게임

글로벌 성적표를 받는 시간

게임. 남효지

SK 증권

게임 비중확대(유지)

글로벌 성적표를 받는 시간

24 년 리뷰: 실적, 신작 모멘텀 유효한 기업 중심으로 주가 차별화

올해 게임 업종 전반적으로 주가는 부진했다. 실적 성장과 신작 모멘텀이 확실한 기업들 중심으로 주가가 차별화되는 모습을 보였다. 연초대비 주가가 상승한 기업은 크래프톤(+59%), 더블유게임즈(+20%), 펄어비스(+3%)가 유일하다. 크래프톤은 작년부터 이어진 PUBG IP 의 트래픽 상승 효과로 매 분기 어닝 서프라이즈를 기록했다. 더블유게임즈도 효율적인 마케팅비 관리로 탄탄한 이익 기반을 다져나갔다. 펄어비스의 경우 실적은 기존 IP 노후화 영향으로 부진했지만 하반기 게임스컴, 지스타 등 게임쇼에 내년 기대작 <붉은사막>을 공개함에 따라 최근 재차 기대감이 반영되며 주가 하락폭을 회복하고 있다. 이 외 대부분의 국내 게임사는 올해 신작과 실적 모두 괄목할만한 성과는 없었다. 넷마블의 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 넥슨 게임즈의 <퍼스트디센던트>를 제외하면 올해 출시된 신작 중 뛰어난 성과를 보인 게임은 없었다.

25 년 전망: 대작들의 성과 확인할 시간. 비용 관리 동반되어 신작 흥행에 따른 이익 및 주가 변동성 높을 것

내년 글로벌 게임 시장은 오랜 개발 기간과 막대한 개발비를 투자한 AAA 급 신작들이 쏟아진다. 흥행에 성공하면 글로벌 게임 시장을 타겟해 넓은 유저 기반을 확보할 수 있다는 장점도 있지만 흥행에 실패하면 게임사 실적에 큰 타격이 있을 수 있다. 개발비가 올라갈수록 신작의 손익분기점을 높아져 흥행을 위한 마케팅과 적절한 유통전략이 필요하다. 게임의 주 이용자층인 1030 을 타겟하는 인플루언서를 활용한 마케팅이 더욱 확대될 것이고, 높아진 개발비를 싱글 플랫폼에서만 커버하긴 어려워졌기 때문에 크로스플랫폼 유통이 활발해질 것이다. 특히 유저베이스가 지속 확대되고 있는 스팀을 통한 유통과 마케팅 채널로써의 활용이 확대될 것으로 예상된다.

국내 게임사들도 오랜 개발 기간을 거친 기대작들이 출시를 앞두고 있다. 펄어비스 <붉은사막>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, 크래프톤 <inZOI> 등이 있다. 내년에는 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다져나가고, 신작 흥행 정도에 따라 이익 스윙은 높아질 것이다. 이에 따라 주가도 기민하게 반응할 것으로 예상된다.

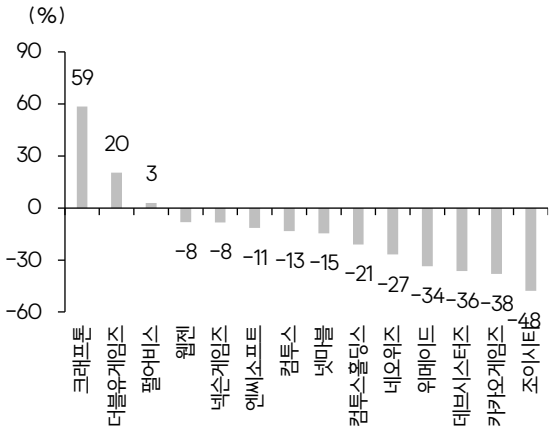
Analyst 남효지
hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

24 년 리뷰: 신작의 빈자리

게임 업종의 주가는 작년에 이어 올해도 부진한 모습을 보였다. 연초대비 주가가 상승한 기업은 크래프톤(+59%), 더블유게임즈(+20%), 펄어비스(+3%)가 유일하다. 크래프톤은 작년부터 이어진 PUBG IP 의 트래픽 상승 효과로 매 분기 어닝 서프라이즈를 기록했다. 더블유게임즈도 효율적인 마케팅비 관리로 탄탄한 이익 기반을 다져나갔다. 펄어비스의 경우 실적은 기존 IP 노후화 영향으로 부진했지만 하반기 게임스컴, 지스타 등 게임쇼에 내년 기대작 <붉은사막>을 공개함에 따라 최근 재차 기대감이 반영되며 주가 하락폭을 회복하고 있다. 이 외 대부분의 국내 게임사는 올해 신작과 실적 모두 괄목할만한 성과는 없었다. 넷마블의 <나 혼자만 레벨업: ARISE>, 넥슨게임즈의 <퍼스트디센던트>를 제외하면 올해 출시된 신작 중 뛰어난 성과를 보인 게임은 없었다.

