



2025.3.4_게임 Overweight

이준호 junholee95@hanafn.com

GAMES

EVERYWHERE



하나증권

2025년 3월 4일 | Indepth

게임 Overweight

GAMES EVERYWHERE

Summary

- ✓ 다시, 핸드 헬드
- ✓ 시장 확장과 산업 변화
- ✓ 대형주 Top Pick: 크래프톤/시프트업, 중소형주 Top Pick: 네오위즈

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(2월 28일)
크래프톤 (259960)	BUY	500,000원(상향)	343,500원
시프트업 (462870)	BUY	95,000원(유지)	61,100원
네오위즈 (095660)	BUY	32,000원(상향)	21,200원

목차

1. 다시, 핸드 헬드	7
1) 핸드 헬드의 시작과 황금기	7
2) 모바일의 침공. 홀로 버틴 닌텐도	9
3) 핸드 헬드 시장, 다시 살아난다	10
4) 핸드 헬드 수요 증가의 원인	12
2. 시장 확장과 산업 변화	15
1) PC/콘솔 시장 Q 증가	15
2) 인디 게임과 시너지	18
3) 트리플A급 게임, 최적화도 경쟁력	21
4) 크로스 플랫폼 시대 가속화	22
5) AI 게임 본격화	24
기업분석	26
크라프트온 (259960)	26
시프트업 (462870)	35
네오위즈 (095660)	38

2025년 3월 4일 | Indepth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 2월 28일

크래프톤 (259960)

BUY | TP 500,000원 | CP 343,500원

시프트업 (462870)

BUY | TP 95,000원 | CP 61,100원

네오위즈 (095660)

BUY | TP 32,000원 | CP 21,200원

게임

GAMES EVERYWHERE (핸드 헬드 시장 확장과 영향)

다시, 핸드 헬드

핸드 헬드 게이밍 붐이 오고 있다. UMPC, 포터블, 휴대용 게임기라고도 불리는 핸드 헬드 기기는 과거 닌텐도 DS, 비타, PSP로 황금기를 구가했으나 모바일로 대체되어 암흑기를 보냈다. 닌텐도만이 하이브리드 기기인 스위치(2017년)로 명맥을 이어왔으나 이외에 뚜렷한 움직임은 보이지 않았다. 이제는 상황이 바뀌었다. 밸브사의 스팀덱(2022년)이 다시금 시장에 불을 붙인 모습이다. 자체 플랫폼 스팀에 특화된 기기로 누적 400만대를 판매한 것으로 추정된다. 에이수스, 레노버 등도 신규 기기를 출시하며 시장을 확대시키고 있다. 마이크로소프트와 소니라는 콘솔 메인 플레이어까지 핸드 헬드 게이밍 시장에 가세할 계획을 밝혔다. 2025년 닌텐도의 스위치 2도 전작 대비 큰 화면으로 출시 될 예정이다. 방향은 정해졌고 속도의 문제다. 산업의 변화와 수혜에 대한 관심 필요하다.

시장 확장과 산업 변화

핸드 헬드의 수요 증가는 1) 플랫폼 구도의 변화, 2) 하드웨어 성능 향상, 3) 가격 경쟁력 확보에 기인한다. PC 플랫폼의 성장으로 콘솔 독점 사례는 감소하고 크로스 플랫폼이 보편화되고 있다. 핸드 헬드 기기만으로 모든 게임 플레이 가능한 환경이다. 하드웨어의 성능 향상과 가격 경쟁력 확보로 모바일 이상의 경험을 제공, 차별화 가능했다. 핸드 헬드의 확대는 정체된 게임 시장의 Q 증가로 이어질 수 있다. 경쟁적인 시장 환경에서 전체 수요 증가 가능성만으로도 긍정적이다. 또한 신작이 아니라도 검증된 게임의 경우 기기 보급과 함께 안정적인 판매량 기대 가능하다. 규모별로는 [발라트로], [데이브 더 다이버]와 같이 플레이 세션이 짧고 컴퓨팅 리소스가 적게 필요한 인디 게임들에게 큰 기회다. 최적화가 잘 되어 있는 트리플A급 게임 역시 수혜 볼 수 있다. 게임사의 다운스케일링 기술 역량 부각될 수 있다. 핸드 헬드 최적화까지 고려한 패키지, 크로스 플랫폼 개발 확대 예상된다.

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

1) 검증된 트리플A급 콘솔 게임 및 개발력을 보유, 시퀀을 개발 중인 회사, 2) 인디 게임 라인업 보유한 회사 큰 수혜 예상된다. 대형주 Top Pick으로 크래프톤과 시프트업, 중소형주 Top Pick으로 네오위즈를 제시한다. 크래프톤은 [인조이] PC, [블라인드 스팟] PC, [서브노티카2] PC/XBOX, [딩컴] 닌텐도를 연내 출시 목표하며 PUBG IP [VALOR]를 콘솔로 개발 중이다. 시프트업은 [스텔라 블레이드] PC 6월 출시 예정이다. 또한 신작 [프로젝트 위치스]는 크로스 플랫폼 서브컬처 게임으로 알려져 있어 [원신], [명조]와 같이 PC/콘솔 유저 확보 기대한다. 네오위즈는 [P의 거짓]으로 팬덤 확보했으며 DLC 여름 출시 예정이고 후속작 개발 중이다. 또한 올해 인디 게임 [쉐이프 오브 드림즈], [안녕 서울: 이태원] 퍼블리싱 예정이다. 인디 게임 시장 확대에 따른 성과 기대 가능하다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

국내 게임사 주요 신작 타임라인

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

주: 글로벌은 중국 제외. 중국은 별도 표기

자료: 하나증권

국내 게임사 주요 게임 리스트

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

주: 글로벌은 중국 제외. 중국은 별도 표기
자료: 하나증권

Steam Deck Top Played TOP 1~50

순위	게임명	제작사	퍼블리셔	출시일
1	Balatro	LocalThunk	Playstack	2024-02-20
2	Stardew Valley	ConcernedApe	ConcernedApe	2016-02-26
3	Baldur's Gate 3	Larian Studios	Larian Studios	2023-08-03
4	ELDEN RING	FromSoftware	Bandai Namco Entertainment	2022-02-25
5	Kingdom Come: Deliverance II	Warhorse Studios	Deep Silver	2025-02-04
6	The Binding of Isaac: Rebirth	Nicalis, Inc.	Nicalis, Inc.	2014-11-04
7	Red Dead Redemption 2	Rockstar Games	Rockstar Games	2019-12-05
8	Marvel Rivals	NetEase Games	NetEase Games	2024-12-06
9	Cyberpunk 2077	CD Projekt Red	CD Projekt Red	2020-12-10
10	The Elder Scrolls V: Skyrim Special Edition	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	2016-10-28
11	Brotato	Blobfish	Blobfish	2023-06-23
12	No Man's Sky	Hello Games	Hello Games	2016-08-12
13	Hogwarts Legacy	Portkey Games	Warner Bros. Games	2023-02-10
14	Sid Meier's Civilization VII	Firaxis Games	2K	2025-02-10
15	Slay the Spire	MegaCrit	MegaCrit	2019-01-23
16	Hello Kitty Island Adventure	Sunblink	Sunblink	2025-01-30
17	Vampire Survivors	poncle	poncle	2022-10-20
18	HELLDIVERS™ 2	Arrowhead Game Studios	Sony Interactive Entertainment	2024-02-08
19	The Witcher 3: Wild Hunt	CD Projekt Red	CD Projekt Red	2015-05-18
20	Diablo IV	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment	2023-10-17
21	Kingdom Come: Deliverance	Warhorse Studios	Warhorse Studios, Prime Matter	2018-02-13
22	Hades	Supergiant Games	Supergiant Games	2020-09-17
23	Deep Rock Galactic: Survivor	Funday Games	Ghost Ship Publishing	2024-02-14
24	Monster Hunter: World	Capcom	Capcom	2018-08-09
25	Fallout 4	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	2015-11-10
26	FINAL FANTASY VII REBIRTH	Square Enix	Square Enix	2025-01-23
27	Path of Exile 2	Grinding Gear Games	Grinding Gear Games	2024-12-06
28	NBA 2K25	Visual Concepts	2K Sports	2024-09-04
29	Grand Theft Auto V	Rockstar North	Rockstar Games	2015-04-13
30	Warframe	Digital Extremes	Digital Extremes	2013-03-25
31	DAVE THE DIVER	MINTROCKET	MINTROCKET	2023-06-28
32	Cult of the Lamb	Massive Monster	Devolver Digital	2022-08-11
33	Metaphor: ReFantazio	ATLUS	SEGA	2024-10-11
34	Palworld	Pocketpair	Pocketpair	2024-01-19
35	MONSTER HUNTER RISE	Capcom	Capcom	2022-01-12
36	Persona 5 Royal	ATLUS	SEGA	2022-10-21
37	Hades II	Supergiant Games	Supergiant Games	2024-05-06
38	Project Zomboid	The Indie Stone	The Indie Stone	2013-11-08
39	Hollow Knight	Team Cherry	Team Cherry	2017-02-24
40	Dead Cells	Motion Twin	Motion Twin	2018-08-06
41	Halo: The Master Chief Collection	343 Industries	Xbox Game Studios	2019-12-03
42	Sid Meier's Civilization® VI	Firaxis Games	2K Games	2016-10-21
43	DYNASTY WARRIORS: ORIGINS	KOEI TECMO GAMES	KOEI TECMO GAMES	2025-01-17
44	Disney Dreamlight Valley	Gameloft	Gameloft	2022-09-06
45	Fields of Mistria	NPC Studio	NPC Studio	2024-08-05
46	Forza Horizon 5	Playground Games	Xbox Game Studios	2021-11-09
47	FINAL FANTASY VII REMAKE INTERGRADE	Square Enix	Square Enix	2022-06-17
48	Dead by Daylight	Behaviour Interactive	Behaviour Interactive	2016-06-14
49	The Sims™ 4	Maxis	Electronic Arts	2014-09-02
50	Grand Theft Auto IV: The Complete Edition	Rockstar North	Rockstar Games	2010-04-29

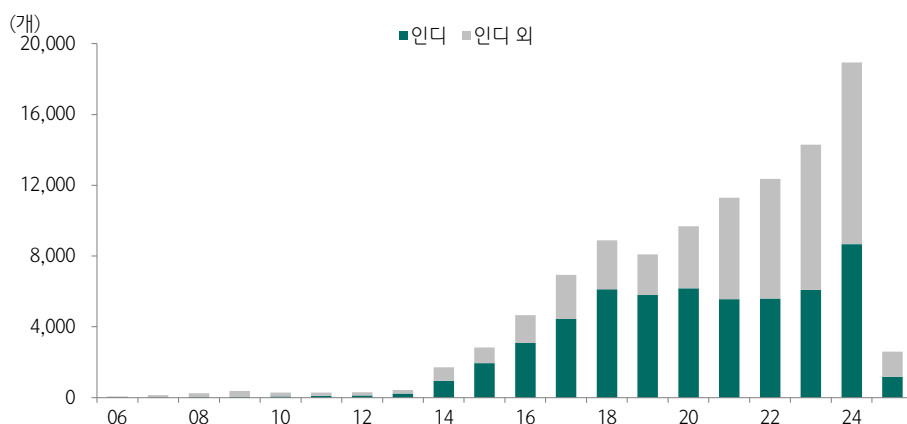
자료: Steam, 하나증권

국내 게임사 주요 출시 및 출시 예정 인디 게임

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

주: 음영은 출시 예정. 크래프톤의 당컴은 스팀으로 이미 출시된 게임. PC/닌텐도로 확장 예정
자료: 하나증권 추정

연간 스팀 게임(인디/인디 외) 출시 수



주: 25년은 2월까지 값
자료: SteamDB, 하나증권

1. 다시, 핸드 헬드

1) 핸드 헬드의 시작과 황금기

핸드 헬드의 시작

핸드 헬드 기기(UMPC, 포터블, 휴대용 게임기)는 거치형 콘솔 기기와 달리 장소에 구애받지 않고 게임을 플레이할 수 있다는 큰 장점을 지닌다. 핸드 헬드의 시초는 닌텐도의 게임&워치와(1980년)과 게임보이(1989년)다. 닌텐도는 1973년 토이 컨트롤러, 컬러 TV-게임 6를 출시하며 전자 게임 분야로 사업을 확장했고 1980년부터 최초로 핸드 헬드, 휴대용 게임기를 세상에 내놓았다. 게임&워치와 게임보이는 출시 후 각각 누적 판매 4,300만대, 1억 1,900만대를 기록하며 큰 성공을 거뒀는데, 게임&워치는 기기 하나가 하나의 게임만을 담은 방식이었으며 현대처럼 게임팩을 교체할 수 있는 모습은 게임보이부터 시작되었다.

핸드 헬드의 황금기

이러한 혁신적 기기의 출시는 닌텐도를 게임 대표 기업으로 자리매김하도록 했고 이후 2000년대 닌텐도 DS와 소니의 PSP의 출시로 이어졌다. 두 기기는 합계 2억 3천만대가 넘는 판매를 기록하며 핸드 헬드 기기, 콘솔 게임 시장의 황금기를 이끌었다. 닌텐도 스위치(2017년)의 대흥행에도 역대 최고 판매량은 아직 닌텐도 DS가 차지하고 있다. 그로부터 8년이 지난 지금, 스팀덱(2022년)을 기점으로 핸드 헬드 디바이스의 붐이 오고 있다.

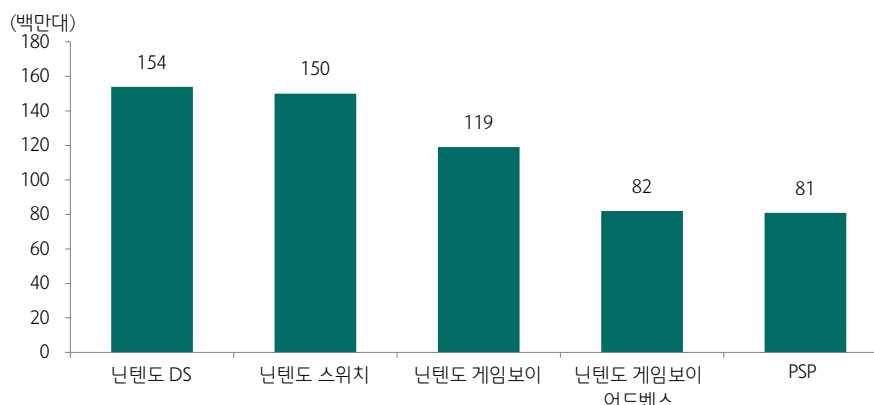
도표 1. 주요 핸드 헬드 기기 정리

이름	제조사	출시일	출시 당시 가격	판매량
게임 & 워치	닌텐도	1980년	\$25	약 4,300만 대
게임보이	닌텐도	1989년	\$89.99	약 1억 1,900만 대
아타리 링스	아타리	1989년	\$179.99	약 300만 대
게임 기어	세가	1990년	\$149.99	약 1,100만 대
게임보이 어드밴스	닌텐도	2001년	\$99.99	약 8,100만 대
PSP(PlayStation Portable)	소니	2004년	\$249.99	약 8,100만 대
닌텐도 DS	닌텐도	2004년	\$149.99	약 1억 5,400만 대
닌텐도 3DS	닌텐도	2011년	\$249.99	약 7,500만 대
PS 비타	소니	2011년	\$249.99	약 1,000만 대
닌텐도 스위치	닌텐도	2017년	\$299.99	약 1억 5,000만대
스팀 덱	밸브 코퍼레이션	2022년	\$399~649	누적 400만대 추정
로그 앨라이	에이수스	2023년	\$699.99	100만대 미만 추정
로그 앨라이 X	에이수스	2024년	\$799.99	-
리전고	레노버	2023년	\$799-	100만대 미만 추정
클로 A1M	MSI	2024년	\$699-	-
클로 7/8 AI+ AV2M	MSI	2025년	\$799-	-
리전고 S	레노버	2025년	\$499-	-

자료: KOCCA, 하나증권

도표 2. 핸드 헬드 역대 판매량 TOP 5

닌텐도가 리드



자료: KOCCA, 하나증권

도표 3. 닌텐도 게임&워치(1980년)



자료: 동아일보, 하나증권

도표 4. 닌텐도 게임보이(1989년)



자료: Nintendo, 하나증권

도표 5. 닌텐도 DS(2004년)



자료: 대원씨아이, 하나증권

도표 6. 소니 PSP(2004년)



자료: Sony, 하나증권

도표 7. 스팀덱(2022년)



자료: Steam, 하나증권

도표 8. 로그 앨라이 X(2023년)



자료: ASUS, 하나증권

2) 모바일의 침공. 홀로 버틴 닌텐도

모바일의 성장 = 핸드 헬드 정체

스마트폰의 등장과 모바일 게임 시장의 급성장으로 2009년~2017년 핸드 헬드 게임 시장의 시계는 멈췄다. 스마트폰의 보급과 이뤄진 모바일 게임의 발전은 핸드 헬드의 접근성이라는 강점을 완벽히 대체했으며 빠른 성능 향상으로 스마트폰 외 별도 게이밍 기기의 필요성을 사라지도록 했다. PS 비타(2011년)의 실패와 닌텐도의 3DS(2011년)의 가파른 판매량 감소는 모바일 대비 핸드 헬드의 쇠퇴한 경쟁력과 게이머들의 낮은 수요를 증명했으며, 이후 개발과 출시는 이뤄지지 않았다

닌텐도 스위치 = 하이브리드 콘솔

닌텐도 스위치(2017년) 기존 콘솔, 휴대용의 구분을 허문 하이브리드 콘솔로 게이머들에게 새로운 경험을 제공했다. 이후 거치형 독 기능을 제거한 ‘스위치 라이트’, OLED 패널을 탑재한 스위치 OLED 버전까지 출시하며 7년간 누적 판매량 약 1.5억대를 달성하는 성과를 거뒀다. 이는 닌텐도의 독점적인 IP 파워와 하이브리드 콘솔이라는 형식이 만든 성과라고 해석한다. 스위치는 [마리오 카트 8 디럭스], [모여봐요 동물의 숲], [슈퍼 스매시브라더스 얼티밋], [젤다의 전설 야생의 숨결] 등 고유한 IP를 바탕으로 높은 성과를 달성했다.

