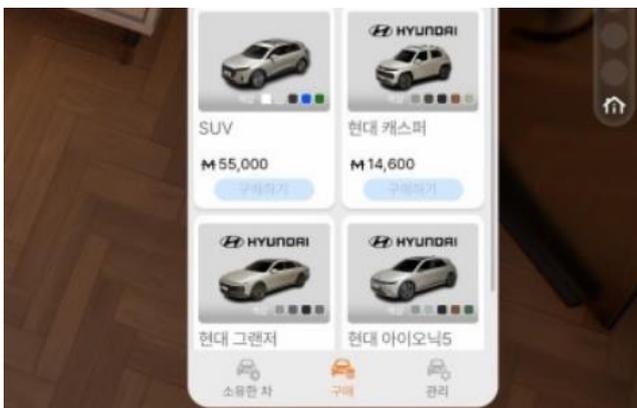
[인조이]는 패션, 자동차, 가전, 가구 등 브랜드와 콜라보 역시 가능하다는 강점이 있다. 이미 삼성, LG, 현대차의 제품들을 게임 속에서 제공하고 있다. 현재 콜라보에서 매출이 발생하진 않으나, 해당 에셋을 그대로 사용할 수 있기에 1) 개발비 절감, 2) 신규 유저 유입이라는 이점을 누리고 있다. 생태계가 활성화 된다면 이후에는 유의미한 인게임 광고 매출도 기대할 수 있다

도표 4. 인조이 로드맵



자료: 인조이, 하나증권

도표 5. 인조이 현대차 콜라보



자료: 인조이, 하나증권

도표 6. 인조이 LG전자 콜라보



자료: 인조이, 크래프톤, 하나증권

언노운윌즈: 서브노티카 2 출시 예정

서브노티카 IP 크래프톤은 2021년 미국의 언노운 윌즈를 인수하며 [서브노티카] IP를 확보했다. [서브노티카 2]는 전작 [서브노티카], [서브노티카: 빌로우 제로]가 이미 높은 성과를 거뒀기에 안정적인 판매량이 보장되어 있다. 2014년 얼리엑세스로 출시한 [서브노티카]는 출시 이후 누적 판매량 800만장 이상, 2019년 출시한 [서브노티카: 빌로우 제로]는 누적 판매량 300만장 이상을 기록한 것으로 추정된다.

서브노티카의 가치 [서브노티카 2]의 2025년 3분기 출시 예상하며 **출시 5년 판매량은 시리즈 2 800만장/스핀 오프 500만장/시리즈 3 1,000만장으로 추정한다.** 공식화되진 않았으나 [서브노티카] 이후 [서브노티카: 빌로우 제로]가 출시된 것과 유사한 스핀오프 작품을 가정했으며 별도의 DLC는 반영하지 않았다. **2025년/2030년/2034년 세전 이익은 513억원/759억원/1,475억원으로, [서브노티카] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 약 6,250억원으로 예상한다.** 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 2,671억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 5,266억원으로 추정한다.

서브노티카 2의 강점 [서브노티카 2]는 현재 스팀 위시리스트 순위 4위에 위치하고 있으며 위시리스트 수는 180만으로 추정된다. 이전 시리즈와 같은 유니티 엔진이 아닌 언리얼 엔진 5로 개발되었기에 더욱 사실적인 그래픽을 제공할 것으로 예상된다. 또한 최초로 4인 협동 멀티플레이 모드를 지원할 예정으로, 긴 플레이 타임 확보 가능할 전망이다. [서브노티카]는 스팀덕에서 높은 최적화를 보이며 출시 6년이 지났음에도 2024년 스팀덱 순위 90위를 차지하며 여전히 유저들의 많은 사랑을 받고 있다. **핸드 헬드 시장의 확장에 대한 수혜도 가능한 IP라 판단한다.**

도표 7. 서브노티카 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

가정	총 세전이익 (2025~2036)	연간 최대 세전 이익 (2034)	NPV	Total Value
시리즈 2/스핀오프/3 800/300/800	437.1	64.8	199.6	459.1
시리즈 2/스핀오프/3 800/500/1,000	625.0	147.5	267.1	526.6
시리즈 2/스핀오프/3 800/800/1,500	873.7	256.1	345.6	824.3

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 8. 파이프라인 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
할인율	10%	주요 글로벌 게임사 WACC
영구성장률	-5%	가정
플랫폼 수수료	30%	스팀 수수료, 엔진 사용료 등 통합
퍼블리셔 수수료	30%	가정
물가 상승률	3%	가정
세율	20%	가정
환율	1,380	2026년 이후 가정

자료: 하나증권

도표 9. 서브노티카 시리즈 DCF 모델

	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	2					스핀오프				3		
서브노티카 2												
총 판매량(만장)	200	200	200	100	100	100	50	50	30	30	30	30
Price(달러)	36	38	34	34	34	34	34	34	34	28	28	28
할인율(연평균)	10%	5%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	30%	30%	30%
매출액(백만달러)	72.0	76.0	68.0	34.0	34.0	34.0	17.0	17.0	10.2	8.4	8.4	8.4
서브노티카 스펀오프												
총 판매량(만장)						200	150	100	50	50	25	25
Price(달러)						36	38	34	34	34	34	34
할인율(연평균)						10%	5%	15%	15%	15%	15%	15%
매출액(백만달러)						72.0	57.0	34.0	17.0	17.0	8.5	8.5
서브노티카 3												
총 판매량(만장)										350	250	200
Price(달러)										45	38	34
할인율(연평균)										10%	5%	15%
매출액(백만달러)										157.5	95.0	68.0
총 매출액(백만달러)	72.0	76.0	68.0	34.0	34.0	106.0	74.0	51.0	27.2	182.9	111.9	84.9
환율	1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)	103.3	104.9	93.8	46.9	46.9	146.2	102.1	70.4	37.5	252.3	154.4	117.1
플랫폼 수수료(30%)	31.0	31.5	28.1	14.1	14.1	43.9	30.6	21.1	11.3	75.7	46.3	35.1
인건비(십억원)	18.5	19.1	19.7	20.3	20.9	21.5	22.1	22.8	23.5	24.2	24.9	25.7
마케팅비(십억원)	5.0					5.0				5.0		
로열티(XBOX PASS)	2.5	7.5										
세전이익(십억원)	51.3	61.8	46.0	12.6	12.0	75.9	49.3	26.5	2.8	147.5	83.2	56.3
세후이익(십억원)	41.0	49.4	36.8	10.1	9.6	60.7	39.5	21.2	2.2	118.0	66.5	45.1
NPV(십억원)	267.1											
TV(십억원)											285.4	
PV of TV(십억원)	259.5											
Total Value(십억원)	526.6											

자료: 하나증권

인도: 기회의 땅

인도 BGMI 보유

인도는 5.9억명의 유저가 있는 시장이다. 이는 글로벌 유저의 20%에 해당한다. 온라인 게임 시장 규모는 2024년 37억달러에서 2029년 91억달러로 2배 이상 성장할 전망이다. 크래프톤의 [BGMI]는 인도 시장에서 압도적인 1위 게임으로 연간 2천억원 이상의 매출을 거두고 있다. 크래프톤은 이에 만족하지 않고 성장하는 시장을 선점하기 위해 인도 모바일 시장 전체를 타겟으로 게임/비게임 모두에 활발한 투자를 집행하고 있다.

게임 라인업 강화

게임 부문에서는 2025년 3월 노틸러스 모바일을 인수하며 크리켓 게임 라인업을 내재화 했다. 2023년부터 진행 중인 게이밍 인큐베이터를 통해 인도 게임 개발 생태계 육성도 이끌고 있다. 또한 2024년 12월 데브시스터즈의 [쿠키런]을 인도에 퍼블리싱 하며 메인 퍼블리셔로의 입지도 다지고 있다. [BGMI]로 이미 높은 인지도를 갖췄기 때문에 향후 인도 게임 시장 성장에 따른 수혜 가능하다.

비게임 부문 투자 지속

비게임 부문에서는 2월 인도 핀테크 기업 캐시 프리에 투자를 집행하며 혁신적인 결제 솔루션을 함께 모색 중이다. 또한 4월 국내 기업 넷툰을 인수했다. 넷툰 인수로 모바일 광고 솔루션을 갖췄다. 인도 시장에서 게임 개발사/퍼블리셔에 그치지 않고 모바일 생태계에 결제 솔루션, 광고를 제공하여 일종의 모바일 플랫폼 사업자로 거듭날 가능성이 있다. 이러한 투자가 하나의 솔루션으로 자리 잡는다면 밸류에이션 리레이팅 요소로 작용할 것이라 전망한다.