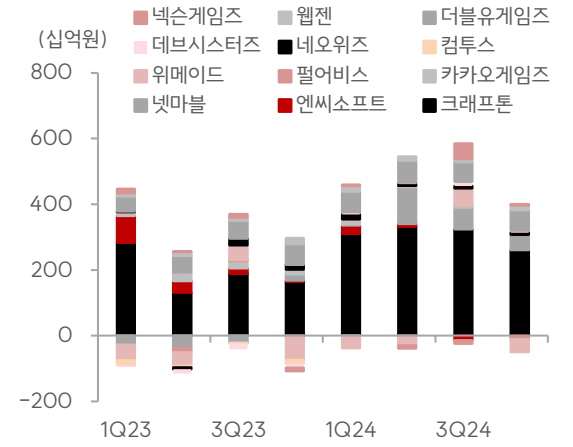
신작 부재로 탑라인 성장이 어려운 상황에서 국내 게임사들은 비용 관리에 돌입했다. 특히 인건비 감소가 주효했다. 엔씨소프트는 연내 두 차례에 걸쳐 사업을 분할했다. QA, IDS 와 같은 비개발 조직과 주요 게임별 개발 인력을 개별 회사로 물적분할했고, 비핵심 프로젝트 중단하며 연초 인력 5 천명대에서 내년 3 천명대까지 인력을 축소하겠다고 밝혔다. 카카오게임즈도 세나테크놀로지 지분 일부 매각, 카카오 VX 사업 축소로 본업인 게임 사업에 더욱 집중할 계획이다. 넷마블도 인력 통제 및 자체 런처 활용을 통해 지급수수료를 관리하고 있다.

주요 게임사 연초대비 주가 수익률



자료: Quantiwise, SK 증권

주요 게임사 영업이익 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

25 년 전망: 기대작들의 글로벌 성적표

AAA 게임의 양면: 성공하면 혁명! 실패하면 쪽박

글로벌 게임 시장은 높은 개발비와 시간을 투자한 AAA 게임과 라이트한 인디 게임 중심으로 양분화되고 있다. AAA 게임은 대형 게임사들 중심으로 개발되고 화려한 그래픽과 전투, 액션이 특징이다. 인디 게임은 소수의 개발자, 저예산의 심플한 게임성이 특징이지만 향후 얼리액세스를 통해 추가적인 예산과 플레이어를 확보할 수 있다.

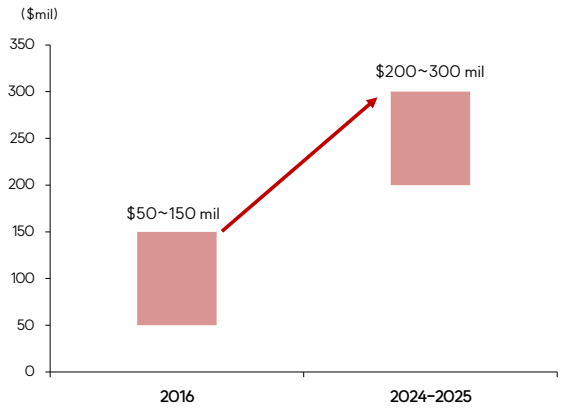
최근 AAA 게임의 개발비가 급격하게 빠르게 증가하고 있다. IDG 의 발표에 따르면 2024 년 AAA 게임의 기준은 개발비 2 억원 이상이 투입된 게임으로 분류된다. AAA 게임 개발에 소요되는 기간도 최소 5 년으로, 막대한 투자비와 기간이 소요됨에도 게임사들이 AAA 게임 개발에 열을 올리고 있는 이유는 유저들의 눈높이가 대폭 상승해 이를 만족시키기 위함과 동시에 글로벌 시장으로의 확장하기 위해서이다. 높아지는 개발비에는 엔진 사용료 영향도 있는데, 게임 그래픽 한계 효용 체감의 법칙에 따라 막대한 개발비를 쏟아부어도 유저 만족도는 높지 않고 일정 수준 이상의 그래픽은 차이점을 체감하기 어렵다. 또한 개발자 인건비가 지속 상승하고 있기 때문에 개발 기간이 길어질수록 개발비 부담도 높아져 흥행 실패 시 기업 실적의 타격은 매우 커진다.