스위치 2 기대

2025년 스위치 2의 출시를 앞두고 있다. 6월 출시 예상하며 하드웨어 성능 대폭 개선 기대한다. 성능 향상으로 현재 출시를 앞두고 있는 트리플A급 게임까지 고품질로 제공할 수 있을 것으로 추정된다. 과거부터 콘솔 라인업을 구축하고 있는 캡콤(몬스터헌터, 역전재판), 스퀘어에닉스(파이널판타지, 드래곤퀘스트), 액티비전 블리자드(콜 오브 듀티, 디아블로)등은 이미 ‘스위치’에도 게임을 출시해오고 있으며, ‘스위치 2’에는 더욱 활발히 진출할 것으로 예상한다. 닌텐도 독점이 아닌 서드 파티 게임들의 공격적 침투 및 시장 확대 수혜 기대할 수 있다.

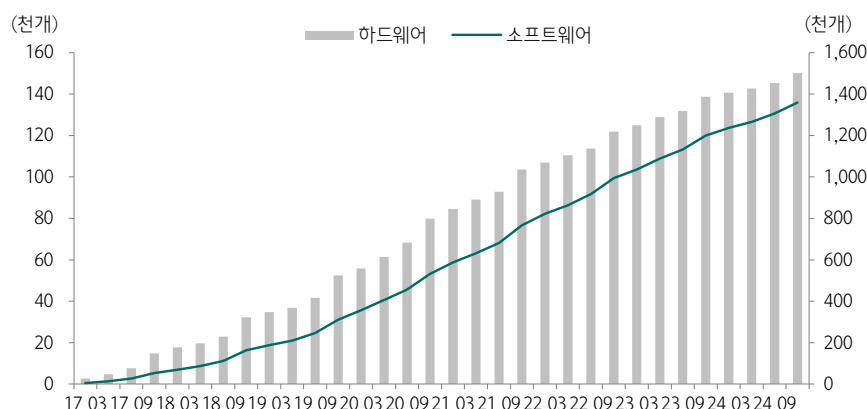
도표 9. 닌텐도 스위치 주요 타이틀 누적 판매량

(단위: 만 개)

게임명	출시일	누적판매량
마리오 카트 8 디럭스	2017년 4월	6,735
모여봐요 동물의 숲	2020년 3월	4,744
슈퍼 스매시브라더스 얼티밋	2018년 12월	3,588
젤다의 전설 야생의 숨결	2017년 3월	3,262
슈퍼마리오 오디세이	2017년 10월	2,904
포켓몬 소드/실드	2019년 11월	2,660
포켓몬 스칼렛/바이올렛	2022년 11월	2,638
젤다의 전설 티어스 오브 더 킹덤	2023년 5월	2,155
슈퍼 마리오 파티	2018년 10월	2,110
뉴 슈퍼 마리오 브라더스 U 디럭스	2019년 1월	1,806

자료: Nintendo, 하나증권

도표 10. 닌텐도 스위치 하드웨어, 소프트웨어 누적 판매량 추이



자료: Nintendo, 하나증권

3) 핸드 헬드 시장, 다시 살아난다

스팀덱, 핸드 헬드의 불씨

밸브사의 스팀덱(2022년)는 누적 판매량 400만대를 기록하며 닌텐도만이 지키고 있던 핸드 헬드의 꺼진 불을 다시 지폈다. 자체 플랫폼 스팀에 온보딩 된 게임을 언제, 어디서든 플레이할 수 있는 환경을 접근성 높은 가격으로 제공했다는 점이 유효했다. 우수한 성능을 바탕으로 PC 게임을 대부분 구동 가능하기에 스마트폰과도 차별화 가능했다.

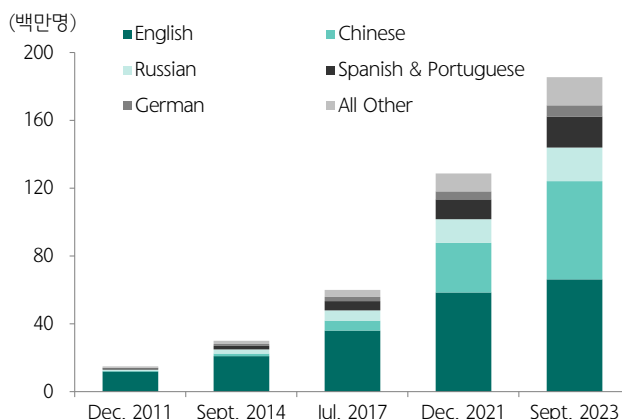
스팀덱 성장 여력 충분

스팀덱의 정확한 사용자 수는 제공되고 있지 않으나 몇 가지 힌트를 통해 대략적인 추정이 가능하다. 스팀은 2024년 6월 게이머의 15%가 컨트롤러를 사용하며 2018년 5% 대비 3배 증가했다고 밝혔다. 또한 그 중 스팀덱의 비중은 10%라고 언급했다. 스팀의 MAU는 1억 8천만명 이상으로 추정되기에 최소 270만명 이상이 스팀덱으로 게임을 즐기고 있음을 알 수 있다. 스팀의 가파른 성장과 동시에 스팀덱의 성장 여력 역시 충분히 남아있다.

스팀 OS, 시장 활성화 기여 기대

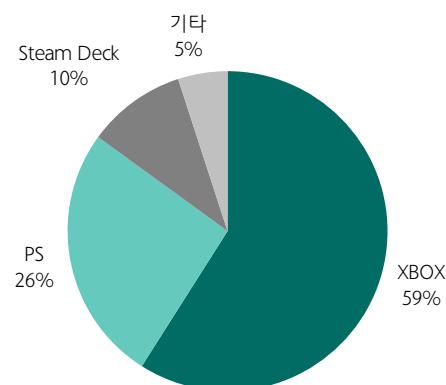
스팀은 자체 플랫폼에 최적화된 스팀 OS를 외부 기기에도 제공하여 시장 확대에 힘쓰고 있다. 2025년 2월 출시한 레노버의 리전고S는 스팀OS(\$499), 윈도우OS(\$599-) 버전을 별도로 출시했다. 에이수스 역시 로그 앨라이에 스팀 OS를 지원할 예정이다. 스팀을 필두로 한 핸드 헬드 시장의 활성화 기대한다.

도표 11. 스팀 MAU 추이



자료: Epyllion 추정, 하나증권

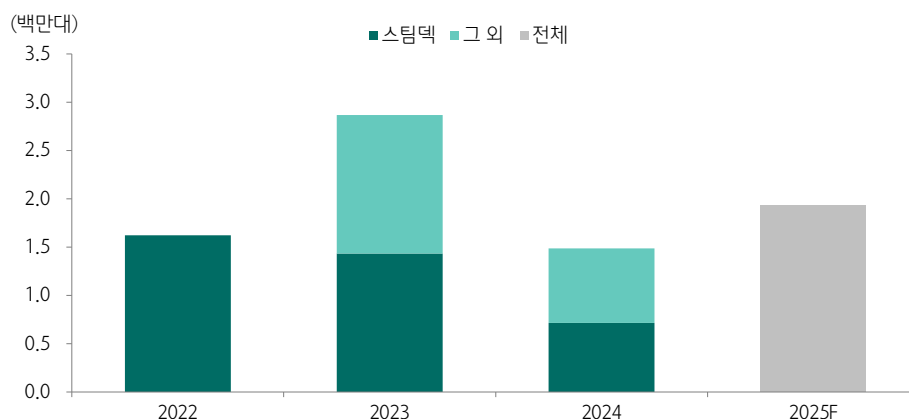
도표 12. 스팀 컨트롤러 사용 비율



자료: Steam, 하나증권

도표 13. 핸드 헬드 기기 출하량 예상

60% 이상이 스팀덱



자료: IDC, 하나증권

마이크로소프트, 소니 참전 예정

핸드 헬드 시장의 확대로 마이크로소프트, 소니의 움직임도 확인된다. 마이크로소프트는 CES 2025에서 연내 XBOX의 UX 일부를 윈도우로 가져와 핸드 헬드 기기에서 경험을 개선할 것이라고 밝혔다. 또한 지난 11월 CEO 필 스펜서는 XBOX의 핸드 헬드 버전 개발을 검토하고 있음을 인정했다. 소니는 닌텐도 스위치 시장을 타겟으로 휴대용 PS를 개발하는 것으로 알려졌다. 소니는 2023년 11월 PS5 리모트 플레이어 PS 포탈을 출시한 바 있으며 자체 디바이스에도 진출할 것으로 보인다. 메인 콘솔 플레이어들의 가세는 시장의 가파른 경쟁과 성장으로 이어질 전망이다. 그 과정에서 성능과 접근성은 더욱 향상될 것으로 현재 게임 시장의 변화 역시 필연적이다.

그 외 플레이어들의 참여로 시장 확대

스팀덱의 성공 이후 메인 콘솔 게임사가 아닌 에이수스와 레노버도 윈도우 OS 기반 로그 앨라이(2023년)와 리전고(2023년)를 출시했다. 모두 스팀덱보다 높은 컴퓨팅 성능을 보이며 프리미엄 세그먼트를 형성하고 있다. 이들의 장점은 휴대용 PC에 컨트롤러를 탑재한 방식이기에 스팀 외에도 에픽스토어 및 XBOX, 그 외 콘솔 조작을 지원하는 모든 PC 게임 플레이할 수 있고 휴대용 PC의 역할도 겸할 수 있다는 점이다. 다수의 플레이어들이 각자 다른 방식으로 핸드 헬드 시장에 접근하고 있다. 방향은 정해졌고 속도의 문제다. 산업의 변화와 수혜에 대한 관심 필요하다.

도표 14. 마이크로소프트 발표



자료: BlogNT, 하나증권

도표 15. 소니 PS 포탈(2023년)



자료: Sony, 하나증권

4) 핸드 헬드 수요 증가의 원인

핸드 헬드 수요 증가의
3가지 요인

핸드 헬드의 수요 증가는 3가지 구조적 변화에 기인한다. 1) 플랫폼 구도의 변화, 2) 하드웨어 성능 향상, 3) 가격 경쟁력 확보다. 이러한 추세는 2025년 이후 점차 심화될 것으로 전망하며 핸드 헬드 기기의 유의미한 보급으로 이어질 전망이다.

(1) 플랫폼 구도의 변화

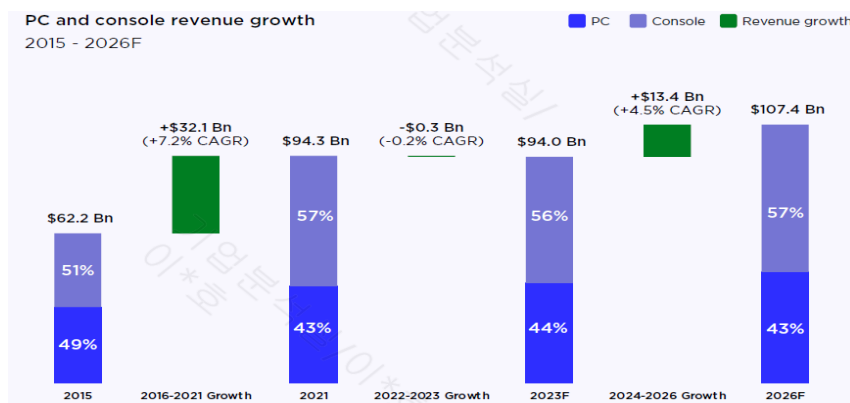
콘솔 독점의 붕괴

과거 콘솔 게임은 PS, XBOX, 닌텐도라는 각각의 독점 플랫폼에만 플레이 가능했다. 물론 닌텐도는 높은 IP 파워를 바탕으로 하드웨어-소프트웨어 독점 체제를 유지하고 있으나 그 외는 상황이 다르다. 팬데믹으로 인해 PC&콘솔 시장은 2015-2021년 연평균 +7.2% 성장했으나 2021년-2023년 -0.2%로 크게 둔화되었다. Newzoo는 팬데믹 이후 2026년까지 PC&콘솔의 연평균 성장률을 +4.5%로 전망하고 있다. 이는 게임은 유튜브, 쇼츠와 같은 영상 콘텐츠 대비 낮은 채택을 받고 있는 영향으로 판단한다.

핸드 헬드 기기로
모든 게임 플레이 가능

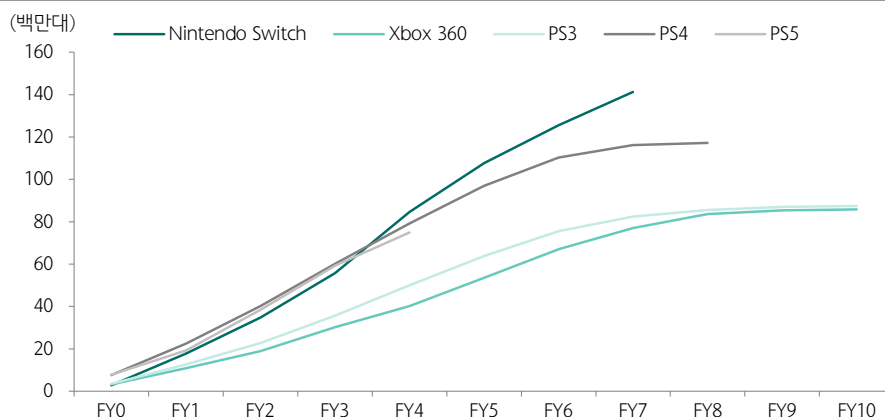
문제는 그 사이 게임의 개발비가 가파르게 상승했다는 점이다. 게임사들에게 더 이상 독점 플랫폼 정책은 경제적이지 않다, 게임사들은 게이머의 다양한 환경에 맞춘 크로스 플랫폼 전략으로 PC/PS/XBOX 등 모든 플랫폼에 동시 출시하여 접근성을 높이는 전략을 채택하고 있다. 콘솔 독점이 갖는 강점은 희석되고 있으며 PS 독점 게임들의 PC 이식 주기도 당겨지고 있다. 이번 2월 소니의 스테이 오브 플레이에서는 다수의 신작 정보가 공개되었으나 신규 독점 작은 없었다. 이러한 과정에서 PC 플랫폼 스팀, 에픽 게임즈는 콘솔 시장을 상회하는 가파른 성장을 거뒀고 핸드 헬드 기기만으로 모든 게임 플레이 가능한 환경 조성되었다.

도표 16. PC/콘솔 시장 전망



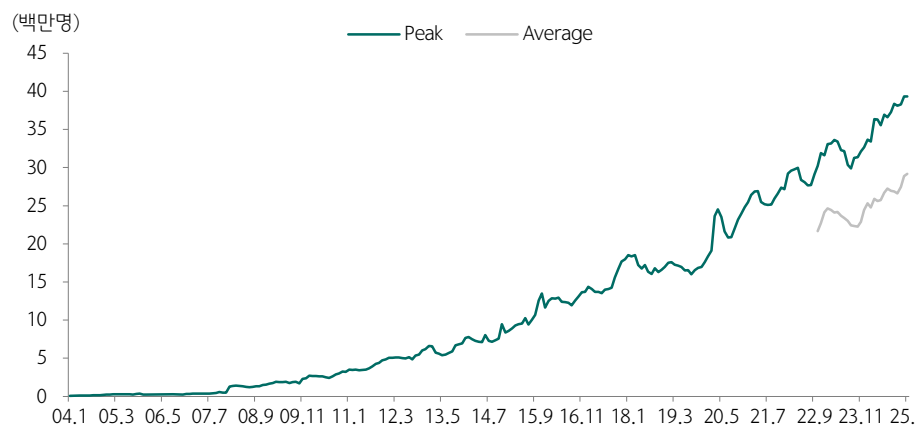
자료: Newzoo, 하나증권

도표 17. 주요 콘솔 기기 판매량 출시 이후 판매량 추이



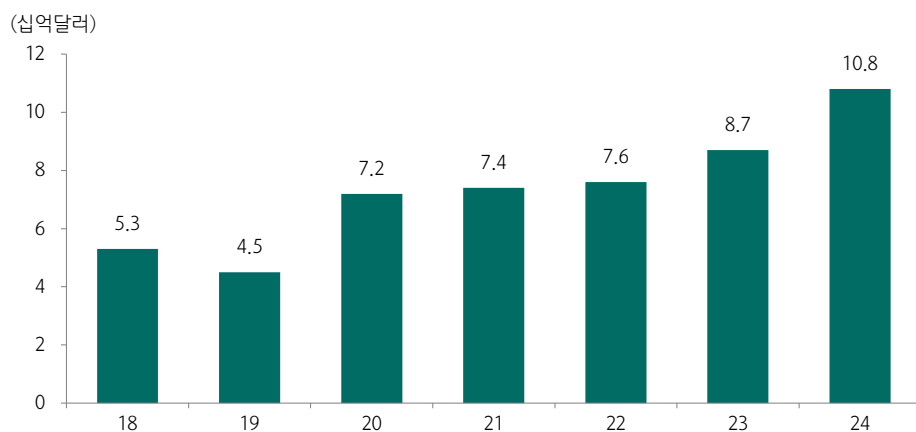
자료: 각 사, 하나증권

도표 18. 스팀 이용자 수 추이



자료: SteamDB, 하나증권

도표 19. 스팀 플랫폼 매출 추이



자료: Statista, 하나증권

도표 20. PS 주요 독점작 PC 이식 소요 기간

게임명	PS 출시일	PC 출시일	PC 출시까지 소요 기간
호라이즌 제로 던	2017년 2월	2020년 08월	3년 6개월
호라이즌 포비든 웨스트	2022년 2월	2024년 03월	2년 1개월
스파이더맨 1	2018년 9월	2022년 08월	3년 11개월
스파이더맨 마일즈 모랄레스	2020년 11월	2022년 11월	2년
더 라스트 오브 어스 파트 1	2013년 06월/PS3 2014년 07월/PS4 2022년 09월/PS5	2023년 3월	9년 9개월 (PS3) 8년 8개월 (PS4) 6개월 (PS5)
더 라스트 오브 어스 파트 2	2020년 06월	2025년 4월	4년 10개월
언차티드 4	2016년 05월	2022년 01월	5년 8개월
갯 오브 워	2018년 04월	2022년 01월	3년 9개월
갯 오브 워 라그나로크	2022년 11월	2024년 09월	1년 10개월
리터널	2021년 04월	2023년 02월	1년 10개월
라켓 앤 클랭크: 리프트 어파트	2021년 06월	2023년 07월	2년 1개월
고스트 오브 쓰시마	2020년 07월	2024년 05월	3년 10개월
파이널 판타지 16	2023년 6월	2024년 9월	1년 3개월
스파이더맨 2 (2023년 10월)	2023년 10월	2025년 1월	1년 3개월
스텔라 블레이드	2024년 4월	2025년 6월	1년 2개월

주: 음영은 PS5 독점 사례

자료: 하나증권

(2) 하드웨어의 성능과 가격 접근성 향상

하드웨어 성능 향상

하드웨어의 성능 향상, 최적화는 모바일 이상의 경험을 제공하여 차별화를 갖도록 했다. AMD의 맞춤형 x86 SoC(System on Chip)는 저전력으로 최신 그래픽 기술을 제공한다. 스팀덱은 Zen 2 + RDNA2와 최적화된 SteamOS로 기존 PC 게임을 핸드 헬드 환경에서 모두 플레이 가능하도록 만들었다. 이후 고성능 기기들(로그 앨라이, 리전고 등) 모두 AMD APU를 탑재하고 있다. AMD가 제공하는 AFMF(AMD Fluid Motion Frames), RSR(Radeon Super Resolution)과 같은 AI 프레임 생성, 업스케일 기술까지 사용하여 고성능 게임을 원활하게 플레이할 수 있게 되었다.

