

게임산업

중요한 것은 꺾이지 않는 IP

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr

RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

종목명	시가총액	현재가(원)
컴투스	3,126	25,850
네오위즈	3,905	18,050



SUMMARY

유흥산업의 본질: 높은 레버리지와 낮은 예측 가능성

게임은 출시 전 개발비와 인건비가 먼저 투입되는 고수익·고위험 유흥산업이다. 대작 한 편을 만드는 데 수년의 기간과 대규모 자금이 필요하지만, 출시 이후 판매가 늘어도 추가 원가는 제한적이어서 유흥 시 매출 증가가 이익으로 빠르게 연결된다. 반대로 유흥에 실패하면 투입한 개발비를 회수하기 어렵다.

한편, 같은 게임이라도 사업 구조에 따라 이익의 지속성과 변동성은 크게 달라진다. 모바일·부분유료화(F2P)는 폭넓은 이용자 유입과 빠른 수익화가 중요하고, PC·콘솔 프리미엄 게임은 콘텐츠 완성도와 IP 경쟁력이 판매량과 장기 성과를 좌우한다. 라이브서비스 게임은 출시 이후 업데이트와 운영을 통해 매출이 장기간 누적되는 반면, 패키지 판매 중심 게임은 상대적으로 출시 초기에 매출이 집중된다. 이처럼 사업 구조에 따라 이익의 성격이 달라지는 만큼, 게임을 분석할 때는 플랫폼과 장르뿐 아니라 자체 IP 보유 여부, 퍼블리싱 내재화 수준, 플랫폼 의존도를 함께 살펴야 한다.

성장의 무게중심 이동: 모바일에서 PC·콘솔로

글로벌 게임시장은 외형 성장을 이어가고 있지만 성장의 무게중심은 달라지고 있다. 2025년 약 2,300억 달러 규모의 게임시장에서 모바일이 여전히 절반가량을 차지하지만, 신규 이용자와 결제 성장은 둔화되고 있으며 PC·콘솔이 상대적으로 높은 성장률을 보이고 있다.

반면 한국은 세계 4위 게임시장임에도 모바일과 고가급 RPG 비중이 높고, 글로벌 시장의 핵심 축인 콘솔 비중은 낮다. 내수·모바일·확률형 과금에 편중된 구조는 이용자 피로와 규제 부담에 취약할 뿐 아니라, 완성도와 상대적으로 낮은 과금 강도를 앞세운 중국 게임사의 공세에도 직접 노출된다. 따라서 한국 게임을 평가할 때는 시장 전체의 성장보다 어떤 시장에서 어떤 방식으로 이익을 창출하는지가 더 중요해지고 있다.

한국 게임주 디스카운트의 본질: 이익의 규모보다 질

한국 게임주에 부여된 디스카운트의 핵심은 이익을 내지 못해서가 아니라, 그 이익이 반복될 수 있다는 신뢰를 얻지 못했다는 데 있다. 국내 주요 게임사 11곳의 합산 영업이익은 2023년 약 1조 원에서 2025년 약 1조 8,000억 원으로 증가했지만, 주가 회복은 제한적이다.

글로벌 게임주의 멀티플을 비교해 보면 높은 수익성이나 해외 매출 비중만으로 프리미엄을 설명하기 어렵다. 높은 멀티플을 장기간 유지한 기업의 공통점은 검증된 IP를 후속작·리메이크·확장팩·연간 시리즈로 반복 유흥시키거나, 라이브 서비스를 통해 한 타이틀의 수명을 장기화하며 이익의 지속성과 예측 가능성을 입증했다는 데 있다. 결국 멀티플을 가르는 것은 현재 이익의 크기보다 다음 유흥과 다음 이익에 대한 시장의 신뢰다.

재평가의 조건: 유흥의 반복성과 글로벌 확장

한국 게임주의 재평가 조건은 두 가지로 압축된다.

첫째, 여러 작품을 꾸준히 출시해 개별 신작의 실패 위험을 분산하거나, 검증된 IP를 프랜차이즈로 확장해 유흥의 반복성을 입증해야 한다. 다작 포트폴리오가 실적 변동성을 낮춰 할인 폭을 줄이는 하방 방어 요인이라면, IP 프랜차이즈화는 멀티플을 프리미엄 구간으로 높이는 상방 동력이다.

둘째, 내수 모바일을 넘어 글로벌 PC·콘솔 시장에서 자체 IP 경쟁력을 확인시켜야 한다. PC·콘솔 프리미엄 시장은 팬덤을 기반으로 후속작·DLC·리메이크를 반복 판매하기에 유리해 이익의 지속성·예측 가능성·확장성을 높일 수 있다. 단 한 차례의 글로벌 유흥만으로는 충분하지 않으며, 그 성과가 후속작과 시리즈로 이어질 때 비로소 구조적인 프리미엄이 부여될 수 있다.

결국 두 조건이 가리키는 방향은 같다. 한 번의 유흥으로 끝나는 IP가 아니라, 이익을 반복해서 창출하는 '꺾이지 않는 IP'를 확보하는 것이다.

(7/14기준)	PER(배)	PBR(배)
캡툼스	29.7	0.3
네오위즈	9.4	0.7

Sector Index



CONTENTS

산업분석

I. 게임 산업의 분류와 특성	5
1. 게임 플랫폼 구분	5
2. 게임 장르 구분	6
3. 게임 산업의 기본 특성	7
II. 게임시장 규모와 성장률	8
1. 플랫폼별 시장 규모와 성장률	8
2. 국가별 시장 규모와 특성	9
3. 국내 게임시장: 모바일 RPG 편중과 장르 다변화 필요성	11
4. [참고] 플랫폼 전환과 시장 성장	12
III. 게임 산업의 밸류체인	13
1. 밸류체인	13
2. 밸류체인별 매출 배분 구조	14
3. [참고] 게임 개발 단계	15
IV. 게임의 비즈니스 모델	17
1. 수익모델	17
2. F2P의 작동원리	18
3. 확률형 아이템 논란과 과금구조의 전환	19
4. 게임사의 비용구조	20
V. 핵심이슈	23
1. 구글 인앱결제 수수료 인하	23
2. 생성형 AI 도입	24
3. 중국 게임의 성장	26
VI. 재평가의 조건	29
1. 글로벌 대비 부진한 한국 게임주	29
2. 글로벌 게임주의 멀티플 차별화 요인	30
3. 한국 게임주의 멀티플 디스카운트 요인	32
4. 재평가의 조건	33
VII. 밸류에이션 방법론	36
VIII. 투자전략: 신작 사이클 중심 접근	39
IX. 참고자료	41
1. 주요 게임사 사업구조 및 밸류에이션 비교	41
2. 국내 게임사 추가추이	43
3. 국내 게임사 주요 신작 일정	45

기업분석

I. 컴투스(078340): 야구게임이 이끄는 회복, 신작에 달린 재평가	47
II. 네오위즈(095660): 26년 숨 고르기는 글로벌 게임사로 도약할 추진력을 얻기 위함	80

용어정리

카테고리	용어	설명
플랫폼 산업 구조	플랫폼	게임을 실행할 수 있는 기반 환경(하드웨어/운영체제)이나, 게임을 구매·설치·플레이할 수 있도록 연결해 주는 디지털 유통 서비스
	콘솔(Console)	모니터나 TV에 연결하여 비디오 게임을 구동할 수 있도록 설계된 전용 하드웨어 기기(가정용/휴대용 게임기)
	스팀(Steam)	미국의 게임 개발사 밸브 코퍼레이션(Valve Corporation)이 운영하는 세계 최대 규모의 PC 게임 디지털 유통 플랫폼
	퍼블리싱(Publishing)	개발사가 만든 게임을 대중에게 출시, 유통, 마케팅 및 운영하는 전 과정
	D2C(Direct to Consumer, 자체결제)	중간 유통 플랫폼(애플 앱스토어, 구글 플레이스토어, 스팀 등)을 거치지 않고 게임사가 자체 웹페이지나 플랫폼을 통해 소비자에게 직접 게임을 판매하고 결제하는 방식
	판호(版號)	중국에서 게임을 유통하기 위한 정부 허가증. 내자판호(자국)·외자판호(해외)로 구분
	OSMU(One Source Multi Use)	하나의 성공한 완전 콘텐츠(IP)를 영화, 소설, 애니메이션, 게임, 캐릭터 상품 등 다양한 매체나 장르로 변용하여 판매함으로써 부가가치를 극대화하는 마케팅 전략
장르	RPG(Role-Playing Game)	역할 수행 게임. 이용자가 게임 속 캐릭터의 역할을 맡아 퀘스트를 수행하고 능력치장비를 성장시키며 스토리를 진행하는 장르. 가장 기본적이고 대표적인 유형 중 하나 (예: 더 위쳐, 파이널 판타지)
	MMORPG(Massively Multiplayer Online Role-Playing Game)	수많은 이용자가 동시 접속해 협동·경쟁하며 캐릭터를 성장시키는 대규모 다중접속 역할수행 게임. 국내 온라인모바일 게임 매출을 이끌어 온 핵심 장르(예: 리니지, 월드 오브 워크래프트)
	FPS(First-Person Shooter) / TPS(Third-Person Shooter)	총기 등의 무기로 적을 사격하는 슈팅 게임으로, 캐릭터의 시점에 따라 1인칭(FPS)과 3인칭(TPS)으로 구분 (예: 오버워치, 발로란트, 콜 오브 듀티)
	배틀로얄(Battle Royale)	다수의 이용자가 한 맵에 투입되어 점차 좁아지는 생존 구역 안에서 싸워 최후의 1인(팀)을 가리는 서바이벌 슈팅 장르(예: 배틀그라운드, 포트나이트)
	서브컬처(수집형 RPG)	주로 애니메이션풍의 캐릭터를 수집·육성하는 RPG. 가장 기본 수익모델과 결합해 모바일 시장의 주요 장르로 자리잡음(예: 원신, 승리의 여신 나제)
	방치형 RPG	이용자가 직접 조작하지 않아도 캐릭터가 자동으로 전투 및 성장하는 캐주얼 RPG. 실질적인 플레이 시간이 짧아 국내 모바일게임 매출비중 확대 중(예: 메이플 키우기)
	하이퍼캐주얼(Hyper-casual)	규칙이 매우 단순하고 단위 플레이시간이 짧아 즉시 즐길 수 있는 초경량 게임. 게임 자체는 무료로 제공하되 광고 수익과 소액결제를 결합한 비즈니스 모델을 가짐 (예: 블록 블라스트, 로얄 매치)
	웹보드게임(Web Board Game)	온라인에서 즐기는 보드게임 장르. 인터넷에 접속해 웹에서 다수가 함께 판을 벌여 진행하며, 바둑장기·고스톱·포커 등이 대표적. 국내에서는 사행성 방지를 위해 결제·게임머니 한도 등 별도 규제를 적용받는 점이 특징(예: 피망 포커, 한게임 신맞고)
	AAA(트리플에이)	대형 퍼블리셔나 개발사가 막대한 자본인력을 투입하여 최고 수준의 그래픽과 완성도로 제작하는 블록버스터 게임. 통상 수년의 개발 기간과 수백억~수천억 원 규모의 제작비가 투입됨 (예: 붉은사막, P의 거짓)
	인디(Indie)	대형 게임사의 자본 지원 없이 소규모 팀이나 개인이 독립적으로 개발하는 게임. 상업성보다는 독창적이고 실험적인 아이디어가 특징 (예: 데이브 더 다이버, 신난비)
'라이크' (특정 게임의 방식을 따르는 장르)	소울라이크(Soulslike)	일본 프롬소프트웨어의 다크 소울에서 유래한 장르. 높은 난이도, 신중한 전투 패턴, 죽음을 통한 학습을 핵심 특징으로 하는 액션 RPG(예: 엘트링, P의 거짓)
	리니지라이크(Lineage-like)	NC의 '리니지'가 정립한 자동사냥·확률형 아이템·이용자 간 경쟁 중심의 고과금 MMORPG 구조를 차용한 게임 장르. 한국 모바일 시장의 주류를 이루어 왔으나, 과금 구조에 대한 이용자 피로도 문제 발생(예: 오딘: 발할라 라이징, 아키에이지)
	로그라이크(Rogue-like)	고전 게임 '로그'에서 유래한 장르. 플레이할 때마다 맵·아이템·적 구성이 무작위로 생성되며, 캐릭터가 죽으면 모든 진행 상황이 초기화되는 영구 죽음과 랜덤성이 특징(예: 바인딩 오브 아이작)
BM·수익 구조	F2P(Free to Play, 부분유료화)	게임은 무료로 플레이할 수 있지만, 게임 내 아이템·콘텐츠 판매로 수익을 올리는 부분 유료화 모델. 모바일 게임의 표준 수익 구조
	P2W(Pay to Win)	현금 결제에 비례하여 강해지는 과금 구조. F2P의 대표적 형태이나, 무소과금 이용자와의 전력 격차가 발생하는 이슈 존재
	B2P(Buy to Play)	게임을 구매 후 플레이할 수 있는 패키지 판매 방식. 콘솔 및 PC/스팀 게임의 기본 모델로, 이용자는 게임 내 추가 결제 없이 게임을 즐길 수 있음
	가치(확률형) 아이템	결과를 미리 알 수 없고 확률에 따라 무작위 보상을 얻는 뽑기형 유료 상품. 국내는 2024년 3월 확률 표시가 법적으로 의무화됨
	배틀패스 / 시즌패스	일정 기간 동안 주어진 과제를 달성하면 단계별 보상을 지급하는 구독형 과금 상품. 주로 외형편의 아이템 위주로 설계되어 P2W보다 거부감이 낮아 다양한 플랫폼 및 장르에서 광범위하게 활용됨
	DLC(Downloadable Content)	게임 출시 후 추가로 판매·배포하는 확장 콘텐츠(추가 스토리·맵·캐릭터 등). 본편 구매 이용자를 대상으로 한 추가 수익 수단이자, 게임 수명을 늘리는 수단
	라이브서비스(GaaS, Game as a Service)	게임 출시 이후에도 지속적으로 콘텐츠를 업데이트 및 운영하며 장기간 매출을 창출하는 서비스형 게임 운영 방식. 지속가능한 구조로 안정적인 매출이 발생됨
	MG(미니멈 가랜티)	퍼블리싱 계약 시 퍼블리셔가 개발사에 향후 로열티 수익과는 무관하게 최소한으로 보장하는 선지급금. 개발사의 제작 리스크를 보완하며, MG 범위를 초과하는 로열티가 발생할 경우 추가 정산하는 구조
	로열티(Royalty)	IP 사용이나 게임 판매 권리를 빌리는 대가로, 발생한 매출의 일정 비율을 지급
핵심 지표	RS(Revenue Share, 수익배분)	게임에서 발생한 매출을 사전에 정한 비율에 따라 개발사·퍼블리셔·플랫폼 등이 배분하는 수익 배분 계약 구조
	DAU·MAU(Daily·Monthly Active Users)	일간·월간 게임에 접속한 활성 이용자 수. 게임의 이용 규모와 인기를 가능하는 기본적인 지표이며, DAU를 MAU로 나눈 비율로 이용자 충성도를 측정하기도 함
	ARPU·ARPPU(Average Revenue Per (Paying) User)	전체 이용자 1인당 평균 결제액(ARPU)과 결제한 유료 이용자 1인당 평균 결제액(ARPPU). 게임의 과금 사용자 비율과 수익성을 측정하는 핵심 지표
	리텐션(Retention, 잔존율)	게임을 시작한 이용자가 일정 기간 후 떠나지 않고 남아 있는 비율. 게임의 코어 재미와 장기 매출 안정성을 가능하는 핵심 지표
	LTV(Lifetime Value, 생애가치)	단일 이용자가 게임을 플레이하는 전체 기간 동안 창출하는 매출의 누적 합계 예상치. 이용자 1명을 확보하는 데 드는 마케팅 비용(CAC)과 비교하여 수익성을 판단하는 기준이 됨
	CAC(Customer Acquisition Cost, 고객 획득 비용)	신규 이용자 1명을 확보하기 위해 필요한 마케팅 및 영업 비용
	고래(Whale)	전체 이용자 중 극소수이지만 게임 매출의 대부분을 차지하는 초고액 결제 이용자를 가리키는 업계 속어
	홍행률(Hit ratio)	게임사의 신작 홍행 성공 비율
	CBT·OBT(Closed·Open Beta Test)	일부 이용자에게만 공개하는 비공개 베타테스트(CBT)와 공개 베타테스트(OBT). 게임성과 오류를 점검하는 동시에, 정식 출시 전 홍보 여부를 가능하는 지표로도 활용
기타	IP(Intellectual Property, 지식재산)	게임의 캐릭터·스토리·세계관·브랜드명 등 법적으로 보호받는 창작 자산의 총칭으로, 후속작 개발, 라이선스 사업, OSMU 등 사업 확장의 핵심 기반
	UGC(User Generated Content) / 모드 (Mod)	이용자가 직접 만드는 콘텐츠(UGC)와 기존 게임의 데이터를 개조·확장한 변형물(Mod). 콘텐츠를 풍부하게 하고 게임 수명을 늘리는 요소이며, 일부 플랫폼에서는 주요 수익 모델로 발전 (예: 로블록스)
	크로스플레이 / 크로스플랫폼	크로스플랫폼은 하나의 게임을 PC·모바일·콘솔 등 여러 플랫폼에서 즐길 수 있게 출시하는 것을, 크로스플레이는 서로 다른 플랫폼의 이용자가 같은 온라인 세션에서 함께 플레이할 수 있는 것을 뜻함. 이용자 풀과 매치메이킹 대상을 넓히고 플랫폼 간 장벽을 낮춰 서비스 수익을 늘리는 효과를 거둠
	게임 엔진	그래픽·물리·사운드·입력 처리 등 게임 구동에 필요한 핵심 기능을 통합 제공하는 개발 기반 소프트웨어. 개발·생산성, 플랫폼 호환성, 엔진 사용 수수료 등에 영향을 미침 (예: 유니티, 언리얼 엔진)
	클라우드 게임	게임을 이용자의 기기나 아닌 서버에서 구동하고, 그 화면을 실시간으로 스트리밍하여 전송하는 방식. 고사양 기기 없이도 플레이가 가능하나, 안정적인 네트워크 환경이 필요
	셀온(Sell-on)	기대 신작의 출시 시점에 불확실성이 해소됨과 동시에 차익을 실현하려는 매도세가 유입되어 게임사 주가가 하락하는 현상

자료: 한국IP협회, 기업리서치센터

I. 게임 산업의 분류와 특성

플랫폼과 장르에 따라 매출 구조와 이익 특성이 달라지는 게임 산업

게임 산업은 게임의 기획·제작·유통과 관련 서비스를 포괄한다. 이 산업을 분석하는 출발점은 게임사의 사업 구조를 구분하는 데 있다. '게임사'로 한데 묶더라도, 어떤 플랫폼에서 어떤 장르의 게임을 서비스 하느냐에 따라 매출이 발생하는 방식과 이익의 지속성·변동성이 크게 달라지기 때문이다. 따라서 게임사를 이해하려면 먼저 '플랫폼'과 '장르'라는 두 축에서 사업 구조를 나누어 보는 데서 출발할 필요가 있다.

1 게임 플랫폼 구분

모바일은 빠른 수익화, PC·콘솔은 IP 장기 경쟁력이 핵심

게임을 구동하는 하드웨어, 즉 플랫폼은 크게 PC·모바일·콘솔·아케이드의 네 가지로 구분되며 주요 플랫폼별 구동 방식과 사업적 특성을 정리하면 다음과 같다.

플랫폼별 게임의 분류

플랫폼	구동 방식	핵심 특성	대표작
PC (온라인)	PC에서 스팀·에픽게임즈 등 플랫폼을 통해 다운로드·접속	글로벌 유통이 용이하고, 이용자 창작 콘텐츠(모드·커뮤니티)를 통해 수명 장기화 가능	리그 오브 레전드(라이엇, 미국), 리니지(NC), 검은사막(펄어비스)
모바일	스마트폰·태블릿 앱 다운로드 후 이용	접근성이 가장 높고 이용자 저변이 넓으나, 평균 수명이 짧고 IP 충성도(팬덤)가 상대적으로 낮음. 과금 설계가 흥행과 수익성을 좌우	리니지M(NC), 서머너즈 워(컴투스)
콘솔	전용기기(PS·Xbox·스위치)를 TV·모니터에 연결해 전용 컨트롤러로 이용	몰입형 플레이 경험, 한 번 구매해 이용하는 패키지(프리미엄) 판매 중심, 글로벌 대형 IP 중심	GTA(락스타, 미국), 젤다의 전설(닌텐도, 일본)
아케이드	오락실·상업시설에 설치된 전용 게임기에서 이용	과거 게임 문화의 출발점이었으나, 현재 시장 비중은 제한적	철권(반다이남코, 일본)

자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

플랫폼별 차이는 이용 행태와 수익모델의 차이로 이어진다.

모바일 게임은 스마트폰 내 다양한 콘텐츠와 이용 시간을 두고 경쟁한다. 그만큼 이용자 저변은 넓지만 개별 게임의 이용 지속기간은 짧고, 특정 IP에 대한 충성도도 축적되기 어렵다. 실제로 출시 약 한 달 뒤 잔존율이 3%에 못 미치는 게임이 전체의 75%에 이를 만큼, 대부분의 모바일게임은 이용자 이탈 속도가 빠르다(GameAnalytics, 2025). 이러한 특성상 모바일게임의 흥행은 ① 신규 이용자를 지속적으로 유입시키는 접근성과 마케팅 효율, ② 짧은 체류 기간 안에 이용자를 결제로 전환시키는 부분 유료화(F2P, 무료 다운로드 후 인게임 결제) 수익모델 설계에 크게 좌우된다. 한 작품의 장기 체류를 유도하기보다 폭넓은 이용자 유입과 빠른 수익화가 핵심인 셈이다. 장르 측면에서도 역할수행 게임(RPG)·전략·퍼즐·캐주얼처럼 부분 유료화에 적합한 장르가 매출의 중심을 이룬다.

반면 PC와 콘솔은 일정 시간을 투입해 플레이하는 몰입형 이용자가 중심이다. 이에 따라 단순한 접속 빈도나 과금 유도보다 콘텐츠 완성도와 IP 경쟁력이 판매량에 직접적으로 반영되는 경향이 강하다. 특히 PC·콘솔 게임은 한 번 흥행 하면 이용자가 장기간 플레이를 지속하는 경우가 많아 개별 타이틀의 수명이 상대적으로 길다. 실제로 신작은 빠르게 늘어 2025년 스팀에만 21,443개의 게임이 출시되며 사상 최대를 기록했지만(SteamDB), 같은 해 PC·콘솔 전체 플레이 타임의 54%는 출시된 지 6년 이상 지난 구작에서 발생했다(Newzoo, 2026). 신작이 쏟아져도 이용자의 한정된 플레이 시간은 검증된 장수 게임에 집중되는 셈이다. 이는 검증된 게임이 시간이 지나도 이용자 기반을 유지하며, 후속작

·DLC·리마스터나 이용자 창작 콘텐츠(모드)·커뮤니티 등으로 IP 가치가 장기간 누적될 수 있음을 보여준다. 주력 장르 역시 충분한 플레이 시간과 큰 제작 규모를 전제로 하는 슈팅·스포츠·액션·어드벤처·RPG가 중심이다.

게임 장르 구분

장르에 따라 상이한 수익모델 및 매출 지속성

장르는 게임의 플레이 방식과 핵심 콘텐츠에 따라 구분된다. 투자 관점에서 장르가 중요한 이유는, 어떤 장르를 서비스 하느냐에 따라 이용 행태와 수익모델, 나아가 매출의 지속성과 실적 변동성까지 달라지기 때문이다. 대표적으로 같은 역할수행 게임(RPG)이라도 혼자 즐기는 싱글플레이 중심인지, 다수가 한 세계에서 함께 즐기는 온라인 플레이 중심인지에 따라 사업 구조가 갈린다. 전자는 게임을 한 차례 판매해 출시 시점에 매출이 집중되는 반면, 후자는 다수 이용자가 장기간 머무는 라이브서비스를 통해 매출이 꾸준히 누적된다.

최근에는 장르 간 융합도 확대되고 있다. MMORPG에 배틀로얄 요소를 결합하거나 수집형 RPG에 방치형 플레이를 접목하는 방식이 대표적이며, 웹툰·애니메이션 등 외부 IP를 활용한 게임에서도 스토리 어드벤처·퍼즐·전략 요소를 결합하는 사례가 늘고 있다. 이에 따라 게임사 분석에서는 장르를 엄격히 구분하기보다, 핵심 플레이 요소와 수익모델을 함께 살펴보는 접근이 필요하다. 주요 장르와 그 특성은 다음과 같다.

주요 게임 장르

장르	핵심 개념과 특성	주요 하위 장르	대표작
액션	빠른 반응 속도와 조작 숙련도가 핵심인 장르. 실시간 전투·이동·회피 중심	격투(1:1 대전), 플랫폼(발판 이동·점프 중심 진행), 핵앤슬래시(다수의 적을 빠르게 처치)	철권(반다이남코, 일본), 슈퍼마리오(닌텐도, 일본)
슈팅 (FPS·TPS)	총기 등 원거리 무기를 활용해 적과 교전하는 장르. 1인칭(FPS)·3인칭(TPS) 시점으로 구분	배틀로얄(다수 이용자 중 최후의 1인팀 생존), 루트슈터(전투를 통해 장비를 수집·성장)	발로란트(라이엇, 미국), 배틀그라운드(크래프톤)
역할수행 게임 (RPG)	캐릭터를 조작·성장시키며 스토리와 목표를 진행하는 장르. 성장 구조와 세계관 몰입도가 중요	MMORPG(다수가 하나의 세계에서 협동·경쟁), 수집형 RPG(캐릭터를 수집·육성), 방치형 RPG(자동 전투 중심으로 조작 부담이 낮음), 소울라이크(고난도 반복 도전형 액션 RPG)	리니지(엔씨소프트), 원신(호요버스, 중국), 엘덴링(프롬소프트웨어, 일본)
어드벤처	탐험·서사문제 해결이 중심인 장르. 최근에는 액션과 결합한 형태가 주류	액션 어드벤처(탐험에 실시간 전투 결합), 오픈월드(개방형 무대를 자유롭게 탐험)	GTA(락스타게임즈, 미국), 젤다의 전설(닌텐도, 일본)
전략·시뮬레이션	자원·부대·시스템을 운용하거나 현실의 경영·육성 요소를 구현하는 장르. 전략성과 반복 플레이가 핵심	RTS(실시간 전략), 턴제 전략(순차적으로 의사결정을 수행하는 전략), 건설·경영 시뮬레이션(도시·기업 등 운영), 생존·전략(SLG, 자원 관리·동맹 경쟁 중심)	스타크래프트(블리자드, 미국), 문명(파라다이스게임즈, 미국), 심즈(EA, 미국)
다중 사용자 전투 아레나 (MOBA)	두 팀이 각자의 역할을 수행하며 상대 진영의 핵심 거점을 파괴하는 실시간 전략·액션 장르. e스포츠 결합도 높음	—	리그 오브 레전드 (라이엇게임즈, 미국)
스포츠·레이싱	실제 스포츠 경주를 게임으로 구현한 장르. 라이선스 IP, 선수·팀 데이터, 시즌 업데이트가 중요	스포츠(축구·야구 등 경기 구현), 레이싱(자동차 등 경주)	EA Sports FC(EA, 미국), 마리오 카트(닌텐도, 일본)
퍼즐·캐주얼	규칙과 조작이 단순해 진입장벽이 낮은 장르. 이용자 저변이 넓고 광고 기반 수익모델과 결합되는 경우가 많음	매치3(동일 블록 3개 이상 조합), 하이퍼캐주얼(짧은 플레이타임과 단순 조작 중심)	애니팡(위메이드플레이), 캔디크러시킹(영국)

주: RPG=Role-Playing Game, MMORPG=Massively Multiplayer Online RPG, FPS=First-Person Shooter(1인칭 슈팅), TPS=Third-Person Shooter(3인칭 슈팅), MOBA=Multiplayer Online Battle Arena, RTS=Real-Time Strategy(실시간 전략), SLG=Simulation Game의 약자로, 국내 모바일 업계에서는 자원 관리·동맹 경쟁 중심의 생존·전략 게임을 통칭, 소울라이크=프롬소프트웨어 '소울' 시리즈에서 유래한 고난도 액션 RPG 계열.
자료: 각종 자료 종합(2025 대한민국 게임백서 등), 한국IR협회의 기업리서치센터

3 게임 산업의 기본 특성

고위험 흥행산업이나 IP 기반의 수출로 경기방어력을 가지는 산업

게임 산업은 다음과 같은 여섯 가지 특성을 갖는다.

첫째, 고위험·고수익의 흥행산업이다. 게임은 출시 전까지 개발 인력·기간·마케팅에 대규모 비용을 선투입해야 한다. 특히 대작일수록 부담이 큰데, 캐주얼 게임은 3개월에서 1년, RPG(역할수행) 게임은 1~3년이면 개발되지만, 제작비와 인력이 가장 많이 투입되는 최상위 대작(AAA급)은 평균 5년 이상의 개발 기간에 수백 명의 인력과 수천억 원의 예산이 필요하다. 반면 완성 이후에는 판매가 늘어도 추가로 투입되는 원가(한계비용)가 거의 발생하지 않는다. 이 때문에 흥행 시 증가한 매출이 대부분 이익으로 직결되는 반면, 흥행에 실패하면 투입한 개발비조차 회수하기 어렵다.

둘째, 흥행작 중심의 매출 집중 산업이다. 이용자의 플레이 시간과 지출 여력이 한정돼 있어 성과는 소수 상위작에 집중되는 경향이 강하다. 이에 따라 흥행작을 보유한 기업과 그렇지 못한 기업 간 실적 격차가 확대되는 구조다. 실제로 2025년 전 세계 모바일게임에서 상위 1% 게임이 인앱결제 매출의 약 92.5%를 차지했다(상위 1% 밖 비중 7.5%, Sensor Tower, 2026).

셋째, 무형자산 중심의 지식집약 산업이다. 게임의 경쟁력은 캐릭터·스토리·세계관 등 지식재산(IP)과 이를 구현하는 개발 인력의 역량에서 나온다. 완성된 게임은 추가 설비 없이 복제·전송만으로 전 세계에 유통되므로, 기업가치는 결국 매력적인 IP와 우수한 개발 인력의 보유 여부로 수렴한다. 그만큼 핵심 인력의 확보·유지가 경쟁력의 관건이며, 인건비가 원가에서 큰 비중(기업별 편차가 크나 대체로 매출의 15~40%대)을 차지한다.

넷째, 수출주도형 산업이다. 게임은 물리적 재고가 발생하지 않고, 조작·상호작용 중심의 특성상 영상·음악 등에 비해 언어·문화 장벽이 상대적으로 낮다. 이에 따라 단일 타이틀을 여러 국가에 동시 출시하기 용이해 수출경쟁력이 높다. 한국의 경우 게임은 콘텐츠산업에서 가장 큰 비중을 차지하는 최대 수출 품목으로, 2024년 게임 수출액은 85억 346만 달러(약 11.6조 원)에 이른다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 수출 대상 지역별로는 중국(29.7%), 동남아시아·남아시아(20.6%), 북미(19.5%) 순이며, 그중 북미는 전년 대비 비중이 4.7%p 늘어 전 권역에서 가장 큰 상승 폭을 기록했는데, 이는 모바일 게임의 북미 수출이 늘어난 데 주로 기인한다.

다섯째, 규제 영향이 큰 산업이다. 게임은 이용자 보호와 사행성 방지를 목적으로 제도의 직접적인 통제를 받는다. 국내에서는 게임물 등급분류(게임물관리위원회가 내용을 심의해 전체이용가·청소년이용불가 등 이용 연령을 부여), 결제 한도(청소년 PC·온라인게임 월 7만원, 성인 한도는 2019년 폐지), 2024년 3월 시행된 확률형 아이템 정보공개 의무화('뽑기' 아이템의 획득 확률을 게임·광고에 의무 표시) 등이 대표적이다. 이러한 규제는 이용자 신뢰를 높이는 한편 게임사에는 비용·설계상의 제약으로 작용한다. 해외에서는 규제가 시장 접근 자체를 좌우하기도 하는데, 중국의 판호(게임 유통 허가)를 확보하지 못할 경우 사실상 정식 진출이 불가능한 것이 대표적이다.

여섯째, 상대적으로 경기방어적인 산업이다. 게임은 영화·공연·여행 등 다른 여가에 비해 이용 시간당 비용이 현저히 낮다. 한 차례 구매하거나 무료로 시작한 게임을 장시간 이용할 수 있어, 경기 둔화로 소비가 위축되는 국면에서는 오히려 고가의 여가를 대체하는 효과가 나타나기도 한다. 이에 따라 게임 수요는 경기 변동에 상대적으로 둔감한 편이다.

II. 게임시장 규모와 성장률

글로벌 게임 시장 규모

2025년 세계 게임 시장 규모는 2,300억 2,000만 달러로 전년 대비 4.5% 성장한 것으로 추정된다. 직전 해인 2024년 시장은 코로나19 특수가 소멸하며 성장률이 2023년 +3.6%에서 +0.7%로 둔화됐으나, 신형 게임기와 대형 신작에 힘입은 콘솔 반등을 중심으로 다시 성장 궤도에 올라섰다(2025년 플랫폼별 성장률: 콘솔 +9.4%, 온라인PC +3.2%, 모바일 +2.9%). 이러한 회복세는 이후로도 이어져, 전체 시장 규모는 2026년 2,412억 달러(+4.9%)·2027년 2,452억 달러(+1.6%)로 확대되며 2024~2027년 연평균 3.7% 성장할 전망이다(자료: 2025 대한민국 게임백서).

플랫폼별 시장 규모와 성장률

**규모는 여전히 모바일이 최대,
성장률은 PC와 콘솔이 주도**

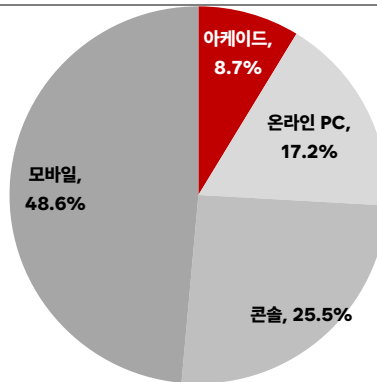
2025년 기준 플랫폼별 시장 규모를 보면, 모바일이 약 1,117억 달러로 전체의 약 49%를 차지하는 최대 시장이며, 콘솔이 약 587억 달러(약 26%), PC가 약 396억 달러(약 17%)로 각각 2위와 3위를 형성한다. 성장률에서는 플랫폼별 차별화가 나타난다. 2025~2028년 연평균 성장률은 PC가 6.6%로 가장 높고, 콘솔(4.4%), 모바일(3.1%)이 그 뒤를 잇는다. 즉 시장 규모 면에서는 여전히 모바일 중심이지만, 성장률은 PC에서 가장 높게 나타난다(자료: 2025 대한민국 게임백서, Newzoo).

이러한 차별화는 플랫폼별 이용 행태의 차이에서 비롯된다. 숏폼과 온라인 동영상 서비스(OTT) 등 대체 콘텐츠가 모바일 라이트 유저의 이용 시간을 잠식하는 반면, 일정 시간을 투입해 플레이하는 몰입형 PC·콘솔은 핵심 유저층을 유지하고 있다. 실제로 2025년 글로벌 모바일게임은 앱스토어 인앱결제 매출이 전년 대비 1% 늘어나는 데 그친 반면, 신규 다운로드 7.2% 줄어 2년 연속 감소했다(자료: Sensor Tower, 2026). 즉 모바일은 신규 이용자 확보와 결제 확대가 둔화되는 성숙 국면에 들어섰다(단, 인앱결제 기준이며 인앱광고까지 포함 시 완만한 성장세 유지).

