Industry Report

게임

이지은 jeeeun.lee@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
크래프톤	Buy	540,000원
넷마블	Buy	65,000원
네오위즈	Buy	31,000원
엔씨소프트	Marketperform	180,000원

[인디 게임]
실험은 외부에서, 확장은 내부에서

- 스팀 인디 게임 흥행 확대. 스팀 퍼블리싱 역량 입증된 국내 게임사들 주목
- 그간 풍부한 현금 자원을 바탕으로 외부 인디 IP 확보 노력 지속 전개
- 2H25부터 인디 IP 신작 출시 예정. 인디 성장성 감안 시 글로벌 IP 확장 기회

스팀에서 꾸준히 돋보이는 인디 게임의 흥행

– 스팀이 꾸준히 성장할 수 있는 이유 중 하나는 인디 게임의 흥행 사례가 증가하고 있기 때문. 이에 반해 모바일은 대형 퍼블리셔가 장악하고 있으며, 콘솔은 상대적으로 낮은 신규 IP 수용도로 인디 게임사들은 스팀에 집중

– 대규모 마케팅이 어려운 인디 게임사들은 SNS 바이럴 마케팅과 얼리엑세스 출시를 통해 유저 확보. 특히 얼리엑세스는 인디 게임사들이 개발 단계에서 수익 창출이 가능하게하며, 유저들과의 커뮤니티 및 관계 형성을 통해 피드백을 수렴하고 게임의 완성도를 높이는데 효과적인 전략

– 인디 게임의 흥행 가능성을 판단하는 지표는 여전히 위시리스트 순위. 대부분 인디 게임의 성공 사례는 출시 이전부터 계획된 노출 전략과 유저 피드백을 기반으로 기대감을 점진적으로 축적한 결과물

인디 게임 흥행, 국내 게임사에게도 기회

– 국내 대형 게임사들은 리스크와 비용 효율 측면에서 직접 인디 게임을 개발하기 보다 외부에서 검증된 인디 게임을 확보하는 방식 선호. 이러한 전략으로 빠른 시장 대응과 ROI 극대화 가능. 장기적으로는 인디 IP 내재화를 통한 수익 확장 가능

– 국내 게임사들은 풍부한 현금 자산을 바탕으로 인디 게임사 M&A, 퍼블리싱 권한 확보, IP 라이선스 확보 등 다양한 방식으로 인디 게임 트렌드를 전략적으로 활용

– 이러한 전략에 따라 2025년 하반기부터 크래프톤, 네오위즈, 엔씨소프트 등의 게임사들이 인디 IP 기반의 신작을 순차적으로 공개할 예정

– 국내게임사들의 스팀에서 검증된 퍼블리싱 역량과 인디 게임의 성장성을 감안할 때 이들 신작의 흥행은 국내 게임사들에게 글로벌 파이프라인 확장의 기회로 작용할 것으로 판단

게임 업종 최선호주로 크래프톤(259960) 추천

– 크래프톤은 2025년 하반기 인디 게임 IP 기반의 '서브노티카2' 출시 예정. 스팀 사전 지표는 매우 긍정적. 기존 라인업의 안정적인 실적과 신작 기대감이 주가에 반영될 것으로 전망

– 네오위즈는 과거 다수의 인디 게임을 통해 스팀에서 인디 게임 퍼블리싱 역량을 입증. 2025년 하반기 'P의 거짓' DLC외 인디 신작 'Shape of Dreams' 역시 기대해볼 만한 신작으로 판단. 기존 라인업인 '브라운더스트2'의 매출 반등으로 실적 안정성 확보. 신작 기대감과 함께 긍정적 주가 흐름 기대

– 그 외 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스 등도 스팀에 다양한 신작 출시 예정. 이 중 하반기 신작 출시 전까지 기존 게임들의 안정적인 매출 유지로 실적 기반이 견조하게 유지되고 있는 넷마블을 선호 종목으로 추천

Contents

Summary 4

Previous Story 6

I. 스팀에서 꾸준히 돋보이는 인디 게임 8

II. 인디 게임의 마케팅 전략 18

III. 인디 게임 흥행, 국내 게임사에게도 기회 24

IV. 투자전략 30

기업분석 33

크래프톤
넷마블
엔씨소프트
네오위즈

Summary

스팀에서 증가하는 인디 게임의 흥행 사례. 국내 게임사들 주목

PC 게임 시장의 성장 정체에도 불구하고, 스팀(Steam)은 꾸준한 성장세를 이어가고 있으며, 그 중심에는 인디 게임의 흥행 사례 증가가 있다. 인디 게임은 대형 퍼블리셔의 지원 없이 소규모 개발팀이나 1인 개발자가 제작하는 경우가 많아 주목받기 어려우나, 최근 스팀에서는 이러한 게임들이 의미있는 성과를 거두는 사례가 늘고 있다. 이에 따라 국내 주요 게임사들 역시 그동안 인디 게임 IP 확보에 투자를 지속해오고 있으며, 이에 기반한 신작 출시가 하반기부터 이뤄질 예정이다.

스팀과 달리 모바일, 콘솔 플랫폼에서 인디 게임의 흥행 사례는 찾아보기 어려움

스팀에서 인디 게임의 흥행 사례가 증가하는 것과 달리, 모바일 게임은 최근 3년간 매출 상위 20위 내에서는 인디 게임을 찾아보기 어려울 정도로, 텐센트, 넷이즈, 슈퍼셀, 미호요 등 대형 게임사들이 장악하고 있으며, 중소형 게임사들로 분류되는 일부 개발사들조차도 대형사의 자회사이거나 지원을 받고 있다. 과거에는 인게임 광고 기반 수익 모델 덕분에 인디 게임 개발사들에게 모바일이 매력적인 시장이었지만, 현재는 경쟁 심화와 상위 매출 구간의 고착화로 인디 게임이 흥행하기 어려운 구조가 되었다. 모바일 뿐만 아니라 스팀과 콘솔 간에도 인디 게임사가 스팀을 더 선호하는 경향이 나타난다. 이는 스팀과 콘솔 간의 유저 성향에 기인하는데, 스팀 유저는 신작에 대한 수용도가 높은 반면, 플레이스테이션 유저는 프랜차이즈 게임을 선호하는 경향이 강하다. Xbox의 경우, Gamepass를 통해 다양한 신작에 손쉽게 접근할 수 있음에도 불구하고, 신작에 대한 관심이 상대적으로 낮은 경향이 있다.

인디 게임사가 스팀을 선호하는 이유 3가지

스팀은 2025년 기준 등록 계정 수 18.5억 개를 기록하며 미국, 중국, 러시아, 브라질 등 다양한 국가에서 유저 기반을 확보한 글로벌 플랫폼으로, 마케팅 채널로서의 기능까지 수행하며 인디 개발사들에게 실질적인 대안으로 부상하고 있다. 인디 개발사들이 스팀을 선호하는 주요 요인은 세 가지다. 첫째 플레이타임이 짧은 인디 게임 특성 상, 인앱 결제 중심의 모바일보다는 패키지 판매가 가능한 스팀에서, 개발 중인 단계에서부터 유의미한 수익을 기대할 수 있다. 둘째 '스팀 넥스트 페스트', 위시리스트 기반 노출 등으로 마케팅 비용 부담이 적고, 셋째 커뮤니티 허브와 유저 리뷰 등 다양한 소통 기능을 통해 유저와의 관계 형성이 용이하다는 점이 있다.

인디 게임사의 마케팅 전략. 1) SNS 바이럴 마케팅

인디 게임은 일반적으로 대규모 마케팅을 진행하지 않기 때문에 흥행을 하게 되면, '갑자기 떴다'는 인상을 주지만, 실제로는 SNS와 커뮤니티 기반의 노출, 스팀 위시리스트 확보, 알고리즘 기반 노출 등 철저히 준비된 바이럴 전략의 결과인 경우가 대부분이다. 틱톡, X, Reddit, Discord 등에서 유저 관심을 유도하고, 스트리머들의 플레이 영상이 유투브와 트위치 등에서 확산되며 노출을 증가시키고, 인지도를 높인다. 최근 스팀에서 흥행한 인디 게임들인 'Lethal Company', '팰월드', 'Schedule 1', 'R.E.P.O.' 등은 자극적인 컨셉이나 밈(meme) 컨텐츠 등을 활용해 자연스럽게 바이럴되고, 스팀에서 큰 흥행을 이끌어낸 경우다.

인디 게임사의 마케팅 전략. 2) 얼리엑세스 출시

바이럴 마케팅 외에 인디 게임사들이 주력하는 또 다른 전략은 얼리엑세스 버전 출시다. 스팀에서 매년 출시되는 신작 중 약 10~15%가 얼리엑세스 형태로 공개되며, 이 중 90%가 인디 게임으로 분류된다. 얼리엑세스는 소규모 개발사가 초기 유저 반응을 확보하고, 커뮤니티와의 상호작용을 통해 게임을 개선해 나가는 전략으로 자리 잡았다. 단순한 테스트 버전 공개를 넘어 시장 적합성 검증, 초기 수익 확보, 커뮤니티 형성이라는 세 가지 주요 기능을 수행한다. 특히 대규모 마케팅이 어려운 인디 개발사에게는 유저와의 소통을 기반으로 한 커뮤니티 중심 개발이 흥행을 위한 핵심 전략으로 작용한다.

위시리스트로 인디 게임의 흥행 가능성 확인

스팀에서 인디 게임의 흥행 가능성을 가늠할 수 있는 대표적인 지표는 여전히 위시리스트 순위다. 위시리스트는 단순한 관심 표현을 넘어 스팀 알고리즘 내 노출 빈도에 직접적인 영향을 미치는 핵심 지표로 작용한다. 대부분의 성공한 인디 게임은 출시 이전부터 계획된 노출 전략과 유저 피드백 반영을 통해 기대감을 점진적으로 키운 결과물이다.

국내 게임사들의 인디 IP 확보 노력

국내 중대형 게임사들은 인디 게임 트렌드를 전략적으로 활용하고자 한다. 이들은 리스크와 비용 효율 측면에서 직접 인디 게임을 개발하기 보다 외부에서 검증된 인디 게임을 확보하는 방식을 선호한다. 이러한 전략으로 빠른 시장 대응과 ROI 극대화가 가능하기 때문이다. 또한 장기적으로는 인디 IP 내재화를 통한 수익 확장이 가능하다. 풍부한 현금 자산을 바탕으로 1) 인디 게임사 투자 혹은 인수, 2) 퍼블리싱 권한 확보, 3) IP 라이선스 확보 등 다양한 방식으로 수익 구조를 다변화하는데 적극적으로 나서고 있다. 이로 인해 신작 출시 속도 또한 가속화되고 있으며, 대표적으로 크래프톤의 '서브노티카2', '딩컴 투게더', 네오위즈의 'Shape of Dreams', 엔씨소프트의 '타임테이커즈' 등이 2025년~2026년 출시를 앞두고 있다.

2H25부터 인디 IP 기반의 신작 출시 예정. 흥행시 글로벌 IP 확장 기회

인디 게임 파이프라인을 확보해오던 국내 게임사들이 하반기부터 순차적으로 신작을 출시할 예정이다. 스팀에서 어느 정도 입증된 퍼블리싱 역량과 인디 게임의 성장 잠재력을 고려했을 때, 인디 게임들의 흥행 성공은 국내 게임사들에게 글로벌 파이프라인을 확장시킬 수 있는 또 다른 기회다.

Top-pick: 크래프톤

관심종목: 넷마블, 네오위즈

크래프톤은 인디 게임을 출시했었을 당시 많은 팬덤을 확보한 서브노티카의 차기작 '서브노티카2'를 2025년 하반기 출시할 예정이며, 이어 2026년엔 또다른 인디 게임 IP 기반의 '딩컴 투게더'를 출시할 예정이다. '서브노티카'2의 스팀 사전 지표는 매우 긍정적인 상황으로 기존 라인업의 안정적인 실적과 함께 신작 기대감이 주가에 반영될 전망이다. 게임주 Top-pick 의견을 유지한다. 네오위즈의 경우, 이미 수차례 스팀에서 인디 게임 퍼블리싱 역량을 입증한 바 있으며, 하반기 'P의 거짓' DLC 외에 인디 게임 'Shape of Dreams' 역시 기대해볼 만한 신작으로 판단한다. 네오위즈 역시 기존 게임의 매출 반등으로 안정적인 실적에 기반한 신작 기대감으로 긍정적 주가 흐름을 기대한다. 이외 엔씨소프트, 넷마블, 카카오게임즈, 펄어비스 등이 인디 게임은 아니지만 여러 신작을 스팀에 출시할 예정이다. 이 중에서는 하반기 신작 출시 전까지 기존 게임들의 안정적인 매출 유지로 실적 기반이 견조하게 유지되고 있는 넷마블을 매수 선호 종목으로 추천한다.

Previous Story...

다시 PC 게임: 스팀을 중심으로 (2024.09.25 발간)

당사는 2024년 9월, 국내 주요 게임사들이 각종 게임 행사에서 모바일 게임보다는 PC 신작을 공개하는 것에 주목하여, PC 플랫폼인 스팀(Steam)에 관한 분석 리포트를 발간한 바 있다. 이번 리포트는 당시 간략히 다뤘던 '스팀에서의 인디 게임'에 대해 보다 심화된 내용을 분석한 리포트이며, 본론에 앞서 2024년 발간 리포트의 핵심 내용을 간단히 요약해보고자 한다.

PC 게임의 성장 정체 국면에도 두드러지는 '스팀'의 약진

PC 게임 시장의 점유율 80% 이상을 차지하고 있는 스팀은, PC 게임 시장 성장세가 둔화됐음에도 불구하고, 꾸준한 매출 성장과 유저 수 증가세를 보이고 있다. 유저들이 많이 모인 플랫폼인 만큼, 게임사들의 신작 출시가 스팀에 집중되고 있기 때문이다. AAA급 신작들이 쏟아질 뿐만 아니라 인디 게임의 흥행률도 높아지고 있으며, 스팀 게임 가격 상승 역시 스팀의 지속적인 성장 가능성을 뒷받침하는 요소로 작용한다. 특히 인디 게임에 대한 관심이 점차 커지고 있으며, 스팀은 출시 전 개발부터 출시 후 운영까지 전 과정을 지원하는 플랫폼으로, 인디 게임사들에게 최적의 환경을 제공하고 있다.

스팀의 흥행 공식: 위시리스트 순위와 팔로워 수

스팀에서 신작이 출시되기 전 흥행을 가늠하는데 위시리스트 순위와 팔로워 수는 핵심 지표로 여겨진다. 위시리스트와 팔로워 수, 그리고 출시 후 플레이어 수는 높은 상관관계(r=0.69)를 보이는 것으로 분석된다. 이 중 위시리스트가 좀 더 유저가 적극적인 구매 의사를 표현한 지표로 볼 수 있다. 팔로워 수가 30만 명 이상인 게임들은 대체로 출시 후 높은 트래픽을 기록하며 흥행 성과를 기대할 수 있는 수준으로 평가된다. 다만, 주의할 것은 100% 흥행을 담보하는 절대적 지표는 아니며, 스팀 지표들 외에 게임사들의 마케팅 채널로 사용되는 트위치, X(구 트위터) 등을 참고할 수 있다.

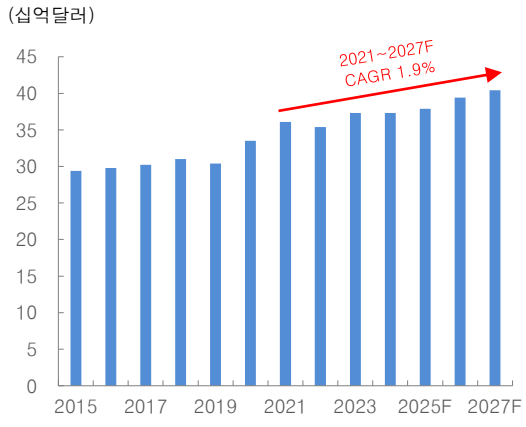
장기 흥행 가능성은 초기 트래픽 추이로 확인

장기 흥행 가능성을 확인하기 위해서는, 초기 트래픽 추이가 중요하다. 단, 이는 트래픽이 유의미한 라이브 서비스 게임들에 한한다. 대형 신작들의 경우, 퍼블리셔의 신작 마케팅을 통해 출시 초기에 높은 트래픽을 유도할 수는 있지만, 장기적인 트래픽 유지는 마케팅만으로는 한계가 있다. 장기적으로 트래픽을 유지하는 게임들의 경우, 출시 후 100일 동안 주간 트래픽(WoW) 감소 폭이 20%를 넘는 경우가 드물었던 반면, 트래픽이 빠르게 감소하는 게임들은 20% 이상의 감소 폭이 반복되는 날들이 자주 발생한다. 트래픽 유지를 위해서는 게임의 높은 완성도와 더불어 잦은 업데이트와 패치, 빠른 시즌 진행, 그리 고 유료 게임의 경우 가격 할인 이벤트 등이 중요한 요소로 작용하고 있다.

스팀을 기반으로 한 국내 게임사들의 성장 기대

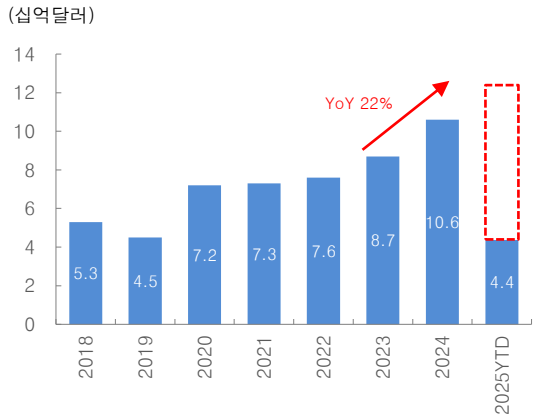
글로벌 게임사들의 경우, 수십년간 확보한 IP를 기반으로 스팀에 빠른 속도로 신작 출시가 가능하다. 특히 '개발력+IP 파워+높은 hit-ratio' 보유 시 꾸준한 주가 우상향을 보이는 경우가 있다. 국내 게임사들은 단일 IP와 모바일 플랫폼 의존도가 크지만, PC 게임 시장으로의 진출이 가속화되면서, 'IP 확대 → IP 프랜차이즈화를 통한 팬덤 확보와 신작 출시 가속화 → 실적 성장 및 멀티플 리레이팅 혹은 정당화'라는 흐름을 기대할 수 있다.

그림 1. 글로벌 PC 시장 규모 추이



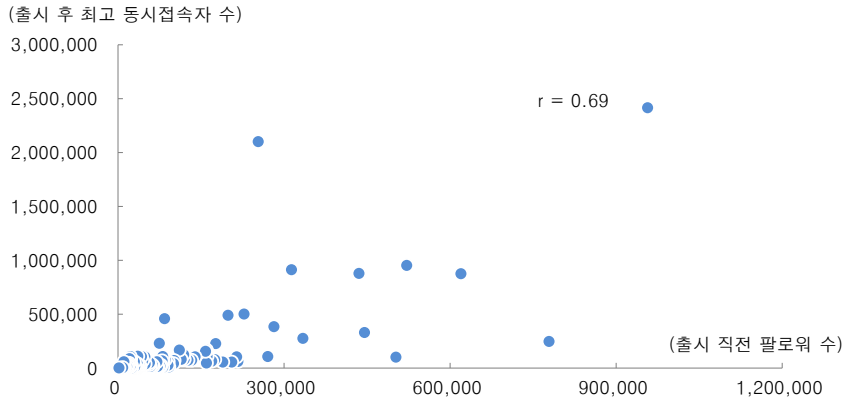
자료: Newzoo 'The PC & Console Gaming Report 2025', 대신증권 Research Center

그림 2. 스팀 매출 추이



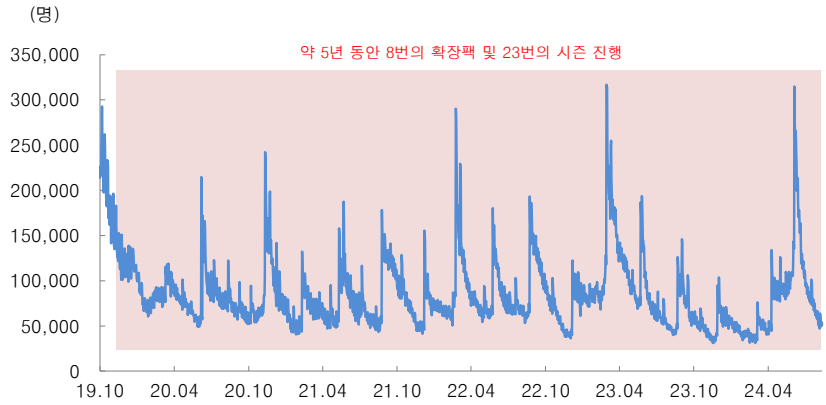
자료: VGInsights, 대신증권 Research Center

그림 3. 스팀 게임, 출시 이후 최고 동시접속자수, 출시 직전 팔로워 수의 상관계수 = 0.69



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 4. 장기 흥행의 예시: Destiny2 출시 이후 트래픽 추이



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

I. 스팀에서 꾸준히 돋보이는 인디 게임

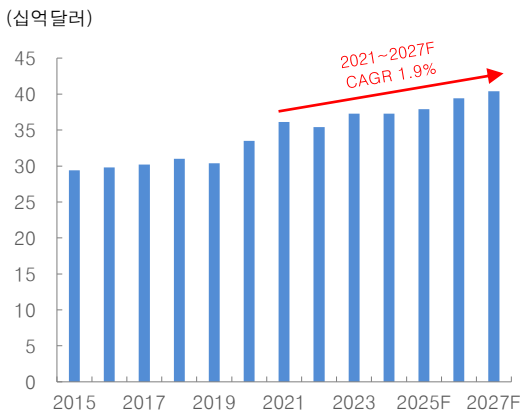
AAA 대작들 사이에서 돋보이는 인디 게임

PC 게임 시장의 성장 정체가 지속되고 있음에도 불구하고, 스팀(Steam)의 성장세는 꾸준히 확인되고 있다. 스팀의 성장세를 견인하는 요인 중 하나로 인디 게임의 흥행 사례가 꾸준히 증가하고 있는 점이 확인된다. 일반적으로 인디 게임은 대형 게임사의 자금이나 유통 지원없이, 1인 개발자 또는 소규모 개발팀이 주도하여 제작하는 게임을 의미한다. AAA게임을 구분하는 명확한 기준이 없이, 대형 게임사가 대규모의 예산을 들여 만드는 게임을 의미하듯이 인디 게임 역시 명확한 기준이 있는 것은 아니다.