도표 10. 크래프톤 인도 투자 내역

(단위: 십억원)

투자 시기	투자 대상	분야	투자 규모
2021년 3월	Nodwin Gaming	e스포츠	257억원
2021년 6월	Loco	게임 스트리밍	101억 원
2021년 7월	Pratilipi	웹소설 플랫폼	515억원
2021년 12월	FRND	오디오 데이팅앱	60억원
2022년 3월	Kuku FM	오디오 콘텐츠	미공개
2022년 5월	FanTiger	음악 NFT	70억 원
2022년 2월	Nautilus Mobile	스포츠 게임	65억 원
2023년 3월	One Impression	인플루언서 마케팅	미공개
2023년 10월 시작	KRAFTON India Gaming Incubator (KIGI)	게임 스타트업 육성	최대 15만 달러 지원
2024년 10월	IMM India Fund	벤처펀드	미공개
2025년 2월	Cashfree	핀테크	약 700억 원
2025년 3월	Nautilus Mobile (지분 인수)	스포츠 게임	200억원
2025년 4월	JetSynthesys	디지털 엔터테인먼트	미공개

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,197.8	3,610.8	4,046.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,197.8	3,610.8	4,046.0
판매비	1,142.5	1,527.3	1,818.5	2,061.1	2,375.4
영업이익	768.0	1,182.5	1,379.3	1,549.8	1,670.6
금융손익	28.6	23.1	30.1	40.2	53.4
종속/관계기업손익	(44.2)	(47.9)	(47.9)	(47.9)	(47.9)
기타영업외손익	76.1	565.0	192.3	192.3	192.3
세전이익	828.6	1,722.7	1,553.7	1,734.4	1,868.4
법인세	234.6	420.1	359.5	381.6	411.0
계속사업이익	594.1	1,302.6	1,194.3	1,352.8	1,457.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	594.1	1,302.6	1,194.3	1,352.8	1,457.3
비지배주주지분 손이익	(1.3)	(3.5)	11.9	13.5	14.6
지배주주순이익	595.4	1,306.1	1,182.3	1,339.3	1,442.8
지배주주지분포괄이익	594.0	1,379.6	1,196.1	1,354.9	1,459.6
NOPAT	550.6	894.1	1,060.1	1,208.8	1,303.1
EBITDA	876.1	1,288.9	1,469.9	1,617.0	1,721.4
성장성(%)					
매출액증가율	3.05	41.83	18.01	12.92	12.05
NOPAT증가율	(2.76)	62.39	18.57	14.03	7.80
EBITDA증가율	1.99	47.12	14.04	10.01	6.46
영업이익증가율	2.18	53.97	16.64	12.36	7.79
(지배주주)순이익증가율	19.03	119.37	(9.48)	13.28	7.73
EPS증가율	19.88	122.26	(9.16)	13.27	7.72
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	45.85	47.56	45.97	44.78	42.55
영업이익률	40.20	43.64	43.13	42.92	41.29
계속사업이익률	31.09	48.07	37.35	37.47	36.02

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,221	27,162	24,675	27,950	30,109
BPS	114,849	144,190	168,829	196,778	226,887
CFPS	18,854	29,699	30,274	36,698	39,622
EBITDAPS	17,982	26,805	30,678	33,746	35,924
SPS	39,217	56,353	66,738	75,354	84,435
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	15.84	11.51	14.97	13.22	12.27
PBR	1.69	2.17	2.19	1.88	1.63
PCFR	10.27	10.52	12.21	10.07	9.33
EV/EBITDA	7.38	8.79	8.93	7.35	6.18
PSR	4.94	5.55	5.54	4.90	4.38
재무비율(%)					
ROE	11.16	21.10	15.94	15.43	14.33
ROA	9.54	18.19	13.79	13.47	12.62
ROIC	68.37	119.90	145.34	203.43	264.14
부채비율	15.86	15.97	15.07	13.67	12.76
순부채비율	(52.24)	(53.32)	(57.53)	(62.54)	(65.82)
이자보상비율(배)	86.20	125.03	146.73	154.39	156.01

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964.4	5,004.4	6,223.9	7,613.8	9,079.7
금융자산	3,191.3	3,901.2	4,877.8	6,132.7	7,410.0
현금성자산	721.0	581.7	1,529.7	2,768.7	4,023.8
매출채권	700.4	1,006.8	1,229.3	1,353.1	1,526.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	72.7	96.4	116.8	128.0	143.7
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,008.6	3,043.8	3,136.2
투자자산	918.2	1,148.4	1,332.7	1,435.1	1,578.3
금융자산	346.9	426.4	451.0	464.8	483.9
유형자산	257.0	239.7	170.7	123.2	90.7
무형자산	607.8	656.2	634.6	614.8	596.5
기타비유동자산	693.0	870.7	870.6	870.7	870.7
자산총계	6,440.5	7,919.5	9,232.5	10,657.6	12,215.9
유동부채	520.7	784.8	870.0	923.6	998.5
금융부채	72.7	106.1	108.3	115.7	126.0
매입채무	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	447.8	678.5	761.4	807.6	872.2
비유동부채	360.9	305.5	339.1	357.8	383.9
금융부채	214.9	153.5	153.5	153.5	153.5
기타비유동부채	146.0	152.0	185.6	204.3	230.4
부채총계	881.6	1,090.3	1,209.1	1,281.4	1,382.4
지배주주지분	5,554.4	6,827.8	8,010.2	9,349.4	10,792.3
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,477.8	1,477.8	1,477.8
자본조정	97.3	105.0	105.0	105.0	105.0
기타포괄이익누계액	85.2	158.7	158.7	158.7	158.7
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	6,263.8	7,603.1	9,045.8
비지배주주지분	4.4	1.3	13.2	26.8	41.3
자본총계	5,558.8	6,829.1	8,023.4	9,376.2	10,833.6
순금융부채	(2,903.7)	(3,641.6)	(4,616.1)	(5,863.6)	(7,130.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662.3	907.9	1,187.5	1,430.5	1,562.4
당기순이익	594.1	1,302.6	1,194.3	1,352.8	1,457.3
조정	207.7	(118.2)	(103.2)	24.1	30.2
감가상각비	108.0	106.4	90.7	67.3	50.8
외환거래손익	(7.8)	(95.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	39.7	66.6	0.0	0.0	0.0
기타	67.8	(195.5)	(193.9)	(43.2)	(20.6)
영업활동 자산부채변동	(139.5)	(276.5)	96.4	53.6	74.9
투자활동 현금흐름	(394.2)	(831.6)	(170.4)	(65.1)	(101.0)
투자자산감소(증가)	(177.3)	(182.3)	(184.3)	(102.5)	(143.2)
자본증가(감소)	(34.4)	(19.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(182.5)	(629.5)	13.9	37.4	42.2
재무활동 현금흐름	16.8	(258.7)	(7.3)	(2.6)	(33.4)
금융부채증가(감소)	(0.4)	(5.8)	2.1	7.4	10.3
자본증가(감소)	23.4	5.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.2)	(258.7)	(9.4)	(10.0)	(43.7)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	285.0	(139.4)	1,057.3	1,239.0	1,255.1
Unlevered CFO	918.5	1,428.1	1,450.6	1,758.5	1,898.6
Free Cash Flow	628.0	887.7	1,187.5	1,430.5	1,562.4

2025년 5월 15일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(5.14) 54,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,640.57
52주 최고/최저(원)	78,300/43,350
시가총액(십억원)	3,205.0
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	58,484.7
60일 평균 거래량(천주)	193.1
60일 평균 거래대금(십억원)	11.1
외국인지분율(%)	37.90
주요주주 지분율(%)	
김명태 외 7인	42.82
ACEVILLE PTE. LTD.	34.76

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	292.1	267.8
영업이익(십억원)	213.1	183.0
순이익(십억원)	190.5	165.1
EPS(원)	3,259	2,822
BPS(원)	15,391	18,213