PC는 스팀이라는 글로벌 단일 유통망을 중심으로, 동아시아 이용자 기반 확대에 힘입어 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. PC 이용자 저변 확대의 배경으로는 ① <리그 오브 레전드>·<배틀그라운드>·<포트나이트> 등 무료(F2P) 대작 PC게임 확산에 따른 신규 이용자 진입장벽 완화, ② 소니·마이크로소프트의 콘솔 독점작 스팀 출시 확대에 따른 콘솔 이용자의 PC 유입, ③ 밸브(Valve)의 스팀덱 등 휴대형 게이밍 PC 확산에 따른 이용 환경 다변화가 꼽힌다(2025년 PC 게이밍 핸드헬드 판매량 약 230만 대, 전년 대비 +32%, 자료: Omdia). 실제로 스팀의 최대 동시접속자 수는 2023년 초 약 3,300만 명에서 2026년 들어 4,000만 명대로 확대되며 사상 최고 수준을 이어가고 있다.

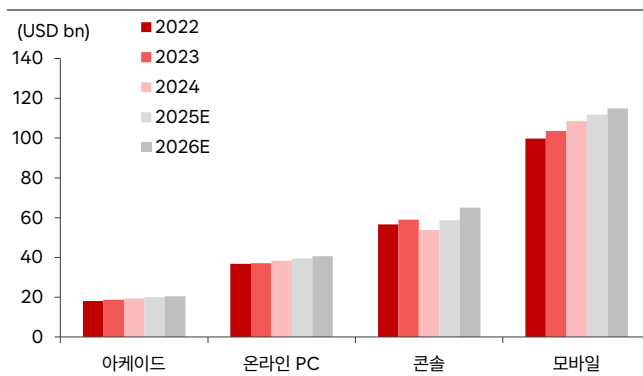
콘솔은 '신형 게임기 보급 → 소프트웨어 판매'로 이어지는 하드웨어 사이클을 따라 성장하며, 그만큼 연간 변동성도 크다. 2024년 9.0% 역성장했던 콘솔 부문은 2025년 9.4%, 2026년 10.9%로 강하게 반등할 전망이다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 반등의 동력은 하드웨어 신기기 보급, 퍼스트파티 라인업(콘솔 제조사가 자체 스튜디오에서 개발하는 독점 타이틀, 예: 닌텐도 <마리오>·소니 <갓 오브 워>), 대작 출시 일정 등이 맞물린 결과다. 실제로 2025년 6월 출시된 닌텐도 스위치 2는 나흘 만에 350만 대가 팔리며 역대 가장 빠른 판매 기록을 세웠고, 신규 이용자 기반을 넓히며 전용 소프트웨어 수요를 견인하고 있다. 소프트웨어 판매가도 상향되는 추세이며(일부 퍼스트파티 타이틀은 70달러에서 80달러로 인상), 2026년 출시 예정인 <GTA6> 등 초대형 신작이 신규 기기 판매와 소프트웨어 매출을 동시에 견인할 것으로 기대된다.

플랫폼별 세계 게임시장 점유율(2025년 전망)



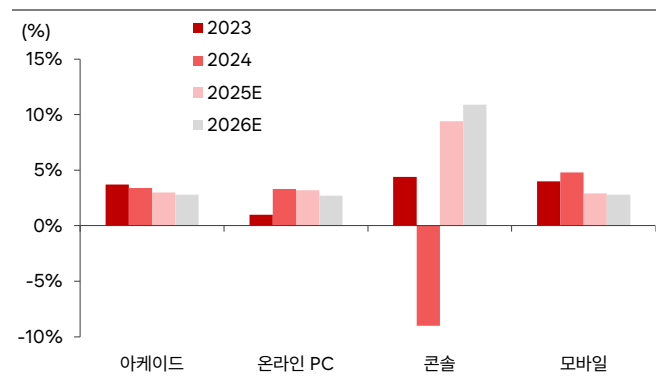
자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

플랫폼별 매출액 추이(2022-2026년)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

플랫폼별 매출액 성장률 추이(2023-2026년)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협회의 기업리서치센터

국가별 시장 규모와 특성

글로벌 게임 시장은 소수 상위국에 집중돼 있으며, 한국은 세계 4위이자 인구 대비 최고 밀도 시장

2024년 기준 세계 게임 시장 규모는 중국이 533억 달러(24.2%)로 가장 크고, 미국(459억 달러, 20.9%)·일본(220억 달러, 10.0%)·한국(158억 달러, 7.2%)이 그 뒤를 잇는다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 상위 4개국 합산 점유율이 62.3%에 달해, 글로벌 게임 시장은 소수 상위국에 집중된 구조를 보인다.

한국은 2020년 이후 5년 연속 세계 게임 시장 규모 4위를 유지하고 있으며, 점유율도 2020년 6.9%에서 2023년 7.8%까지 상승했다. 다만 2024년에는 7.2%로 전년 대비 0.6%p 하락했는데, 이는 한국 시장의 절대 규모가 축소됐다가보다 중국(20.9%→24.2%)과 일본(9.0%→10.0%)의 점유율 확대에 따른 상대적 하락으로 판단된다. 절대 규모 기준으로 한국(158억 달러)은 3위 일본(220억 달러)과 약 62억 달러의 격차가 있지만, 5위 독일(108억 달러)·6위 영국(108억 달러)보다는 약 50억 달러 큰 시장이다. 한편 2024년 한국의 1인당 게임시장 규모는 약 306달러로 세계 평균(약 27달러)의 11배를 상회해, 인구 대비로는 세계 최고 수준의 고밀도 시장으로 평가된다.

한편, 현재 시장 규모는 소수 상위국에 집중돼 있지만, 향후 성장은 신흥시장이 주도할 전망이다. 2025년 게임 이용자 증가율은 중동·아프리카(+6.8%), 아시아태평양·중남미(각 +4.5%)가 북미(+2.4%)·유럽(+2.3%) 등 선진권을 크게 앞선다. 저가 스마트폰 보급과 젊은 인구 구조에 힘입은 모바일 이용자 확대도, 글로벌 게임 이용자는 2028년 약 40억 명(연평균 +3.3%)에 근접할 전망이다(자료: Newzoo·GSMA, 2025).

문화권에 따른 주력 플랫폼 차별화

국가별 플랫폼 특성

특징적인 점은 지역과 국가에 따라 주력 플랫폼의 비중이 뚜렷이 다르다는 것이다. 2024년 기준 세계 모바일 시장의 59.2%, 온라인 PC 시장의 59.9%, 아케이드 시장의 52.1%를 아시아가 차지한다. 반면 세계 콘솔 시장은 유럽(39.8%)과 북미(34.7%) 등 서구권이 주도하고 있다(자료: 2025 대한민국 게임백서).

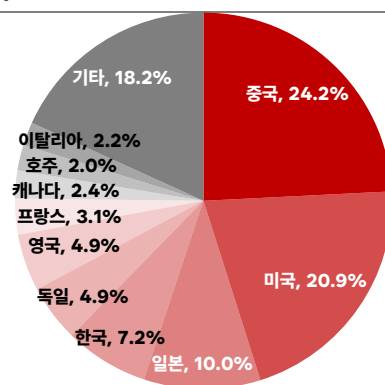
이러한 차이는 개별 국가 단위에서 더 뚜렷하게 나타난다. 중국은 2024년 세계 온라인 PC게임 시장의 37.3%, 모바일 게임 시장의 30.9%를 차지해 두 부문 모두 세계 1위지만, 콘솔게임에서는 세계 시장의 3.6%에 그친다. 2000년 6월부터 2015년까지 약 15년간 이어진 게임기(콘솔) 판매·수입 금지로 콘솔 시장이 본격적으로 형성되지 못했고, 그 수요를 PC 기반 온라인게임과 모바일게임이 대체하며 성장했기 때문이다.

미국은 2024년 세계 콘솔게임 시장의 29.7%를 차지하는 단일 국가 기준 1위 시장이다. 1970~80년대 아타리로 대표되는 초기 콘솔 산업이 형성된 시장으로, 거실 TV 기반 콘솔 문화와 대형 퍼블리셔의 자본력을 바탕으로 콘솔·PC 중심의 AAA급 블록버스터 생태계가 발달했다.

일본은 닌텐도·소니 등 하드웨어 제조 기반과 만화·애니메이션 문화를 결합해 〈마리오〉〈포켓몬〉 등 글로벌 IP를 축적한 전통적 콘솔 IP 강국이다. 또한 게임센터(도심에 밀집한 아케이드 게임장) 문화를 바탕으로, 2024년 아케이드게임 세계 시장의 25.5%를 차지하며 세계 1위를 유지하고 있다.

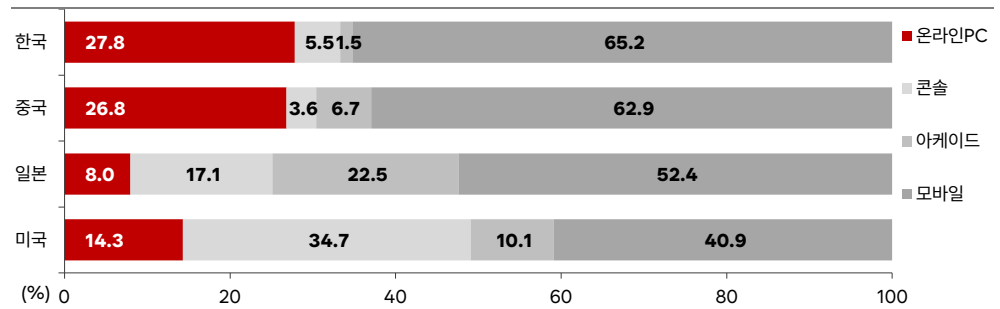
한국은 2024년 세계 온라인 PC게임 시장의 11.5%(3위), 모바일게임 시장의 9.5%(4위)를 차지해 두 부문에서 상위권에 올라 있다. 반면 콘솔게임은 1.6%(10위), 아케이드는 1.3%에 그친다. 1990년대 말 세계 최고 수준의 초고속인터넷과 PC방 인프라가 빠르게 확산되며 〈스타크래프트〉〈리니지〉 등 온라인게임이 주력 장르로 자리 잡은 반면, 콘솔은 당시 하드웨어 보급과 정품 유통 기반이 충분히 형성되지 못했고, 그때 굳어진 낮은 시장 비중이 현재까지 이어지고 있다.

전 세계 게임시장 국가별 비중(2024년)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요국 게임시장 플랫폼 구성(2024년)



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

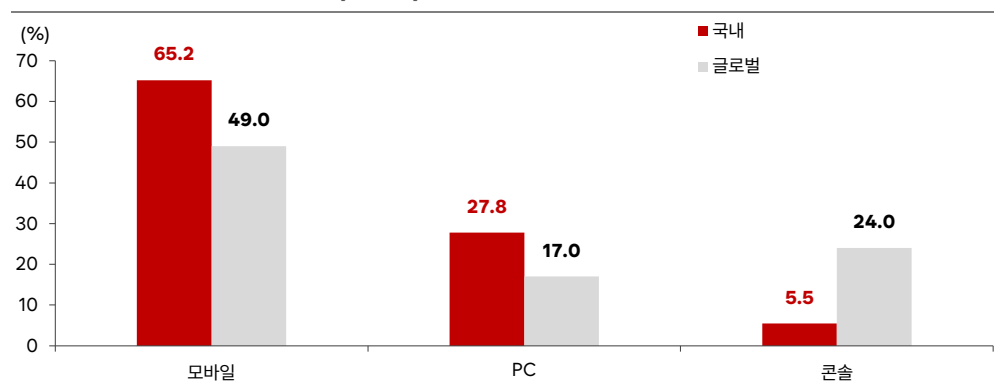
국내 게임시장: 모바일·RPG 편중과 장르 다변화 필요성

국내 게임시장은 모바일과 고과금
RPG에 편중돼 글로벌 시장과
뚜렷이 구별

2024년 국내 게임 시장 규모는 23조 8,515억 원으로 전년 대비 3.9% 성장했다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 국내 게임 시장은 최근 10년간 매년 성장을 지속해 왔다. 다만 플랫폼과 장르 구성은 글로벌 시장과 뚜렷이 구별된다. 플랫폼별로는 2024년 기준 모바일이 65.2%로 절반을 넘어, 글로벌 시장(약 49%)보다 모바일 의존도가 높다. 반면 콘솔은 5.5%에 그쳐 2024년 글로벌 콘솔 비중(약 24%)의 5분의 1 수준에 불과하다. 장르 구성에서도 편중이 뚜렷하다. 센서타워(Sensor Tower)에 따르면 2024년 국내 모바일게임 매출에서 역할수행 게임(RPG)의 비중은 52.0%로, 같은 기준 세계 시장(20.8%)의 2.5배에 이르는 세계 최고 수준이며, 그 중에서도 고과금 구조의 다중접속 역할수행 게임(MMORPG), 이른바 '리니지라이크'에 매출이 집중되는 구조가 고착돼 왔다.

결국 국내 게임시장은 모바일 플랫폼과 RPG·고과금 BM에 대한 의존도가 동시에 높다는 점에서 글로벌 시장과 상이한 흐름을 보인다. 글로벌 모바일게임에서도 RPG는 매출 1위 장르이지만 전년 대비 14.7% 감소했고(자료: Newzoo, 2025년 전망 기준), 세계 시장은 FPS·MOBA·캐주얼 등 여러 장르가 고르게 경쟁하는 구조다. 따라서 국내 게임사가 내수에서 검증된 RPG·고과금 모델에 머무는 한, 장르가 다변화된 해외 시장으로의 확장에는 한계가 따를 수밖에 없다. 한편 시장이 성장하는 동안에도 게임을 즐기는 인구의 비율, 즉 이용률은 오히려 낮아지고 있다. 국내 게임 이용률은 2022년 74.4%를 정점으로 2025년 50.2%까지 하락했으며, 숏폼·OTT 등 게임 외 콘텐츠와의 여가 시간 경쟁이 주된 요인이다. 실제로 게임을 즐기고 다른 여가로 옮긴 이용자의 86.3%가 OTT·영화·TV·애니메이션 등 시청형 콘텐츠를 대체 활동으로 꼽았다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 그럼에도 국내 게임 시장의 매출이 같은 기간 성장을 이어간 요인은 게임 매출이 전체 이용자 수가 아니라 소수의 고액 결제 이용자에 좌우되는 특성을 반영한 것으로 판단된다.

국내·글로벌 게임시장 플랫폼별 매출 비중(2024년)



주: 모바일·PC·콘솔 3대 플랫폼 기준으로, PC방·아케이드 등 그 외 채널 제외, 자료: 한국콘텐츠진흥원, 한국R협의회 기업리서치센터

[참고] 플랫폼 전환과 시장 성장

신규 플랫폼 등장에 따른 국면 전환과 성장을 거쳐온 게임 시장

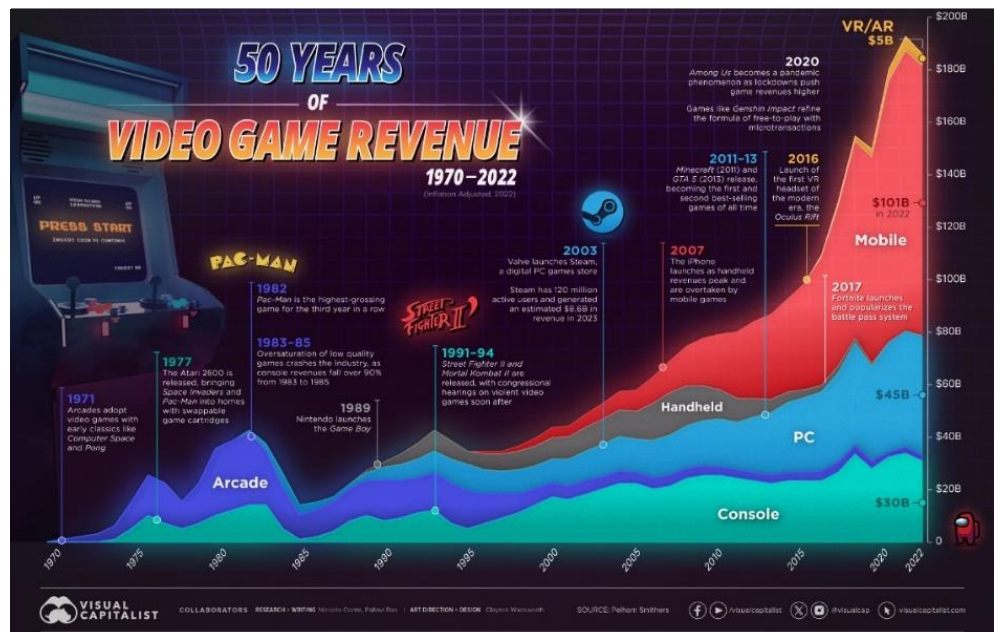
게임 시장은 플랫폼 주도권이 이동할 때마다 단계적으로 외형을 확대해 왔다. 새로운 하드웨어가 보급될 때마다 게임을 즐기는 이용자 기반이 넓어졌기 때문이다. 1970년대에는 오락실 중심의 아케이드 게임이 산업의 출발점이 되었고, 1980년 전후 정점에 도달했다. 대표적으로 〈팩맨〉은 1980년 미국에서만 연 10억 달러의 매출을 기록했다. 그러나 1983년 아타리 쇼크(시장 과포화와 E.T.) 등 저품질 게임 범람으로 1983~85년 북미 비디오게임 시장이 붕괴, 가정용 게임 매출 약 97% 급감)로 시장은 한 차례 급격한 조정을 겪었다.

이후 닌텐도 NES(1985년 출시된 가정용 게임기)를 중심으로 한 가정용 콘솔이 시장 회복을 주도했고, 게임 소비의 중심은 오락실에서 가정용 게임 시장으로 이동했다. 1990~2000년대에는 PC와 초고속 인터넷 보급이 확산되면서 온라인 PC 게임이 새로운 성장축으로 부상했다(‘퍼스널 PC 시대’). 닌텐도 게임보이·DS(휴대용 게임기, 각각 1989년·2004년 출시)도 이 시기 별도 플랫폼 카테고리 자리 잡았다.

시장 외형을 가장 크게 확대한 전환점은 2007년 아이폰 출시 이후 본격화된 모바일 전환이다(‘모바일 시대’). 콘솔·PC가 게임을 위해 별도 기기를 구입하는 핵심 이용자층에 기반했다면, 스마트폰은 게임 이용자 저변을 일반 대중으로 확장했다. 2024년 기준 전 세계 스마트폰 보급 대수는 약 69억 대, 모바일 게이머 수는 약 32억 명에 달한다. 이처럼 스마트폰이 대중화되면서 모바일 게임 시장은 콘솔과 PC를 합산한 것보다 큰 시장으로 성장했고, 한때 부상했던 휴대용 게임기는 상당 부분 스마트폰에 흡수됐다.

결국 게임 시장의 외형 성장은 더 많은 이용자가 게임을 접하게 만든 플랫폼 전환이 주도했으며, 그 중에서도 모바일 보급이 가장 큰 역할을 했다. 다만 모바일 보급률이 이미 높은 수준에 이르면서 시장의 외형 성장 속도는 이전보다 완만해지고 있다. 클라우드 게임과 VR 등 차세대 플랫폼이 등장했지만 아직 전체 시장에서 차지하는 비중은 제한적이다. 따라서 당분간 게임 시장의 성장률은 신규 플랫폼의 급격한 확산보다는 모바일·PC·콘솔 세 축의 플랫폼별 성장률이 좌우할 것으로 판단된다.

플랫폼 전환이 이끈 글로벌 게임시장의 외형 성장(1970~2022년)



자료: Visual Capitalist, "50 Years of Video Game Revenue"(원자료: Pelham Smithers), 한국IR협회의 기업리서치센터

III. 게임 산업의 밸류체인

1 밸류체인

IP·퍼블리싱·플랫폼에 따라
상이한 게임사의 수익성

게임 산업의 밸류체인은 콘텐츠를 제작하는 단계부터 소비자에게 전달되는 단계까지 “개발사 → 퍼블리셔 → 플랫폼 → 소비자”의 네 주체로 이어진다. 밸류체인 분석의 핵심은 흥행 매출이 각 주체에 어떻게 배분되고, 최종적으로 어느 주체에 더 많이 귀속되는지를 파악하는 데 있다. 게임사의 수익성은 흥행 성과가 가장 큰 변수로 작용하지만, 그 성과가 실제 이익으로 얼마나 남느냐는 IP 권리 구조, 퍼블리싱 내재화 수준, 플랫폼 의존도에 따라 달라진다.

게임산업 밸류체인

게임 엔진	- 엔리얼 엔진(에픽게임즈, 미국)·유니티(미국) ※ 밸류체인 4주체와 별개인 개발 기반 도구(공급자)
개발 (~40%)	- 순수 개발: 시프트업·프롬소프트웨어(일본) - 자체 퍼블리싱(한국): 넥슨·크래프톤·엔씨소프트·넷마블·펄어비스·컴투스·네오위즈 - 자체 퍼블리싱(일본): 닌텐도·반다이남코·캡콤·스퀘어에닉스·세가 - 자체 퍼블리싱(미국/유럽): EA·테이크투·CD프로젝트(폴란드)·라리안(벨기에) - 자체 퍼블리싱(중화권): 텐센트·넷이즈·센추리게임즈·37게임즈
퍼블리싱 (~30%)	- PC-콘솔: 소니(일본)·마이크로소프트(미국)·반다이남코(일본) - 모바일: 텐센트(중국)·넷이즈(중국)·카카오게임즈
플랫폼·유통 (~30%)	- PC: 스팀(밸브, 미국)·에픽게임즈(미국)·WeGame(텐센트, 중국) - 모바일: 구글플레이(미국)·앱스토어(애플, 미국)·원스토어 - 콘솔: 플레이스테이션(소니, 일본)·Xbox(마이크로소프트, 미국)·닌텐도 스위치(일본) - 소매: GameStop(미국)
소비자	

주1) 기업은 '회사명(국가)', 엔진·플랫폼·스토어는 '제품명(운영사, 국가)'로 표기하며, 운영사명이 제품명에 이미 드러나는 경우(유니티·구글플레이·닌텐도 스위치·원스토어 등)에는 운영사를 생략, 2) 텐센트·소니·마이크로소프트·닌텐도 등은 개발·퍼블리싱·플랫폼을 아우르는 수직계열화 구조, 넥슨·넷마블·컴투스 등은 개발·퍼블리싱 병행, 일부 기업은 단계별 중복 표기, 3) 단계별 수익배분율은 자체 개발·퍼블리싱 여부와 플랫폼 수수료 및 계약 조건에 따라 상이하며, 표기 비중은 일반적인 수익배분 구조를 단순화한 예시, 자료: KOSME 산업분석 보고서, BCG(2026), 각 사, 한국IR협의회 기업리서치센터

* 게임 엔진(개발 기반 도구): 밸류체인의 네 주체와는 별개로, 개발 단계에는 게임 제작의 토대가 되는 상용 게임 엔진이 투입된다. 그래픽·물리·사운드 등 게임 구동에 필요한 핵심 기능을 미리 제공해, 개발사가 핵심 시스템을 처음부터 구축하지 않고도 게임을 만들 수 있게 한다. 언리얼 엔진(에픽게임즈)과 유니티가 대표적이다

• 개발사(개발): 게임을 기획·제작하는 주체로, 코드·그래픽·사운드·기획 등 게임 자체를 만든다. 게임의 바탕이 되는 지식재산(IP)은 개발사가 직접 창작하는 경우가 많으며, 자체 개발 IP는 개발사가 권리를 보유하는 경우가 일반적이다. 스포츠 리그·만화·애니메이션 등 외부 IP를 라이선스해 개발하기도 하며, 계약에 따라 게임 관련 권리의 일부 또는 전부가 퍼블리셔나 발주사에 귀속되기도 한다.

• 퍼블리셔(배급): 개발된 게임의 자금 지원·마케팅·출시·운동을 총괄해 시장에 공급하는 주체다. 개발사와 판권(퍼블리싱) 계약을 맺고 출시 전까지 수렴부터 출시 후 서비스까지 흥행의 전 과정에 관여하며, 계약 조건에 따라 독점 유통권이 나 IP 권리를 확보하기도 한다.

• 플랫폼(유통): 완성된 게임이 이용자에게 노출·판매되는 디지털 스토어이자 결제 인프라다. 모바일은 구글플레이·앱스토어, PC는 스팀·에픽게임즈 스토어가 대표적이며, 콘솔에서는 소니·마이크로소프트·닌텐도가 자사 하드웨어와 함께 스토어(PSN·Xbox 스토어·닌텐도 e숍)를 운영한다.

- 소비자(소비): 게임 구매 또는 게임 내 결제를 통해 매출을 발생시키는 최종 수요자다.

최근에는 한 기업이 밸류체인 내 여러 역할을 동시에 수행하는 수직계열화 사례가 늘고 있다. 개발사가 퍼블리싱까지 직접 맡거나(자체 퍼블리싱), 퍼블리셔가 자체 개발 스튜디오를 두는 방식이 대표적이며, 국내에서는 넥슨·넷마블·컴투스 등이 개발과 퍼블리싱을 함께 수행한다. 나아가 텐센트·소니·마이크로소프트·닌텐도처럼 개발부터 플랫폼까지 전 단계를 아우르는 기업도 있다.

이러한 흐름은 운영 효율과 더불어 수익 배분 구조에서 비롯된다. 게임 매출 중 게임사에 남는 몫이 ① 자체 IP 보유 여부와 ② 유통 내재화 수준에 따라 달라지기 때문이다. 자체 IP를 보유하고 직접 유통하는 게임사는 흥행의 과실 대부분이 자사에 귀속되는 반면, 외부 IP(스포츠 리그·만화·애니메이션 등)를 빌리면 매출의 일정 비율을 IP 보유자에게 로열티로 지급하고, 출시·운영을 외부 퍼블리셔에 맡기면 흥행 매출의 상당 부분이 퍼블리셔의 몫으로 돌아간다. 결국 게임사의 수익성은 흥행 성과가 가장 큰 변수로 작용하되, 그 성과가 실제 이익으로 얼마나 남느냐에는 IP와 유통의 내재화 수준도 중요한 영향을 미친다.

밸류체인별 매출 배분 구조

**부가가치는 이용자 접점·결제를 원
플랫폼에 집중, 개발사 수익성은
흥행 성과가 좌우**

게임 한 편에서 발생한 매출은 밸류체인을 따라 여러 주체에 배분된다. 이용자가 지불한 결제액에서 유통 플랫폼이 먼저 약 30%를 수수료로 수취하고, 나머지 약 70%가 퍼블리셔와 개발사로 배분된다. 이 가운데 콘텐츠를 직접 제작한 개발사에 귀속되는 금액은 대략 매출의 40% 안팎으로 단일 주체 기준 가장 큰 비중이지만, 개발사는 이 금액에서 다시 외부 IP 로열티·마케팅비 등 각종 비용을 부담한다.

이처럼 개발사는 콘텐츠 제작의 핵심 주체이지만, 밸류체인 내에서 상대적으로 안정적인 수익 구조를 가진 주체는 플랫폼이다. 그 배경은 크게 두 가지다.

첫째, 이용자 접점과 결제 인프라를 보유한 데서 나오는 협상력이다. 모바일게임은 구글플레이·앱스토어를 거쳐야 이용자에게 전달되고, 콘솔게임은 플랫폼 보유사가 하드웨어·스토어·결제를 통제하며, PC에서도 스팀이 핵심 유통 창구로 자리 잡고 있다. 이처럼 이용자에게 이르는 통로를 플랫폼이 장악하고 있어, 개발사·퍼블리셔는 30% 안팎의 수수료를 구조적으로 부담하게 된다.

둘째, 리스크 부담의 차이다. 개발비·제작 기간·마케팅비와 흥행 실패 위험은 대부분 개발사·퍼블리셔가 부담하는 반면, 플랫폼은 개별 게임의 성과와 무관하게 결제액의 일정 비율을 수수료로 수취한다. 흥행 시 수수료 수익은 매출에 연동해 늘어나지만, 실패하더라도 플랫폼이 개발비를 회수해야 하는 부담은 지지 않는다.

결국 게임 제작은 개발사가 담당하더라도, 창출된 부가가치의 상당 부분은 유통 단계의 플랫폼에 귀속되는 구조다 (특히 하드웨어 부담 없이 결제·수수료에 특화된 앱마켓·스팀 같은 플랫폼일수록 수익성이 높음). 반면 개발사·퍼블리셔의 수익성은 흥행 성과에 따라 변동성이 크게 나타난다.

이 같은 플랫폼 의존 구조는 특히 모바일 앱마켓에서 핵심 쟁점으로 부각돼 왔다. 모바일게임은 구글플레이·앱스토어 등 소수 앱마켓을 통한 유통·결제 의존도가 높아, 30% 안팎의 수수료 부담을 둘러싸고 게임사와 플랫폼 간 소송 및 각국의 규제 논의가 지속됐다. 2026년 들어서는 구글플레이를 시작으로 앱마켓 수수료 체계가 인하 국면에 진입하고 있

으며, 게임사들도 자체 웹·런처를 통한 직접 판매(D2C, Direct to Consumer: 플랫폼을 거치지 않고 이용자에게 직접 판매·결제를 유도하는 방식)와 멀티플랫폼 출시를 통해 특정 플랫폼에 대한 의존도를 낮추려는 움직임을 확대하고 있다. 결국 플랫폼 의존도는 게임사의 수익성에 영향을 미치는 주요 변수이며, 의존도를 낮출수록 게임사가 확보하는 부가가치도 확대될 여지가 있다.

[참고] 게임 개발 단계

게임의 개발 순서:

기획→제작→테스트→출시→운영

① 기획(Pre-production, 프리프로덕션): 사업성과 완성 가능성을 검토하는 단계

게임의 콘셉트·세계관·핵심 재미(Core Gameplay, 코어 게임플레이)를 설계하는 단계다. 이를 정리한 문서가 게임기획서(GDD, Game Design Document)이며, 핵심 재미가 실제로 작동하는지는 간단한 시제품(Prototype, 프로토타입)을 통해 사전에 검증한다. 소수 인원이 비교적 짧은 기간 진행하며, 이 단계에서 프로젝트의 방향성과 본격 개발 여부가 결정된다.

② 제작(Production, 프로덕션): 가장 길고 비용 부담이 큰 단계

기획안에 따라 그래픽·프로그래밍·사운드·레벨(Level, 스테이지)을 본격적으로 제작하는 단계다. 수십~수백 명이 투입되는 가장 긴 구간으로, 일반적으로 6~18개월이 소요되며 대작(AAA)은 이보다 훨씬 길어 전체 개발 기간이 5년을 넘기도 한다. 펠어비스 (붉은사막)은 첫 공개 후 출시까지 약 7년이 소요된 사례다. 중간 점검을 위해 핵심 기능이 모두 구현된 알파 빌드(Alpha Build), 콘텐츠와 그래픽 완성도를 높인 베타 빌드(Beta Build)를 순차적으로 제작한다.

③ 테스트(QA·CBT/OBT·Soft Launch): 흥행 가능성이 처음 확인되는 단계

버그를 수정하고 품질을 검증하는 QA(Quality Assurance, 품질보증)를 거치며, 난이도와 밸런스를 조정한다. 내부 점검 이후에는 외부 이용자를 대상으로 CBT(Closed Beta Test, 비공개 베타테스트)와 OBT(Open Beta Test, 공개 베타테스트)를 진행한다. 모바일·라이브서비스 게임은 일부 국가에서 먼저 출시해 실제 이용자의 잔존율·결제 전환·서버 부하를 점검하는 소프트 런치(Soft Launch, 제한적 선출시)를 거치기도 한다. 일반적으로 1~2개국에서 수주~수개월간 진행된다. 사전예약 규모, 평점, 잔존율 등 출시 전 흥행 가능성을 가늠할 수 있는 초기 지표가 이 단계에서 확인된다.

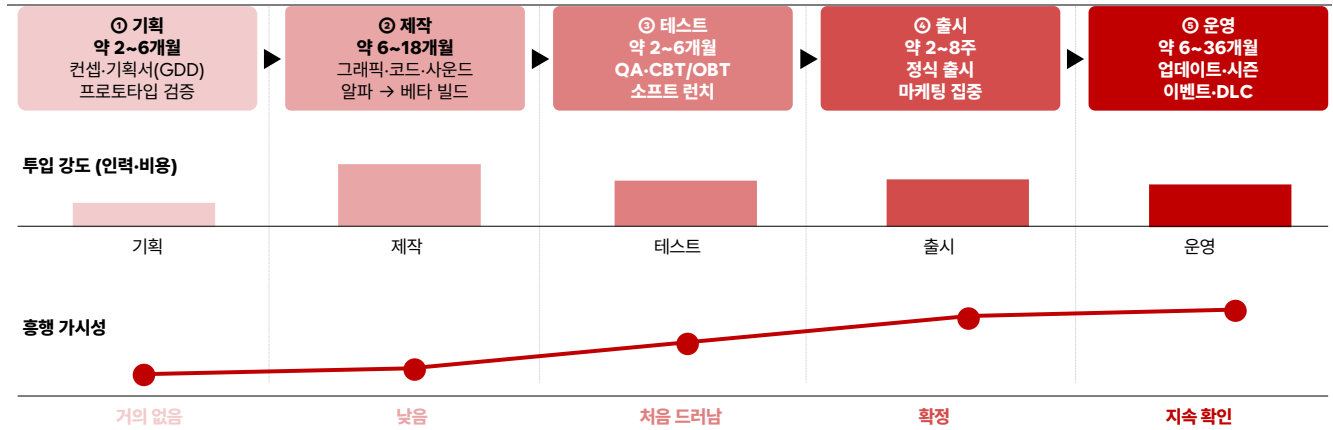
④ 출시(Launch, 런칭): 초기 성과가 확인되는 단계

정식 출시와 함께 마케팅을 집중 집행하는 단계다. 매출 순위·판매량 등 실제 성과가 처음 집계되며, 패키지·프리미엄 게임은 출시 초기에 매출이 집중되는 반면, 부분유료화(F2P) 게임은 출시 이후의 라이브 운영이 성과를 좌우한다.

⑤ 운영(Live Service, 라이브서비스): 게임 수명과 매출을 확대하는 단계

출시 이후 업데이트·시즌·이벤트·DLC(Downloadable Content, 다운로드형 추가 콘텐츠)를 통해 이용자 이탈을 방어하고 매출을 지속하는 단계다. F2P·라이브서비스 게임에서는 운영 단계가 사실상 핵심 사업 구간이며, 운영 역량이 게임의 수명과 수익성을 좌우한다.

게임개발단계



※ 중간 규모 게임 기준 표준 일정이며, 규모에 따라 상이(대작 AAA는 전체 개발 5년+)

자료: Game-Ace, 한국IR협회의 기업리서치센터

IV. 게임의 비즈니스 모델

수익모델

유저 과금방식에 따른 게임사 BM

게임의 수익모델은 과금 방식에 따라 크게 ① 프리미엄(B2P, Buy to Play), ② 구독(Subscription), ③ 부분유료화(F2P, Free to Play)의 세 가지로 구분된다.

게임의 수익모델

구분	프리미엄(B2P)	구독(Subscription)	부분유료화(F2P)
과금 방식	기본 게임 1회 구매	기간제 정액 요금	무료 이용 + 게임 내 아이템 판매
매출 발생 시점	출시 시점에 집중	결제 기간 동안 매월 반복	출시 후 라이브 운영을 통해 누적
1인당 매출 상한	있음(게임 판매가)	있음(월정액 요금)	사실상 없음(고액 결제자가 매출 좌우)
강점	완결적 경험, 흥행 시 이익 직결	매출 안정성·예측 가능성	낮은 진입장벽, 트래픽매출 확장성
한계	일회성 매출, 실질 가격 정체	초기 진입장벽, 신규 이용자 유치 부담	고액결제 의존, 과금 피로규제 리스크
주력 플랫폼·장르	콘솔·PC, AAA大作	과거 PC MMORPG 중심	모바일 중심 → PC·콘솔로 확산
대표 게임 사례	《GTA》P의 거짓	《리니지》《바람의나라》	《던전앤파이터》《퍼스트 디센던트》

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

① **프리미엄(B2P, Buy to Play)**: 완성된 게임을 출시 시점에 유료로 판매하고, 이용자는 최초 구매 이후 추가 결제 없이 게임을 이용하는 방식이다. 매출은 출시 초기에 집중되며, 출시 가격과 판매량이 성과를 좌우한다. 이용자 1인당 매출은 게임 판매가로 제한돼 상한이 존재한다.