인디 게임이 대형 퍼블리셔의 마케팅 지원 없이 주목받기는 쉽지 않지만, 최근 스팀에서는 이러한 인디 게임들이 의미있는 성과를 거두는 사례가 점차 늘고 있다. 특히, 코로나19가 종료된 2023년은 코로나 기간 동안 출시가 지연됐었던 대형사들의 AAA게임들이 점령하던 시기였다. '스타필드'와 같이 베데스다가 약 25년만에 선보인 신규 IP도 있었지만, 대부분 '발더스게이트3', '바이오하자드 4 리메이크', '스타워즈 제다이: 서바이버', '스트리트 파이터6' 등의 프랜차이즈 게임 등이 대거 출시되어 흥행에 성공하였다.

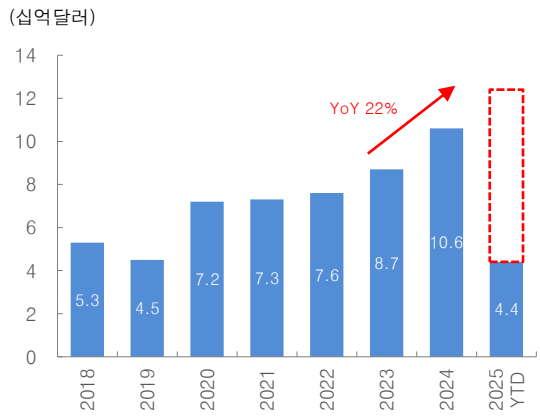
이러한 대작들 사이에서 2023년 스팀 매출 순위 10위권 안에 위치한 인디 게임 두 종이 있다. 'Sons of the Forest'와 'Lethal Company'다. 'Sons of the Forest'는 캐나다 소규모 개발사 엔드나이츠가 제작한 생존 게임으로, 전작 'The Forest'의 성공에 기반한 후속작이다. 'The Forest'는 인디 게임으로 출시되어, 4년간 500만장 이상 판매되며 인지도를 확보했고, 'Sons of the Forest' 역시 개발 인력 50인 미만의 인디 개발 환경에서 제작되었다. 'Sons of the Forest' 역시 출시 첫날 200만 장 이상의 판매고를 기록하며 상업적으로도 성공적인 성과를 거두었다. 'Lethal Company'는 미국의 1인 개발자 Zeekerss가 제작한 서바이벌 호러 게임으로 출시 3개월 만에 누적 판매량 1,000만장을 돌파했다.

그림 5. 글로벌 PC 시장 규모 추이



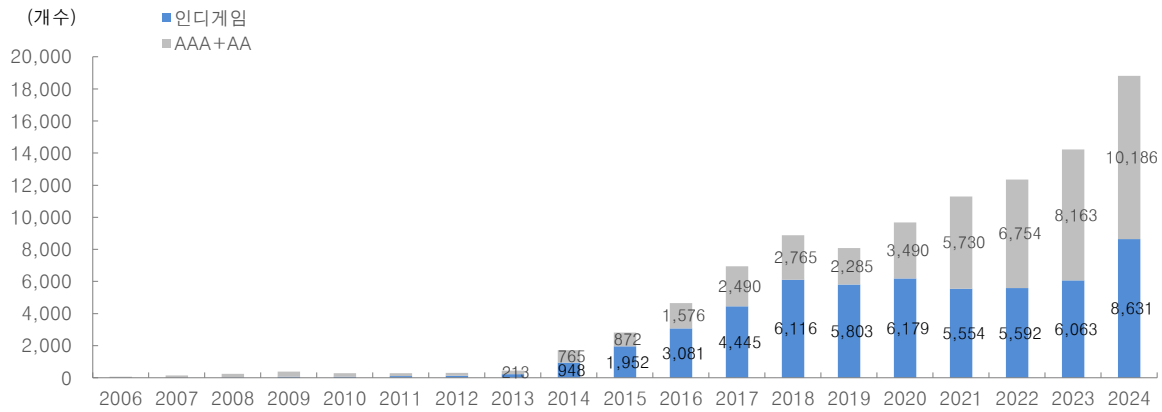
자료: Newzoo 'The PC & Console Gaming Report 2025', 대신증권 Research Center

그림 6. 스팀 매출 추이



자료: VGInsights, 대신증권 Research Center

그림 7. 스팀 연간 신작 중 인디 게임 개수 추이



자료: steamdb, 대신증권 Research Center
주: 본 통계는 Steam 내 *Indie* 태그가 부여된 게임만을 기준으로 집계된 것으로, 실제 인디 게임의 수는 이보다 많을 것으로 추정
주: 당사의 2023년 '다시 PC게임: 스팀을 중심으로' 리포트의 Steam 인디 게임 수 추이 차트에서 제시된 수치와 본 자료상의 인디 게임 수 상이. 2023년 자료는 VG Insights의 데이터를 참고하였으며, 해당 기관은 '*검은 신화: 오공*'과 같이 대규모 프로젝트임에도 인디 범주로 분류하는 사례가 많아, 본 분석에서는 참고 데이터를 변경

그림 8. 2023 년 출시된 스팀 신작 매출 Top 10 중 인디 게임은 2 종

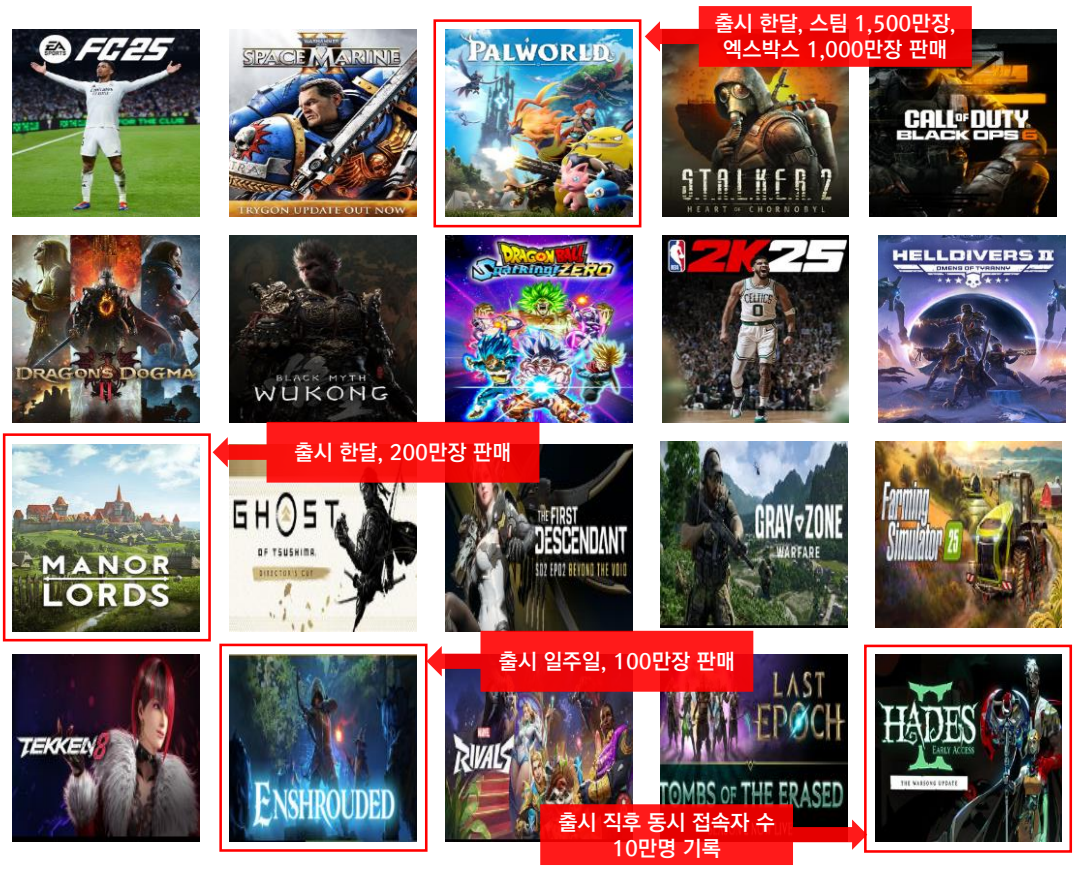
자료: steam, 대신증권 Research Center

2024년에도 다양한 AAA급 프랜차이즈 게임들이 출시되며 시장의 주목을 받았지만, 그 해 스팀 커뮤니와 글로벌 게임 시장에서 가장 큰 화제를 모은 게임은 단연 '팰 월드'였다.

'팰 월드'는 일본의 소규모 게임사인 포켓페어가 개발 및 퍼블리싱을 모두 직접 진행한 게임이다. 포켓페어는 정확한 인력 규모를 외부에 공개하지 않았으나, '팰 월드' 출시 당시 약 10명 내외의 소규모 인력이 근무 중이었던 것으로 알려져 있다. '팰 월드'는 출시 한 달 만에 스팀에서 1,500만장, 엑스박스에서 1,000만장을 돌파하는 기록을 세우며 AAA 대작 에 견줄 만한 흥행 성과를 달성했다.

'팰 월드' 외에도 2024년 스팀 연간 매출 상위 20위권에 진입한 인디 게임은 3종이 더 있다. 'Enshrouded'는 독일의 인디 게임 개발사 킨게임즈가 제작한 오픈월드 서바이벌 RPG다. 출시 일주일만에 판매량 100만장을 돌파했다. 'Maner Lords'는 폴란드의 1인 개발자 Slavic Magic이 제작한 중세 도시 건설 시뮬레이션 게임이다. 출시 한 달만에 판매량 200만장을 넘어서며 성공적인 성과를 거두었다. 마지막으로 'Hades 2'는 미국의 인디 개발사 슈퍼자이언츠 게임즈가 개발한 로그라이그 액션 RPG로 전작 Hades의 성공을 이어받아 출시 직후 큰 주목을 받았다. 판매량에 대한 정보는 없지만, 출시 직후 10만명 이상의 동시접속자 수를 기록했다.

그림 9. 2024 년 출시된 스팀 신작 매출 Top 20 중 인디 게임은 4 종



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

2025년에도 스팀에서 눈에 띄는 인디 게임들이 있다. 'R.E.P.O.'는 스웨덴의 소규모 인디 스튜디오인 Semiwork에서 개발한 게임으로, 앞서 소개한 인디 게임 'Lethal Company' 게임 구조를 차용한 협동 생존 게임이다. 6인까지 멀티플레이가 가능하고, 스트리머, 유투버 들 사이에서 밈이 확산되면서 인기몰이를 했다. 또 다른 인디 게임 흥행작은 'Schedule 1'이다. 'Schedule 1'은 호주 1인 개발사 TVGS에서 제작한 게임으로 마약 사업 시뮬레이션 게임이다. 이 게임 역시 여러 기존 게임들의 흥행 요소를 혼합하여 만들어낸 게임으로 출시 한달 차에 500만장 이상의 판매량을 기록했다.

그림 10.'R.E.P.O.' (협동 생존 게임)

자료: 대신증권 Research Center

그림 11.'Schedule 1' (마약 사업 시뮬레이션)

자료: 대신증권 Research Center

모바일 게임은 대형 퍼블리셔들이 점령

스팀 베스트셀러에서 인디 게임을 심심치 않게 확인할 수 있는 것과 달리, 모바일 게임의 경우, 지난 3년간 글로벌 모바일 게임 매출 순위 20위권 안에는 인디 게임을 찾아볼 수 없다. 텐센트, 넷이즈 등 중국 대형 퍼블리셔를 비롯하여, 비상장사 게임사들 중에서도 여러 히트작을 보유한 슈퍼셀, 미호요 등이 모바일 게임 매출 순위 상위권을 장악하고 있다. 또한 이 중에서 Lingxi Games, XFLAG와 같이 중소형 게임사 혹은 스튜디오로 분류되는 게임사들 조차도 대형 게임사들의 자회사거나, 지원을 받는 게임사들이다.

모바일 플랫폼에서는 인디 게임이 스팀에 비해 상대적으로 흥행하기 쉽지 않다는 것을 확인할 수 있다. 모바일 게임 시장은 전체 글로벌 게임 시장에서 50% 이상을 차지하고 있고, 가장 많은 유저 베이스를 가지고 있는 플랫폼임에도 불구하고, 인디 게임 개발자들이 도전하기 쉽지 않은 플랫폼이다.

표 1. 2024년 글로벌 모바일 게임 매출 순위 Top 20

	신작	퍼블리셔	장르	출시일	매출액 (십억달러)
1	Honor of Kings	Tencent	MOBA	2024.06.20	1.87
2	Monopoly Go	Scopely	보드	2023.04.11	1.58
3	Royal Match	Dream Games	퍼즐	2020.07.18	1.46
4	Roblox	Roblox	오픈월드 샌드박스	2012.12.11	1.19
5	PUBG Mobile	Tencent	슈팅	2018.05.16	1.18
6	Last War: Survival	Funfly	전략 RPG	2023.07.04	1.15
7	Candy Crush Saga	King	퍼즐	2012.11.14	1.08
8	Whiteout Survival	Century Games	시뮬레이션	2023.03.07	1.00
9	DnF Mobile	Tencent	벨트스크롤 액션	2022.03.24	0.80
10	Coin Master	Moon Active	소셜카지노	2010.12.11	0.73
11	Brawl Stars	SuperCell	대전 슈팅	2018.12.12	0.66
12	Honkai: Star Rail	Mihoyo	은하 판타지 RPG	2023.04.26	0.60
13	Pokemon Go	Niantic	실시간 AR	2017.01.24	0.55
14	Genshin Impact	Mihoyo	오픈월드 액션 어드벤처 RPG	2020.09.28	0.51
15	Gardenscapes	Playrix	퍼즐	2016.08.22	0.50
16	Township	Playrix	퍼즐	2013.09.20	0.40
17	Monster Strike	Xflag	전략 RPG, 퍼즐	2013.09.27	0.39
18	TfT: Golden Spatula	Tencent	전략	2021.08.26	0.38
19	Legend of Mushroom	Joy Net	방치형 RPG	2023.12.22	0.36
20	Clash of Clans	SuperCell	RTS	2012.08.02	0.36

자료: Appmagic, 대신증권 Research Center

표 2. 2023 년 글로벌 모바일 게임 매출 순위 Top 20

	신작	퍼블리셔	장르	출시일	매출액 (십억달러)
1	Honor of Kings	Tencent	MOBA	2024.06.20	1.48
2	PUBG Mobile	Tencent	슈팅	2018.05.16	1.14
3	Candy Crush Saga	King	퍼즐	2012.11.14	0.96
4	Genshin Impact	Mihoyo	오픈월드 액션 어드벤처 RPG	2020.09.28	0.94
5	Roblox	Roblox	오픈월드 샌드박스	2012.12.11	0.87
6	Royal Match	Dream Games	퍼즐	2020.07.18	0.84
7	Coin Master	Moon Active	소셜카지노	2010.12.11	0.73
8	Honkai: Star Rail	Mihoyo	은하 판타지 RPG	2023.04.26	0.66
9	Monopoly Go	Scopely	보드	2023.04.11	0.65
10	Gardenscapes	Playrix	퍼즐	2016.08.22	0.61
11	Pokemon Go	Niantic	실시간 AR	2017.01.24	0.57
12	Monster Strike	Xflag	전략 RPG, 퍼즐	2013.09.27	0.50
13	Homescapes	Playrix	퍼즐	2017.08.15	0.45
14	Fate/Grand Order	Aniplex	소셜 RPG	2017.11.21	0.39
15	Romance of the Three Kingdoms	Lingxi Games	전략	2021.02.24	0.38
16	Clash of Clans	SuperCell	RTS	2012.08.02	0.36
17	Township	Playrix	퍼즐	2013.09.20	0.36
18	Justice Mobile	Net Ease	무협 MMORPG	2023.06.20	0.36
19	Uma Musume Pretty Derby	Cygames	육성 시뮬레이션	2022.06.20	0.35
20	Fishdom	Playrix	퍼즐	2016.03.02	0.34

자료: Appmagic, 대신증권 Research Center

표 3. 2022 년 글로벌 모바일 게임 매출 순위 Top 20

	신작	퍼블리셔	장르	출시일	매출액 (십억달러)
1	Honor of Kings	Tencent	MOBA	2024.06.20	2.22
2	PUBG Mobile	Tencent	슈팅	2018.05.16	1.73
3	Genshin Impact	Mihoyo	오픈월드 액션 어드벤처 RPG	2020.09.28	1.56
4	Candy Crush Saga	King	퍼즐	2012.11.14	1.03
5	Roblox	Roblox	오픈월드 샌드박스	2012.12.11	0.86
6	Coin Master	Moon Active	소셜카지노	2010.12.11	0.82
7	Romance of the Three Kingdoms	Lingxi Games	전략	2021.02.24	0.71
8	Pokemon Go	Niantic	실시간 AR	2017.01.24	0.70
9	Fantasy Westward Journey	Net Ease	MMORPG	2015.03.26	0.60
10	Monster Strike	Xflag	전략 RPG, 퍼즐	2013.09.27	0.59
11	Lingeage W	Ncsoft	MMORPG	2021.11.04	0.59
12	Uma Musume Pretty Derby	Cygames	육성 시뮬레이션	2022.06.20	0.55
13	Fate/Grand Order	Aniplex	소셜 RPG	2017.11.21	0.50
14	Clash of Clans	SuperCell	RTS	2012.08.02	0.50
15	Homescapes	Playrix	퍼즐	2017.08.15	0.49
16	Puzzle & Survival	37 Games	서바이벌	2020.08.20	0.48
17	Free Fire	Garena Intl	배틀로얄, 슈팅	2017.12.04	0.44
18	Rise of Kingdoms	Lilith Games	실시간 전략	2018.04.02	0.44
19	State of Survival	Funplus	전략	2019.08.27	0.44
20	Gardenscapes	Playrix	퍼즐	2016.08.22	0.43

자료: Appmagic, 대신증권 Research Center

인디 게임사들이 다른 플랫폼이 아닌 스팀을 선택하는 이유

과거 인디 게임 개발자들에게 모바일(구글 플레이스토어, 애플 앱스토어)은 전 세계 수십억 명의 유저를 기반으로한 매력적인 시장이었다. 특히 인게임 광고 수익 모델은 과금을 많이 하는 헤비 유저들을 대상으로 한 대작이 아닌 라이트한 인디 게임에서도 수익 창출이 PC나 콘솔에 비해 상대적으로 용이하다는 점에서 선호되었다. 그러나 최근 **모바일 게임 시장의 경쟁이 극심해지고, 상위 매출 구간을 대형 게임사들이 사실상 장악하면서, 인디 게임 개발사들이 모바일 시장에서 의미있는 성과를 내기 점점 어려워지고 있다.** 이에 따라 많은 인디 개발사들이 PC, 특히 스팀으로 눈길을 옮기고 있다.

Newzoo가 발간한 'The PC & Console Gaming Report 2025'에 따르면, 스팀 유저들의 성향은 콘솔과도 구분된다. **스팀 유저들은 일반적으로 신작을 경험해보려는 성향이 높은 편이다. 반면, 플레이스테이션 유저들은** 'Call of Duty' 혹은 EA의 스포츠 라인업 등과 같이 **매년 출시되는 프랜차이즈 게임을 플레이하는 성향이 강하다. 또한 Xbox 유저들은** Gamepass(월 구독으로 온보딩된 게임들을 모두 무료로 플레이할 수 있는 플랫폼)가 있음에도 불구하고, **신작의 관심이 상대적으로 낮은 편인 것으로 파악된다.**

스팀은 구글플레이나 앱스토어 못지않게 글로벌 유저 기반을 확보하고 있으며, 플랫폼 자체가 마케팅 채널 역할을 수행할 수 있다는 점에서 인디 개발사들에게 실질적인 대안으로 부상하고 있다. 2024년 기준 스팀의 등록 계정 수는 18.5억개로, 전년대비 13% 증가하였다. 주요 이용 국가는 미국, 중국, 러시아, 브라질 등으로 한 지역에 국한하지 않으며, 글로벌 유저 풀 확보 측면에서도 경쟁력 있는 플랫폼이다.