가격 접근성 향상

하드웨어의 성능 향상은 가격 접근성 향상으로 이어졌다. 현재 핸드 헬드 시장의 세그먼트는 보급/프리미엄으로 나뉘어져 있어 게이머 수요에 맞춰 제공되고 있다. 닌텐도/스팀덱은 상대적으로 사양은 낮지만 높은 플랫폼 호환성을 바탕으로 보급화에 앞장서고 있다. 로그 앨라이, 리전고 등은 한화로 100만원이 넘는 가격이지만 초고사양 환경을 제공하여 트리플A 게임을 문제 없이 구동할 수 있는 품질로 매니아들의 수요를 충족시킨다.

경쟁 과정에서
성능, 접근성 모두 향상될 전망

기존 PS4, XBOX 시리즈 시대에는 핸드 헬드 기기의 가격이 부담스러운 수준이었으나, 현재 PS5의 높아진 가격(디지털 \$399, 디스크 \$499, Pro \$699)을 고려했을 때 접근 가능한 가격이다. 핸드 헬드 시장의 확장, 기기 침투를 위한 경쟁 지속되면서 가격 접근성 더욱 향상될 것으로 예상된다.

도표 21. 주요 핸드 헬드 게임 사양

개발사	밸브(Valve)	에이수스(ASUS)	레노버(Lenovo)
제품명	스팀 덱 (Steam Deck)	로그 앨라이 (ROG Ally)	리전 고 (Legion Go)
출시일	2022년 2월	2023년 6월	2023년 10월
모델 / 가격	256GB / \$399, 512GB / \$549, 1TB / \$649	Z1 / \$599, Z1 Extreme / \$699	\$699
운영체제(OS)	스팀 OS	윈도우 11	윈도우 11
CPU	AMD ZEN 2 2.4~3.5GHz	AMD RYZEN Z1 Extreme 3.3~5.1 GHz	AMD RYZEN Z1 Extreme 3.3~5.1 GHz
GPU	8 RDNA2 Cus 1.6 Tflops	RDNA3, 12CU 8.4 Tflops	RDNA3, 12CU 8.4 Tflops
메모리	16GB	16GB	16GB
무게	669g	608g	640~845g
디스플레이	7인치 WXGA(1280x800) 60Hz	7인치 FHD(1920x1080) 120Hz	8.8인치 QHD+(2560x1600) 144Hz

자료: 하나증권

도표 22. 레노버 리전고 라인업 사양

제품명	리전고 2 8ASP2	리전고 S Steam Os	리전고 S 8ARP1	리전고 S 8ARP1
CPU	AMD RYZEN 2 Extreme 8C/16T (Zen5)	AMD RYZEN Z2 Go 4C/8T(Zen3+)	AMD RYZEN Z2 Go 4C/8T(Zen3+)	AMD RYZEN Z1 Extreme 8C/16T(Zen4)
GPU	RDNA 3.5 16CU	RDNA 2 12CU	RDNA 2 12CU	RDNA 2 12CU
리테일가	TBC	\$499	\$599	\$729
메모리	32GB	32GB	32GB	32GB
용량	2TB	512GB	512GB	1TB
배터리	74Wh	55.5Wh	55.5Wh	55.5Wh
OS	윈도우 11	스팀 OS	윈도우 11	윈도우 11
디스플레이	8.8인치 OLED(2560x1600) 144Hz	8.8인치 IPS(1920x1200) 120Hz	8.8인치 IPS(1920x1200) 120Hz	8.8인치 IPS(1920x1200) 120Hz

자료: LENOVO, 하나증권

2. 시장 확장과 산업 변화

1) PC/콘솔 시장 Q 증가

PC/콘솔 시장 Q 증가 기대

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

신규 게이머 확보, 기존 게임의 안정적인 판매량 유지 기여 기대

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

국내 게임사 수혜 전망

이는 국내 게임사에게 반가운 소식이다. 국내 게임사들은 글로벌 시장을 타겟하기 위해 PC/모바일/콘솔 크로스 플랫폼 게임, 콘솔 패키지 게임 개발로 다각화를 추진하고 있다. 현재까지 라이브 서비스로는 크래프톤의 [배틀그라운드], 넥슨의 [퍼스트 디센던트]가, 패키지 게임에서는 넥슨의 [데이브 더 다이버](500만장), 네오위즈의 [P의 거짓](220만장), 시프트업의 [스텔라 블레이드](165만장)가 자체 개발로 높은 성과를 거뒀다. 자체 개발, 글로벌 패키지 게임의 퍼블리싱까지 적극적으로 준비하고 있어 국내 게임사의 글로벌 PC/콘솔 시장 침투 긍정적으로 전망한다.

도표 23. 국내 게임사 패키지 게임 성과

게임명	제작사	퍼블리셔	플랫폼	출시일	판매량
데이브 더 다이버	넥슨(민트로켓)	넥슨(민트로켓)	PC/PS/Nintendo	2023년 06월 28일	500만+
P의 거짓	네오위즈	네오위즈	PC/PS/XBOX	2023년 09월 19일	200만+
스텔라 블레이드	시프트업	소니	PS	2024년 04월 26일	160만+
스컬	사우스포게임즈	네오위즈	PC/PS/XBOX/Nintendo/모바일	2021년 01월 21일	200만+
칼리스토 프로토콜	크래프톤 (스트라이킹디스턴스튜디오)	크래프톤	PC/PS/XBOX	2022년 12월 02일	200만+
서브노티카	크래프톤(엔노운월즈)	크래프톤(엔노운월즈)	PC/PS/XBOX/Nintendo	2018년 01월 23일	800만+

자료: 하나증권 추정

도표 24. 국내 게임사 주요 패키지 게임 파이프라인

게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
P의 거짓 후속작	네오위즈	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027~
울프아이 스튜디오 신작	울프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026~
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2026~
스텔라 블레이드 후속작	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027년~
서브노티카 2	크래프톤(엔노운월즈)	크래프톤(엔노운월즈)	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2H25
Project LLL	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	2H25
붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	4Q25
섹션13	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 로그라이트슈터	PC/콘솔	2Q25
Project S	라이온하트(자회사)	-	루트 슈터	PC/콘솔	2026
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2026

자료: 하나증권 추정

도표 25. Steam Deck Top Played TOP 1~50

순위	게임명	제작사	퍼블리셔	출시일
1	Balatro	LocalThunk	Playstack	2024-02-20
2	Stardew Valley	ConcernedApe	ConcernedApe	2016-02-26
3	Baldur's Gate 3	Larian Studios	Larian Studios	2023-08-03
4	ELDEN RING	FromSoftware	Bandai Namco Entertainment	2022-02-25
5	Kingdom Come: Deliverance II	Warhorse Studios	Deep Silver	2025-02-04
6	The Binding of Isaac: Rebirth	Nicalis, Inc.	Nicalis, Inc.	2014-11-04
7	Red Dead Redemption 2	Rockstar Games	Rockstar Games	2019-12-05
8	Marvel Rivals	NetEase Games	NetEase Games	2024-12-06
9	Cyberpunk 2077	CD Projekt Red	CD Projekt Red	2020-12-10
10	The Elder Scrolls V: Skyrim Special Edition	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	2016-10-28
11	Brotato	Blobfish	Blobfish	2023-06-23
12	No Man's Sky	Hello Games	Hello Games	2016-08-12
13	Hogwarts Legacy	Portkey Games	Warner Bros. Games	2023-02-10
14	Sid Meier's Civilization VII	Firaxis Games	2K	2025-02-10
15	Slay the Spire	MegaCrit	MegaCrit	2019-01-23
16	Hello Kitty Island Adventure	Sunblink	Sunblink	2025-01-30
17	Vampire Survivors	poncle	poncle	2022-10-20
18	HELLDIVERS™ 2	Arrowhead Game Studios	Sony Interactive Entertainment	2024-02-08
19	The Witcher 3: Wild Hunt	CD Projekt Red	CD Projekt Red	2015-05-18
20	Diablo IV	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment	2023-10-17
21	Kingdom Come: Deliverance	Warhorse Studios	Warhorse Studios, Prime Matter	2018-02-13
22	Hades	Supergiant Games	Supergiant Games	2020-09-17
23	Deep Rock Galactic: Survivor	Funday Games	Ghost Ship Publishing	2024-02-14
24	Monster Hunter: World	Capcom	Capcom	2018-08-09
25	Fallout 4	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	2015-11-10
26	FINAL FANTASY VII REBIRTH	Square Enix	Square Enix	2025-01-23
27	Path of Exile 2	Grinding Gear Games	Grinding Gear Games	2024-12-06
28	NBA 2K25	Visual Concepts	2K Sports	2024-09-04
29	Grand Theft Auto V	Rockstar North	Rockstar Games	2015-04-13
30	Warframe	Digital Extremes	Digital Extremes	2013-03-25
31	DAVE THE DIVER	MINTROCKET	MINTROCKET	2023-06-28
32	Cult of the Lamb	Massive Monster	Devolver Digital	2022-08-11
33	Metaphor: ReFantazio	ATLUS	SEGA	2024-10-11
34	Palworld	Pocketpair	Pocketpair	2024-01-19
35	MONSTER HUNTER RISE	Capcom	Capcom	2022-01-12
36	Persona 5 Royal	ATLUS	SEGA	2022-10-21
37	Hades II	Supergiant Games	Supergiant Games	2024-05-06
38	Project Zomboid	The Indie Stone	The Indie Stone	2013-11-08
39	Hollow Knight	Team Cherry	Team Cherry	2017-02-24
40	Dead Cells	Motion Twin	Motion Twin	2018-08-06
41	Halo: The Master Chief Collection	343 Industries	Xbox Game Studios	2019-12-03
42	Sid Meier's Civilization® VI	Firaxis Games	2K Games	2016-10-21
43	DYNASTY WARRIORS: ORIGINS	KOEI TECMO GAMES	KOEI TECMO GAMES	2025-01-17
44	Disney Dreamlight Valley	Gameloft	Gameloft	2022-09-06
45	Fields of Mistria	NPC Studio	NPC Studio	2024-08-05
46	Forza Horizon 5	Playground Games	Xbox Game Studios	2021-11-09
47	FINAL FANTASY VII REMAKE INTERGRADE	Square Enix	Square Enix	2022-06-17
48	Dead by Daylight	Behaviour Interactive	Behaviour Interactive	2016-06-14
49	The Sims™ 4	Maxis	Electronic Arts	2014-09-02
50	Grand Theft Auto IV: The Complete Edition	Rockstar North	Rockstar Games	2010-04-29

자료: Steam, 하나증권

도표 26. Steam Deck Top Played TOP 51~100

순위	게임명	제작사	퍼블리셔	출시일
51	A Game About Digging A Hole	Cyberwave	Drillhounds	2025-02-07
52	Terraria	Re-Logic	Re-Logic	2011-05-16
53	Halls of Torment	Chasing Carrots	Chasing Carrots	2023-09-24
54	It Takes Two	Hazelight Studios	Electronic Arts	2021-03-26
55	Left 4 Dead 2	Valve	Valve	2009-11-17
56	Valheim	Iron Gate AB	Coffee Stain Publishing	2021-02-02
57	Counter-Strike 2	Valve	Valve	2012-08-21
58	DARK SOULS™ III	FromSoftware	Bandai Namco	2016-04-11
59	Marvel's Spider-Man Remastered	Insomniac Games	PlayStation PC	2022-08-12
60	Persona 3 Reload	Atlus	SEGA	2024-02-02
61	Risk of Rain 2	Hopoo Games	Gearbox Publishing	2020-08-11
62	Fallout: New Vegas	Obsidian Entertainment	Bethesda Softworks	2010-10-19
63	Euro Truck Simulator 2	SCS Software	SCS Software	2012-10-18
64	Portal 2	Valve	Valve	2011-04-19
65	Street Fighter™ 6	Capcom	Capcom	2023-06-02
66	UFO 50	Spelunky Team	Spelunky Team	2024-09-18
67	Mass Effect™ Legendary Edition	BioWare	Electronic Arts	2021-05-14
68	Forza Horizon 4	Playground Games	Xbox Game Studios	2018-03-09
69	Resident Evil 4	Capcom	Capcom	2023-03-24
70	Yu-Gi-Oh! Master Duel	Konami	Konami	2022-01-19
71	Phasmophobia	Kinetic Games	Kinetic Games	2020-09-18
72	Coral Island	Stairway Games	Humble Games	2023-11-14
73	Black Myth: Wukong	Game Science	Game Science	2024-08-20
74	War Thunder	Gaijin	Gaijin	2013-08-15
75	Dying Light	Techland	Techland	2015-01-27
76	Marvel's Spider-Man 2	Insomniac Games	PlayStation	2025-01-30
77	BeamNG.drive	BeamNG	BeamNG	2015-05-29
78	KINGDOM HEARTS -HD 1.5+2.5 ReMIX-	Square Enix	Square Enix	2024-06-13
79	WARRIORS: Abyss	Omega Force	Koei Tecmo	2025-02-12
80	RimWorld	Ludeon Studios	Ludeon Studios	2018-10-17
81	Borderlands 3	Gearbox Software	2K Games	2020-03-13
82	DARK SOULS™: REMASTERED	FromSoftware	Bandai Namco	2018-05-23
83	Factorio	Wube Software	Wube Software	2020-08-14
84	PowerWash Simulator	FuturLab	Square Enix	2021-05-19
85	Divinity: Original Sin 2 - Definitive Edition	Larian Studios	Larian Studios	2017-09-14
86	Disco Elysium - The Final Cut	ZA/UM	ZA/UM	2021-03-30
87	Deep Rock Galactic	Ghost Ship Games	Coffee Stain Publishing	2020-05-13
88	Darkest Dungeon II	Red Hook Studios	Red Hook Studios	2023-05-08
89	Days Gone	Bend Studio	PlayStation	2021-05-18
90	Subnautica	Unknown Worlds	Unknown Worlds	2018-01-23
91	God of War	Santa Monica Studio	PlayStation	2022-01-14
92	Fallout 76	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks	2020-04-14
93	Sekiro: Shadows Die Twice - GOTY Edition	FromSoftware	Activision	2019-03-28
94	SWORN	XYZ Studios	XYZ Studios	2025-02-17
95	Tokyo Xtreme Racer	Genki	Genki	2025-01-23
96	God of War Ragnarök	Santa Monica Studio	PlayStation	2024-09-19
97	Darkest Dungeon	Red Hook Studios	Red Hook Studios	2016-01-19
98	7 Days to Die	The Fun Pimps	The Fun Pimps	2024-07-25
99	Lethal Company	Zeekerss	Zeekerss	2023-10-23
100	Overwatch 2	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment	2023-08-10

자료: Steam, 하나증권

2) 인디 게임과 시너지

인디 게임의 영향력 증가

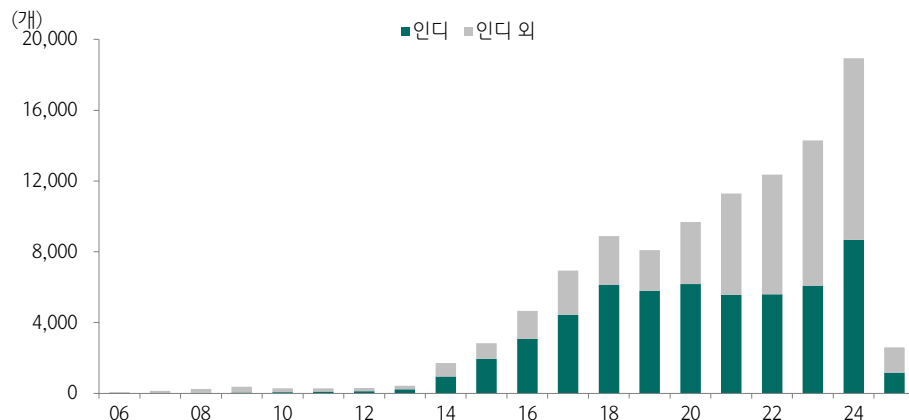
인디 게임의 존재감은 점차 확대되고 있다. 핸드 헬드 기기는 인디 게임을 구동하기에 최적의 환경을 제공하기에 이를 가속화할 수 있다. 스팀 기준 2024년 인디 게임 신작은 8,671개 (인디 외 10,271개)로 전체 신작의 45.8%에 해당한다. 분류에 차이는 있으나 VGInsight에 의하면 2024년 1월~9월까지 스팀 내 매출의 48%, 판매량의 58%가 인디 게임에서 발생한다. 해당 기관은 인디 게임을 퍼블리셔의 이력 기준으로 선정하고 있어 게임 사이언스의 [검은신화: 오공]이 인디 게임으로 분류된 지표이기에 일부 왜곡이 있으나 게임 시장 내 인디 게임의 영향력은 분명 커지고 있다는 점은 분명하다.

2024년을 강타한 [발라트로]

2024년을 강타한 인디 게임 [발라트로]는 2024년 2월 PC/PS/XBOX/Nintendo에 출시한 이후 누적 500만장 이상 판매되었다. [발라트로]는 낮은 소비자가(14.99달러)임에도 약 7,500만달러(약 1,100억원) 이상의 매출을 발생시킨 것으로 추정된다. 중요한 점은 이 게임이 LocalThunk라는 1인 개발자가 3년간 개발한 결과물이라는 점이다.

로그라이크 덱빌딩 전략 카드 게임이라는 장르는 짧은 플레이 타임으로도 즐길 수 있기 때문에 스팀덱에서도 가장 많이 플레이된 게임 1위를 기록했다. 이러한 특징은 9월 출시한 모바일 버전의 인기로도 이어졌다. 2달만에 모바일 매출 440만달러(약 63억원)을 달성했다.