흥행 시 추가 원가 부담이 크지 않아 매출 증가가 이익으로 연결되기 쉽지만, 출시 이후 매출이 빠르게 감소하는 일회성 구조라는 한계가 있다. 가격 인상 여력도 제한적이다. AAA급大作 표준판 출시가는 2005년 50달러에서 2025년 70달러로 상승했으나, 물가를 반영한 실질 가격은 같은 기간 연평균 1% 내외 하락했다(자료: BCG, 2025). 제작비는 빠르게 증가하는 반면, 가격은 실질적으로 하락한 셈이다. 이에 따라 프리미엄 게임은 DLC·확장팩·시즌패스 등을 통해 출시 이후 매출을 보완하는 방향으로 수익모델을 확장하고 있다. 콘솔·PC大作에서 주로 활용되며, 《GTA》P의 거짓이 대표 게임 사례다.

② **구독(Subscription)**: 일정 기간의 이용 권한을 정액으로 판매하는 방식이다. 이용자가 결제를 유지하는 동안 매출이 반복적으로 발생하기 때문에 세 모델 중 매출 안정성과 예측 가능성이 가장 높다. 다만 모든 이용자가 동일한 금액을 지불하는 구조상 이용자 1인당 매출에는 상한이 있으며, 초기 결제가 필요하다는 점에서 신규 이용자 유치에는 불리하다. 이러한 특성상 이용자의 잔존 기간이 길수록 누적 매출이 확대되기 때문에, 과거에는 하나의 세계관 안에서 다수가 함께 성장하고 경쟁하는 MMORPG에 주로 활용됐다. 국내에서 게임 한 종을 월정액으로 제공하는 단일 구독 모델은 사실상 사라졌으나, 과거 《리니지》《바람의나라》가 대표 사례다.

최근에는 개별 게임에 월정액을 부과하는 방식보다, 여러 게임을 묶어 정액으로 제공하는 번들형 구독 모델이 콘솔 플랫폼을 중심으로 확산되고 있다. 다만 제작사 입장에서는 양면성이 있다. 게임을 개별 판매하는 대신 플랫폼이 확보한 구독 매출을 임점 게임들이 배분받는 구조이기 때문에, 배분 수익이 직접 판매 매출보다 낮을 수 있다. 특히 자체 판매만으로도 높은 매출을 기대할 수 있는 흥행大作일수록 번들형 구독 편입의 유인이 제한적일 수 있다.

③ **부분유료화(F2P, Free to Play)**: 게임은 무료로 제공하고, 경쟁에서 앞서거나 캐릭터를 꾸미려는 이용자에게 게임 내 아이템을 판매하는 방식이다. 이용자 1인당 매출에 구조적 상한이 없어 소수의 고액 결제 이용자가 전체 매출을 좌우하며, 무료 이용자도 이용자 기반을 확대하고 고액 결제자에게 경쟁 상대와 과시 대상을 제공함으로써 매출에 간접적으로 기여한다. 진입장벽을 낮춰 이용자 저변을 최대한 확대하는 동시에 1인당 과금액에는 상한을 두지 않는 구조로, 가격차별화를 극대화한 모델로 볼 수 있다. 이러한 특성으로 F2P는 전 세계 게임사가 가장 선호하는 방식이자 모바일 게임의 표준으로 자리 잡았으며, 최근에는 PC·콘솔로도 확산되고 있다.

여기에 더해, 2010년대 후반부터 새로운 수익모델도 자리 잡았다.

배틀패스는 일정 기간(시즌) 동안 게임 목표를 달성하면 단계별 보상을 받을 수 있는 유료 이용권으로, 무료 이용자도 참여할 수 있으나 구매자에게 더 큰 보상을 제공하는 구조다. 플레이와 보상을 연동하기 때문에 공정성 논란이 상대적으로 적고, 구매 이후에도 보상을 확보하기 위해 지속적인 플레이가 필요해 이용자 체류 시간을 늘리는 효과가 있다. 〈포트나이트〉〈배틀그라운드〉가 대표적이며, 확률형 과금(결과를 미리 알 수 없는 무작위 뽑기형 유료 상품)의 대안으로 빠르게 확산됐다.

블록체인 게임(NFT·P2E)은 게임 내 아이템을 대체불가토큰(NFT)으로 발행해 이용자 간 거래를 가능하게 하고, 이를 통해 수익을 얻는(P2E, Play to Earn) 모델이다. 2018년 〈엑스 인피니티〉가 첫 성공 사례로 주목받았고 국내에서는 위메이드가 〈미르4〉로 적극 추진했으나, 게임의 재미보다 수익을 쫓는 투기적 구조(이용자가 게임을 즐기려는 것이 아니라 돈을 벌기 위해 참여하는 구조)와 토큰 가치 붕괴 위험(새로운 이용자의 유입이 끊기면 게임에서 번 토큰, 즉 게임 내 화폐의 가치가 폭락하는 위험)이 드러나며 아직 지속 가능한 모델로 안착하지 못했다는 평가가 우세하다.

어떤 수익모델을 택하느냐는 플랫폼과 장르에 크게 좌우된다. 완성도와 몰입을 중시하는 콘솔은 프리미엄이, 접근성과 소액결제에 최적화된 모바일은 F2P가 중심이며, PC는 두 모델이 공존한다. 그럼에도 시장 전체로는 F2P가 가장 큰 비중을 차지한다. 다만 최근에는 수익모델의 경계가 흐려지고 있다. 프리미엄 게임이 DLC·시즌패스·구독을 더하고 F2P도 패키지·시즌 상품을 결합하면서, 여러 모델을 혼합한 하이브리드 구조가 일반화되는 추세다.

플랫폼별 수익모델 매출 구성(2025년 추정, 글로벌)

플랫폼	프리미엄(B2P)	구독	부분유료화(F2P)	추가 콘텐츠(DLC)
콘솔	약 50%	약 18%	약 27%	약 5%
PC	약 29%	약 3%	약 48%	약 20%

주: 모바일은 F2P가 매출의 대부분을 차지해 별도 표기를 생략함. 콘솔은 프리미엄이 최대 비중이나 F2P·구독도 확산되는 추세. DLC는 기본 게임 출시 후 발생한 추가 콘텐츠 매출을 별도 집계

자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

F2P의 작동원리

F2P 게임의 특징은 꾸준한 라이브서비스를 통한 소수 과금 유저의 리텐션 관리

F2P는 세 가지 수익모델 중 글로벌 게임시장에서 가장 큰 비중을 차지하며, 국내 게임사들이 가장 깊게 활용해온 BM이다. 프리미엄·구독 모델이 출시 또는 결제 시점에 매출 가시성이 상대적으로 높아지는 구조라면, F2P는 출시 이후 라이브 운영을 통해 매출이 장기간 누적되는 구조다. 따라서 흥행을 좌우하는 변수도 출시 초기 판매량보다 이용자 유입, 잔존율, 결제 전환, 고액 결제자 유지에 더 크게 좌우된다. 게임사의 비용 집합, 과금 설계, 실적 지속성 역시 이 구조에서 결정되는 만큼 F2P의 작동 방식을 별도로 살펴볼 필요가 있다.

F2P 게임의 운영 전략은 매출이 소수 과금 이용자에게 집중된다는 점에서 출발한다. 게임사는 신규 이용자 확보뿐 아니

라 기존 핵심 과금 이용자의 이탈 방지에 주력하게 된다. 매출 기여도가 높은 이용자가 이탈하면 실적 감소로 직결될 수 있고, 유사한 무료 게임이 많아 이용자의 전환 비용도 낮기 때문이다. 이에 따라 F2P 게임사의 핵심 운영 역량은 이용자 유지율, 즉 리텐션(Retention) 관리에 집중된다.

리텐션은 출시 이후 지속적인 라이브 운영을 통해 확보된다. F2P 게임은 출시로 수익화가 종료되는 구조가 아니라, 출시 이후 콘텐츠 업데이트와 이벤트 운영을 통해 장기간 매출을 창출하는 라이브서비스(GaaS, Games as a Service) 형태로 운영된다. 정기 업데이트를 통한 신규 콘텐츠 공급, 시즌 이벤트, 외부 IP와의 협업은 이용자 재방문과 결제를 유도하는 핵심 수단이다. 결국 F2P 게임의 성과는 출시 초기 완성도뿐 아니라 출시 이후 운영 역량에 의해 좌우된다.

F2P의 수익원은 크게 인앱결제(IAP, In-App Purchase)와 인앱광고(IAA, In-App Advertising)로 구분된다. 인앱결제는 이용자가 게임 내 아이템, 캐릭터, 성장·강화 요소 등을 구매하면서 발생하는 매출이고, 인앱광고는 게임 화면이나 플레이 과정에서 노출되는 광고를 통해 발생하는 매출이다. 글로벌 모바일게임 시장에서는 여전히 인앱결제가 핵심 매출원으로 작용하지만, 광고 매출도 주요 수익화 축으로 자리 잡고 있다. 이용 시간이 짧고 과금 강도가 낮은 캐주얼 장르의 인앱광고 의존도가 높고, RPG처럼 과금 강도가 높은 장르는 인앱결제 중심으로 매출이 형성된다. 다만 최근에는 비과금 이용자에서도 광고 매출을 확보하기 위해, 한 게임 안에서 인앱결제와 인앱광고를 함께 운용하는 하이브리드 수익화 모델이 확산되고 있다(자료: Sensor Tower 등, 2025).

확률형 아이템 논란과 과금구조의 전환

고과금 확률형 아이템 규제로 F2P 게임 운영 환경 변화

F2P가 게임 수익모델의 표준으로 자리 잡으면서 확률형 아이템(가차)은 대표적인 과금 방식으로 활용돼 왔다. 그러나 최근에는 확률형 아이템 중심의 고과금 과금에서 공정성을 중시하는 방향으로 무게중심이 이동하고 있다. 특히 확률형 아이템 의존도가 세계적으로 높았던 한국 시장에서는 규제 강화가 이러한 변화를 촉진한 핵심 요인으로 작용했다.

국내 게임사의 높은 확률형 아이템 의존도는 통계에서도 확인된다. 게임 제작·배급 업체를 대상으로 한 조사에서 '확률형 아이템에서 매출이 발생한다'고 응답한 업체는 51.3%에 달했다. 확률형 아이템 매출이 있는 업체의 전체 게임 매출에서 해당 아이템이 차지하는 비중은 모바일 87.0%, PC 84.2%, 콘솔 68.6%로 나타났다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 절반이 넘는 업체가 확률형 아이템에서 매출을 내고 있으며, 해당 업체들은 매출의 상당 부분을 확률형 과금에 의존하고 있다는 의미다.

소수 고액 결제 이용자에 기대는 확률형 고과금 구조는 국내 게임사에 높은 수익성을 제공해 온 기반이었다. 그러나 동시에 이용자 피로와 규제 리스크, 사회적 수용성의 한계도 함께 누적됐다. 여기에 국내 모바일게임 시장의 신규 이용자 유입과 결제 성장세가 둔화되고, 상대적으로 과금 강도가 낮은 중국 게임의 공세가 확대되면서 고과금 확률형 모델의 성장 여력은 점차 제한되고 있다.

확률형 아이템이 한국에서 사회적 쟁점으로 부상한 결정적 계기는 2021년 넥슨의 《메이플스토리》 '큐브' 확률 조작 논란이었다. 인기 옵션의 출현 확률을 낮추거나 0%로 설정하고도 이를 고지하지 않은 사실이 드러나자, 이용자들은 집단 환불 요구와 트럭 시위로 강하게 반발했다. 논란은 정치권으로 확산돼 대선과 총선에서 여야 모두가 관련 규제를 공약으로 제시할 만큼 주요 정책 쟁점으로 부상했다.

이후 확률형 아이템 규제는 법제화 단계로 넘어갔다. 2023년 개정 게임산업진흥법(2024년 3월 시행)은 게임물·홈페이지·광고에 확률형 아이템의 종류별 공급 확률을 의무 표시하도록 했고, 해외 게임사에도 동일하게 적용했다. 제재도 뒤따랐다. 공정거래위원회는 2024년 1월 '큐브' 확률 조작에 대해 약 116억 원의 과징금을 부과했고(전자상거래법 위반 사건 중 역대 최대), 넥슨은 별도로 약 217억 원 규모의 이용자 보상안을 시행했다. 나아가 2025년 1월 공포된 개정법은 고의적 표시의무 위반 시 손해액의 3배까지 배상 책임을 부과하는 징벌적 손해배상을 도입했다(2025년 8월 시행). 확률형 아이템 규제가 자율규제에서 법적 책임의 영역으로 이동한 것이다.

규제 강화는 한국에 국한된 흐름이 아니다. 일본은 2012년 특정 고강도 뽑기 방식인 컴플리트 가챠를 금지했고, 벨기에에는 2018년 유료 루트박스를 도박으로 규정했다. 호주도 2024년 유료 확률형 요소가 포함된 게임의 이용등급을 상향했다. 확률형 과금에 대한 규제는 점차 글로벌 공통의 방향으로 자리 잡고 있다.

규제 강화에 따라 다수 게임사는 무작위 뽑기 의존도를 낮추고 배틀패스 등 대체 수익모델을 모색하기 시작했다. 승패가 결제로 좌우되는페이투윈(Pay-to-Win) 구조보다 성능에 영향을 주지 않는 외형(코스메틱) 상품과 시즌제 배틀패스처럼 공정성 논란이 상대적으로 적은 과금 방식으로 중심축이 이동하고 있다. 엔씨소프트가 <아이온2>의 과금 구조를 편의·외형 중심으로 설계하고 페이투윈 요소를 배제한 것이 대표적이다.

다만 과금 방식을 바꾸는 것만으로 장기 수익성이 확보되는 것은 아니다. 확률형 아이템 의존도를 낮추면서도 이용자의 체류와 반복 결제를 유지하려면, 게임 내 아이템과 재화의 공급·회수 균형을 관리해야 한다. 공급이 과도하면 재화 가치와 구매 유인이 떨어져 이용자 이탈로 이어질 수 있지만, 균형이 유지되면 과금 강도를 낮춰도 과금·비과금 이용자의 장기 체류와 매출 지속성을 높일 수 있다. 이에 따라 인게임 이코노미(In-game Economy), 즉 게임 내 경제의 설계·운영 역량이 중요해지고 있다.

4 게임사의 비용구조

**고정비 중심 구조상 흥행 시 영업
레버리지가 크게 작동, 비용 관리
역량이 이익을 좌우**

게임사의 비용구조는 개발·퍼블리싱·유통 등 게임산업 밸류체인과 밀접하게 연동된다. 개발 단계에서는 개발 인력 중심의 인건비가, 퍼블리싱 단계에서는 이용자 확보를 위한 마케팅비가, 유통 단계에서는 플랫폼에 지급하는 수수료가 발생한다. 본래 각 단계는 개발사와 퍼블리셔, 플랫폼 사업자 등으로 역할이 구분되지만, 최근에는 개발부터 퍼블리싱까지 직접 수행하는 게임사가 늘어나면서 한 기업이 주요 비용을 함께 부담하는 구조가 일반화되고 있다(넥슨·넷마블·컴투스 등). 이러한 개발·퍼블리싱 내재화 기업을 기준으로 보면, 게임사의 비용은 크게 다섯 가지로 구분된다.

플랫폼 수수료는 게임사의 비용 구조에서 큰 비중을 차지하는 주요 항목이다. 동일한 게임이라도 어떤 플랫폼을 통해 유통되는지에 따라 게임사에 귀속되는 매출 규모가 달라진다. 게임이 앱마켓·스토어 등 플랫폼을 통해 이용자에게 제공되는 과정에서 플랫폼이 결제액의 일정 비율을 수수료로 수취하기 때문이다.

플랫폼별 수수료율은 유통 채널에 따라 차이가 있다.

모바일은 구글플레이·앱스토어의 30%가 글로벌 표준으로 자리 잡았으며, 국내 원스토어는 자체결제 20%·외부결제 5%로 이보다 낮은 요율을 적용해 차별화를 시도하고 있다.

PC는 사업자 간 경쟁과 매출 구간별 할인으로 편차가 크다. 스팀은 게임별 누적 매출이 커질수록 30%에서 25%, 20%로 요율을 낮추고, 후발 주자인 에픽게임즈 스토어는 12%를 앞세워 개발사 유치에 나서고 있다.

반면 콘솔은 하드웨어·스토어·결제를 함께 통제하는 폐쇄형 생태계 특성상 30%가 유지되고 있다.

인건비는 게임사의 대표적인 고정비 항목이다. 게임은 인력 의존도가 높은 산업으로, 개발자의 기획력·기술력·운영 경험이 경쟁력의 핵심이다. 특히 흥행 성과는 디렉터·기획자 등 핵심 인력의 역량에 크게 좌우되며, 개발 노하우도 조직보다 개인에게 축적되는 경향이 강하다. 이에 따라 핵심 인력 이탈은 경쟁력 약화로 이어질 수 있어 인재 확보 경쟁이 치열하다. 또한 대작 게임은 수년간 수백 명의 개발 인력이 투입되기 때문에, 인건비는 출시 전부터 누적되는 대표적인 고정비로 작용한다.

마케팅비는 신작 출시 전후로 집중 투입되는 비용 항목이다. 게임은 흥행 여부가 실적을 좌우하는 산업이기 때문에, 출시 초기 이용자 유입과 시장 주목도 확보가 중요하다. 이에 따라 출시 전후 마케팅 집행이 확대되는 경향이 있다. 다만 비용 투입 방식은 BM별로 차이가 있다. 프리미엄(B2P) 게임은 출시 시점의 판매량이 중요해 초기 광고 집행에 집중되는 반면, F2P 게임은 무료 이용자를 확보한 뒤 결제로 전환시키는 구조여서 출시 이후에도 이용자 확보 비용(UA, User Acquisition)이 지속적으로 발생할 수 있다. 특히 F2P가 표준인 모바일게임에서는 마케팅 효율이 수익성을 좌우하는 핵심 변수로 작용한다.

게임엔진 사용료는 상용 게임엔진을 활용해 게임을 개발할 때 발생하는 비용이다. 상용 엔진은 모바일게임부터 PC·콘솔 대작까지 폭넓게 활용되며, 사용 조건에 따라 매출의 약 5% 수준의 사용료가 발생할 수 있다.

외부 IP 로열티는 외부 지식재산(IP)을 활용해 게임을 개발·서비스할 때 발생하는 비용이다. 게임사는 IP 보유자에게 매출의 일정 비율을 로열티로 지급하며, 지급률은 IP 인지도와 계약 조건에 따라 차이가 크나 통상 매출의 한 자릿수에서 10%대 수준으로 알려져 있다.

앞서 살펴본 비용 항목은 성격에 따라 변동비와 고정비로 나뉜다. 플랫폼 수수료·외부 IP 로열티·엔진 사용료는 매출에 연동되는 변동비 성격이 강하고, 개발 인건비는 출시 전부터 투입돼 매출 발생 여부와 무관하게 부담되는 고정비 성격이 강하며, 마케팅비는 출시 시점에 집중되는 재량적 성격이 강하다. 변동비와 고정비의 비중은 사업 구조에 따라 크게 갈린다. 자체 IP를 직접 서비스하는 기업은 외부 IP 로열티와 퍼블리싱 수수료 부담이 작아 인건비 중심의 고정비 비중이 높은 반면, 외부 IP 의존도, 외부 퍼블리싱 또는 모바일 비중이 큰 기업은 수수료·로열티 등 변동비 비중이 커진다. 실제로 매출 대비 지급수수료는 약 20~40%, 인건비는 약 15~40%로 기업별 편차가 크다.

이러한 비용 구조는 수익성에 두 가지 함의를 갖는다.

첫째, 인건비 등 고정비 부담이 큰 반면 흥행 이후 추가 원가 부담이 제한적이어서, 매출이 커질수록 이익이 빠르게 늘어나는 영업 레버리지가 크게 작동한다.

둘째, 흥행(매출)은 게임사가 통제하기 어렵지만 비용 구조는 상대적으로 관리 가능한 영역이라는 점이다. 같은 흥행 성과를 내더라도 비용을 효율적으로 관리하는 기업일수록 더 많은 이익이 남는다. 이 점에서 최근 본격화하고 있는 구글 앱마켓 수수료 인하와 생성형 AI 도입은 게임사의 수익성을 바꿀 수 있는 주요 변수로 부상하고 있다.

게임사의 주요 비용 항목

비용 항목	사업단계	매출 대비 비중
지급수수료(플랫폼 등)	유통	약 20~40% (추정)
인건비(개발 인력)	개발	약 15~40% (추정)
마케팅비	배급	약 5~20% (신작 출시 시 집중)
게임 엔진 사용료	개발	상용 엔진 사용 시 약 5%
외부 IP 로열티	개발·배급	외부 IP 사용 시 매출의 일정 비율

주: 인건비·지급수수료 비중은 국내 주요 게임사 12개사의 2025년 연결 사업보고서를 기준으로 매출 대비 산출한 추정치. 수수료 요율은 아래 플랫폼 공개 정책 기준.
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

플랫폼별 유통 수수료 구조

구분	유통 채널	수수료율	비고
모바일	구글플레이·앱스토어	30% (연 매출 100만 달러 이하 구간은 15%)	글로벌 모바일 기본 수수료
	원스토어	자체결제 20%, 외부결제 5%	국내 앱마켓, 글로벌 대비 낮은 수수료
PC	스팀	30% → 25% (누적 매출 1,000만 달러 초과분) 20% (5,000만 달러 초과분)	게임별 매출이 클수록 부담이 줄어드는 구조
	에픽게임즈 스토어	12% (연 매출 100만 달러까지는 면제)	낮은 수수료로 개발사를 유치하는 후발 주자
콘솔	플레이스테이션·엑스박스·닌텐도	30%	하드웨어·스토어·결제를 통제하는 폐쇄형 생태계

자료: 각 플랫폼 사업자 공개 정책(구글플레이·앱스토어·원스토어·스팀·에픽게임즈 스토어), 한국IR협회의 기업리서치센터

V. 핵심이슈

구글 인앱결제 수수료 인하

구글 앱마켓 30% 수수료 인하
국면 진입, 모바일 자체 퍼블리싱
비중이 높을수록 수혜

모바일 게임사는 인앱결제 매출의 약 30%를 앱마켓 사업자에게 수수료로 지급해 왔다. 2008년 애플 앱스토어 출범 이후 표준으로 굳어진 이 요율은 게임사 비용에서 가장 큰 항목 가운데 하나이며, 특히 국내 게임사에 부담이 크다. 국내 모바일게임 인앱결제 매출의 약 75%가 구글플레이에 집중돼 있어(자료: Sensor Tower, 2025), 대다수 게임사가 30% 수수료를 그대로 부담해 왔기 때문이다.

이러한 수수료 구조가 바뀌기 시작한 직접적 계기는 구글과 에픽게임즈 간 반독점 소송이다. 2020년 <포트나이트> 개발사 에픽게임즈가 구글의 인앱결제 강제를 우회하는 자체 결제를 도입했다가 플레이스토어에서 퇴출되자, 구글의 시장배력 남용을 문제 삼아 소송을 제기했다. 2023년 12월 배심원단이 만장일치로 구글의 반독점법 위반을 인정했고, 구글의 항소가 2025년 잇따라 기각되면서 그해 11월 양사는 포괄적 합의에 이르렀다. 이에 따라 구글은 2026년 3월 수수료 체계 개편을 발표했다.

개편의 핵심은 종전 일괄 30%였던 수수료를 서비스 수수료와 결제 수수료로 분리하고, 서비스 수수료율을 낮춘 것이다. 서비스 수수료는 ① 결제자가 신규 설치 이용자인지 기존 설치 이용자인지, ② 게임사가 구글의 성장·품질 프로그램(Google Play Games 레벨업 프로그램 등)에 참여하는지에 따라 차등 적용되며, 구글 결제 시스템을 이용하면 결제 수수료 5%포인트가 더해진다(미국·영국·EEA 기준).

이에 따라 실질 부담은 신규 설치 이용자의 결제에서 프로그램 참여 시 20%, 미참여 시 25%로 낮아지고, 기존 설치 이용자의 결제에서는 참여 시 25%, 미참여 시 30%가 적용된다. 종전 30%와 비교하면 최대 10%포인트 인하되지만, 기존 이용자의 결제이면서 프로그램에도 참여하지 않는 경우에는 30%가 그대로 유지되는 셈이다. 한편 정기 구독과 연 매출 첫 100만 달러 구간은 서비스 수수료가 10%로 단일 적용되나, 결제 수수료를 더하면 실질 부담은 종전과 같은 15%다.

적용 시기는 지역별로 순차적이다. 미국·영국·EEA가 2026년 6월, 호주가 9월, 한국·일본이 2026년 말이며, 그 외 지역은 2027년 9월까지 확대된다. 이에 따라 초기 수혜는 북미·유럽 매출 비중이 높은 게임사에서 먼저 확인될 가능성이 높다.

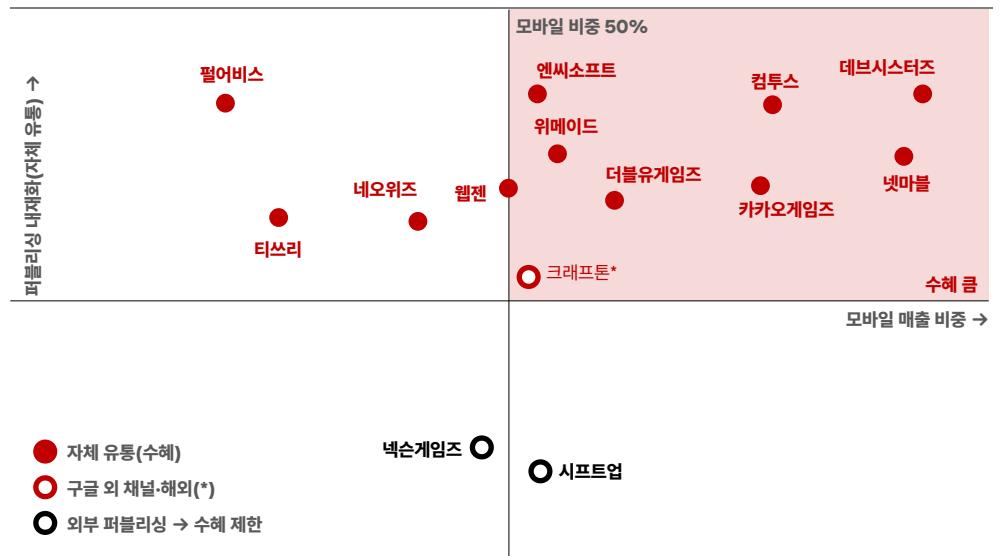
수혜의 크기는 게임사의 사업 구조에 따라 갈리며, ①모바일 매출 비중이 높아 수수료 부담이 큰 기업과 ②게임을 직접 유통하는(자체 퍼블리싱) 기업일수록 효과가 클 것으로 전망된다. 자체 퍼블리싱 기업은 수수료를 자사가 직접 부담해 인하분이 고스란히 이익으로 남는 반면, 외부 퍼블리셔에 유통을 맡긴 게임은 절감분을 퍼블리셔와 나눠 갖기 때문이다. 두 조건을 함께 갖춘 넷마블·데브시스터즈·컴투스·카카오게임즈 등이 의미 있는 이익 개선을 기대할 수 있는 기업으로 꼽힌다. 반면 유통을 외부 퍼블리셔에 맡긴 넥슨게임즈·시프트업이나, PC·콘솔 비중이 높아 인앱결제 수수료 부담 자체가 작은 펠어비스 등은 수혜가 제한적일 것으로 판단된다.

Google Play 인앱결제 수수료 개편

구분	종전	서비스 수수료(프로그램 참여 / 미참여)	결제 수수료	실질 부담(참여 / 미참여)
기존 설치 이용자	30%	20% / 25%	+5%p	25% / 30%
신규 설치 이용자	30%	15% / 20%	+5%p	20% / 25%
정기 구독	15%	10%	+5%p	15%
소규모(연매출 100만 달러 미만)	15%	10%	+5%p	15%

주: 1) 결제 수수료 5%포인트는 구글 자체 결제 시스템 이용 시 부과, 미국영국EEA 기준(제3자 결제 시 PG 수수료 별도), 2) '프로그램'은 구글 앱 경험 프로그램(Apps Experience)-Google Play Games 레벨업 프로그램을 의미, 참여 시 신규·기존 설치에 우대 서비스 수수료 적용, 3) 정기 구독과 연 매출 첫 100만 달러 구간은 신규·기존 설치나 프로그램 참여 여부와 무관하게 서비스 수수료 10% 단일 적용, 자료: 구글 개발자 블로그, 언론 종합, 한국IR협의회 기업리서치센터

게임사별 수수료 인하 수혜강도(추정)



주: 1) KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, 비게임 사업이 포함된 미투온 제외, 2) 회사별 공시 기준 상이(모바일 단독·게임사업 전체·모바일+PC 합산 등)로, 정밀 수치가 아닌 상대적 포지셔닝 기준, 3) 넷마블·데브시스터즈·엔씨소프트·카카오게임즈·위메이드는 모바일 비중 단독 미공시로 제품·부문별 매출 합산 추정치, 4) (*) 모바일 비중은 높으나 매출이 구글플레이가 아닌 외부 채널-해외(OS) 중심으로 발생, 이번 수수료 인하의 직접 수혜 제한
자료: 각 사 2025년 사업보고서(매출 유형·부문별 공시 및 퍼블리싱 계약) 재구성, 한국IR협의회 기업리서치센터

생성형 AI 도입

AI를 활용한 비용 효율화는
진행되고 있으나, 실질적인 게임
개발에는 적용이 제한적

게임은 그래픽·사운드·코드·텍스트·영상이 결합된 종합 디지털 콘텐츠다. 그만큼 AI를 적용할 수 있는 제작 공정이 많아, 콘텐츠 산업 내에서도 AI 도입이 가장 활발한 분야로 꼽힌다. 실제로 2025년 4분기 국내 콘텐츠 사업체의 생성형 AI 평균 활용률은 32.1%였으나, 게임은 70.0%로 전체 평균을 두 배 이상 상회하며 모든 콘텐츠 장르 가운데 가장 높았다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 글로벌 기준으로도 게임 개발자의 약 95%가 이미 개발 과정에 AI를 도입하고 있으며, 주로 코딩 지원(62%)과 글쓰기·내러티브(44%)에 활용된다(자료: Unity). AI 도입 효과는 크게 개발 기간 단축과 인력 효율화로 나타난다.

첫째, 개발 기간 단축이다. 컨셉아트와 텍스처 같은 그래픽 작업, 코드 작성, 다국어 번역, 게임 속 비조작 캐릭터(NPC)의 대사 생성 등 과거 많은 인력과 시간이 필요했던 작업을 AI가 대체하거나 보조한다. 크래프톤은 'AI 우선(AI First)' 전환을 선언하고, 이미지 생성 AI를 활용해 컨셉아트 시안 제작 시간을 16시간에서 1시간으로 줄였으며 수일이 걸리던 텍스트 작업도 몇 시간 내 완료하고 있다. 해외에서도 일렉트로닉아츠(EA, FIFA) 등으로 알려진 미국의 대형 게임사는 향후 수년에 걸쳐 AI로 게임 개발 효율을 30%가량 높인다는 목표를 제시했으며, 게임 속 경기장 하나를 제작하는

데 과거 6개월이 걸렸으나 최근 6주로 단축됐다고 설명했다. 이러한 개발 기간 단축은 신작 출시 주기를 앞당기는 동시에, 흥행 성공 시 투자비 회수와 손익분기 도달 시점을 앞당겨 프로젝트 단위 수익성을 높일 수 있다.

둘째, 인력 효율화다. 게임사 비용 구조에서 인건비는 가장 큰 축 중 하나인데, 품질 검증(QA, 출시 전 게임을 반복 플레이하며 오류를 찾고 난이도를 조정하는 작업), 아트(캐릭터·배경 등 게임의 시각 요소를 그리는 작업), 번역처럼 반복적이고 노동집약적인 작업이 자동화되면서 동일한 결과물을 더 적은 인력으로 제작할 여지가 커지고 있다. 실제로 글로벌 대형 게임사들은 AI를 앞세워 인력 효율화에 나서고 있다. 이스라엘의 플레이티카는 AI와 자동화를 통해 더 적은 인력 구조를 지향한다며 전체 인력의 15%를 감축했고(2026년 1월), 크래프트온 AI 전환에 대응해 창사 이래 처음으로 전 직원을 대상으로 한 자발적 퇴사 프로그램을 도입했다(2025년 11월).

나아가 AI는 비용 절감에 그치지 않고 게임 개발 방식 자체를 바꾸고 있다. 적은 인력과 비용으로 다수의 게임을 빠르게 제작해 시장 반응을 검증한 뒤, 성과가 확인된 소수 작품에 마케팅을 집중하는 방식이다. 이는 신작 흥행을 사전에 예측하기 어려운 게임업종의 특성과도 맞물려 있다. 크래프트온의 AI 게임 전문 자회사 헬루게임즈가 대표적이다. 헬루 게임즈는 음성으로 조작하는 새로운 형식의 게임을 단 3명이 한 달 만에 선보였고, 20명이 1년 만에 개발한 4인 협동 게임 [미메시스]로는 출시 50일 만에 글로벌 누적 판매량 100만 장을 기록했다. 더블유게임즈의 자회사 파시게임즈 역시 2026년 1분기 캐주얼 게임 매출의 약 70%를 AI로 개발한 게임에서 거두며, 인력과 비용을 크게 늘리지 않고도 다수의 신작을 출시하고 있다.

다만 높은 도입률이 곧 높은 활용 수준을 의미하지는 않는다. 상당수 게임사에서 AI는 아직 핵심 창작보다 반복 작업 보조와 운영 효율화에 주로 활용된다. AI 기반 제작이 캐주얼 게임에 집중되고, 정밀한 콘텐츠 설계가 필요한 다중접속 역할수행게임(MMORPG)·스포츠 장르에서는 활용이 제한적인 것도 같은 맥락이다.

제약 요인은 기술적 완성도에 그치지 않는다. 이용자 수용성과 제도적 불확실성도 변수다. Quantic Foundry(2025)에 따르면 응답자의 85%가 게임 내 생성형 AI에 부정적이었으며, AI 생성 그래픽이 드러난 일부 게임은 집단적 부정 평가(리뷰 폭탄)를 겪기도 했다. 미국 저작권청은 2025년 인간의 창작적 기여 없이 AI가 단독 생성한 결과물은 저작권 보호 대상이 아니라고 정리했고, 세계 최대 PC 게임 플랫폼 스팀은 2024년부터 게임의 AI 사용 여부 공개를 의무화했다. IP 권리 보호와 이용자 신뢰가 수익으로 직결되는 산업인 만큼, 이러한 변수는 AI 활용 범위를 제한하는 요인으로 작용한다.

따라서 현 단계에서 AI는 흥행을 좌우하는 핵심 창작을 대체하기보다 비용 구조를 개선하는 수단에 가깝다. 결국 관건은 AI 도입 여부 자체가 아니라, 이를 개발·운영 프로세스에 내재화해 실제 비용 절감과 신작 생산성 향상으로 연결하는 것이며, 이를 효과적으로 해내는 기업일수록 이익 개선 효과가 두드러질 것으로 판단된다.

중국 게임의 성장

중국 게임사의 글로벌 부상은
자본력·원가·AI 정책이 결합된
구조적 경쟁력

중국 게임사의 글로벌 영향력이 빠르게 확대되고 있다. 2025년 전 세계 모바일게임 매출 상위 100대 퍼블리셔 가운데 중국 업체의 매출 비중은 약 35%에 달했으며(자료: Sensor Tower), 이러한 경쟁력은 모바일을 넘어 PC 등 다른 플랫폼으로도 확산되고 있다. 과거 내수 중심이었던 중국 게임 산업은 2020년 이후 해외 매출 비중이 빠르게 확대되며 글로벌 시장의 핵심 공급자로 자리매김하고 있다.