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	168.6	224.1	299.1	256.7
영업이익	111.1	152.7	222.0	163.1
세전이익	114.3	178.8	243.3	187.6
순이익	106.7	148.0	200.4	153.9
EPS	2,132	2,717	3,428	2,631
증감률	흑전	27.44	26.17	(23.25)
PER	0.00	23.33	15.46	20.14
PBR	0.00	4.84	3.21	2.77
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	9.32	11.73
ROE	99.16	31.30	23.18	14.77
BPS	3,568	13,104	16,496	19,127
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

시프트업 (462870)

증명의 시간

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 업종 Top Pick 유지한다. 증명의 시간이 찾아왔다. 시프트업의 향후 주가 레벨은 앞으로의 한 달내에 결정될 가능성이 높다. 작년 7월 상장 당 시부터 예고되었던 [승리의 여신: 니케]의 중국 진출(5/22), [스텔라 블레이드] PC 출시(6/11)가 이뤄진다. 시프트업은 이미 글로벌에서 성공한 IP 2개를 갖추며 탁월한 개발력을 입증했다. 별개로 지역, 플랫폼 확장의 성공이 이미 추정치에 일정 수준 이상 반영되어 있음에 동의하며, 이를 만족시키는 성과를 확인해야 시장에서 기업 가치를 온전히 인정받을 수 있을 것이라 전망한다. [프로젝트 위치스]는 2027년 이후 출시를 목표로 개발 중이며 연내 정보 공개를 계획하고 있다. 가시화에 따라 추정치 반영 예정이다.

2025년: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드의 확장 및 양방향 콜라보

시프트업은 2025년 영업수익 2,991억원(+33.5%YoY), 영업이익 2,220억원(+45.4%YoY, OPM 74.2%)를 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 매출액은 글로벌 1,463억원(-3.4%YoY), 중국 565억원으로 추정했다. 중국은 5월 22일 출시 이후 초기 성과에 따라 추정치 상향 가능하다. 2025년 PC/콘솔 매출액 837억원 전망이다. 이는 2025년말까지 [스텔라 블레이드]의 누적 판매량을 PS5 250만장, PC 140만장으로 반영한 추정치다. 시프트업은 6월 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]의 양방향 콜라보를 진행할 예정이다. 글로벌로 흥행한 오리지널 IP를 2개 보유한, 시프트업만이 가능한 콜라보다. [승리의 여신: 니케]의 중국 진출에 맞춰 콜라보 진행되어 [스텔라 블레이드]의 중화권 마케팅 효과도 누릴 수 있다. [스텔라 블레이드]는 PC 버전에 중국어 간체자 풀 오디오를 신규로 탑재했다. 중화권에서의 유의미한 성과 기대한다.

2026년: 스텔라 블레이드 시퀀, 프로젝트 위치스 가시화 기대

[스텔라 블레이드]의 시퀀은 현재 개발 중으로 2026년 공개, 2027년 출시 예상된다. 향후 시리즈 4까지 가정시 출시 5년 판매량은 1/2/3/4 각각 500만장/800만장/1,000만장/1,300만장으로 추정한다. 출시 당해 [스텔라 블레이드] IP가 기여하는 세전 이익은 2027년/2030년 /2034년 1,252억원/2,108억원/2,764억원으로, 2036년까지 총 세전 이익은 1조 1,503억원으로 예상된다. 2024년 출시 당해 100만장 이상 판매한 패키지 게임(50달러 이상)은 6개에 불과하며 그중 하나는 PS5 독점으로 출시한 [스텔라 블레이드]다. 충분히 시퀀 성과를 기대할 수 있는 IP라 판단한다. 차기작인 [프로젝트 위치스]는 2027년 이후 출시가 목표다. 현재 수준에서는 [원신]과 유사한 오픈월드 서브컬처 수집형 RPG로 추정된다. 연내 최초 정보 공개 예정이며 가시화에 따라 추정치 반영 예정이다.

소프트업의 독보적 존재감 지속 전망

소프트업의 독보적 존재감 지속 전망

서브컬처 시장 내 중국 게임사들의 영향력이 커지고 있으나 소프트업의 독보적인 존재감은 지속될 것이라는 의견 유지한다. 서브컬처 게임 시장의 경쟁은 심화되고 있으며 유저들의 눈높이는 올라가고 있다. 호요버스(원신, 붕괴 시리즈, 젠투스존제로)가 압도적인 매출로 시장을 선도하고 있고 이와 유사한 구조의 게임들이 양산되고 있으나 유의미한 성과를 거두지 못하는 것이 현실이다. 소프트업은 레드오션화되고 있는 이 시장에서 모바일 게임 [승리의 여신: 니케], PC/콘솔 게임 [스텔라 블레이드]를 모두 흥행시켰다. 이미 [데스티니 차일드], [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]를 성공시키며 개발력은 충분히 입증했다. 후속작 [스텔라 블레이드] 시퀄, 차기작 [프로젝트 위치스]에 대한 기대감 가져도 좋다고 판단하며 정보 공개와 함께 기업 가치에 반영될 것이라 전망한다.

도표 1. 소프트업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
영업수익	37.4	65.2	58.0	63.5	42.2	97.7	82.5	76.6	224.1	299.1
YoY(%)	(16.7)	63.9	52.3	38.6	13.0	49.9	42.3	20.6	32.9	33.5
모바일	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	56.3	53.8	60.3	151.5	202.8
YoY(%)	(14.4)	3.5	(10.7)	(6.7)	(11.4)	46.4	57.3	42.4	(7.3)	33.8
승리의 여신: 니케 (글로벌)	36.5	38.5	34.2	42.4	32.3	37.3	35.6	41.1	151.5	146.3
승리의 여신: 니케 (중국)						19.0	18.2	19.2		56.5
PC/콘솔	0.0	25.9	22.6	19.6	7.0	38.4	25.5	12.9	68.1	83.7
YoY(%)						48.3	12.8	(34.4)		23.0
기타	0.9	0.9	1.2	1.5	2.9	3.1	3.2	3.4	4.5	12.6
YoY(%)	(53.4)	(49.8)	(469.5)	272.3	221.6	250.9	167.1	122.0	317.2	179.1
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.3	16.0	23.4	20.3	17.4	71.4	77.1
YoY(%)	(24.0)	120.5	12.9	29.0	39.7	15.8	(9.4)	0.2	24.1	7.9
영업이익	25.9	45.0	35.6	46.2	26.3	74.3	62.2	59.2	152.7	222.0
YoY(%)	(13.1)	47.0	95.4	42.5	1.2	65.2	74.8	28.3	37.5	45.4
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	72.7	62.2	76.1	75.4	77.3	68.1	74.2
당기순이익	24.7	40.3	23.5	59.5	26.8	64.7	55.1	53.7	148.0	200.4
YoY(%)	(0.4)	58.9	(1.9)	82.5	8.6	60.8	134.5	(9.7)	38.7	35.4
당기순이익률(%)	66.1	61.7	40.5	93.8	63.5	66.2	66.7	70.2	66.0	67.0

자료: 하나증권

도표 2. 국내 게임사 2025년 출시 예정 서브컬처 게임 라인업

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
소프트업	승리의 여신: 니케	소프트업	텐센트	FPS/TPS RPG	PC/모바일	중국	2Q25
넷마블	몬길: 스타 다이브	넷마블몬스터	넷마블	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H25
	데마스 리본	넷마블 F&C	넷마블	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H25
	일곱 개의 대죄: 오리진	넷마블(외부IP)	넷마블	오픈월드 RPG	PC/콘솔/모바일	글로벌	2H25
엔씨소프트	브레이크스: 언락 더 월드	빅게임스튜디오	엔씨소프트	오픈월드 RPG	PC/모바일	글로벌	1H26
카카오게임즈	프로젝트 C	라이온하트스튜디오	-	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	4Q25
웹젠	테르비스	웹젠노바	웹젠	2D 수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2025
	드래곤 소드	하운드13	웹젠	오픈월드 RPG	PC/모바일	글로벌	2025
NHN	어비스디아	링게임즈	NHN	3D 수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q25
컴투스	스타시드: 아스니아 트리거	모히도게임즈	컴투스	수집형 RPG	PC/모바일	일본	2025
위메이드	로스트 소드	코드캣	위메이드커넥트	2D 수집형 PRG	PC/모바일	글로벌	25.01 출시
스마일게이트	카오스 제로 나이트메어	스마일게이트 슈퍼크리에이티브	스마일게이트	로그라이트 전략 RPG	PC/모바일	글로벌	2025
클로버게임즈	헤븐 헬즈	클로버게임즈	-	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2025
블랙스톤	리메멘토 - 하얀 그림자	블랙스톤	블랙스톤	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H25