도표 27. 연간 스팀 게임(인디/인디 외) 출시 수



주: 25년은 2월까지 값
자료: Newzoo, 하나증권

[데이브 더 다이버]의 성과

국내에서는 넥슨의 자회사 민트로켓이 30명의 적은 규모로 개발한 [데이브 더 다이버](2023년)가 누적 판매량 500만장을 달성하여 가장 높은 성과를 보였다. PC/PS/XBOX/닌텐도로 모두 출시되었으며 스팀덱/닌텐도 최적화 게임이라 불린 결과 2024년 스팀덱 순위에서 31위를 차지했다. 물론 넥슨 내에서 이뤄진 프로젝트이기에 정통 인디 게임의 정의에는 부합하지 않으나, 소규모 개발력이 이룩한 성과라는 점에서 유의미하다.

크래프톤의 다양한 시도

넥슨 외에도 크래프톤이 독립 스튜디오에서 소규모 게임을 출시하고 있다. 크래프톤이 2022년 2월 인수한 5민랩은 개발자 3인이 제작한 [킬 더 크로우즈]를 2023년 8월에 출시했고 [민간군사기업 매니저]를 개발 중이다. 또한 호주의 1인 개발자의 IP를 활용한 [딩컴 투게더]를 2026년 출시할 계획이다. 이외에도 크래프톤은 자회사 펠루게임즈에서 GPT-4o를 활용한 [언커버 더 스모킹 건]과 [마법소녀 즈쿱도쿱]을 출시했다. 또한 플라이웨이게임즈에서 신작 4종 출시 준비하고 있다.

국내 인디 게임 퍼블리싱
사업 활성화

국내 게임사들의 인디 게임 퍼블리싱 사업도 활발하다. 네오위즈, 스마일게이트, 그라비티 등이 인디 게임에 관심을 갖고 적극적으로 퍼블리싱을 진행 중이다. 네오위즈는 사우스포게임즈의 [스컬] 출시하여 200만장의 판매량을 기록했으며 2022년 대한민국 게임 대상을 받은 [산나비]도 퍼블리싱 했다. 2025년에는 [셰이프 오브 드림즈], [안녕 서울: 이태원편]을 퍼블리싱 할 예정이다. 스마일게이트는 플랫폼 스토브를 운영하며 한국 인디게임 생태계를 조성하고 있다. 2024년 9월 기준 전년 대비 스토브인디의 입점 수는 50% 증가, 이용자 수는 106%, 신규 이용자 수는 145% 증가했다. 또한 지난 7월 첫 퍼블리싱 타이틀로 폴리모프 스튜디오의 [이프선셋], 몬스터가이드의 [과물입금지2: 여름포차]를 선정했다. 플랫폼을 바탕으로 인디 게임 퍼블리싱 사업 확장을 통한 성장 도모하는 모습이다.

도표 28. 국내 게임사 출시 및 출시 예정 인디 게임

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

자료: 하나증권 추정

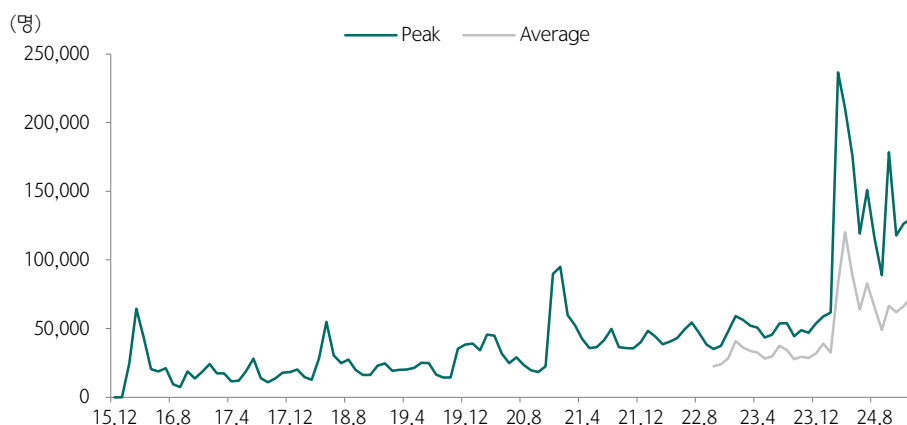
1인 개발 게임의 높은 성과

글로벌 [발라트로], 국내 [데이브 더 다이버]의 성공은 단순 일회성 이벤트가 아니다. 2016년 1인 개발자 에릭 바론이 출시한 [스타듀밸리]는 누적 판매량 4,100만장을 돌파했고 2024년 스팀덱 순위 2위를 차지했다. 지속적인 업데이트를 통해 2025년 2월에도 최고 동시 접속자 9만명 기록을 유지하고 있다. 인디 게임의 시장 침투는 과거부터 있어 왔고 점차 확대되고 있다. [스타듀밸리]의 사례는 폭발적 흥행 이후에도 업데이트를 통해 안정적으로 판매량을 유지할 수 있는 가능성을 보여준다.

1인/소규모 인력 게임 성과 증가 전망

2024년은 [발라트로] 외에도 [매너 로드] 300만장, [벽샷 룰렛] 400만장 등 1인 개발자들의 성과가 크게 나타나는 해였다. 그 중 [매너로드]의 사례는 AI 기술이 보급화가 인디 게임의 시대를 열 수 있음을 증명했다. [매너로드]의 개발자 그렉 세텍젠은 비 개발자 출신이며 독학으로 AI의 도움을 받아 게임을 개발했다. 1인 혹은 소규모 개발 인력으로도 트리플A급 게임에 버금가는 높은 성과를 내는 사례 더욱 많아질 것으로 전망한다.

도표 29. 스타듀밸리 스팀 접속자 추이



자료: SteamDB, 하나증권

도표 30. 매너로드(2024년)



자료: GAMETOC, 하나증권

도표 31. 벽샷 룰렛(2024년)



자료: Steam, 하나증권

3) 트리플A급 게임, 최적화도 경쟁력

최적화 중요성 높아짐

스팀덱을 포함한 핸드 헬드 기기의 성능이 향상되고 있지만 PC의 성능을 온전히 따라가기엔 아직 역부족이다. ProtonDB에 의하면 스팀덱 인증 게임은 5,920개이고 플레이 가능 게임은 17,680개다. 핸드 헬드 기기에서 온전히 구동되는 게임은 낮은 사양의 PC나 휴대용 PC에서도 원활히 플레이 가능하다. 즉 접근성이 높다는 의미다. 다수의 PC 게임이 최적화에서 문제를 보이고 있는 만큼 향후 게임 산업 내에서 최적화 역시 경쟁력이며, 이를 통한 사용자 경험 향상이 가능한 게임이 높은 판매량 기록할 것으로 전망한다.

최적화 실패 사례

언리얼 5 엔진의 보급, 기술의 발전으로 높은 퀄리티의 그래픽이 표준이 되었지만 게임사의 최적화 역량, 게이머들의 컴퓨터 성능은 이를 따라가지 못하고 있다. 최적화 실패의 대표적 사례는 CDProjektRed의 [사이버펑크 2077]이다. 2020년 12월 출시 당시 사전 예약으로만 800만장이 판매되었으나 프레임 드랍, 로딩 지연, 버그 문제가 다수 확인되었다. 최적화에 대한 강한 불만은 당일 메타크리틱 PS4 2/10, Xbox 2.4/10이라는 유저 평점으로 나타났다. 이후 지속적인 개선을 통해 누적 판매량 3,000만장을 달성했으나 유저들의 실제 출시 버전을 확인 후 구매하고자 하는 수요는 더욱 커졌고 최적화에 실패한 게임들의 부진으로 확인되고 있다.

PC, 핸드 헬드 성능은 가변적.

안정적 게임 제공 필요.

다운스케일링 역량 중요

최적화의 문제는 콘솔에서 PC로 포팅되는 케이스에서도 중요하다. 콘솔(PS/XBOX)는 고정된 성격의 플랫폼이지만 이지만 PC는 CPU, GPU, 모니터 해상도/주사율, SSD/HDD 등 모든 요소가 가변적이다. 다양한 설정에서 안정적인 성능을 확보하지 않으면 안정적인 게임 환경을 제공할 수 없다.

핸드 헬드 기기까지 타겟해야하는 상황에선 게임사들의 다운스케일링 역량 부각될 수 있다. 2023년 이후 출시된 트리플A급 게임의 최소 사양은 1080p이고 권장 사양은 1440p 60FPS다. 주요 핸드 헬드 기기의 해상도가 1080p 미만(스팀덱은 720p) 수준임을 고려했을 때 다운스케일링은 필수적이다. FSR/DLSS, 동적 해상도 조절(DRS), VRAM 최적화, CPU 부하 감소를 적극적으로 적용해야 한다.

4) 크로스 플랫폼 시대 가속화

핸드 헬드, 크로스 플랫폼과 시너지

핸드 헬드 기기의 보급화는 PC 버전의 컨트롤러 지원과 최적화만으로 새로운 시장을 타겟할 수 있도록 한다. 게임사에게 크로스 플랫폼은 선택이 아닌 필수다. 모바일 게임 사용자가 PC, 콘솔 사용자의 합을 상회하는 현시점에서 개발사가 최대한 많은 트래픽을 확보하기 위한 가장 경제적인 방법이다. 게임사는 게임 시장 전반의 성장 둔화와 매출액 감소, 인건비와 개발비 증가로 인한 비용 부담 증가, P를 증가시키기 어려운 현재 상황에서 최선을 추구하고 있다. 크로스 플랫폼 게임 비중은 매년 증가하고 있으며 핸드 헬드 시장의 확장은 이를 가속화 할 것으로 전망한다.

[원신], [명조] 등 서브컬처 게임의 콘솔 성과

크로스 플랫폼이라는 구조적 변화는 패키지본 아니라 라이브 서비스 게임에도 확인되고 있다. 대표적인 예시는 [원신], [명조], [젠레스 존 제로]다. 2020년 9월 출시된 호요버스의 [원신]은 모바일 외에도 PS4/5, XBOX, PC(에픽스토어)로 서비스되고 있다. 소니에 따르면 PS4/5 출시 이후 2년간 [원신]의 매출은 10억달러(약 1조 4,400억원) 수준이다. 쿠로 게임즈의 [명조] 역시 모바일/PC(에픽스토어)로 2024년 5월 출시되었으며 2025년 1월 PS5로 확장했다.

모바일, PC의 장점 모두 갖출 수 있음

상기한 게임들은 서브컬처 오픈월드 RPG 장르를 고퀄리티로 제공하며 시장을 선도하고 있다. 모두 스팀덱, 로그 앨라이, 리전고로 플레이 가능하다. 2025년 출시 예정인 넷이즈의 [무한대], 호타 스튜디오의 [이환], 하이퍼그리프의 [명일방주: 엔드필드]은 더욱 높은 수준의 그래픽과 콘텐츠를 갖춘 것으로 보인다. 오픈 월드 게임들이 요구하는 플레이 타임과 기기 성능이 지나치게 올라가면서 스마트폰 환경에서 원활한 플레이가 어렵다는 문제가 일부 제기되는 상황이다. PC/모바일 게임의 경계가 모호해지는 시점에서 모바일의 편의성과 PC의 성능을 모두 체감할 수 있는 핸드 헬드 기기가 대안으로 떠오를 수 있다.

국내 서브컬처 크로스 플랫폼 사례

국내에서는 2025년 하반기 넷마블의 [일곱 개의 대죄: 오리진], 2027년 시프트업의 [프로젝트 위치스]가 출시 예정이다. PC/콘솔 모두 지원하는 크로스 플랫폼 오픈월드 RPG로 예상 되기에 최적화 시 핸드 헬드 기기 확장 수혜 받을 수 있다.

도표 32. 멀티 플랫폼 프로젝트 비교

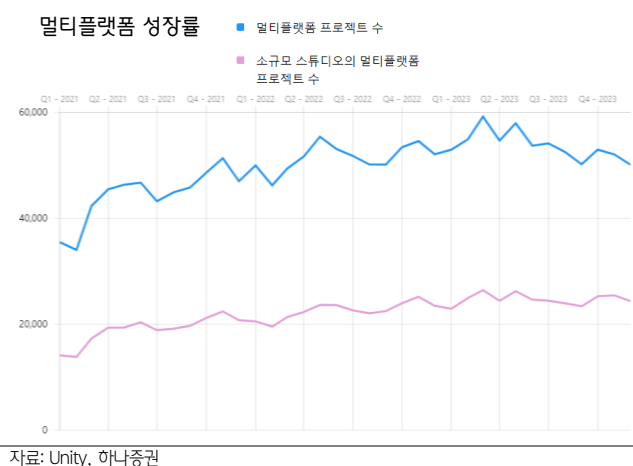
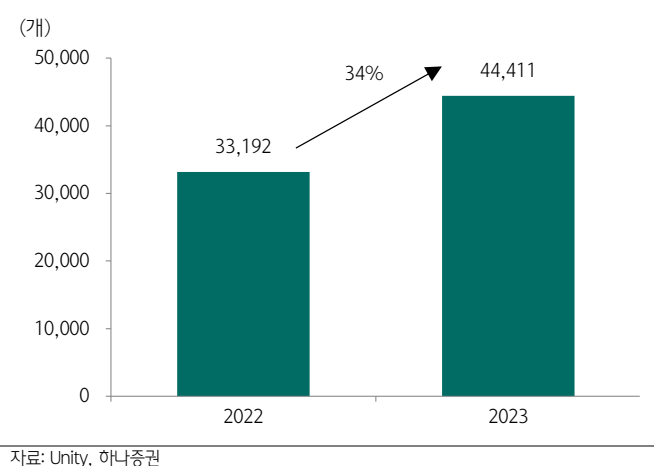


도표 33. 크로스 플랫폼(3가지 이상) 출시 게임 수



스팀덱, 리눅스의 안티치트 문제

핸드 헬드 기기의 확장에서의 걸림돌은 네트워크 게임, 경쟁 게임에 있는 안티 치트 프로그램이다. 2025년 9월 17일 [GTA 5], [GTA 온라인]에 안티치트 프로그램 배틀아이(BattleEye)가 도입됐고 이후 리눅스 운영체제, 스팀덱에서는 플레이가 불가능하다. [에이펙스], [배틀그라운드] 등도 같은 이유로 접근이 제한되어있다. 배틀 아이 자체는 스팀덱 호환을 지원하기에 이는 게임사와 안티 치트사의 조율로 해결할 수 있는 문제라 밸브사는 설명하고 있다.

네트워크 게임 스팀덱 호환 사례 증가

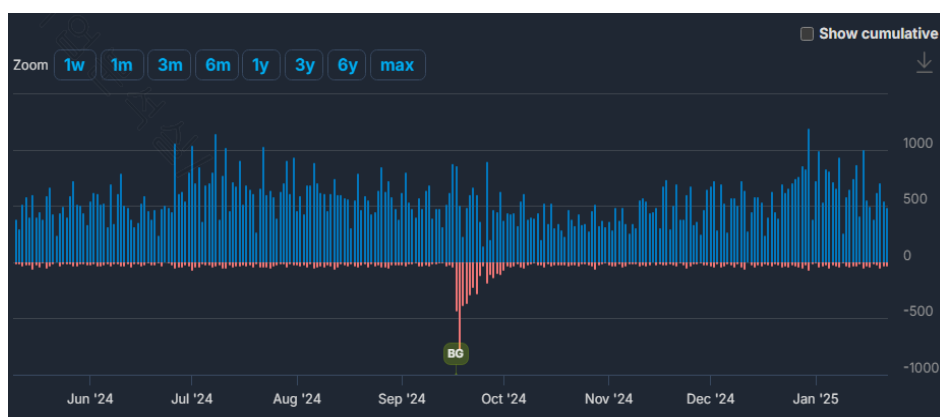
다만 이는 점차 해결될 문제라 판단한다. 2024년 출시된 [마블 라이벌즈], [스트리노바] 등 스팀덱 호환 사례가 늘고 있다. 또한 리전고 S를 비롯해 스팀 OS를 탑재한 타사의 기기 출시가 시작되었기에 점차 보급화된다면 게임사가 스팀덱 지원을 하지 않을 이유가 없다.

윈도우 OS는 해당 사항 없음

또한 윈도우 OS 기반인 로그 앨라이, 리전고, 클로 등 핸드 헬드는 해당 문제 자체가 발생하지 않고 원활하게 구동할 수 있다는 장점이 있다. 스팀덱, 스팀덱 외 핸드 헬드 시장 성장에 따른 크로스 플랫폼 확장 및 가속화는 컨트롤러를 지원하는 모든 게임에 적용될 수 있다고 판단한다.

도표 34. GTA 5 리뷰 추이

안티치트 도입으로 스팀덱 차단 이후 부정적 리뷰 증가



주: BG: Battle Eye for GTA

자료: SteamDB, 하나증권

5) AI 게임 본격화

AI 게임 다수 출시 전망

생성형 AI를 적극 활용한 게임들이 높은 성과를 내고 있다. 앞서 언급한 [매너로드]의 사례가 대표적이다. 게임 개발용 AI 모델들의 출시가 본격적으로 시작됨에 따라 소규모 인력으로도 높은 퀄리티의 게임을 구축할 수 있게 되었다. AI 게임의 다수 출시를 전망한다. AI 게임의 시대에 중요한 경쟁력은 개발 기술이 아닌 창의력이 될 가능성이 높다.

로블록스

로블록스는 AI 어시스턴트를 도입하여 프롬프트로 게임 에셋을 제작할 수 있도록 지원했고 오픈 소스 AI 모델로 3D를 넘어 4D로 나아가기 위한 개발을 진행 중이다. 로블록스 생태계 활성화를 위해 적극 도입할 계획이다.

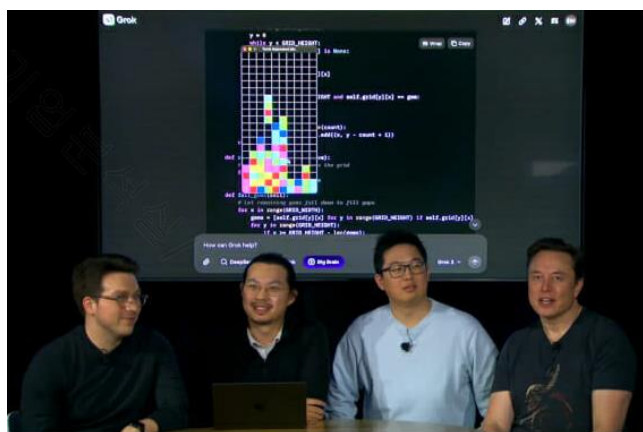
xAI

xAI는 2월 18일 AI 모델 그록 3 공개 방송에서 게임을 제작하는 모습을 시연했다. 고전 게임 테트리스와 비주얼드를 합친 게임을 지시를 내렸고, 10분 후에 결과물이 나왔다. 새 게임을 보여주며 CEO 일론 머스크는 Xai의 게임 스튜디오 설립 가능성을 언급했다. 이후 그록 3를 활용한 다양한 아케이드 게임이 개발되고 있으며, 머스크는 올해 고해상도 이미지 적용 기능을 추가할 예정이고 2026년에는 트리플A급 게임도 제작 가능할 것이라며 기대감을 불러일으켰다.