해외 진출의 출발점은 자국 내 규제였다. 중국 당국이 2018년 판호(게임 유통 허가) 심사를 강화하며 발급을 대폭 줄이자(2017년 9,368건 → 2018년 2,064건), 내수에서 신작을 제때 출시하기 어려워졌고 판호가 필요 없는 해외 시장이 대안으로 부상했다. 여기에 내수 시장의 성장 둔화와 경쟁 심화, 2021년 미성년자 게임 이용시간 제한 등 규제 강화가 겹치면서, 규제 회피 차원에서 시작된 해외 진출은 점차 핵심 성장 전략으로 자리 잡았다(자료: 한국콘텐츠진흥원·국가신문출판서).

해외 시장에 진출한 중국 게임사들은 빠르게 성과를 내기 시작했다. 초기에는 개발 효율이 높은 생존·전략 장르의 모바일 게임을 중심으로 해외 시장을 공략했고, 서브컬처 게임을 거쳐 최근에는 PC·콘솔 기반 AAA(대작) 게임으로 영역을 확대하고 있다. 이러한 성과는 글로벌 흥행 순위와 수출 규모에서 뚜렷하게 확인된다. 2025년 전 세계 모바일게임 매출 상위 5위에는 펀플라이(FunFly)의 《Last War: Survival》(2위)과 센추리게임즈(Century Games)의 《Whiteout Survival》(4위)이 나란히 이름을 올렸다. 같은 해 중국 자국 개발 게임의 해외 매출은 약 205억 달러로 전년 대비 10.2% 증가해(자료: 2025년 중국 게임산업 보고서), 한국 게임 수출액 추정치(약 86억 달러)의 두 배를 웃돌았다.

중국 게임 성장배경: 개발역량·생산성·정책이 만든 구조적 경쟁력

중국 게임사의 이러한 약진은 크게 세 가지 요인이 맞물린 결과로 판단된다.

첫째, 대규모 내수 시장을 기반으로 한 개발 역량 축적이다. 중국은 2024년 세계 게임 시장의 24.2%(약 533억 달러)를 차지한 세계 최대 시장이며, 게임 이용자 수도 약 7억 명에 달한다(자료: 한국콘텐츠진흥원·Newzoo).

중국에서 게임을 출시하려면 정부의 유통 허가인 판호(版號)가 필요하며, 외국 게임에 발급되는 외자판호(外資版號)는 제한적으로 운영된다. 이에 따라 외산 게임의 진입이 제한되면서 중국 게임 시장 매출의 약 80%를 자국 게임이 차지하고 있다(자료: 2024 중국 게임산업 보고서). 이처럼 외산 진입이 제한된 거대 내수 시장을 바탕으로, 중국 대형 게임사는 대규모 매출과 현금흐름을 확보할 수 있었다. 텐센트(위챗·QQ를 보유한 중국 최대 정보기술 기업이자 매출 기준 세계 최대 게임사), 넷이즈(중국 2위 게임사) 등은 이렇게 쌓은 자금력을 바탕으로 성장성 높은 해외 진출과 흥행 불확실성이 큰 대작 개발에 장기간 대규모로 투자해 왔다.

둘째, 원가 경쟁력과 개발 생산성이다. 우선 인력 기반이 두텁고 개발 원가가 상대적으로 낮다. 중국은 세계 최대 규모의 이공계 인재 풀을 갖춰 대규모 개발 인력을 확보하기 유리한 데다, 개발 인건비도 북미·일본 등 주요 개발 거점보다 낮은 편이다. 이에 따라 서구권 AAA 대작의 평균 개발비가 2억 달러를 웃도는 것과 달리, 미호요의 오픈월드 대작 《원신》은 400여 명이 40개월간 참여해 약 1억 달러로 완성됐다. 여기에 생성형 AI가 생산성을 더한다. 치열한 내수 경쟁으로 도입이 사실상 생존 전략이 된 데다, 딥시크·미니맥스 등 자국산 저가 AI를 활용해 도입 비용도 낮아, 개발비 비중이 큰 아트 작업을 중심으로 제작 자동화가 빠르게 확산되고 있다.

셋째, 정부의 산업 육성 정책이다. 중국 정부는 게임을 디지털 콘텐츠 산업의 핵심 분야이자 문화 수출과 기술 혁신의 주요 영역으로 보고 있다. 한때 제한적이었던 판호 발급이 정상화된 점이 대표적이다. 2024년 내자판호(자국 게임용)는 1,306건, 외자판호를 포함한 전체 발급 건수는 1,416건으로 전년 대비 31.7% 증가해 2019년 이후 최대치를 기록했다(자료: 국가신문출판서). 정책 지원은 해외 진출 부문에서도 확인된다. 중앙정부는 2025년 게임사의 해외 진출을 지원하는 조치를 발표해 IP 창작, 현지 운영, 국경 간 결제 등 밸류체인 전반을 지원 대상으로 제시했고, 지방정부도 전용 자금과 투자 펀드, 수출 클러스터 조성 등으로 자국 게임사의 해외 진출을 뒷받침하고 있다.

중국 게임의 경쟁력: 운영·마케팅과 대작 제작 역량

중국 게임사의 경쟁력은 크게 두 축으로 나뉜다.

첫째, 운영과 마케팅 역량이다. 핵심은 대규모 인력을 투입한 고강도 라이브서비스 운영이다. 약 7억 명의 이용자를 두고 수많은 게임이 경쟁하는 치열한 내수시장에서 대규모 개발·운영 인력과 빠른 콘텐츠 공급 역량을 축적했다. 이를 바탕으로 24시간 운영 체계와 신속한 인력 재배치가 가능해, 콘텐츠 공급량과 업데이트 속도에서 경쟁우위를 확보하고 있다. 미호요의 《원신》은 출시 이후 운영 인력을 700명 이상으로 늘리고 연간 2억 달러를 투입하며 약 6주 주기로 콘텐츠를 갱신하고 있다.

마케팅 집행 역량도 높다. 중국 퍼블리셔가 중국 본토를 제외한 전 세계 UA(유료 광고를 통한 신규 이용자 확보) 광고비에서 차지하는 비중은 약 35%에 달하며, 현지 이용자에게 익숙한 IP·배우를 활용해 광고 효율을 높이고 있다(자료: AppsFlyer·Newzoo).

이러한 역량은 생존·전략(SLG) 장르에서 특히 두드러진다. 직관적인 광고로 이용자를 낮은 비용에 확보한 뒤, 동맹 경쟁과 자원 관리 중심의 장기 플레이·과금 구조로 연결하는 흥행 공식이 자리 잡았다. 이를 바탕으로 동일 장르 내 차기작에서도 성과가 이어지고 있다. 센추리게임즈가 《Whiteout Survival》에 이어 출시한 《Kingshot》은 2025년 출시 후 117일 만에 누적 결제액 1억 달러를 넘어섰다(자료: Sensor Tower).

둘째, 대작(AAA) 제작 역량이다. 중국 게임사는 모바일 중심의 흥행 공식을 넘어 높은 개발비와 완성도를 요구하는 대작 시장으로도 영역을 넓히고 있다. 미호요의 《원신》은 콘솔에 준하는 오픈월드 콘텐츠를 모바일을 포함한 멀티플랫폼에서 구현했고, 2024년 출시된 게임사이언스의 《검은신화: 오공》은 출시 약 2년 만에 누적 판매 3,000만 장을 넘어서며 글로벌 PC·콘솔 시장에서 흥행했다. 미국·일본 게임사가 주도해 온 콘솔·대작 시장에서도 중국 게임사가 의미 있는 흥행 사례를 만들어내기 시작한 것이다.

다만 콘솔·대작 시장에서 세계적 흥행을 입증한 사례는 아직 제한적이며, 수십 년간 오리지널 IP를 축적한 미국·일본 게임사와 비교하면 보유 IP도 부족하다. 그럼에도 중국 자체 개발 게임의 해외 매출이 6년 연속 1,000억 위안을 넘어섰고(자료: 2025년 중국 게임산업 보고서), 모바일과 PC·콘솔 양쪽에서 영역을 넓히고 있다는 점에서 중국 게임사의 성장을 일시적 현상으로 보기는 어렵다.

한국게임산업 영향: 국내 경쟁 심화와 BM 재편 압력

중국 게임사의 강세가 국내 시장 경쟁 심화 및 수익구조 압박

중국 게임사의 성장은 한국 게임 산업에 경쟁 강도 상승과 수익성 부담이라는 두 가지 압력으로 작용하고 있다. 다만 그 영향은 기업의 국내 매출 의존도와 BM 구조에 따라 차별적으로 나타난다.

첫째, 국내 시장의 경쟁 강도가 빠르게 높아지고 있다. 국내 모바일게임 시장에서 외산 게임의 매출 점유율은 2024년

1~10월 38%에서 2025년 같은 기간 52%로 1년 만에 14%포인트 상승했다. 이 같은 점유율 상승을 주도한 것은 중국 게임이다. 2025년 들어 국내 모바일게임 매출 1위는 중국산 생존·전략 게임 《Last War: Survival》이 차지했으며, 매출 상위 10위 내에도 《Whiteout Survival》(킹샷) 등 중국 게임 네 개가 포함됐다. 2022년 국내 모바일게임 매출 상위 20개 가운데 14개가 국산 게임이었던 점을 감안하면, 경쟁 구도가 빠르게 변화한 것이다(자료: Sensor Tower·모바일 인덱스).

둘째, 중국발 과금 환경 변화가 한국 게임사의 수익성에 부담으로 작용하고 있다. 완성도를 갖춘 중국 게임이 상대적으로 낮은 과금 강도로 이용자를 확보하면서, 글로벌 시장 전반의 ARPU 하락 압력이 확대되고 있다. 예를 들어 글로벌 흥행작 《원신》은 게임 내 능력치보다 캐릭터·외형 중심으로 과금 구조를 설계해 P2W(Pay-to-Win) 모델에 대한 이용자 반발을 완화했다.

중국 게임 부상에 따른 압력은 한국 게임사에 동일하게 작용하지 않는다. 국내 매출과 고과금 BM 비중이 높은 기업일수록 점유율 하락과 ARPU 둔화 압력에 직접 노출된다. 리니지 시리즈 등 고과금 MMORPG로 내수 시장에 의존해 온 엔씨소프트가 대표적으로, 오랫동안 국내 모바일 매출 1위를 지켜온 《리니지M》이 2025년 중국산 게임에 1위를 내준 뒤 과금구조 재편으로 대응하고 있다. 반면 시프트업·크래프톤·네오위즈처럼 자체 IP로 글로벌 프리미엄 시장에서 경쟁하는 기업은 이러한 내수 점유율·과금 압력에서 상대적으로 자유롭다. 다만 중국 게임사의 경쟁력이 모바일을 넘어 PC·콘솔 대작으로 확대되면서 글로벌 프리미엄 시장의 경쟁 강도 또한 높아지고 있어, 이들 역시 경쟁에서 온전히 자유롭지는 않다. 결국 중국 게임사의 부상은 한국 게임사 내에서도 내수·고과금 모델에 갇힌 기업과 글로벌 경쟁력을 갖춘 기업 간 격차를 키우는 방향으로 작용하고 있는 것으로 판단된다.

VI. 재평가의 조건

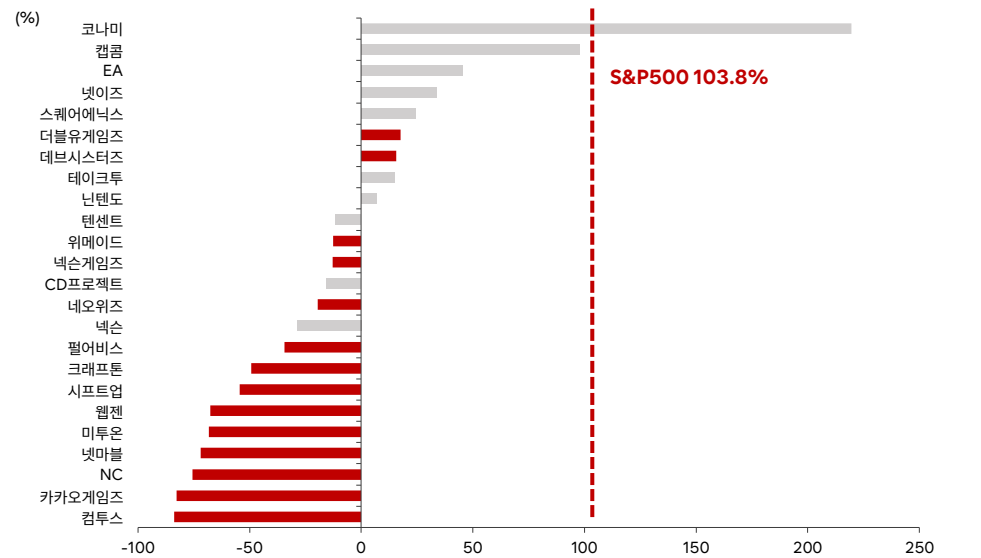
글로벌 대비 부진한 한국 게임주

국내 게임사의 저평가 원인에 대한 점검 필요

지난 5년간 글로벌 게임주의 주가 성과는 기업별로 차별화됐다. 검증된 IP를 꾸준히 시리즈화해 온 코나미(일본, +220%)와 캡콤(일본, +98%)이 가장 선전했으나, 같은 기간 S&P500 상승률(약 +104%)을 넘어선 것은 코나미뿐이다. 캡콤은 글로벌 게임주 가운데 2위였지만 S&P500에는 못 미쳤고, EA(미국)·테이크투(미국) 등 나머지도 +20~40%대에 그치며 시장을 하회했다. 한국 게임주는 상대적으로 더 부진했다. 같은 기간 국내 주요 게임 상장사 대다수가 주가 하락을 기록했으며, 네오위즈·펄어비스는 20~30%대, 크래프톤·시프트업은 50%대, 엔씨소프트·넷마블은 70%대, 컴투스·카카오게임즈는 80%대 낙폭을 기록했다.

격차의 원인은 한국 게임사가 이익을 내지 못해서가 아니다. 오히려 2023~2025년 강도 높은 비용 효율화를 거치며 이익 체력은 개선됐다. 실제 국내 주요 게임사 11곳의 합산 영업이익은 2023년 약 1조 원을 저점으로 2025년 약 1조 8,000억 원까지 증가했다. 결국 이익이 개선되고 있음에도 주가 회복이 더딘 것이 시장의 일시적 반응인지, 아니면 한국 게임주에 구조적으로 부여된 디스카운트 요인 때문인지는 점검할 필요가 있다.

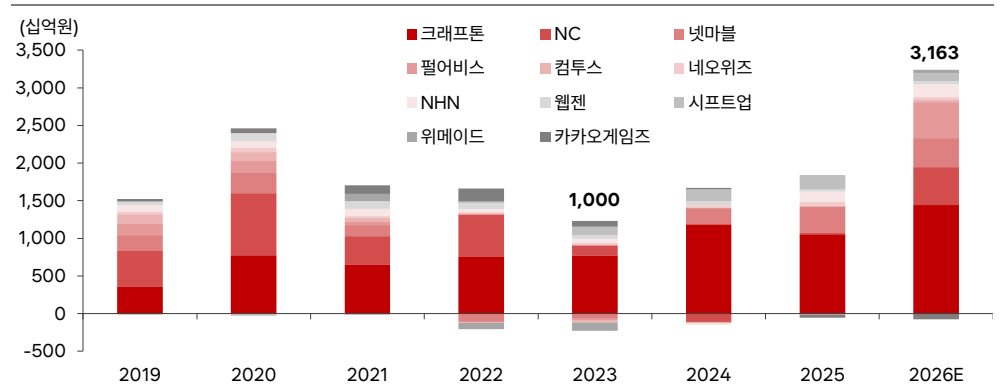
글로벌 게임기업 주가수익률(2021.01~2026.07.14)



주: 분석 기간 중 신규 상장사는 상장일 증가를 기준으로 수익률 산출

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 게임기업 영업이익 추이



주: 2026년 7월 14일 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 게임주의 멀티플 차별화 요인

게임 산업 내에서도 기업별 주가수익비율(PER)은 한 자릿수에서 50배 이상까지 크게 차별화되며, 어떤 기업에 높은 멀티플이 부여되는지, 그 차이가 무엇에서 비롯되는지를 점검할 필요가 있다.

멀티플 프리미엄 요인: 검증 IP의 프랜차이즈화

PER로 보면 프리미엄을 적용받는 기업은 캡콤(일본)·CD프로젝트(폴란드)·코나미(일본)·EA(미국)로 압축된다. 2022년 이후 후행 PER 밴드 기준으로 EA(미국)는 대체로 28~58배, CD프로젝트(폴란드)는 24~43배, 캡콤(일본)·코나미(일본)는 19~32배에서 형성됐다. 참고로 게임사는 신작 사이클에 따라 이익 변동성이 커 특정 연도의 PER은 왜곡되기 쉬운 만큼, 프리미엄 여부는 단일 시점이 아니라 이처럼 여러 해에 걸쳐 높은 PER 밴드가 유지돼 왔는지로 판단할 필요가 있다.

PBR 관점에서도 같은 결론이 도출된다. PBR은 ROE에 연동되는데, 이들 기업은 건조한 ROE에 더해 이익 지속성에 대한 신뢰가 반영되며 높은 PBR을 적용받고 있다(캡콤(일본) ROE 22%·PBR 5.2배, CD프로젝트(폴란드) ROE 20%·PBR 7.0배, EA(미국) ROE 13%·PBR 7.7배, 코나미(일본) ROE 19%·PBR 4.5배. ROE FY2025, PBR 2026.7.14 기준). 이들 기업의 공통점은 검증된 IP를 후속작·리메이크·연간 시리즈로 확장하거나(캡콤(일본)·코나미(일본)·CD프로젝트(폴란드)), 라이브서비스로 한 타이틀의 매출 수명을 장기화해(EA(미국)) ‘수익이 반복된다’는 점을 입증했다는 것이다.

이 점은 유사한 조건을 가진 두 기업의 비교에서도 확인된다. CD프로젝트(폴란드)와 크래프톤은 모두 소수 IP에 집중된 사업 구조를 갖고 있다. 그러나 CD프로젝트(폴란드)는 <더 위쳐>·<사이버펄크>를 후속작 프랜차이즈로 확장하며 흥행의 반복성을 입증해 후행 PER 기준 39배를 적용받는 반면, 크래프톤은 <배틀그라운드> 이후 흥행을 반복할 수 있음을 아직 충분히 입증하지 못해 15배 안팎에 머물고 있다. 유사한 사업 구조에서도 후속 흥행에 대한 시장 신뢰가 약 2.5배의 멀티플 격차로 반영되고 있다.

이익의 지속가능성이 멀티플 차별화 요인

수익성 해외비중은 멀티플 설명력 제한적

수익성과 해외비중만으로는 설명하기 어려운 멀티플 프리미엄

한편 일반적으로 프리미엄 요인으로 거론되는 수익성과 해외 매출 비중은 멀티플에 대한 설명력이 제한적이다.

수익성을 보면, 2025년 기준 영업이익률이 61.6%로 분석 대상 기업군 내 최고 수준인 시프트업은 2026년 7월 14일 기준 후행 PER 10배 안팎에 머무는 반면, 영업이익률 54%의 CD프로젝트(폴란드)는 같은 기준으로 39배를 적용받는다. ROE 기준도 마찬가지다. 시프트업은 2025년 기준 ROE가 22.7%로 캡콤(일본, 22%)에 근접하지만 PBR은 2.0배(2026년 7월 14일 기준)로 캡콤(일본, 5.2배)의 절반에도 미치지 못한다.

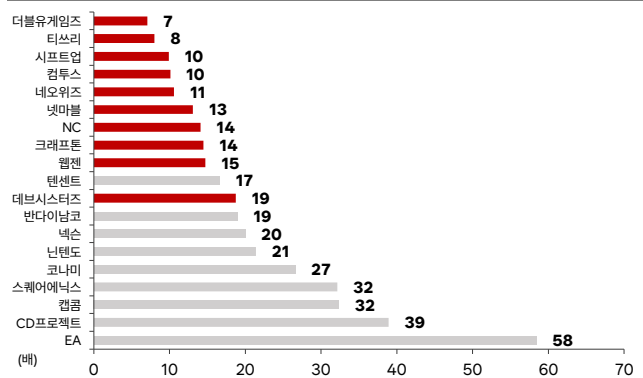
해외 매출 비중 역시 멀티플 수준을 설명하는 핵심 기준이 되지는 않는다. 후행 PER로 보면, 2025년 기준 해외 비중이 95%인 크래프톤은 14배인 반면, 최근 회계연도 기준 해외 비중이 29%에 그치는 코나미(일본)는 27배를 적용받고 있다.

즉, 수익성과 글로벌화는 기업 경쟁력을 판단하는 주요 지표이나, 멀티플 프리미엄을 단독으로 설명하기에는 한계가 있는 것으로 판단된다.

멀티플의 본질은 'IP 보유'보다 '이익의 질'이다

종합하면, 게임주의 멀티플을 가르는 핵심은 'IP 보유 여부'보다 '해당 IP를 후속작·리메이크·연간 시리즈 등으로 확장해 이익의 반복성을 입증했는가'에 있다. 결국 게임주의 멀티플 프리미엄은 현재의 이익 규모보다 이익의 질, 즉 지속성과 예측가능성에 대한 시장의 신뢰에서 비롯되는 것으로 판단된다.

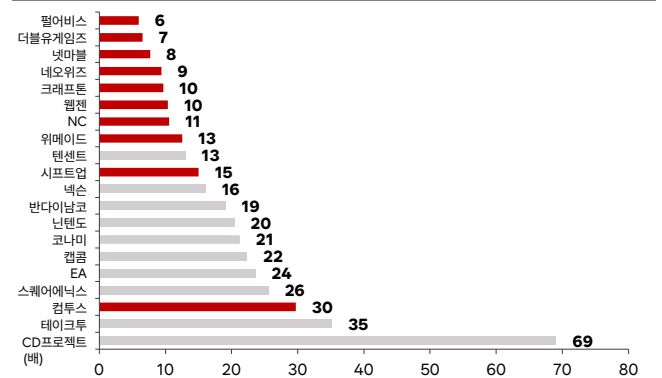
글로벌 주요 게임사 후행 PER



주: 2025년 실적 대비 2026년 7월 14일 종가 기준 시가총액의 PER, 국내 게임사는 적색 표시

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 주요 게임사 선행 PER

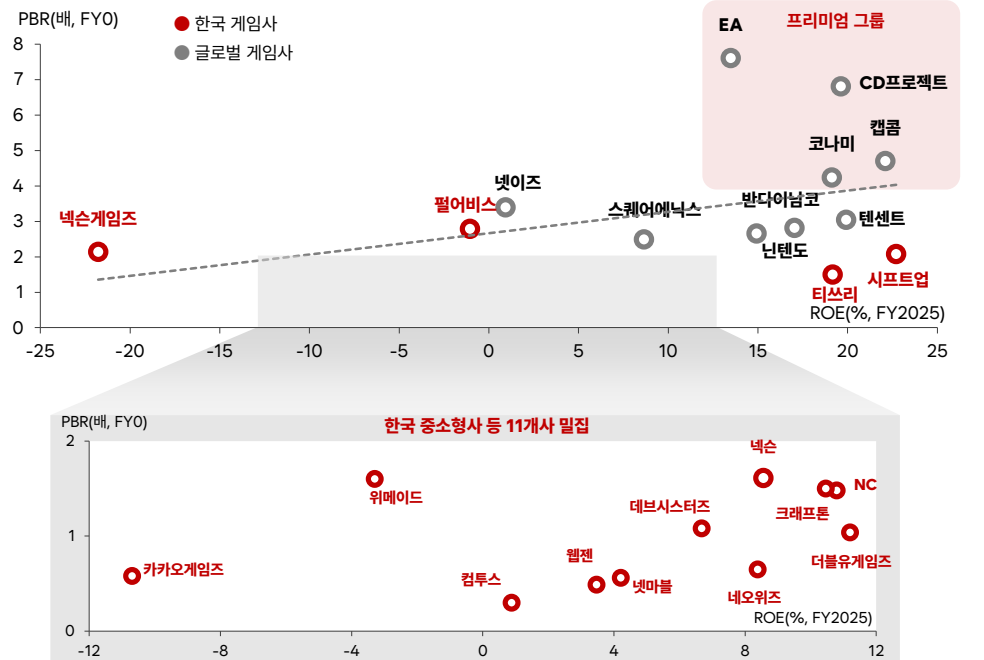


주: 1) 2026년 실적 대비 7월 14일 종가 기준 시가총액의 PER, 국내 게임사는 적색 표시

2) 컴투스, 네오위즈 실적은 당사 전망치, 그 외 기업은 컨센서스

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 주요 게임사 ROE-PBR 분포(2025년 기준)



주: 2025년 실적 대비 2026년 7월 14일 종가 기준 시가총액의 PBR

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 한국 게임주의 멀티플 디스카운트 요인

한국 게임주 할인은

- ① 흥행 반복 신뢰 부족
- ② 내수·모바일·확률형 편중에서 비롯

앞서 살펴본 글로벌 게임주의 멀티플 차별화 요인에 비추어 보면, 한국 게임주에 부여된 디스카운트의 원인은 크게 두 가지로 압축된다.

첫째, 흥행을 반복할 수 있다는 시장의 신뢰가 아직 충분히 형성되지 않았다. 게임은 한 작품이 흥행하면 큰 이익을 창출할 수 있지만, 후속작의 성공 여부는 사전에 예측하기 어렵다. 한국 게임사 다수는 수년간 해외 시장에서 대형 흥행작을 지속적으로 축적하지 못했다. 여기에 중국 게임사의 부상으로 경쟁 강도가 높아지면서 신작이 흥행할지에 대한 가시성이 낮아졌다. 그 결과 단기 실적이 개선되더라도 '다음 신작도 흥행할 수 있는가'에 대한 불확실성이 남아 주가에 충분히 반영되지 않는 경향이 있다.

둘째, 산업의 무게중심이 내수·모바일·확률형 고과금 모델에 집중돼 있다. 국내 게임 시장은 모바일 매출 비중이 65.2%로 글로벌 평균(약 49%)을 웃도는 반면, 글로벌 성장의 핵심 축인 콘솔은 5.5%로 세계 평균(약 24%)의 5분의 1에 그친다(자료: 2025 대한민국 게임백서). 장르 역시 고과금 RPG(리니지라이크) 편중이 세계 최고 수준이며, 수익모델의 확률형 아이템 의존도도 높다. 소수 고액 결제자에 의존하는 이 구조는 이용자 피로와 규제 리스크가 크고, 대중적 저변 확대에도 한계가 있다.

다만 이러한 환경 속에서도 기업별 주가 성과에는 뚜렷한 차이가 있었다. 5년 누적 기준으로 상대적으로 선방한 기업의 공통점은, 검증된 IP를 후속작·시리즈로 반복 흥행시키거나 글로벌 콘솔·PC 시장에서 흥행을 입증했다는 점이다. 데브시스터즈(+16%)는 검증 IP (쿠키런)를 킹덤·트레이딩카드게임 등으로 확장하며 흥행을 반복했고, 네오위즈(-20%)는 (P의 거짓)으로 글로벌 콘솔·PC 누적 약 400만 장을 판매한 뒤 DLC·후속작으로 시리즈화를 시작했으며, 필어비스(-

34%)는 <붉은사막>으로 글로벌 누적 약 600만 장을 판매하며 콘솔 성과를 입증했다.

반대로 검증 IP와 해외 매출을 갖추고도 후속 흥행의 반복을 입증하지 못했거나, 내수·고과금 모바일과 단일 IP 의존도가 높았던 기업일수록 낙폭이 컸다. 외부 IP·퍼블리싱 중심의 카카오킴즈(-83%), <듀> IP 고과금 모바일에 머문 웹젠(-68%)이 대표적이다. 물론 추가에는 개별 기업의 재무 상황과 사업 구조 변화 등 복합 요인이 작용하나, 같은 한국 게임주 안에서도 검증된 IP를 반복 흥행시켜 이익의 반복성을 입증했는지가 추가 낙폭 차이를 설명하는 주요 변수 중 하나로 작용했을 것으로 판단된다.

재평가의 조건

한국 게임주가 디스카운트에서 벗어나기 위해서는 단기 실적 개선을 넘어 이익이 반복적으로 창출될 수 있다는 신뢰를 입증할 필요가 있다. 앞서 살펴본 밸류에이션 프리미엄을 받는 글로벌 게임사의 공통점을 한국 게임주에 적용하면, 재평가의 조건은 두 가지로 압축된다. 흥행의 반복성을 입증하는 것과, 그 무대를 글로벌 콘솔·PC로 확장하는 것이다.

① 흥행의 반복성 입증: 다작 포트폴리오와 검증 IP의 프랜차이즈화

재평가의 첫째 조건은 검증 IP를
시리즈로 반복 흥행시키는
프랜차이즈화

게임은 흥행작 하나만으로도 높은 이익 레버리지를 기대할 수 있지만, 출시 전 흥행 여부를 예측하기 어렵다. 이에 시장은 단일 신작의 성공보다, 흥행이 반복 가능한 구조에서 창출된다는 점을 입증한 기업에 더 높은 가치를 부여한다. 반복성을 입증하는 경로는 두 가지다. 여러 작품을 통해 흥행률을 관리하는 다작 포트폴리오와, 하나의 검증 IP를 시리즈로 확장하는 프랜차이즈화다. 두 경로가 밸류에이션에 미치는 효과는 다르다. 다작 포트폴리오는 실적 변동성을 낮춰 밸류에이션 할인 폭을 축소하는 하방 방어 요인에 가깝고, 프랜차이즈화는 멀티플을 프리미엄 구간으로 높이는 상방 동력으로 작용한다.

다작·멀티스튜디오 체제: 단일 프로젝트에 실적을 의존하기보다, 여러 장르와 플랫폼에서 신작을 꾸준히 출시해 신작 흥행률(hit ratio)을 관리하는 체제다. 출시작마다 일정 수준 이상의 성과를 지속적으로 창출하는 기업일수록 차기작에 대한 기대도 안정적으로 형성된다. 대표적인 사례가 넥슨(일본 상장)이다. 넥슨은 던전앤파이터(네오폴)·메이플스토리(아)에 더해 스웨덴 자회사 엠바크 스튜디오의 신작까지, 서로 다른 스튜디오에서 장르와 지역이 다른 흥행작을 동시에 운영한다. 2025년 핵심 IP인 던전앤파이터 매출이 21% 감소했지만, 메이플스토리가 43% 성장하고 엠바크의 신작 <아크 레이드스>가 출시 약 15주 만에 1,400만 장 이상 판매되며 감소분을 보완하면서, 넥슨은 사상 최대 연 매출인 약 4,751억 엔(+6%)을 기록했다.

다만 분산의 핵심 효과는 멀티플 상승보다 실적 변동성 축소에 있다. 특정 작품의 부진을 다른 작품이 보완해 이익 변동 폭이 줄어드는 만큼, 넥슨은 단일 흥행작에 의존하는 국내 게임사보다 밸류에이션 할인 폭이 작다(넥슨 선행 PER 약 15배 vs 한국 주요 게임사 7~10배). 그러나 분산 자체가 프리미엄을 보장하지는 않는다. 사업 포트폴리오가 폭넓게 분산된 텐센트·넥슨·넷이즈의 선행 PER은 13~16배로, 검증 IP를 반복 흥행시킨 프랜차이즈 게임사(선행 PER 기준 캡콤·코나미 20~25배, EA 24배, CD프로젝트 60배 이상)와 큰 격차를 보인다는 점이 이를 뒷받침한다.

검증 IP의 프랜차이즈화: 멀티플을 프리미엄 구간으로 높이는 핵심 동력은 검증 IP의 반복 흥행 가능성에 있다. 신규 게임은 흥행 가시성이 낮은 반면, 검증 IP 기반 후속작은 기존 팬덤과 세계관을 활용할 수 있어 흥행 가능성이 상대적으로 높기 때문이다. 검증 IP는 크게 네 가지 방식으로 확장된다. ① 후속작(예: 테이크투의 <GTA 5>→<GTA 6>), ② 구작

을 보완해 재출시하는 리메이크·리마스터, ③ 동일 IP를 다른 장르로 확장하는 스핀오프, ④ 영화·애니메이션·상품화로 게임 외 영역까지 확장하는 미디어 라이선싱이다.

이러한 확장은 주요 기업 사례에서도 확인된다.

코나미(일본)는 오랜 기간 신작이 끊겼던 〈사일런트 힐〉(메탈기어 솔리드) 시리즈를 각각 〈사일런트 힐 2〉(메탈기어 솔리드 4) 리메이크로 재출시했다. 〈사일런트 힐 2〉 리메이크는 출시 두 달 만에 200만 장이 판매되며 콘솔 IP의 재흥행 가능성을 입증했다. 여기에 모바일·크로스플랫폼으로 장기 서비스 중인 〈eFootball〉(유희왕)이 안정적인 캐시카우 역할을 하면서 게임 부문은 사상 최대 실적을 기록했다.

캡콤(일본)의 〈바이오하자드〉는 후속작에 더해 〈RE2〉(RE4) 등 구작 리메이크로 판매를 확대하며 시리즈 누적 2억 장을 넘어섰다. 특히 〈RE4〉 리메이크는 출시 2주 만에 400만 장이 판매됐다. 캡콤은 이 밖에도 몬스터 헌터·스트리트 파이터 등 여러 검증 IP를 기반으로 신작과 리메이크를 지속적으로 출시하는 선순환 구조를 구축해, 2013년 이후 13년 연속 영업이익의 성장을 이어가고 있다.

닌텐도(일본)의 〈마리오〉(게임 시리즈 누적 판매량 약 9억 4,500만 장, 2025년 기준)는 점프 액션에서 레이스·파티 게임으로 장르를 확장한 데 이어, 2023년 극장판 애니메이션이 글로벌 박스오피스 13억 6,000만 달러를 기록하며 게임 외 영역으로 확장됐다. 〈포켓몬〉도 게임·카드·애니메이션·상품화를 결합한 글로벌 대표 미디어 프랜차이즈로 성장했다 (단, 실적이 콘솔 교체 주기에 좌우돼 IP 경쟁력에도 최근 5년 주가 수익률은 상대적으로 부진).

실제로 지난 5년간 글로벌 게임주 수익률 상위 1·2위가 모두 검증 IP를 꾸준히 시리즈화해 온 코나미·캡콤이라는 점은 프랜차이즈화가 멀티플 확장의 핵심 요인임을 보여준다. 결국 IP의 가치는 단순 보유 여부보다 다양한 방식으로 반복 확장할 수 있는지에 따라 결정되는 것으로 판단된다.

재평가의 둘째 조건은 모바일을 넘어 글로벌 콘솔·PC 시장으로의 확장

② 모바일을 넘어 글로벌 콘솔·PC 시장으로 확장

모바일 중심 구조의 한계

두 번째 조건은 모바일을 넘어 글로벌 콘솔·PC 시장에서도 경쟁력을 입증하는 것이다. 한국 게임사는 PC 온라인과 모바일에서 세계 4위권 개발 역량을 축적한 모바일 강국이다(자료: 한국콘텐츠진흥원). 그러나 강점을 보였던 모바일 시장은 성장률이 한 자릿수 초반으로 낮아지며 과거와 같은 고성장을 기대하기는 어려워졌고(자료: Newzoo), 과과금 RPG 중심의 수익모델도 짧은 수명, 이용자 피로, 확률형 과금 규제라는 한계에 직면해 있다. 여기에 자본력과 개발력을 앞세운 중국 게임사의 공세까지 더해지며 모바일 내 경쟁 강도도 높아지고 있다. 모바일 중심 구조에 머무를 경우 성장성과 수익성 모두 재평가 여지가 제한적일 수밖에 없다.