그림 12.콘솔 유저들은 스팀 유저들 대비 신작 관심도가 상대적으로 낮은 편

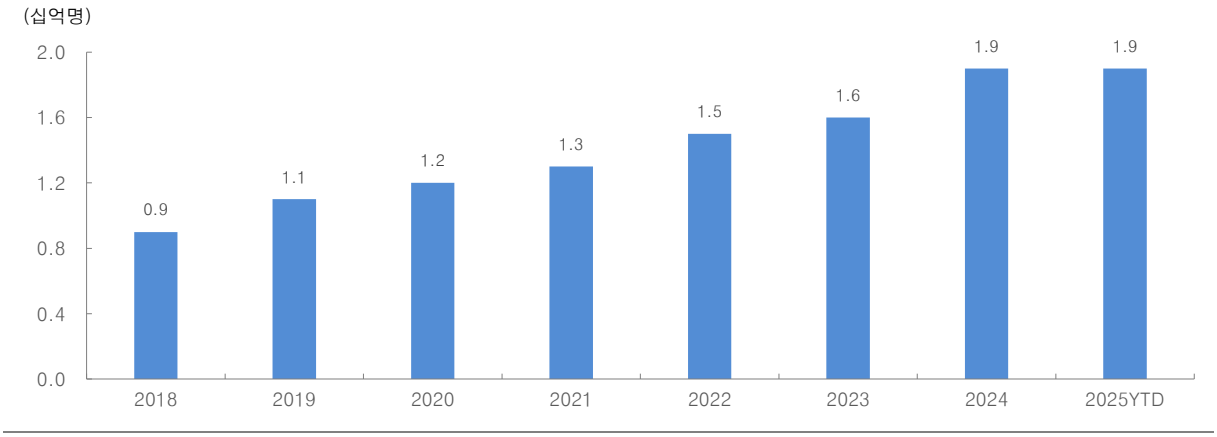
자료: Newzoo 'The PC & Console Gaming Report 2025', 대신증권 Research Center

표 4. 콘솔보다는 스팀에서 신규 IP 신작을 상대적으로 더 선호

	스팀			플레이스테이션			Xbox		
	게임	출시일	점유율	게임	출시일	점유율	게임	출시일	점유율
1	카운터 스트라이크2	2012	5.4%	포트나이트	2017	5.6%	포트나이트	2017	5.7%
2	헬다이버스2	2024	1.9%	GTA 5	2013	4.1%	콜 오브 듀티	2024	3.5%
3	리썰 컴퍼니	2023	1.8%	EA Sports FC 24	2023	3.5%	마인크래프트	2012	3.4%
4	펍지 배틀그라운드	2017	1.7%	콜 오브 듀티	2024	3.1%	GTA 5	2013	3.3%
5	도타2	2013	1.4%	로켓 리그	2015	2.5%	EA Sports FC 24	2023	2.9%
6	팰 월드	2024	1.4%	마인크래프트	2012	2.4%	로블록스	2015	2.4%
7	엘든링	2022	1.4%	로블록스	2015	1.8%	포르자 호라이즌5	2021	2.0%
8	마블 라이벌스	2024	1.3%	폴 가이즈	2020	1.6%	로켓리그	2015	1.8%
9	GTA 5	2013	1.3%	레드데드 리뎀션2	2018	1.4%	EA Sports FIFA 23	2022	1.6%
10	레인보우식스 시즈	2015	1.3%	EA Sports FIFA 23	2022	1.3%	EA Sports FC 25	2024	1.2%

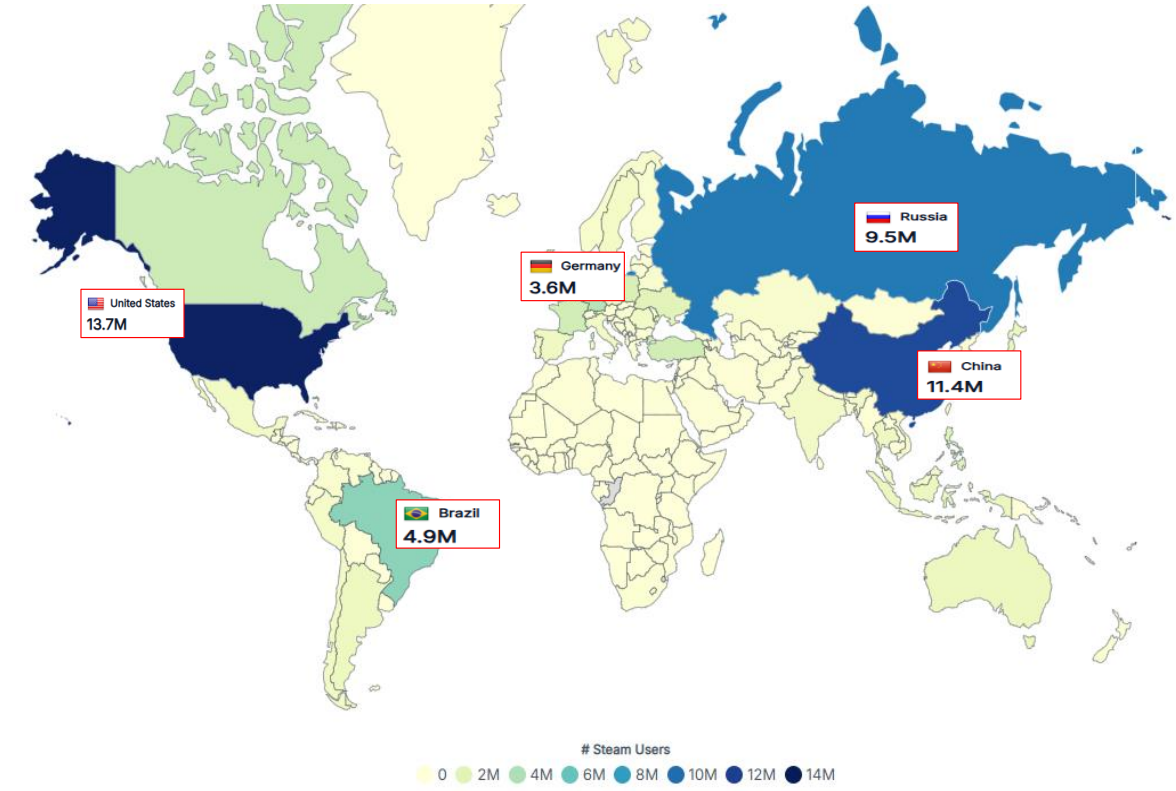
자료: Newzoo 'The PC & Console Gaming Report 2025', 대신증권 Research Center

그림 13. 연도별 스팀에 등록된 유저 추이



자료: VGInsights, 대신증권 Research Center

그림 14.**국가별 스팀 유저 분포도**



자료:Worldpopulationreview, 대신증권 Research Center

인디 개발사들이 스팀을 선호하는 주요 요인으로 3가지가 있다.

1. 수익 모델의 차이

모바일은 인앱 결제 및 광고 중심 구조로 수익을 창출하는데, 인디 게임은 대체로 플레이 타임이 짧은 편이기 때문에 이러한 수익 구조는 불리한 편이다. 스팀에서는 패키지 판매 모델이 가능하기 때문에 소규모 개발사도 초기부터 유의미한 수익을 기대할 수 있다.

2. 마케팅 비용 부담

인디 게임의 데뷔 무대로 알려진 '스팀 넥스트 페스트'는 무료로 참가가 가능하며, 유저들에게 게임 체험판 제공 및 유저들과의 소통이 가능하다. 대형 퍼블리셔들이 장악한 모바일 게임 시장에서의 마케팅 경쟁은 치열한 반면, 스팀은 위시리스트 기반 노출, 스팀 추천 큐레이션 등 자연 노출이 가능해 마케팅 비용 부담이 상대적으로 적다. 참고로 스팀은 게임 플레이를 유도하는 인게임 광고 또한 허용하지 않는다.

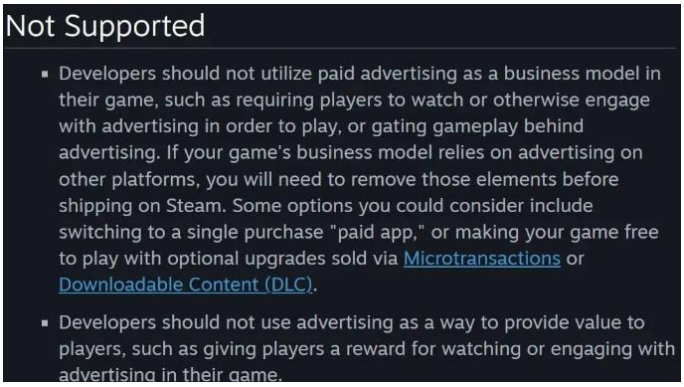
3. 커뮤니티 운영의 편리함

스팀은 게임 내 커뮤니티 허브, 유저 리뷰, 공지사항 게시판, 모드 공유 등 플랫폼 내 커뮤니케이션 도구를 다양하게 제공한다. 이는 개발사가 별도 외부 채널을 운영하지 않아도, 유저와의 지속적 관계 형성이 가능하다는 점에서 인디 개발사들에게 유리하다.

그림 15.스팀 넥스트 페스트

자료: steam, 대신증권 Research Center

그림 16.스팀은 인게임 광고를 허용하지 않음



자료: steam, 대신증권 Research Center

II. 인디 게임의 마케팅 전략

1. SNS 바이럴 마케팅

인디 게임들은 보통 대규모 마케팅을 진행하지 않는 경우가 많기 때문에, 많은 유저들이 인지하지 못하고 있다가 흥행하는 경우가 많기 때문에 종종 '갑자기 떴다'는 인상을 주지만, 실제로는 사전 노출과 커뮤니티 기반 확산 전략이 꾸준히 이어진 결과인 경우가 대부분이다. 대형 게임사들이 막대한 예산을 들여 마케팅을 전개하는 것과 달리, 인디 게임 개발사들은 **한정된 자원 내에서 최대한의 노출을 확보하는 방향으로 접근**한다.

이 과정에서 가장 핵심이 되는 것은 **스팀 내의 노출 기회 최적화**이다. 실제로 많은 인디 게임들이 SNS **바이럴 → 스팀 위시리스트 상위권 진입 → 알고리즘 기반의 스팀 메인 노출**이라는 흐름을 통해 자연스럽게 유저의 관심을 끌어낸다. 이는 **스팀의 개인화된 추천 시스템**이 위시리스트 데이터를 기반으로 작동하기 때문에 가능한 구조다. 이를 위해 인디 개발자들은 TikTok, Instagram, X(구 트위터), Reddit, Discord 등 **커뮤니티 중심의 SNS 채널을 적극 활용**한다.

2023년 스팀 매출 순위 9등을 차지한, 'Lethal Compnay'의 가장 결정적인 흥행 요인은 다수의 인기 스트리머들을 통한 트위치, 유투브 등의 스트리밍 플랫폼에서의 바이럴 마케팅이었다. 특히 게임 장르 특성 상 협동 플레이 요소를 가지고 있어, 스트리머들끼리 팀을 짜서 멀티플레이하는 방송을 공개하며, 일반 유저들에게 관심을 일으켰다. 특히 Markiplier, Jacksepticeye 등과 같은 대형 유투버의 플레이 영상을 통해 초반 인지도가 상승했다. 또한 게임 내 특정 장면 등이 밈(meme) 컨텐츠화 되면서 틱톡, 레딧 등에서 급속도로 확산되면되서 노출이 폭증했다.

2024년에 출시된 '팰 월드' 역시 마찬가지다. 2023년 사전에 공개된 트레일러가 글로벌 게임 플레이어들 사이에서 밈화되며 출시 전부터 대기 수요가 만들어졌다. 또한 출시 전부터 '포켓몬 유사 캐릭터에 총을 쥐어준다'는 자극적인 컨셉이 SNS, 커뮤니티 등에서 화제가 되었고, 이를 통해 광고 효과를 냈다. 얼리엑세스를 출시하기 전인 2024년 1월부터 이미 팔로워 수는 41만명 이상을 기록하고 있었다.

그림 17.레딧에 올라온 '팰월드' 밈

자료: reddit, 대신증권 Research Center

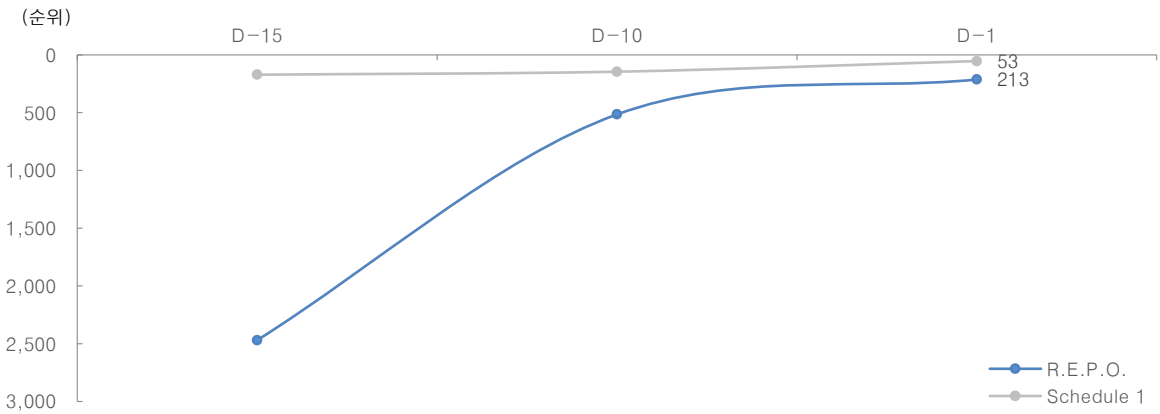
그림 18.레딧에 올라온 'Lethal Company' 밈

자료: reddit, 대신증권 Research Center

1인 개발자 TVGS가 개발하고 2025년에 출시한 'Schedule 1'은 입소문만으로 출시 한 달만에 500만장 이상 팔린 것으로 알려진 게임이다. 마약 제조, 유통, 판매 시뮬레이션이라는 자극적인 소재의 'Schedule 1'은 출시 전 공개했던 데모 버전을 통해 이미 바이럴이 되고 있는 상황이었으며, 출시 이후에 인기 스트리머인 Caseoh, Cyr 등이 플레이한 게임 영상들이 틱톡 등의 채널에서 편집되어 확산되며 흥행에 성공했다.

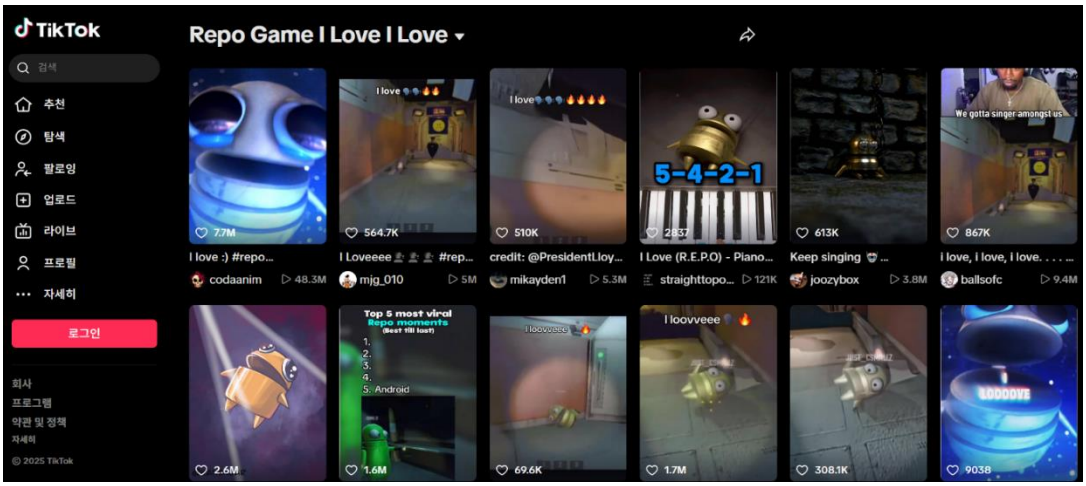
출시 약 한달 차에 300만장 이상의 판매량을 달성했을 것으로 추정되는 'R.E.P.O.' 역시 바이럴 히트작이다. 협동 멀티플레이 호러 게임인 'R.E.P.O'의 핵심은 팀원 간의 실시간 커뮤니케이션이다. 사실 출시 전 위시리스트 순위는 매우 낮았으며, 출시 이후 첫 1주일 정도는 별로 주목을 받지 못했다. 어느 순간 스트리머들이 게임을 발견하고 플레이하면서 스트리밍 영상이 유투브, 틱톡, 트위터 등에서 확산되기 시작했다. 아직 개발자가 스트리머들에게 플레이 키를 배포한 것인지, 스트리머들이 우연히 발견한 것인지 확인되지는 않는 상황이나, 바이럴 마케팅이 얼마나 핵심적인지 잘 보여주는 사례다.

그림 19.출시 전 큰 주목을 받지 못했던 'Schedule 1'과 'R.E.P.O'는 오히려 출시 후 바이럴 마케팅으로 흥행



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 20.틱톡에 올라온 'R.E.P.O.' 밈



자료: 틱톡, 대신증권 Research Center

2. 얼리엑세스 전략

스팀에서 얼리엑세스 출시 게임이 꾸준히 증가하고 있으며, 매년 출시되는 신작 중 약 10~15%가 얼리엑세스 형태로 공개된다. 특히 업계에서는 이 중 약 90%가 인디 게임으로 분류되는 것으로 알려져 있다. 이는 **얼리엑세스가 소규모 개발사에게 초기 유저 반응을 확보하고 커뮤니티와의 상호작용을 통해 게임을 개선해 나가는 전략으로 자리잡았음**을 보여준다.

이러한 얼리엑세스 모델은 모바일 게임 시장의 소프트 런칭 방식과 유사해 보일 수 있다. 두 방식 모두 정식 출시 전 실제 유저 플레이를 거쳐 게임의 완성도와 시장성을 점검하는 사전 테스트 단계라는 점에서 공통점을 지니지만, 그 방식과 목적, 수익 구조, 유저 인식 등에서 뚜렷한 차이를 보인다.

소프트런칭은 일반적으로 일부 지역에서만 다운로드가 가능하도록 제한되어있으며, 글로벌 정식 출시 전 데이터 수집의 성격이 강하다. 즉, 소프트런칭의 주 목적은 성과 지표 확보에 있다. 마케팅 효율, 유저 유입/이탈률, 잔존율, 서버 부하 테스트 등 수치 기반 검증이 중심이다.

반면, 얼리엑세스는 전 세계 스팀 유저를 대상으로 공개되며, '개발 중인 게임'임을 표기한 채 유료 또는 무료로 제공된다. 얼리엑세스 공개의 주 목적은 커뮤니티 기반의 컨텐츠 방향 조정과 버그 수정, 시스템 개선을 중점으로 하며, 개발자와 유저 간 상호작용을 통해 게임의 완성도를 높이는 구조이다.

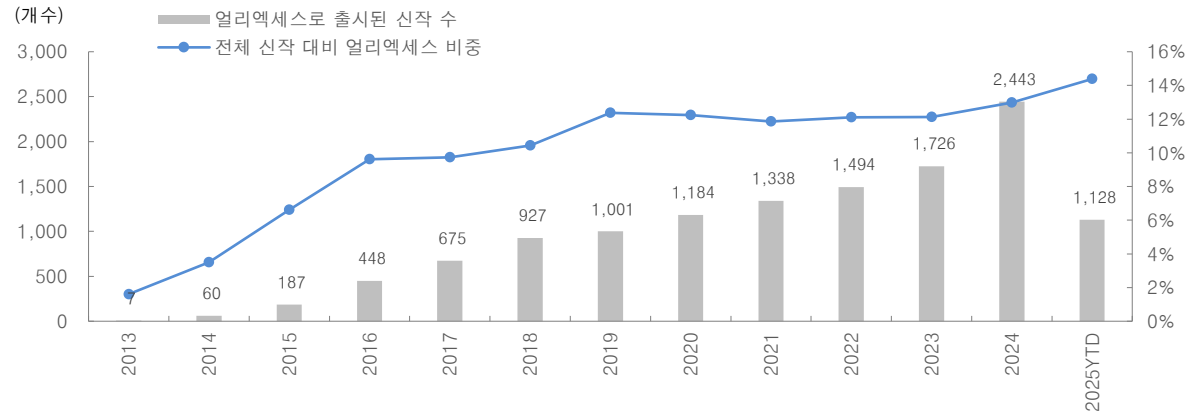
이러한 차이로 인해 유저 입장에서도 인식의 차이가 발생한다. **소프트 런칭은 테스트 단계임에도 불구하고, 유저들이 완성도를 기대하는 경향**이 있다. **반면, 얼리엑세스는 대부분 유저가 게임이 미완성 상태임을 인지하기 때문에 완성도 부족이나 일부 결함에 대해 보다 관대한 태도를 보이는 경우가 많다.** 이러한 특성 때문에 얼리 액세스 단계에서의 평균 평점은 정식 출시 이후보다 높은 편이며, 따라서 해당 평점을 곧바로 흥행 기대감으로 해석하는 것에는 신중할 필요가 있다.

표 5. 모바일의 소프트 런칭과 스팀의 얼리엑세스 차이

	소프트 런칭 (모바일)	얼리엑세스 (스팀)
정의	일부 지역 또는 제한된 유저에게 게임을 출시하여 실제 데이터를 수집하고 게임을 개선하는 테스트 단계	개발 중인 게임을 정식 출시 이전에 유료로 판매하며(무료도 가능) 플레이어 피드백을 통해 게임을 계속 개발하는 단계
접근 방식	지리적 제한 (예: 캐나다 호주 등에서만 다운로드 가능)	전세계 스팀 이용자 가능
수익 구조	보통 무료 다운로드 이후 인앱 결제	유료 구매 (무료인 경우 있음)
목적	유저 행동 기반 데이터 수집 및 수익구조, UI 조정 마케팅 테스트, 유저 유입, 잔존율, CPI, LTV 등 UA 테스트 서버 부하 테스트, 안정성 검증 등	커뮤니티 피드백 기반 개발 컨텐츠 방향 수정 버그 등 오류 수정
출시 전략	글로벌 출시 전 시뮬레이션	점진적 정식 버전으로 발전
유저 인식	상대적으로 테스트 버전이라는 인식 낮은 편 완성도 기대	'개발 중'인 점을 인지 게임 내 문제점들에 관대
유저 리뷰, 피드백	리뷰 수집하지만, 주로 게임사 내부적으로 참고	유저 피드백이 개발 방향에 직접적으로 영향을 미침
커뮤니티 역할	한정적	매우 중요

자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 얼리엑세스로 출시된 신작 수 추이



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

그림 22. 얼리엑세스 게임은 미완성 게임임을 명시

자료: steam, 대신증권 Research Center

얼리엑세스, '팬층 확보 → 게임 완성 → 정식 출시 후 흥행' 구조

얼리엑세스는 단순한 미완성 게임의 공개를 넘어, 개발과 운영 전략의 일환으로 활용된다. 기본적으로 3가지 주요 기능이 있다. 1) 시장 적합성 검증 기능이다. 정식 출시 전, **실제 유저 반응을 통해 게임이 시장에 맞는 방향인지 확인**할 수 있다. 2) **초기 수익 확보의 기능**을 한다. 인디 개발사의 경우, 얼리 엑세스 버전 판매를 통해 개발 자금을 일부 확보할 수 있다. 3) **커뮤니티 기반 개발이 가능**하다.

매년 스팀에 수많은 인디 게임이 쏟아지며 이 중에서 흥행을 하는 게임들은 몇 개에 불과하다. 대규모 마케팅이 불가능한 인디 게발사에게 커뮤니티 형성은 필수적이다. **얼리엑세스는 단순히 게임의 완성도를 높이기 위해 유저들의 피드백을 받는 것에서 그치지 않고, 유저들과의 커뮤니티 형성이 가능한 전략이라는 점에서 중요하다.**

앞서 소개한 2023년부터 최근까지 스팀에서 흥행한 인디 게임 8종 전부 출시 당시 얼리엑세스로 출시되었으며, 이 중 'Sons of the Forest'만이 2023년 2월 얼리엑세스로 출시한 이후, 1년 뒤인 2024년 2월 정식 버전을 출시한 상황이다. 게임사들은 얼리엑세스 특성을 살려, 유저 피드백을 반영한 빠른 패치를 진행하고, 최적화와 컨텐츠를 개선하면서 초기 버그와 불편함을 해결했다. 뿐만 아니라 개발자들은 정기적으로 개발 일지를 공유하면서 유저들과 소통하며 신뢰를 쌓았다. 'Sons of the forest'의 팔로워 수는 얼리엑세스 출시 전 약 33만명에서 정식 출시 직전 약 50만명까지 상승했다.