주: 소프트업의 승리의 여신: 니케, 컴투스의 스타시드는 지역 확장. 스마일게이트, 클로버게임즈, 블랙스톤은 비상장 기업

자료: 하나증권

스팀, PC 성과도 이제 중국이 중요

중국 시장 중요성 증가

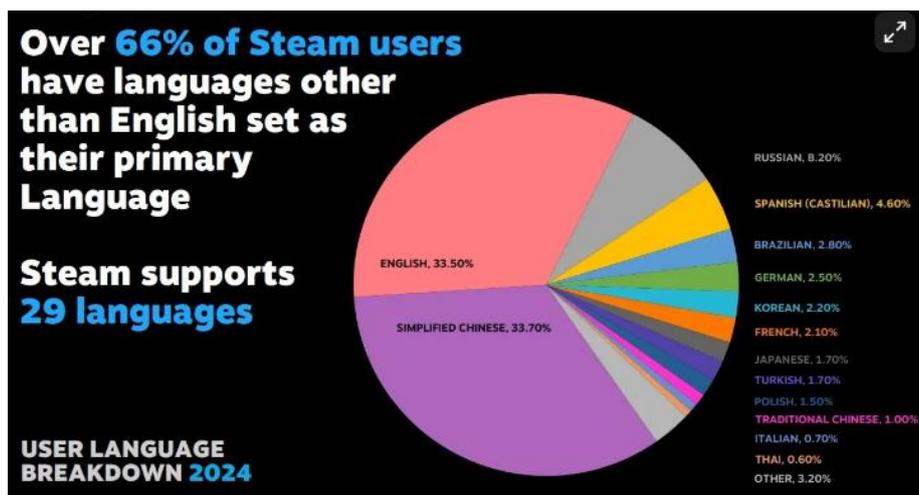
최근 밸브의 발표에 따르면 2024년 스팀 설정 1위 언어는 중국어(33.7%)다. 스팀은 크로스 플랫폼 활성화로 대부분 PC/콘솔 접근 가능하기에 중요도 높은 플랫폼이다. 2025년 2월 스팀의 중국어 유저 비율은 50.1%까지 올라갔다. 물론 일반적으로 휴일에 따라 국가/언어별 유저 비중이 달라지고 1, 2월은 중국 유저의 비중이 높아지는 시기임을 감안하더라도 최초의 일이다. 글로벌 플랫폼 내에서 과반을 차지했다는 것은 분명 특이점에 도달했음을 시사한다. 작년 8월 출시된 [검은 신화: 오공]의 성과가 트리거로 작용했을 가능성이 크다. 출시 당시 [검은 신화: 오공]의 중국어 유저 비율은 88%에 달했다. Niko Partners에 따르면 중국 로컬 PC 유저의 79.5%는 스팀 글로벌을 사용하고 있으며 대부분 VPN 없이 글로벌 버전에 접속 중이다.

흔히 플랫폼 별 주요 게임 시장으로 모바일은 중국, PC/콘솔은 북미를 떠올리나 구조의 변화가 감지되고 있다. 글로벌 게임 시장 성장은 둔화되었고 고착화된 유저들은 기존의 게임들을 계속해서 플레이하는 경향이 두드러지고 있으나 중국은 다르다. [검은 신화: 오공]의 성공 이후 신규 게임에 대한 수요 있는 것으로 파악된다. 특히 액션 RPG에 대한 수요가 있다. 2월 출시된 캡콤의 [몬스터 헌터 와일즈]의 중국어 유저 비중이 37%까지도 추정된다

스텔라 블레이드 중화권 타겟 전략

시프트업은 6월 출시 예정인 [스텔라 블레이드] PC 버전에 중국어 간체자 폴 오디오를 추가했다. 기존 PS5 버전에서는 자막으로만 제공했던 중국어를 오디오로도 추가하며 접근성을 확장한 모습이다. 스팀 내 중국어 유저 비중이 증가하고 있음을 감안했을 때 효과적으로 판매량을 증가시킬 수 있는 전략이라 판단한다.

도표 3. 스팀 2024년 언어 통계



자료: GDC, 하나증권

도표 4. 스팀 2월 언어 통계

언어	비율	변화
간체 중국어	50.06%	+20.88%
영어	23.79%	-10.18%
러시아어	6.76%	-2.86%
스페인어 - 스페인	2.89%	-1.10%
포르투갈-브라질	2.61%	-1.16%
독일 사람	2.04%	-0.84%
일본어	2.01%	-0.68%
프랑스 국민	1.58%	-0.65%
광택	1.17%	-0.44%
한국인	1.14%	-0.81%
중국어 번체	1.10%	-0.23%

자료: Steam, 하나증권

도표 5. 스텔라 블레이드 중국어 오디오 지원

22개 언어	인터페이스	전체 오디오	자막	업적
영어	예	예	예	예
프랑스 국민	예	예	예	예
이탈리아 사람	예	예	예	예
독일 사람	예	예	예	예
스페인어 - 스페인	예	예	예	예
아라비아 말	예		예	예
네덜란드 사람	예		예	예
스웨덴어	예		예	예
스페인어 - 라틴 아메리카	예	예	예	예
태국어	예		예	예
덴마크 말	예		예	예
타이어	예		예	예
노르웨이 인	예		예	예
핀란드어	예		예	예
포르투갈어 - 브라질	예	예	예	예
포르투갈어 - 포르투갈	예		예	예
러시아어	예		예	예
간체 중국어	예	예	예	예
중국어 번체	예		예	예
일본어	예	예	예	예
한국인	예	예	예	예
광택	예		예	예

자료: Steam, 하나증권

도표 6. 스텔라 블레이드 X 승리의 여신: 니케 6월 출시 확정



자료: Steam, 하나증권

도표 7. 승리의 여신: 니케 중국 오버존(도로시 메인)



자료: Tencent, 하나증권

도표 8. 스텔라 블레이드 PC 트레일러(도로시)



자료: Sony, 하나증권

스텔라 블레이드, 장기 흥행 가능 IP

스텔라 블레이드의 가치

시프트업의 [스텔라 블레이드]는 55일만에 누적 판매량 100만장을 발표(공식 기준)했다. [스텔라 블레이드]가 PS5 독점작이었음을 고려하면 괄목할만한 성과다. 2025년 6월 PC 출시로 올해 140만장 판매, 누적 390만장을 전망한다. **출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 800만장/시리즈 3 1,000만장/시리즈 4 1,300만장으로 추정한다.** 현재 전략에 따라 별도 확장팩 DLC는 가정하지 않았으며, [니어: 오토마타], [승리의 여신: 니케] 콜라보 DLC도 추정치에는 반영하지 않았다. 대신 콜라보 DLC 출시, 콘텐츠 업데이트로 인한 오리지널 패키지의 판매 안정화를 고려했다. **후속작이 출시되는 2027년/2030년/2034년 세전 이익은 1,252억원/2,108억원/2,764억원으로, [스텔라 블레이드] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 1조 1,503억원으로 예상한다.** 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 4,798억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 7,470억원으로 추정한다.

스텔라 블레이드 개발력

[스텔라 블레이드]는 홍콩, 일본, 중국, 한국을 믹스한 포스트 아포칼립스 세계관의 액션 RPG다. 소니 독점 계약을 체결, 출시 전부터 눈길을 끌었다. 김형태 대표는 본작 개발 과정에 [니어: 오토마타], [베요네타], [세키로: 새도우 다이 트와이스]에서 감명을 받았다고 밝혔으며, 이를 바탕으로 독자적인 게임성을 구축했다. 그 결과 첫 패키지 게임임에도 높은 성과로 개발력을 입증했다.

스텔라 블레이드의 장점

[스텔라 블레이드]는 패키지 게임임에도 라이브 서비스와 같이 유저 편의, 콘텐츠 시스템, 의상 및 테마를 지속적으로 업데이트하고 있으며 [니어: 오토마타]와의 DLC 협업도 진행했다. 시프트업 IP인 [승리의 여신: 니케]와의 양방향 콜라보로 자체 IP의 시너지를 통해 유저들과의 접점을 늘려갈 계획이다. 현재 시퀀 개발 중에 있으며 네오위즈의 [P의 거짓]과 달리 세계관과 주인공을 유지하는 방향이기에 기존 에셋을 그대로 사용 가능하다는 장점이 있다. 스토리만 빠르게 확장할 수 있다면 비교적 적은 인력, 짧은 개발 기간으로 시퀀이 출시될 가능성이 있어 경쟁작들 대비 동 기간 내 기대 수익이 높다.