콘솔·PC가 높이는 이익의 질

콘솔·PC 성과가 재평가로 이어지는 핵심은 이익의 질(이익의 지속성·변동성·확장가능성·예측가능성)이 개선된다는 데 있다. 콘솔·PC 프리미엄 시장은 검증 IP를 후속작·리마스터·확장팩으로 반복 판매하기에 유리해, 프랜차이즈화가 가장 잘 작동하는 시장이다. 한 번 팬덤을 확보하면 후속작 수요를 가능하기 쉽고, 시리즈화될수록 이익의 지속성도 높아진다. 반면 모바일 부분 유료화(F2P)는 초기 매출이 크더라도 제품 수명이 짧고 과과금 피로가 누적돼 이익 변동성이 크고 예측가능성은 낮다. 이 관점에서 한국 게임사의 콘솔 비중이 5%(글로벌 약 24%)에 그친다는 점은 디스카운트의 핵심 요인으로 볼 수 있다.

이 전환의 효과를 보여주는 사례가 일본의 캡콤이다. 콘솔 중심이던 캡콤은 검증 IP를 PC(스팀)까지 동시 출시하며 여러 플랫폼에서 반복 판매하는 구조를 강화했고, 2026년 3월 결산 기준 플랫폼별 매출 비중은 PC 54.5%, 콘솔 38.5%를 기록했다. 그 결과 영업이익은 수년 연속 사상 최대치를 경신했고 영업이익률도 38%대로 글로벌 퍼블리셔 최상위권에 올랐으며, 주가도 'IP 파워하우스'로 재평가받으며 최근 5년간 98% 상승했다(자료: Capcom IR).

성장 여력이 남아 있는 프리미엄 패키지 시장

콘솔·PC 시장의 성장 여건은 모바일보다 우호적이다. 모바일도 완만한 성장을 이어가지만, 콘솔은 <GTA6> 출시와 닌텐도 스위치 2 사이클이 맞물리며 성장 모멘텀이 더욱 뚜렷하고(2025~2028년 연평균 약 4.4% 성장 전망), PC 시장도 견조한 흐름을 이어갈 전망이다(자료: Newzoo).

또한 콘솔·PC 시장은 모바일보다 마케팅과 이용자 확보 경쟁의 영향이 상대적으로 작고, 게임의 완성도와 IP·제작 역량이 흥행을 좌우한다. 이러한 경쟁력을 갖춘 게임을 전 세계 이용자에게 유통하는 대표 플랫폼이 스팀이다. 스팀은 2026년 동시접속자 수 약 4,000만 명에 달하는 세계 최대 PC 게임 플랫폼으로, 판호 없이 중국 이용자에게 접근할 수 있을 뿐 아니라 구매력이 높은 서구권 수요까지 포괄한다(자료: Valve). 따라서 모바일 중심이었던 한국 게임사도 콘텐츠 경쟁력을 갖춘 신작으로 스팀에서 성과를 입증할 경우, 글로벌 판매 확대를 통해 실적을 크게 끌어올릴 수 있다.

한국 게임사의 초기 성과와 과제

한국에서도 글로벌 콘솔·PC 시장에서 통할 수 있다는 가능성이 확인되고 있다. 시프트업의 <스텔라 블레이드>는 한국 게임 최초로 소니(SIE)의 세컨드 파티(플랫폼 보유사와 협력해 독점작을 개발하는 외부 스튜디오)로 선정돼 PS5로 출시된 뒤 2025년 6월 스팀으로 확장됐고, 후속작 개발도 공식화했다. 네오위즈의 <P의 거짓>은 한국형 소울라이크(고난도 액션 RPG)로 게임스컴 어워드 3관왕에 오르며 해외 매출 비중 97%를 기록했고, 확장 DLC가 차기작으로 이어지고 있다. 펠어비스의 <붉은사막>은 2026년 3월 출시 후 글로벌 누적 판매량 약 600만 장을 돌파하며 분기 콘솔 매출 비중을 7%→38%로, 미주·유럽 비중을 17%에서 38%로 끌어올렸다.

다만 콘솔·PC 진출 자체가 곧바로 구조적 재평가로 이어지지는 않는다. 한 차례 흥행은 글로벌 프리미엄 시장 진입의 출발점일 뿐, 진정한 프리미엄은 그 IP가 후속작·확장팩·장기 프랜차이즈로 이어질 때 비로소 부여된다. 콘솔·PC 대작은 평균 개발비가 2억 달러를 넘는 고위험·고수익 영역이어서 모든 한국 게임사에 동일하게 적용되는 해법도 아니다.

결국 한국 게임주의 재평가는 '이익이 일회성에 그치지 않고 반복될 수 있다'는 신뢰를 시장에 입증할 수 있느냐에 달려 있다. 검증 IP를 후속작·시리즈로 확장해 흥행의 반복성을 입증하든, 글로벌 콘솔·PC 시장에서 자체 IP의 경쟁력을 확인시키든, 핵심은 이익의 질을 높이는 데 있다. 한국 게임사가 이러한 신뢰를 축적하는 과정이 곧 멀티플 디스카운트가 축소되는 과정이 될 것으로 판단된다.

VIII. 밸류에이션 방법론

게임주 평가 난점: 흥행 가능성을 어떻게 기업가치로 환산할 것인가

게임주 밸류에이션의 근본적인 어려움은 흥행이라는 불확실한 미래를 현재의 기업가치로 환산해야 한다는 데 있다. 게임은 대표적인 경험재로, 이용자가 직접 경험하기 전에는 가치를 가늠하기 어렵다. 그런 만큼 막대한 개발비를 투입했다고 흥행이 보장되는 것은 아니다. 대규모 자본을 투입한 대작이 외면받기도 하고, 소규모 개발사의 게임이 입소문만으로 글로벌 흥행에 성공하기도 한다. 사전 예약 규모, 사전 평가 등 출시 전에도 흥행 가능성을 어느 정도 가늠할 수 있는 선행 지표들이 있으나 이러한 지표는 대개 출시가 임박한 시점에야 확인되고, 실제 매출로 이어질지에 대한 예측력도 제한적이다. 게다가 게임의 성과는 제품 완성도뿐 아니라, 출시 이후의 마케팅과 운영 등 라이브서비스 역량에도 크게 좌우된다.

이 때문에 이익 변동성은 회사마다 다르다. 여러 IP를 라이브서비스로 운영하는 기업은 신작이 없어도 이익이 비교적 안정적이지만, 소수 IP에 의존하는 기업은 신작 유무에 따라 이익이 급감·급증을 반복한다. 특히 적자인 해에는 PER이 산출되지 않아, 이런 기업을 '현재 이익'만으로 평가하면 왜곡이 크다. 따라서 시장은 신작 효과를 반영한 선행 PER을 함께 본다. 다만 선행 PER도 신작의 일매출과 흥행 기간을 정성적으로 가정해야 하므로, 핵심 가정 변화에 따라 추정 이익이 크게 달라진다. 결국 게임주는 특정 연도 이익의 '규모'뿐 아니라 그 이익의 지속성과 예측 가능성을 함께 봐야 하며, 단일 지표에 의존하기보다 여러 방법론을 교차해 평가할 필요가 있다.

신작 가정 기반 PER

흥행 가정을 연간 이익으로 환산

게임주 밸류에이션의 기본은 '평가 기준연도 예상 EPS(또는 지배주주순이익) × Target PER'이다. 단순한 공식이지만, 게임주에서는 두 요소 모두 신작 흥행 가정에 크게 좌우된다는 점이 일반 기업과 다르다.

1) 연간 EPS: 흥행 가정을 이익으로 전환

연간 실적을 추정하려면 신작별로 여러 변수를 가정해야 한다. 콘솔·PC 신작은 예상 판매량·판매단가·플랫폼 수수료·마케팅비·개발비 상각을, 모바일 신작은 초기 일매출·매출 하향 안정화 속도·업데이트 효과·앱마켓 수수료를 각각 가정한다. 이 가정들의 출발점에는 항상 '신작이 얼마나 흥행할 것인가'에 대한 판단이 있다. 즉 게임주의 예상 EPS는 객관적 전망치라기보다 신작 흥행 가능성에 대한 애널리스트의 판단이 여러 변수를 거쳐 수치화된 결과물이며, 그만큼 높은 불확실성을 안고 있다.

이 불확실성 때문에 핵심 가정이 조금만 달라져도 이익 추정치는 크게 바뀐다. 따라서 게임주 분석에서는 단일 추정치보다 흥행·기준·부진 시나리오를 함께 두고 이익 민감도를 점검한다. 예컨대 콘솔 신작은 누적 판매량 100만~300만~500만 장 시나리오로, 모바일 신작은 초기 일매출과 매출 하향 속도로 이익 범위를 추정한다.

2) Target PER: 이익의 질에 따른 배수 차등

추정한 EPS에 적용하는 배수가 Target PER이다. 같은 규모의 이익이라도 그 이익이 얼마나 지속·반복되는지에 따라 적용 배수는 달라진다. 검증된 IP를 후속작·시리즈로 확장하거나 콘솔·PC·라이브서비스로 반복 매출을 창출하는 기업에는 높은 배수가, 단일 IP·내수 모바일에 의존하는 기업에는 할인이 적용된다.

결국 이 방법의 핵심은 '몇 배를 적용하느냐'를 기계적으로 계산하는 데 있지 않다. 신작이 성공하면 얼마의 이익이 발생하는지(EPS), 그리고 그 이익이 일회성인지 반복 가능한지(Target PER)를 구분해, "이 게임이 잘될 것 같다"는 막연한 기대를 '판매량 가정 → 예상 EPS → Target PER → 기업가치'라는 검증 가능한 구조로 전환하는 데 있다.

다만 한계도 뚜렷하다. 대형 신작은 개발에 수년이 걸려 기준연도가 아니라 2~3년 뒤 출시되는 경우가 많고, 이 경우 기준연도 EPS에는 해당 신작 가치가 반영되지 않는다. 회사 가치의 핵심이 중장기 파이프라인에 있어도 단일 연도 이익만으로는 이를 포착하기 어렵다. 이 경우 평가 기준연도를 신작이 실적에 반영되는 미래 시점으로 옮기고, 출시 지연과 흥행 불확실성을 할인율로 보정한다.

상대가치

이익의 질이 멀티플 격차를 판가름

상대가치는 동종 기업 대비 평가 대상 기업의 저평가·고평가 여부를 비교하는 방식이다. 게임주는 신작 사이클에 따라 실적이 변동하기 때문에 특정시점의 PER 단일 지표만으로는 판단에 한계가 있다. 따라서 PER·EV/EBITDA·PBR을 함께 보는데, 이때 핵심은 이익의 질(이익의 지속성·예측가능성) 차이가 실제 멀티플 격차로 나타나는지, 그 격차가 과도하지 않은지를 판별하는 데 있다.

• PER: 이익이 안정적인 기업에 가장 직관적인 지표다. 선행 PER 기준으로 보면 글로벌 게임주의 PER은 이익의 질에 따라 대체로 세 층위로 형성된다. ① 프리미엄(대략 20배 이상)에는 검증된 IP를 프랜차이즈로 반복 흥행시켜 온 기업이, ② 시장 평균(10~20배 안팎)에는 안정적 IP와 라이브서비스로 꾸준한 이익을 내는 기업이, ③ 디스카운트(10배 안팎 이하)에는 흥행의 반복성이 아직 입증되지 않은 기업이 주로 위치한다.

• EV/EBITDA: 영업 현금창출력에 가까운 지표다. 일회성 손익과 자본구조 영향을 덜 받아 순현금이 많거나 자본구조가 다른 글로벌 피어 비교에 유용하다. 다만 개발비 회계처리가 국가 회계기준마다 달라 유의해야 한다. 한국 게임사는 대체로 개발비를 비용으로 처리하는 반면, 미국 등은 개발비를 자산으로 잡아 두었다가 나중에 상각하는(자산화) 경우가 많다. 개발비를 자산화하면 그 부담이 EBITDA에 잡히지 않아 EBITDA가 상대적으로 높게 나타나므로, 같은 EV/EBITDA라도 실제 현금창출력은 다를 수 있다.

• PBR: 순자산은 재무제표의 자본총계에서 확인할 수 있다. 게임사는 순자산의 상당 부분이 현금·금융자산인 경우가 많아, 순자산가치가 주가 하방을 가능하는 참고선이 된다.

과거 밴드로 현재 위치를

확인하고, 할인 정당성은 이익의 질로 판단

Historical Valuation

역사적 밸류에이션은 동종 기업과의 비교가 아니라, 해당 기업의 과거 밸류에이션 밴드에서 현재 주가가 어느 위치에 있는지를 확인하는 방식이다.

적용 지표는 이익의 안정성에 따라 달라진다.

• PER 밴드: 이익이 비교적 안정적인 기업에 활용한다. 여러 해에 걸쳐 밴드가 형성되는 만큼, 현재 주가가 밴드의 하단인지 상단인지를 판단하는 데 활용할 수 있다.

• PBR 밴드: 흑자와 적자를 반복하거나 이익 변동성이 커 PER 밴드가 뚜렷하게 형성되기 어려운 기업에는 PBR 밴드를 활용할 수 있다.

다만 밴드 하단이 곧 저평가를 의미하는 것은 아니다. 현재 밸류에이션 배수가 과거보다 낮아진 배경이 이익 체력의 구조적 약화라면, 낮은 밸류에이션이 정당화될 수 있기 때문이다. PBR의 경우 자기자본이익률(ROE)이 자본비용을 밑돌면 PBR 1배 미만이 정당화될 수 있다. 따라서 역사적 밴드는 현재 위치를 보여줄 뿐, 그 할인이 일시적인지 구조적인지 구분할 필요가 있다.

방어가치와 신작의 기대치로
기업가치를 양분

시가총액 분해: 방어가치(하방)와 신작 기대분(상방)

게임주 밸류에이션에서는 시가총액을 두 부분으로 나눠 보는 접근이 유용할 수 있다.

첫째는 순현금성자산과 기존 게임이 뒷받침하는 방어가치(하방), 둘째는 아직 출시되지 않은 신작의 흥행 기대가 반영된 신작 기대분(상방)이다. 신작 기대분은 흥행 시 크게 확대되지만 실패 시 소멸할 수 있어 옵션의 성격을 띠는 반면, 방어가치는 신작 성과와 무관하게 남는다.

방어가치는 다시 순현금성자산과 기존 게임의 이익가치로 구성된다. 순현금성자산(현금·단기금융자산에서 차입금 차감)은 재무제표로 명확히 확인되고 게임사는 그 비중이 높은 경우가 많아 주가 하방의 기준선이 된다. 반면 기존 게임의 이익가치는 적용 멀티플에 따라 달라져 순현금만큼 명확히 산출되지 않으며, 실적 감소에 따라 축소될 수도 있다. 따라서 방어가치는 절대적 하한이라기보다, 현재 실적을 기준으로 추정된 주가 하방선으로 이해하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

방어가치를 시가총액에서 차감한 나머지가 신작 기대분이다(시가총액 = 순현금성자산 + 기존 게임 이익가치 + 신작 기대분). 이를 통해 신작 부진 시 주가 하방과 현재 주가에 반영된 신작 기대를 함께 가늠할 수 있으며, 시가총액이 방어가치에 가까울수록 시장이 신작 흥행 가치를 거의 반영하지 않는 보수적 국면으로 볼 수 있다.

SOTP: 복합 게임사의 사업부별 가치 합산

여러 사업부·지분을 보유한 대형 게임사는 SOTP(사업부별 가치 합산)로 평가한다. 게임 사업에는 글로벌 게임사 평균 PER·EV/EBITDA를, 보유 지분은 시장가치를, 비게임·플랫폼 사업은 각 특성에 맞는 배수를 적용해 따로 계산한 뒤 지주회사 할인 등을 반영해 합산한다. 게임 외 사업 비중이 큰 넷마블, 텐센트 같은 기업에 특히 유용하다.

종합: 국면별 밸류에이션 지표

게임사 밸류에이션은 이익의 질을
숫자로 환산하는 과정임

게임주의 모든 국면을 설명하는 단일 지표는 없다. 신작 출시 전인지, 흥행 이후인지, 이익이 부진한 국면인지에 따라 적합한 방법론은 달라지며, 앞서 본 지표도 이에 맞춰 조합해 활용해야 한다. 다만 어떤 지표를 쓰든 확인하려는 질문은 같다. 그 질문은 ‘흥행 가능성’이라는 불확실한 미래를 어떻게 이익과 멀티플로 환산할 것인가다. 이 과정에서 적용 멀티플을 좌우하는 것은 흥행 반복성에 대한 신뢰, 즉 이익의 질이다.

게임주 국면별 주요 밸류에이션 지표

상황	핵심 질문	적합한 지표	대표 기업
신작 출시 전	신작 흥행 시 이익 규모와 현재 주가 반영 정도	신작 가정 PER(시나리오 분석)	NC
신작 부재·평상시	기존 사업 기준 동종 대비 저평가 여부	PER(피어 비교 시 EV/EBITDA 병행)	네오위즈·크래프톤
신작 부진·이익변동	기업가치의 하방(방어가치)은 어디인가	PBR	카카오게임즈·컴투스
복수 사업·지분 보유	영업가치와 투자자산가치를 어떻게 분리 평가할 것인가	SOTP	넷마블·텐센트

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

VII. 투자전략: 신작 사이클 중심 접근

실적보다는 신작 흥행여부에 의한 주가변동이 큰 게임주

게임주 특성: 실적과 주가의 괴리

게임주는 단기 실적만으로 주가 흐름을 설명하기 어려운 경우가 많다. 게임사의 이익은 기존 게임의 매출 흐름뿐 아니라 향후 출시될 신작의 흥행 여부에 따라 빠르게 달라질 수 있다. 신작 하나의 성과가 향후 실적 추정치와 적용 멀티플을 동시에 바꿀 수 있는 만큼, 시장은 이미 확인된 분기 실적보다 신작 일정과 흥행 가능성에 더 민감하게 반응하는 경향이 있다. 이 때문에 실적이 양호하더라도 신작 기대가 약해지거나 출시 일정이 지연되면 주가가 부진할 수 있다. 반대로 현재 실적이 낮아도 신작 기대가 높아지면 주가가 선제적으로 움직일 수 있다. 게임주를 분기 실적뿐 아니라 신작 사이클과 함께 봐야 하는 이유다.

신작 사이클 단계별 투자 접근방법

게임주 투자에서 자주 언급되는 통념은 ‘신작 기대에 사서 출시 시점에 판다’는 것이다. 이는 일반적으로 ‘기대에 사서 뉴스에 판다(buy the rumor, sell the news)’ 전략으로 설명된다. 그러나 출시 전 품질과 흥행 가능성을 확인하기 어려운 경험재(experience good, 이용 이후에야 품질 판단이 가능한 상품) 성격이 강한 게임에는 이 공식이 단순하게 적용되지 않을 수 있다. 신작 사이클에서 중요한 것은 출시 여부 자체보다 각 국면에서 확인되는 지표의 성격이다. 출시 전에는 기대 형성과 일정 신뢰도를, 출시 직후에는 실제 성과와 시장 기대의 괴리를, 출시 후 1~2개월에는 흥행 지속성을, 중장기적으로는 IP의 반복 매출 가능성을 구분해 점검할 필요가 있다.

① 출시 전: 공개·트레일러·사전예약·쇼케이스를 거치며 신작에 대한 기대가 형성된다. 다만 평균적으로는 이 기대가 주가에 미리 반영되는 정도가 크지 않다(국내 상장 게임사 13곳의 2001~2024년 출시 49건 분석에서도 출시 전 구간의 통계적으로 유의한 비정상수익률은 확인되지 않음. 자료: Pyo-Choi, Mathematics, 2026). 흥행을 미리 가능하기 어려운 만큼, 기대만으로 주가가 선제적으로 크게 오르는 쉽지 않은 것으로 판단된다(다만 이는 평균적인 경향이며, 기대가 주가에 반영되는 정도는 개별 사례마다 다를 수 있음). 따라서 출시 전 단계에서는 사전예약 규모, 시연·사전평가 반응, 출시일 확정·지연 여부, 주가에 반영된 기대 강도를 점검할 필요가 있다.

② 출시 직후: 정식 출시와 함께 매출 순위, 동시접속자, 판매량, 리뷰 등 확인 가능한 성과 지표가 처음 집계되는 구간이다. 그만큼 주가 변동성이 가장 크게 확대되고, 평균적으로는 하락 압력이 나타난다(출시 다음 거래일의 평균 비정상 수익률이 약 -2.3%로 나타났고, 변동성도 다음 거래일에 가장 높게 나타남. 자료: Pyo-Choi, Mathematics, 2026). 초기 지표가 시장 기대를 웃돌면 실적 추정치 상향과 주가 재평가로, 밀리면 주가 하락으로 이어진다. 따라서 출시 직후 단계에서는 매출 순위·이용자 반응 등 실제 성과 지표가 기대를 충족하는지, 그 방향성을 확인할 필요가 있다.

③ 출시 후 1~2개월: 흥행이 단기 이벤트에 그칠지, 장기 IP로 이어질지를 가리는 지속성 검증 구간이다. 출시 30일·60일 순위 유지력, 잔존율, 인당 결제액(ARPU)이 핵심 지표인데, 특히 30일 잔존율은 게임의 장기 수익성(이용자 생애가치, LTV)을 가능하는 대표 지표로 통용된다. 초기 흥행이 유지되면 실적 추정치 상향과 리레이팅으로 이어지지만, 초기 모멘텀이 빠르게 둔화되면 디레이팅 압력이 나타난다. 따라서 이 구간에서는 출시 직후의 초기 흥행이 구조적 지속성으로 이어지는지를 확인할 필요가 있다.

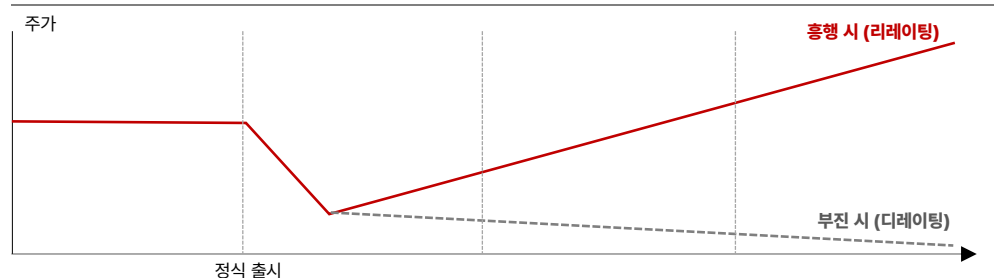
④ 중장기(6개월~수년): IP의 확장성이 기업가치를 좌우하는 구간이다. 시즌제·확장팩·후속작으로 매출이 반복되고 글로벌로 확장될수록 더 높은 가치가 매겨진다. 따라서 이 단계에서는 단일 신작의 흥행 여부보다, 그 IP가 반복 매출 구조로 이어지는지를 확인할 필요가 있다.

[참고] 출시 일정 지연 리스크

신작 사이클에서 함께 고려해야 할 변수는 출시 일정의 불확실성이다. 스팀에 등록된 게임 23,485개를 분석한 연구(자료: 캐나다 앨버타대 연구진, 2022)에 따르면 전체의 48%가 최초 예정일을 지키지 못하고 출시를 연기했으며, 지연 게임 비율은 2016년 28%에서 2020년 약 55%로 상승했다.

대형 게임일수록 일정 지연의 영향은 더 크게 나타날 수 있다. 테이크투의 <GTA6>는 당초 2025년 출시 예정이었으나 2026년 5월 26일로 한 차례 연기된 뒤, 다시 2026년 11월 19일로 연기됐다. 펠어비스의 <붉은사막>도 2020년 첫 공개 당시 제시됐던 2021년 출시 계획에서 지연된 끝에 2026년 3월 출시됐다. 개발 기간이 과거 2~3년에서 최근 대작 기준 5~7년으로 길어지고 제작비가 2억 달러를 넘어서는 사례가 늘면서, 출시 지연은 특정 게임의 예외적 사건이 아니라 업계 전반의 일반적 현상으로 자리 잡고 있다. 신작에 대한 기대가 주가에 반영된 상태에서 출시가 연기되면 모멘텀 공백이 발생할 수 있으므로, 출시일이 확정되기 전까지는 일정 지연 가능성을 할인 요인으로 함께 고려할 필요가 있다.

게임 신작사이클 투자전략



구분	① 출시 전	② 출시 직후	③ 출시 후 1~2개월	④ 중장기 (6개월~수년)
주요 이벤트	공개·트레일러·사전예약·쇼케이스	정식 출시	업데이트·이벤트	시즌제·확장팩·후속작
주가 흐름	평탄	변동성 최대	흥행 시 리레이팅·부진 시 디레이팅	흥행 시 우상향
확인 지표	사전예약 수, 시연·사전평가, 출시일 확정·지연	매출 순위, 동접·판매량, 리뷰	D+30·D+60 순위 유지력, 잔존율, ARPU	반복 매출, 후속작 성과, 글로벌 확장
투자 관점	사전 평가가 좋은지·연기 위험은 없는지 점검	초기 성과 지표의 시장 기대치 부합 여부 확인, 하회 시 하락 리스크 유의	초기 흥행의 지속성 점검 - 단발성인지 장기 IP로 이어질지 판별	후속작으로 이어지면 높은 가치 인정

자료: Pyo, S., Cho, M., "Experience Goods and Delayed Price Discovery," Mathematics 14(5), 755, 2026, 한국IR협의회 기업리서치센터

IX. 참고자료

주요 게임사 사업구조 및 밸류에이션 비교

글로벌 주요 게임사 사업구조 및 밸류에이션 비교

(단위: 억 %)

국가	기업	코드	사업개요	통화	시총	매출	영업이익	당기순이익	OPM	ROE
중국	텐센트	0700.HK	중국 최대 인터넷 게임 플랫폼 기업 (한자영양, 판정영양 등 중국 내 흥행 라이브 서비스 게임을 보유하고 있으며, 라이엇 게임즈 슈퍼셀 등 글로벌 게임사에 대한 지분 투자를 통해 해외 게임 포트폴리오 구축. 게임 사업은 전사 매출의 30%대를 차지하며, 위챗 광고 플랫폼 사업을 이루르는 종합 인터넷 플랫폼 기업	HKD	41,480	8,155	2,704	2,493	33.2	19.9
	넷이즈	NTES	중국 2위 게임사. 몽한사유 등 자체 IP 게임 개발과 해외 IP의 중국 퍼블리싱을 병행하며, (Marvel Rivals) 등을 통해 글로벌 게임시장으로 사업 영역 확대. 게임 사업은 전사 매출의 80%대를 차지하며, 클라우드무작교육(유디오) 사업도 함께 영여하는 종합 인터넷 게임 기업	USD	822	6	-	2	0.0	0.9
미국	EA	EA	미국 대형 게임 퍼블리셔. (EA Sports FC) (메든 NFL) 등 연간 출시 프랜차이즈와 (심즈) (에이펙스 레전드) 등 라이브 서비스 게임을 보유. Ultimate Team 아이템 판매, 게임 내 결제, 구독자구 콘텐츠 등 라이브 서비스 매출이 전사 매출의 70%대를 차지해 신작 패지 판매 이후에도 지속적으로 발생하는 반복 매출 비중이 높은 기업	USD	518	75	12	9	15.4	13.5
	테이크투	TTWO	GTA (세드 데드 리덤) (록스타) (NBA 2K) (2K) 모바일 게임 (장가)을 주요 사업 축으로 보유한 미국 게임사. 게임 내 결제 추가 콘텐츠 광고 등 반복 매출이 전체 매출의 약 80%를 차지하며, 플랫폼으로는 모바일 매출 비중이 가장 높은 실적인 대형 신작 출시 시점에 크게 좌우되며, GTA (6)가 밸류에이션의 핵심 변수	USD	440	67	-1	-3	-1.6	-10.6
일본	닌텐도	7974.JP	콘솔 하드웨어와 자사용 플랫폼 전용 소프트웨어를 함께 개발 판매하는 일본 대표 게임사. (마리오) (젤다) (포켓몬) 등 글로벌 최상위권 IP를 기반으로 하드웨어와 소프트웨어 판매 및 매출은 수직 계열화 구조를 구축. 전용 게임기 플랫폼 사업이 매출의 90% 이상을 차지하며, 영하타이피크 등으로 P 사업 영역 확대	JPY	90,752	23,311	3,537	4,241	15.3	14.9
	코나미	9766.JP	(슈퍼방) (Football) (레틀) (기아) (일본전트) 등 다수의 장수 IP를 보유한 일본 게임사. 디지털 엔터테인먼트 (게임) 사업이 매출의 약 70%를 차지하며, 피트니스 카지노 기기 등 비게임 사업도 병행. 최근 검증된 IP의 리메이크를 확대하는 한편, 모바일 게임의 장기 운영 매출 비중도 상승	JPY	26,605	4,937	1,359	1,000	27.5	19.1
	반다이	7832.JP	(건담) (드래곤볼) (원피스) (엘드림) (퍼블리싱) 등 폭넓은 IP 포트폴리오를 보유한 일본 종합 엔터테인먼트 기업. 완구 (토이 & 허비)가 매출의 40%대	JPY	26,722	13,482	1,870	1,409	13.9	17.0
	남코	JP	게임 (디지털)이 30%대를 차지하며, 양대 사업 축을 구성. 게임 흥행뿐 아니라 캐릭터 상품 라이선스 매출도 주요 실적 변수							
	넥슨	3659.JP	한국에서 설립된 데도 교중간, 데스에 상장한 글로벌 게임사. (선전) (피아) (메이플스토리) (C 온라인) 등 장수 IP가 매출의 약 70%를 차지하며, 한국 중국을 중심으로 북미 유럽에서도 사업을 전개. 라이브 서비스 운영 역량을 기반으로 검증된 IP를 콘솔 플랫폼과 글로벌 시장으로 확장	JPY	17,945	4,751	1,284	897	27.0	8.6
	캡콤	9697.JP	(몬스터 헌터) (바이오하자드) (스트리트 파이터) 등 글로벌 흥행 프랜차이즈를 보유한 일본 게임사. 게임 (디지털 콘텐츠) 사업이 매출의 약 4분의 3을 차지하며, 게임 센터 운영 아케이드 기기 사업도 병행. 검증된 IP를 PC (스탁) 등으로 확대하고, 구작 판매를 장기화하는 전략을 통해 수익성 개선	JPY	17,664	1,954	753	546	38.5	22.1
	스퀘어	9684.JP	(파이널 판타지) (레고) (엑스) (왕덤) (하츠) 등 대형 RPG 프랜차이즈를 보유한 일본 게임사. 디지털 엔터테인먼트 (게임) 사업이 매출의 60%대를 차지하며, 오락실 운영 아케이드 게임기, 출판, 캐릭터 상품 사업도 병행. 대형 신작의 흥행 성과에 따라 실적 변동성이 큰 구조	JPY	9,532	2,977	401	296	13.5	8.7
한국	크래프톤	259960.KS	(배틀그라운드) (PUBG)를 보유한 국내 대표 글로벌 게임사. PC 모바일 플랫폼에서 PUBG가 장기 흥행을 이어지며 해외 매출 비중이 높음. 향후 핵심은 PUBG의 의존도를 낮추고 (인조) (이) 등 신규 IP를 안착시킬 수 있는지 여부	KRW	106,117	33,266	10,544	7,337	31.7	10.5
	NC	036570.KS	(리니지)를 기반으로 성장한 국내 대표 MMORPG 개발사. (리니지) (메이플) (리니지) (리니지)가 핵심 현금창출원이나, 국내 모바일 MMORPG 시장의 성숙과 고과금 수익 모델에 대한 이용자 피로가 부담 요인. 향후 재평가 여부는 (비블리) (리니지) IP의 글로벌 멀티플랫폼 신작 성과가 좌우	KRW	49,013	15,069	161	3,474	1.1	10.8
	넷마블	251270.KS	국내 대형 모바일 게임 개발 퍼블리싱 기업. 일곱 개의 대표 (나 혼자만 레벌) (업) 등 외부 IP와 (세븐) (이즈) 등 자체 IP를 활용한 게임을 글로벌 시장에 서비스. 해외 매출 비중은 2025년 기준 73%로, 영미권 수주로 부담이 높은 가운데 신작 흥행 성과에 따라 이익 변동성이 큰 구조	KRW	30,234	28,351	3,525	2,308	12.4	4.2
	펄어비스	263750.KQ	검은사막 IP를 보유한 PC 콘솔 모바일 게임사. 자체 엔진을 활용한 대규모 오픈월드 개발 역량 강화 중이며, 검은사막을 여러 플랫폼에서 장기간 글로벌 라이브 서비스로 운영. 향후 밸류에이션의 핵심 변수는 검은사막의 판매 성과와 흥행 지속성	KRW	21,461	3,656	-148	-84	-4.1	-1.1
	시프트업	462870.KS	(슬리의 여신) (네와) (스탈라) (블레이드)를 보유한 고수익성 게임 개발사. 모바일 서비스 플랫폼 시장에서 글로벌 흥행에 성공한 데 이어 콘솔 패지 시장에서도 성과를 거두며 멀티플랫폼 개발 역량을 입증. 자체 IP 중심의 사업 구조로 수익성이 높으며, 향후 핵심은 차기 신작에서도 흥행을 재현할 수 있는지 여부	KRW	18,945	2,945	1,814	1,914	61.6	22.7
	더블유	192080.KS	(DoubleU Casino)와 미국 회사인 더블다운 인터랙티브의 (DoubleDown Casino)를 주력으로 하는 소셜 카지노 게임사. 매출 대부분이 해외에서 발생하며, 게임의 경우 해외에서도 확장 여지를 보유. 실적은 신작 출시와 기존작 업데이트 성과에 따라 변동성이 큰 구조	KRW	12,704	7,199	2,321	1,798	32.2	11.2
	카카오	293490.KQ	카카오 게임 개발 퍼블리싱 기업. (오딘) (발할라 라이징)을 중심으로 PC 모바일에서 MMORPG 개주일 등 다양한 장르의 게임을 서비스해 왔으며, 게임즈 사업인 (골프) 부문은 2025년 10월 매각 완료. 최근 실적 부진이 이어진 가운데, 자체 개발 신작의 흥행과 글로벌 성과 입증에 과제	KRW	8,505	4,650	-396	-1,431	-8.5	-10.7
	넥슨	225570.KQ	(메이플스토리) (세븐) (이즈) (아바타) (파스트) (다센트) 등을 개발 운영하는 넥슨 게임 개발사. PC 모바일 콘솔을 아우르는 개발 포트폴리오와 넥슨의 글로벌 퍼블리싱 서비스 역량이 강점. 2025년에는 매출 감소와 비용 증가로 영업 손실을 기록했으며, 향후 핵심은 신작 흥행을 통한 실적 회복과 독자 전환	KRW	5,605	1,793	-602	-618	-33.6	-21.8
	위메이드	112040.KQ	(히르) (전설) IP를 기반으로 성장한 게임사. (히르) (아미) 등 MMORPG와 블록체인 플랫폼 WEMX를 함께 운영. 2025년 블록체인 매출 비중은 약 14%로, 실적은 게임과 중국 미트 IP 라이선스에 주로 좌우되며 향후 핵심은 중국 사업 확대와 신작 흥행 성과	KRW	5,764	6,140	107	-270	1.7	-3.3
	네오위즈	095660.KQ	콘솔 PC 게임과 웹보드를 양대 사업 축으로 보유한 게임사. IP의 거점과 글로벌 흥행을 통해 콘솔 PC 자체 개발 역량을 입증했으며, 파랑 웹보드가 안정적인 이익 기반을 제공. 향후 밸류에이션의 핵심은 IP의 거점과 차기작과 신규 콘솔 IP에서도 흥행을 재현할 수 있는지 여부	KRW	3,905	4,327	600	451	13.9	9.8
폴란드	웹젠	069080.KQ	(슈(MU)) IP를 보유한 국내 중견 게임사. 모바일 MMORPG와 중국을 비롯한 해외 지역의 IP 라이선스 매출이 주요 사업 축이며, 기존 게임의 장기 운영과 신작 성과가 실적을 좌우. 다만 매출과 이익의 (슈(MU)) 의존도가 높아 신규 P 확보가 과제	KRW	3,465	1,744	297	235	17.0	3.5
	컴투스	078340.KQ	(서머너즈 워) (P)와 야구 게임 (스포츠) 라이선스를 보유한 모바일 게임사. 해외 매출 비중이 60%대로 높고, (서머너즈 워) 이후 대형 신작의 반복 흥행이 과제. 게임 사업뿐 아니라 미디어 콘텐츠 회사로 손익도 연결 실적의 주요 변수	KRW	3,126	6,964	26	94	0.4	3.7
	데브	194480.KQ	(카카오톡)을 중심으로 모바일 개주일 게임을 개발 서비스하는 게임사. (카카오톡) (카카오톡) 글로벌 흥행을 통해 IP의 확장성을 입증했으며, 캐릭터에 (메이선) 등 게임 외 영역으로도 확장 여지를 보유. 실적은 신작 출시와 기존작 업데이트 성과에 따라 변동성이 큰 구조	KRW	2,026	2,956	64	108	2.1	6.7
	시스타즈	204610.KQ	리듬 댄스 게임 (오디) (오디)를 보유한 게임사. (오디) (오디) 중국 동남아 등에서 장기간 서비스된 장수 IP로, 해외 로열티 매출 비중이 높음. 신작 성과보다 기존 IP에서 발생하는 안정적인 매출이 실적의 기반이며, 드론 솔루션 등 비게임 사업도 병행	KRW	1,643	695	170	206	24.5	19.2
	미투온	201490.KQ	소셜 카지노와 콘텐츠 사업을 병행하는 중형 게임사. (풀하우스) (지니) 등 소셜 카지노가 매출의 약 60%, 웹툰 드라마 등 콘텐츠 사업이 약 30%를 차지해 사업 포트폴리오가 다각화됨 있음. 코스타 상장 회사인 고스트 스튜디오를 보유하고 있으며, 해외 매출 비중이 높음	KRW	641	1,209	126	37	10.4	1.5