표 6. 얼리엑세스를 활용하여, 정식 출시 이후 흥행에 성공한 인디 게임 사례

게임	개발사 (규모)	장르	E/A → 정식 출시일	출시 성과 및 흥행 요인
Hades 1	Supergiant Games (약 25 명)	로그라이크 액션	2018.12 (에픽게임즈)/ 2019.12 (스팀) → 2020.09.17	– 2년의 E/A 동안, 70만장 판매, 정식 출시 후 3일간 30만장 판매 – 2년간 얼리엑세스로 운영하면서, 지속적인 업데이트(무기, 캐릭터, 스토리 등)를 하며 유저 피드백 반영 – 디스코드와 스팀 포럼을 통해 개발자와 플레이어가 직접 소통
Dead Cells	Motion Twin (8 명)	로그라이크 + 메트로배니아	2017.05 → 2018.08	– 1년의 E/A 동안 약 85만장 판매, 정식 출시 후 10개월 차 누적 200만장, 16개월 차 500만장 판매 달성 – 1년의 E/A 동안, 매달 새로운 무기, 적 등을 추가. 스팀 커뮤니티와 디스코드 등에서 로드맵 공개, 유저 의견 적극 반영 – 커뮤니티 피드백을 바탕으로 무기 밸런스, 스테이지 구성 등을 다듬으며 완성도 제고, 수차례 DLC를 제공하며, 장기 인기 유지
Slay the Spire	Mega Crit (약 10 명)	로그라이크 + 카드덱 빌딩	2017.11 → 2019.01	– E/A 동안 약 150만장 판매. 정식 출시 이후 2023년까지 누적 약 600만장 이상 판매 – E/A 출시 직후 판매량 저조했으나, 스트리머, 유투버들에게 게임 키 배포하며 유입 유도, 트위치 스트리밍 효과로 판매량 급증. E/A 기간 동안 게임 개선과 함께 외국어 번역 지원 업데이트 등 진행 – E/A 기간 동안 1~2주 간격의 정기 업데이트 및 디스코드 봇으로 피드백 자동 수집. 유저 의견 적극 반영
Deep Rock Galactic	Ghost Ship Games (약 50 명)	로그라이크 액션	2018.02 → 2020.05	– 2년의 E/A 기간 동안 약 200만장 판매. 정식 출시 이후 2024년 1월 기준 약 800만장 판매 – 디스코드, 레딧 등에서 유저 피드백을 빠르게 반영. 신규 적, 무기 추가, 편의성 개선 등 업데이트 진행. E/A 동안 1개월 주기의 꾸준한 컨텐츠 추가하면서 매 업데이트시마다, 유저 수 반등

자료: Steam, 언론, 대신증권 Research Center

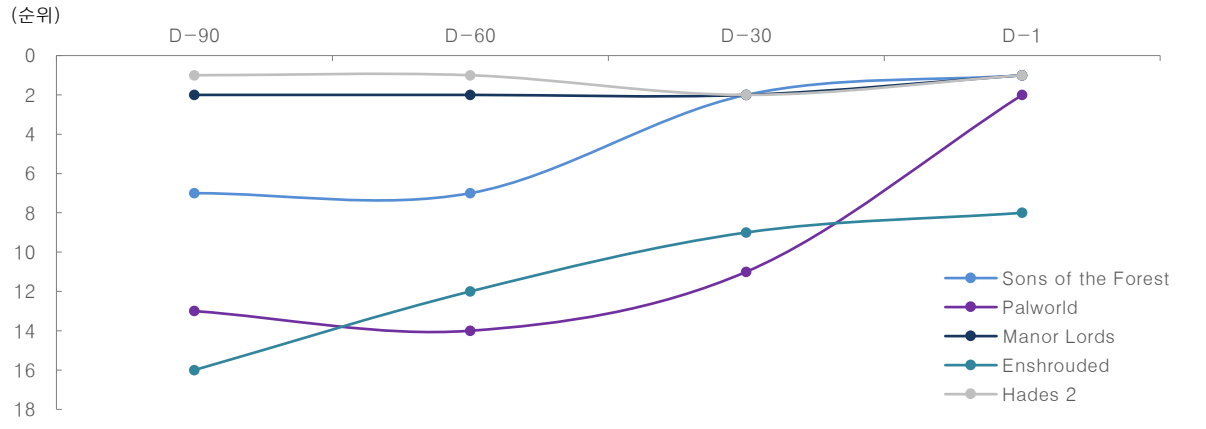
어떤 인디 게임들이 잘 될까

스팀에서 우리가 인디 게임의 흥행 가능성을 가늠할 수 있는 대표적인 지표는 여전히 위시리스트 순위다. 위시리스트는 단순한 관심 표현을 넘어, 스팀 알고리즘 내 노출 빈도와 직결되는 핵심 데이터로 작용한다.

결국, 인디 게임이라고 해서 아무런 마케팅 없이 출시 직후 갑작스럽게 흥행하는 경우는 매우 드물다. 성공한 인디 게임 대부분은 출시 이전부터 계획된 방식으로 노출을 유도하고, 유저 피드백을 반영하며, 점진적으로 기대감을 키워온 결과다. 다시 말해, 위시리스트 확보를 중심으로 한 사전 노출 전략이 인디 게임의 흥행을 결정짓는 핵심 요인이다. 참고로, 얼리엑세스 공개 후에는 정식 버전을 출시하기 전임에도 불구하고, 출시 상태로 간주되기 때문에 위시리스트 순위에 더 이상 게임이 표시되지 않는다. 이후에는 동시 접속자 수, 판매 순위, 사용자 리뷰와 같은 실제 플레이 데이터를 참고하며, 정식 출시 전 기대감을 확인할 수 있다.

앞서 소개했던 최근 3년간 매출 상위권에 위치한 인디 게임 8종 중 5종('Sons of the Forest', 'Palworld', 'Manor Lords', 'Enshrouded', Hades 2')은 출시 전에 이미 위시리스트 상위권에 위치해있었다. 나머지 3종('Lethal Company', 'R.E.P.O', 'Schedule 1')은 출시 이후에 SNS 마케팅이 진행되면서 출시 전 위시리스트 순위가 낮은 사례다.

그림 23.흥행에 성공한 인디 게임의 경우, 출시 전부터 이미 위시리스트 순위 상위권 위치



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

III. 인디 게임 흥행, 국내 게임사에게도 기회

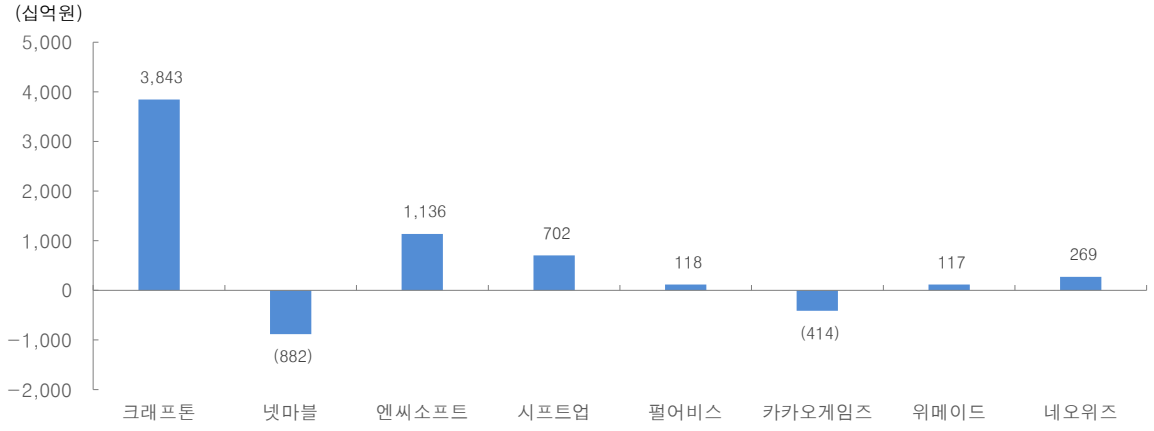
인디 게임의 부상은 국내 상장 게임사에도 기회

인디 게임이 글로벌 흥행작으로 부상하면서, 게임 산업 전반에서 소규모 개발사의 성장 가능성이 주목받고 있다. 이러한 흐름은 단순히 인디 개발사의 성공 사례에 그치지 않고, 국내 상장 중대형 게임사들이 인디 게임 트렌드를 전략적으로 활용할 수 있다는 점에서도 의미가 크다. 최근 대형 게임사들은 투자, 퍼블리싱, IP 확보 등 다양한 방식으로 수익 구조를 다변화하려는 움직임을 보이고 있다.

일각에서는 '단기간 내 수익을 기대하기 어려운 인디 게임사에 왜 투자하는가'라는 의문도 제기되지만, 이는 대형 게임사들이 단기적인 수익보다 장기적인 관점에서 파이프라인 확보 및 미래 성장 동력 마련의 목표이자 전략적 관점에서의 접근인 것으로 이해할 필요가 있다. 실제로 2024년 이후 국내 주요 게임사들은 'One IP' 구조를 탈피하기 위한 전략으로 국내외 IP 확보에 본격적으로 나서고 있다. 이들 게임사는 사업 구조 상 풍부한 현금성 자산을 보유하고 있다는 점에서 투자 여력도 충분한 상황이다. 2025년 1분기말 기준 주요 게임사들의 순현금 보유 현황은 그림 24와 같다.

인디 게임 IP 확보를 통해 신작 출시 속도도 빨라지고 있다. 크래프톤의 (현재는 더 이상 인디 게임으로 분류하기 어렵지만) '서브노티카2', 네오위즈의 'Shape of Dreams' 등이 2025년 하반기 출시 예정이며, 엔씨소프트의 '타임테이커즈'는 2026년 출시 예정이다.

그림 24. 1Q25 기준, 국내 주요 게임사별 순현금 보유 상황



자료: 밸류와이즈, 대신증권 Research Center

표 7. 국내 주요 인디 게임(PC/콘솔) 출시 일정

	2H25	2026
크래프톤	서브노티카2, 딩컴(콘솔)	딩컴 투게더
엔씨소프트		타임테이커즈
네오위즈	Shape of Dreams, 안녕서울: 이태원편	Wolfeye, Zakazane 신작 공개

자료: 각 사, 대신증권 Research Center
주: 서브노티카2의 경우, 인디 게임으로 출시되는 것은 아니지만, 인디 게임 IP 기반으로 만든 후속작이므로, 표에 포함

실험은 외부에서, 확장은 내부에서

왜 대형 게임사들이 직접 인디 게임을 제작하지 않고, 외부 인디 게임을 사들이거나 퍼블리싱만을 하는 방식을 택하는 지에 대한 의문을 가질 수 있다. 사실 대형 게임사들 중에서도 인디 게임처럼 실험성의 소규모 게임들을 개발하는 독립 스튜디오를 두는 경우도 있다. 이를 테면, 넥슨의 경우, 대형사의 개발 구조를 벗어나기 위한 시도로 소규모의 민트로켓을 독립 법인의 자회사로 두고 있다. 하지만, 많은 대형사들이 이러한 방식보다는 외부 인디 게임에 더 주목하는 이유는 손익 측면에서 인디 게임을 직접 제작하는 것이 효율성이 떨어지기 때문이다.

1. 리스크 축소 및 검증된 가능성 확보

대형 게임사들은 실험적인 게임을 직접 개발하기에 인력, 예산, 시간 등 자체 리소스를 크게 소모하면서 실패할 위험이 크다. 반면, 이미 외부에서 검증된 인디 게임이나 개발 중 성과가 입증된 프로젝트에 투자하면, 리스크를 줄이고 ROI를 극대화할 수 있다.

2. 속도와 유연성 확보

대형사들은 조직 특성 상 의사결정 구조가 복잡해 개발 속도가 더딜 수 있으나, 인디 개발사는 소규모 팀으로 빠르게 움직이고 실험할 수 있어 시장 트렌드 대응력이 뛰어난 장점이 있다. 자체적으로 독립 법인을 자회사로 두는 것 또한, 새롭게 조직 문화를 만들어야한다는 측면에서 비용과 비효율을 유발할 수 있다.

이에 따라, 대형 게임사들은 풍부한 현금 자산을 기반으로 외부에서 인디 IP를 확보하려고 노력하고 있다. 중장기적으로는 이미 검증된 외부 인디 IP를 내재화하여 직접 후속작, 확장 컨텐츠 등을 제작하여 수익을 극대화하는 사례도 많아질 것으로 전망한다.

그림 25. 인디 IP를 대형 게임사가 확장한 사례

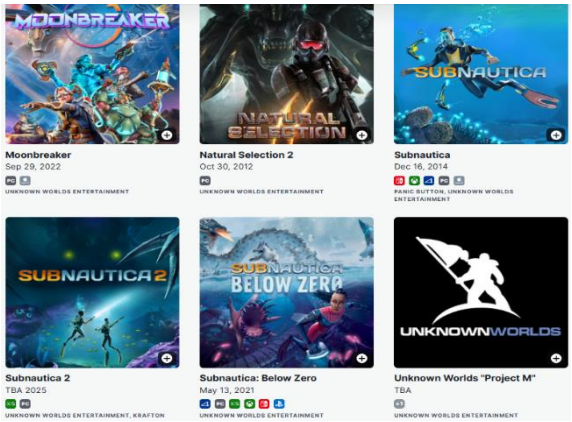
자료: Steam, 대신증권 Research Center

1) 인디 게임사에 대한 지분 투자, M&A

유망한 인디 게임을 확보할 수 있는 가장 확실한 방법은 인디 게임사를 인수하여 해당 인디 게임을 확보하는 것이다. 대표적으로 크래프톤은 2021년 미국의 인디 게임사 언노운월즈를 인수하여 '서브노티카' IP를 확보했다. 언노운월즈는 '서브노티카'의 얼리엑세스 출시 당시 약 30명 규모의 소규모 개발사였으나, 크래프톤의 인수 이후 개발 인력을 확충하여 현재는 '서브노티카2' 프로젝트에만 약 100여명의 개발자가 투입된 것으로 파악한다.

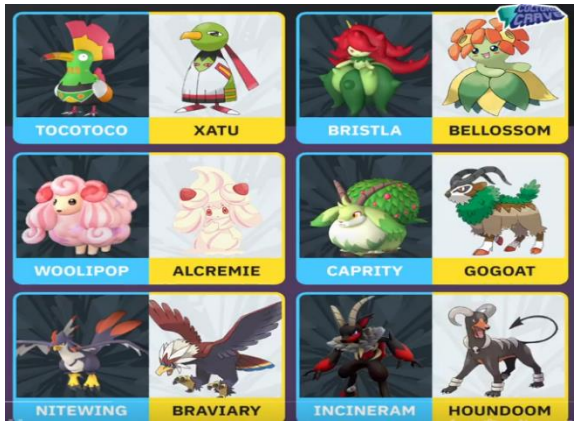
다만, 대형 게임사들의 산하 스튜디오로 편입된 인디 게임사들은 완전히 독립된 인디 개발사처럼 자유롭게 게임을 개발하기는 어렵다는 단점도 있다. 이는 모회사로부터 개발 자금을 지원받는 동시에 게임의 품질, 완성도, 사업성, 수익성 등과 관련해 감시, 모니터링이 지속적으로 이루어지기 때문이다. 일반적으로 흥행에 성공한 인디 게임들은 독창적인 아이디어와 실험적인 기획을 바탕으로 제작되는 경우가 많으며, 외부 제약이 적기 때문에 기존에 흥행한 대작들의 다양한 요소를 자유롭게 차용하고, 결합해 새로운 형태의 게임으로 재구성하는 시도도 자주 나타난다. 그러나 이러한 방식이 대형 게임사 산하의 조직에서는 내부 검토나 리스크 관리 체계 등 여러 제도적 장치로 인해 실현이 쉽지 않을 수 있다.

그림 26.크래프톤의 언노운월즈 인수



자료: 언노운월즈, 대신증권 Research Center

그림 27.'팰월드', '포켓몬' 캐릭터 차용 이후 저작권 소송 중



자료: CultureCrave, 대신증권 Research Center
주: '팰 월드'는 왼쪽, '포켓몬'은 오른쪽

2) 인디 게임의 퍼블리싱 권한 획득

이러한 한계로 인해, **대형 게임사들은 소형 개발사를 직접 산하 스튜디오로 편입하는 방식 외에도 세컨드파티퍼블리싱(소수 지분 투자+퍼블리싱 권한 획득), 혹은 우선 퍼블리싱 권한 획득 등의 전략적 파트너십의 방식으로 협업 구조를 진행**하기도 한다

크래프톤은 2023년 Gardens Interactive, Playgig, Studio Sai, EF Games 등 각 국의 인디 게임사들에 소수 지분을 투자하면서 이들 신작의 퍼블리싱 권한을 확보했다. 회사는 당시 2PP 전략을 통해 2026년까지 24개 이상의 신작을 출시할 것으로 언급한 바 있다.

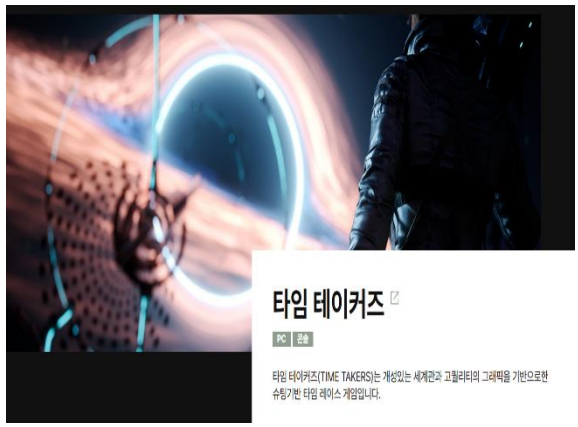
네오위즈는 오래전부터 인디 게임의 스팀 퍼블리싱을 적극적으로 진행하면서 꾸준히 IP를 확보해왔다. 대표적으로 스팀에 얼리엑세스로 출시한 '스컬: 더 히어로 슬레이어(2020)'와 '산나비(2022)' 등을 발굴해오면서, 스팀에서의 퍼블리싱 노하우도 다져왔다. 참고로 '스컬: 더 히어로 슬레이어'는 출시 이후 현재까지 누적 200만장 이상의 판매량을 달성했다. 스팀에서의 퍼블리싱 역량를 기반으로 네오위즈는 최근 한국 인디 게임사 리자드스무디, 폴란드 인디 게임사 Zakazane, 미국 인디 게임사 Wolfeye, 중국 인디 게임사 Shadowlight가 개발 중인 PC/콘솔 신작의 글로벌 퍼블리싱 권한을 확보했다. 리자드스무디의 신작 'Shape of Dreams'는 2025년 하반기 스팀에서 출시될 예정이며, 나머지 인디 게임사들의 신작 정보는 2026년 공개 예정이다.

엔씨소프트 또한 국내 인디 게임사 미스틸게임즈와 폴란드 인디 게임사 Virtual Alchemy의 지분투자를 통해 신작의 글로벌 퍼블리싱 권한을 확보했다. 2026년 상반기 미스틸게임즈가 개발하는 '타임테이커즈'가 PC/콘솔로 출시될 예정이다.

그림 28.네오위즈 'Shape of Dreams' 스팀 등록

자료: Steam, 대신증권 Research Center

그림 29.엔씨소프트, 미스틸게임즈 신작 판권 확보(2PP)



자료: 미스틸게임즈, 대신증권 Research Center

표 8. 국내 게임사들의 주요 2PP 전략 정리

게임사	인디 게임사	투자 규모, 지분(1Q25 기준)	내용
크래프톤	Gardens Interactive, Inc. (미국)	약 159억원 (11.44%)	– 2021년 설립된 소규모 독립 게임 스튜디오로 인디 게임 위주로 개발 – 2023년 크래프톤은 시리즈 A 라운드(약 400억원)를 통해 투자. 투자 이후 개발사 이사회에 합류
	Playgig, Inc (미국)	약 263억원 (16.18%)	– 2021년 설립된 소규모 게임 개발사
	Studio Sai, Co. (미국)	약 79억원 (20.00%)	– 2020년에 설립. 10명 내외의 개발 인력 보유 – 크래프톤은 Studio Sai의 신작 'KAFKA'의 우선협상권 확보
	E.F. Games, S.L. (스페인)	약 24억원 (25.00%)	– 2024년 호아킨 루이페레즈와 곤잘로 루이페레즈 형제가 스페인 마드리드에 설립한 게임 개발사로 직원 수는 50명 이내 – 크래프톤은 2024.10월 지분 투자 이후, 2025.05월 신작 '라이벌즈 호버 리그(차량 액션 게임)'을 스팀에 출시할 예정
엔씨 소프트	미스틸게임즈 (한국)	약 150억원 (8.69%)	– 2022년 설립된 국내 게임 개발 스튜디오 – 엔씨소프트는 '타임테이커즈' 글로벌 퍼블리싱 판권 확보
	Virtual Alchemy (폴란드)	비공개	– 2022년 설립된 폴란드 게임 개발사로 직원 수는 10명 내외 – 엔씨소프트는 밴드 오브 크루세이더(유럽 중세 배경의 전략 RPG) 글로벌 판권 확보
네오위즈	리자드스무디 (한국)	–	– 2023년에 설립된 국내 인디 게임사로 직원 수는 5명 이내 – 네오위즈는 2025년 하반기 출시 예정인 'Shape Of Dreams'의 퍼블리싱 권한 확보
	Zakazane Studio (폴란드)	–	– 2022년에 설립된 폴란드 인디 게임사로 직원 수는 20명 내외 – 개발진들은 CD프로젝트레드('위쳐 시리즈', '사이버펑크 2077' 개발)와 11비트스튜디오('프로스트펑크' 개발) 출신으로 구성
	Wolfeye Studio (미국)	–	– 2018년에 설립된 개발사로 직원 수는 30명 내외 – 개발진들은 아케인스튜디오(디스아너드 개발) 창립자 등으로 구성
	샤도우라이트 (중국)	–	– 중국 인디 게임사 – 네오위즈는 'Kill the Shadow' 글로벌 퍼블리싱 권한 확보, 스팀에 데모버전 공개

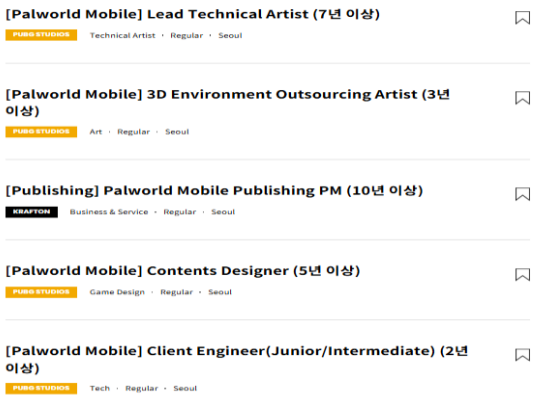
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

3) 인디 게임의 IP/라이선스 활용

지분 투자, 인수, 퍼블리싱 권한 확보 등의 방식과 같이 인디 게임사의 신작을 대형 게임사의 파이프라인에 직접 편입시키는 전략과는 달리, 일부 대형 게임사는 **인디 게임사의 IP만을 활용해 신작 라인업을 확장하는 방식**을 택하기도 한다. 이를 테면, 기존 인디 게임의 IP를 기반으로 새로운 대규모 프로젝트를 기획하거나, 타 플랫폼으로 확장하는 시도가 이뤄진다. 인디 게임사는 이러한 과정에서 단순히 IP를 제공하기도 하고, 공동 개발 등으로 일정 부분 개발에 참여하기도 한다.