게임 규모별 주요 특징 비교

	인디	AA	AAA
개발비	~$1mil	few million dollars	> $50 mil
마케팅 방식	소셜미디어, 커뮤니티, 인플루언서	니치 마케팅 (커뮤니티 활용, 온라인 캠패인)	고예산 광고 (TV 광고, 메이저 온라인 캠패인, 게임쇼 참석)
유통 채널	디지털 플랫폼 (주로 스팀 등)	디지털 , 에디션별 실물 출시	글로벌 출시 (디지털+실물 리테일)
버젯 배분	최소화, 가끔 커뮤니티 펀딩	중예산, 타겟 마케팅에 집중	마케팅과 유통에 높은 예산 배분
주 고객 접근	D2C	장르에 맞는 니치 마켓 공략	매스 마켓

자료: 나스미디어, SK 증권

빠르게 증가하는 AAA 게임 제작비



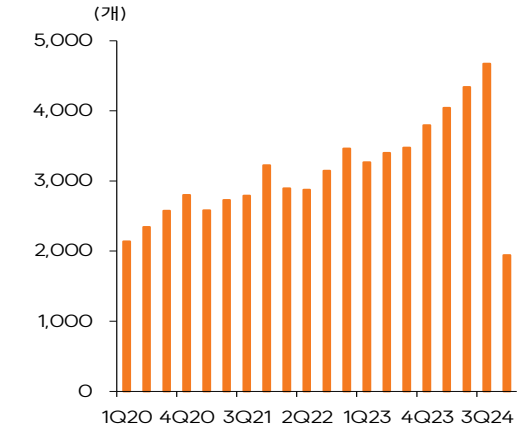
자료: NAVER, SK 증권

Going Global: 인플루언서 마케팅 & 크로스 플랫폼 확대

개발비가 올라갈수록 신작의 손익분기점도 높아진다. 타이틀 당 가격은 $70 수준, 다만 최근 경기 부진 영향으로 소비 심리가 악화되며 검증된 IP 나 입소문이 난 게임이 아니면 플레이어들은 신작 구매를 꺼리게 된다. 한정된 소비자들의 시간과 버젯 속에서 확실하게 소비자의 관심을 끌 수 있는 게임만 흥행에 성공한다. 이용자들은 트위치 스트리밍, 리뷰를 보고 재미있어 보이는 게임에만 소비하게 된다. 따라서 게임사들은 인플루언서를 활용한 마케팅을 전개해 적극적으로 게임을 홍보한다. 인플루언서 마케팅은 게임 주 이용자층인 1030 에게 효과적이고, 특히 일반 마케팅대비 6.5 배 효과적이라는 조사 결과도 있다. Statista 에 따르면 2024 년 글로벌 인플루언서 마케팅 규모는 240 억달러로 전년대비 14% 성장할 것으로 전망했다. 앞으로도 인플루언서 마케팅을 활용하는 게임들이 점점 더 많아질 것으로 예상된다.

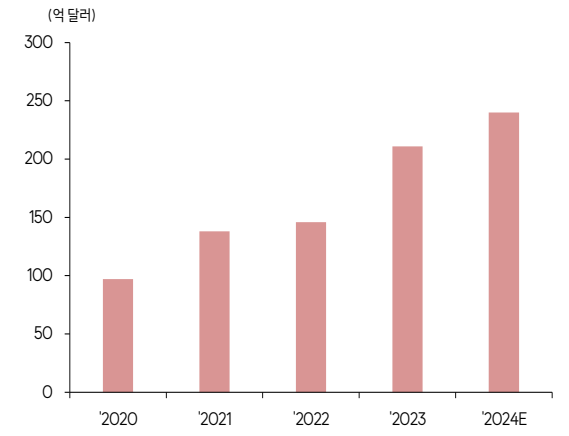
크로스플랫폼 기조도 더욱 확대될 것이다. 높아지는 개발비에 따라 싱글 플랫폼에서 개발비를 커버하기는 어려워졌다. 특히 국내 모바일 게임 시장은 역성장이 지속되고 있고, 중국 게임사들의 개발력이 올라옴에 따라 모바일 시장에서만 승부를 보긴 어려워졌다. 시장 확장이 절실해졌고, 글로벌 exposure 를 높이기 위해 서구권 유저들이 익숙한 장르 및 PC/콘솔 플랫폼향 게임 출시가 증가하고 있다. 특히 스팀 플랫폼은 트래픽이 지속 증가하며 온라인 유통 플랫폼으로써 독점적인 지위를 확보하고 있고 글로벌 마케팅 채널로도 활용되고 있다. 스팀에서 출시되는 게임의 수는 18 년 8,307 개-> 24 년(YTD) 15,017 개로 빠르게 증가하고 있다. 온라인 유저수도 약 3,840 만명 수준으로 높은 플랫폼 영향력에 따라 향후 이를 통한 신작 출시도 많아질 것으로 예상된다.