도표 9. 스텔라 블레이드 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value

(단위: 십억원)

가정	총 세전이익 (2025~2036)	시리즈2 출시 세전이익 (2027)	연간 최대 세전 이익 (2034)	NPV	Total Value
시리즈 1/2/3/4 모두 500	523.9	71.2	84.5	240.7	336.9
시리즈 1/2/3/4 500/800/1,000/1,300	1,150.3	125.2	276.4	479.8	747.0
시리즈 1/2/3/4 500/900/1,400/2,000	1,615.7	129.6	401.8	636.3	1,222.7

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 10. 파이프라인 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
할인율	10%	주요 글로벌 게임사 WACC
영구성장률	-5%	가정
플랫폼 수수료	30%	스팀 수수료, 엔진 사용료 등 통합
퍼블리셔 수수료	30%	가정
물가 상승률	3%	가정
세율	20%	가정
환율	1,380	2026년 이후 가정

자료: 하나증권

도표 11. 스틸라 블레이드 DCF 모델

	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	1 4월(PS)	6월(PC)		2			3				4		
스틸라블레이드 1													
PS 판매량(만장)	187	67											
PC 판매량(만장)		140											
총 판매량(만장)	187	207	66	36	22	19	14	14	14	14	10	10	10
Price(달러)	66	64	59	49	49	49	35	35	35	35	14	14	14
할인율(연평균)	5%	9%	15%	30%	30%	30%	50%	50%	50%	50%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)	124.1	131.2	39.3	17.6	10.6	9.5	4.8	4.8	4.8	4.8	1.4	1.4	1.4
스틸라블레이드 2													
총 판매량(만장)				354	212	117	82	57	40	28	28	28	28
Price(달러)				66	64	59	49	49	49	49	35	35	35
할인율(연평균)				5%	9%	15%	30%	30%	30%	30%	50%	50%	50%
매출액(백만달러)				235.0	135.0	69.5	40.1	28.1	19.6	13.7	9.8	9.8	9.8
스틸라블레이드 3													
총 판매량(만장)							482	265	146	102	71	50	35
Price(달러)							76	73	68	56	56	56	56
할인율(연평균)							5%	9%	15%	30%	30%	30%	30%
매출액(백만달러)							365.2	192.4	99.1	57.1	40.0	28.0	19.6
스틸라블레이드 4													
총 판매량(만장)											635	317	159
Price(달러)											76	73	68
할인율(연평균)											5%	9%	15%
매출액(백만달러)											481.2	230.4	107.9
총 매출액(백만달러)		131.2	39.3	252.6	145.6	79.1	410.1	225.2	123.5	75.6	532.4	269.6	138.7
환율		1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)		188.3	54.2	348.6	201.0	109.1	565.9	310.8	170.4	104.3	734.7	372.1	191.4
플랫폼 수수료(30%)		56.5	16.3	104.6	60.3	32.7	169.8	93.2	51.1	31.3	220.4	111.6	57.4
퍼블리셔 수수료(30%)		56.5	16.3	104.6	60.3	32.7	169.8	93.2	51.1	31.3	220.4	111.6	57.4
인건비(십억원)		13.4	13.8	14.2	14.6	15.1	15.5	16.0	16.5	17.0	17.5	18.0	18.5
세전이익(십억원)		61.9	7.9	125.2	65.8	28.6	210.8	108.3	51.7	24.8	276.4	130.9	58.0
세후이익(십억원)		49.6	6.3	100.2	52.6	22.9	168.7	86.7	41.3	19.8	221.1	104.7	46.4
NPV(십억원)		479.8											
TV(십억원)												293.9	
PV of TV(십억원)		267.2											
Total Value(십억원)		747.0											

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	168.6	224.1	299.1	256.7	379.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	168.6	224.1	299.1	256.7	379.2
판매비	57.5	71.4	77.1	93.7	104.8
영업이익	111.1	152.7	222.0	163.1	274.4
금융손익	1.1	18.7	21.8	24.6	29.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	7.4	(0.5)	0.0	0.0
세전이익	114.3	178.8	243.3	187.6	303.5
법인세	7.7	30.8	42.9	33.8	54.6
계속사업이익	106.7	148.0	200.4	153.9	248.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.7	148.0	200.4	153.9	248.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	106.7	148.0	200.4	153.9	248.8
지배주주지분포괄이익	106.6	148.0	200.4	153.9	248.8
NOPAT	103.6	126.4	182.9	133.7	225.0
EBITDA	113.7	157.2	225.0	164.3	275.0
성장성(%)					
매출액증가율	155.07	32.92	33.47	(14.18)	47.72
NOPAT증가율	165.64	22.01	44.70	(26.90)	68.29
EBITDA증가율	446.63	38.26	43.13	(26.98)	67.38
영업이익증가율	507.10	37.44	45.38	(26.53)	68.24
(지배주주)순이익증가율	흑전	38.71	35.41	(23.20)	61.66
EPS증가율	흑전	27.44	26.17	(23.25)	61.73
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	67.44	70.15	75.23	64.00	72.52
영업이익률	65.90	68.14	74.22	63.54	72.36
계속사업이익률	63.29	66.04	67.00	59.95	65.61

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,132	2,717	3,428	2,631	4,255
BPS	3,568	13,104	16,496	19,127	23,382
CFPS	2,416	3,014	3,898	2,834	4,727
EBITDAPS	2,272	2,886	3,849	2,810	4,703
SPS	3,369	4,114	5,116	4,390	6,484
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	0.00	23.33	15.46	20.14	12.46
PBR	0.00	4.84	3.21	2.77	2.27
PCFR	0.00	21.04	13.60	18.70	11.21
EV/EBITDA	(0.92)	19.48	9.32	11.73	6.18
PSR	0.00	15.41	10.36	12.07	8.17
재무비율(%)					
ROE	99.16	31.30	23.18	14.77	20.02
ROA	72.13	29.37	22.11	14.19	19.34
ROIC	2,711.86	1,091.16	1,091.88	912.21	1,632.44
부채비율	12.63	5.16	4.57	3.66	3.36
순부채비율	(57.63)	(83.24)	(84.83)	(88.32)	(88.83)
이자보상비율(배)	126.64	130.49	196.48	143.85	212.64

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	177.2	768.2	975.8	1,128.0	1,381.9
금융자산	117.0	647.4	830.2	999.3	1,226.7
현금성자산	116.1	289.3	472.0	641.1	868.5
매출채권	59.9	102.3	123.4	109.0	131.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.3	18.5	22.2	19.7	23.7
비유동자산	26.7	35.7	33.1	31.6	31.5
투자자산	1.8	15.9	16.4	16.0	16.5
금융자산	1.8	15.9	16.4	16.0	16.5
유형자산	0.9	2.7	0.8	0.2	0.1
무형자산	0.6	3.0	1.9	1.2	0.8
기타비유동자산	23.4	14.1	14.0	14.2	14.1
자산총계	203.9	803.8	1,008.9	1,159.6	1,413.4
유동부채	11.2	28.6	32.7	29.9	34.3
금융부채	2.8	2.8	3.4	3.0	3.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	8.4	25.8	29.3	26.9	30.6
비유동부채	11.7	10.8	11.4	11.0	11.6
금융부채	9.9	8.3	8.3	8.3	8.3
기타비유동부채	1.8	2.5	3.1	2.7	3.3
부채총계	22.9	39.4	44.1	40.9	45.9
지배주주지분	181.1	764.4	964.8	1,118.6	1,367.5
자본금	9.9	11.7	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	95.9	527.4	527.4	527.4	527.4
자본조정	4.2	6.3	6.3	6.3	6.3
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	71.1	219.1	419.5	573.3	822.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.1	764.4	964.8	1,118.6	1,367.5
순금융부채	(104.3)	(636.3)	(818.4)	(988.0)	(1,214.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	100.4	114.1	203.7	154.9	249.7
당기순이익	106.7	148.0	200.4	153.9	248.8
조정	4.0	10.5	3.0	1.2	0.6
감가상각비	2.6	4.5	3.0	1.2	0.6
외환거래손익	1.3	(5.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.1	11.7	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(10.3)	(44.4)	0.3	(0.2)	0.3
투자활동 현금흐름	3.9	(368.3)	(0.5)	0.3	(0.5)
투자자산감소(증가)	0.5	(14.1)	(0.5)	0.3	(0.5)
자본증가(감소)	(0.3)	(2.7)	0.0	0.0	0.0
기타	3.7	(351.5)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	6.7	426.9	0.6	(0.4)	0.6
금융부채증가(감소)	(33.7)	(1.5)	0.6	(0.4)	0.6
자본증가(감소)	44.4	433.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.0)	(4.9)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	111.0	173.1	449.1	169.2	227.3
Unlevered CFO	120.9	164.2	227.8	165.7	276.5
Free Cash Flow	100.1	111.5	203.7	154.9	249.7

