

게임

하반기 전망

신뢰 회복으로 가는 길

인터넷/게임. 남호지



게임 비중확대(유지)

신뢰 회복으로 가는 길

1H25 리뷰: 신작 부재 영향 지속

25년 상반기는 게임업종의 업체별 뚜렷한 온도차를 보였다. 게임의 성과가 확인된 기업과 하반기 주요작 출시가 확정된 기업들의 주가가 양호한 흐름을 보였다. YTD 주가 수익률은 펠어비스 +34%, 네오위즈 +29%, 크래프톤 +22%로 펠어비스와 네오위즈는 하반기에 나올 기대작들의 기대감에 따라 주가 상승, 크래프톤은 PUBG IP의 견조한 성과가 이어지며 실적 성장에 따라 주가도 지속 상승세를 보이고 있다.

2H25 전망: 기대작 출시+비용 통제=본격 이익 성장

상반기까지 실적에 큰 영향을 줄 만한 신작의 출시는 없었으나 하반기에는 오랫동안 기다려왔던 대작들의 출시를 앞두고 있다. 펠어비스의 <붉은사막>은 4분기 출시 일정을 확정지었다. 하반기 다양한 게임쇼에 참가해 북미/유럽 유저에 대한 exposure를 늘려나갈 것이다. 출시일에 가까워질수록 마케팅 강도가 높아지며 기대감을 점차 높여나갈 수 있을 것이다. 엔씨소프트 기대작인 <아이온 2>는 5/29 라이브를 통해 다양한 피쳐들을 공개하고 출시 전까지 FGT 등 다양한 마케팅을 전개해 나간다. 과거 지스타에서 높은 관심을 받았던 넷마블의 <일곱개의 대좌: Origin>도 하반기 출시 예정이다. 아직까지 구체적인 정보는 없지만 출시가 얼마 남지 않은 만큼, 출시 마케팅이 시작되며 기대감이 반영되기 시작할 것이다.

대작들의 출시에 따른 매출액 성장에 더해, 하반기에는 본격적으로 비용 통제 효과가 나타난다. 특히 엔씨소프트는 작년 대규모 구조조정 단행, 2분기부터 인건비 감소 효과가 나타날 것이다. 게임사들의 마케팅 방식도 과거와 달라져 타겟 유저층 중심으로 바이럴 마케팅을 진행하며 마케팅비의 절감도 예상된다. 더블유게임즈와 넷마블은 자체 결제 방식을 활용하며 지급수수료의 절감도 진행 중이다.

3분기까지는 신작 기여가 제한적이기 때문에 주요 게임사의 이익 성장은 미미하겠으나, 4분기 대작 출시가 몰리며 뚜렷한 이익 성장을 보일 것이다. 4분기 이후까지도 신작들의 성과가 지속되며 내년 상반기까지도 양호한 실적 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

업종 top-pick은 넷마블로 제시한다. 과거 리스크 요인이었던 짧은 PLC와 높은 고정비 구조를 탈환하며 올해부터 다작의 출시와 함께 견조한 이익 성장이 기대된다.