대표적으로, 크래프톤은 '팰 월드' IP를 활용하여, '팰 월드 모바일'을 개발 중이다. 뿐만 아니라, 호주의 1인 개발사 제임스 벤던이 개발한 스팀 게임 '딩컴'의 콘솔 버전을 2025년 하반기에 새롭게 출시할 예정이다. 또한 딩컴 IP를 활용하여, '딩컴 투게더'라는 아예 새로운 모바일 게임을 개발 중이며, 원작자인 제임스 벤던이 개발에 일정 부분 참여하고 있다. 해당 게임은 2026년 말 출시 목표다.

그림 30.크래프톤 '팰 월드 모바일' 개발 인력 채용 공고



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 31.'딩컴' IP를 활용한 신작 '딩컴 투게더' 개발 중

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

IV. 투자 전략

크래프톤 게임주 Top-pick 추천, 네오위즈, 넷마블 관심 종목 추천

인디 게임 파이프라인을 확보해오던 국내 게임사들이 하반기부터 순차적으로 신작을 출시할 예정이다. 스팀에서 어느 정도 입증된 퍼블리싱 역량과 인디 게임의 성장 잠재력을 고려했을 때, 하반기부터 출시 예정인 인디 게임들의 흥행 성공은 국내 게임사들에게 또 다른 글로벌 IP를 확보할 수 있는 기회로 판단한다.

크래프톤(259960)은 2025년 하반기 인디 게임 IP를 기반으로 한 신작 2종을 출시할 예정이다. '서브노티카2'가 더 이상 인디 게임으로 분류되진 않지만, 인디 게임 당시 많은 팬덤을 확보한 IP로 현재 스팀에서의 사전 지표도 매우 긍정적인 상황이다. '배틀그라운드'의 안정적인 실적을 기반으로 하반기에 신작 기대감이 주가에 반영될 전망이다. 1분기 출시했던 'inZOI'와 마찬가지로 얼리엑세스 및 바이럴 마케팅을 통해 출시되는 신작으로 마케팅비도 부담스러운 수준이 아닐 것으로 예상한다. 2026년엔 '딩컴' IP 기반의 모바일 신작 '딩컴 투게더' 역시 출시될 예정이다. 인디 게임 IP기반의 신작들의 성공적인 출시 이후 글로벌 IP 추가 확보가 가능할 것으로 전망한다.

네오위즈(095660)는 2025년 하반기 2종의 인디 신작, 'Shape of Dreams'와 '안녕서울: 이태원편' 출시를 계획하고 있다. 이 중 최근 여러 인디 게임 행사에서 큰 관심을 받은 'Shape of Dreams'의 출시를 기대한다. 네오위즈는 '스컬: 더 히어로 슬레이어', '산나비' 등을 통해 이미 인디 퍼블리싱 역량을 입증한 바 있다. 최근 '브라운더스트2'의 매출 반등과 인건비 감소로 기초 체력이 개선된 가운데, 3분기 중 'P의 거짓' DLC 출시 및 'Shape of Dreams'의 출시 기대감이 주가에 지속적으로 반영될 수 있을 것으로 전망한다.

엔씨소프트(036570) 역시 다양한 외부 IP를 확보하여, 2025년 하반기에만 5종의 게임을 출시할 예정이다. 하지만 5종의 게임 중 기대감이 가장 높은 게임은 자체 IP 신작 '아이온2'다. 다만, 신작 기대감이 단기적으로 주가에 반영될 수 있겠으나, 동사의 최근 신작들의 부진한 흥행 성과를 고려했을 때, 꾸준한 주가 우상향을 위해서는 신작 기대감만으로는 부족하며, 시장의 기대치를 뛰어넘는 흥행 성과 증명이 필요하다고 판단한다.

이 외에도 넷마블(251270), 카카오게임즈(293490), 펄어비스(263750) 등 주요 게임사들이 스팀에서 신작 출시를 앞두고 있다. 대부분의 타이틀은 2025년 4분기에 출시가 예정되어 있다. 향후 사전 마케팅 강도에 따라, 스팀에서의 지표가 점차 상승할 것으로 기대한다. 이 중에서는 하반기 신작 출시 전까지 기존 게임들의 안정적인 매출 유지로 실적 기반이 견조하게 유지되고 있는 넷마블을 매수 선호 종목으로 추천한다.

표 9. 2025 년 신작 라인업

회사	게임명	출시일	장르	플랫폼	개발사/퍼블리셔
크래프톤	서브노티카 모바일	2025.07.08	해양 생존 게임	모바일	언노운월즈/크래프톤
	어비스 오브 던전	2H25	익스트랙션 RPG	모바일	블루홀/크래프톤
	서브노티카 2	2H25	해양 생존 게임	PC, 콘솔	언노운월즈/크래프톤
	펍지 블라인드 스팟	2H25	PvP 슈팅, 액션	PC	펍지/크래프톤
엔씨소프트	기존 IP 스핀오프	2H25	미정	미정	엔씨소프트
	아이온 2 (한국, 대만)	4Q25	MMORPG	모바일, PC	엔씨소프트
	LLL	4Q25	TPS	PC, 콘솔	엔씨소프트
	로스트소드(대만, 홍콩, 마카오)	2H25	수집형 RPG	모바일	코드캣/엔씨소프트
	브레이커스: 언락 더 월드	2H25	수집형 RPG	모바일	빅게임스튜디오/엔씨소프트
넷마블	킹 오브 파이터	2Q25	수집형 AFK RPG	모바일	넷마블네오/넷마블
	뱀피르	2H25	MMORPG	모바일, PC	넷마블네오/넷마블
	프로젝트 SOL	2H25	MMORPG	모바일, PC	알트나인/넷마블
	몬길: STAR DIVE	2H25	액션 RPG	모바일, PC	넷마블몬스터/넷마블
	일곱 개의 대죄: 오리진	2H25	오픈월드 액션 RPG	PC, 콘솔	넷마블 F&C/넷마블
	나 혼자만 레벨업: 어라이즈 (스팀)	2H25	액션 RPG	PC(스팀)	넷마블네오/넷마블
펄어비스	붉은사막	4Q25	오픈월드 액션 어드벤처	PC, 콘솔	펄어비스
카카오게임즈	가디스오더	3Q25	액션 RPG	모바일	로드컴플릿/카카오게임즈
	프로젝트 C	4Q25	수집형 RPG	모바일, PC	라이온하트스튜디오/카카오게임즈
	갓 세이브 버밍엄	4Q25	좀비 서바이벌	PC	오션드라이브/카카오게임즈
	크로노 오디세이	4Q25	MMORPG	PC, 콘솔	크로노스튜디오/카카오게임즈
	프로젝트 Q	4Q25	MMORPG	모바일, PC	라이온하트스튜디오/카카오게임즈
컴투스	스타시드 아스니아 트리거(일본)	3Q25	수집형 RPG, 서브컬처	모바일	모히또게임즈/컴투스
	더 스타라이트	3Q25	MMORPG	모바일, PC	게임테일즈/컴투스
	프로젝트 M	2H25	MMORPG	모바일, PC	페퍼게임즈/컴투스
네오위즈	P 의 거짓: 서곡 (DLC)	3Q25	소울라이크	PC, 콘솔	라운드 8/네오위즈
	Shape of Dreams	2H25	로그라이크 MOBA	PC	리자드스무디/네오위즈
	고양이와 스프: 매직레시피	2H25	시뮬레이션	모바일	하이디어/네오위즈
	안녕서울: 이태원편	2H25	퍼즐 플랫포머	PC	지노게임즈/네오위즈
	영웅전설: 가가브 트릴로지(대만, 일본)	2H25	수집형 RPG	모바일	파우게임즈/네오위즈
	킹덤 2	2H25	MMORPG	모바일	파우게임즈/네오위즈
위메이드	미르 M 중국	3Q25	MMORPG	모바일	위메이드넥스트/더나인
	미드나잇 워커스	2H25	PvPvE 좀비 익스트랙션 슈터 FPS	PC	매드엔진/위메이드
	레전드 오브 이미르 글로벌	2H25	MMORPG	모바일	위메이드 XR/위메이드
데브시스터즈	쿠키런: 오븐스매시	2H25	실시간 배틀 액션	모바일	프레스에이/데브시스터즈

자료: 대신증권 Research Center

기업분석

기업분석

크래프톤 (259960)

글로벌 IP 확보 노력, 하반기부터 본격 성과

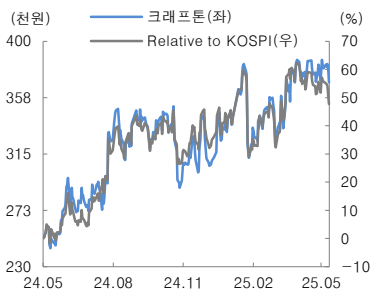
이지은 Jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	540,000 유지
현재주가 (25.05.30)	369,000
	디지털컨텐츠업종

- 순현금 3.8조원을 기반으로 외부 IP 확보 노력 지속
- 2H25부터 IP 확보 노력의 성과가 본격적으로 드러날 전망
- '배그'의 안정적인 매출에 기반, 단일 IP에서 벗어난 체질 전환 구간

KOSPI	2697.67
시가총액	17,682십억원
시가총액비중	0.82%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	386,000원 / 246,000원
120일 평균거래대금	544억원
외국인지분율	42.33%
주요주주	장병규 외 32 인 22.76% IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 13.86%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.7	7.4	18.3	47.0
상대수익률	-5.9	0.9	7.7	43.6



투자의견 매수, 목표주가 540,000원, 게임 Top-pick으로 추천

12MF EPS 26,918원에 Target PER 20배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER의 평균 적용

그간 추진해온 글로벌 IP 확보 노력의 성과가 본격적으로 드러날 전망

크래프톤은 순현금 3.8조원을 기반으로 그동안 IP 확보에 꾸준히 투자를 지속해 옴. 그에 따른 신작 4종이 2H25부터 순차적으로 공개될 예정. 이 중 '서브노티카2'의 스팀 사전 지표는 꾸준히 상승세 유지. 전작 '서브노티카1'은 글로벌 누적 판매량 1800만장 기록, 최근까지도 유저들의 플레이 영상이 지속적으로 업로드되고 있는 만큼 IP 인지도는 높은 것으로 판단. 현재는 약 70명의 인력을 투입하여 중대형급 게임으로 출시 예정. 그럼에도, 얼리엑세스 출시 전략에 따라 마케팅비는 크지 않을 것으로 예상. 이어서, 또다른 인디 게임 '딩컴'의 콘솔 버전 확장 출시가 예정돼있으며, 해당 IP 기반의 모바일 신작도 2026년 출시 예정. '딩컴' 역시 100만장 이상의 판매 기록을 보유한 IP로 기대할 만한 신작으로 판단

'배그' 중심에서 벗어난, 중장기 체질 전환 구간

2025년 하반기 '배틀그라운드(배그)'의 안정적 실적 성장과 함께 신작 모멘텀 지속 발생 전망. 배그는 하반기 성수기에 맞춰, ARPU 높은 컨텐츠 업데이트가 다수 예정돼 있어 매출의 지속 성장 가능 판단. 1분기 inZOI에 이어 하반기 신작들까지 흥행 시, 동사는 1년만에 '배그 단일 IP' 구조를 벗어나 장기화 가능한 멀티 IP 라인업 기반을 마련하게 되는 셈. 단, 아직 배그의 실적 기여 비중이 여전히 절대적이기 때문에, 단기적으로 신작들의 실적 기여가 제한적일 수 있음. 그럼에도, IP 확장에 따른 신작 출시 주기가 빨라지고, 신작들의 실적이 쌓일 경우, 중장기적으로는 배그의 고성장 없이도, 회사 전체 실적의 안정적 성장 가능 판단

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,317	3,757	4,025
영업이익	768	1,182	1,469	1,596	1,686
세전순이익	829	1,723	1,714	1,840	1,929
총당기순이익	594	1,303	1,280	1,380	1,447
지배지분순이익	595	1,306	1,282	1,381	1,448
EPS	12,221	27,162	26,752	28,828	30,229
PER	15.8	11.5	13.8	12.8	12.2
BPS	114,012	141,993	169,264	198,091	228,320
PBR	1.7	2.2	2.2	1.9	1.6
ROE	11.2	21.1	17.2	15.7	14.2

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

표 10. 크래프톤 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	1,289.7	
Target PER(x)	20.0x	글로벌 Peer 의 12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	25,793.7	
주식 수(천주)	47,918.0	
적정 주가(원)	538,288	
목표 주가(원)	**540,000**	반올림 적용
현재 주가(원)	369,000	
상승 여력	46.3%	

자료: 대신증권 Research Center

표 11. 크래프톤 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	751.1	931.6	760.5	2,709.8	3,317.5	3,757.5
YoY	23.6%	82.6%	59.7%	15.5%	31.3%	6.2%	29.5%	23.1%	41.8%	22.4%	13.3%
QoQ	24.6%	6.2%	1.7%	-14.1%	41.5%	-14.1%	24.0%	-18.4%			
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	258.8	414.3	269.9	941.9	1,266.5	1,530.3
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	476.7	501.1	474.3	1,689.8	1,984.5	2,162.6
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	10.4	11.2	11.2	44.4	46.0	44.9
기타	8.4	8.8	7.8	10.5	5.2	5.1	5.1	5.0	35.5	20.5	19.7
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	442.2	493.2	496.3	1,527.3	1,848.6	2,161.1
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	84.2	105.3	110.5	116.0	316.0	416.0	526.1
앱수수료	85.9	77.5	101.1	84.8	105.0	101.8	128.9	105.0	349.3	440.6	500.8
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	148.4	157.5	166.2	183.8	516.8	655.8	767.2
마케팅비	12.4	21.2	29.9	37.9	22.9	18.3	29.3	38.1	101.4	108.6	114.3
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	17.9	18.1	18.3	18.4	102.3	72.7	75.6
기타비용	32.3	35.0	35.9	38.3	38.5	41.3	40.1	35.0	141.5	154.9	177.0
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	308.9	438.4	264.2	1,182.5	1,468.9	1,596.4
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	41.1%	47.1%	34.7%	43.6%	44.3%	42.5%
순이익	348.6	341.5	121.3	491.2	371.5	281.9	379.6	247.5	1,302.6	1,280.5	1,379.8
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	37.5%	40.7%	32.5%	48.1%	38.6%	36.7%

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 12. 크래프톤 주요 신작 라인업

게임명	출시 일정	장르	플랫폼	개발사	내용
inZOI Early Access	2025.03.28	인생 시뮬레이션	PC, 콘솔	인조이스튜디오	– 스팀 얼리액세스로 출시
어비스 오브 던전 (구 다크앤다커 모바일)	2H25	익스트랙션 RPG	모바일	블루홀	– 1Q25 북미 소프트 런칭 – 2H25 글로벌 출시
서브노티카2	2H25	해양 생존 게임	PC, 콘솔	언노운월즈	– 엑스박스 게임패스 입점
펍지 블라인드 스팟	2H25	PvP 슈팅, 액션	PC	펍지스튜디오	– 2024 지스타 출품
딩컴	2H25	개척 생활 시뮬레이션	PC, 콘솔	James Bendon	– 스팀 판권 이관 완료 – 콘솔 추가 출시
딩컴 투게더	2026	개척 생활 시뮬레이션	모바일	5민랩	
inZOI	2026	인생 시뮬레이션	PC, 콘솔	인조이스튜디오	
팰월드 모바일	2026~	서바이벌 크래프트	모바일	펍지스튜디오	
Project Impact	2026~	오픈월드 FPS	PC, 콘솔	네온 자이언트	
Project Balck Budget	2026~	PvPvE 루터슈터	PC, 콘솔	펍지스튜디오	
Project Windless	2026~	액션 어드벤처	PC, 콘솔	몬트리올스튜디오	

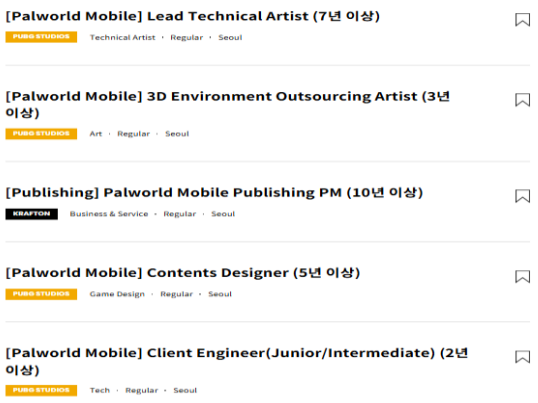
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 13. 2PP 전략을 통한 신작 확보

게임사	인디 게임사	투자 규모, 지분(1Q25 기준)	내용
크래프톤	Gardens Interactive, Inc. (미국)	약 159억원 (11.44%)	– 2021년 설립된 소규모 독립 게임 스튜디오로 인디 게임 위주로 개발 – 2023년 크래프톤은 시리즈 A 라운드(약 400억원)를 통해 투자. 투자 이후 개발사 이사회에 합류
	Playgig, Inc (미국)	약 263억원 (16.18%)	– 2021년 설립된 소규모 게임 개발사
	Studio Sai, Co. (미국)	약 79억원 (20.00%)	– 2020년에 설립. 10명 내외의 개발 인력 보유 – 크래프톤은 Studio Sai의 신작 KAFKA의 우선협상권 확보
	E.F. Games, S.L. (스페인)	약 24억원 (25.00%)	– 2024년 호아킨 루이페레즈와 곤잘로 루이페레즈 형제가 스페인 마드리드에 설립한 게임 개발사로 직원 수는 50명 이내 – 크래프톤은 2024.10월 지분 투자 이후, 2025.05월 신작 '라이벌즈 호버 리그(차량 액션 게임)'을 스팀에 출시할 예정

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 32. 크래프톤 '팰 월드' 모바일 개발 인력 채용 공고



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

그림 33. '딩컴' IP를 활용한 신작 '딩컴 투게더' 개발 중

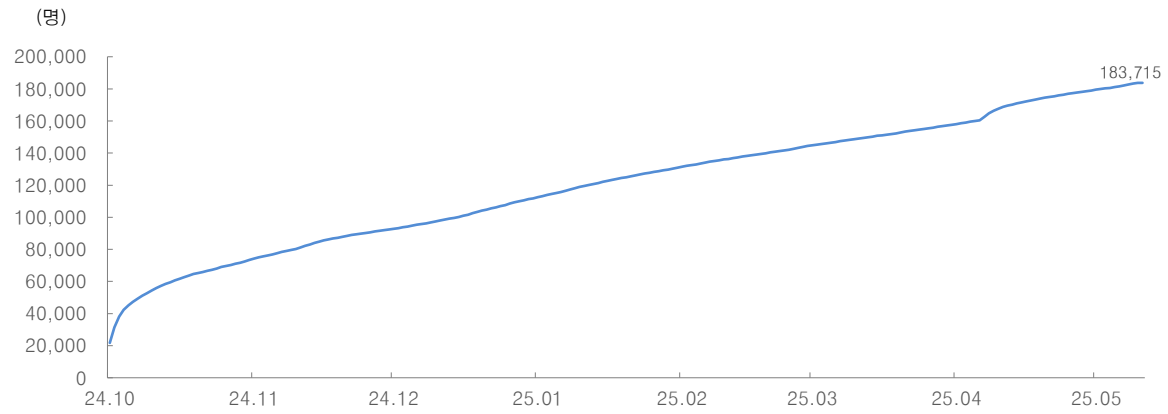
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

표 14. 서브노티카 시리즈 판매 정보

게임	출시일	패키지 판매량	가격	비고
서브노티카	2018.01.23	– 출시 2년차 전 플랫폼에서 523만장 이상 판매량 기록 (무료 판매 이벤트 제외) – 스팀: 2024년 기준 누적 판매량 600만장 – 에픽게임즈: 2019년 2주 무료 행사에서 450만 회 다운로드	USD 29.99	– 싱글플레이 – 오프라인 – 플레이타임 약 30시간
서브노티카: 빌로우 제로	2021.05.14		USD 29.99	– 싱글플레이 –오프라인 – 플레이타임 약 20시간

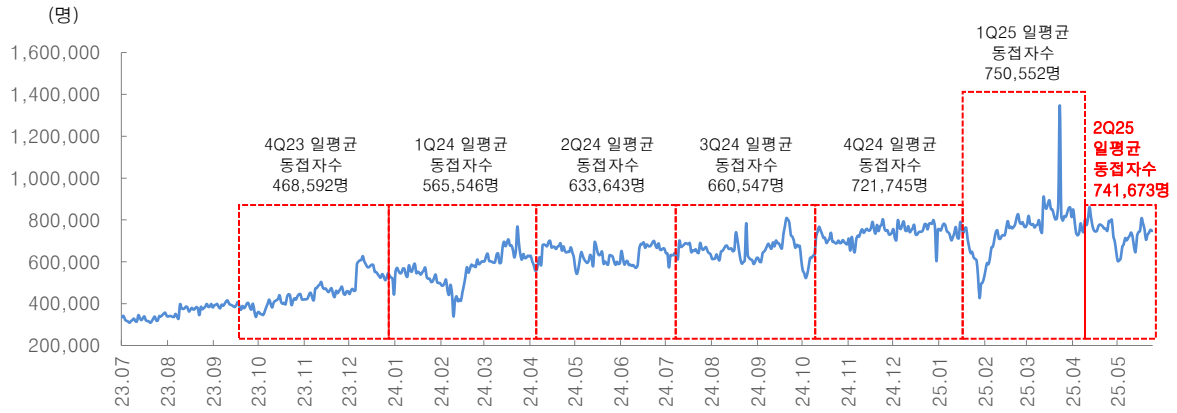
자료: 언론, 언노운월즈, 대신증권 Research Center

그림 34.서브노티카 2 스팀 팔로우 수 추이, 2025.05.28 기준 183,715 명 기록



자료: 크래프톤, steamdb, 대신증권 Research Center

그림 35.펍지 PC 스팀 트래픽 추이



자료: steamdb, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

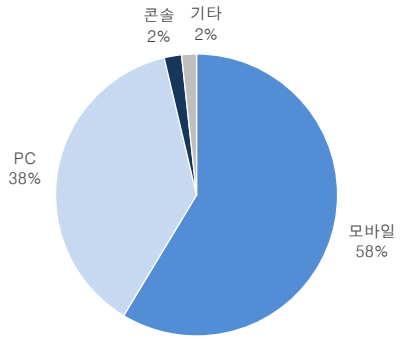
- 크래프톤 대표이사는 김창한
- 2024년 기준 주식 소유 현황은 장병규 14.75%, 이미지 프레임 인베스트먼트 13.73%, 국민연금공단 6.22% 등 보유
- 2007년 설립한 글로벌 게임회사로, 게임의 개발 및 퍼블리싱을 주 사업으로 영위. 크래프톤 본사 산하 총 6개 독립 개발 스튜디오
- 주요 게임: 배틀그라운드