2025년 5월 15일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 35,000원(상향)
현재주가(5.14) 24,450원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	739.05
52주 최고/최저(원)	24,450/17,830
시가총액(십억원)	534.4
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	21,856.8
60일 평균 거래량(천주)	73.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.6
외국인지분율(%)	12.31
주요주주 지분율(%)	
나성균 외 10인	37.59

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	386.1	398.2
영업이익(십억원)	38.9	36.9
순이익(십억원)	33.3	32.2
EPS(원)	1,701	1,598
BPS(원)	26,259	27,863

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	365.6	366.8	378.2	368.7
영업이익	31.6	32.9	45.1	45.2
세전이익	43.8	4.9	42.8	42.9
순이익	48.7	2.4	34.7	34.0
EPS	2,209	109	1,587	1,555
증감율	272.51	(95.07)	1,355.96	(2.02)
PER	12.06	173.30	15.37	15.69
PBR	1.09	0.76	0.92	0.87
EV/EBITDA	8.09	3.79	4.31	3.66
ROE	10.37	0.49	6.87	6.30
BPS	24,485	24,813	26,399	27,954
DPS	245	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

네오위즈 (095660)

1조 레벨에 안착 가능. 중소형주 Top Pick 유지

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 35,000원으로 상향

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 35,000원으로 상향하고 게임 업종 중소형주 Top Pick을 유지한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 1,758원에 Target PER Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 올해 수익률 +29.4%를 시현했음에도 여전히 가장 저평가되어 있다. 네오위즈의 [P의 거짓]은 오리지널 패키지 → 확장팩 DLC → 후속작으로 국내 IP의 시리즈화를 선도할 예정이다. [P의 거짓] XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 누적 판매 250만장을 돌파했다. DLC 없이도 매분기 20만장 이상 판매를 기록하고 있다. [P의 거짓: 서곡] DLC는 올해 여름 출시 예정이다. DLC 출시로 오리지널 팩도 판매량 증가를 전망한다. 현재 후속작을 개발하고 있으며 2028년 출시로 예상된다. 장기적으로 네오위즈의 주가는 [P의 거짓] DLC 출시 → 성과 확인 → 후속작 공개 → 출시를 반복하며 변동성 확대될 수 있겠으나 결국 펀더멘탈은 계단식 성장하여 기업 가치 1조 이상에 안착할 가능성이 높다고 판단한다. 이외에도 라운드8 스튜디오 오는 [P의 거짓] 외 2~3개의 IP 시리즈를 갖추기 위해 차기작들을 개발 중이다. [P의 거짓]을 제작한 스튜디오기에 새롭게 시도하는 개발사 대비 높은 퀄리티 기대할 수 있으며, 성과가 확인되면서 우상향 전망한다.

P의 거짓: 서곡이 온다

네오위즈는 2025년 영업수익 3,782억원(+3.1%YoY), 영업이익 451억원(+35.6%YoY, OPM 11.9%)를 기록할 전망이다. [P의 거짓: 서곡]외 신작들이 더해질 예정으로 전년 대비 성장 가능성 높다고 판단한다. [P의 거짓: 서곡]은 2025년 여름 출시 예정이다. 2차 트레일러까지 공개되었으며, 마케팅을 통해 점차 정보들이 공개되며 기대감 상승할 것으로 전망한다. [P의 거짓]은 출시 후 안정적인 판매량을 유지하고 있는 IP다. XBOX 게임 패스 서비스 종료와 맞물린다면 본편 판매량 상승 가능하다. 2025년말까지 [P의 거짓]의 누적 판매 330만장, [P의 거짓: 서곡]의 누적 판매 70만장으로 추정한다. 현재 콘텐츠 볼륨 및 가격을 오리지널의 1/3 수준으로 가정했으며, 출시 일정 및 가격 확정에 따라 추정치 상향 가능성 있다. [P의 거짓]의 후속작 역시 개발 중에 있다. 오즈의 마법사를 배경으로 하며, 2026년 하반기 정보 공개 예상된다. 글로벌로 검증된 내러티브 스토리에 소울 라이크 장르를 접목하는 방식으로 이미 글로벌 유저의 인정을 받은 만큼, 후속작에 대한 기대감을 갖기 충분하다.

후속작까지 공백은 퍼블리싱으로 대체

네오위즈는 지난 2월 5일 올프아이 스튜디오와 글로벌 퍼블리싱 계약을 체결했음을 밝혔다. 올프아이 스튜디오는 아케인 스튜디오 창업자 출신 2인이 공동 설립한 스튜디오로 서부극 배경 레트로 SF 1인칭 액션 RPG 게임을 개발 중이다. 2023년 11월 폴란드 개발사 '블랙크' 지분 투자, 2024년 11월 11일 폴란드 개발사 '자카자네'와 이후 활발히 퍼블리싱 계약 통해 미래 성장 동력 확보해가는 모습 긍정적이다.

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 Buy 유지, 목표가 35,000원으로 상향

결국 기업 가치 1조 안착
가능성 높음

투자의견 Buy 유지, 목표주가 35,000원으로 상향하고 게임 업종 중소형주 Top Pick으로 유지한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 1,758원에 Target PER Multiple 20배를 적용하여 산정했다. [P의 거짓], [브라운더스트 2] 등의 안정적 매출 성과로 웹보드 매출 비중은 감소 추세에 있다. 이는 [P의 거짓: 서곡] 출시 이후 콘솔 중심 라인업 확대에 더욱 감소할 것으로 전망한다.

[P의 거짓] XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 누적 판매 250만장을 돌파했다. [P의 거짓: 서곡] DLC 올해 여름 출시 예정이다. 현재 후속작을 개발하고 있으며 2028년 출시로 예상된다. 장기적으로 네오위즈의 주가는 [P의 거짓] DLC 출시→성과 확인→후속작 공개→출시를 반복하며 변동성 확대될 수 있겠으나 결국 펀더멘탈은 계단식 성장하여 기업 가치 1조 이상에 안착할 가능성이 높다고 판단한다

도표 1. 네오위즈 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2025F EPS	1,758	Peer 그룹 2025년 예상 P/E 평균(90일)
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	35,162	
4. 목표주가	35,000	목표 시가총액 7,650억원
5. 현재주가	24,450	현재 시가총액 5,344억원
6. 상승여력	43.1%	