Analyst 남효지

hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

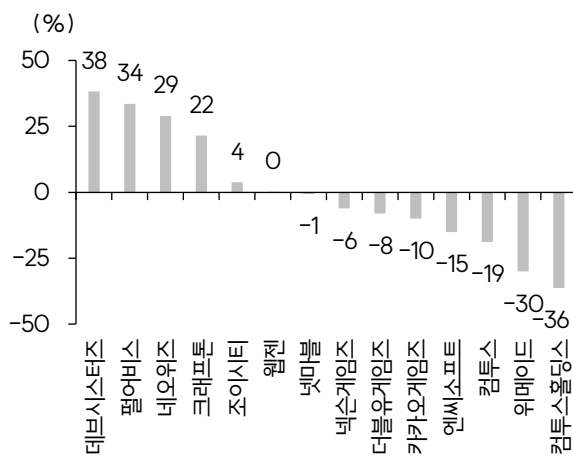
25년 상반기 리뷰: 업체별 뚜렷한 온도차

신작 부재 영향 지속

25년 상반기 게임 업종은 성과가 확인된 업체들과 하반기 주요작 출시에 대한 기대감이 유효한 업체들 중심으로 주가 상승세를 보이고 있다. 업체별 연초대비 주가 수익률은 데브시스터즈(+38%)가 <쿠키런: 킹덤>의 4주년 업데이트 효과로 트래픽이 반등하며 업종 내 가장 높은 상승폭을 보였고, 펠어비스(+34%)는 <붉은사막>의 출시일이 4 분기로 확정됨에 따라 그 동안 부진했던 주가가 회복세를 보이고 있다. 네오위즈(+29%)도 <P 의거짓> DLC 출시를 앞두고 있어 기대감을 반영하며 주가 상승, 크래프톤(+22%)은 PUBG IP 트래픽 상승이 지속되며 높은 매출 효율을 보이며 지속 견조한 실적 성장세를 보이고 있다.

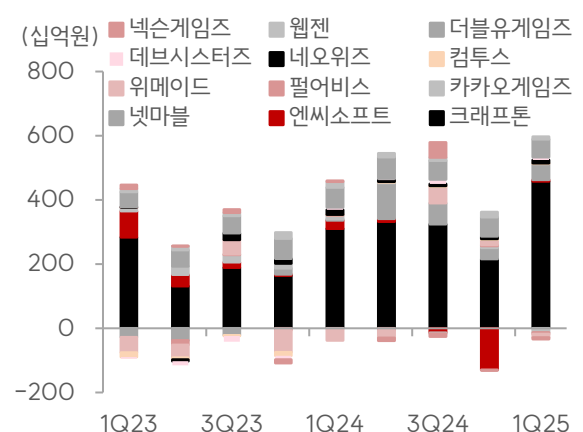
상반기까지 실적에 큰 영향을 줄 만한 신작의 출시는 없었다. 크래프톤의 <inZOI>가 3/28 얼리엑세스해 100 만장 이상의 판매량을 기록했지만 높은 기술 요구사항, 최적화 문제, 콘텐츠 부족 등이 문제로 꼽히며 시장 기대치에는 못 미치고 있다. 다만 5/8/10 월 업데이트를 계획하고 있어 이에 따라 판매량은 점진적으로 증가할 것으로 예상된다. 넷마블의 <RF 온라인넥스트>는 3/20 출시해 예상대비 견조한 성과를 기록 중이다. 1 분기 반영된 매출은 약 190 억원으로 추정, 현재까지도 구글/iOS 상위권을 기록하며 흥행 성과를 유지 중이다.

주요 게임사 연초대비 주가 수익률



자료: Quantwise, SK 증권

주요 게임사 영업이익 추이



자료: Quantwise, SK 증권

25년 하반기 전망: 기대작 출시+비용 통제=본격 이익 성장

오랫동안 기다려왔던大作들의 출시

오랫동안 기다려왔던大作들의 출시를 앞두고 있다. 가장 오래 기다린 펠어비스의 <붉은사막>은 최근 실적 컨퍼런스 콜을 통해 출시일을 4분기로 확정했다. 3월 GDC, 5월 Pax East에 참석해 블랙스페이스 엔진을 활용한 <붉은사막> 시연, B2C 대상으로 마케팅을 적극적으로 전개하고 있다. 특히 주요 타겟층인 북미/유럽 유저만큼 앞으로는 다양한 게임쇼를 통해 타겟 유저층에 대한 exposure를 늘려나갈 것이다. 6/6에는 서머 게임 페스트, 7, 8, 9월에도 유럽 및 아시아 게임쇼에 참가하며 신규 시연 빌드를 선보일 것으로 예상된다. 작년까지는 개발의 진척도를 공유하는 차원에서 게임쇼에 참가했다면, 이제부터는 게이머, 미디어, 크리에이터 등 직접적으로 게임의 흥행 성과로 이어질 수 있는 마케팅을 전개한다. 게임의 강점인 오픈월드, 스토리도 점차 공개하며 출시일인 4분기까지 기대감을 점차 높여나갈 수 있을 것이다.