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

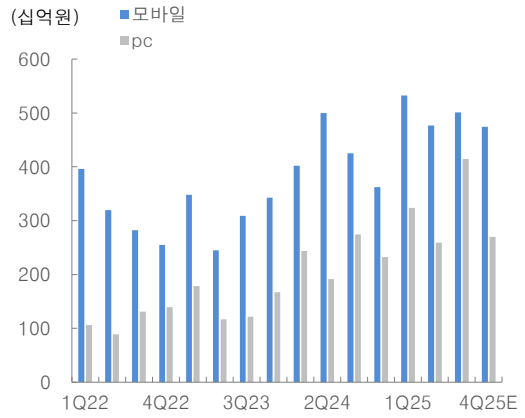
2024년 기준 매출 비중



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

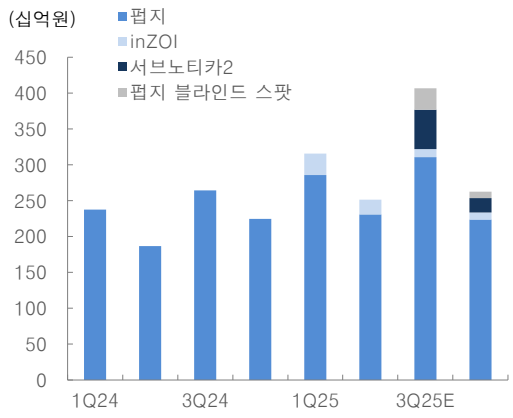
Earnings Driver

모바일/PC 게임 매출 추이 및 전망



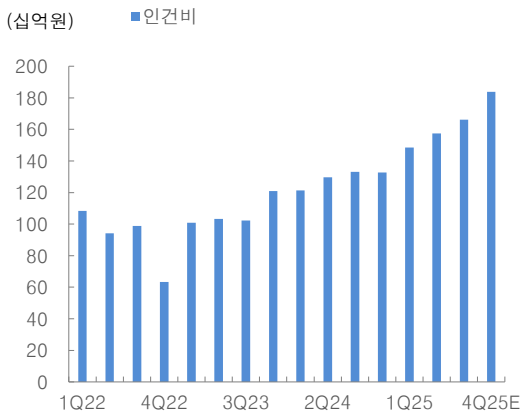
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

PC 매출 추정



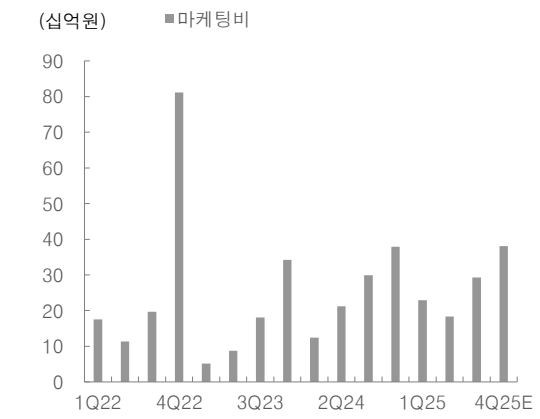
자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,911	2,710	3,317	3,757	4,025
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,317	3,757	4,025
판매비와관리비	1,143	1,527	1,849	2,161	2,340
영업이익	768	1,182	1,469	1,596	1,686
영업이익률	40.2	43.6	44.3	42.5	41.9
EBITDA	876	1,289	1,548	1,664	1,745
영업외손익	61	540	245	243	243
관계기업손익	-44	-48	0	0	0
금융수익	38	33	25	26	26
외환관련이익	71	158	158	158	158
금융비용	-9	-9	-12	-16	-16
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	76	565	231	233	233
법인세비용차감전순손익	829	1,723	1,714	1,840	1,929
법인세비용	-235	-420	-433	-460	-482
계속사업순손익	594	1,303	1,280	1,380	1,447
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	1,280	1,380	1,447
당기순이익률	31.1	48.1	38.6	36.7	35.9
비지배지분순이익	-1	-3	-1	-1	-1
지배지분순이익	595	1,306	1,282	1,381	1,448
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	7	7	7	7
포괄순이익	593	1,376	1,354	1,453	1,520
비지배지분포괄이익	-1	-4	-1	-1	-2
지배지분포괄이익	594	1,380	1,355	1,455	1,522

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964	5,004	5,981	6,825	7,193
현금및현금성자산	721	582	1,333	2,013	2,281
매출채권 및 기타채권	717	1,018	1,244	1,407	1,507
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,405	3,405	3,405	3,405
비유동자산	2,476	2,915	3,220	3,758	4,839
유형자산	257	240	200	169	147
관계기업투자금	571	722	929	1,137	1,344
기타비유동자산	1,648	1,953	2,091	2,452	3,348
자산총계	6,440	7,919	9,201	10,583	12,032
유동부채	521	785	785	785	785
매입채무 및 기타채무	224	238	238	238	238
차입금	7	7	7	7	7
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	290	539	539	539	539
비유동부채	361	306	306	306	306
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	361	306	306	306	306
부채총계	882	1,090	1,090	1,090	1,090
지배지분	5,554	6,828	8,110	9,491	10,939
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	3,895	5,081	6,363	7,744	9,193
기타자본변동	183	264	264	264	264
비지배지분	4	1	2	2	2
자본총계	5,559	6,829	8,111	9,493	10,941
순차입금	-2,904	-3,642	-4,393	-5,073	-5,341

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,221	27,162	26,752	28,828	30,229
PER	15.8	11.5	12.7	11.7	11.2
BPS	114,012	141,993	169,264	198,091	228,320
PBR	1.7	2.2	2.2	1.9	1.6
EBITDAPS	17,982	26,805	32,313	34,736	36,418
EV/EBITDA	7.4	8.8	8.6	7.6	7.1
SPS	39,217	56,353	69,243	78,426	84,020
PSR	4.9	5.5	5.3	4.7	4.4
CFPS	18,854	29,699	27,920	30,316	31,998
DPS	0	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662	908	629	779	901
당기순이익	594	1,303	1,280	1,380	1,447
비현금항목의 가감	324	126	57	73	86
감가상각비	108	106	79	68	59
외환손익	-8	-96	-123	-123	-123
지분법평가손익	44	48	0	0	0
기타	180	67	101	128	151
자산부채의 증감	-139	-276	-276	-214	-150
기타현금흐름	-117	-244	-433	-460	-482
투자활동 현금흐름	-394	-832	-455	-676	-1,210
투자자산	-48	-666	-365	-586	-1,120
유형자산	-34	-20	-20	-20	-20
기타	-312	-146	-70	-70	-70
재무활동 현금흐름	-225	-259	-65	-65	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	19	6	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-244	-265	-65	-65	-65
현금의 증감	46	-139	751	680	268
기초 현금	675	721	582	1,333	2,013
기말 현금	721	582	1,333	2,013	2,281
NOPLAT	551	894	1,098	1,197	1,264
FCF	649	974	1,157	1,245	1,303

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	3.1	41.8	22.4	13.3	7.1
영업이익 증가율	2.2	54.0	24.2	8.7	5.6
순이익 증가율	18.8	119.3	-1.7	7.8	4.9
수익성					
ROIC	37.4	60.7	67.3	67.6	68.0
ROA	12.3	16.5	17.2	16.1	14.9
ROE	11.2	21.1	17.2	15.7	14.2
안정성					
부채비율	15.9	16.0	13.4	11.5	10.0
순차입금비율	-52.2	-53.3	-54.2	-53.4	-48.8
이자보상배율	86.2	125.0	0.0	0.0	0.0

자료: 크래프톤, 대신증권 Research Center

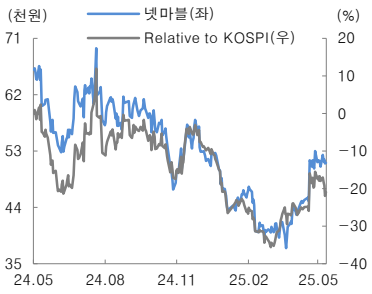
넷마블
(251270)

이지은 Jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	65,000 유지
현재주가 (25.05.30)	51,100 디지털컨텐츠업종

KOSPI	2697.67
시가총액	4,392십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	69,400원 / 37,500원
120일 평균거래대금	74억원
외국인지분율	24.55%
주요주주	방준혁 외 12 인 24.33% HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 17.52%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.3	27.0	-3.6	-15.1
상대수익률	8.3	19.2	-12.2	-17.1



기업분석

매 분기 신작 출시 중

- 낮아진 신작 출시 지연 리스크, 하반기 '7대죄 오리진' 출시 기대
- 마케팅비, 지급수수료, 고정비 등 각 비용 항목 모두 효율화 중
- 연이은 신작 흥행으로 2025년 영업이익 YoY 25% 성장 전망

투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

SOTP 방식 적용. 영업자산 가치 4.6조원. 투자자산 지분가치 1.8조원 추정. 1) 영업자산 가치: 12MF EBITDA에 글로벌 게임 peer의 멀티플 평균 적용. 2) 투자자산 가치: 하이브 지분가치 6,429억원, 엔씨소프트 지분가치 1,727억원, 코웨이 지분가치 9,869억원

낮아진 신작 출시 지연 리스크 + 비용 통제 효과

넷마블은 2H24부터 매 분기 신작 출시 중. 2H24부터 현재까지 출시한 8종의 신작 중 4종이 출시 초기 모바일 게임 매출 순위 상위권을 유지. 하반기에도 5종의 신작 출시 예정으로 출시 지연 리스크는 낮은 것으로 판단. 특히, AAA급의 PC/콘솔 신작 '일곱개의 대죄: 오리진'의 정보가 그간 많지 않아, 출시 연기 우려가 있었으나, 6월 서머게임페스트에서 신규 트레일러를 공개하면서 점차 마케팅 진행될 것으로 예상. 2026 출시 예정인 기대작 'GTA6' 출시 시점을 피하려는 전략도 2025년 출시 목표에 반영됐을 것으로 판단. 동사는 2H24부터 신작을 내고 있으나, 마케팅비 비중은 오히려 신작이 부재했던 시기대비 감소(그림 37). 또한 동사의 게임들은 PC 비중이 높아 지급수수료율 역시 낮아지고 있음. 마지막으로 인건비, 감가비 등의 고정비 역시 전년대비 각각 -3%, -16% 감소 전망. 각각의 비용 항목 모두 효율화 효과 나타나는 중

연이은 신작 성공, 2025년 이익 성장 가시화

1Q25 호실적에 기여한 '나혼자만레벨업: 어라이즈'는 1분기 진행한 업데이트 효과가 2분기까지 이어지는 것으로 파악. 1분기 흥행작 'RF 온라인넥스트'의 모바일 게임 매출 순위는 5위권 내외로 하락했으나, 2분기 흥행에 성공한 신작 '세븐나이츠리버츠'가 모바일 게임 매출 순위 1위를 유지 중이며, PC 비중이 높아 유의미한 실적 기여 가능할 것으로 판단. 연이은 신작의 흥행, 낮아진 신작 지연 리스크, 비용 통제로 2025년 연간 영업이익은 YoY 25% 성장 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,721	2,610	2,616
영업이익	-68	216	272	212	237
세전순이익	-159	76	286	187	212
총당기순이익	-304	3	232	150	169
지배지분순이익	-256	26	218	141	160
EPS	-2,975	298	2,541	1,643	1,858
PER	NA	173.3	20.1	31.1	27.5
BPS	57,933	63,011	72,740	87,934	115,047
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
ROE	-4.9	0.5	3.7	2.0	1.8

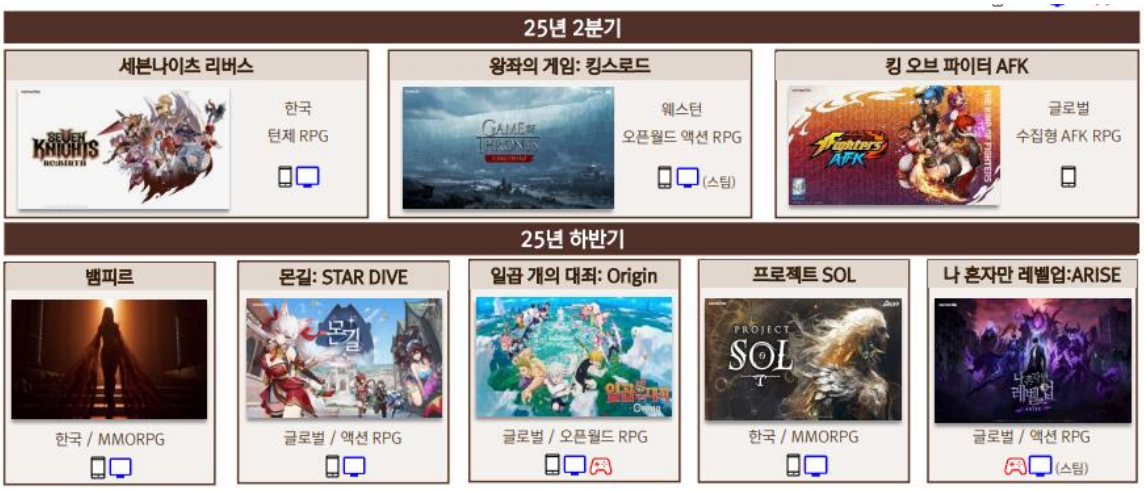
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

표 15. 넷마블 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
(A) SoTP Valuation		
(1) 영업 가치		
12MF EBITDA	404.5	EA, Nexon, 크래프톤 등 글로벌 peer 7개사의 12MF EV/EBITDA 평균
Target EV/EBITDA	12.7x	
적정 가치	4,623.6	
(2) 투자자산 가치		
하이브 적정가치	11,350.2	현재 주가 기준
지분율	9.4%	
할인율	40.0%	
하이브 지분가치 (a)	642.9	
엔씨소프트 적정가치	3,241.2	현재 주가 기준
지분율	8.9%	
할인율	40.0%	
엔씨소프트 지분가치 (b)	172.7	
코웨이 적정가치	6,558.1	현재 주가 기준
지분율	25.1%	
할인율	40.0%	
코웨이 지분가치 (c)	986.9	
적정 가치 (a) + (b) + (c)	1,802.4	
(3) 순차입금	882.0	1Q25 별도 기준
총 기업가치 (1) + (2) + (3)	5,544.0	
발행 주식 수(천주)	85,953	
적정 주가(원)	64,500	
목표 주가(원)	**65,000**	
현재 주가(원)	47,450	
상승 여력	37.0%	

자료: 대신증권 Research Center

그림 36. 2025 년 신작 라인업



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

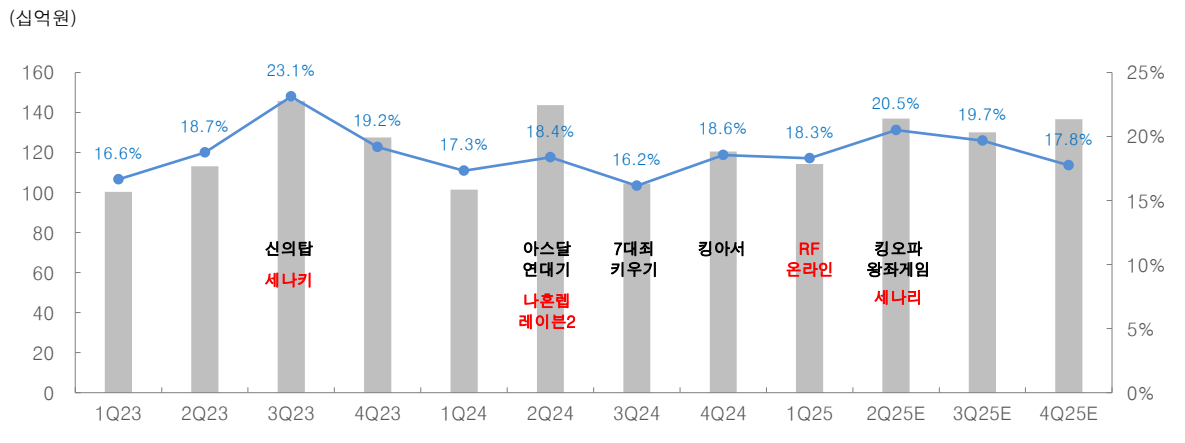
표 16. 넷마블 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	668.0	666.3	763.1	2,663.8	2,721.2	2,610.5
제2의 나라	17.6	16.2	14.3	13.8	12.4	11.7	11.1	10.8	61.8	45.9	40.5
마블 콘테스트 오브 챔피언	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	60.2	44.8	72.9	253.4	234.0	199.5
일곱개의 대죄: 그랜드크로스	41.0	31.3	25.9	32.5	31.2	26.5	22.2	26.6	130.6	106.6	98.8
리니지2 레볼루션	17.6	18.2	18.2	18.0	17.8	17.6	17.5	17.3	71.9	70.2	67.4
해리포터 호그와트 미스터리	23.4	18.6	18.2	19.5	18.7	18.6	18.5	18.2	79.7	73.9	69.0
블레이드앤소울 레볼루션	15.1	15.2	13.8	13.6	13.0	12.8	11.5	11.4	57.7	48.8	40.8
스핀엑스 게임 3종	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	134.8	128.0	130.6	604.2	543.1	549.0
신의탑	15.7	12.7	16.7	12.0	11.9	9.6	7.8	6.2	57.2	35.5	14.5
세븐나이츠키우기	29.3	14.8	10.5	9.4	6.0	5.5	5.0	4.5	64.0	20.9	13.7
나혼렙		156.4	84.1	38.9	49.9	45.4	36.7	33.1	279.5	165.1	101.4
레이븐2		31.3	38.8	32.5	31.2	19.9	19.1	18.1	102.6	88.3	63.3
일곱개의 대죄 오리진								105.0		105.0	66.5
RF 온라인넥스트					18.7	56.2	34.1	24.1		133.0	42.2
세븐나이츠리버스						58.5	46.8	33.1		138.4	76.2
중국 신작	18.2	18.4	15.7	16.0	17.6	15.8	14.3	12.8	68.3	60.4	39.0
기타(기타 게임/신작)	196.8	230.2	196.9	209.2	189.7	174.9	249.0	238.4	833.1	852.1	1,128.5
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	605.5	601.5	667.7	2,448.2	2,449.0	2,398.2
인건비	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	173.8	175.6	177.3	720.0	698.8	698.4
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	224.8	224.9	281.7	946.9	950.5	967.0
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	137.0	130.2	136.7	470.3	518.1	437.4
감가비	39.0	39.9	37.3	38.2	31.9	32.2	32.5	32.9	154.4	129.5	134.8
기타	34.3	41.6	35.9	44.8	36.9	37.6	38.4	39.2	156.6	152.1	160.6
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	62.4	64.7	95.4	215.6	272.2	212.2
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	9.3%	9.7%	12.5%	8.1%	10.0%	8.1%
지배주주지분 순이익	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	38.3	40.3	63.6	25.6	217.8	140.9
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	5.7%	6.0%	8.3%	1.0%	8.0%	5.4%

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

그림 37. 마케팅비 비중 추이



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

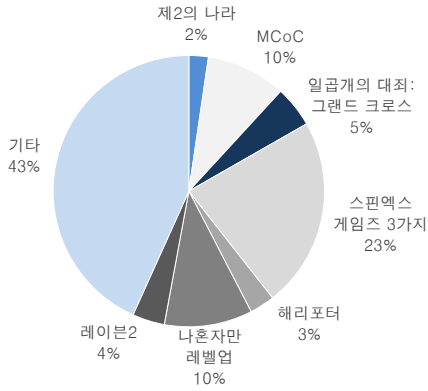
- 대표이사는 권영식, 이승원
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 방준혁 외 15인 24.2%, CJ ENM 17%, HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD. 18%, 엔씨소프트 7%, 국민연금공단 6% 등 보유
- 동사의 주된 사업은 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱 사업 영위
- 주요 게임: 마블 컨테스트 오브 챔피언스, 일본개의 대죄: 그랜드 크로스, 제2의 나라: 크로스 월드, 리니지2 레볼루션, 세븐나이츠2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

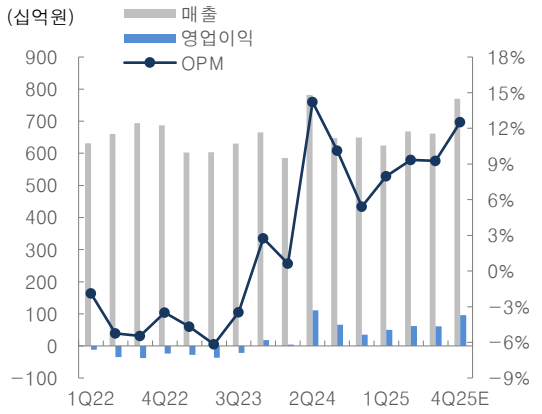
게임별 매출 비중 (2024년 기준)



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

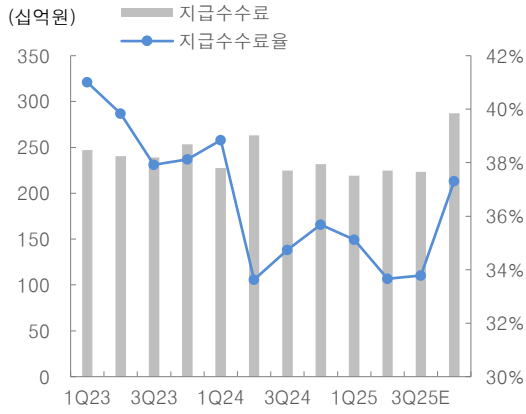
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



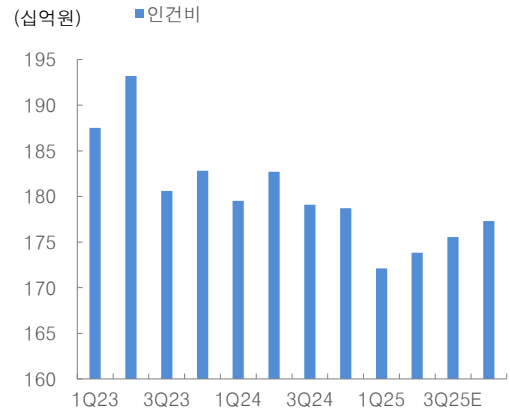
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

지급수수료 추이 및 전망



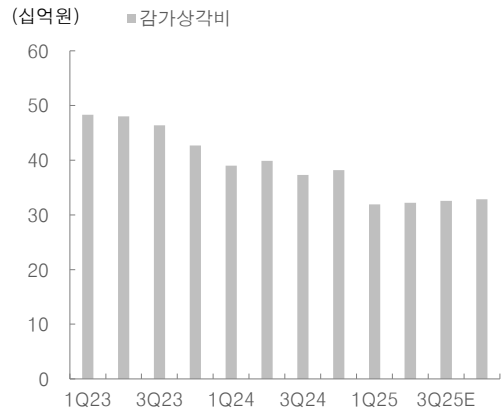
자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