마이크로소프트

마이크로소프트는 2월 19일 নিজ사 시어리와 공동 개발한 AI 모델 '뮤즈'를 공개했다. '뮤즈'는 [블러딩 엣지]의 7년치 플레이 데이터로 훈련되었다. 시연 영상에서는 실시간 프롬프트 입력으로 에셋을 생성하고, 게임 내에 적용하여 즉시 상호 작용하는 모습을 확인할 수 있다. 초기 모델로 해상도가 300X180로 제한되었지만 업그레이드 예정으로 개발 과정 내 AI 접근성이 더욱 높아질 것으로 보인다.

도표 35. xAI 그록 3 공개 방송



자료: xAI, ZDNET, 하나증권

도표 36. 마이크로소프트 뮤즈 시연



자료: XBOX, 하나증권

기업분석

크라프트온 (259960)	26
시프트업 (462870)	35
네오위즈 (095660)	38

2025년 3월 4일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 500,000원(상향)
현재주가(2.28) 343,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,532.78
52주 최고/최저(원)	383,000/213,000
시가총액(십억원)	16,456.5
시가총액비중(%)	0.79
발행주식수(천주)	47,908.3
60일 평균 거래량(천주)	163.9
60일 평균 거래대금(십억원)	54.8
외국인지분율(%)	41.59
주요주주 지분율(%)	
장형규 외 31 인	22.77
MACE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	13.86

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,766.3	3,078.7
영업이익(십억원)	1,230.1	1,329.9
순이익(십억원)	1,013.4	1,148.4
EPS(원)	21,020	23,893
BPS(원)	142,975	174,141

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,854.0	1,910.6	2,709.8	3,187.2
영업이익	751.6	768.0	1,182.5	1,366.3
세전이익	683.9	828.6	1,722.7	1,502.3
순이익	500.2	595.4	1,306.1	1,189.8
EPS	10,194	12,221	27,162	24,839
증감률	(10.91)	19.88	122.26	(8.55)
PER	16.48	15.84	11.51	13.75
PBR	1.61	1.69	2.19	2.04
EV/EBITDA	6.30	7.38	9.33	7.70
ROE	10.29	11.16	21.23	16.20
BPS	104,137	114,849	142,561	167,400
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

크래프톤 (259960)

대작도 다작도 크래프톤

투자의견 Buy 유지. 목표주가 500,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 500,000원으로 상향하며 게임 업종 Top Pick 유지한다. 목표 주가는 2025년 예상 EPS 24,839원에 Target Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 크래프톤 PUBG IP를 포함한 BIG Franchise IP를 통해 5년 후 매출액 7조원을 목표한다. 지난 3년간 30개 이상 스튜디오에 투자를 집행했고 14개의 독립 스튜디오를 운영하고 있다. 5년간 자체 개발 인력 충원에 총 1.5조원 투자, 20개의 독립 스튜디오를 추가할 계획이다. 이러한 움직임은 움츠러들고 있는 국내/글로벌 게임사들과 대비된다. 2026년 이후 [배틀그라운드]라는 대작이 지속 성장하면서, 가장 다작을 출시하는 게임사로 거듭날 것이라 전망한다. 지난 투자자의 과실을 수확할 시점이 도래하고 있다. 비용 증가 보다 가파른 매출 성장을 전망한다.

PUBG 2.0이 온다. 피크아웃 우려 불식

크래프톤은 2025년 매출액 3조 1,872억원(+17.6%YoY), 영업이익 1조 3,663억원(+15.5%YoY, OPM 42.9%)을 기록할 전망이다. [배틀그라운드 PC]는 지난 2월 23일 최고 동시 접속자 826,692명을 기록하며 2020년 이후 최고치를 또 한 번 갱신했다. 일평균 접속자 역시 40만명 돌파, 최고 수준을 유지하고 있다. 강한 트래픽에 기반한 BM이라는 탄력적 매출 성장 모델 여전히 유효하다. 2025년 여름 UGC 모드 알파버전 업데이트 예정이며 오는 3월 로드맵 발표에서 가시화 기대한다. 2026년은 [배틀그라운드]의 10년 차가 되는 해다. 언리얼 엔진 5 적용, 본격적인 UGC 모드 탑재로 트래픽 점프에 동반한 증익 전망한다. [배틀그라운드 모바일]은 3월 론도맵 업데이트 효과로 성장 가속화 기대한다. [배틀그라운드]는 무료화 이전 누적 판매량 7,000만장, 최고 동시 접속자 326만명을 달성한 게임이다. 신규/복귀 유저의 유입으로 성장 전망한다. 피크 아웃을 논하기에는 아직 이르다.

3월부터 다작 시동

[인조이]는 3월 28일 출시 예정이며 올해 150만장 판매를 예상된다. 패키지로 판매되겠지만 라이브 서비스 게임과 같이 지속적인 업데이트 진행할 예정이다. 패션, 자동차, 가전, 가구 등 브랜드와 콜라보 가능하며 초기 콜라보로 게이머 확보, UGC 생태계 확장으로 향후 유의미한 인게임 광고 매출까지도 기대할 수 있다. [다크앤더커 M(변경 예정)]은 2월 5일 북미 소프트 런칭 완료했으며 연내 글로벌 출시 예정이다. PUBG IP와 같이 장기 성장을 기대한다. [서브노티카 2]는 하반기 얼리엑세스 출시 예상하며 올해 판매량 200만장으로 추정한다. 얼리엑세스 기간 XBOX PASS 온보딩 고려하더라도 보수적인 수치다. 언리얼 엔진 5, 협동 멀티플레이어 모드로 게이머의 시간 확보 기대한다. [서브노티카]는 스팀에서 높은 최적화를 보이며 출시 6년이 지났음에도 2024년 스팀 순위 90위를 차지하며 여전히 게이머들의 많은 사랑을 받고 있다. [서브노티카 2] 역시 핸드 헬드 시장의 확장에 대한 수혜 가능한 IP라 판단한다.

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 Buy 유지. 목표가 500,000원으로 상향

PC/콘솔/모바일 출시

투자의견 Buy 유지, 목표주가 500,000원으로 상향하며 게임 업종 Top Pick 유지한다. 목표 주가는 2025년 예상 EPS 24,839원에 Target Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 크래프톤 PUBG IP를 포함한 BIG Franchise IP를 통해 5년 후 매출액 7조원을 목표한다. 지난 3년간 30개 이상 스튜디오에 투자를 집행했고 14개의 독립 스튜디오를 운영하고 있다. 5년간 자체 개발 인력 충원에 1.5조원을 투자할 예정으로 향후 20개의 독립 스튜디오를 추가할 계획이다. 이러한 움직임은 움츠러들고 있는 국내/글로벌 게임사들과 대비된다. 2025년 이후 [배틀 그라운드]라는 대작이 지속 성장하면서, 국내에서 가장 많은 게임을 출시하는 게임사로 거듭날 것이라 전망한다. 지난 투자의 과실을 수확할 시점이 도래하고 있다. 비용 증가 보다 가파른 매출 성장을 예상한다.

2025년 언리얼 엔진 5 업그레이드로 트래픽 성장 예상

2026년은 메인 IP인 [배틀그라운드]의 10년 차가 되는 해다. 언리얼 엔진 5 적용, 본격적인 UGC 모드 탑재로 트래픽 점프에 동반한 증익 전망한다. 피크 아웃을 논하기에는 아직 잠재력이 높은 IP다.

대작, 그리고 다작

올해 주요 신작은 [인조이], [다크앤다커 M(변경예정)], [서브노티카 2], [PUBG: 블라인드 스팟], [딩컴] 이다. 크래프톤의 이익 체력이 워낙 높아 부각되진 않고 있지만 자회사 플라이웨이게임즈는 [커스베인], [어센드 투 제로], [커맨더 퀘스트], [왈츠 앤 잼]을 스팀에 출시할 계획이다. Big Franchise 외에도 소규모 인력이 개발한 게임 신작이 더해지는 한 해가 될 것이며, 2026년 이후부터 더욱 본격화될 것으로 전망한다. [딩컴]은 연내 닌텐도스위치 출시 예정이며 당연히 스팀에서도 플레이 가능할 것으로 예상한다. 또한 [서브노티카 2]와 플라이웨이게임즈의 신작들 모두 핸드 헬드에 최적화될 것으로 예상한다. 핸드 헬드 기기 확대에 따른 수혜 가능하다.

도표 1. 크래프톤 독립 스튜디오 주요 파이프라인

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

자료: 하나증권

도표 2. 크래프톤 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2025F EPS	24,839	Peer 그룹 2025년 예상 P/E 평균(90일)
2. Target PER Multiple	20	
3. 적정주가(1*2)	496,779	
4. 목표주가	500,000	목표 시가총액 24.0조원
5. 현재주가	343,500	현재 시가총액 16.5조원
6. 상승여력	45.6%	

자료: 하나증권

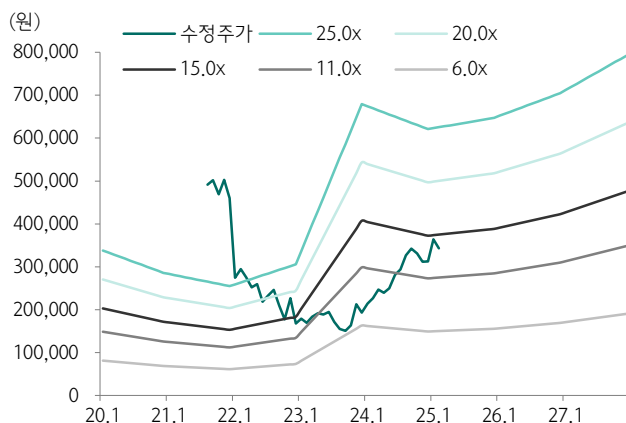
도표 3. 크래프톤 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	827.1	717.9	872.3	769.9	1,910.6	2,709.8	3,187.2
YoY(%)	23.6	82.7	59.7	15.5	24.2	1.5	21.3	24.7	3.1	41.8	17.6
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	322.4	259.6	322.2	261.6	583.9	941.9	1,165.7
YoY(%)	36.5	63.5	126.1	39.2	32.3	35.7	17.5	12.4	25.6	61.3	23.8
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	482.0	441.1	493.8	447.6	1,244.8	1,689.8	1,864.5
YoY(%)	15.5	104.2	37.6	5.7	19.8	(11.8)	16.1	23.6	(0.6)	35.7	10.3
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	11.4	8.7	46.7	47.2	55.7	44.3	113.9
YoY(%)	58.5	(53.9)	(1.7)	(29.4)	(1.0)	(1.0)	295.0	284.2	(46.5)	(20.4)	156.9
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	11.2	8.5	9.7	13.6	26.2	33.7	43.0
YoY(%)	77.2	14.1	(1.3)	41.8	33.0	21.9	23.8	30.1	(18.6)	28.8	27.7
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	424.0	444.3	464.9	487.8	1,142.5	1,527.3	1,820.9
YoY(%)	39.0	46.7	51.3	8.6	19.3	18.5	17.7	21.3	3.6	33.7	19.2
인건비	121.4	129.6	133.1	132.7	142.1	162.0	166.3	165.8	427.3	516.8	636.3
주식보상비용	42.1	35.2	14.5	10.5	10.5	10.6	11.6	11.6	27.6	102.4	44.3
앱수수료/매출원가	85.9	77.5	101.1	84.8	117.7	119.3	128.5	119.3	226.8	349.3	484.8
지급수수료	61.3	76.4	80.4	97.9	70.5	84.1	88.5	107.7	258.9	316.1	350.7
광고선전비	12.4	21.2	29.9	37.9	49.6	31.9	32.9	43.6	66.1	101.4	158.0
기타	32.3	34.9	35.9	38.3	33.6	36.4	37.1	39.8	135.9	141.3	146.8
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	403.1	273.6	407.4	282.2	768.0	1,182.5	1,366.3
YoY(%)	9.7	152.6	71.4	31.1	29.8	(17.6)	25.6	31.0	2.2	54.0	15.5
영업이익률(%)	46.6	47.0	45.1	34.9	48.7	38.1	46.7	36.6	40.2	43.6	42.9
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	405.0	276.4	372.5	140.3	594.1	1,302.6	1,194.2
YoY(%)	30.5	165.7	(42.6)	흑전	16.2	(19.0)	206.9	(71.4)	18.8	119.3	(8.3)
당기순이익률(%)	52.4	48.3	16.9	79.5	49.0	38.5	42.7	18.2	31.1	48.1	37.5

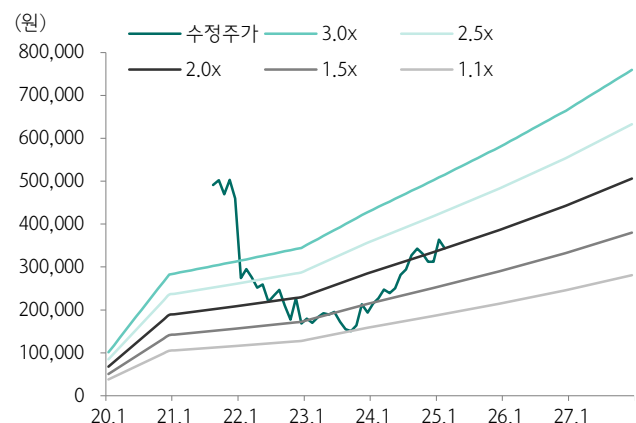
자료: 하나증권

도표 4. 크래프톤 P/E 밴드차트



자료: Fnguide, 하나증권

도표 5. 크래프톤 P/B 밴드차트



자료: Fnguide, 하나증권

주요 스튜디오 점검

1) PUBG STUDIO: PUBG 2.0이 온다

2025년 언리얼 엔진 5
업그레이드로 트래픽 성장 예상

[배틀그라운드] PC는 2024년 3월 발표한 개발 로드맵에서 언리얼 엔진 5 업그레이드 계획을 공식화했다. 올해 3월에도 로드맵 발표 예상되며 일정 구체화 기대한다. 엔진의 변경으로 환경에 대한 묘사, 광원 효과 등 보다 실사에 가까운 그래픽 제공이 가능하다. 이는 게이머들의 몰입을 이끌어 내 배틀로얄 장르 1위 게임의 입지를 공고히 하고 게임의 수명을 더욱 연장할 수 있을 것으로 예상한다.

UGC 모드로 플랫폼화 기대

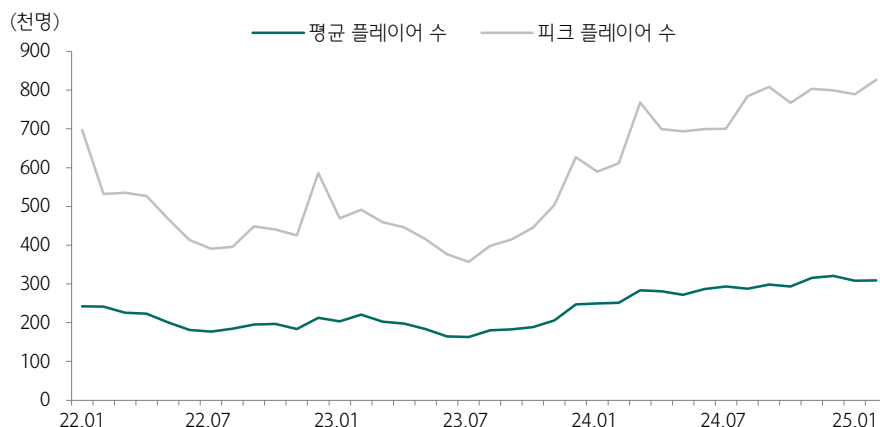
2026년은 PUBG IP의 10년 차가 되는 해다. 본격적인 UGC 모드 탑재로 신작 출시보다 큰 효과 기대한다. 크래프톤은 2025년 여름 UGC 알파버전으로 시작하여 UGC 생태계를 점차적으로 활성화 할 것으로 예상된다. 크래프톤은 이미 [배틀그라운드 모바일]에서 2023년 3월 크래프트 그라운드라는 이름으로 UGC 모드 출시하여 서비스 중이다. 출시 이후 좀비, 레이싱, 저격 등 다양한 모드의 맵이 플레이되고 있다. 또한 테마 모드를 격월로 출시하며 게이머들을 사로잡고 있다. PC/콘솔 [배틀그라운드]에 UGC 모드가 도입된다면 [배틀그라운드 모바일]에 있는 다양한 맵들, 더불어 특별 이벤트로 선보였던 판타지 배틀로얄과 같이 기존 게임에서 더욱 확장된 경험을 제공할 수 있다. 게이머들을 배틀그라운드 내에 락인이 가능하여 트래픽 증가와 수명 연장을 예상한다.

성장 여력 충분

[배틀그라운드] PC의 UGC 모드가 유의미한 성장을 기대할 수 있는 가장 이유는 현재 [배틀그라운드]의 주력 시장에 경쟁자가 없기 때문이다. 블록버스터 UGC 게임으로 성장한 포트 나이트의 주력 시장은 북미, 유럽이고 로블록스는 타겟이 다르다. [배틀그라운드]의 주 매출원은 아시아 지역이기에 UGC 모드로 트래픽 성장, 락인 가능하다고 판단한다. 2024년 진행한 뉴진스, 람보르기니 콜라보와 같은 이벤트도 지속될 예정이기에 성장 여력 충분하다.