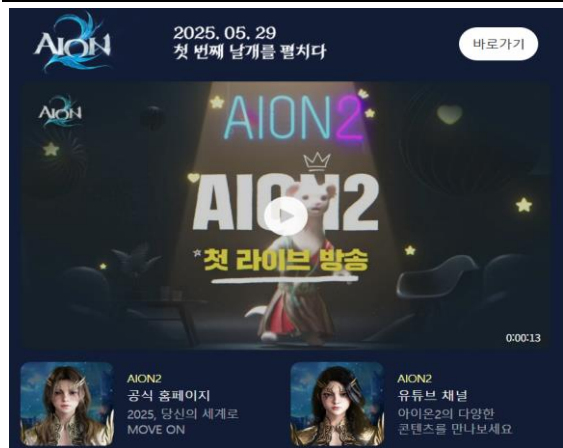
엔씨소프트는 3분기까지는 신작 출시가 없지만 4분기에는 <아이온 2>, <LLL>, <Breakers: Unlock the World>, <타임테이커스>의 출시를 계획하고 있다. 이 중 흥행 기대감이 가장 높은 것은 동사가 강점이 있는 MMORPG 장르의 <아이온 2>이다. <아이온 2>는 원작 <아이온>의 재미는 계승하지만 그래픽과 기술 개선을 반영했고, 글로벌화 게임이기 때문에 리니지와 같은 BM은 아닐 것이다. 5/29 라이브를 통해 다양한 피쳐들을 공개하고 출시 전까지 FGT 등 다양한 마케팅을 전개해 나갈 것이다.

펠어비스 <붉은사막>



자료: 언론 보도, SK증권

엔씨소프트 <아이온 2>



자료: SK증권


넷마블은 2분기 3개, 하반기 4개의 신작 공개를 앞두고 있다. 과거 지스타에서 <일곱 개의 대죄: Origin>이 큰 관심을 받았던 만큼 올해 하반기 공개를 앞두고 기대감이 점차 높아질 것이다. 넷마블은 올해 작년대비 출시 예정 신작의 수는 많지만 8개 중 4개가 자체 IP 이고, 자체 결제 시스템 활용에 따라 지급수수료는 +9.9% 증가에 그칠 것으로 예상된다. 향후 PC 결제까지도 지원된다면 추가적인 수수료 절감도 가능할 것으로 전망된다. 기존 상위 게임들(MCoC, 일곱개의대죄: 그랜드크로스, 스파엑스 3 중, 레이븐 2)가 안정적인 매출 기반을 다지고 있고, <나혼렘>도 잦은 업데이트와 적극적인 유저 피드백을 반영하며 잔존율이 개선되며 양호한 수준의 매출을 유지 중이다. 이에 신작이 더해지면 높은 이익 성장을 기대해볼 수 있다.



넷마블 하반기 신작 라인업

모바일 PC 콘솔


25년 2분기



세븐나이츠 리버스




한국
턴제 RPG
 


왕좌의 게임: 킹스로드



웨스턴
오픈월드 액션 RPG
  (스팀)


킹 오브 파이터 AFK





글로벌
수집형 AFK RPG



25년 하반기



뱀피르




한국 / MMORPG
 




몬길: STAR DIVE




글로벌 / 액션 RPG
 



일곱 개의 대죄: Origin



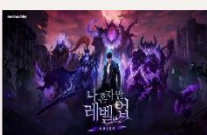
글로벌 / 오픈월드 RPG
  



프로젝트 SOL



한국 / MMORPG
 

나 혼자만 레벨업: ARISE



글로벌 / 액션 RPG
  (스팀)