감가상각비 추이 및 전망



자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502	2,664	2,721	2,610	2,616
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,664	2,721	2,610	2,616
판매비와관리비	2,571	2,448	2,449	2,398	2,379
영업이익	-68	216	272	212	237
영업이익률	-2.7	8.1	10.0	8.1	9.0
EBITDA	117	370	403	330	343
영업외손익	-90	-139	14	-25	-25
관계기업손익	113	109	59	64	64
금융수익	73	77	40	40	40
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-262	-192	-12	-12	-12
외환관련손실	71	54	28	28	28
기타	-14	-133	-73	-117	-117
법인세비용차감전순손익	-159	76	286	187	212
법인세비용	-145	-73	-54	-37	-42
계속사업순손익	-304	3	232	150	169
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-304	3	232	150	169
당기순이익률	-12.1	0.1	8.5	5.7	6.5
비지배지분순이익	-48	-22	13	9	10
지배지분순이익	-256	26	218	141	160
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-29	35	35	36	36
포괄순이익	-590	352	584	505	529
비지배지분포괄이익	-48	-20	33	29	30
지배지분포괄이익	-542	371	550	476	498

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	906	1,115	1,314	1,975	3,656
현금및현금성자산	430	578	713	1,295	2,837
매출채권 및 기타채권	272	295	301	290	290
재고자산	3	2	2	2	2
기타유동자산	201	240	298	388	527
비유동자산	7,010	7,062	6,802	6,565	6,343
유형자산	344	340	313	292	275
관계기업투자금	2,386	2,439	2,270	2,105	1,940
기타비유동자산	4,280	4,283	4,220	4,168	4,128
자산총계	7,916	8,177	8,116	8,540	9,999
유동부채	1,940	1,348	442	-454	-1,350
매입채무 및 기타채무	265	344	345	344	344
차입금	1,311	505	-391	-1,286	-2,181
유동성채무	86	131	120	120	120
기타유동부채	278	368	370	381	395
비유동부채	897	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	372	997	997	997	997
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	525	358	358	358	358
부채총계	2,837	2,703	1,797	901	5
지배지분	4,980	5,416	6,252	7,558	9,889
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,128	1,145	1,330	1,437	1,562
기타자본변동	792	1,207	1,859	3,058	5,263
비지배지분	100	58	67	81	106
자본총계	5,079	5,474	6,319	7,639	9,994
순차입금	1,329	995	-105	-1,673	-4,249

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,975	298	2,541	1,643	1,858
PER	NA	173.3	17.7	27.4	24.2
BPS	57,933	63,011	72,740	87,934	115,047
PBR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4
EBITDAPS	1,361	4,305	4,693	3,841	3,992
EV/EBITDA	54.9	14.9	10.8	8.5	0.7
SPS	29,109	30,991	31,659	30,370	30,435
PSR	2.0	1.7	1.6	1.7	1.7
CFPS	1,587	4,482	6,540	5,179	5,330
DPS	0	417	417	417	417

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98	288	490	406	403
당기순이익	-304	3	232	150	169
비현금항목의 가감	440	382	330	295	289
감가상각비	185	154	131	118	106
외환손익	36	5	2	2	2
지분법평가손익	-113	-109	-59	-64	-64
기타	332	332	257	240	245
자산부채의 증감	-121	-35	-24	-8	-19
기타현금흐름	-113	-63	-48	-31	-36
투자활동 현금흐름	466	37	31	-6	-56
투자자산	544	179	171	166	166
유형자산	-36	-17	-17	-17	-17
기타	-43	-125	-123	-155	-205
재무활동 현금흐름	-481	-221	-983	-972	-972
단기차입금	-298	-895	-895	-895	-895
사채	-160	399	0	0	0
장기차입금	-16	314	0	0	0
유상증자	3	5	0	0	0
현금배당	-2	0	-34	-34	-34
기타	-8	-43	-54	-43	-43
현금의 증감	-73	148	135	583	1,541
기초 현금	503	430	578	713	1,295
기말 현금	430	578	713	1,295	2,837
NOPLAT	-131	9	220	170	189
FCF	31	167	334	270	278

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-6.4	6.5	2.2	-4.1	0.2
영업이익 증가율	적지	흑전	26.2	-22.0	11.5
순이익 증가율	적지	흑전	7,105.3	-35.3	13.1
수익성					
ROIC	-3.5	0.3	6.2	5.0	5.7
ROA	-0.8	2.7	3.3	2.5	2.6
ROE	-4.9	0.5	3.7	2.0	1.8
안정성					
부채비율	55.9	49.4	28.4	11.8	0.1
순차입금비율	26.2	18.2	-1.7	-21.9	-42.5
이자보상배율	-0.5	2.0	0.0	0.0	0.0

자료: 넷마블, 대신증권 Research Center

엔씨소프트 (036570)

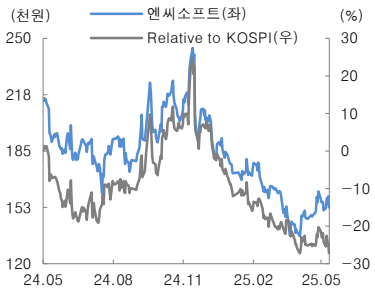
이지은 Jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	Marketperform 매수, 유지
6개월 목표주가	180,000 유지
현재주가 (25.05.30)	152,500

디지털컨텐츠업종

KOSPI	2697.67
시가총액	3,285십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	244,500원 / 135,800원
120일 평균거래대금	179억원
외국인지분율	36.63%
주요주주	김택진 외 16 인 12.36% 퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인 9.43%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	-10.3	-35.8	-20.7
상대수익률	-1.2	-15.8	-41.5	-22.5



기업분석

장르 다변화와 신작 출시 속도 개선, 흥행 성과가 핵심 변수

- 외부 IP 퍼블리싱 권한 확보로 연말부터 빨라지는 신작 출시 속도
- MMORPG에 치중된 구조 → 신작을 통해 장르/유저층 다변화 기대
- 단, 낮아진 hit-ratio. 실적/주가 상승 위해 신작들의 흥행 증명 필요

투자의견 Marketperform, 목표주가 180,000원 유지

2026 EPS 9,237원에 Target PER 19.2배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 2026 PER 평균 대비 10% 할인

외부 IP 퍼블리싱 권한 확보로 연말부터 빨라지는 신작 출시 속도

2025년 하반기 5종의 신작 출시 예정. 기존 IP 스핀오프 1종, '아이온2', '브레이커스: 언락더월드', 'LLL' 출시 및 최근 '로스트소드'의 해외 퍼블리싱 권한 확보로 연내 대만/홍콩/마카오 지역 출시 예정. 그동안 동사는 자사 IP 라인업 개발에 집중했다면, 하반기부터는 최근 확보해온 외부 IP의 퍼블리싱 사업도 본격화할 계획. 2026년 상반기엔 인디 게임사 미스틸게임즈가 개발한 신작 '타임 테이커즈'를 퍼블리싱할 예정

순현금 1.1조원을 기반으로 외부 IP 확보에 투자해오면서, 신작 출시 속도는 연말부터 점차 빨라질 수 있을 것으로 판단. 신작들의 흥행 시, 기존 MMORPG 장르에만 치중했던 동사 게임들의 장르 다변화 및 신규 유저층 확보가 가능할 것으로 기대. 특히, 동사의 기존 라인업 특성 상, 대규모 MMORPG 신작은 오랜 개발 기간으로 출시 간격이 긴 구조였으나, 외부 IP 신작 퍼블리싱을 통해 이를 보완할 수 있을 것으로 판단

낮아진 hit-ratio, 실적/주가 상승을 위해 신작들의 흥행 증명 필요

외부 IP 확보를 통한 장르 다변화, 빨라진 신작 출시 속도는 긍정적. 다만, 동사는 2021년 초기 흥행에 성공한 리니지W 이후에는, 그동안 연이은 흥행 부진이 이어지면서 hit ratio는 상당히 낮아진 상황. 신작 기대감만으로 실적 성장의 가시성이 높아졌다고 기대하긴 아직 이르다고 판단. 신작 출시 이후 시장의 기대치를 뛰어넘는 흥행 성과 증명 시, 실적 성장 기대감과 함께 긍정적인 주가 흐름 가능할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,559	1,794	1,916
영업이익	137	-109	18	168	196
세전순이익	206	121	121	266	294
총당기순이익	214	94	110	207	229
지배지분순이익	212	94	110	207	229
EPS	9,663	4,291	5,089	9,595	10,615
PER	24.9	42.7	30.0	15.9	14.4
BPS	148,023	139,312	146,286	155,198	164,504
PBR	1.6	1.3	1.0	1.0	0.9
ROE	6.6	3.0	3.5	6.4	6.6

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

표 17. **엔씨소프트 목표주가 산출** (단위: 십억원)

구분	내용	비고
2026 지배주주지분 순이익(십억원)	206.6	
Target PER(x)	19.2x	글로벌 peer 9개사 2026 PER 평균 대비 10% 할인
목표 시총(십억원)	3,966.7	
주식 수(천주)	21,544.0	
적정 주가(원)	184,121	
목표 주가(원)	180,000	**반올림 적용**
현재 주가(원)	152,500	
상승 여력	18.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표 18. **엔씨소프트 실적 추정 표** (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	346.0	355.0	497.5	1,578.1	1,558.8	1,793.9
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	22.8	24.9	22.3	98.2	92.3	87.8
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	20.3	18.6	17.7	85.5	75.6	71.0
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	7.9	7.2	6.8	50.4	30.4	25.1
블레이드&소울	4.1	3.4	3.2	14.0	14.2	11.8	11.3	11.4	24.7	48.7	44.3
길드워2	25.4	23.5	19.0	24.7	19.3	18.5	15.1	14.7	92.6	67.6	55.4
LLL								20.0		20.0	91.4
모바일 게임	249.4	218.2	253.4	215.6	206.6	190.9	210.6	323.6	936.7	931.8	1,084.4
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	115.1	139.6	118.7	492.8	486.1	463.6
리니지2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	34.6	35.5	43.1	182.6	151.0	144.3
블소2	5.6	3.5	4.5	3.5	3.0	2.6	2.3	2.0	17.1	9.8	5.9
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	38.7	33.2	34.8	244.3	159.8	141.1
아이온2							–	125.0		125.0	329.6
로열티 매출액	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	50.7	46.5	47.6	182.0	189.7	178.5
기타 게임	24.3	27.2	29.7	26.9	25.7	23.1	20.8	33.3	108.1	103.0	113.1
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	343.3	367.5	474.4	1,687.3	1,540.3	1,626.1
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	177.4	179.4	206.6	906.4	750.5	784.1
지급수수료	95.8	82.3	106.1	101.0	95.3	84.3	86.5	131.1	385.2	397.2	459.8
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	17.3	39.1	64.7	128.2	134.4	109.0
감가상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	25.4	25.7	25.9	108.1	102.1	106.3
기타 영업비용	38.9	44.4	33.8	42.2	34.1	38.9	37.0	46.2	159.4	156.2	167.0
영업이익	25.7	8.8	-14.3	- 129.5	5.2	2.7	-12.5	23.0	-109.2	18.4	167.8
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	0.8%	-3.5%	4.6%	-6.9%	1.2%	9.4%
지배주주 순이익	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	23.0	10.4	38.9	94.2	110.1	206.6
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	6.6%	2.9%	7.8%	6.0%	7.1%	11.5%

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center
주: TL 글로벌, 블소2 중국 매출은 로열티 매출로 분류

표 19. 엔씨소프트 주요 게임 및 신작 라인업

구분	출시 일정	게임명	내용
모바일 게임	19년 5월 29일	리니지M(일본)	일본 출시
	19년 11월 27일	리니지2M(한국)	풀 3D MMORPG, 국내 모바일 MMORPG 중 가장 큰 오픈월드 규모 구현 사전예약자 수 700만명 이상 달성
	21년 3월 24일	리니지2M(대만/일본)	1/4 티저사이트 오픈, 1/8 사전예약 시작, 3월 24일 출시
	21년 12월 2일	리니지2M	글로벌 29개국 출시
	21년 8월 26일	블레이드&소울2(한국)	사전예약자 수 746만명 이상 달성. 국내 게임 사전예약자 수 최대
	21년 11월 4일	리니지W	향후 콘솔/PC 버전 출시 예정
	미정	리니지W	2권역(북미, 유럽 등) 출시 예정, NFT 도입
	23년 8월 23일	블레이드&소울2(대만, 일본)	
	23년 9월 26일	퍼즈업	
	2024.06	배틀크러쉬	
	2024.08	호연	블소 IP 수집형 RPG
	4Q24	저니 오브 모나크	**리니지 IP 기반**
	2025 상반기	블소 2 중국	
		리니지2M(동남아)	
	4Q25	아이온2	한국, 대만 출시
		브레이커스: 언락더월드	서브컬처 RPG 프로젝트
		로스트소드	대만, 홍콩, 마카오 출시. 코드캣개발. 수집형 RPG
		기존 IP 스핀오프 1종	
PC/콘솔 게임	23년 12월	TL (국내)	23년 5월 CBT 진행. 스팀/콘솔 출시 예정
	2024.10.01	TL (글로벌)	23년 9/19~10/3 아마존게임즈와 함께 기술 테스트 진행
	2025	LLL	오픈월드 MMO 슈팅 장르. 2024년 4분기 외부테스트
	1Q26	타임 테이커즈	타임 서바이벌 히어로 슈터

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

표 20. 2PP 전략을 통한 신작 확보

게임사	인디 게임사	투자 규모, 지분(1Q25 기준)	내용
엔씨 소프트	미스틸게임즈 (한국)	약 150억원 (8.69%)	– 2022년 설립된 국내 게임 개발 스튜디오 – 엔씨소프트는 타임테이커즈 글로벌 퍼블리싱 판권 확보
	Virtual Alchemy (폴란드)	비공개	– 2022년 설립된 폴란드 게임 개발사로 직원 수는 10명 내외 – 엔씨소프트는 밴드 오브 크루세이더(유럽 중세 배경의 전략 RPG) 글로벌 판권 확보

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

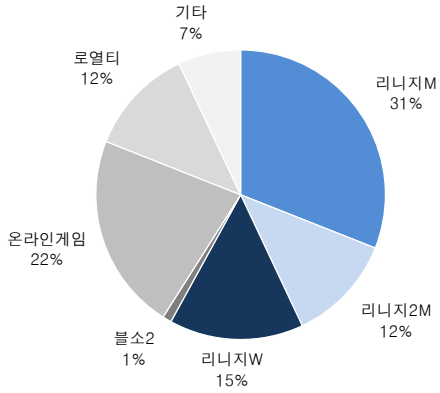
- 엔씨소프트 대표이사는 김택진
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 김택진 외 14인 12%, 국민연금공단 8.2%, 넷마블 8.9%, Public Investment Fund 9.3% 보유
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발 및 서비스 제공을 포함한 디지털 엔터테인먼트 관련 인터넷 사업
- 주요 게임: 리니지, 리니지2, 아이온, 블레이드&소울, 리니지 M, 리니지2M 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

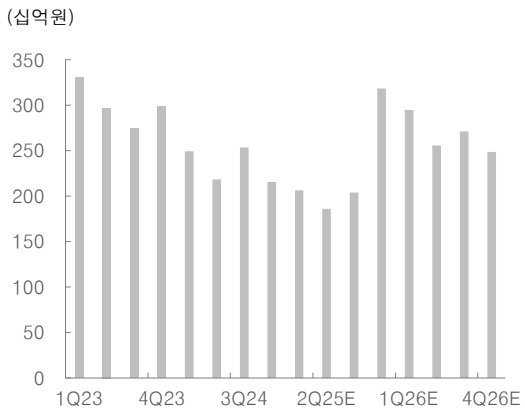
게임별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

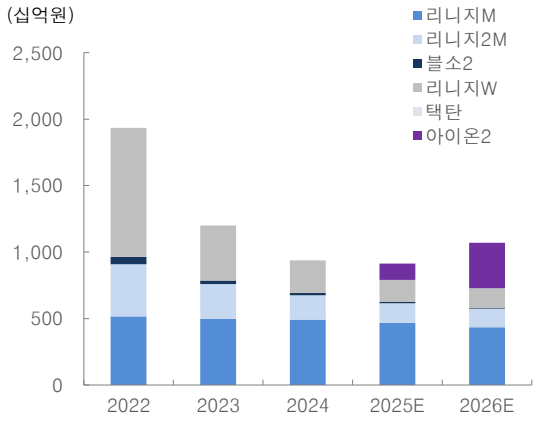
Earnings Driver

모바일 게임 매출 추이 및 전망



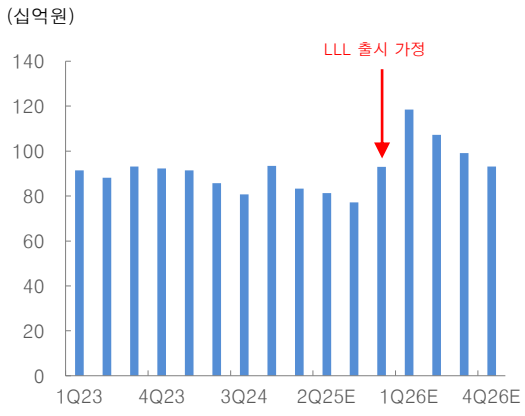
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

주요 모바일 게임별 매출 추이 및 전망



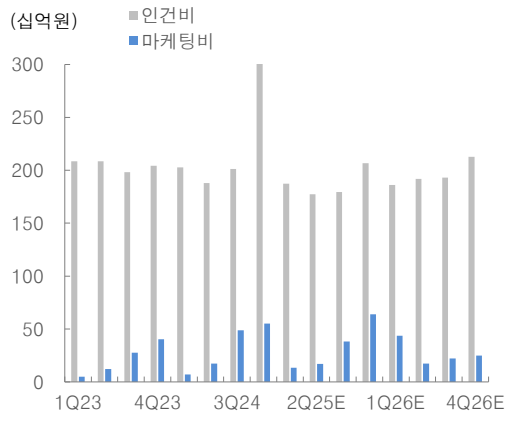
자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

PC 매출 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

인건비와 마케팅비 추이 및 전망



자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,780	1,578	1,559	1,794	1,916
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,559	1,794	1,916
판매비와관리비	1,643	1,687	1,540	1,626	1,720
영업이익	137	-109	18	168	196
영업이익률	7.7	-6.9	1.2	9.4	10.2
EBITDA	249	0	117	263	289
영업외손익	69	230	102	98	98
관계기업손익	4	4	-8	-9	-9
금융수익	120	157	107	103	103
외환관련이익	30	81	81	81	81
금융비용	-29	-40	-72	-75	-75
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-26	109	76	79	79
법인세비용차감전순손익	206	121	121	266	294
법인세비용	8	-27	-11	-58	-65
계속사업순손익	214	94	110	207	229
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	214	94	110	207	229
당기순이익률	12.0	6.0	7.1	11.6	12.0
비지배지분순이익	2	0	0	1	1
지배지분순이익	212	94	110	207	229
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-5	-5	-5	-5
포괄순이익	191	48	64	161	183
비지배지분포괄이익	2	0	0	0	1
지배지분포괄이익	189	48	64	161	183

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,337	1,789	2,256	2,431	2,623
현금및현금성자산	365	1,260	1,883	2,063	2,250
매출채권 및 기타채권	172	167	163	180	188
재고자산	1	1	1	1	1
기타유동자산	1,799	360	208	186	184
비유동자산	2,057	2,165	2,045	2,049	2,057
유형자산	1,001	998	982	969	959
관계기업투자금	25	50	77	104	131
기타비유동자산	1,032	1,118	986	975	967
자산총계	4,394	3,954	4,301	4,480	4,680
유동부채	614	322	562	562	562
매입채무 및 기타채무	215	196	196	196	196
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	240	0	240	240	240
기타유동부채	159	126	126	126	126
비유동부채	526	568	568	568	568
차입금	170	170	170	170	170
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	357	398	398	398	398
부채총계	1,141	890	1,130	1,130	1,130
지배지분	3,250	3,058	3,165	3,344	3,544
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	458	458	458
이익잉여금	3,473	3,474	3,556	3,734	3,935
기타자본변동	-667	-860	-860	-860	-860
비지배지분	3	5	5	6	6
자본총계	3,253	3,064	3,170	3,349	3,550
순차입금	-1,471	-1,099	-1,329	-1,485	-1,668

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	9,663	4,291	5,089	9,595	10,615
PER	24.9	42.7	30.1	16.0	14.4
BPS	148,023	139,312	146,286	155,198	164,504
PBR	1.6	1.3	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	11,349	-2	5,419	12,229	13,424
EV/EBITDA	15.3	NA	16.7	6.9	5.6
SPS	81,071	71,883	72,045	83,265	88,954
PSR	3.0	2.5	2.1	1.8	1.7
CFPS	13,017	3,975	6,131	12,740	13,934
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	140	107	73	146	175
당기순이익	214	94	110	207	229
비현금항목의 가감	72	-7	23	67	71
감가상각비	112	109	99	96	93
외환손익	7	-4	-50	-50	-50
지분법평가손익	-1	2	0	0	0
기타	-47	-114	-26	21	28
자산부채의 증감	-96	-43	-62	-83	-73
기타현금흐름	-50	63	2	-46	-52
투자활동 현금흐름	113	1,294	178	-70	-90
투자자산	349	327	-28	-28	-28
유형자산	-117	-83	-83	-83	-83
기타	-120	1,051	289	42	22
재무활동 현금흐름	-177	-523	193	-72	-72
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	-240	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	25	0	0
현금배당	-136	-64	-28	-28	-28
기타	-42	-219	196	-44	-44
현금의 증감	80	895	623	180	187
기초 현금	286	365	1,260	1,883	2,063
기말 현금	365	1,260	1,883	2,063	2,250
NOPLAT	142	-85	17	131	153
FCF	95	-19	149	142	162

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-30.8	-11.3	-1.2	15.1	6.8
영업이익 증가율	-75.4	적전	흑전	810.1	16.8
순이익 증가율	-50.9	-56.0	17.0	88.3	10.6
수익성					
ROIC	13.2	-6.9	1.4	11.3	13.1
ROA	3.1	-2.6	0.4	3.8	4.3
ROE	6.6	3.0	3.5	6.4	6.6
안정성					
부채비율	35.1	29.1	35.7	33.8	31.8
순차입금비율	-45.2	-35.9	-41.9	-44.4	-47.0
이자보상배율	9.4	-10.6	0.0	0.0	0.0

자료: 엔씨소프트, 대신증권 Research Center

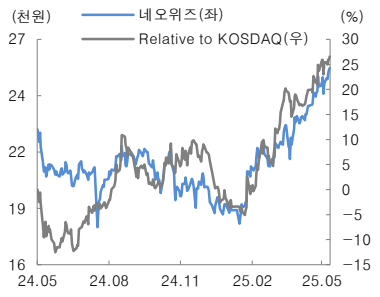
네오위즈 (095660)