자료: 하나증권

도표 2. 네오위즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	97.1	87.0	93.1	89.7	89.0	84.6	111.7	92.9	367.0	378.2
YoY(%)	41.6	24.1	(20.7)	(18.0)	(8.3)	(2.8)	19.9	3.5	0.4	3.1
PC/콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	33.9	57.9	40.2	156.3	168.5
YoY(%)	58.7	36.5	(33.1)	(38.9)	(18.3)	(9.0)	56.9	6.9	(9.2)	7.7
모바일	42.0	38.1	45.7	43.2	45.3	42.0	45.9	45.9	169.0	179.1
YoY(%)	32.4	15.7	(13.6)	20.7	8.0	10.1	0.4	6.3	10.2	6.0
기타	10.5	11.6	10.6	9.0	7.3	8.7	7.9	6.7	41.7	30.6
YoY(%)	20.2	17.6	11.7	(25.9)	(30.9)	(25.0)	(25.0)	(25.0)	3.7	(26.5)
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.5	78.8	78.5	92.2	83.5	333.7	333.1
YoY(%)	22.2	9.6	(10.9)	(12.6)	(4.2)	(4.5)	6.4	1.2	(0.1)	(0.2)
인건비	40.0	39.9	38.2	39.2	37.0	37.9	39.7	37.6	157.2	152.2
변동비	22.5	22.3	25.7	23.7	24.5	22.0	31.2	25.8	94.3	103.5
마케팅	8.3	8.3	10.4	8.0	5.6	6.6	8.9	8.4	35.1	29.5
상각비	4.2	4.2	5.0	4.0	5.1	5.0	5.2	4.2	17.3	19.4
기타	7.2	7.6	7.4	7.7	6.6	7.0	7.3	7.6	29.8	28.5
영업이익	14.8	4.7	6.5	7.2	10.2	6.1	19.5	9.4	33.3	45.1
YoY(%)	1083.3	흑전	(68.1)	(52.0)	(31.1)	27.8	201.1	29.8	5.1	35.6
영업이익률(%)	15.3	5.5	6.9	8.0	11.5	7.2	17.4	10.1	9.1	11.9
당기순이익	14.3	7.7	(1.4)	(27.6)	6.1	7.6	15.9	3.5	(7.0)	33.1
YoY(%)	364.8	(65.8)	(107.7)	적전	(57.4)	(1.5)	흑전	흑전	(115.0)	(575.8)
당기순이익률(%)	14.8	8.8	(1.5)	(30.7)	6.9	8.9	14.2	3.8	(1.9)	8.7

자료: 하나증권

P의 거짓의 가치 네오위즈의 [P의 거짓]은 2023년 9월 출시 이후 28일만에 누적 판매량 100만장을 발표(공식 기준)했다. XBOX GAME PASS 온보딩에도 불구하고 현재까지 누적 판매 250만장 이상 달성한 것으로 추정, 2025년 DLC 출시로 누적 판매 330만장 달성을 전망한다. DLC 출시 이후 캡콤과 같은 공격적 가격 인하 전략을 가정했다. **출시 5년 판매량은 시리즈 1 500만장/시리즈 2 700만장/시리즈 3 1,000만장으로 예상한다.** DLC의 출시 5년 판매량은 오리지널 패키지의 40% 수준으로 가정했다. [P의 거짓 2], [P의 거짓 3]가 출시되는 2028년/2033년 세전 이익은 1,456억원/2,618억원으로, [P의 거짓] IP가 2036년까지 기여하는 총 세전 이익은 9,312억원으로 예상한다. 총 세후 이익을 현재 가치로 환산한 NPV는 3,747억원, 영구 가치까지 고려한 Total Value는 6,972억원으로 추정한다.

P의 거짓의 개발력 [P의 거짓]은 출시전 2022년 8월 게임스컴에서 최고의 액션 어드벤처 게임, 최고의 롤플레이팅 게임, 가장 기대되는 Playstation 게임 3관왕을 차지했다. 출시 이후에도 골든 조이스틱 어워드, 더 게임 어워드 수상 후보에 올랐으며, 2024년 웨비 어워드 3관왕, 애플 디자인 어워드에서도 수상하며 작품성을 인정 받았다. 이러한 게임성은 출시 후 매 분기 20만장 이상이라는 꾸준한 판매량으로 이어지고 있다. DLC인 [P의 거짓: 서곡]과 후속작의 소구력으로 이어질 것이라 전망한다.

후속작을 기대할 수 있는 이유 [P의 거짓]은 전 세계가 알고 있는 ‘피노키오’ 스토리를 소울라이크 장르로 재해석하여 독자적인 내러티브와 게임성을 구축했다. 원작 ‘피노키오’의 메인 키워드인 진실/거짓말(인간/인형)의 딜레마를 파고 들어 많은 유저들의 호응을 얻었다. **현재 락온드8 스튜디오는 [P의 거짓] 후속작으로 ‘오즈의 마법사’ 세계관을 채택, 현재 개발하고 있다.** 원작 ‘오즈의 마법사’는 주인공 도로시가 지능을 얻고자 하는 허수아비, 심장을 원하는 양철 나뭇꾼, 용기를 얻고 싶어하는 겁쟁이 사자와 동행하며 서쪽의 나쁜 마녀를 무찌르는 내용이다. [P의 거짓]이 그랬듯 충분히 재해석을 통해 강력한 내러티브를 발현시킬 수 있는 소재이며, 북미권에서 인기 있는 스토리로 전작을 뛰어넘는 성과 기대 가능하다.

도표 3. P의 거짓 시리즈 판매량 시나리오별 세전이익, NPV, Total Value (단위: 십억원)

판매량 가정	총 세전이익 (2025~2036)	시리즈2 출시 세전이익 (2028)	연간 최대 세전 이익 (2033)	NPV	Total Value
시리즈 1/2/3 모두 500만장	504.2	71.4	88.8	217.0	361.8
시리즈 1/2/3 500만장/700만장/1,000만장	931.2	145.6	261.8	374.7	697.2
시리즈 1/2/3 500만장/1,000만장/1,500만장	1,280.9	176.1	351.0	495.2	983.4

주: 판매량 가정은 출시 후 5년간을 의미
자료: 하나증권

도표 4. 파이프라인 밸류에이션 주요 가정

항목	내용	비고
할인율	10%	주요 글로벌 게임사 WACC
영구성장률	-5%	가정
플랫폼 수수료	30%	스팀 수수료, 엔진 사용료 등 통합
퍼블리셔 수수료	30%	가정
물가 상승률	3%	가정
세율	20%	가정
환율	1,380	2026년 이후 가정

자료: 하나증권

도표 5. P의 거짓 시리즈 DCF 모델

	23	24	25F	26F	27F	28F	29F	30F	31F	32F	33F	34F	35F	36F
시리즈 일정	1 9월		1 DLC			2		2 DLC			3		3 DLC	
P의 거짓 1														
판매량(만장)	140	92	100	70	60	60	30	30	30	30	15	15	15	15
Price(달러)	54	39	48	36	24	12	12	12	12	12	12	12	12	12
할인율(연평균)	10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)	75.6	35.9	48.0	25.2	14.4	7.2	3.6	3.6	3.6	3.6	1.8	1.8	1.8	1.8
P의 거짓: 서곡														
판매량(만장)			73	35	30	30	30	30	15	15	8	8	8	8
Price(달러)			20	16	12	4	4	4	4	4	4	4	4	4
할인율(연평균)			0%	20%	40%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)			14.6	5.6	3.6	1.2	1.2	1.2	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
P의 거짓 2														
판매량(만장)						262	131	118	80	80	80	40	40	40
Price(달러)						63	45	56	42	28	14	14	14	14
할인율(연평균)						10%	35%	20%	40%	60%	80%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)						165.0	59.6	66.0	33.6	22.4	11.2	5.6	5.6	5.6
P의 거짓 2 DLC														
판매량(만장)									112	40	40	40	20	20
Price(달러)									23	19	14	5	5	5
할인율(연평균)									0%	20%	40%	80%	80%	80%
매출액(백만달러)									26.2	7.5	5.6	1.9	0.9	0.9
P의 거짓 3														
판매량(만장)												393	197	177
Price(달러)												72	52	56
할인율(연평균)												10%	35%	20%
매출액(백만달러)												282.9	102.2	99.0
P의 거짓 3 DLC														
판매량(만장)														169
Price(달러)														24
할인율(연평균)														0%
매출액(백만달러)														40.4
총 매출액(백만달러)	75.6	35.9	62.6	30.8	18.0	173.4	64.4	97.0	45.3	32.2	298.1	110.8	148.1	90.7
환율	1,316	1,364	1,435	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
원화환산(십억원)	99.5	48.9	89.8	42.5	24.8	239.3	88.9	133.9	62.4	44.4	411.4	152.9	204.3	125.2
플랫폼 수수료(30%)	29.8	14.7	26.9	12.7	7.4	71.8	26.7	40.2	18.7	13.3	123.4	45.9	61.3	37.6
인건비(십억원)	12.0	12.4	12.7	13.1	13.5	13.9	14.3	14.8	15.2	15.7	16.1	16.6	17.1	17.6
마케팅비(십억원)	6.0		2.0			8.0		2.0			10.0		2.0	
로열티(XBOX PASS)	5.0	10.0	2.0											
세전이익(십억원)	56.6	31.9	50.1	16.6	3.9	145.6	47.9	77.0	28.5	15.4	261.8	90.4	123.9	70.0
세후이익(십억원)	45.3	25.5	40.1	13.3	3.1	116.5	38.3	61.6	22.8	12.3	209.5	72.3	99.1	56.0
NPV(십억원)			374.7											
TV(십억원)														354.8
PV of TV(십억원)			322.5											
Total Value(십억원)			697.2											