자료: 넷마블, SK 증권

비용 통제 효과가 본격적으로 나타나기 시작

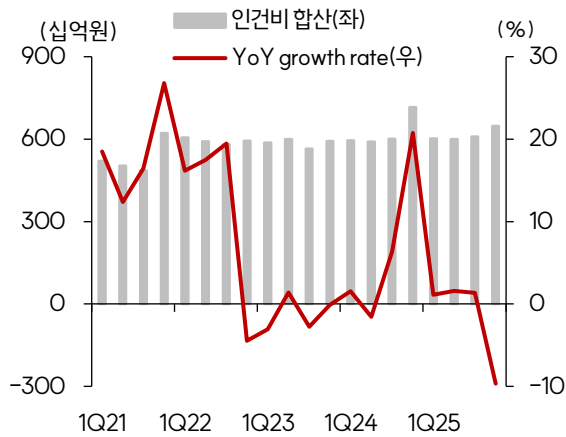
하반기에는 본격적으로 비용 통제 효과가 나타난다. 게임사들은 최근 1~2 년간 높아진 고정비 구조의 개선을 위해 강도 높은 구조조정을 단행했고, 그 효과가 하반기부터 본격적으로 나타날 것으로 예상된다. 시총 상위 5 개 게임사(크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 펠어비스, 카카오게임즈) 합산 인건비는 1Q25 15.9% 감소했고, 2 분기에도 0.4% 감소, 3Q25E 1.5%, 4Q25E 6.3% 증가에 그칠 것으로 전망한다.

특히 엔씨소프트는 작년 대규모 구조조정 진행, 개발 자회사와 AI 관련 조직을 분사했고, 희망 퇴직을 받으며 인건비 효율화에 집중했다. 1 분기까지는 상여금, 위로금 등 일회성 비용이 발생하며 구조조정에 따른 인건비 감소 효과가 보이지 않았으나 2 분기부터는 인건비 감소 효과가 나타날 것이다. 넷마블도 작년 해외 자회사 중심으로 인력 축소, 펠어비스와 카카오게임즈도 신작 관련 필수 인력 제외는 타이트한 인력 구조를 가져가고 있다.

게임사들의 마케팅 방식도 달라졌다. 과거에는 대규모 브랜드 마케팅을 진행했다면 이제는 철저한 ROI 분석을 통해 마케팅비를 효율적으로 집행하고, 타겟팅 중심의 UA, 바이럴 마케팅을 활용한다. 과거대비 채널이 다양해졌기 때문에 브랜드 마케팅에 대한 니즈는 점점 축소되고 있다. 스팀, iOS, 구글 플랫폼을 활용할 수도 있고, 미디어/크리에이터를 활용해 타겟 유저층을 집중적으로 공략하는 방법도 있다.

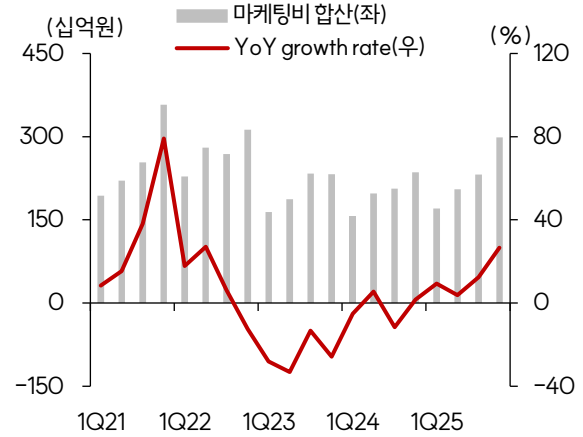
특히 <붉은사막>의 경우 신규 IP임에도 대규모 마케팅은 지양하고 하반기부터 다양한 게임쇼에 참가하며 B2B, B2C 시연을 하는 방식으로 출시 전 마케팅에 집중하고 있다. 하반기 게임사들의 주요 신작 및 오랫동안 기다려왔던 대작들이 대거 출시하며 마케팅비는 상반기대비 증가할 수밖에 없지만, 증가폭은 평년대비 낮은 수준일 것이다.