주: 1) 실적은 2025년 기준, 2) 실적 단위는 현지 통화 * 1억 (100mn), 3) 시가총액은 7/14 종가 기준, 자료: 각 사, Quantiverse, 한국IR협의회 기업리서치센터

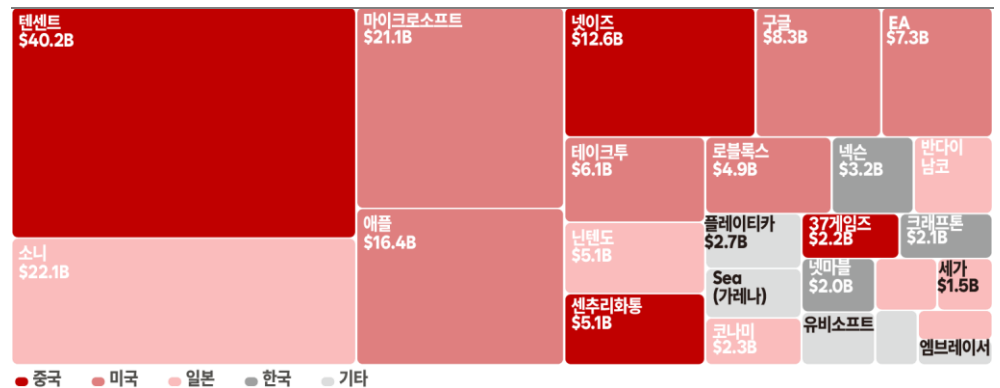
국내 주요 게임기업 재무지표 및 밸류에이션 지표

		크래프톤	NC	펄버비스	넷마블	시프트업	더블유게임즈	위메이드	카카오게임즈	네오위즈	웹젠	컴투스	넥슨게임즈	데브사스터즈
주가(원)		230,000	227,500	34,150	36,900	32,300	60,000	16,980	7,930	18,050	11,190	25,850	8,510	16,700
시가총액 (억원)		106,117	49,013	21,461	30,234	18,945	12,704	5,764	8,505	3,905	3,465	3,126	5,605	2,026
자산총계 (억원)	2022	60,378	44,376	12,226	89,356	919	12,356	14,298	38,739	5,601	6,469	18,988	3,255	3,004
	2023	64,405	43,938	12,129	79,159	2,039	12,886	14,177	34,710	6,714	7,031	17,160	3,669	2,398
	2024	79,195	39,539	11,428	81,771	8,038	16,463	18,757	31,732	6,200	7,509	16,460	4,872	2,604
	2025	94,336	43,331	11,491	80,937	10,833	18,479	17,457	26,768	6,793	7,681	16,156	4,045	3,027
	2026F	107,037	50,096	15,080	82,449	11,993	20,914	18,110	25,765	7,135	7,970	16,190	-	2,912
자본총계	2022	51,112	31,962	6,993	54,609	341	7,294	3,782	16,816	4,491	5,721	11,390	2,370	1,799
(지배, 억원)	2023	55,544	32,497	7,250	49,795	1,811	8,716	2,488	13,984	4,894	6,217	11,147	2,628	1,325
	2024	68,278	30,585	8,060	54,160	7,644	11,314	4,294	13,381	4,873	6,705	9,645	3,127	1,511
	2025	70,414	33,649	7,991	54,297	9,212	11,859	4,068	11,841	5,312	6,836	9,953	2,548	1,662
	2026F	80,006	38,068	11,614	57,800	10,454	13,565	4,360	10,770	5,673	7,040	9,954	-	1,355
매출액 (억원)	2022	18,540	25,718	3,857	26,734	661	6,173	4,635	11,477	2,946	2,421	6,773	1,324	2,144
	2023	19,106	17,798	3,335	25,021	1,686	5,823	6,053	7,258	3,656	1,963	7,396	1,933	1,611
	2024	27,098	15,781	3,424	26,638	2,241	6,335	7,119	6,272	3,668	2,147	6,939	2,561	2,362
	2025	33,266	15,069	3,656	28,351	2,945	7,199	6,140	4,650	4,327	1,744	6,964	1,793	2,956
	2026F	48,472	26,538	9,164	28,944	2,096	8,400	5,900	4,044	4,280	1,989	7,019	-	2,328
영업이익 (억원)	2022	7,516	5,590	164	-1,087	183	1,839	-849	1,758	196	830	-151	52	-199
	2023	7,680	1,373	-164	-685	1,111	2,133	-1,104	754	316	499	-332	120	-480
	2024	11,825	-1,092	-123	2,156	1,527	2,487	71	191	329	546	61	387	272
	2025	10,544	161	-148	3,525	1,814	2,321	107	-396	600	297	26	-602	64
	2026F	14,813	5,020	4,771	3,637	1,078	2,846	470	-768	410	361	350	-	-391
영업이익률 (%)	2022	40.5	21.7	4.3	-4.1	27.6	29.8	-18.3	15.3	6.6	34.3	-2.2	3.9	-9.3
	2023	40.2	7.7	-4.9	-2.7	65.9	36.6	-18.3	10.4	8.6	25.4	-4.5	6.2	-29.8
	2024	43.6	-6.9	-3.6	8.1	68.1	39.3	1.0	3.1	9.0	25.4	0.9	15.1	11.5
	2025	31.7	1.1	-4.1	12.4	61.6	32.2	1.7	-8.5	13.9	17.0	0.4	-33.6	2.1
	2026F	30.6	18.9	52.1	12.6	51.4	33.9	8.0	-19.0	9.6	18.1	5.0	-	-16.8
지배당기순이익 (억원)	2022	5,002	4,357	-430	-8,192	-71	-1,322	-1,854	-2,336	131	724	334	60	-67
	2023	5,954	2,121	152	-2,557	1,067	1,491	-2,005	-2,287	487	576	398	113	-496
	2024	13,061	942	603	256	1,480	1,872	1,884	-1,089	24	569	-1,078	314	280
	2025	7,348	3,467	-84	2,250	1,914	1,313	-186	-1,000	500	240	365	-618	105
	2026F	11,072	4,651	3,634	3,991	1,263	1,954	460	-1,081	414	347	105	-	-309
ROE (%)	2022	10.3	13.7	-6.1	-14.6	-17.9	-16.8	-37.1	-12.4	2.9	13.5	2.9	4.1	-3.9
	2023	11.2	6.6	2.1	-4.9	99.2	18.6	-63.9	-14.9	10.4	9.7	3.5	4.5	-31.8
	2024	21.1	3.0	7.9	0.5	31.3	18.7	55.6	-8.0	0.5	8.8	-10.4	10.9	19.7
	2025	10.6	10.8	-1.1	4.2	22.7	11.3	-4.5	-7.9	9.8	3.6	3.7	-21.8	6.6
	2026F	14.7	13.0	37.1	7.1	12.9	15.4	10.9	-9.6	7.8	5.0	1.1	-	-20.5
PER (배)	2022	16.5	22.6	N/A	N/A	-	N/A	N/A	N/A	62.3	7.4	23.0	121.3	N/A
	2023	15.8	24.9	163.7	N/A	-	5.8	N/A	N/A	12.1	9.9	15.9	87.2	N/A
	2024	11.5	42.7	29.5	173.3	23.3	6.2	6.3	N/A	173.6	8.4	N/A	28.0	11.9
	2025	15.9	12.6	N/A	18.4	10.9	8.8	N/A	N/A	10.6	18.6	10.1	N/A	35.1
	2026F	9.7	10.5	6.0	7.7	15.0	6.5	12.5	N/A	9.4	10.4	29.7	-	N/A
PBR (배)	2022	1.5	2.9	3.7	0.9	-	1.1	2.8	2.2	1.7	0.8	0.6	3.5	3.3
	2023	1.6	1.5	3.3	1.0	-	0.9	8.2	1.5	1.1	0.8	0.5	3.6	3.9
	2024	2.1	1.2	2.1	0.8	4.8	0.9	2.8	1.0	0.8	0.6	0.6	2.7	2.0
	2025	1.6	1.2	2.9	0.7	2.2	0.9	2.1	1.1	0.9	0.6	0.3	3.0	2.0
	2026F	1.25	1.16	1.79	0.52	1.78	0.86	1.31	0.78	0.7	0.45	0.30	-	1.35
PSR (배)	2022	4.5	3.8	7.1	1.9	-	1.4	2.3	3.1	2.8	2.2	1.1	5.5	3.1
	2023	4.9	3.0	7.5	2.0	-	1.5	3.4	2.9	1.6	2.9	0.9	5.1	3.6
	2024	5.6	2.6	5.2	1.7	15.4	1.8	1.7	2.2	1.1	2.2	0.9	3.4	1.4
	2025	3.5	2.9	6.6	1.5	7.1	1.6	1.4	2.7	1.2	2.6	0.5	4.4	1.3
	2026F	2.2	1.9	2.4	1.1	9.1	1.5	1.0	1.9	0.9	1.8	0.5	-	0.9
배당수익률 (%)	2022	-	1.5	-	-	-	1.3	2.4	-	-	2.4	2.2	-	-
	2023	-	1.3	-	-	-	2.1	-	-	0.9	1.8	5.3	-	-
	2024	-	0.8	-	0.8	-	2.2	-	-	-	2.2	2.8	-	-
	2025	0.9	0.6	-	1.8	-	2.2	1.2	-	1.3	5.4	4.5	-	-

주: 주가, 시가총액은 2026년 7월 14일 기준, 컴투스-네오위즈의 2026년 실적은 당사 추정치 기준, 넥슨게임즈는 시장컨센서스 부재, 이외 게임사는 시장 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 주요 상장 게임사 게임 매출 규모(2025년 기준, 상위 25개사)



주: 상장사·게임 매출 기준(하드웨어·비게임 제외), 비상장사(애플·밸브·미호요 등) 제외, 텐센트에 라이엇슈퍼셀 포함 등
자료: Newzoo, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 게임사 주가추이

KODEX 게임 ETF 수정주가 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주가 키펙터: 글로벌 흥행 기대 신작 출시, 글로벌 플랫폼 정책 및 규제(중국 판호, 앱스토어 수수료 등)

1. 2018/7~2020/9: 주가 횡보 후 코로나 팬데믹 랠리로 상승

- 2018~2019년 중국의 외자 판호 발급 중단 장기화 및 기대신작 부재로 국내 게임사 전반의 성장 정체
- 2020년 상반기, 코로나 팬데믹의 대표적인 언택트(Untact) 수혜주로 각광받으며 주가 급등
- 2020/9 카카오게임즈 IPO. 게임 섹터 투자심리 개선에 단기 영향

2. 2020/10~2021/11: 고점 유지 후 블록체인 열풍으로 폭등

- 코로나 수혜로 높아진 밸류에이션을 대형 신작 성과로 증명하며 주가 고점 유지
- 2021/6 '오딘: 발할라 라이징' 출시(라이온하트스튜디오 개발, 카카오게임즈 퍼블리싱). 출시 직후 리니지 시리즈 매출을 제치며 카카오게임즈 및 관련주 폭등
- 2021/8 크래프톤 IPO. 코스피 대형주 상장으로 게임 섹터 자금 유입을 견인
- 2021/8 '미르4' 출시(위메이드 개발/퍼블리싱). P2E 메타의 시초로서 블록체인을 접목해 글로벌 흥행에 성공
- 2021년 하반기 P2E(Play to Earn), NFT, 블록체인, 메타버스 열풍이 게임 테마로 이어지며 주가 최고점 기록

3. 2021/12~2023/10: 엔데믹과 경기 악화로 급락

- 2021/11 '리니지W' 출시(엔씨소프트 개발/퍼블리싱). 초기 흥행 후 매출 감소
- 2022/11 '승리의 여신: 니케' 출시(시프트업 개발)
- 2023/1 국내 P2E 게임 불법 판결. 가상자산 시장 축소와 맞물리며 블록체인, P2E 관련 게임주 멀티플 버블 붕괴
- 2023년 상반기 엔데믹, 야외 활동 증가로 글로벌 게임 플레이시간과 결제액 감소. 글로벌 고금리 기조로 거시경제 악화. 게임 섹터 멀티플 대폭 축소. 대작 트래픽의 하향 안정화, 리니지라이크 류 MMO 장르 포화, 인건비 급증으로 주요 게임사 어닝 쇼크 발생

4. 2023/11~현재: 양극화 및 바닥권 장기 횡보

- 모바일 MMORPG 중심 BM에 대한 유저 피로감 심화. 이로 인한 대형 3사(3N)의 실적 부진이 이어지는 반면 글로벌 콘솔/PC 플랫폼이나 서브컬처 장르로 체질 개선에 성공한 기업만 살아남는 양극화 현상 발생
- 2024/4 '스텔라 블레이드' 출시(시프트업 개발) 및 글로벌 흥행
- 2024/5 '나 혼자만 레벨업:어라이즈' 출시(넷마블네오 개발, 넷마블 퍼블리싱). 흥행 성공하며 넷마블 흑자전환 견인
- 2024/7 시프트업 IPO

국내 게임사 주요 신작 일정

회사	게임명	장르	플랫폼	구분	출시에정일
크래프톤	서브노타카2	수중 어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2026
	NO LAW	오픈월드 슈터	PC/콘솔	자체개발	2027
	팰월드 모바일	오픈월드 크래프팅	모바일	자체개발	2027~
	딩컴투게더	생활 시뮬레이션	PC/모바일	자체개발	2027~
NC	신더시티	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	2H26
	리밋 제로 브레이커스	수집형RPG	모바일	퍼블리싱	2H26
	아이온2 글로벌	MMORPG	PC	자체개발	2H26
	타임테이커스	히어로 슈터	PC	퍼블리싱	2H26
	아이온모바일, 리니지M2M 중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026
	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일	자체개발	1H27
시프트업	스텔라블레이드2	액션어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2027~
	프로젝트 스피릿	서브컬처 RPG	모바일	자체개발	2027~
넷마블	나혼렘: KARMA	로그라이크 RPG	PC/모바일	자체개발	2H26
	프로젝트 이시스	수집형 RPG	PC/모바일	자체개발	2H26
	이블베인	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2H26
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	수집형 RPG	PC/모바일	자체개발	2H26
	프로젝트 옥토퍼스	로그라이크 RPG	모바일	자체개발	2H26
	도개비	오픈월드 어드벤처	PC/콘솔	자체개발	-
펄어비스	Plan 8	MMO 슈터	PC/콘솔	자체개발	-
	던전어라이즈	전략 RPG	모바일	퍼블리싱	2Q26(연기)
카카오게임즈	오딘 Q	MMORPG	PC/모바일	자체개발	3Q26
	프로젝트OQ	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	3Q26
	아키에이지크로니클	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발	4Q26
	프로젝트C	서브컬처 시뮬레이션	PC/모바일	자체개발	4Q26
	갯세이브버밍엄	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발	4Q26
	크로노오디세이	액션 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱	1Q27
	미르5	MMORPG	모바일	자체개발	2026~
위메이드	나이트크로우2	MMORPG	모바일	자체개발	2026~
	헌드레드노트 IP	서브컬처 RPG	모바일	자체개발	4Q26
	NOAH	서브컬처 RPG	모바일	퍼블리싱	2026~
	TAL	액션RPG	PC/콘솔	자체개발	2027
	안녕서울:이태원편	퍼즐 플랫폼퍼머	PC	퍼블리싱	2H26
네오위즈	킹덤2	MMORPG	모바일	자체개발	2H26
	Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2027~
	Zakazane Studio 신작	느와르 CRPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2027~
	프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	자체개발	2027~
	던파 아라드	오픈월드RPG	모바일	자체개발	2027
넥슨게임즈	우치:웨이페어러	RPG	PC/콘솔	자체개발	2027~
	듀랑고 월드	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2027~
웹젠	테르비스	서브컬처	모바일	자체개발	2H26
	뮤 IP	MMORPG	모바일	자체개발	2026
컴투스	제우스: 오만의 신	MMORPG	PC/모바일	퍼블리싱	3Q26
	도원암귀 Crimson Inferno	턴제 RPG	PC/모바일	자체개발	2026
	데스티니차일드 IP	방치형 RPG	모바일	자체개발	2027
	가치아쿠타: The Game	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발	2027
	A랭크 파티 IP	RPG	PC/모바일	자체개발	2027
	전지적 독자 시점 IP	액션 RPG	PC/모바일	퍼블리싱	2027

주: 1) 강조 표시는 기대 신작, 2) 출시 일정은 2026년 7월 14일 기준 각 사 발표 및 IR 자료에 근거하며, 미정·정기 일정은 회사가 제시한 목표 시점을 반영. 개발 상황에 따라 변경 가능, 자료: 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

기업분석

컴투스 (078340)

야구게임이 이끄는 회복, 신작에 달린 재평가

47

네오위즈 (095660)

26년 숨 고르기는 글로벌 게임사로 도약할 추진력을 얻기 위함

80





KOSDAQ | 미디어와엔터테인먼트

컴투스 (078340)

야구게임이 이끄는 회복, 신작에 달린 재평가

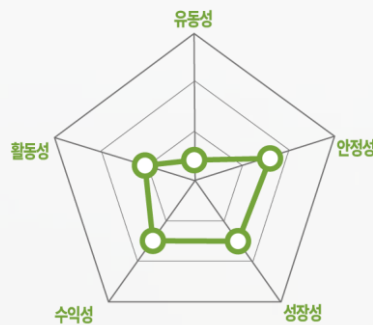
체크포인트

- MLB-KBO-NPB 라이선스를 모두 보유한 야구게임사로, <서머너즈 워>와 야구게임을 핵심 라인업으로 확보. 2026년 매출 7,020억 원·영업이익 350억 원(OPM 5.0%)·지배순이익 105억 원 전망
- 투자포인트: 1) 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자: 배타적 라이선스를 앞세운 야구게임이 이용자 저변(Q) 확대로 연평균 23% 성장하며 고마진 이익원으로 부상, 2) 주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력: 배당·자사주 소각정책과 풍부한 순금융자산이 환원 의지와 여력을 뒷받침, 3) 앱마켓 수수료 인하 최대 수혜: 모바일·자체 퍼블리싱 비중이 높아 수수료 인하(30%→20~25%)에 따른 절감분이 이익 개선으로 이어질 전망
- 2026F PBR은 0.3배로 상장 이후 및 게임 업종 내 최저 수준이나, 낮은 ROE(수익성 부진)를 반영한 할인으로 판단. 시가총액을 상회하는 순금융자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 신작 흥행·야구게임 성장·수수료 인하를 통한 ROE 회복이 재평가 해소의 관건

주가 및 주요이벤트

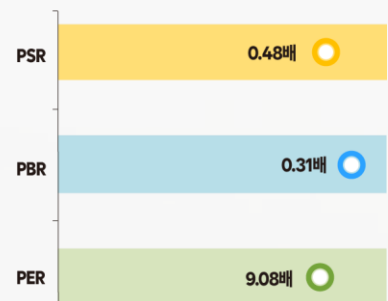


재무지표



주: 2025년 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 등급화

밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2025년 기준, PBR은 1Q26 기준, Fnguide WICS 분류상 커뮤니케이션서비스산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

컴투스 (078340)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 kmlee@kirs.or.kr

MLB-KBO-NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유한 야구게임사

컴투스는 1998년 설립되어 2007년 코스닥에 상장한 모바일 게임사로, MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유. 12년째 서비스 중인 글로벌 RPG 《서머너즈 워》와 고성장 중인 야구게임을 양대 핵심 라인업으로 보유하고 있으며, 2024년부터 퍼블리싱 사업을 본격화해 하반기 대작 《세우스: 오만의 신》 출시를 앞두고 있음. 2023년 대표이사 교체 이후 비게임 사업을 정리하고 게임 사업에 역량을 집중한 결과, 2026년 매출 7,020억 원·영업이익 350억 원(OPM 5.0%)·지배순이익 105억 원으로 수익성 회복 전망

투자포인트: 야구수수로 인화가 개선하는 수익성, 주주환원이 받치는 하방

① 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자: 배타적 라이선스와 20여 년간 축적한 운영 역량이 진입장벽으로 작용하는 가운데, 야구게임 매출은 2022~2025년 연평균 23% 성장했으며 2026년에도 20.6% 성장한 2,850억 원 전망. 과금 확대보다 이용자 저변(Q) 확대가 성장을 견인해 지속 가능성이 높고, 성숙기에 진입한 RPG를 보완하는 반복 매출형 고마진 이익원으로 부상

② 주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력: 2026년 예상 배당수익률 5.0%로 게임 업종 최상위권의 환원 수준을 유지. 적자기에도 이어 온 9년 연속 배당이력과 자사주 소각정책이 환원 의지를, 1Q26 별도 기준 약 5,000억 원의 순금융자산(현금·금융자산 - 차입금)이 지속적 환원 여력을 뒷받침

③ 애플마켓 수수료 인하 최대 수혜: 구글 인앱결제 수수료 인하(2026년 시행, 30%→20~25%)의 대표 수혜주. 게임부문 매출의 약 95%가 모바일에서 발생하고 자체 개발·퍼블리싱 비중이 높아 수수료 절감 효과가 이익 개선으로 이어질 가능성이 크며, 인화가 선제 적용되는 북미·유럽 매출 비중도 높음. 효과가 온기로 반영되는 2027년에는 연간 100~150억 원의 이익 개선이 가능해 수익성 제고의 핵심 요인으로 판단

밸류에이션: 역사적 최저 PBR, 관건은 수익성(ROE) 회복

현 PBR 0.3배는 상장 이후 및 게임 업종 내 최저 수준이나, 낮은 ROE(수익성 부진)가 반영된 할인 수준. 시가총액을 상회하는 순금융자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 저평가 해소의 관건은 신작 흥행·야구게임 성장·수수료 인하를 통한 ROE 회복 여부로 판단

Forecast earnings & Valuation

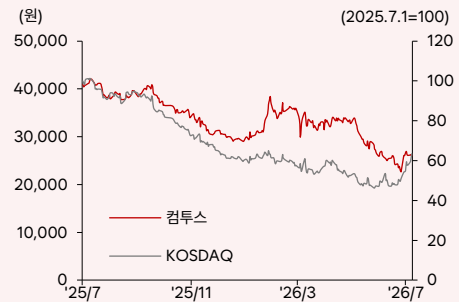
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
YoY(%)	21.2	9.2	-6.2	0.4	0.8
영업이익(억원)	-151	-332	61	26	350
OP 마진(%)	-2.2	-4.5	0.9	0.4	5.0
지배주주순이익(억원)	334	398	-1,078	365	105
EPS(원)	2,593	3,093	-8,462	2,865	870
YoY(%)	-74.2	19.3	적전	흑전	-69.6
PER(배)	23.0	15.9	N/A	10.1	29.7
PSR(배)	1.1	0.9	0.9	0.5	0.4
EV/EBIDA(배)	49.2	N/A	26.0	27.0	10.0
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
ROE(%)	2.9	3.5	-10.4	3.7	1.1
배당수익률(%)	2.2	5.3	2.8	4.5	5.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/14)	25,850원
52주 최고가	41,200원
52주 최저가	22,700원
KOSDAQ (7/14)	783.98p
자본금	6십억원
시가총액	313십억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	16억원
외국인지분율	10.94%
주요주주	컴투스홀딩스 외 7인 31.44%
	KB자산운용 5.20%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16	-170	-37.3
상대주가	33.3	-0.3	-36.0

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ **기업 밸류업 공식 법안** 주주가치 존중 기업문화로의 변화를 위해 자발적으로 기업가치 제고 노력을 하는 기업. 기업가치 제고 계획을 자율적으로 수립하고, 이행하며 투자자와 소통하는 기업

▶ **글로벌 세그먼트**는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정한 기업

기업 개요

회사 개요 및 연혁

**〈서머너즈 워〉야구게임 등 10년
홍행 IP를 보유한 모바일 게임사**

컴투스는 1998년 설립되어 2007년 코스닥에 상장한 모바일 게임사다. 국내 스마트폰 보급 초기인 2011년 〈타이니팝〉으로 모바일 게임 시장에 본격 진입한 이후 앱스토어 생태계 성장과 함께 외형을 확대해 왔다. 2014년 출시한 〈서머너즈 워: 천공의 아레나〉가 글로벌 흥행에 성공하면서 해외 200여 개국에서 매출이 발생하는 글로벌 매출 기반을 확보했다. 현재 〈서머너즈 워〉(RPG), 〈컴투스프로야구〉(MLB 9이닝스)(스포츠) 등 출시 후 10년 이상 매출이 지속되는 장기 흥행 라인업을 다수 보유하고 있다.

동사의 경쟁력은 긴 업력을 바탕으로 축적한 다장르 개발·운영 역량과 검증된 IP·라이선스에 있다. 스포츠 장르에서는 MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 등 프로야구 라이선스를 확보해 국내외 야구게임 시장에서 선도적 지위를 유지하고 있으며, RPG에서는 글로벌 IP 〈서머너즈 워〉를 12년째 서비스하며 해외 매출 비중이 높은 수익 구조를 이어가고 있다. 여기에 2024년부터 외부 개발사의 게임을 유통·운영하는 퍼블리싱 사업을 본격화해 자체 개발과 글로벌 퍼블리싱을 병행하고 있다. 이를 통해 신규 IP 확보와 장르 확장을 추진하는 동시에, 게임사의 구조적 약점인 차기작 출시 공백을 보완하는 체제를 구축하고 있다.

한편 동사는 2021년 전후로 콘텐츠·블록체인·공연·메타버스 등으로 사업 영역을 확장하며 다수의 기업을 인수했다. 그러나 2023년 대표이사 교체로 기점으로 비주력 사업을 정리하고 게임 사업에 역량을 집중하는 방향으로 전략을 선회했다. 2026년 1분기 말 기준 연결대상 종속회사는 26개이며, 주요 계열사로는 미디어/콘텐츠 부문을 담당하는 위지윅 스튜디오가 있다.

연혁

1998~2016	2017~2021	2022~
1998 법인 설립 1999 한국통신프리텔, 신세기통신 LG와 휴대전화 게임 서비스 계약 체결 세계 최초 모바일 JAVA 게임 개발 2000 통합 엔터테인먼트 사이트 PHONEGAMENET 오픈 2002 미국, 영국, 독일, 이탈리아, 싱가포르 등 해외 게임 서비스 확대 2003 일본 법인, 중국 법인 설립 2005 모바일 게임 유통·판매 서비스 실시 미국 지사 설립 2007 코스닥 상장 2008 iOS 게임 서비스 시작 브라질 모바일 게임 시장 진출 2009 안드로이드 게임 서비스 시작 2011 모바일 게임 플랫폼 컴투스 허브 서비스 시작 2013 게임빌(현 컴투스홀딩스)에 파인어 2014 '서머너즈 워: 천공의 아레나', '닉사의 산' 출시 컴투스·게임빌 통합 플랫폼 '하이브' 출범 싱가포르, 대만 법인 설립 2015 '컴투스프로야구2015' 국내 출시 '엑션플레이드' 글로벌 출시 2016 'MLB 9이닝스 16' 글로벌 출시 2017 '에디션과 스카이랜드스' 모바일 게임 개발 '서머너즈 워: 월드 아레나' 컴퍼니십(SWC) 개회 'MLB 9이닝스 GM' 글로벌 출시 '스카이랜드스 엔터테인먼트'와 '서머너즈 워' IP 확장 관련 파트너십 체결	2018 '제인스트라이크' 글로벌 출시 2019 데이세븐 인수 노바팩토리, 마나코어 인수 '서머너즈 워: 글로벌 뉴저지' 다운로드 달성 '바디크라이스' 인도네시아 출시 '드래곤스카이' 유럽, 호주, 아시아 지역 출시 '올비여고' 글로벌 150여개국 출시 '워-비' 헬리콥터 국내 출시 2020 동양온라인(현 컴투스스타이징), 아웃오브더박스 디벨로먼트(OOTP), 타카타카스튜디오 인수 'NBA NOW' 글로벌 퍼블리싱 '스토리락' 국내 출시 '서머너즈 워' 중국 판호 발급 클라비언엔터테인먼트 2021 케이뱅크, 미디어엔, 엔스토리허브, 게임제인터 투자 'OOTPGO', '스토리락', '서머너즈 워: 백년전쟁', '바디크라이스' 글로벌 출시 '정글스튜디오', 컴투스스카 설립 '워지윅스튜디오' 출범 인수 데니스스타즈 투자 및 '유키' 런칭팀 유럽 사업 전략적 제휴 비벌 흡수 합병	2022 5X5 게이밍, 엑스포폴러스, RBW, 메타월드 투자 마이뮤제이션 인수 컴투스프로야구V22 출시 컴투버스 설립 '서머너즈 워: 크로니클' 한국, 북미 출시 2023 '서머너즈 워: 크로니클', 'MLB 9이닝스 라이벌' 글로벌 출시 '프로스트랜드: 비온드 더 아이스' 글로벌 퍼블리싱 계약 체결 '스타시드: 아스나아 트리가' 퍼블리싱 계약 체결 컴투스위드 설립 2024 에이비트 전략적 투자 및 신작 퍼블리싱 계약 '전투기 키우기: 스토리커스 1945', '프로스트랜드: 비온드 더 아이스', '스타시드: 아스나아 트리가' 글로벌 출시 '데스티니 차일드' P 신작 게임 글로벌 퍼블리싱 계약 올림 흡수 합병 2025 '갯엔데온', '서머너즈 워: 러쉬', '마인 100' 글로벌 출시 '더스타라이트' 국내 출시 '프로야구 RISING' 일본 출시 '도원암' P 게임 글로벌 퍼블리싱 계약 '연지적 독자 시점' P 게임 글로벌 퍼블리싱 계약

자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주구성 및 지배구조

컴투스홀딩스 그룹에 속해 있으며,
자사주 소각을 통한 주주환원 진행

2026년 7월 14일 기준 컴투스의 최대주주는 지주회사 컴투스홀딩스로, 보통주 3,780,308주(지분율 31.26%)를 보유하고 있다. 남재관 대표이사 등 특수관계인이 보유한 0.17%를 더한 최대주주 측 지분은 31.43%이며, 이 외에 자기주식 5.35%를 보유하고 있다.

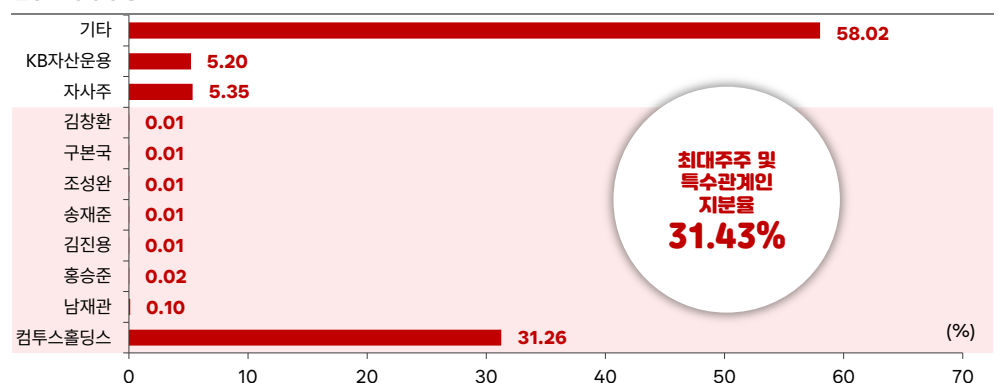
지배구조 측면에서 컴투스는 '컴투스홀딩스 → 컴투스'로 이어지는 지주회사 체제에 속한다. 컴투스홀딩스의 전신은 게임빌로, 2013년 컴투스를 인수한 뒤 2021년 지주사 전환과 함께 사명을 변경했으며, 그 최대주주는 송병준 의장(지분율 33.4%)이다. 컴투스홀딩스는 지분율이 50%에 미치지 않아 컴투스를 관계기업(지분법)으로 반영하며, 지주·투자자와 함께 자체 게임·블록체인(통합 플랫폼 Hive) 사업을 겸하는 사업지주회사다. 다만 최근 자체 사업 부진으로 자산의 대부분이 관계기업으로 보유한 컴투스 지분에 집중돼, 사실상 컴투스가 지주사 가치의 근간을 이루는 구조다.

경영진 측면에서는 2023년 이후의 전략 선회를 이끈 대표이사의 이력이 주목된다. 현 대표이사 남재관은 신영증권·다음커뮤니케이션을 거쳐 카카오게임즈 최고재무책임자(CFO)로 기업공개(IPO)를 이끈 재무 전문가로, 2023년 컴투스에 합류해 2024년 대표이사에 선임됐다(임기 2027년 3월). 취임 이후 인력 효율화와 저수의 자회사 정리를 통해 외형 확장에서 수익성 중심으로 경영 기조를 전환하며 연결 영업이익 흑자 전환을 주도했다.

최근 지분구조상 가장 주목할 변화는 자기주식 정책이다. 동사는 2026년 1월 보유 자사주의 절반인 646,442주(발행주식의 약 5.1%)를 소각했으며, 이에 따라 현재 자사주는 646,442주(5.35%)로 줄었다. 잔여 물량 중 일부는 임직원 성과보상 재원으로 활용될 예정이며, 나머지에 대해서도 추가 소각 여지를 열어두고 있다.

