



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 7월 25일

크래프톤 (259960)

BUY | TP 530,000원 | CP 338,500원

네오위즈 (095660)

BUY | TP 36,000원 | CP 24,850원

시프트업 (462870)

BUY | TP 77,000원 | CP 42,800원

엔씨소프트 (036570)

BUY | TP 230,000원 | CP 195,300원

넷마블 (251270)

BUY | TP 71,000원 | CP 59,300원

더블유게임즈 (192080)

BUY | TP 70,000원 | CP 56,200원



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 7월 28일 | 산업분석_Update

게임

실적 시즌 전 주요 사항, 크래프톤 인수 코멘트

넷마블/네오위즈: 컨센서스 +7.3%/+27.4% 상회 전망

게임 산업에 대한 투자 의견은 기존과 같다. 대형주 Top Pick: 크래프톤, 중소형주 Top Pick: 네오위즈 유지한다. 커버리지 내 2분기 실적에 대해 관심이 가장 높은 종목은 넷마블이다. 7월 8일 프리뷰 발간 당시 영업이익 컨센서스는 636억원이었으며 이후 798억원까지 올라왔다. 여전히 컨센서스를 상회할 가능성 높다고 판단하며 2분기 영업이익 추정치 856억원 유지한다. 3월 출시한 [RF 온라인 넥스트]가 안정적인 매출로 온기 반영되었으며 5월 출시한 [세븐나이트 리버스]가 800억원 이상의 매출을 기록한 영향이다. 상반기 출시작들이 성공적으로 안착했기에 하반기 6종 이상의 신작 출시를 편안하게 기다릴 수 있는 구간이다. 이번 실적발표에서 내년 라인업에 대한 정보 공개가 이뤄진다면 향후 실적 가시성과 함께 투자 매력이 높아질 수 있다.

네오위즈 역시 마찬가지다. 7월 16일 프리뷰 발간 당시 영업이익 컨센서스 84억원이었으나 현재 125억원까지 올라왔다. 2분기 영업이익 159억원 추정 유지, 컨센서스 상회 가능성 높다고 전망한다. 6월 [P의 거짓: 서곡] 출시가 예상보다 일찍 이뤄져졌고, [브라운더스트2]가 2주년 업데이트로 역주행 지속한 영향이다. 높아진 이익 레벨에서 [P의 거짓]의 시리즈화, 이후 신작 라인업 가시화 진행될 예정이기에 지속적인 비중 확대 추천한다.

크래프톤/시프트업: 기존 게임의 성장이 필요

크래프톤은 하반기 출시 예정이던 [서브노티카2]가 내년으로 연기됨에 따라 PUBG의 성장이 더욱 중요해졌다. 2분기 실적은 PUBG가 1분기 신년 업데이트 대비 비수기에 해당하고 전년 동기 로열티 기저가 있기에 상대적으로 실적이 감소해 보인다. 다만 지난 2분기 로열티 수익을 제외하고 보면 상반기 매출액/영업이익 20%/30% 이상 견조한 성장 분명히 이뤄내고 있다. 7월 에스파 콜라보 이외에도 하반기 4종의 콜라보 예정되어 있으며 8월 UGC 알파 본격 도입되기에 성장 가시성은 충분히 높다고 판단한다. 2026년 본격화될 UGC 모드는 글로벌 트렌드에 부합하는 방향성이며 로블록스, 포트나이트와 같이 유저가 만드는 콘텐츠로 생태계를 갖추 수 있는 게임은 국내에 PUBG 밖에 없다. 이번 분기 실적을 이유로 추가 하락한다면 비중 확대 강력하게 추천한다. 크래프톤은 7/25 북미 게임사 Eleventh Hour Games를 1,324억원에 인수하는 건을 공시했다. 액션 RPG [라스트 에포크]의 개발사이며 누적 판매량은 300만장 이상이다. Eleventh Hour Games는 2024년 [라스트 에포크] 출시로 매출액 579억원, 순이익 86억원을 기록했다. [라스트 에포크]는 2025년 4월 시즌 2 업데이트로 트래픽 반등에 성공했으며 8월 시즌 3 업데이트 예정되어 있지만 크래프톤의 실적에 유의미한 영향은 없을 것으로 예상한다. [라스트 에포크]라는 액션 RPG 장르 IP 확보에 의미가 있으며 이후 후속 시즌 혹은 후속작에서 시너지를 기대한다.