도표 6. 배틀그라운드 스팀 무료화 이후 트래픽 추이

2023년 7월 기점 반등중
2025, 2026년까지 우상향 전망



자료: SteamChart, 하나증권

UGC 게임의 확장 =
게이머 체류

[배틀그라운드]는 UGC 모드 도입으로 크게 3가지를 강점을 갖출 수 있다. 1) 다양한 UGC를 갖춘 게임은 무한한 확장성을 가지며 게이머들을 체류시킨다. UGC 트래픽 확장으로 또 다른 창작으로 이어지는 선순환 구조가 형성된다. 메인 게임, UGC 플랫폼으로 자리 잡으면 게이머는 굳이 다른 게임에 접속할 필요성을 느끼지 못한다. 게임 내에서 원하는, 혹은 콘텐츠에서 원하는 니즈를 해당 게임 내에서 모두 해소할 수 있기 때문이다

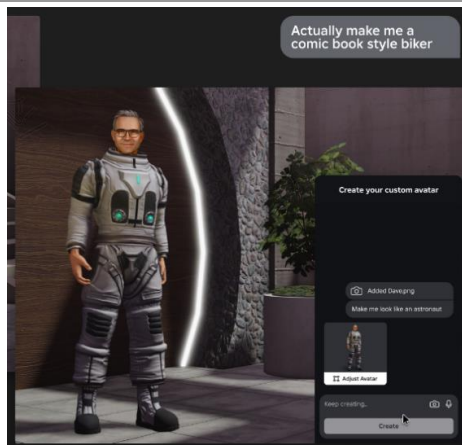
UGC는 개발사에
경제적 이점을 줌

2) UGC는 게임 개발사에게 경제적 이점을 준다. 게임산업의 심화에 따라 게이머들의 눈높이는 높아지고, 각자가 원하는 니즈도 다양해지고 있다. 게임사들이 이를 모두 소통하여 게임에 반영하기에 자원은 한정되어 있다. 콘텐츠 자체를 게이머가 만들게 한다면, 크래프톤은 일부 밸런스 조절과 최적화만을 제공해도 게이머들의 수요를 충족시킬 수 있다.

생성형 AI로 제작의
허들이 낮아짐 = 다수의 창작자

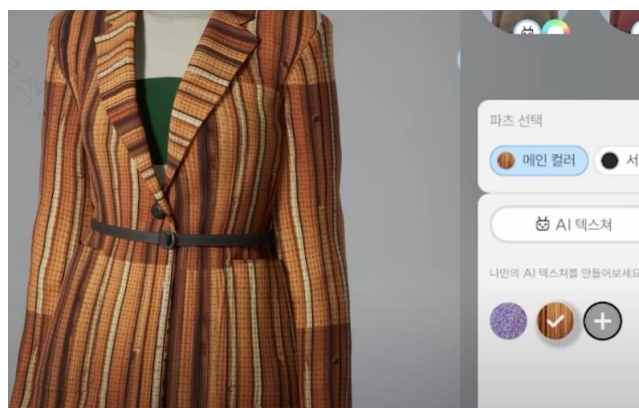
3) 생성형 AI의 보급은 UGC 생태계를 더욱 촉진시킨다. 제작의 허들이 낮아지면서 게이머들은 기존보다 고도화된 방식으로 게임 내에 원하는 콘텐츠를 구현할 수 있다. 로블록스는 로블록스 2023년 로블록스 어시스턴트라는 생성형 AI 도구 무료로 출시했다. 자연어를 챗봇 형태로 입력하여 캐릭터, 맵을 구성할 수 있는 기능이다. 연내 출시 예정인 크래프톤의 [인조이] 역시 AI를 활용한 커스텀 기능이 탑재되어 있다. 자연어로 입력한 패턴을 모든 의상에 적용할 수 있다. 의상뿐 아니라 건축에도 적용 가능하여 개발 도구가 낮은 게이머라도 모두 창작 활동에 참여가 가능하다. 기존 UGC 생태계가 일부 소수의 '금손' 창작자와 다수의 소비자로 구성되었다면, 생성형 AI 생태계는 다수의 창작자, 다수의 소비자로 확장하여 보다 다채로워질 것으로 예상된다.

도표 7. 로블록스 스튜디오 로블록스 어시스턴트



자료: Roblox, 하나증권

도표 8. 인조이 AI 텍스처



자료: 인조이, 크래프톤, 하나증권

2) 인조이 스튜디오: 인조이 3/28 출시

심즈 4 대비 차별점 보유

인조이 스튜디오는 인생 시뮬레이션 게임 [인조이]를 3월 28일 스팀에서 얼리엑세스 출시 예정이다. [인조이]의 2025년 연간 판매량 150만장을 전망한다. 현재 스팀 위시리스트 5위에 위치하고 있으며 위시리스트 수는 180만명으로 추정된다. [인조이]는 해당 장르의 상징적인 게임 '심즈'의 시장을 타겟한다. 심즈는 인생 시뮬레이션 장르의 97% 이상을 점유하는 게임으로 Electronic Arts에 따르면 2014년 출시한 심즈 4는 출시 4년만에 본편만 1,000만장을 판매했고, 2019년 DLC 팩 판매를 포함하여 10억달러 이상의 매출을 기록했다.

콜라보, UGC 활성화 기대

인조이의 차별점은 1) 언리얼 엔진 5을 활용한 실사 그래픽, 2) 마우스 클릭이 아닌 직접 조종 방식, 3) AI 커스터 마이징이다. [인조이]가 갖는 차별점은 10년 전 출시한 심즈 대비 충분한 경쟁력을 가지고 있다고 판단하기에 150만장이라는 추정치는 공격적이지 않다고 판단한다. [인조이]는 패션, 자동차, 가전, 가구 등 브랜드와 콜라보 역시 가능하다. 패키지로 판매되겠지만 라이브 서비스 게임과 같이 지속적인 업데이트 진행할 예정이다. 초기 콜라보로 게이머 확보, UGC 생태계 확장을 기대하며 향후 유의미한 인게임 광고 매출까지도 기대할 수 있다고 판단한다.

도표 9. 심즈 4 플레이 화면



자료: Sims 4, 하나증권

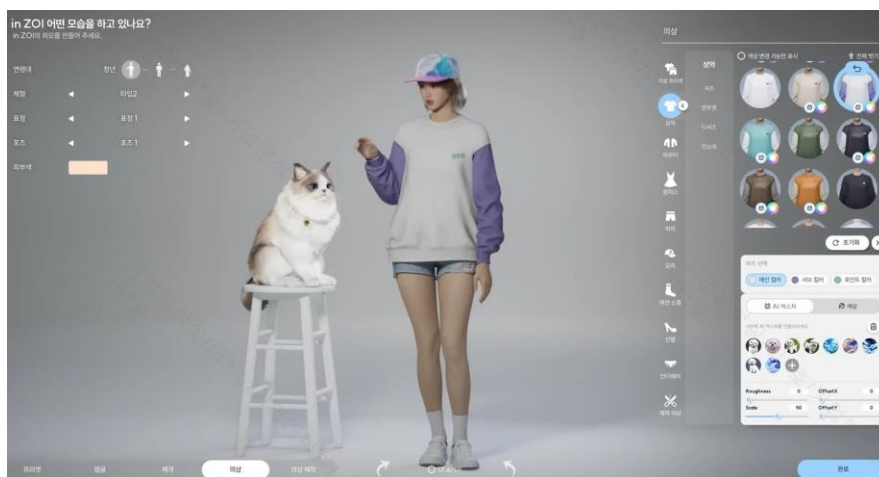
도표 10. 인조이 플레이 화면



자료: 크래프톤, 하나증권

도표 11. 인조이 생성형 AI 꾸미기 기능

AI 텍스처 기능 지원



자료: 크래프톤, 하나증권

높은 사양은 필연적.
최적화가 중요

[인조이]는 이미 스트리머, 게임스컴 및 지스타 시연이 이뤄진 게임으로 게임성은 검증됐다. 다만 중요한 점은 최적화다. 인조이는 최소 300명의 ‘조이’들이 보이지 않는 화면에서 시물레이션이 진행되며, 언리실즈 4 대비 고퀄리티의 영상미를 제공한다. [인조이]의 최소 사양과 권장 사양은 예상대로 높은 편이다. 1월 기준 Steam 게이머들이 가장 많이 사용하는 GPU는 NVIDIA RTX 3060(5.2%)다. 10년 전에 출시한 심즈 4조차 권장 사양은 GTX 650으로 높지 않으나, DLC 온전히 즐기기 위해선 높은 성능이 필요하다. 이미 권장 사양도 높게 설정되어 있는 만큼 인조이가 고퀄리티 그래픽으로 게이머의 몰입을 이끌고 라이프 시뮬레이션 시장에 침투하기 위해선 최적화가 가장 중요할 것으로 판단한다

핸드 헬드는 단기간 어려움

핸드 헬드 시장 침투는 얼리엑세스 기간에는 어려울 것으로 보인다. 향후 컨트롤러 지원 및 성능 최적화 이뤄진다면 장기적으로는 가능할 전망이다. 심즈 4는 플레이에 제약이 있음에도 2024년 스팀덱 순위 49위를 기록하며 보이고 나타내고 있다.

도표 12. 인조이 최소 사양, 권장 사양

분류	최소 사양	권장 사양
OS	윈도우 10/11	윈도우 10/11
CPU	Intel i5 10400 이상 AMD 라이젠 3600 이상	Intel i7 12700 이상 AMD 골드 5800 이상
RAM	12GB	16GB
GPU	NVIDIA RTX 2060 AMD 라데온 RX 5600XT	NVIDIA RTX 3070 AMD 라데온 RX6800
DirectX	v12	v12
Storage	SSD 36GB	SSD 45GB

자료: Steam, 하나증권

도표 13. 스팀 하드웨어 설문조사

그래픽 카드 제품명	1월	12월	11월	10월	9월
엔비디아 지포스 RTX 3060	5.20%	5.01%	5.03%	5.76%	5.86%
엔비디아 지포스 RTX 4060 노트북 GPU	4.61%	4.19%	4.92%	4.32%	4.37%
엔비디아 지포스 RTX 4060	4.60%	4.04%	3.83%	4.06%	4.58%
엔비디아 지포스 GTX 1650	3.56%	3.75%	3.74%	3.62%	3.64%
엔비디아 지포스 RTX 4060 Ti	3.45%	3.26%	3.18%	3.32%	3.66%
엔비디아 지포스 RTX 3060 Ti	3.15%	3.07%	3.19%	3.28%	3.57%
엔비디아 지포스 RTX 3070	2.94%	2.99%	2.95%	3.26%	3.31%
엔비디아 지포스 RTX 3050	2.93%	2.87%	2.94%	2.71%	2.69%
엔비디아 지포스 RTX 4070	2.89%	2.74%	2.51%	2.82%	2.91%
엔비디아 지포스 RTX 3060 노트북 GPU	2.81%	2.80%	3.04%	2.80%	3.00%
엔비디아 지포스 RTX 2060	2.76%	2.75%	2.79%	3.35%	3.30%
엔비디아 지포스 GTX 1060	2.54%	2.60%	2.68%	2.73%	2.81%
AMD 라데온 그래픽	2.07%	2.25%	2.05%	2.01%	1.90%
엔비디아 지포스 RTX 4070 SUPER	2.00%	1.84%	1.64%	1.45%	1.47%
인텔 아이리스 Xe 그래픽	1.93%	2.04%	1.95%	1.96%	1.91%
엔비디아 지포스 RTX 3080	1.92%	1.99%	1.95%	1.98%	1.94%
엔비디아 지포스 GTX 1660 SUPER	1.90%	1.89%	1.98%	2.92%	1.94%
엔비디아 지포스 GTX 1050 Ti	1.89%	1.93%	2.02%	1.95%	1.98%
인텔(R) UHD 그래픽	1.63%	1.74%	1.62%	1.59%	1.45%
엔비디아 지포스 RTX 3070 Ti	1.32%	1.31%	1.36%	1.38%	1.39%
엔비디아 지포스 GTX 1660 Ti	1.30%	1.37%	1.37%	1.47%	1.39%
엔비디아 지포스 RTX 4070 Ti	1.18%	1.15%	1.25%	1.15%	1.18%
엔비디아 지포스 RTX 2060 SUPER	1.08%	1.05%	1.09%	1.18%	1.21%
엔비디아 지포스 RTX 2070 SUPER	1.03%	1.08%	1.08%	1.07%	1.08%
엔비디아 지포스 GTX 1070	0.97%	1.05%	1.02%	1.02%	0.98%
기타	37.45%	38.29%	37.88%	35.89%	35.55%

자료: Steam, 하나증권

3) 언노운월즈: 서브노티카 2 출시 예정

언리얼 엔진 5, 멀티 모드

언노운월즈는 2025년 하반기 [서브노티카 2] 얼리엑세스를 출시할 예정이다. 현재 스팀 위시리스트 순위 7위에 위치하고 있으며 위시리스트 수는 150만으로 추정된다. [서브노티카], [서브노티카: 빌로우 제로]의 후속작이며 이미 글로벌 팬덤을 보유했다. 이전 시리즈와 같은 유니티 엔진이 아닌 언리얼 엔진 5로 개발되었기에 더욱 사실적인 그래픽을 제공할 것으로 예상된다. 또한 최초로 4인 협동 멀티플레이 모드를 지원할 예정으로, 긴 플레이 타임 확보 가능할 전망이다.

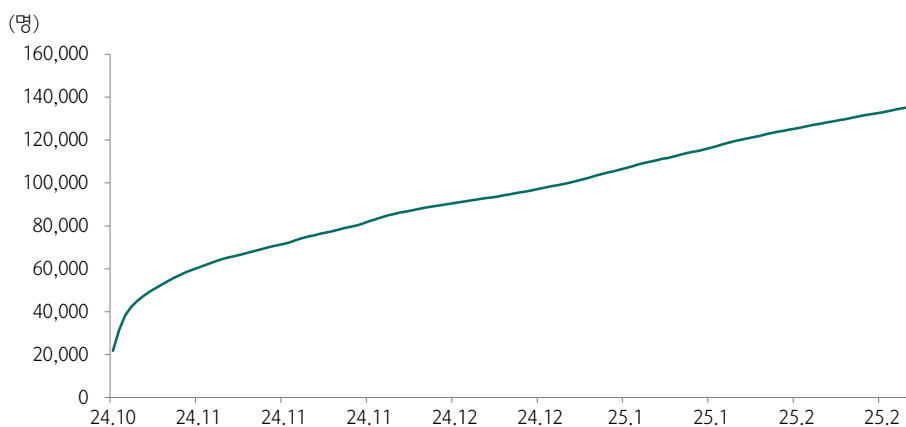
2025년 200만장 전망

전작 [서브노티카]는 2018년 1월 정식 출시 이후 누적 판매량 700만장 이상, [서브노티카: 빌로우 제로]는 300만장 이상 판매된 것으로 추정된다. [서브노티카 2]의 2025년 3분기 출시 예상하며 연간 판매량 200만장을 전망한다. 얼리엑세스 기간 XBOX PASS 온보딩 고려하더라도 보수적인 수치다. 향후 출시일 확정 및 가격 공개 따라 추정치 반영 예정이다.

핸드 헬드 시장 수혜 가능

[서브노티카]는 스팀덱에서 높은 최적화를 보이며 출시 6년이 지났음에도 2024년 스팀덱 순위 90위를 차지하며 여전히 게이머들의 많은 사랑을 받고 있다. 핸드 헬드 시장의 확장에 대한 수혜 가능한 IP라 판단한다.

도표 14. 서브노티카 2 팔로우 추이



자료: SteamDB, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,854.0	1,910.6	2,709.8	3,187.2	3,520.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,854.0	1,910.6	2,709.8	3,187.2	3,520.8
판매비	1,102.4	1,142.5	1,527.3	1,820.9	1,998.8
영업이익	751.6	768.0	1,182.5	1,366.3	1,522.0
금융손익	26.1	28.6	23.1	35.3	48.0
종속/관계기업손익	(35.3)	(44.2)	(30.3)	(30.3)	(30.3)
기타영업외손익	(58.5)	76.1	547.4	131.0	131.0
세전이익	683.9	828.6	1,722.7	1,502.3	1,670.6
법인세	168.7	234.6	420.1	300.5	417.7
계속사업이익	515.2	594.1	1,302.6	1,201.8	1,253.0
중단사업이익	(15.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	500.2	594.1	1,302.6	1,201.8	1,253.0
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(1.3)	(3.5)	12.0	12.5
지배주주순이익	500.2	595.4	1,306.1	1,189.8	1,240.4
지배주주지분포괄이익	535.9	594.0	1,312.2	1,214.1	1,265.7
NOPAT	566.2	550.6	894.1	1,093.0	1,141.5
EBITDA	859.0	876.1	1,286.1	1,448.1	1,583.5
성장성(%)					
매출액증가율	(1.67)	3.05	41.83	17.62	10.47
NOPAT증가율	24.93	(2.76)	62.39	22.25	4.44
EBITDA증가율	19.60	1.99	46.80	12.60	9.35
영업이익증가율	15.52	2.18	53.97	15.54	11.40
(지배주주)순이익증가율	(3.79)	19.03	119.37	(8.90)	4.25
EPS증가율	(10.91)	19.88	122.26	(8.55)	4.26
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	46.33	45.85	47.46	45.43	44.98
영업이익률	40.54	40.20	43.64	42.87	43.23
계속사업이익률	27.79	31.09	48.07	37.71	35.59

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	10,194	12,221	27,162	24,839	25,896
BPS	104,137	114,849	142,561	167,400	193,296
CFPS	17,541	18,854	36,553	32,134	34,961
EBITDAPS	17,509	17,982	26,745	30,232	33,058
SPS	37,789	39,217	56,352	66,538	73,502
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	16.48	15.84	11.51	13.75	13.19
PBR	1.61	1.69	2.19	2.04	1.77
PCFR	9.58	10.27	8.55	10.63	9.77
EV/EBITDA	6.30	7.38	9.33	7.70	6.35
PSR	4.45	4.94	5.55	5.13	4.65
재무비율(%)					
ROE	10.29	11.16	21.23	16.20	14.49
ROA	8.51	9.54	18.29	14.03	12.69
ROIC	65.54	68.37	113.87	130.39	152.23
부채비율	18.01	15.86	16.15	14.69	13.36
순부채비율	(55.53)	(52.24)	(49.64)	(52.98)	(57.84)
이자보상배율(배)	99.19	86.20	120.82	134.15	141.34