주요 게임사 합산 인건비 추이



자료: 각 사, SK 증권

주요 게임사 합산 마케팅비 추이

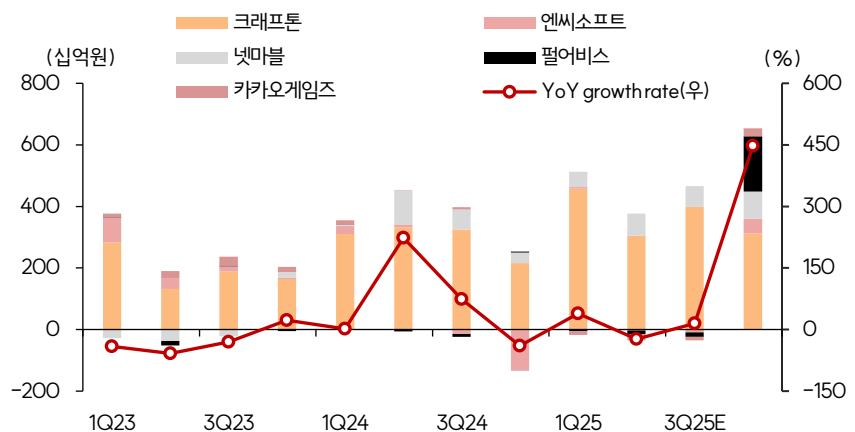


자료: 각 사, SK 증권

3 분기까지 기대감 최고조, 4 분기 뚜렷한 실적 성장 예상

주요 게임사 합산 영업이익은 3 분기까지는 신작 기여가 제한적이기 때문에 이익 성장은 미미하겠지만, 4 분기에大作들의 출시가 물리며 뚜렷한 성장을 보일 것으로 예상됩니다. 4 분기 이후까지도 신작들의 성과가 지속되며 내년 상반기까지도 양호한 실적 성장세가 이어질 것으로 기대됩니다.

주요 게임사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

Top Pick: 넷마블

놀랍게도 1분기가 바닥

- ▶ 동사의 가장 리스크 포인트가 신작의 PLC 가 짧다는 것. 과거에는 신작 출시 1~2개 분기 후 매출이 급감하는 모습을 보여옴. 그러나 작년 출시작들부터 면밀한 업데이트를 통해 PLC 관리하며 견조한 매출을 유지하는 모습
- ▶ 작년 5 월 출시된 <나혼렘>은 출시 1 년이 지난 현재까지도 잦은 업데이트와 적극적인 유저 피드백 반영으로 잔존율 개선되며 매출 유지 중. 2Q25 도 1주년 업데이트 효과로 QoQ 매출 성장 전망. 하반기 월별 업데이트와 연말 스팀 출시까지 계획하고 있어 올해도 의미있는 실적 기여 기대
- ▶ 기존 상위 게임들도 안정적인 매출 기반을 다지고 있는 상황에서 2 분기부터 신작이 연속적으로 출시하면 매출액 성장도 양호할 것
- ▶ 작년대비 출시 예정 신작의 수는 많지만 자체 IP 활용, 자체 결제 시스템 활용으로 지급수수료는 +9.9% 증가에 그칠 것. 향후 PC 결제까지도 지원된다면 추가적인 수수료 절감도 가능할 것
- ▶ 올해는 점진적인 이익 개선 확인 가능. 업종 내 top-pick 제시

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2026E
매출액	십억원	2,673	2,502	2,664	2,895	3,007	3,144
영업이익	십억원	-109	-68	216	278	293	308
순이익(지배주주)	십억원	-819	-256	26	180	212	254
EPS	원	-9,531	-2,975	298	2,094	2,471	2,952
PER	배	N/A	N/A	173.3	24.5	20.8	17.4
PBR	배	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	58.9	54.9	14.9	12.2	11.5	11.3
ROE	%	-14.6	-4.9	0.5	3.3	3.8	4.4

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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