시프트업은 6월 출시한 [스텔라 블레이드] PC가 중국 지역의 높은 호응을 바탕으로 기대 이상의 성과를 거뒀다. 다만 [승리의 여신: 니케] 글로벌이 1분기부터 전년 대비 -10% 이상 역성장하고 있어 반등이 필요하다. 9월부터 스토리 난이도 도입 등 편의 기능 개선 업데이트 예고되어 있다. 글로벌, 중국에서 안정적인 실적이 확인된다면 보다 편안하게 [스텔라 블

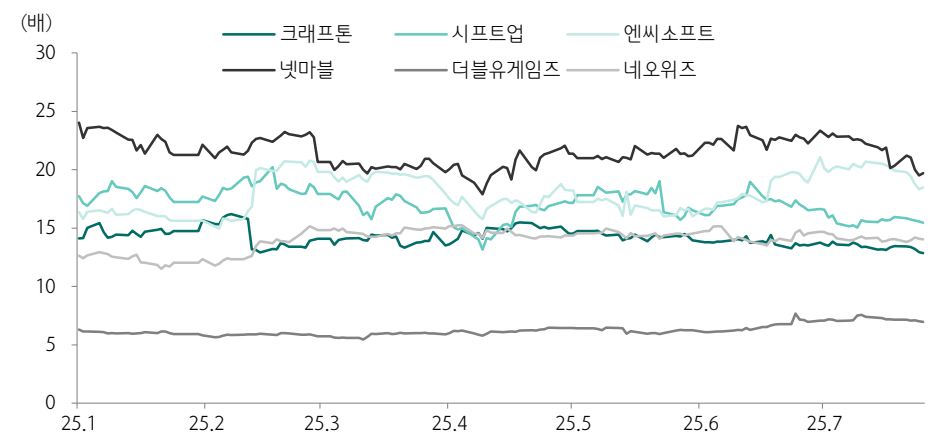
레이드] 후속작과 [프로젝트 스피릿]을 기다리며 장기적 관점에서 비중 확대할 수 있는 시점이라 판단한다.

더블유게임즈: 추가 M&A 기대. 엔씨소프트: 3분기 실적까진 중요하지 않다

더블유게임즈는 2분기 팍시 게임즈를 인수했으며 3분기부터는 와우 게임즈도 실적에 연결로 반영된다. 올해 2건의 M&A를 진행했고, 슈퍼네이션의 성장 확인되고 있어 긍정적이다. 다만 1) 여전히 본업인 소셜카지노의 결제액 하락은 지속되고 있고 2) 달러-원 환율 하락에 따라 작년, 올해 1분기의 높은 기저가 M&A 효과를 가릴 가능성이 있다는 점은 부담이다. 달러-원의 지속 하락 시 2026년 연간 추정치 하향 가능성 높다. 소셜카지노, 아이게이밍, 캐주얼 중심 M&A 지속적으로 필요하며 현금 여력(7,000억원 이상)은 여전히 충분하다. 연내 주주환원 정책에 따라 자사주 1~2% 소각할 예정이다.

엔씨소프트는 3분기까지 실적으로 인한 주가 변동은 제한적일 것으로 전망한다. 모든 시선은 11월 출시가 예상되는 신작 [아이온2]에 집중되어 있다. [아이온2] 마케팅 진행, 정보 공개에 따라 목표가 230,000원까지 상승 여력 충분하다. 지난 5월 전망 공시를 통해 2026년 예상 매출액을 2조원~2.5조원으로 공식화했다. 레거시 IP에서는 기존 작품에 스피노프 3종을 더해 1.4조원~1.5조원의 매출을, 신작으로 6천억원~1조원 매출 창출을 목표로 한다. 다만 [아이온2]에 대한 기대감을 유지하더라도 레거시 IP의 매출은 관심을 가질 필요가 있다고 판단한다. 작년 출시한 스피노프 게임인 [저니 오브 모나크]가 유의미한 성과를 거두지 못했음을 고려하면 결국 현재 서비스 중인 [리니지 M, 2M, W]와 PC 라인업이 안정적인 수준을 유지할 필요가 있다.