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,892.6	3,964.4	4,977.4	6,121.6	7,393.1
금융자산	3,279.9	3,191.3	3,858.2	4,729.5	5,868.9
현금성자산	674.7	721.0	1,056.4	1,901.8	3,028.6
매출채권	525.6	700.4	1,006.8	1,255.2	1,375.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	87.1	72.7	112.4	136.9	148.7
비유동자산	2,145.2	2,476.0	2,862.9	2,998.3	3,041.9
투자자산	693.3	918.2	1,224.4	1,441.6	1,546.8
금융자산	268.0	346.9	478.3	511.4	527.4
유형자산	223.4	257.0	227.1	165.0	121.6
무형자산	867.7	607.8	653.5	633.8	615.7
기타비유동자산	360.8	693.0	757.9	757.9	757.8
자산총계	6,037.8	6,440.5	7,840.3	9,119.9	10,435.0
유동부채	411.5	520.7	784.7	831.9	879.3
금융부채	64.2	72.7	325.8	334.5	363.2
매입채무	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
기타유동부채	347.3	447.8	458.7	497.1	515.8
비유동부채	509.9	360.9	305.6	336.2	351.0
금융부채	374.6	214.9	181.7	181.7	181.7
기타비유동부채	135.3	146.0	123.9	154.5	169.3
부채총계	921.4	881.6	1,090.3	1,168.1	1,230.2
지배주주지분	5,111.2	5,554.4	6,749.0	7,938.7	9,179.2
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,448.6	1,472.0	1,478.3	1,478.3	1,478.3
자본조정	103.6	97.3	97.0	97.0	97.0
기타포괄이익누계액	86.5	85.2	87.1	87.1	87.1
이익잉여금	3,467.6	3,895.0	5,081.5	6,271.3	7,511.7
비지배주주지분	5.2	4.4	1.0	13.1	25.6
자본총계	5,116.4	5,558.8	6,750.0	7,951.8	9,204.8
순금융부채	(2,841.0)	(2,903.7)	(3,350.7)	(4,213.3)	(5,323.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	512.7	662.3	1,274.4	1,283.3	1,278.5
당기순이익	500.2	594.1	1,302.6	1,201.8	1,253.0
조정	146.9	207.7	149.8	37.0	4.0
감가상각비	107.4	108.0	103.6	81.8	61.5
외환거래손익	(33.6)	(7.8)	10.3	0.0	0.0
지분법손익	35.3	39.7	29.3	0.0	0.0
기타	37.8	67.8	6.6	(44.8)	(57.5)
영업활동 자산부채변동	(134.4)	(139.5)	(178.0)	44.5	21.5
투자활동 현금흐름	(2,863.0)	(394.2)	(620.3)	(188.1)	(49.4)
투자자산감소(증가)	(37.0)	(177.3)	(275.9)	(217.2)	(105.1)
자본증가(감소)	(26.4)	(34.4)	(17.3)	0.0	0.0
기타	(2,799.6)	(182.5)	(327.1)	29.1	55.7
재무활동 현금흐름	(56.1)	16.8	(249.9)	(1.5)	17.9
금융부채증가(감소)	30.9	(0.4)	242.1	8.7	28.7
자본증가(감소)	(2,390.5)	23.4	6.3	0.0	0.0
기타재무활동	2,303.5	(6.2)	(498.3)	(10.2)	(10.8)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(2,344.6)	285.0	401.6	845.4	1,126.9
Unlevered CFO	860.6	918.5	1,757.7	1,539.3	1,674.6
Free Cash Flow	486.1	628.0	1,256.6	1,283.3	1,278.5

2025년 3월 4일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(2.28) 61,100원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,532.78
52주 최고/최저(원)	78,300/47,900
시가총액(십억원)	3,564.3
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	58,334.7
60일 평균 거래량(천주)	205.1
60일 평균 거래대금(십억원)	12.8
외국인지분율(%)	2.92
주요주주 지분율(%)	
김영태 외 8 인	42.98
ACEVILLE PTE. LTD.	34.85

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	216.4	307.6
영업이익(십억원)	148.2	226.6
순이익(십억원)	125.2	203.1
EPS(원)	2,298	3,482
BPS(원)	8,580	13,960

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	66.1	168.6	219.9	307.9
영업이익	18.3	111.1	148.6	222.5
세전이익	(3.3)	114.3	168.9	246.3
순이익	(7.1)	106.7	77.7	202.0
EPS	(147)	2,132	2,445	3,462
증감률	적지	폭전	14.68	41.60
PER	0.00	0.00	25.93	18.20
PBR	0.00	0.00	4.86	3.82
EV/EBITDA	1.39	(0.92)	19.75	12.51
ROE	(17.94)	99.16	30.30	23.45
BPS	704	3,568	13,036	16,498
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

시프트업 (462870)

니케, 스텔라, 위치스 트로이카

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 업종 Top Pick 유지한다. 투자 포인트는 1) 오리지널 IP의 높은 Hit Ratio와 2) 모바일, 콘솔로 검증된 개발력, 3) 탁월한 생산성이다. 서브컬처 시장 내 중국 게임사들의 영향력이 커지고 있으나 시프트업의 독보적인 존재감은 지속될 것이라 전망한다. 4월 [승리의 여신: 니케]의 중국 진출과 6월 [스텔라 블레이드]의 PC 확장 예상한다. 신작 [프로젝트 위치스]는 상반기 정보 공개 이후 추정치 반영 예정이다. 크로스 플랫폼 서브컬처 게임으로 추정되며 [원신], [명조], [무한대] 등과 차별화를 기대한다.

2025년: 승리의 여신: 니케, 스텔라 블레이드의 확장과 양방향 콜라보

시프트업은 2025년 영업수익 3,079억원(+40.0%YoY), 영업이익 2,225억원(+49.7%YoY, OPM 72.3%)를 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 글로벌 매출액은 1,580억원(+3.2%YoY), 중국 600억원으로 추정했다. 중국은 4월 출시 이후 초기 성과에 따라 추정치 상향 가능하다. 2025년 PC/콘솔 매출액 847억원 전망한다. 이는 2025년말까지 [스텔라 블레이드]의 누적 판매량을 PS5 230만장, PC 140만장으로 반영한 추정치다. [스텔라 블레이드] PC는 6월 출시 예정이다. PS5 버전에서도 최적화에 대한 호평을 받은 만큼 스팀덱 포함 핸드 헬드 기기에서도 안정적인 작동 예상한다. 핸드 헬드 기기의 확장에 따른 수혜 받을 수 있는 IP라 판단한다. 시프트업은 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]의 양방향 콜라보를 진행할 예정이다. 시점은 모두 6월로 예상한다. 글로벌로 흥행한 오리지널 IP를 2개 보유하고 있고, 유사한 세계관을 기반으로 하기에 가능하다. IP를 주체적으로 컨트롤 할 수 있다는 큰 장점이 있기에 상호 시너지를 통한 실적 기여 기대한다.

2026년: 프로젝트 위치스, 스텔라 블레이드 시퀀스 가시화 기대

시프트업의 후속작인 [프로젝트 위치스]는 출시 2027년 목표다. 2025년상반기 최초 정보 공개 이후 점차 가시화될 것으로 예상하며, 추정치 반영 예정이다. 현재 수준에서는 [원신]과 유사한 오픈월드 서브컬처 수집형 RPG로 추정되며 [승리의 여신: 니케]와 달리 긴 플레이 타임을 요구하는 '메인 게임' 포지션으로 예상된다. 시프트업의 개발력에 대한 의심은 없으나 문제는 출시 시점이다. 2025년부터 [이환], [무한대], [명일방주: 엔드필드]와 같은 게임들이 연이어 예정되어 있고 이후에도 현재 공개되지 않은 파이프라인들도 출시될 것으로 예상된다. 2025년 출시 예정작들은 [원신]의 성공 후 개발이 들어갔기에 약속이라도 한 듯 어반 판타지 장르로 차별화를 도모하며 3~4 캐릭터 스위칭 액션을 선보이고 있다. [프로젝트 위치스]가 장르, 조작 등에서 어떤 경쟁력을 보유하고 있을지가 중요하다. [스텔라 블레이드]의 후속작에 대한 정보는 2026년 공개 예상된다. 첫 콘솔 패키지 게임을 오리지널 IP로 흥행시키며 팬덤 구축했기에 후속작에 대한 기대감 갖기 충분하다.

시프트업의 존재감 지속 전망

시프트업의 독보적 존재감
지속 전망

서브컬처 시장 내 중국 게임사들의 영향력이 커지고 있으나 시프트업의 독보적인 존재감은 지속될 것이라 전망한다. 서브컬처 게임 시장의 경쟁은 심화되고 있으며, 경쟁력을 갖춘 게임만이 살아남을 수 있다. 호요버스(원신, 붕괴 시리즈, 젠투스존제로)가 압도적인 매출로 시장을 선도하고 있고 이와 유사한 구조의 게임들이 다수 개발 및 출시되고 있다. 시프트업은 레드오션화되고 있는 이 시장에서 [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]를 모바일, 콘솔로 모두 흥행시켰고 이들의 성장은 현시점에도 진행 중이다. 이미 [데스티니 차일드], [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]에서 모두 유의미한 성과를 거두며 개발력을 입증했다. 차기작인 [프로젝트 위치스]에 대한 기대감 가져도 좋다고 판단한다.

도표 1. 시프트업 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
영업수익	37.4	65.2	58.0	59.3	46.1	112.9	68.0	80.9	168.6	219.9	307.9
YoY(%)	(16.7)	63.9	52.3	29.3	23.3	73.1	17.2	36.6	158.1	30.4	40.0
모바일	36.5	38.5	34.2	43.9	37.6	61.6	53.8	65.0	163.5	153.1	218.0
YoY(%)	(14.4)	3.5	(10.7)	(3.3)	3.0	60.1	57.3	48.1	150.4	(6.4)	42.4
승리의 여신: 니케 (글로벌)	36.5	38.5	34.2	43.9	37.6	39.6	35.6	45.2	163.5	153.1	158.0
승리의 여신: 니케 (중국)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	21.9	18.2	19.8			60.0
PC/콘솔		25.9	22.6	14.3	7.4	50.2	12.6	14.6		62.8	84.7
YoY(%)						93.9	(44.2)	1.7			34.9
기타	0.9	0.9	1.2	1.0	1.2	1.1	1.6	1.3	1.1	4.0	5.2
YoY(%)	(53.4)	(49.8)	(469.5)	147.8	30.0	30.0	30.0	30.0	88.5	270.1	30.0
영업비용	11.4	20.2	22.4	17.2	14.7	27.9	25.5	17.3	57.5	71.3	85.4
YoY(%)	(24.0)	120.5	12.9	28.0	28.6	38.2	13.6	0.6	33.4	23.9	19.8
영업이익	25.9	45.0	35.6	42.1	31.4	84.9	42.5	63.6	111.1	148.6	222.5
YoY(%)	(13.1)	47.0	95.4	29.9	21.0	88.7	19.5	51.3	400.7	33.8	49.7
영업이익률(%)	69.4	69.0	61.3	71.0	68.1	75.3	62.5	78.6	65.9	67.6	72.3
당기순이익	24.7	40.3	23.5	54.2	29.9	74.5	40.2	57.4	106.7	142.6	202.0
YoY(%)	(0.4)	58.9	(1.9)	66.1	21.2	85.1	71.1	5.9	흑전	33.7	41.6
당기순이익률(%)	66.1	61.7	40.5	91.4	64.9	66.0	59.1	70.9	63.3	64.9	65.6

자료: 하나증권

도표 2. 국내 게임사 2025년 출시 예정 서브컬처 게임 라인업

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

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

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	66.1	168.6	219.9	307.9	260.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	66.1	168.6	219.9	307.9	260.1
판매비	47.8	57.5	71.3	85.4	88.3
영업이익	18.3	111.1	148.6	222.5	171.8
금융손익	(19.1)	1.1	9.8	23.8	29.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.5)	2.2	10.5	0.0	0.0
세전이익	(3.3)	114.3	168.9	246.3	201.6
법인세	3.8	7.7	18.5	44.3	36.3
계속사업이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	165.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	165.3
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	(7.1)	106.7	77.7	202.0	165.3
지배주주지분포괄이익	(7.1)	106.6	77.7	202.0	165.3
NOPAT	39.0	103.6	132.3	182.4	140.9
EBITDA	20.8	113.7	149.4	222.5	171.8
성장성(%)					
매출액증가율	284.30	155.07	30.43	40.02	(15.52)
NOPAT증가율	흑전	165.64	27.70	37.87	(22.75)
EBITDA증가율	흑전	446.63	31.40	48.93	(22.79)
영업이익증가율	흑전	507.10	33.75	49.73	(22.79)
(지배주주)순이익증가율	적지	흑전	(27.18)	159.97	(18.17)
EPS증가율	적지	흑전	14.68	41.60	(18.17)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	31.47	67.44	67.94	72.26	66.05
영업이익률	27.69	65.90	67.58	72.26	66.05
계속사업이익률	(10.74)	63.29	64.85	65.61	63.55

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(147)	2,132	2,445	3,462	2,833
BPS	704	3,568	13,036	16,498	19,331
CFPS	531	2,416	2,607	3,814	2,945
EBITDAPS	429	2,272	2,561	3,814	2,945
SPS	1,363	3,369	3,769	5,278	4,459
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	0.00	0.00	25.93	18.20	22.24
PBR	0.00	0.00	4.86	3.82	3.26
PCFR	0.00	0.00	24.32	16.52	21.39
EV/EBITDA	1.39	(0.92)	19.75	12.51	15.14
PSR	0.00	0.00	16.82	11.94	14.13
재무비율(%)					
ROE	(17.94)	99.16	30.30	23.45	15.82
ROA	(10.26)	72.13	28.44	22.35	15.17
ROIC	1,363.75	2,711.86	1,590.39	1,744.67	1,425.41
부채비율	169.35	12.63	5.06	4.78	3.74
순부채비율	84.89	(57.63)	(84.45)	(84.16)	(88.01)
이자보상배율(배)	20.16	126.64	126.99	190.68	143.15

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	69.2	177.2	763.1	972.0	1,133.8
금융자산	17.3	117.0	655.9	825.6	1,007.1
현금성자산	12.4	116.1	297.0	466.4	648.0
매출채권	51.7	59.9	100.0	136.6	118.2
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	0.2	0.3	7.2	9.8	8.5
비유동자산	22.7	26.7	35.8	36.4	36.1
투자자산	2.3	1.8	15.2	15.7	15.4
금융자산	2.3	1.8	15.2	15.7	15.4
유형자산	1.3	0.9	2.8	2.8	2.8
무형자산	0.5	0.6	3.3	3.3	3.3
기타비유동자산	18.6	23.4	14.5	14.6	14.6
자산총계	91.9	203.9	798.9	1,008.4	1,169.9
유동부채	40.3	11.2	28.2	35.1	31.6
금융부채	31.1	2.8	5.3	7.2	6.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	9.2	8.4	22.9	27.9	25.4
비유동부채	17.5	11.7	10.2	10.9	10.6
금융부채	15.2	9.9	8.5	8.5	8.5
기타비유동부채	2.3	1.8	1.7	2.4	2.1
부채총계	57.8	22.9	38.5	46.0	42.2
지배주주지분	34.1	181.1	760.4	962.4	1,127.7
자본금	0.7	9.9	11.7	11.7	11.7
자본잉여금	60.6	95.9	529.7	529.7	529.7
자본조정	8.3	4.2	5.4	5.4	5.4
기타포괄이익누계액	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	(35.6)	71.1	213.7	415.7	581.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	34.1	181.1	760.4	962.4	1,127.7
순금융부채	29.0	(104.3)	(642.2)	(810.0)	(992.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	(21.3)	100.4	65.8	181.1	134.0
당기순이익	(7.1)	106.7	142.6	202.0	165.3
조정	32.2	4.0	(64.8)	(23.9)	(29.8)
감가상각비	2.5	2.6	0.8	0.0	0.0
외환거래손익	1.6	1.3	(1.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	28.0	0.1	(64.2)	(23.9)	(29.8)
영업활동 자산부채변동	(46.4)	(10.3)	(12.0)	3.0	(1.5)
투자활동 현금흐름	28.5	3.9	(7.5)	24.1	31.4
투자자산감소(증가)	(0.3)	0.5	(13.4)	(0.6)	0.3
자본증가(감소)	(0.4)	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0
기타	29.2	3.7	5.9	24.7	31.1
재무활동 현금흐름	(0.9)	6.7	1.5	0.8	(2.2)
금융부채증가(감소)	46.3	(33.7)	1.1	1.9	(1.0)
자본증가(감소)	(11.2)	44.4	435.5	0.0	0.0
기타재무활동	(36.0)	(4.0)	(435.1)	(1.1)	(1.2)
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	6.0	111.0	304.5	169.4	181.7
Unlevered CFO	25.7	120.9	152.1	222.5	171.8
Free Cash Flow	(21.7)	100.1	65.7	181.1	134.0

2025년 3월 4일 | 기업분석_Report

BUY(유지)

목표주가(12M) 32,000원(상향)
현재주가(2.28) 21,200원

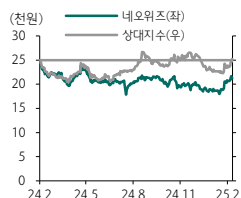
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	743.96
52주 최고/최저(원)	23,950/17,830
시가총액(십억원)	463.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	21,856.8
60일 평균 거래량(천주)	112.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
외국인지분율(%)	11.01
주요주주 지분율(%)	
나성균 외 10인	37.54

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	368.0	381.2
영업이익(십억원)	31.7	34.3
순이익(십억원)	21.6	28.9
EPS(원)	1,280	1,390
BPS(원)	25,765	26,254

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	294.6	365.6	367.0	383.1
영업이익	19.6	31.6	33.3	36.2
세전이익	19.5	43.8	5.1	40.9
순이익	13.1	48.7	2.4	35.7
EPS	593	2,209	110	1,634
증감율	(76.99)	272.51	(95.02)	1,385.45
PER	62.31	12.06	171.73	13.13
PBR	1.66	1.09	0.76	0.82
EV/EBITDA	16.50	8.09	5.51	4.31
ROE	2.88	10.37	0.50	7.20
BPS	22,202	24,485	24,732	26,142
DPS	0	245	245	245



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

네오위즈 (095660)

단기, 장기 모두 긍정적. 중소형주 Top Pick

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 상향하고 게임 업종 중소형주 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 1,634원에 Target PER Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 과거 웹보드 매출 비중이 높아 디레이팅 받았으나 [P의 거짓], [브라운더스트 2] 등의 안정적 매출 성과로 감소 추세에 있다. 콘솔 중심 라인업 확대에 더욱 감소할 것으로 전망되기에, 글로벌 Peer 변경하여 20배까지 상향할 논거 충분하다. 네오위즈의 투자 포인트는 1) 트리플A급 콘솔 게임 개발 역량, 2) 다양한 장르의 파이프라인이다. 올해 여름 [P의 거짓]의 DLC인 [P의 거짓: 서곡] 출시 예정이다. DLC 출시로 오리지널 팩의 판매량 증가 동반 전망한다. 또한 [스컬], [산나비], [안녕서울: 이태원편], [쉐이프 오브 드림즈]와 같은 인디 게임 퍼블리싱도 활발히 진행 중이며 글로벌 스튜디오 3곳과 퍼블리싱 계약 체결했기에 잠재적인 상승 요인 풍부하다.