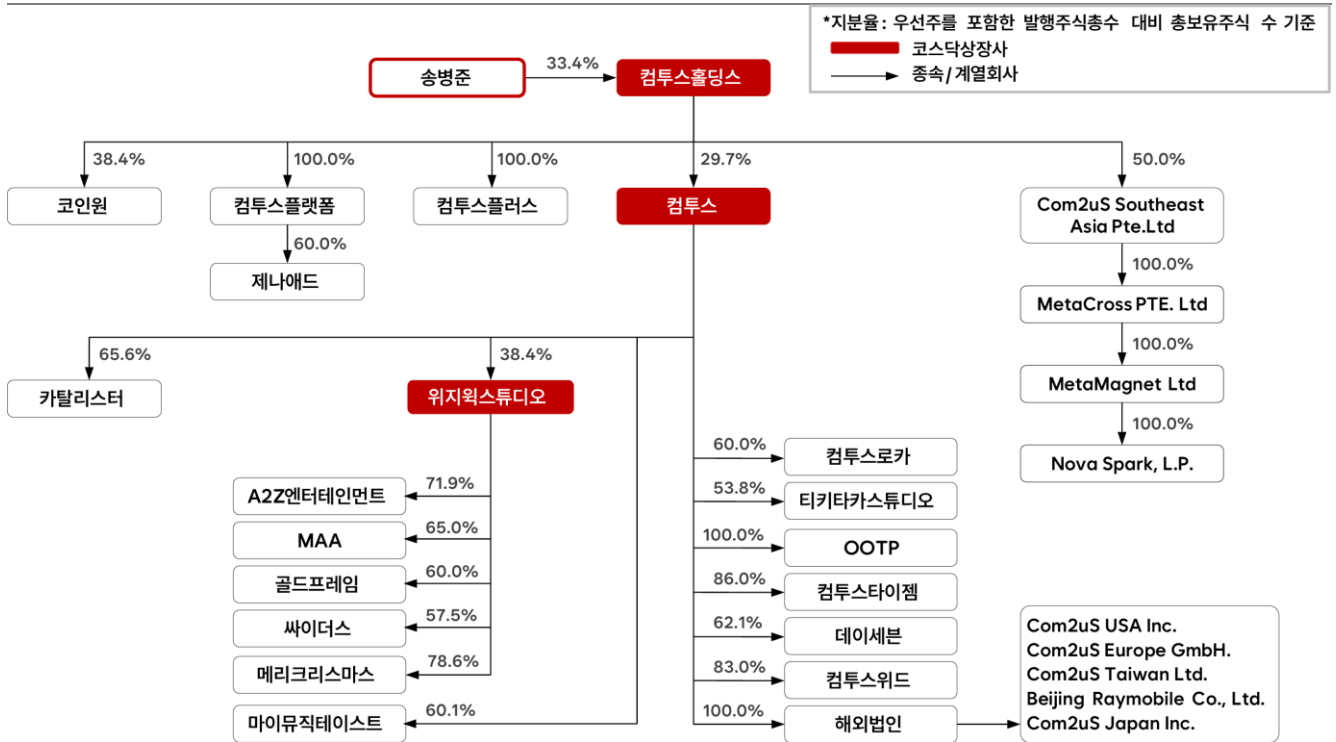
한편, 2026년 1월 남재관 대표이사(10,100주·약 3억 원)를 포함한 임원 9명이 주당 3만 원 안팎에서 자사 주식을 장내매수했고, 이후 5~6월 주가가 2만 원대 중반까지 조정받은 구간에서도 매수가 이어졌다. 이는 현 주가 수준에 대한 저평가 인식이 반영된 신호로 해석된다.

컴투스 주주구성



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스홀딩스 지배구조(2026.03.31)



자료: 컴투스홀딩스, 한국IR협회의 기업리서치센터

3 종속기업 및 관계기업

해외법인·게임개발사 미디어 3개
 축의 종속회사를 두고 있으며,
 비주력 정리로 자회사 적자 축소
 진행

연결대상 종속기업

2026년 1분기 말 기준 컴투스의 연결대상 종속회사는 26개이며, 이 중 동사가 직접 지분을 보유한 기업은 15개다. 자회사는 영위 사업에 따라 ① 해외법인, ② 게임개발사, ③ 미디어/콘텐츠의 세 그룹으로 구분된다. 동사는 2023년 대표이사 교체 이후 비주력·부실 프로젝트를 정리하고 게임 사업에 역량을 집중하는 방향으로 계열 구조를 재편해 왔다. 실제로 블록체인·메타버스 사업을 담당하던 카탈리스트(구 컴투버스, 지분 65.6%)는 사업 규모를 축소했고, 게임 자회사 편플로는 2026년 1분기 중 청산됐다. 이러한 구조조정에 힘입어 자회사 합산 영업손실은 2022년 559억 원에서 2025년 135억 원으로 축소됐으며, 이에 따라 자회사 손익 부담도 완화되는 흐름이다.

① 해외법인

동사의 연결 해외법인은 Com2us Japan(일본), Com2us Europe(독일), Com2us Taiwan(대만), Com2us USA(미국), Beijing Raymobile(중국)가 있으며, 5개 기업 모두 지분 100%를 보유한 완전자회사이다. 각 현지법인은 글로벌 거점별 게임 퍼블리싱 및 현지화 작업을 전담하고 있다. 다만 중국 지역의 경우 판호 발급의 특성상 게임서비스는 현지 퍼블리셔인 'Beijing Youkai Technology'를 통해 공급되고 있으며, 중국 법인은 개발 및 자문 역할을 수행하고 있다.

② 게임개발사

동사가 지분을 보유한 게임개발사는 5개이다. 각 기업별로 특화된 게임 장르를 보유하고 있으며, 티키타카스튜디오(지

분율 53.8%)는 모바일 RPG, 데이세븐(지분율 62.1%)은 연애 시뮬레이션 및 인터랙티브 스토리텔링 장르, 컴투스타이젼(지분율 86.0%)은 바둑, 컴투스로카(지분율 60.0%)는 VR게임, OOTP(Out of the Park Developments, 독일)(지분율 100%)는 스포츠 시뮬레이션 장르를 중심으로 게임사업을 영위 중이다. 이중 핵심 자회사는 티키타카스튜디오로 '데스티니 차일드' IP 기반 방치형 RPG 게임을 개발 중이며, 2027년 출시를 목표로 하고 있다.

③ 미디어/콘텐츠

동사는 팬데믹 당시 게임 사업 외 미디어/콘텐츠 방면으로의 사업 다각화를 추진하며 적극적인 인수합병을 진행해왔으며, 그 결과 2025년 미디어/콘텐츠 매출액은 1,228억원으로 전체 매출의 17.6%를 차지하고 있다. 이에 해당하는 자회사는 미디어 제작사인 위지웍스튜디오(지분율 38.42%), 공연 기획사인 마이뮤직테이스트(지분율 60.1%)와 컴투스 위드(지분율 83.0%)가 있다. 그 외에도 위지웍스튜디오 등의 자회사가 지분을 보유한 11개의 손자회사가 있으며, 대부분 엔터, 미디어, 매니지먼트, 영상제작 등의 미디어/콘텐츠 사업을 영위하고 있다.

한편, 7월 14일을 기일로 '엔피'가 위지웍스튜디오를 흡수합병했다. 엔피는 1Q26 기준 동사가 20.73%의 지분을 보유한 관계기업으로 전시, 컨벤션 및 행사대행업을 영위하고 있다. 합병비율은 엔피 : 위지웍스튜디오 = 1 : 0.58이며, 합병 이후 합병법인 '컴투스엔'에 대한 동사의 지분율은 28.3%로 예상된다. 양사는 업황 둔화로 3년간 영업적자를 지속했고 주가가 1,000원을 밑도는 등 상장 유지 부담이 확대됐던 만큼, 이번 합병과 자사주 소각을 통해 경영 효율성 제고를 추진하는 것으로 판단된다.

주요 종속기업(지분율은 2026년 3월 말 기준, 실적은 2025년 연간 기준)

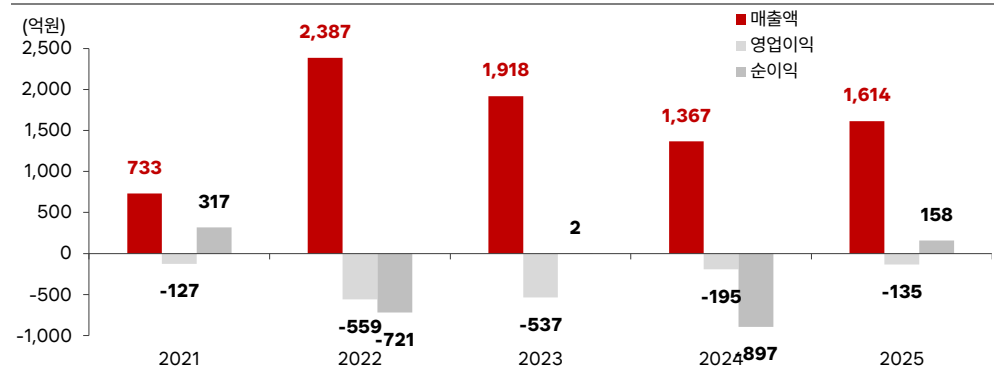
(단위: 억원, %)

구분	법인명	지분율(%)	사업내용	매출	영업이익	순이익
해외	Com2uS USA	100.0	게임 퍼블리싱·현지화(미국)	460	-17	-54
해외	Com2uS Japan	100.0	게임 퍼블리싱·현지화(일본)	171	1	3
게임	OOTP	100.0	스포츠 시뮬레이션(독일)	61	2	1
게임	컴투스타이젼	86.0	온라인 바둑	43	5	6
게임	티키타카스튜디오	53.8	모바일 RPG	37	-3	-3
게임	컴투스로카	60.0	VR 게임	2	-18	-23
게임	데이세븐	62.1	연애 시뮬레이션	2	-6	-7
미디어	위지웍스튜디오	38.4	드라마·영화·예능 제작	1,020	-96	-418
미디어	에이투지엔터테인먼트 ¹⁾	71.9	방송프로그램 제작	619	-61	-172
미디어	메리크리스마스 ¹⁾	78.6	드라마·영화 제작	299	12	-30
미디어	마이뮤직테이스트	60.1	글로벌 공연 기획	208	10	34
미디어	싸이더스 ¹⁾	57.5	영화 제작·배급	199	-16	-21

주1) 위지웍스튜디오 산하 손자회사, 지분율은 위지웍 보유 기준

자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

자회사 실적 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

관계기업

동사의 관계기업은 총 28개로 동남아 법인 Com2uS Southeast Asia(싱가포르)를 비롯해 다양한 기업과 펀드상품이 속해있다. 게임 사업을 영위하며 창출한 여유 현금을 활용해 적극적으로 투자를 집행하고 있는 것으로 파악된다.

주요 관계기업은 에이버튼으로, 동사가 8.95%의 지분을 보유하고 있다. 에이버튼은 하반기 기대작인 <제우스: 오만의 신>의 개발사이며, 동사는 해당 게임의 퍼블리셔로 3분기 중 한국 지역 출시를 예정하고 있다. 이번 퍼블리싱 계약은 동사의 글로벌 게임 서비스 레퍼런스를 기반으로 체결된 것으로 판단된다. 향후 <제우스: 오만의 신>의 흥행 성과에 따라 에이버튼 지분가치 재평가와 후속 협업 확대 가능성도 기대된다.

주요 관계기업(지분법, 2026년 3월 말 기준, 실적은 2025년 연간 기준)

(단위: 억원, %)

법인명	지분율(%)	사업내용	매출	순이익	지분법손익
미디어캔	29.9	소프트웨어 개발·공급	484	-130	-42
엔피	20.7	전시·컨벤션·행사대행	272	-35	-10
Com2uS Southeast Asia	50.0	동남아 지주(블록체인)	28	526	-
에이버튼	8.95	게임 개발(제우스: 오만의 신)	-	-232	-21

주: 1) 지분법 적용: 관계기업 순이익 중 지분율만큼이 동사 손익에 반영, 주2) 다수 투자조합펀드형 관계기업(크릿벤처스·각종 신기술투자조합 등) 생략
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

1) 비즈니스 모델(2025년 기준)

게임은 별도 본사의 자체
IP·글로벌 퍼블리싱이 핵심,
미디어/콘텐츠는 위자웍스튜디오
중심의 프로젝트형 사업

사업부문

컴투스의 사업부문은 연결기준 ① 게임부문, ② 미디어/콘텐츠 부문으로 구분된다. 2025년 연결 매출 6,964억 원 중 게임부문은 5,736억 원으로 82.4%, 미디어/콘텐츠 부문은 1,228억 원으로 17.6%를 차지한다. (이하 매출비중은 전사 연결매출 대비 기준).

1) 게임부문 (매출비중 82.4%)

게임부문 매출의 약 95%는 모바일게임에서 발생한다. 매출의 대부분은 본사(별도)가 직접 개발·서비스하는 자체 개발 게임에서 나오고, 일부는 퍼블리싱을 통해 확보한다. 수익 모델은 게임을 무료로 제공하고 게임 내 아이템·재화를 판매하는 부분유료화(F2P)가 대부분이다.

별도

RPG (매출비중 41.0%, YoY -15.6%)

RPG 매출은 〈서머너즈 워〉 IP에 집중되어 있다. 〈서머너즈 워: 천공의 아레나〉는 2014년 출시된 글로벌 흥행작으로, 다양한 몬스터(소환수)를 수집·육성해 팀을 구성하고 턴제 전투 방식(이용자와 상대가 순서를 번갈아 가며 한 번씩 행동하는 전투 방식)으로 던전을 공략하거나 전 세계 이용자와 실시간 대전(아레나)을 진행하는 수집형 RPG다.

P(과금): 확률형 아이템이 핵심 수익모델이며, 이용자당 결제액(ARPU)은 매력도 높은 신규 캐릭터와 콘텐츠 공급에 좌우된다. 당사는 정기 업데이트를 통해 신규 소환 캐릭터를 추가하고, 외부 IP 콜라보(2026년 1분기 〈반지의 제왕〉와 출시 N주년 이벤트를 통해 휴면 이용자의 복귀와 결제 수요를 확대하고 있다.

Q(이용자): 〈서머너즈 워〉는 글로벌 200개국·16개 언어로 서비스되는 12년차 라이브 게임으로, 누적 다운로드 2억 9천만 건, 누적 매출 3조 5천억 원 이상의 이용자 기반을 보유하고 있다. 다만 출시 12년차에 접어들며 신규 이용자 유입이 제한적인 것으로 판단된다. 이에 매출은 신규 이용자 유입보다 기존·휴면 이용자의 재참여에 더 크게 의존하고 있으며, 당사가 2017년부터 매년 글로벌 e스포츠 대회 SWC(Summoners War World Arena Championship, 〈서머너즈 워〉 이용자 대상 글로벌 e스포츠 대회)를 개최하는 것도 충성 이용자층을 유지하기 위한 전략으로 해석된다.

스포츠 (매출비중 33.9%, YoY +15.2%)

스포츠 매출은 야구게임에 집중되어 있다. 당사의 야구게임은 실존 프로야구 선수·구단을 카드 형태로 수집·육성해 자 신만의 팀을 구성하고 리그·대전 콘텐츠를 즐기는 수집·육성형 모바일게임이다. 실제 리그의 선수 실명·구단을 사용할 수 있는 라이선스가 핵심 경쟁력이다. 당사는 MLB(미국)·KBO(국내)·NPB(일본) 3대 프로야구 라이선스를 모두 확보해 MLB 3종·KBO 3종·NPB 1종 등 총 7종의 야구 타이틀을 운영하고 있으며, 대표작으로 MLB 기반 〈MLB 9인싱스〉(MLB 라이벌), KBO 기반 〈컴투스프로야구〉(컴투스프로야구V), 2025년 일본에 출시한 NPB 기반 〈프로야구RISING〉이 있다.

야구게임은 실제 프로야구 리그를 기반으로 하기 때문에 게임의 흥행 주기가 리그 일정과 맞물려 움직인다. 이에 따라 결제(P)와 이용자 트래픽(Q)이 모두 시즌에 연동되며, 프로야구가 진행되는 봄·여름(2분기 전후)이 성수기, 비시즌인 겨울이 비수기인 계절성을 보인다.

P(과금): 야구게임의 수익은 신규 선수 콘텐츠 판매가 중심이다. 이용자는 시즌마다 갱신되는 실제 선수 기반의 카드·선수단을 확보하고 강화하며, 선호 선수와 팀 전력 보장 수요가 결제로 이어진다. 시즌 개막과 WBC 같은 야구 이벤트, 신규 선수 업데이트는 이용자 관심을 높이고 결제를 유도하는 주요 요인으로 작용한다.

Q(이용자): KBO·MLB·NPB 3대 라이선스를 기반으로 폭넓은 이용자층을 확보하고 있으며, 야구 라인업 전체 월간 이용자(MAU)는 약 250만 명으로 추정된다. 시즌이 거듭될수록 콘텐츠가 누적돼 기존 이용자가 유지되는 가운데, 매 시즌 개막이 대형 업데이트와 유사한 역할을 하며 신규 이용자 유입을 유도한다. 특히 최근 프로야구 인기 확대로 10~20대 신규 팬층이 유입되면서, 성장 동력이 과금 강화(P)보다 이용자 저변 확대(Q)에서 나온다는 점이 특징이다.

게임 자회사 (매출비중 5.5%)

게임 자회사는 본사 라인업을 보완하는 개발·서비스 측으로, 크게 모바일게임 개발사와 온라인게임(PC) 서비스사로 구분된다. 모바일게임 개발사로선 데이세븐과 티키타카스튜디오가 있어 본사 퍼블리싱 라인업에 게임을 공급한다. 온라인게임 영역에서는 컴투스아이젠이 온라인 바둑 서비스 〈타이젠〉을, 독일 개발사 Out of the Park Developments가 야구단 운영 시뮬레이션 게임 〈OOTP〉를 서비스하며, 이들이 본사 〈골프스타〉 등과 함께 온라인게임 매출(292억 원)을 구성한다.

2) 미디어/콘텐츠 부문 (매출비중 17.6%)

위지웍스튜디오(지분 38.42%)를 중심으로, 그 산하 영화·드라마·매니지먼트 자회사들이 사업을 영위한다. 부문은 사업 성격에 따라 방송콘텐츠 제작·공연 및 공연기획·VFX로 나뉘며, 작품·공연 등 프로젝트 단위로 매출이 인식되어 분기별 변동성이 크다.

방송콘텐츠 제작 (매출비중 13.4%)

위지웍스튜디오와 그 산하 제작사들이 드라마·영화·예능을 기획·제작하는 사업으로, 미디어/콘텐츠 부문 매출의 대부분을 차지한다. 드라마는 에이투지엔터테인먼트·메리크리스마스, 영화는 사이더스, 애니메이션·시네마틱 영상은 골드프레임이 주력하며, 예능 제작과 연예 매니지먼트는 각각 에이투지엔터테인먼트·엠에이에이가 담당한다. 2026년 주요 라인업으로는 드라마 〈판사 이한영〉(MBC)·〈허수아비〉(ENA)·〈신병 시즌4〉(ENA)·〈킬러들의 쇼핑물 시즌2〉(디즈니+), 영화 〈타짜: 벨제붐의 노래〉, 뮤지컬 〈데스노트〉 등이 있다.

공연 및 공연기획 (매출비중 3.0%)

공연 사업은 마이뮤직테이스트(지분 60.13%)와 컴투스위드(83.0%)가 담당한다. 마이뮤직테이스트는 특정 아티스트의 공연을 원하는 전 세계 팬의 수요를 온라인에서 취합해 실제 콘서트로 성사시키는 팬 주도형 글로벌 공연 플랫폼을 운영한다. 컴투스위드는 컴투스가 2023년 설립한 행사·공연 기획 자회사다.

VFX 및 뉴미디어 (매출비중 1.2%)

VFX(영화·드라마에 적용하는 시각특수효과)는 위지웍스튜디오가 담당하며, CG/VFX와 VR·AR 등 가상화 영상 기술을 제공한다.

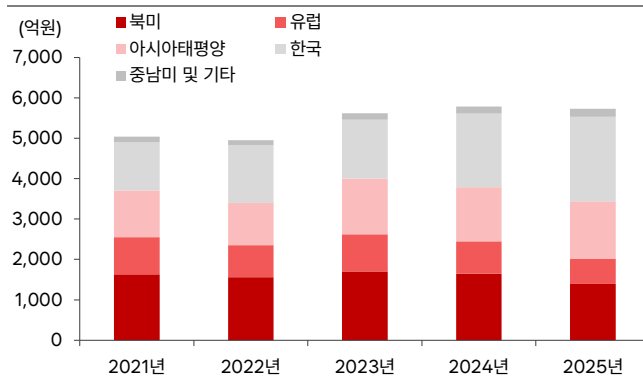
지역별

연결 게임부문 기준 2025년 지역별 비중은 국내 36.5%, 아시아·태평양 24.8%, 북미 24.3%, 유럽 10.9%, 중남미 등 3.6%로 해외 비중이 63.5%에 달한다.

게임별로 보면 지역별 매출 비중은 상이하다. 글로벌 RPG IP 〈서머너즈 워〉는 2025년 해외 매출 비중이 89%(북미 32.7%·아시아 30.3%·유럽 22.8%·국내 11.0%)에 달하는 반면, 야구게임은 KBO 라이선스 기반 〈컴투스프로야구〉 시리즈를 중심으로 국내 매출 비중이 높다. 즉 RPG 비중이 클수록 해외 매출이, 야구게임 비중이 클수록 국내 매출이 확대되는 구조다.

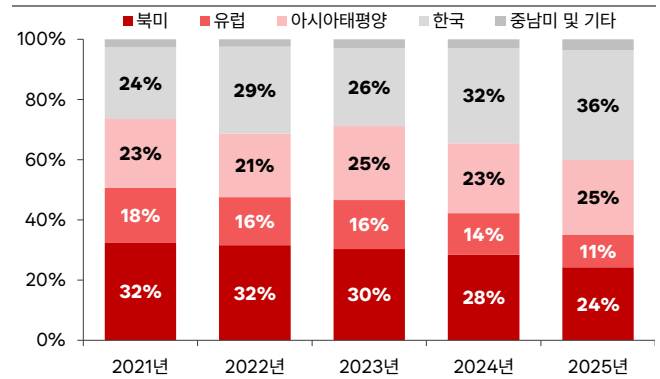
이에 따라 최근 5년간 지역별 비중도 함께 변화했다. 국내 비중은 2021년 약 24%에서 2025년 36.5%로 상승한 반면, 북미는 32%→24%, 유럽은 18%→11%로 하락했는데, 이는 국내 매출이 2021년 1,204억 원에서 2025년 2,093억 원으로 성장(아구게임 호조)한 반면, 북미·유럽 비중이 큰 '서머너즈 워' RPG 매출이 둔화된 데 따른 것이다.

지역별 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

지역별 매출비중 추이



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

비교적 안정적인 본업 수익성에

비해 미디어/콘텐츠 자회사 적자가

미치는 영향이 강한 손익구조

비용구조

2025년 연결 영업비용은 6,938억 원으로 매출(6,964억 원)의 99.6%에 달한다. 다만 높은 비용률은 게임 사업 자체의 낮은 수익성 때문이라기보다, 적자가 지속되는 미디어/콘텐츠 자회사가 연결 실적에 반영된 영향이 크다. 실제 별도(게임 본사) 기준 영업이익률은 2025년 30%, 2026년 1분기 6.3%로 회복 흐름을 보이고 있다.

주요 비용항목은 ① 지급수수료 1,871억 원(매출 대비 26.9%), ② 인건비 1,667억 원(23.9%), ③ 외주용역비 965억 원(13.9%), ④ 마케팅비 875억 원(12.6%), ⑤ 로열티 546억 원(7.8%)로 구성된다. 성격별로는 매출에 직접 연동되는 변동비(지급수수료+로열티)가 약 35%, 인건비·기타 등 고정비가 약 38%, 미디어 자회사 제작 물량에 연동되는 준고정비(외주용역비)가 약 14%, 신작 사이클에 좌우되는 재량적 비용(마케팅비)이 약 13%를 차지한다.

지급수수료(매출 대비 26.9%)

대부분 구글·애플 앱마켓에 지급하는 플랫폼 수수료(통상 30%)로, 모바일 인앱결제 매출에 연동되는 변동비다.

해당 계정에는 앱마켓 수수료 외에도 퍼블리싱 수익배분(RS), 즉 외부 개발사의 게임을 유통·운영한 뒤 매출 일부를 개발사에 배분하는 금액이 함께 계상된다.

연결 연간 수수료율은 2024년 31.7%에서 2025년 26.9%로 4.8%p 하락하며 앱마켓 표준 수수료율(30%)보다 낮아졌다. 하락 요인은 ① 〈스타라이트〉 등 퍼블리싱 게임의 서비스 종료로 RS성 수수료가 제거됐고, ② 마켓 수수료가 낮은 원스토어·웹상점 비중이 높은 야구게임의 매출 믹스가 확대된 데 있다. 특히 KBO 라인업은 결제의 약 3분의 1이 원스토어에서 발생해 실질 수수료 부담이 더 낮다.

인건비(매출 대비 23.9%)

급여·퇴직급여·복리후생비·주식보상비용으로 구성되며, 주로 게임 개발·운영 인력 비용이다. 연결 기준 분기 400억 원대(별도 약 300억 원)에서 큰 변동 없이 유지되고 있다. 2020~2022년 개발 인력 확보 경쟁으로 인건비 부담이 크게

확대되며 수익성 악화의 주요 원인으로 작용했다. 2023년 경영진 교체 이후에는 인력 재배치와 프로젝트 효율화를 통해 비용 증가세가 완만해진 것으로 보이나, 신규 프로젝트가 다수 개발 중인 만큼 인건비의 절대 규모가 추가로 줄어들기는 쉽지 않은 것으로 판단된다.

외주용역비(매출 대비 13.9%)

대부분 미디어/콘텐츠 자회사(위지웍스튜디오 등)의 영상 콘텐츠 제작 외주비로, 게임 사업 관련 외주비는 2025년 37억 원(별도 매출의 0.7%)에 불과하다. 연결 외주용역비가 2022년 1,729억 원에서 2025년 965억 원으로 약 44% 감소한 것도 게임 비용 절감보다는 미디어 자회사의 제작 물량 감소를 반영한 결과이며, 실제 자회사 매출도 같은 기간 2,387억 원에서 1,614억 원으로 동반 감소했다. 프로젝트 단위로 인식되는 비용인 만큼 분기 변동성이 크며, 향후 미디어 자회사의 사업 규모에 연동될 전망이다.

마케팅비(매출 대비 12.6%)

신규 이용자 확보와 대형 업데이트 홍보에 집행되는 재량적 비용으로, 회사가 집행 시점과 규모를 조절할 수 있다. 게임별 매출의 20% 이내에서 집행되는 것으로 추정되며, 통상 매출 대비 10%대 초중반에서 운영되는 것으로 파악된다. 2024년 하반기부터 라이브 게임(《서머너즈 워》야구 라인업)의 마케팅 효율화를 집중 테스트한 결과, 별도기준 마케팅비율은 2025년 4분기 6.9%, 2026년 1분기 5.6%까지 낮아졌다. 다만 2분기에는 야구 시즌 개막과 《서머너즈 워》주년 이벤트, 3분기부터는 신작 《제우스: 오만의 신》 마케팅이 반영될 예정이다. 라이브 게임은 효율 중심으로 집행하되 신작은 초기 성과 확보를 위해 마케팅 투입이 확대될 가능성이 높아, 하반기 마케팅비율은 점진적으로 상승할 전망이다.

로열티(매출 대비 7.8%)

MLB·KBO·NPB 야구 라이선스와 일부 외부 IP 콜라보(예: 《반지의 제왕》)에서 발생하는 매출 연동 변동비로, 야구 매출 비중이 높아질수록 부담이 커진다. 실제 매출 대비 로열티율은 2022년 3.5% → 2023년 4.3% → 2024~2025년 7.8%로 상승했으며, 이는 야구 라인업 확대와 로열티율이 높은 MLB 비중 상승을 반영한 결과다.

요율은 모바일 야구게임 시장 규모에 비례해 NPB > MLB > KBO 순으로 파악된다(KBO는 과거 공개된 경쟁사 사례를 감안할 때 4%대 초반으로 추정). 계약은 KBO가 연간, MLB가 2~3년 주기이며, 매출 구간별 슬라이딩 구조(예: 1,000억~1,500억 원 초과 시 요율 하락)를 갖는 것으로 파악된다.

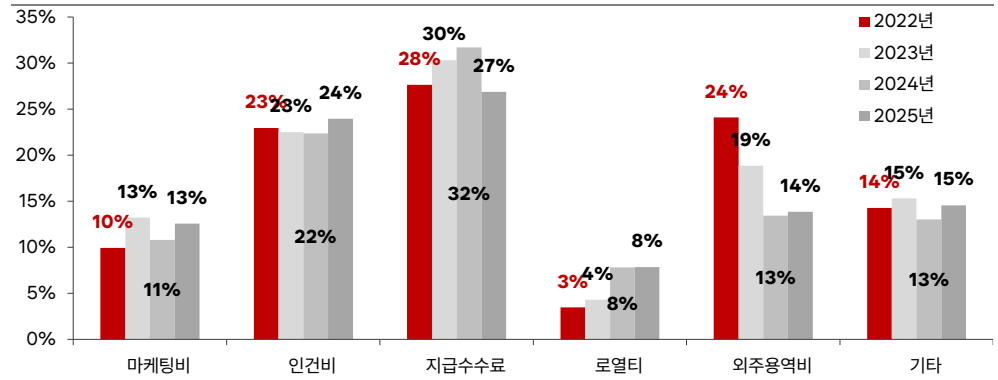
한편, 야구 매출이 고성장하는 국면에서 라이선서가 추가 성과 배분을 요구할 가능성은 잠재적 리스크 요인이나 동사가 KBO 국내 1위·MLB 모바일게임 매출 글로벌 1위 등 3대 리그에서 선도적 지위를 확보한 핵심 파트너로 협상력을 갖춘 만큼 급격한 요율 인상 가능성은 제한적으로 판단된다.

수익성 회복 경로

동사의 손익은 다각화 이전(2020년 이전) 연간 기준 연결 OPM 20~22%·영업이익 1,000억 원대에서, 미디어·메타버스 투자와 인건비 급증이 겹친 2022~2023년 연결 적자로 전환됐다. 이후 2024~2025년 비용 효율화로 흑자 전환했으나, 자회사 적자가 별도 이익을 잠식해 연결 영업이익률은 0%대에 머물러 있다. 고정비(인건비·기타)와 준고정비(외주용역비)는 이미 상당 부분 낮아져 추가 절감 여력이 제한적인 만큼, 향후 이익률 회복의 핵심 경로는 ① 하반기

〈제우스: 오만의 신〉 등 신작 매출 증가에 따른 고정비 희석(영업 레버리지), ② 앱마켓 수수료 인하·웹상점 결제 확대에 따른 변동비율의 구조적 하락, ③ 미디어 자회사 적자 축소로 판단된다. 동사 역시 별도 기준으로는 신작 성공에 따른 두 자릿수 영업이익률을 회복을 지향하며, 자회사 손익 안정이 맞물리면 연결 기준 추가 이익 개선도 가능하다고 보고 있다.

연도별 주요 비용 항목의 매출 대비 비중(연결 기준)



자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

5 참고자료

하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉 등 2026~2027년 신작 모멘텀이 신작 흥행 신뢰 회복·리레이팅의 열쇠

신작 파이프라인 (2026~2027년)

동사가 국내 게임주 가운데서도 주가 흐름이 특히 부진했던 배경 중 하나는 신작 흥행에 대한 시장의 신뢰가 약화된 데 있다. 컴투스는 최근 2~3년간 다수의 신작을 선보였으나 기대만큼의 성과로 이어진 사례가 많지 않았고, 그 결과 실적(서머너즈 워)와 야구게임 등 기존 라이브 게임에 의존하는 구조가 이어져 왔다. 이런 맥락에서 2026~2027년 신작 모멘텀, 특히 하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉의 성과는 단순한 매출 이벤트를 넘어 신작 흥행 능력에 대한 시장의 신뢰를 회복하는 계기가 될 수 있으며, 밸류에이션 재평가로 이어질 여지가 있다.

〈제우스: 오만의 신〉은 그리스 신화를 배경으로 언리얼 엔진 5로 개발한 대형 MMORPG다. 개발사 에이버튼이 약 200명의 인력을 3년간 투입한 대작으로, 2026년 7월 1일 사전예약을 시작했으며 3분기 국내 출시가 예정돼 있다. 에이버튼은 넥슨 출신 개발 인력이 설립한 스튜디오로, 〈제우스〉와 같은 MMORPG 장르의 〈프라시아 전기〉와 하이브리드 해양 어드벤처 〈데이브 더 다이버〉 개발에 참여한 이력을 보유한 것으로 알려져 있다. 특히 〈데이브 더 다이버〉는 전 세계 누적 800만 장 이상 판매된 PC·콘솔 기반 프리미엄 게임으로, 이러한 개발 트랙레코드는 〈제우스〉에 대한 기대 요인으로 작용하고 있다. 복수의 대형 게임사가 경쟁한 퍼블리싱 판권을 컴투스가 확보했으며, 경쟁 대작이 상대적으로 적은 하반기 출시를 통해 구글·애플 매출 1위를 목표로 하고 있다. 정확한 출시일과 BM(비즈니스 모델)은 7월 말~8월 초 쇼케이스에서 공개될 예정이다.

다만 〈제우스〉는 컴투스의 자체 개발작이 아니라 퍼블리싱 타이틀이라는 점을 감안할 필요가 있다. 퍼블리셔는 개발사를 대신해 마케팅·서버 운영·결제·글로벌 서비스를 담당하고, 그 대가로 게임 매출을 개발사와 배분한다. 이용자 결제액에서 앱마켓 수수료를 차감한 뒤 남은 금액을 퍼블리셔와 개발사가 사전에 정한 비율로 나누는 RS(Revenue Share)

구조다. 따라서 〈제우스〉가 흥행할 경우 매출의 일정 부분이 컴투스 실적으로 반영되지만, 자체 개발작 대비 이익률은 낮을 것으로 추정된다. 한편 컴투스는 에이버튼 지분 8.95%(장부가 약 140억 원)를 보유하고 있어, 게임 흥행 시 지분가치 상승과 에이버튼 차기작 퍼블리싱 우선권 확보 측면에서도 유리한 위치를 점할 수 있다.

실적 측면에서는 3분기 출시 이후 매출이 일부 반영되고, 4분기부터 온기 반영될 전망이다. 흥행 시 영업 레버리지 효과가 기대되며, 〈제우스〉가 온기 반영되는 2027년부터 이익 개선 폭이 본격 확대될 것으로 판단된다.

〈제우스〉 외에도 자체 개발 신작 라인업이 대기하고 있다. 일본 애니메이션 IP 기반 다크판타지 턴제 RPG 〈도원암귀〉(2026년, 모바일·PC)를 시작으로, 2027년에는 〈데스티니 차일드〉 IP 기반 방치형 RPG, 코단샤 IP 기반 서바이벌 액션 RPG 〈가치아쿠타: The Game〉(PC·콘솔), 웹툰·웹소설 누적 조회수 20억 회 이상의 〈전자적 독자 시점〉 IP 기반 액션 RPG 등이 출시될 예정이다.