도표 1. 게임 커버리지 12MF P/E 추이



주: 컨센서스 기준
자료: 하나증권

도표 2. 게임 Coverage Preview

(단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q25F	2Q24	1Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
크래프톤	영업수익	668.6	707.0	874.2	(5.4)	(23.5)	683.9	(2.2)
	영업이익	231.7	332.1	457.3	(30.2)	(49.3)	269.1	(13.9)
	당기순이익	176.0	341.4	371.5	(48.5)	(52.6)	222.4	(20.9)
	영업이익률(%)	34.6	47.0	52.3			39.3	
	당기순이익률(%)	26.3	48.3	42.5			32.5	
시프트업	영업수익	84.6	65.2	42.2	29.7	100.3	83.7	1.1
	영업이익	58.7	45.0	26.3	30.4	123.6	58.9	(0.3)
	당기순이익	50.8	40.3	26.8	26.2	89.3	51.9	(2.1)
	영업이익률(%)	69.4	69.0	62.2			70.4	
	당기순이익률(%)	60.1	61.7	63.6			62.0	
넷마블	영업수익	729.6	782.1	623.9	(6.7)	16.9	714.6	2.1
	영업이익	85.6	111.2	49.7	(23.0)	72.3	79.8	7.3
	당기순이익	72.5	162.3	80.2	(55.4)	(9.7)	73.7	(1.7)
	영업이익률(%)	11.7	14.2	8.0			11.2	
	당기순이익률(%)	9.9	20.7	12.9			10.3	
엔씨소프트	영업수익	353.7	397.9	409.4	(11.1)	(13.6)	353.9	(0.1)
	영업이익	5.6	25.7	(129.5)	(78.2)	(104.3)	5.7	(1.8)
	당기순이익	14.5	57.1	(7.6)	(74.6)	(291.1)	24.4	(40.6)
	영업이익률(%)	1.6	6.5	(31.6)			1.6	
	당기순이익률(%)	4.1	14.4	(1.9)			6.9	
더블유게임즈	영업수익	174.5	163.1	162.0	6.9	7.7	176.4	(1.1)
	영업이익	57.6	67.1	54.8	(14.2)	5.1	59.3	(2.9)
	당기순이익	50.3	64.2	45.8	(21.7)	9.7	52.5	(4.3)
	영업이익률(%)	33.0	41.1	33.8			33.6	
	당기순이익률(%)	28.8	39.3	28.3			29.8	
네오위즈	영업수익	102.6	87.0	89.0	17.9	15.2	97.3	5.4
	영업이익	15.9	4.7	10.2	235.8	55.7	12.5	27.4
	당기순이익	14.5	7.7	6.1	88.7	137.1	11.7	23.8
	영업이익률(%)	15.5	5.5	11.5			12.8	
	당기순이익률(%)	14.1	8.8	6.9			12.0	

주: 컨센서스는 7/25 기준

자료: 하나증권

도표 3. 국내 게임사 주요 신작 타임라인

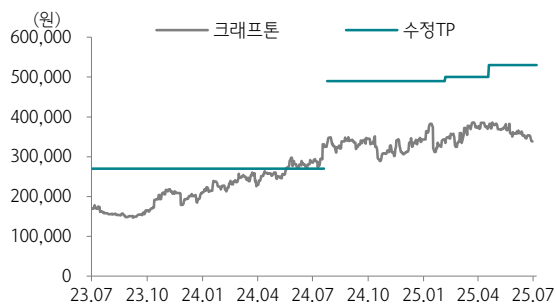
게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	인조이	인조이 스튜디오	크래프톤	인생 시뮬레이션	PC	글로벌	3월 완료
	어비스 오브 던전	블루홀 스튜디오	크래프톤	익스트랙션 RPG	모바일	글로벌	2025
	PUBG: 블라인드 스팟	펍지 스튜디오	크래프톤	탐다운 택티컬 슈터	PC	글로벌	2025
	서브노티카2	언노운 윌즈	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2026
	덩컴 투게더	5민랩	크래프톤	개척 생활 시뮬레이션	PC/콘솔/모바일	글로벌	2026
	Valor	펍지 스튜디오	크래프톤	배틀로얄	콘솔	글로벌	2026~
	Project Black Budget	펍지 스튜디오	크래프톤	PvPvE 루터슈터	PC/콘솔	글로벌	2026~
시프트업	Project Spirit	시프트업	텐센트(예상)	서브컬처 RPG	PC/콘솔/모바일	글로벌	2027
	스텔라 블레이드2	시프트업	소니(예상)	액션 RPG	PC/콘솔	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
	타임 테이커즈	미스틸게임즈	엔씨소프트	PvP 슈터	PC/콘솔	글로벌	1H26
넷마블	RF 온라인 넥스트	넷마블	넷마블	MMORPG	PC/모바일	국내	3월 완료
	왕좌의 게임: 킹스로드	넷마블(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/모바일	글로벌	5월 완료
	세븐나이츠 리버스	넷마블넥서스	넷마블	턴제 RPG	PC/모바일	글로벌	5월 완료
	킹 오브 파이터 AFK	넷마블네오	넷마블	수집형 AFK RPG	모바일	글로벌	2Q25
	스톤에이지: 팻월드	넷마블엔투	넷마블	수집형 RPF	모바일	글로벌	2H25
	뱀피르	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 OVERDRIVE	넷마블네오	넷마블	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H25
	일곱 개의 대죄: 오리진	넷마블(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2H25
	붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	4Q25
카카오게임즈	섹션13	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 로그라이트슈터	PC/콘솔	글로벌	5월 완료
	Project C	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	서브컬처육성 시뮬레이션	PC/모바일	국내, 일본	3Q25
	가디스오더	로드컴플릿	카카오게임즈	액션 RPG	모바일	글로벌	3Q25
	갯 세이프 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	P의 거짓: 서곡	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	6월 완료
	Shape of Dreams	리자드 스무디	네오위즈	로그라이크 MOBA	PC	글로벌	2H25
	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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