P의 거짓: 서곡이 온다

네오위즈는 2025년 영업수익 3,831억원(+4.4%YoY), 영업이익 362억원(+8.7%YoY, OPM 9.4%)을 기록할 전망이다. [P의 거짓: 서곡]의 신작들이 더해질 예정으로 전년 대비 성장 가능성 높다고 판단한다. [P의 거짓: 서곡]은 2025년 여름 출시 예정이다. 2차 트레일러까지 공개되었으며, 마케팅을 통해 점차 정보들이 공개되며 기대감 상승할 것으로 전망한다. [P의 거짓]은 출시 후 안정적인 판매량을 유지하고 있는 IP다. XBOX 게임 패스 서비스 종료와 맞물린다면 본편 판매량 상승 가능하다. 2025년말까지 [P의 거짓]의 누적 판매 320만장, [P의 거짓: 서곡]의 누적 판매 70만장으로 추정한다. 현재 콘텐츠 볼륨 및 가격을 오리지널의 1/3 수준으로 가정했으며, 출시 일정 및 가격 확정에 따라 추정치 상향 가능성 있다. [P의 거짓]의 후속작 역시 개발 중에 있다. 오즈의 마법사를 배경으로 하며, 2026년 정보 공개 예상된다. 글로벌로 검증된 내러티브 스토리에 소울 라이크 장르를 접목하는 방식으로 유저의 인정을 받은 만큼, 후속작에 대한 기대감을 갖기 충분하다.

빅 앤 리틀 라인업 구축

네오위즈는 이외에도 연내 [쉐이프 오브 드림즈], [안녕서울: 이태원편], [고양이와 스프: 마법의 레시피], [킹덤 2]를 출시할 예정이다. 1월 퍼블리싱 계약을 마친 [쉐이프 오브 드림즈]는 5월 출시 예정이다. 11월 스템에 프롤로그 버전을 공개하여 2달 만에 30만명의 플레이어를 확보했기에 높은 성과 기대한다. 네오위즈는 지난 2월 5일 올프라이 스튜디오와 글로벌 퍼블리싱 계약을 체결했음을 밝혔다. 올프라이 스튜디오는 아케인 스튜디오 창업자 출신 2인이 공동 설립한 스튜디오로 서부극 배경 레트로 SF 1인칭 액션 RPG 게임을 개발 중이다. 2023년 11월 폴란드 개발사 '블랭크' 지분 투자, 2024년 11월 11일 폴란드 개발사 '자카자 네'와 이후 활발히 퍼블리싱 계약 통해 미래 성장 동력 확보해가는 모습 긍정적이다.

투자의견 및 밸류에이션

투자의견 Buy 유지, 목표가 32,000원으로 상향

Target Multiple 20배로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 32,000원으로 상향하고 게임 업종 중 소형주 Top Pick으로 제시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS 1,634원에 Target PER Multiple 20배(이전 17배)를 적용하여 산정했다. 과거 웹보드 매출 비중이 높아 디레이팅 받았으나 [P의 거짓], [브라운더스트 2] 등의 안정적 매출 성과로 감소 추세에 있다. 콘솔 중심 라인업 확대에 더욱 감소할 것으로 전망되기에, 글로벌 Peer 변경하여 20배까지 상향할 논거 충분하다.

네오위즈의 투자 포인트는 1) 트리플A급 콘솔 게임 개발 역량, 2) 다양한 장르의 파이프라인이다. 올해 여름 [P의 거짓] DLC가 출시 예정이다. DLC 출시로 오리지널 팩의 판매량 증가 동반 전망한다. 또한 [스컬], [산나비], [안녕서울: 이태원편], [쉐이프 오브 드림즈]와 같은 인디 게임 퍼블리싱도 활발히 진행 중이며 글로벌 스튜디오 3곳과 퍼블리싱 계약 체결했다. 글로벌 스튜디오의 신작 가시화에 따라 추정치 반영할 예정이다.

도표 1. 네오위즈 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 2025F EPS	1,634	
2. Target PER Multiple	20	Peer 그룹 2025년 예상 P/E 평균(90일)
3. 적정주가(1*2)	32,671	
4. 목표주가	32,000	목표 시가총액 6,994억원
5. 현재주가	21,200	현재 시가총액 4,634억원
6. 상승여력	50.9%	

자료: 하나증권

도표 2. 네오위즈 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024P	2025F
매출액	97.1	87.0	93.1	89.7	89.7	97.4	100.7	95.3	365.6	367.0	383.1
YoY(%)	41.6	24.1	(20.7)	(18.0)	(7.6)	12.0	8.1	6.2	24.1	0.4	4.4
PC/콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.8	46.5	45.2	42.0	172.1	156.3	170.5
YoY(%)	58.7	36.5	(33.1)	(38.9)	(17.5)	25.0	22.4	11.7	36.1	(9.2)	9.1
모바일	42.0	38.1	45.7	43.2	45.1	42.2	47.6	46.6	153.3	169.0	181.7
YoY(%)	32.4	15.7	(13.6)	20.7	7.5	10.8	4.3	8.0	20.8	10.2	7.5
기타	10.5	11.6	10.6	9.0	7.8	8.6	7.8	6.6	40.2	41.7	30.9
YoY(%)	20.2	17.6	11.7	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(25.9)	(2.6)	3.7	(25.9)
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.5	82.5	87.3	88.4	88.7	334.0	333.7	346.9
YoY(%)	22.2	9.6	(10.9)	(12.6)	0.3	6.1	2.1	7.5	21.5	(0.1)	4.0
인건비	40.0	39.9	38.2	39.2	39.2	39.1	39.7	40.7	152.8	157.2	158.7
변동비	22.5	22.3	25.7	23.7	22.5	25.5	27.3	26.5	86.7	94.3	101.9
마케팅	8.3	8.3	10.4	8.0	9.2	10.8	8.9	9.7	48.8	35.1	38.5
상각비	4.2	4.2	5.0	4.0	4.2	4.2	5.0	4.0	18.8	17.3	17.4
기타	7.2	7.6	7.4	7.7	7.3	7.8	7.5	7.8	26.8	29.8	30.4
영업이익	14.8	4.7	6.5	7.2	7.2	10.1	12.2	6.6	31.6	33.3	36.2
YoY(%)	1,083.3	흑전	(68.1)	(52.0)	(51.4)	113.1	88.9	(8.3)	61.8	5.1	8.7
영업이익률(%)	15.3	5.5	6.9	8.0	8.0	10.4	12.1	6.9	8.7	9.1	9.4
당기순이익	14.3	7.7	(1.4)	(27.4)	12.4	10.8	10.1	(0.5)	46.4	(6.8)	32.7
YoY(%)	364.8	(65.8)	(107.7)	적전	(13.7)	40.7	(821.3)	적지	251.6	(114.6)	(582.5)
당기순이익률(%)	14.8	8.8	(1.5)	(30.5)	13.8	11.1	10.0	(0.6)	12.7	(1.8)	8.5

자료: 하나증권

인디 게임도 실적 기여 가능

인디 게임 퍼블리싱 =
적은 리스크,
흥행 시 높은 수익성 확보

인디 게임의 존재감 증가, 핸드 헬드 시장의 개화가 진행 중이다. 인디 게임 퍼블리싱은 적은 리스크로 흥행 시 높은 수익성 확보 가능하다. 아직까지 인디 게임 퍼블리싱에 대한 시장 기대치는 낮다. 실제로 경쟁이 심한 시장이고, P가 낮기에 높은 판매량을 기록하더라도 트리플A급 게임과 같은 수준의 매출을 발생시키기는 어려운 것이 사실이다. 다만 현재 네오위즈의 이익 수준에서는 유의미한 실적 기여 가능하다고 판단한다.

스컬 수익성 분석

사우스포게임즈가 개발하고 네오위즈가 퍼블리싱한 [스컬]을 예시로 인디 게임의 수익성을 가늠할 수 있다. [스컬은] 2021년 1월 19.99달러로 출시됐으며 2023년 12월 누적 판매량 200만장을 돌파했다. 국가별 가격 믹스, 할인율 고려하여 ASP를 10달러로 가정하면 2,000만달러(약 250억원)의 매출을 발생시킨 것이다. 플랫폼 수수료, 개발사 R/S, 마케팅 및 판관비 고려하더라도 약 50억원 이상의 이익 기여 추정된다.

게임 퍼블리싱, 번들 상품
판매
가능

네오위즈의 강점은 국내에서 스팀에 가장 많은 게임을 퍼블리싱 했기에 번들 전략도 가능하다는 점이다. 네오위즈는 스팀에 12개의 게임을 퍼블리싱하고 있으며 국내 게임사 중 유일하게 3개의 번들 상품(2종, 4종, 5종 묶음)을 판매하고 있다. 게임들의 PLC 확장에 기여할 수 있는 요인이다. 올해 [쉐이프 오브 드림즈], [안녕 서울: 이태원]을 출시할 예정이다. 인디 게임 퍼블리싱을 통한 이익 성장 기대한다.

도표 3. 스컬 사례 퍼블리싱 수익성 분석

(단위: 장, 달러, 원)

항목	내용
ASP(믹스 가정)	10달러
누적 판매량	2,000,000장
총 매출(달러)	20,000,000달러
0. 총 매출(원화, 1달러 1,250원)	25,000,000,000원
1. 수수료(30% 가정)	7,500,000,000원
2. 개발사 수수료(RS 50% 가정)	8,750,000,000원
3. 퍼블리셔 수익(0-1-2)	8,750,000,000원
4. 마케팅/판관비(15% 가정)	3,750,000원
5. 영업이익 기여분(3-4)	5,000,000,000원
6. 총매출 대비 퍼블리셔 영업이익률(5/0)	20%

주: 2021년~2023년 평균 환율 1,250원 적용

자료: 하나증권 추정

도표 4. 네오위즈 인디 게임 라인업

퍼블리셔	제작사	게임명	플랫폼	출시일	판매량
네오위즈	사우스포게임즈	스컬	PC/PS/XBOX/Nintendo/모바일	2021년 01월	200만+
	원더포션	산나비	PC/Nintendo	2023년 11월	100만장 미만
	PiedPipers Team	플레비퀴스트	PC	2024년 4월	-
	JellySnow Studio	메탈유닛	PC/Nintendo	2021년 1월	-
	Cosmo Gatto	아카	PC/Nintendo	2022년 12월	-
	루트리스 스튜디오	사망여각	PC/Nintendo	2021년 4월	
	TeamSuneat	블레이드어썰트	PC/Nintendo	2022년 1월	
	매드 미믹	덴디에이스	PC/Nintendo	2021년 3월	
	Megusta Game	언소로드	PC/XBOX/Nintendo	2022년 4월	
	지노 게임즈	안녕서울: 이태원편	PC	미정	
	리자드 스무디	쉐이프 오브 드림즈	PC	2025년 5월	

자료: 하나증권 추정

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	294.6	365.6	367.0	383.1	387.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	294.6	365.6	367.0	383.1	387.2
판매비	275.0	334.0	333.7	346.9	350.1
영업이익	19.6	31.6	33.3	36.2	37.1
금융손익	22.1	(1.0)	7.6	8.9	10.0
종속/관계기업손익	1.9	(0.2)	(0.9)	0.0	0.0
기타영업외손익	(24.1)	13.4	(34.8)	(4.2)	(4.2)
세전이익	19.5	43.8	5.1	40.9	42.9
법인세	6.3	(2.7)	11.9	8.2	8.6
계속사업이익	13.2	46.4	(6.8)	32.7	34.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	13.2	46.4	(6.8)	32.7	34.3
비배주주지분 순이익	0.1	(2.3)	(9.2)	(3.0)	(1.0)
지배주주순이익	13.1	48.7	2.4	35.7	35.3
지배주주지분포괄이익	10.5	46.7	(93.8)	146.5	153.6
NOPAT	13.3	33.5	(43.8)	28.9	29.7
EBITDA	38.4	50.4	51.4	54.4	53.7
성장성(%)					
매출액증가율	12.79	24.10	0.38	4.39	1.07
NOPAT증가율	(28.88)	151.88	적전	흑전	2.77
EBITDA증가율	15.32	31.25	1.98	5.84	(1.29)
영업이익증가율	(7.55)	61.22	5.38	8.71	2.49
(지배주주)순이익증가율	(76.94)	271.76	(95.07)	1,387.50	(1.12)
EPS증가율	(76.99)	272.51	(95.02)	1,385.45	(1.16)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	13.03	13.79	14.01	14.20	13.87
영업이익률	6.65	8.64	9.07	9.45	9.58
계속사업이익률	4.48	12.69	(1.85)	8.54	8.86

투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	593	2,209	110	1,634	1,615
BPS	22,202	24,485	24,732	26,142	27,533
CFPS	2,974	3,287	1,789	2,474	2,388
EBITDAPS	1,742	2,286	2,337	2,488	2,456
SPS	13,369	16,592	16,682	17,527	17,713
DPS	0	245	245	245	245
주가지표(배)					
PER	62.31	12.06	171.73	13.13	13.28
PBR	1.66	1.09	0.76	0.82	0.78
PCFR	12.42	8.11	10.56	8.67	8.98
EV/EBITDA	16.50	8.09	5.51	4.31	3.49
PSR	2.76	1.61	1.13	1.22	1.21
재무비율(%)					
ROE	2.88	10.37	0.50	7.20	6.70
ROA	2.30	7.91	0.38	5.67	5.33
ROIC	8.27	17.39	(19.98)	14.45	16.30
부채비율	22.09	27.26	19.55	19.59	18.97
순부채비율	(41.47)	(41.31)	(37.55)	(44.09)	(49.87)
이자보상배율(배)	11.46	17.25	62.38	107.49	104.48

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	253.5	297.6	242.5	291.2	338.2
금융자산	212.2	241.6	196.4	242.3	288.3
현금성자산	91.7	129.9	91.3	133.4	177.8
매출채권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타유동자산	41.3	55.9	46.0	48.8	49.8
비유동자산	306.5	373.8	370.3	355.1	339.7
투자자산	84.7	70.1	86.1	89.2	90.4
금융자산	30.6	34.5	57.0	58.2	58.7
유형자산	86.1	86.9	84.6	80.1	75.8
무형자산	79.2	149.4	133.3	119.6	107.3
기타비유동자산	56.5	67.4	66.3	66.2	66.2
자산총계	560.1	671.4	612.7	646.2	677.9
유동부채	87.3	113.2	74.9	79.2	80.9
금융부채	21.3	20.2	0.9	1.0	1.0
매입채무	7.2	10.8	8.9	9.4	9.6
기타유동부채	58.8	82.2	65.1	68.8	70.3
비유동부채	14.0	30.6	25.3	26.7	27.2
금융부채	0.7	3.5	3.1	3.1	3.1
기타비유동부채	13.3	27.1	22.2	23.6	24.1
부채총계	101.3	143.8	100.2	105.9	108.1
지배주주지분	449.1	489.4	480.5	511.4	541.8
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0
자본조정	(54.8)	(61.2)	(69.4)	(69.4)	(69.4)
기타포괄이익누계액	(18.1)	(18.6)	(16.4)	(16.4)	(16.4)
이익잉여금	381.0	428.2	425.2	456.0	486.5
비배주주지분	9.7	38.2	32.0	29.0	28.0
자본총계	458.8	527.6	512.5	540.4	569.8
순금융부채	(190.3)	(217.9)	(192.4)	(238.3)	(284.2)

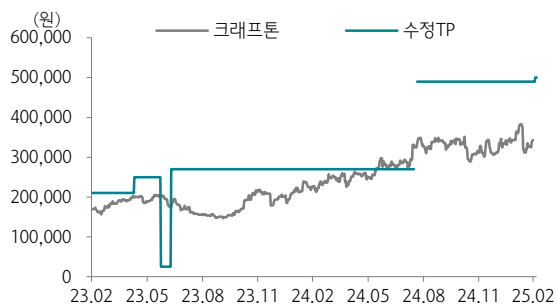
현금흐름표

(단위:십억원)

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	43.2	64.7	(38.0)	51.9	44.5
당기순이익	13.2	46.4	(6.8)	32.7	34.3
조정	46.2	19.3	31.1	17.0	9.3
감가상각비	18.8	18.8	18.2	18.2	16.6
외환거래손익	0.3	1.2	3.5	3.1	1.9
지분법손익	6.6	(14.9)	4.5	0.0	0.0
기타	20.5	14.2	4.9	(4.3)	(9.2)
영업활동 자산부채변동	(16.2)	(1.0)	(62.3)	2.2	0.9
투자활동 현금흐름	(29.1)	(10.2)	(13.7)	(8.8)	1.6
투자자산감소(증가)	(8.4)	54.8	(16.1)	(3.0)	(1.2)
자본증가(감소)	(1.8)	(1.2)	(1.2)	0.0	0.0
기타	(18.9)	(63.8)	3.6	(5.8)	2.8
재무활동 현금흐름	(32.1)	(4.6)	(34.5)	(4.9)	(5.2)
금융부채증가(감소)	(1.1)	1.7	(19.7)	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(31.0)	(6.3)	(9.8)	(0.1)	(0.3)
배당지급	0.0	0.0	(5.0)	(4.9)	(4.9)
현금의 증감	(21.7)	49.9	(50.3)	42.1	44.5
Unlevered CFO	65.5	72.4	39.3	54.1	52.2
Free Cash Flow	41.4	63.5	(39.2)	51.9	44.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

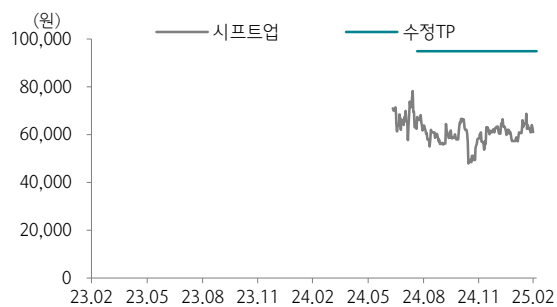
크래프톤



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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

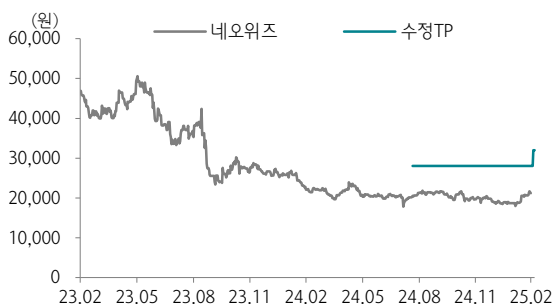
시프트업



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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

네오위즈



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

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 3월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 3월 4일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 03월 01일