스팀 출시 게임 수



자료: VGInsights, SK 증권
주: 4Q24 는 수치는 QTD

글로벌 인플루언서 마케팅 규모



자료: Statista, SK 증권

오랫동안 기다렸던 대작들의 등장

내년에는 오랜 개발 기간을 거친 기대작들이 시장에 출시된다. 특히 펄어비스의 <붉은사막>은 금번 지스타를 통해 보스 1 종을 추가해 B2C 시연을 선보여 이용자들의 호평을 받았고 내년 최고 기대작으로 꼽히고 있다. 엔씨소프트의 <아이온 2>, 크래프톤 <inZOI>, 넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>, 넥슨 <퍼스트버서커: 카잔> 등 내년 출시 예정인 신작들은 글로벌 유저 타겟으로 기존 국내 게임사들이 내놓던 한정된 장르에 국한되지 않고 다양한 장르로 선보이고 대부분 크로스 플랫폼으로 제공되며 글로벌 시장에서의 검증을 거치게 될 것이다.

25 년 출시 예정인 주요 기대작

넥슨 <퍼스트버서커: 카잔>, <아크레이더스>

자료: 언론 보도, SK증권

펄어비스 <붉은사막>

자료: 언론 보도, SK증권

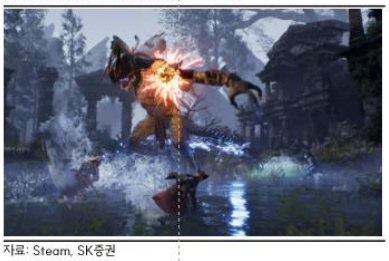
엔씨소프트 <아이온2>

자료: 언론 보도, SK증권

크래프톤 <inZOI>

자료: 언론 보도, SK증권

카카오게임즈 <아키에이지: 크로니클>



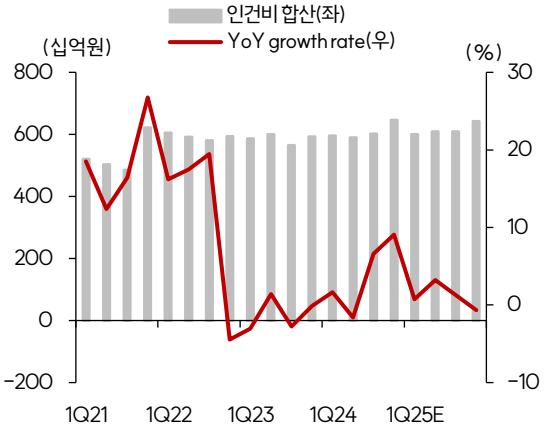
자료: Steam, SK증권

넷마블 <일곱 개의 대죄: Origin>

자료: YouTube, SK증권

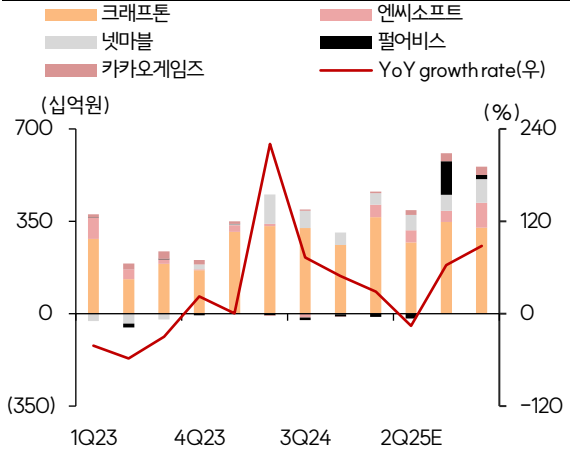
자료: 언론 보도, SK 증권

주요 게임사 합산 인건비 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권
주: 크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스 합산 기준

주요 게임사 합산 이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

게임사들의 타이트한 비용 관리도 지속된다. 주요 게임사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스) 합산 기준 내년 분기별 인건비 증감율은 -1~3% 수준에 그칠 것으로 예상된다. 마케팅비도 주요 채널 및 프로젝트에 효율적으로 배분함에 따라 과거와 같은 대규모 캠패인은 보기 어려울 것이다. 또한 자체 PC 런처 활용 확대, 앱스토어 수수료 하락 등으로 지급수수료 증가 요인도 제한적이다. 이에 따라 25 년 주요 게임사 합산 영업이익은 2 조원으로 올해대비 36.1% 증가할 것으로 예상된다. 비용 레벨이 낮아져 탄탄한 이익 기반을 다지며 내년 출시되는 신작 흥행 정도에 따라 이익 변동성은 높게 나타날 수 있고, 주가도 이에 기민하게 반응할 것으로 예상된다.