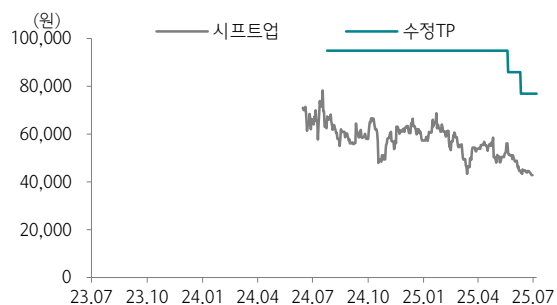
크래프톤



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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

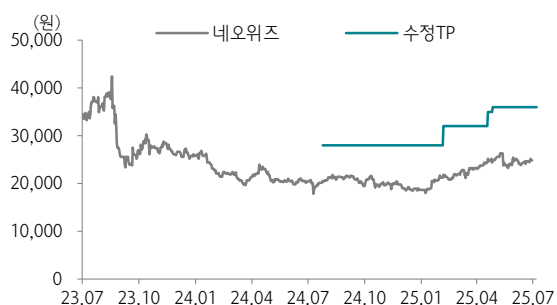
시프트업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.7	BUY	77,000		
25.6.16	BUY	86,000	-42.81%	-40.00%
24.8.20	BUY	95,000	-39.09%	-27.58%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

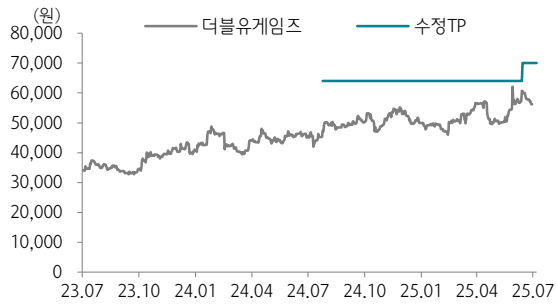
네오위즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.23	BUY	36,000		
25.5.15	BUY	35,000	-29.20%	-28.14%
25.3.4	BUY	32,000	-29.95%	-23.59%
24.8.20	BUY	28,000	-27.98%	-22.14%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

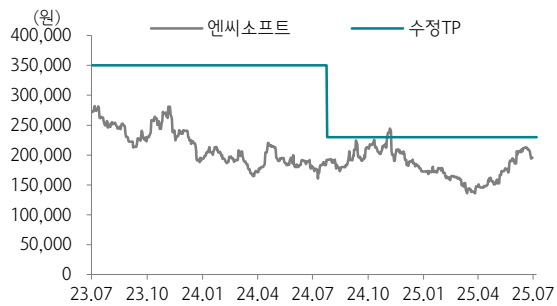
더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.10	BUY	70,000		
24.8.20	BUY	64,000	-19.81%	-2.97%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

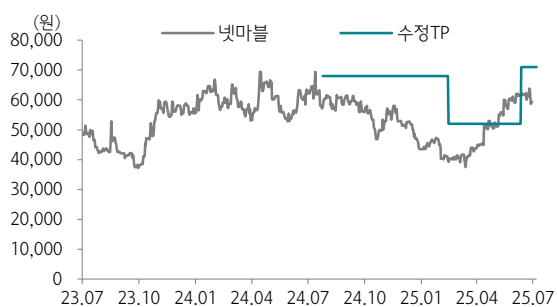
엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.8.20	BUY	230,000		
	담당자 변경			

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

넷마블



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.8	BUY	71,000		
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%
	담당자 변경			

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 7월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 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 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	95.48%	4.52%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 25일