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	365.6	366.8	378.2	368.7	360.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	365.6	366.8	378.2	368.7	360.5
판매비	334.0	333.9	333.1	323.5	321.0
영업이익	31.6	32.9	45.1	45.2	39.5
금융손익	(1.0)	7.6	8.2	8.9	5.8
종속/관계기업손익	(0.2)	(0.9)	(0.2)	(0.2)	0.0
기타영업외손익	13.4	(34.8)	(10.3)	(10.9)	0.0
세전이익	43.8	4.9	42.8	42.9	45.3
법인세	(2.7)	11.8	9.7	8.6	9.1
계속사업이익	46.4	(7.0)	33.1	34.3	36.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	46.4	(7.0)	33.1	34.3	36.2
비배주주지분 손이익	(2.3)	(9.3)	(1.6)	0.3	0.4
지배주주순이익	48.7	2.4	34.7	34.0	35.9
지배주주지분포괄이익	46.7	11.2	28.4	29.5	31.1
NOPAT	33.5	(47.2)	34.9	36.1	31.6
EBITDA	50.4	50.2	59.6	57.5	50.0
성장성(%)					
매출액증가율	24.10	0.33	3.11	(2.51)	(2.22)
NOPAT증가율	151.88	적전	흑전	3.44	(12.47)
EBITDA증가율	31.25	(0.40)	18.73	(3.52)	(13.04)
영업이익증가율	61.22	4.11	37.08	0.22	(12.61)
(지배주주)순이익증가율	271.76	(95.07)	1,345.83	(2.02)	5.59
EPS증가율	272.51	(95.07)	1,355.96	(2.02)	5.53
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.79	13.69	15.76	15.60	13.87
영업이익률	8.64	8.97	11.92	12.26	10.96
계속사업이익률	12.69	(1.91)	8.75	9.30	10.04

투자지표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,209	109	1,587	1,555	1,641
BPS	24,485	24,813	26,399	27,954	29,594
CFPS	3,287	3,202	2,115	1,893	2,288
EBITDAPS	2,286	2,284	2,726	2,631	2,288
SPS	16,592	16,675	17,302	16,869	16,494
DPS	245	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	12.06	173.30	15.37	15.69	14.87
PBR	1.09	0.76	0.92	0.87	0.82
PCFR	8.11	5.90	11.54	12.89	10.66
EV/EBITDA	8.09	3.79	4.31	3.66	3.29
PSR	1.61	1.13	1.41	1.45	1.48
재무비율(%)					
ROE	10.37	0.49	6.87	6.30	6.25
ROA	7.91	0.37	5.43	5.05	5.08
ROIC	17.39	(22.71)	19.52	21.91	20.57
부채비율	27.26	19.47	18.92	17.53	16.30
순부채비율	(41.31)	(49.00)	(54.76)	(59.47)	(63.49)
이자보상비율(배)	17.25	63.04	142.01	137.57	54.39

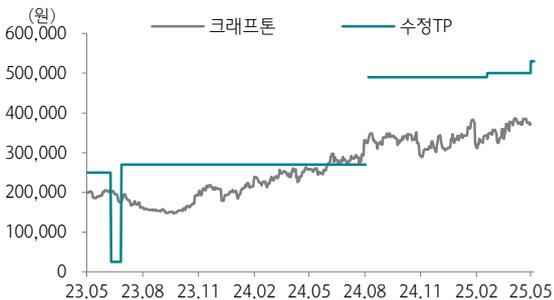
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	297.6	314.0	364.1	409.5	455.3
금융자산	241.6	257.9	306.0	352.4	398.9
현금성자산	129.9	116.9	160.9	209.3	257.4
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동자산	55.9	55.9	57.9	56.9	56.2
비유동자산	373.8	306.0	292.4	279.6	268.8
투자자산	70.1	58.6	59.5	59.1	58.7
금융자산	34.5	36.3	36.4	36.3	36.3
유형자산	86.9	87.5	83.0	79.0	75.4
무형자산	149.4	99.6	89.6	81.3	74.3
기타비유동자산	67.4	60.3	60.3	60.2	60.4
자산총계	671.4	620.0	656.5	689.1	724.0
유동부채	113.2	81.1	83.8	82.5	81.4
금융부채	20.2	0.7	0.7	0.7	0.7
매입채무	10.8	10.6	11.0	10.8	10.7
기타유동부채	82.2	69.8	72.1	71.0	70.0
비유동부채	30.6	20.0	20.6	20.3	20.1
금융부채	3.5	2.9	2.9	2.9	2.9
기타비유동부채	27.1	17.1	17.7	17.4	17.2
부채총계	143.8	101.1	104.5	102.8	101.5
지배주주지분	489.4	487.3	522.0	555.9	591.9
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
자본조정	(61.2)	(64.5)	(64.5)	(64.5)	(64.5)
기타포괄이익누계액	(18.6)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
이익잉여금	428.2	420.8	455.5	489.5	525.3
비지배주주지분	38.2	31.6	30.0	30.4	30.7
자본총계	527.6	518.9	552.0	586.3	622.6
순금융부채	(217.9)	(254.3)	(302.3)	(348.7)	(395.3)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	64.7	33.8	42.2	32.3	40.6
당기순이익	46.4	(7.0)	33.1	34.3	36.2
조정	19.3	66.5	8.1	(1.5)	4.8
감가상각비	18.8	17.3	14.5	12.3	10.5
외환거래손익	1.2	(3.3)	(1.5)	(3.3)	0.0
지분법손익	(15.0)	4.5	0.0	0.0	0.0
기타	14.3	48.0	(4.9)	(10.5)	(5.7)
영업활동 자산부채변동	(1.0)	(25.7)	1.0	(0.5)	(0.4)
투자활동 현금흐름	(10.2)	(15.8)	(2.1)	12.9	8.3
투자자산감소(증가)	54.8	11.5	(0.9)	0.4	0.3
자본증가(감소)	(1.2)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(63.8)	(25.8)	(1.2)	12.5	8.0
재무활동 현금흐름	(4.6)	(34.7)	(0.1)	(0.3)	(0.7)
금융부채증가(감소)	1.7	(20.0)	0.0	(0.0)	(0.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.3)	(9.7)	(0.1)	(0.3)	(0.7)
배당지급	0.0	(5.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	49.9	(13.0)	36.0	48.4	48.1
Unlevered CFO	72.4	70.4	46.2	41.4	50.0
Free Cash Flow	63.5	32.4	42.2	32.3	40.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

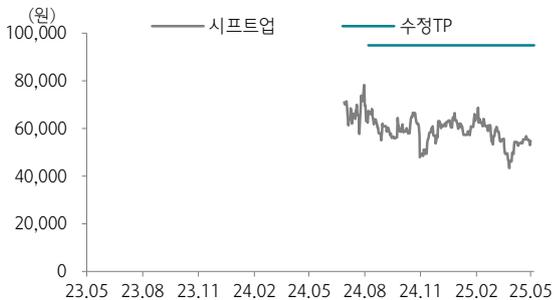
크라프트톤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	530,000		
25.3.4	BUY	500,000	-27.75%	-22.80%
24.8.20	BUY	490,000	-32.47%	-21.84%
담당자 변경				

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

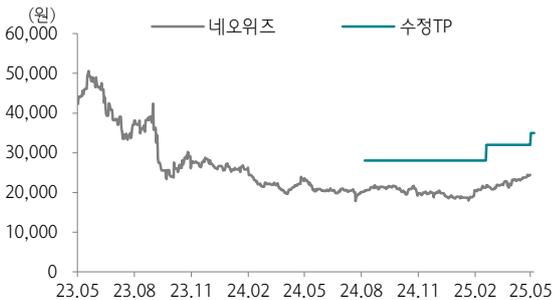
시프트업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY	95,000		

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

네오위즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	35,000		
25.3.4	BUY	32,000	-29.95%	-23.59%
24.8.20	BUY	28,000	-27.98%	-22.14%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 15일 현재 해당회사의 유가증권은 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.91%	5.09%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 14일