25 년 출시 예정인 주요 기대작

	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
크래프톤		inZOI			
		다크앤다커 모바일			
		서브노티카2			
				Project ARC	
				딩컴 투게더	
엔씨소프트	저니오브모나크				
	블레이드&소울2 중국				
		택탄: 나이츠 오브 더 가즈			
				아이온2	
				LLL	
넷마블	킹 아서: 레전드 라이즈				
		킹 오브 파이터 AFK			
		RF 온라인 넥스트			
		왕좌의 게임: 킹스로드			
		세븐나이츠 리버스			
				The RED: 피의 계승자	
				일곱개의 대죄: Origin	
				몬길: STAR DIVE	
				데미스 리본	
				나 혼자만 레벨업: ARISE (스팀)	
시프트업		스텔라블레이드 PC			
		전쟁의 여신: 니케 (중국)			
카카오게임즈	POE2				
	로스트 아이돌론스: 위선의 마녀				
		발할라 서바이벌			
		야구 시뮬레이션 게임(가제)			
			섹션 13		
			프로젝트 C(가칭)		
			가디스오더		
				프로젝트 Q(가칭)	
					갓 세이브 버밍엄
					크로노 오디세이
펄어비스				붉은사막	
컴투스	프로스트 펑크: 비욘드 더 아이스				
		프로야구 라이징			
		서머너즈 워: 레기온			
				레전드 서머너	

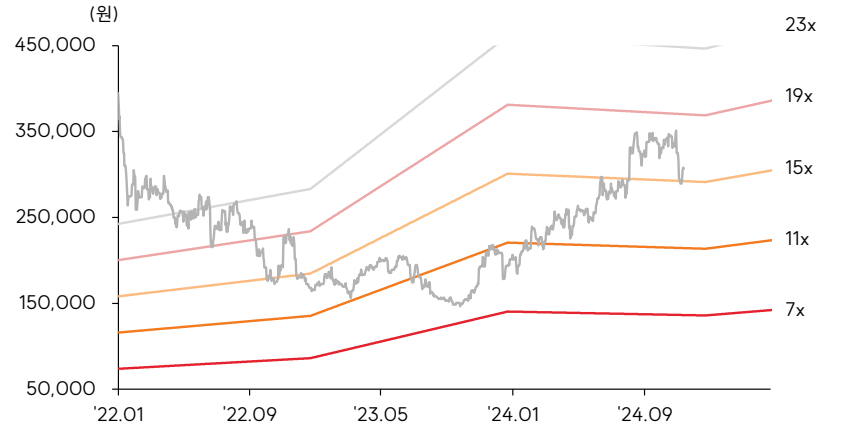
자료: 언론 보도, SK 증권

Top Picks: 크래프톤

Everything Scaled Up

- 25년 매출액 3.03조원(+9.7% YoY), 영업이익 1.31조원(+6.8% YoY) 전망. 올해 PUBG IP 의 장기 성장 가능성 입증. 내년에도 계획된 콘텐츠, 높아진 트래픽 고려하면 지속 성장 가능할 것
- 3/28 <inZOI>, 2Q25 <다크앤다커 모바일>, 3Q25 <서브노티카 2>, 4Q25 <프로젝트 ARC>, <딩컴투게더> 반영. 내년에는 매분기 신작&퍼블리싱 역량 확인할 수 있는 이벤트 多
- IP 라이선스 및 2PP 투자 적극적으로 전개 중, 이에 따른 추가적인 실적 업사이드 존재. 편안한 장기 성장 스토리 보유

크래프톤 P/E bandchart



자료: Dataguide, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	십억원	1,670	1,885	1,854	1,911	2,767	3,035
영업이익	십억원	774	651	752	768	1,227	1,311
순이익(지배주주)	십억원	556	520	500	595	961	930
EPS	원	13,001	10,829	10,496	12,310	20,062	19,414
PER	배		42.5	16.0	15.7	15.3	15.8
PBR	배		4.9	1.6	1.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	-0.8	27.6	6.3	7.4	8.6	7.6
ROE	%	61.9	17.9	10.3	11.2	16.1	13.6

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도