이지은 Jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 상향
6개월 목표주가	31,000 상향
현재주가 (25.05.30)	25,600
	디지털컨텐츠업종

KOSDAQ	734.35
시가총액	560십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	25,600원 / 17,830원
120일 평균거래대금	20억원
외국인지분율	12.25%
주요주주	나성균 외 12 인 37.64%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	20.8	30.1	23.4
상대수익률	7.1	22.3	20.2	39.8



기업분석

DLC 출시 이전에 나아진 기초체력

- 하반기 기대작으로 P의 거짓 DLC 외에도 주목할만한 인디작 대기
- 신작 출시 전, 인건비 감소와 브더2의 역주행으로 나아진 기초체력
- 신작 기대감에 나아진 실적 안정성 반영, 투자의견, 목표주가 상향

투자의견 매수로 상향, 목표주가 31,000원으로 48% 상향

12MF EPS 1,542원에 Target PER 20배 적용. Target PER은 글로벌 peer의 12MF PER의 평균 적용. 목표주가 상향은 1) 신작 출시 기대감을 반영하여 기존 멀티플 할인율 제거, 2) 기존작과 신작 추정치 상향 조정 및 인건비 하향 조정을 통해 2025년 영업이익을 기존 대비 59% 상향 조정

하반기 기대작: DLC외에도 주목할 만한 인디 신작 대기

인디 게임의 명가 네오위즈는 2025년 하반기에도 3종의 인디 게임을 포함한 6종의 신작 출시 예정. 이 중 가장 기대감이 높은 게임은 'P의 거짓' DLC지만, 최근 인디 게임 행사에서 큰 관심을 끈 'Shape Of Dreams' 역시 기대해볼 만한 신작으로 판단. 네오위즈는 과거 인디 게임 '스컬: 더 히어로 슬레이어(스컬)', '산나비' 등을 성공적으로 퍼블리싱한 경험이 있으며, 특히 '스컬'은 200만장 이상의 판매량 달성. 스팀 퍼블리싱 역량을 기반으로 해외 인디 게임사 Zakazane, Wolfeye의 PC/콘솔 신작의 글로벌 퍼블리싱 권한을 확보. 관련 신작들에 대한 정보는 2026년 공개 예정

신작 기대감에 더해진 기존작의 나아진 실적 안정성

2023년 9월 출시한 P의 거짓은 누적 약 250만장 판매한 것으로 추정하며 DLC 출시를 앞두고 본편의 판매량이 꾸준히 이어져온 것으로 판단. 당사는 P의 거짓 DLC의 판매량을 80만장 → 90만장으로 상향 조정. 기존 라인업인 웹보드게임은 안정적인 매출을 유지 중이며, 브라운더스트2의 경우, 유저 피드백을 반영한 게임 개선 및 업데이트를 통해 2025년 상반기 일평균 매출은 전년대비 2배 이상 반등 중인 것으로 파악. 기존작들의 실적 안정성과 비용 통제 효과를 반영해 동사의 목표주가를 기존 대비 38% 상향, 투자의견 또한 BUY로 상향. P의 거짓 DLC 외 향후 스팀 신작들의 흥행 성과가 이어질 경우, 차기 해외 인디 게임들의 신작 역시 기대감 더욱 확대될 수 있을 것으로 판단

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원 , 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	366	367	371	378	383
영업이익	32	33	44	49	47
세전순이익	44	5	37	37	34
총당기순이익	46	-7	29	30	28
지배지분순이익	49	2	31	31	29
EPS	2,209	109	1,418	1,418	1,313
PER	12.1	173.6	18.1	18.1	19.5
BPS	22,213	22,154	24,932	26,463	27,837
PBR	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9
ROE	10.4	0.5	6.0	5.5	4.8

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

표 21. 연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	375	370	371	378	-1.1	2.2
판매비와 관리비	347	342	327	328	-5.9	-4.1
영업이익	27	27	44	49	59.5	80.4
영업이익률	7.3	7.4	11.8	13.1	4.5	5.7
영업외손익	2	3	-7	-13	적자조정	적자조정
세전순이익	30	30	37	37	24.4	23.2
지배지분순이익	24	24	31	31	28.0	28.2
순이익률	6.5	6.5	7.8	7.9	1.3	1.3
EPS(지배지분순이익)	1,107	1,106	1,418	1,418	28.0	28.2

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 22. 네오위즈 목표주가 산출 (단위: 십억원)

구분	내용	비고
12MF 지배주주지분 순이익(십억원)	33.7	
Target PER(x)	20.0x	글로벌 peer12MF PER 평균 적용
목표 시총(십억원)	674.5	
주식 수(천주)	21,856.0	
적정 주가(원)	30,862	
목표 주가(원)	**31,000**	반올림 적용
현재 주가(원)	25,600	
상승 여력	21.1%	

자료: 대신증권 Research Center

표 23. 네오위즈 실적 추정 표 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	89.0	84.5	98.4	98.9	95.3	93.0	97.3	92.0	366.8	370.8	377.6
yoy	-8.3%	-2.9%	5.7%	10.4%	7.0%	10.1%	-1.1%	-7.0%	0.3%	1.1%	1.8%
qoq	-0.7%	-5.1%	16.5%	0.5%	-3.7%	-2.4%	4.6%	-5.4%			
콘솔/PC 게임	36.4	32.2	44.2	39.9	35.4	33.7	34.8	32.8	156.3	152.7	136.7
모바일 게임	45.3	44.9	46.9	51.6	52.3	51.7	54.8	51.5	169.0	188.7	210.3
임대, 광고 수익	7.3	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6	7.7	7.8	41.7	29.5	30.7
영업비용	78.8	78.3	82.6	87.3	80.7	80.2	83.4	84.0	333.9	327.1	328.3
인건비	37.0	37.1	37.4	39.5	38.0	38.0	38.0	38.4	157.2	151.1	152.3
상각비	5.1	4.0	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	17.3	17.3	16.6
지급수수료	24.5	22.8	26.6	26.7	25.7	25.1	26.3	24.8	94.4	100.6	101.9
마케팅비	5.6	7.8	8.1	10.5	6.3	6.4	8.3	9.9	35.1	32.0	30.9
기타비용	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	29.9	26.1	26.6
영업이익	10.2	6.2	15.8	11.6	14.6	12.8	13.9	8.0	32.9	43.8	49.3
영업이익률	11.5%	7.3%	16.0%	11.7%	15.3%	13.8%	14.3%	8.7%	9.0%	11.8%	13.1%
지배지분 순이익	7.3	4.2	11.5	8.0	10.0	8.5	9.0	4.0	2.5	31.0	31.6
순이익률	8.2%	5.0%	11.7%	8.1%	10.5%	9.1%	9.3%	4.3%	0.7%	8.3%	8.4%

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 24. 네오위즈 신작 라인업

게임명	출시 일정	장르	플랫폼	자체개발/퍼블리싱
Shape of Dreams	2025	로그라이크 MOBA	Steam	퍼블리싱
P의 거짓 DLC	2025	소울라이크	PC/콘솔	자체개발 (라운드8)
고양이와 스프: 마법의 레시피	2025	시뮬레이션	모바일	자체개발
안녕서울; 이태원편	2025	퍼즐 플랫포머	Steam	퍼블리싱
영웅전설: 가가브 트릴로지 (대만, 일본)	2025	수집형 RPG	모바일	자체개발
킹덤2	2025	MMORPG	모바일	자체개발
Wolfeye Studio 신작	2026년 이후	1인칭 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱
Zakazane Studio 신작	2026년 이후	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	퍼블리싱
라이프 시뮬레이션 신작	2026년 이후	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	자체개발 (라운드8)
서바이벌 액션 어드벤처 신작	2026년 이후	서바이벌 액션 어드벤처	PC/콘솔	자체개발 (라운드8)
P의 거짓 차기작	2026년 이후	소울라이크	PC/콘솔	자체개발 (라운드8)

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

표 25. 외부 IP 퍼블리싱 권한 확보

게임사	인디 게임사	투자 규모, 지분(1Q25 기준)	내용
네오위즈	리자드스무디 (한국)	–	– 2023년에 설립된 국내 인디 게임사로 직원 수는 5명 이내 – 네오위즈는 2025년 하반기 출시 예정인 Shape Of Dreams의 퍼블리싱 권한 확보
	Zakazane Studio (폴란드)	–	– 2022년에 설립된 폴란드 인디 게임사로 직원 수는 20명 내외 – 개발진들은 CD프로젝트레드(위쳐 시리즈, 사이버펑크 2077 개발)와 11비트스튜디오(프로스트펑크 개발) 출신으로 구성
	Wolfeye Studio (미국)	–	– 2018년에 설립된 개발사로 직원 수는 30명 내외 – 개발진들은 아케인스튜디오(디스아너드 개발) 창립자 등으로 구성
	샤도우라이트 (중국)	–	– 중국 인디 게임사 – 네오위즈는 'Kill the Shadow' 글로벌 퍼블리싱 권한 확보, 스팀에 데모버전 공개

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

기업 개요

기업 및 경영진 현황

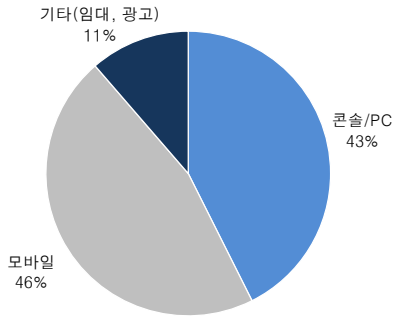
- 네오위즈 대표이사는 김승철, 배태근
- 2024년 말 기준 주식 소유 현황은 ㈜ 네오외즈홀딩스 31%, 나성균 외 11인 6.6% 등
- 동사의 주된 사업은 온라인, 모바일 게임의 개발, 퍼블리싱, 광고 서비스 제공. 본사 사옥의 공간을 활용한 임대 사업 영위
- 주요 게임: 피망 뉴맞고 시리즈, P 의 거짓, 고양이와 스프, 브라운더스트2 등

주가 변동요인

- 신작 게임 출시에 따른 기대감
- 신작 게임의 흥행 성과
- 컨텐츠 업데이트와 아이템 프로모션을 통한 기존 게임 매출 변동
- 인건비, 마케팅비 등 비용 집행 규모

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

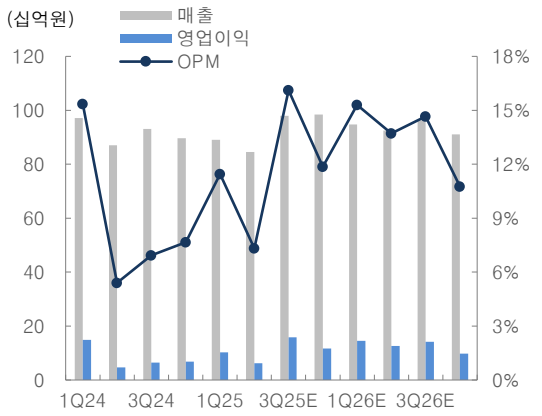
사업부별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

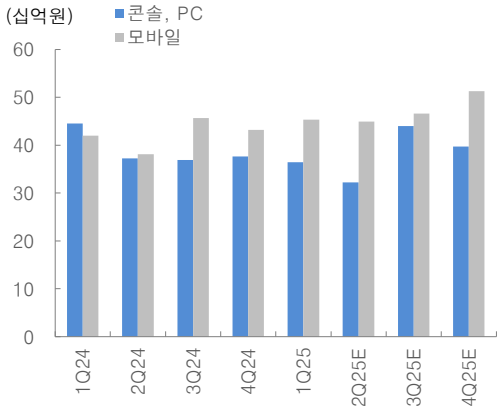
Earnings Driver

매출, 영업이익 추이 및 전망



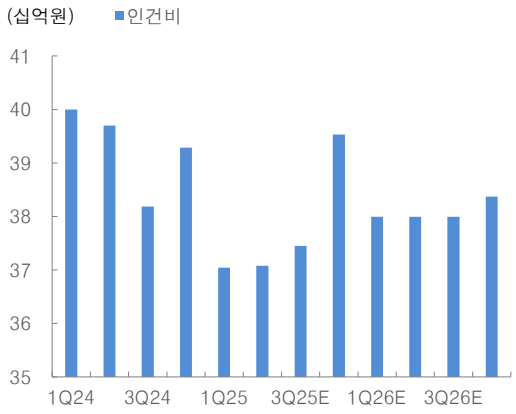
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

플랫폼별 게임 매출 추이 전망



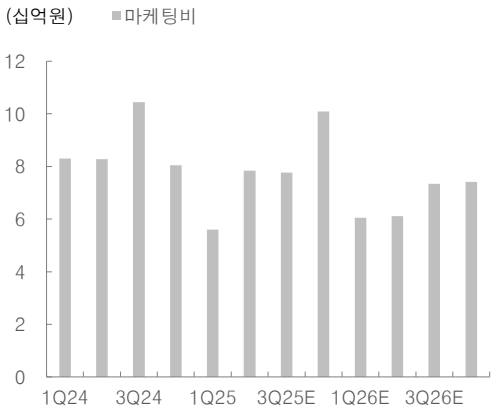
자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

인건비 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

마케팅비 추이 및 전망



자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	366	367	371	378	383
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	366	367	371	378	383
판매비와관리비	334	334	327	328	336
영업이익	32	33	44	49	47
영업이익률	8.6	9.0	11.8	13.1	12.2
EBITDA	50	50	55	59	55
영업외손익	12	-28	-7	-13	-13
관계기업손익	0	-1	-1	-1	-1
금융수익	14	21	17	17	17
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-15	-14	-21	-25	-25
외환관련손실	5	3	2	2	2
기타	13	-35	-2	-3	-3
법인세비용차감전순손익	44	5	37	37	34
법인세비용	3	-12	-8	-7	-6
계속사업순손익	46	-7	29	30	28
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	46	-7	29	30	28
당기순이익률	12.7	-1.9	7.8	7.9	7.2
비지배지분순이익	-2	-9	-2	-1	-1
지배지분순이익	49	2	31	31	29
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	1	1
포괄순이익	44	2	38	39	36
비지배지분포괄이익	-2	-9	-3	-2	-1
지배지분포괄이익	47	11	40	40	38

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	298	314	401	445	485
현금및현금성자산	130	117	203	246	284
매출채권 및 기타채권	48	49	50	51	53
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	119	148	148	148	148
비유동자산	374	306	280	272	264
유형자산	87	87	85	83	80
관계기업투자금	36	22	22	22	22
기타비유동자산	251	196	173	167	162
자산총계	671	620	681	717	749
유동부채	113	81	81	81	81
매입채무 및 기타채무	50	50	50	50	50
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	19	0	0	0	0
기타유동부채	44	31	31	31	31
비유동부채	31	20	20	20	20
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	31	20	20	20	20
부채총계	144	101	101	101	101
지배지분	489	487	545	578	608
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	152	152	152
이익잉여금	428	421	452	483	511
기타자본변동	-80	-75	-70	-67	-66
비지배지분	38	32	35	38	39
자본총계	528	519	580	616	648
순차입금	-218	-254	-340	-384	-422

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,209	109	1,418	1,418	1,313
PER	12.1	173.6	17.8	17.8	19.3
BPS	22,213	22,154	24,932	26,463	27,837
PBR	1.2	0.9	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	2,286	2,284	2,525	2,710	2,529
EV/EBITDA	8.1	3.8	4.6	3.6	3.2
SPS	16,592	16,675	16,968	17,275	17,514
PSR	1.6	1.1	1.5	1.5	1.5
CFPS	3,287	3,202	4,834	4,751	4,570
DPS	245	0	0	0	0

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	24.1	0.3	1.1	1.8	1.4
영업이익 증가율	61.5	4.2	33.1	12.6	-5.5
순이익 증가율	251.6	적전	흑전	3.2	-7.4
수익성					
ROIC	20.0	-27.5	24.4	32.6	32.9
ROA	5.1	5.1	6.7	7.1	6.4
ROE	10.4	0.5	6.0	5.5	4.8
안정성					
부채비율	27.3	19.5	17.4	16.4	15.6
순차입금비율	-41.3	-49.0	-58.7	-62.3	-65.2
이자보상배율	17.2	63.0	0.0	0.0	0.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	65	34	69	68	65
당기순이익	46	-7	29	30	28
비현금항목의 가감	26	77	77	74	72
감가상각비	19	17	11	10	9
외환손익	1	-3	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	63	67	66	65
자산부채의 증감	-1	-26	-29	-29	-29
기타현금흐름	-7	-11	-8	-7	-6
투자활동 현금흐름	-10	-16	14	-2	-2
투자자산	-30	-15	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	21	1	15	-1	-1
재무활동 현금흐름	-14	-35	22	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	22	0	0
현금배당	0	-5	0	0	0
기타	-14	-30	0	0	0
현금의 증감	38	-13	86	43	38
기초 현금	92	130	117	203	246
기말 현금	130	117	203	246	284
NOPLAT	34	-47	34	40	38
FCF	45	-26	60	48	45

자료: 네오위즈, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

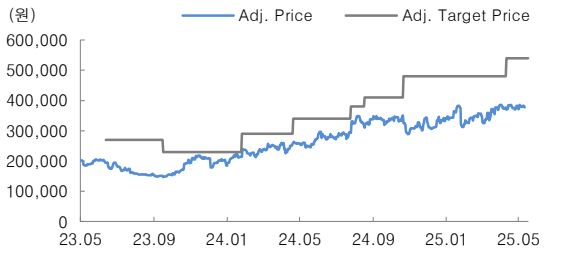
Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

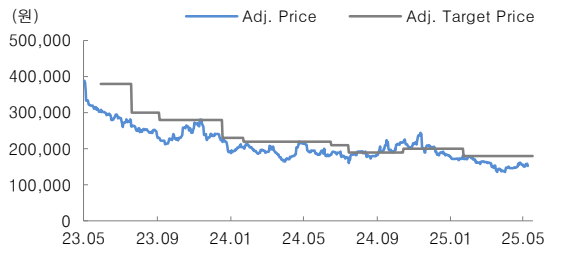
(기준일자: 20250527)

크래프톤(259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



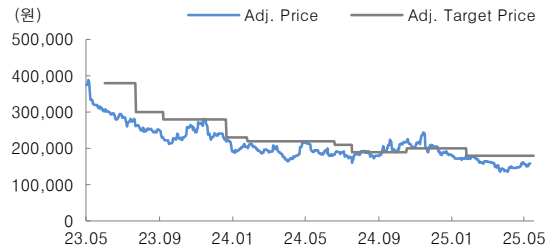
제시일자	25.05.30	25.04.29	24.11.08	24.09.04	24.08.12	24.05.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	540,000	540,000	480,000	410,000	380,000	340,000
괴리율(평균,%)		(29.90)	(29.58)	(17.95)	(12.25)	(19.93)
괴리율(최대/최소,%)		(28.52)	(19.58)	(14.39)	(8.16)	(12.65)
제시일자	24.02.12	23.10.04	23.06.30			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	290,000	230,000	270,000			
괴리율(평균,%)	(17.79)	(16.17)	(38.67)			
괴리율(최대/최소,%)	(10.34)	(3.04)	(27.93)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



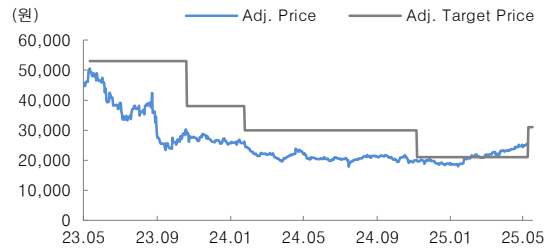
제시일자	25.05.30	25.05.08	25.01.14	24.11.16	24.11.08	24.09.24
투자의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	65,000	65,000	56,000	59,000	59,000	63,000
괴리율(평균,%)		(21.08)	(22.99)	(10.80)	(16.71)	(5.19)
괴리율(최대/최소,%)		(18.46)	(13.13)	(1.69)	(14.24)	10.16
제시일자	24.08.08	24.07.18	24.05.09	24.02.08	23.12.25	23.12.02
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	63,000	63,000	63,000	50,000	48,000	48,000
괴리율(평균,%)	(3.47)	(0.88)	(5.42)	19.28	19.96	15.05
괴리율(최대/최소,%)	(10.48)	3.97	10.16	6.20	14.58	(2.60)
제시일자	23.11.10	23.10.04	23.08.08			
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform			
목표주가	48,000	48,000	53,000			
괴리율(평균,%)	11.68	(15.16)	(15.59)			
괴리율(최대/최소,%)	24.58	(1.67)	(0.19)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.30	25.05.14	25.02.12	24.11.16	24.11.04	24.10.16
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	180,000	180,000	180,000	200,000	200,000	190,000
괴리율(평균,%)		(13.23)	(13.23)	(0.65)	5.72	1.65
괴리율(최대/최소,%)		(0.89)	(24.56)	(15.85)	1.00	(10.42)
제시일자	24.09.24	24.08.25	24.08.05	24.07.07	24.05.12	24.04.08
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform
목표주가	190,000	190,000	190,000	210,000	220,000	220,000
괴리율(평균,%)	(0.40)	(3.06)	(2.65)	(12.31)	(11.33)	(19.82)
괴리율(최대/최소,%)	18.16	(10.42)	1.21	(8.57)	0.00	(7.27)
제시일자	24.02.12	24.01.08	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.09.25
투자의견	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Marketperform	Buy
목표주가	220,000	230,000	280,000	280,000	280,000	280,000
괴리율(평균,%)	(9.94)	(11.60)	(15.97)	(9.77)	(6.68)	(16.83)
괴리율(최대/최소,%)	(3.18)	(2.61)	(13.75)	(19.82)	0.36	(5.54)
제시일자	23.08.10	23.06.19				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	300,000	380,000				
괴리율(평균,%)	(16.55)	(24.72)				
괴리율(최대/최소,%)	(12.17)	(18.82)				

네오위즈(095660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.31	25.05.27	25.02.12	24.11.27	24.08.25	24.08.14
투자의견	Buy	6개월 경과 이후	Marketperform	Marketperform	Buy	6개월 경과 이후
목표주가	31,000	21,000	21,000	21,000	30,000	30,000
괴리율(평균,%)		21.27	0.73	(8.36)	(30.86)	(32.03)
괴리율(최대/최소,%)		20.48	20.00	(2.62)	(27.33)	(31.17)
제시일자	24.05.12	24.02.14	23.12.25	23.12.02	23.11.10	23.08.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	30,000	30,000	38,000	38,000	38,000	53,000
괴리율(평균,%)	(29.16)	(26.88)	(29.71)	(27.96)	(28.34)	(32.85)
괴리율(최대/최소,%)	(18.50)	(18.50)	(24.21)	(24.21)	(26.58)	(7.08)
제시일자	23.07.20	23.06.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	53,000	53,000				
괴리율(평균,%)	(23.24)	(18.29)				
괴리율(최대/최소,%)	(7.08)	(7.08)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						