신작 라인업

구분	타이틀	장르	개발사	플랫폼	출시국가	출시예정일정
In-House	도원암귀 Crimson Inferno	다크판타지 턴제 RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌 ²⁾	2026년
	데스티니 차일드 IP ¹⁾	방치형 RPG	컴투스(티키타카스튜디오)	모바일	글로벌	2027년
	가치아쿠타: The Game ¹⁾	서바이벌 액션 RPG	컴투스	PC/콘솔	글로벌 ²⁾	2027년
	A랭크 파티 IP ¹⁾	RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌	2027년
Publishing	제우스: 오만의 신	MMORPG	에이버튼	모바일/PC	한국	3Q26
	전자적 독자 시점 IP ¹⁾	액션 RPG	오프비트	모바일/PC	미정	2027년

주: 1) 게임명 미정으로 추후 변경될 수 있음, 2) 중국 등 일부 국가 제외, 자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

주요일정 및 시가총액 추이

주요 일정

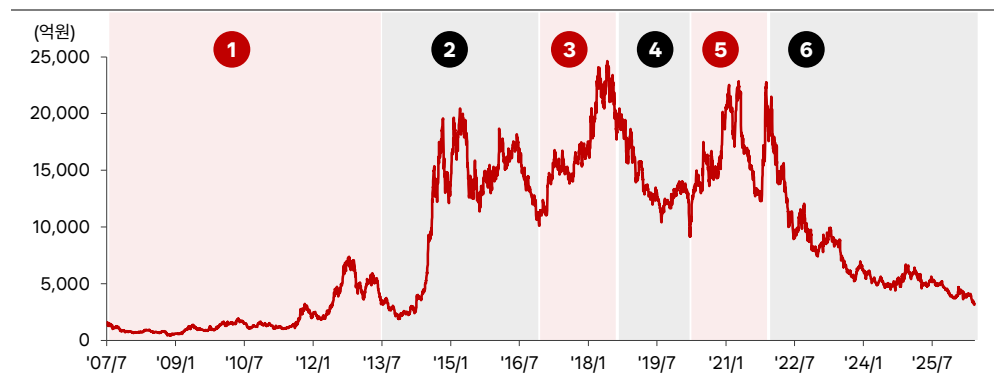
3Q26(7월말~8월 초): 제우스: 오만의 신 쇼케이스 진행. 개발자 미팅, BM 공개 등

3Q26(여름 중): 제우스: 오만의 신 국내 출시

4Q26(12월 말): 한국·일본 지역 애플제 수수료 인하

2H26(시기 미정): 도원암귀 출시. 다만 애니메이션 방영일정에 따라 변동가능성 있음

시가총액 추이



자료: Quantivise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주가 키펙터

- 1) 핵심 IP의 흥행 사이클과 신작 모멘텀
- 2) 게임 섹터 전반의 구조적인 호재: 스마트폰 전환 시기 SNG(Social Network Game, 소셜 네트워크 게임) 장르의 발생 / 팬데믹 시기 블록체인, P2E 테마 등

상장 이후 시가총액 추이

1. 2012년 시총 상승: 스마트폰 전환

- 스마트폰으로의 패러다임 전환기에 모바일 게임 시장에 적극 진출. '타이니팜(2011.09)', '컴투스 프로야구(2012.03)' 등 모바일 SNG 장르 히트작 출시 및 카카오톡 연동으로 유저층을 확장하며 실적 턴어라운드 및 시가총액 상승
- 2012년 하반기를 기점으로 카카오톡 플랫폼 기반 경쟁작 다수 출시 및 신작 출시 지연 우려로 시가총액 하락

2. 2014년 시총 급등 후 1조원대 안착: '서머너즈 워' 글로벌 대흥행

- 2013년 10월 경쟁사인 게임빌(현 컴투스홀딩스)에 인수되며 지배구조 안정화
- '서머너즈 워: 천공의 아레나' 국내(2014.04) 및 글로벌(2014.06) 출시. 이후 글로벌 앱마켓 모바일 RPG 순위권을 유지하며 흥행 기록, 해외 매출비중이 80%를 상회하며 기업가치 재평가. 단일 IP 고마진 구조로 영업이익률 약 38%(2017년 매출 5,080억 원·영업이익 1,946억 원) 기록
- '서머너즈 워' 장기 흥행으로 견조한 실적 유지되었으나, 신작 모멘텀 부재로 단일 IP 리스크가 제기되며 상방 제한

3. 2017~2018년 시총 상승: '서머너즈 워' IP 확장 기대감

- 안정적인 실적 유지 및 글로벌 e스포츠 대회(SWC, 2017년 첫 개최)로 '서머너즈 워' IP 수명 연장. 이후 '서머너즈 워: 크로니클', '서머너즈 워: 백년전쟁' 등 파생 신작 라인업 개발 소식이 전해지며 시가총액 상승

4. 2018/7~2019년 시총 하락: 신작 출시 지연 및 판호 발급 기대감 감소

- '서머너즈 워' IP 차기작 출시 일정 지속 연기. 중국의 판호 발급 제한 조치가 장기화되며 해외 성장 모멘텀 둔화
- 영업이익도 서머너즈 워 IP 노후화에 따른 매출 감소로 하락(영업이익 2017년 1,946억 → 2020년 1,141억 원)

5. 2020~2021년 시총 변동폭 극대화: 팬데믹 테마 수급과 사업부문 다각화

- 코로나 팬데믹이 발발하며 게임 업종 전반의 수혜
- '서머너즈 워: 백년전쟁(2021.04)' 출시 초기 흥행 이후 지표가 빠르게 하락하며 시가총액 변동성 확대
- 2021년 하반기 블록체인·NFT(P2E)·메타버스 테마가 게임업계 블록체인(P2E) 게임 열풍으로 이어짐. 2021년 12월 컴투스의 자체 블록체인 플랫폼 C2X(현 XPLA)와 메타버스 플랫폼 컴투버스를 공개하며 시가총액 2조 원대까지 급등
- 위지윅스튜디오(2021.08)·마이뮤직테이스트 인수로 비게임 다각화 본격화. 연결 인원 1,250→1,975명, 인건비 792→1,645억 원(2년 만에 2배 증가)

6. 2022년~현재 시총 하락: 업종 둔화, 신작 성과 저조, 구조조정

- 2022년 글로벌 금리인상이 시작되며 게임주 멀티플 축소, 테라·루나 사태 이후 암호화폐 시장 냉각 및 매크로 악화. 메타버스 실적 가시성에 대한 의문 제기
- '서머너즈 워: 크로니클' 국내(2022.08)·글로벌(2023.03) 출시 성과가 구작의 감소분을 커버하지 못하며 실적 볼륨 감소. 엔데믹 이후 모바일 게임 시장의 성장 정체와 맞물리며 시가총액 지속 하락
- 미디어/콘텐츠 비게임 분야 사업 다각화 과정에서 비용 부담 증가(자회사 합산 영업이익자 -559억(2022)·-537억 원(2023), 연결 적자 전환). 메타버스 자회사 등 구조조정 진행, 2024년 위지윅스튜디오 영업권 손상차손 약 1,400억 원(일회성·비현금) 인식



투자포인트

1 성장하는 야구게임 시장의 경쟁력 있는 1위 사업자

높은 진입장벽과 긴 서비스 업력을
바탕으로 고수익성의 야구게임
시장을 선점

동사 야구게임은 라이선스 진입장벽과 반복매출 구조를 동시에 갖춘 고마진 캐시카우다. 야구게임은 수요가 한·미·일에 집중된 니치 장르 특성상 대형 게임사의 진입 유인이 낮은 가운데, 동사는 KBO·MLB·NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 확보한 글로벌 유일 사업자로서 선도적 지위를 보유하고 있으며, 배타적 라이선스와 20여 년간 축적한 운영력이 진입장벽으로 작용하고 있다. 실제 프로야구 시즌과 연동되는 콘텐츠 업데이트·반복 결제 구조를 바탕으로 스포츠(야구게임) 매출은 2022년 1,262억 원에서 2025년 2,363억 원으로 연평균 23% 성장했고, 두 자릿수 마진을 창출하며 성장성이 둔화된 RPG매출을 보완하는 핵심 이익원으로 자리 잡았다. 이러한 구조적 강점과 국내 야구 흥행에 힘입어 동사 야구게임 매출은 2026년에도 2,850억 원(+20.6% YoY)으로 두 자릿수 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

글로벌 스포츠 게임 시장의 성장

글로벌 스포츠게임 시장은 2024년 5,069억 달러에서 2033년 8,277억 달러로 연평균 5.6% 성장할 전망이다. 성장 동인은 ① 실제 스포츠와의 연계 강화, ② 부분유료화(F2P)·인앱결제 기반 과금 구조, ③ 지역별 취향을 반영한 콘텐츠(미국·아시아의 야구 등), ④ 시즌제 운영과 지속 업데이트를 통한 제품수명주기(PLC) 장기화다. 이 요인들은 공통적으로 '실제 스포츠와 연동되는 시즌제 라이브 게임'(출시 후에도 시즌마다 콘텐츠를 갱신하며 장기간 서비스되는 게임)에 우호적으로 작용하며, 야구게임은 이 조건에 부합하는 대표 장르다. 구체적으로 야구게임은 실제 프로야구 시즌과 연동해 콘텐츠가 갱신되는 구조로 매 시즌 선수단과 성적 데이터가 바뀌면 신규 카드·능력치 조정·이벤트 업데이트로 이어지고, 이용자는 새 시즌 선수 확보와 팀 전력 보강을 위해 다시 게임에 접속해 결제하는 경향이 있다. 신규 콘텐츠 공급 부담이 큰 RPG와 달리, 실제 야구 관람 수요가 유지되는 한 이용자 유입과 결제가 반복되기 쉬워 연간 구독형에 가까운 반복매출 성격을 갖는다.

한·미·일 3대 시장과 국내 야구의 구조적 성장

야구게임은 야구 인기가 높은 미국·일본·한국에 수요가 집중된 장르다. 실제 2024년 기준 전 세계 모바일 스포츠게임 지출 가운데 일본이 26.7%, 미국이 17.7%, 한국이 9.2%로 이들 3개국이 합계 53.6%를 차지한다. 이 중 동사의 핵심 시장인 국내에서는 KBO 리그의 흥행 확대에 힘입어 야구게임이 고성장하고 있다. 국내 프로야구 관중은 2024년 사상 첫 1,000만 명(1,088만 명, 종전 최다 2017년 840만 명)을 넘어선 뒤 2025년 1,231만 명으로 역대 최다를 경신했고, 2026년 시즌에도 경기당 관중이 전년 대비 약 10% 늘어 증가세가 이어지고 있다.

주목할 점은 이 성장이 팬층 구조 변화에 기반한다는 것이다. 20~30대 여성을 중심으로 신규 팬이 유입되며(2025년 20대 예매자의 여성 비중이 남성을 추월), 응원·굿즈·굿품 콘텐츠 소비가 결합된 팬덤형 관람 문화가 정착됐다. 모바일·온라인 소비에 익숙한 이들이 야구의 새 주력 팬층으로 부상하는 흐름은, 야구게임의 신규 유입과 수요 지속 가능성을 높이는 구조적 배경으로 판단된다.

라이선스와 운영력이 만든 선도적 시장 지위

동사는 총 7종의 야구 타이틀을 서비스하며 KBO·MLB·NPB 3대 프로야구 라이선스를 모두 보유한 글로벌 유일의 사업자다. 2002년 국내 (컴투스프로야구)를 시작으로 라이선스를 확대해 왔고, 2025년 일본 (프로야구RISING)(NPB) 출시로 3대 리그 라인업을 완성했다. 이로써 글로벌 스포츠게임 지출의 53.6%를 차지하는 3대 시장을 모두 포괄하게 됐으며, 지역별로는 국내(KBO) 압도적 1위, 미국(MLB) 모바일게임 매출 글로벌 1위(MLB 9인닝스), 미국 톱10·대만 톱3위로 지위가 확고한 한편, 일본(NPB)은 2025년 진출한 신규 시장으로 아직 초기 단계다. 각 라이선스의 2025년 연 매출은 MLB·KBO 기준 각각 1,000억 원 안팎으로 추정된다.

동사의 이러한 지위는 두 가지 요인에 기반하는 것으로 판단된다.

첫째, 배타적 라이선스다. 야구게임은 리그·선수협회로부터 선수 실명·구단 사용권을 확보해야만 서비스가 가능한데, 리그는 브랜드 가치 보호를 위해 검증된 운영 레퍼런스를 갖춘 사업자에게만 라이선스를 선별적으로 부여한다. 이 때문에 후발주자가 자본만으로 라이선스를 확보하기는 어렵다.

둘째, 20여 년간 축적한 개발·운영력이다. ABS(자동 볼·스트라이크 판정 시스템)·실시간 경기 연출 등 실제 경기를 정교하게 재현하는 역량이 요구되는데, 이는 오랜 서비스 경험에서만 축적되는 만큼 배타적 라이선스와 맞물려 후발주자가 단기간에 모방하기 어려운 진입장벽으로 작용하는 것으로 판단된다.

나아가 동사는 하나의 라이선스를 여러 장르로 확장하는 멀티 타이틀 운영에도 강점을 갖는다. 동일 라이선스로 시뮬레이션·실시간 대전·구단 경영 등 서로 다른 유형의 게임을 함께 서비스해 라이트 이용자부터 코어 이용자까지 확보하며, 라이선스 한건당 매출을 극대화한다.

이러한 선도적 지위는 경쟁 강도가 낮은 야구게임의 니치 시장 구조와 맞물려 향후에도 유지될 가능성이 높다. 야구는 축구·농구와 달리 미국·동아시아·중남미에 인기가 집중된 지역 스포츠로, 글로벌 대형 게임사의 우선순위에선 벗어나 있다. 실제로 글로벌 스포츠게임을 대표하는 EA(미국)는 2005년을 끝으로 야구게임에서 철수했고, 서구권의 대작 야구게임은 사실상 소니의 콘솔 타이틀(MLB The Show)만 남아 모바일 시장에는 대형 경쟁자가 부재하다. 그 결과 모바일 야구게임은 지역별 소수의 게임사가 과점하는 구조로, 일본은 코나미가 80% 이상을 점유하고 국내에서도 마구·마구·이사만루 등 경쟁작이 잇따라 사라지면서 동사의 입지가 더욱 공고해졌다.

시장 성장과 선도적 지위가 만든 외형과 수익성의 동반 개선

이러한 시장 성장과 선도적 지위는 동사 야구 사업의 외형 확대와 수익성 개선으로 함께 나타나고 있다.

외형측면에서 동사의 스포츠(야구게임) 매출은 2022년 1,262억 원에서 2023년 1,611억 원, 2024년 2,052억 원, 2025년 2,363억 원으로 3년 연평균 23% 성장했다. 긍정적인 점은 이 성장이 과금 강도 상승보다 이용자 기반 확대에 기인한다는 점이다. 이용자 수와 트래픽 확대는 향후 결제 전환과 객단가 상승으로 이어질 수 있어 가격 인상 중심의 성장보다 지속성이 높다.

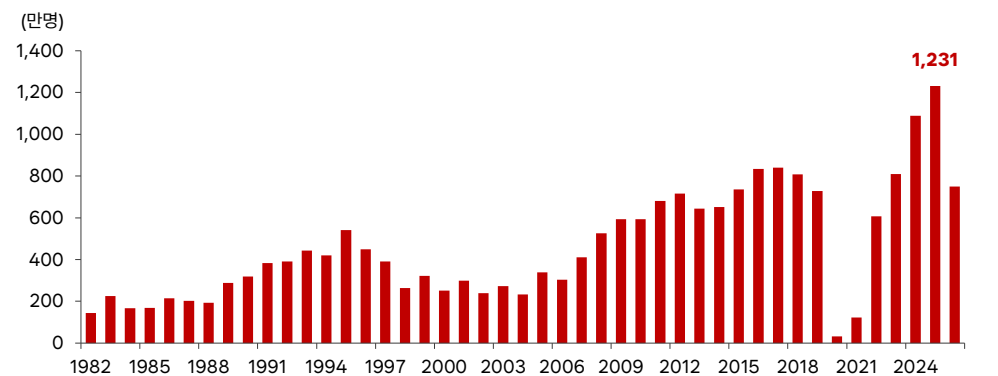
이러한 이용자 기반 확대는 최근 지표에서도 확인된다. 야구 라인업 전체 월간 이용자(MAU)가 약 250만 명으로 추정되는 가운데, 2026년 1분기 (MLB 라이벌)의 DAU와 매출이 전년 대비 각각 19.6%, 29.3% 증가하고 (컴투스프로야구 V)가 월 최대 매출을 경신하는 등 MLB·KBO 라인업이 고르게 성장하고 있다. 특히 결제력이 낮은 신규 유저가 시즌을 거치며 객단가를 점진적으로 높여가는 구조인 만큼, 현재의 이용자 저변 확대는 향후 매출 성장의 선행 지표로 작용할 것으로 판단된다.

수익성 측면에서도 주력 야구 타이틀(컴투스프로야구V)(MLB 9인닝스)의 영업이익률은 두 자릿수 이상으로 파악된다. 야구게임은 라이선스 로열티를 부담함에도 수익성이 양호한데, ① 장기 서비스된 라이브 타이틀 중심이라 신규 유입용 마케팅비 부담이 낮고, ② KBO 라인업은 결재의 약 3분의 1이 수수료가 낮은 원스토어에서 발생하는 데다 야구 7개 타이틀에 자체 웹상점을 도입해 플랫폼 수수료 부담을 낮췄기 때문으로 판단된다.

일본(NPB), 성장 여력은 크지만 성과 개선 여부가 관건

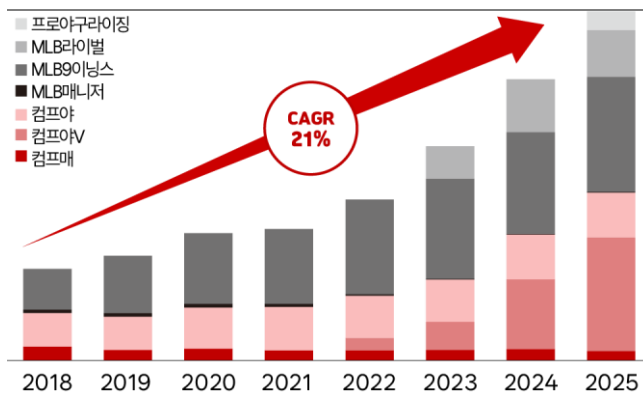
한편 동사는 2025년 일본(NPB) 시장에 진출해 야구게임을 서비스하고 있다. 일본 모바일 야구게임 시장은 연간 약 5,000억 원 규모로 추정되는 세계 최대 시장이지만, 코나미의 (프로야구 스피리츠 A)가 약 80%(4,000억 원 규모)를 점유하고 있다. 장기간 누적된 과금 이력과 선수 기록, 기존 이용자 데이터가 강한 락인 효과를 형성하고 있어 후발주자의 진입 난이도가 높은 것으로 판단된다. 여기에 현지 이용자의 보수적인 게임 이용 성향까지 더해지며, 2025년 출시한 (프로야구RISING)의 첫해 성과는 시장 기대치(연 500억 원 수준)의 절반 이하에 그친 것으로 파악된다. 이에 동사는 2026년 3월 은퇴 선수와 해외 진출 선수까지 선수풀을 확대했으며, 이를 기반으로 성과 개선을 추진할 계획이다.

KBO 리그 관중 수 추이



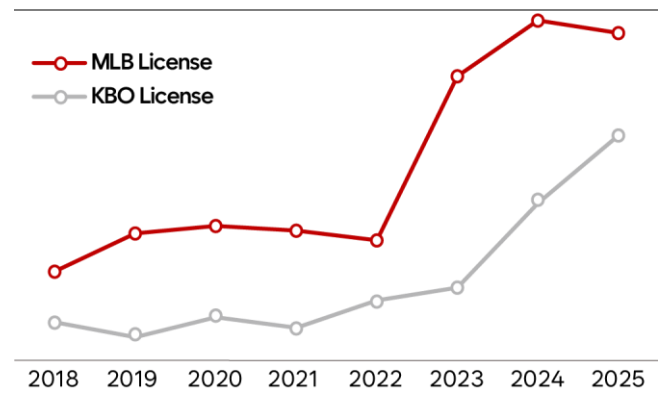
자료: KBO, 한국R협의회 기업리서치센터

야구라인업 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

야구라인업 연평균 DAU



자료: 컴투스, 한국R협의회 기업리서치센터

**9년 연속 배당과 자사주 소각을
통해 주주환원 기조를
지속해왔으며, 2025년 기업가치
제고 계획 발표(매출액 성장, ROE
개선, 주주환원을 상향)**

주주환원이 뒷받침하는 하방 방어력

동사는 2025년 밸류업 공시를 통해 주주환원 재원을 확대했으며, 게임 섹터 내에서도 배당수익률과 배당성향이 모두 상위권에 속한다. 주주환원을 지속할 '의지'는 연결 영업적자 국면에서도 9년 연속 이어 온 배당 이력과 최대주주의 높은 주주환원 유인에서 확인되며, '능력'은 시가총액을 상회하는 순금융자산이 뒷받침한다. 다만 게임주의 재평가와 주주환원의 지속 가능성은 결국 게임 사업의 펀더멘탈(개발·운영 역량)에 좌우되는 만큼, 주주환원은 주가 리레이팅의 트리거라기보다 이익 회복이 확인되기 전까지 하방경직성을 뒷받침하는 요인으로 작용할 전망이다.

컴투스의 기업가치 제고계획

동사는 2025년 3월 기업가치 제고계획을 공시하며 ① 3개년(2025~2027년) 평균 매출성장률 10% 이상, ② 수익성·자본효율성 제고를 통한 ROE 개선, ③ 주주환원을 상향의 세 가지 목표를 제시했다. 핵심은 환원 재원 산정 기준의 변경으로, 종전 '직전 3개년 별도 연평균 영업현금흐름(OCF)의 33%'에서 '직전연도 별도 OCF의 40~60%'로 환원 재원 비율을 상향했다. 실제 2025년 결산 배당으로 DPS 1,300원·총 148억 원을 지급하며 연결 배당성향 40.8%를 기록했고, 2026년 1월에는 자기주식 646,442주(발행주식의 약 5.1%, 약 582억 원)를 소각했다.

주주환원 의지

동사의 주주환원 의지는 오랜 배당 이력과 최대주주의 주주환원 유인에서 확인된다.

첫째, 동사는 2016년 이후 9년 연속 배당을 실시해 왔으며, 게임업계 경쟁 심화로 실적이 둔화되고 연결 영업적자를 기록한 2022~2023년에도 배당 기조를 유지했다.

둘째, 최대주주 컴투스홀딩스(지분 31.26%)의 주주환원 유인이다. 지주회사 성격의 컴투스홀딩스에 동사가 지급하는 배당(2025년 결산 기준 약 46억 원)은 안정적인 현금흐름원 중 하나로 작용하며, 이는 지배주주 차원에서도 동사의 환원 정책을 지속할 유인으로 작용할 것으로 판단된다.

주주환원 능력

환원을 지속할 재무 체력은 대규모 순금융자산이 뒷받침한다. 동사는 2026년 1분기 말 별도 기준 금융자산에서 차입금을 차감한 순금융자산 약 5,080억 원을 보유하고 있어 배당·자사주 소각 재원을 자체적으로 충당할 여력이 충분하다.

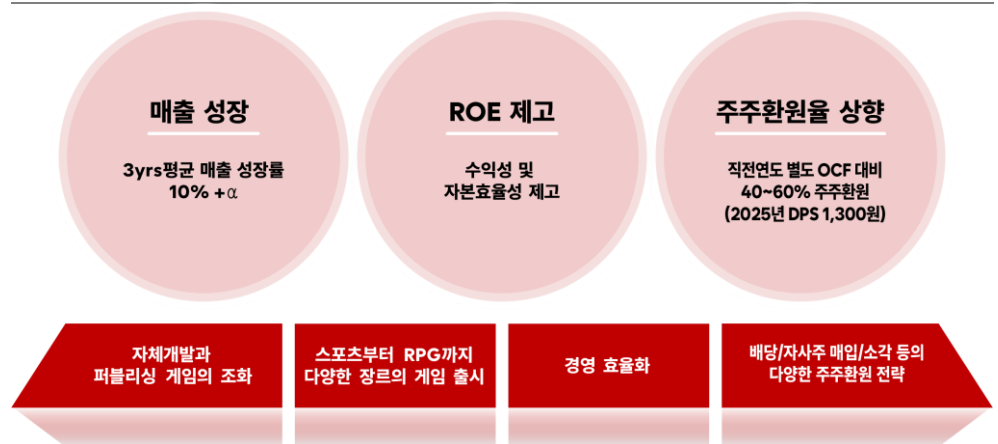
이 같은 주주환원 의지와 재무 체력은 실제 배당 지표에서도 확인된다. 동사는 게임 섹터 내에서 배당수익률과 배당성향이 모두 높은 소수 게임사 중 하나다. 2025년 결산 기준 배당수익률은 4.48%로 섹터 평균(약 1.7%)의 2배를 웃돌고, 배당성향도 40.8%로 섹터 평균(약 17.9%)을 상회한다. 2026년 예상 배당수익률 역시 5.0%로 높은 수준을 이어갈 전망이다.

한편, 밸류업의 핵심은 ROE가 COE를 상회하는 구조를 회복할 수 있는지에 있다. 동사 연결 지배주주 ROE는 2021년까지 대체로 COE를 상회했으나(2020년 제외), 2022~2023년에는 수익성 하락으로 평균 3.2%로 낮아져 COE(12~13%)를 하회했다. 동사는 이를 성장 투자와 주주환원 병행으로 개선한다는 방침이며, 밸류업 공시에서 제시한 2022~2024년 평균 0.56배였던 PBR을 2025년 이후 40% 이상 끌어올린다는 목표 역시 이익 체력 회복을 전제

로 한다.

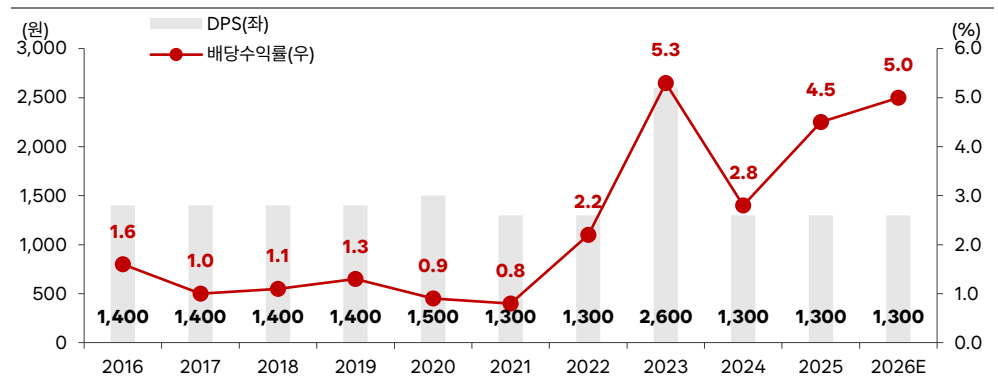
결국 이러한 ROE·PBR 회복과 그에 따른 기업가치 상승 여부는 게임 사업의 펀더멘탈(개발·운영 역량)이 실적으로 확인되느냐에 달려 있는 것으로 판단되며 배당·자사주 소각은 그 이익 회복이 가시화되기 전까지 주가의 하방을 지지하는 보조적 요인으로 작용할 것으로 보인다.

컴투스 주주환원 목표(2025~2027년)



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

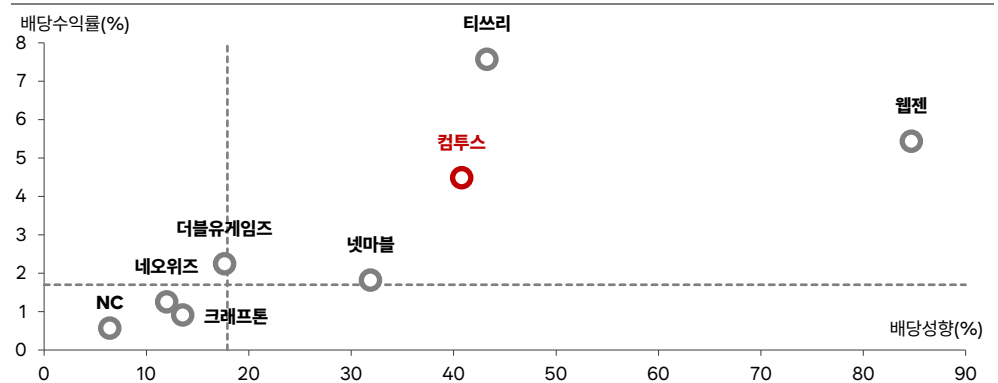
컴투스 연간 DPS·배당수익률 추이



주: 배당수익률은 당해년도 연말 종가 기준

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

게임 섹터 배당수익률-배당성향 비교(2025년 결산 기준)



주1) 국내 코스피·코스닥 상장 게임사 15개사(KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, DataGuide, 2025년 결산·현금배당 기준), 주2) 점선은 게임 섹터 평균(배당성향 17.9%, 배당수익률 1.7%, 15개사 기준·무배당 포함), 주3) 위메이드는 적자로 배당성향 산정 불가해 제외, 주4) 무배당 6개사(텔어비스·시프트업·카카오게임즈·넥슨게임즈·데브시스터즈·미투온)는 표시 생략, 자료: 컴투스, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 앱마켓 수수료 인하 최대 수혜

모바일·자체 퍼블리싱 비중이 높고
북미·유럽 매출이 커 구글 수수료
인하 수혜가 가장 크며, 웹상점
확대도 함께 추진

동사는 2026년 본격화되는 구글 앱마켓 수수료 인하(중전 일괄 30% → 20~25%)의 대표 수혜주로 판단된다.

특히 모바일 매출과 자체 퍼블리싱 비중이 높아 수수료 절감분이 이익으로 반영되기 쉬운 구조이며, 야구게임·신작 성장에 따른 영업 레버리지와 맞물릴 경우 2025년 연결 0.4%(별도 3.0%)에 그친 영업이익률 회복을 앞당기는 요인으로 작용할 수 있다.

모바일게임사는 그동안 인앱결제 매출의 약 30%를 앱마켓에 지급해 왔으나, 2026년부터 수수료 부담이 구조적으로 낮아지는 국면에 진입했다. 직접적 계기는 구글과 에픽게임즈의 반독점 소송(2025년 11월 합의)으로, 구글은 2026년 3월 중전 일괄 30%였던 인앱결제 수수료를 인하하는 개편안을 발표했다.

핵심은 '누가 결제하느냐'에 따라 인하 폭을 달리한 점이다. 신규 설치 이용자(게임을 새로 설치한 이용자)의 결제는 중전 수수료율 30%에서 실부담 20%로 10%p, 기존 이용자(기존 설치)의 결제는 수수료율 30%에서 25%로 5%p 낮아진다(모두 구글 성장·품질 프로그램 참여 기준). 이러한 인하는 크로스플랫폼(스마트폰·PC 등 여러 기기에서 같은 게임을 이어서 즐기는 기능) 지원 등 구글이 정한 성장·품질 요건을 충족한 게임에 적용된다. 신규 설치 이용자 결제에 더 큰 인하 폭을 적용한 것은 신규 이용자 유입을 촉진하기 위한 구조로 판단된다. 시행 시기는 미국·EU·영국 2026년 6월, 한국·일본 2026년 말, 기타 지역 2027년 9월까지 순차 적용된다.

수혜 강도는 ① 모바일 매출 비중이 높아 앱마켓 수수료 부담이 크고, ② 게임을 직접 유통(자체 퍼블리싱)해 절감분이 이익으로 반영되는 기업일수록 클 것으로 판단된다. 동사는 게임부문 매출의 약 95%가 모바일이고, 자체 개발·퍼블리싱 비중이 높다. 여기에 2025년 기준 <서머너즈 워>의 북미·유럽 매출 비중이 55.5%(북미 32.7%·유럽 22.8%)로 절반을 상회해, 국내 게임사 중 수수료 인하 수혜 강도가 큰 축에 속한다. 특히 인하가 미국·유럽부터 우선 시행되는 만큼(2026년 6월), 해당 지역 비중이 높은 동사는 상대적으로 이른 시점부터 수혜가 반영될 수 있다. 다만 추가 인하가 적용되는 신규 설치 우대 요율(실부담 20%)은 신규 이용자 유입이 활발한 게임에 집중되는 만큼, 신규 유입이 제한적인

성숙 IP(서머너즈 워)에서는 수혜 폭이 상대적으로 제한될 수 있다.

앞서의 앱마켓 수수료 인하가 요율 자체를 낮추는 경로라면, 동사는 이와 별개로 앱마켓을 우회하는 자체 웹상점(자체 결제) 확대도 병행하고 있다. 웹상점은 결제를 앱마켓 외부에서 처리해 수수료 부담 자체를 줄이는 방식으로, 동사는 이미 야구 7개 타이틀에 도입을 완료했으며 타이틀별 결제액의 약 10~30%가 웹상점에서 발생하는 것으로 파악된다. 앱마켓 수수료 대신 PG 수수료(약 3%)만 부담해 수익성 개선 효과가 크며, (서머너즈 워)도 도입 준비를 마친 상태다.

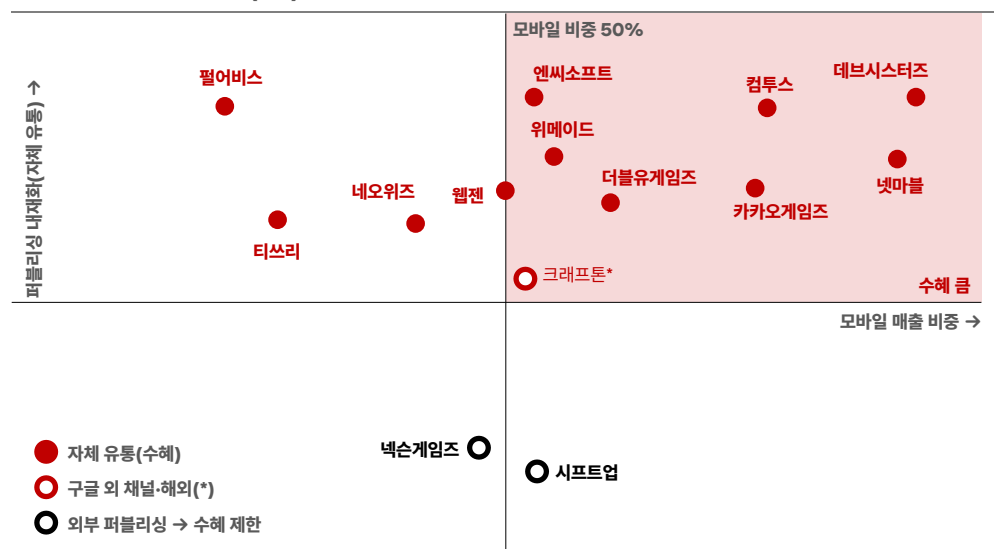
정량적 의미도 적지 않다. 5%p 단순 인하만으로 연 100~150억 원의 이익 개선이 가능한 것으로 판단되며, 이는 2025년 연결 영업이익(26억 원) 및 별도 영업이익(161억 원)에 견줘 상당한 규모다. 웹상점 확대와 신작 믹스까지 반영되는 온전한 효과는 2027년 3분기부터 나타날 전망이다. 수수료 인하는 인건비 등 고정비 절감이 일단락된 동사 손익 구조에서, 매출 증가 없이도 마진 개선이 가능한 주요 비용 효율화 수단이다. 여기에 야구게임·신작 매출이 늘어 고정비 부담이 완화되면, 별도 영업이익률의 두 자릿수 회복을 앞당기는 동력이 될 수 있다.

Google Play 인앱결제 수수료 개편

구분	종전	서비스 수수료(프로그램 참여 / 미참여)	결제 수수료	실질 부담(참여 / 미참여)
기존 설치 이용자	30%	20% / 25%	+5%p	25% / 30%
신규 설치 이용자	30%	15% / 20%	+5%p	20% / 25%
정기 구독	15%	10%	+5%p	15%
소규모(연매출 100만 달러 미만)	15%	10%	+5%p	15%

주1) 결제 수수료 5%p는 구글 자체 결제 시스템 이용 시 부과, 미국영국EEA 기준(제3자 결제 시 PG 수수료 별도), 주2) '프로그램'은 구글 앱 경험 프로그램(Apps Experience)·Google Play Games 레벨업 프로그램을 의미, 참여 시 신규기준 설치에 우대 서비스 수수료 적용, 주3) 정기 구독과 연 매출 첫 100만 달러 구간은 신규기준 설치나 프로그램 참여 여부와 무관하게 서비스 수수료 10% 단일 적용, 자료: 구글 개발자 블로그, 언론 종합, 한국IR협의회 기업리서치센터

게임사별 수수료인하 수혜강도(추정)



주1) KODEX 게임산업 ETF 구성종목 기준, 비게임 사업이 포함된 미투온 제외, 주2) 회사별 공시 기준 상이(모바일 단독·게임사업 전체·모바일+PC 합산 등)로, 정밀 수치 아닌 상대적 포지셔닝 기준, 주3) 넷마블·데브시스터즈·엔씨소프트·카카오게임즈·위메이드는 모바일 비중 단독 미공시로 제품 부문별 매출 합산 추정치, 주4) (*) 모바일 비중은 높으나 매출이 구글플레이가 아닌 외부 채널·해외(OS) 중심으로 발생, 이번 수수료 인하의 직접 수혜 제한
자료: 각 사 2025년 사업보고서(매출 유형·부문별 공시 및 퍼블리싱 계약) 재구성, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1Q26 실적 Review

외형은 둔화되었으나,
야구게임 성장과 비용효율화로
수익성 개선

1Q26 동사는 매출 1,447억 원(-13.9% YoY), 영업이익 51억 원(+206.9% YoY, OPM 3.5% / +2.5%p), 지배주주순이익 -105억 원(적자전환)을 기록했다. 매출은 〈서머너즈 워〉 하향세와 미디어 자회사 매출 감소로 역성장했으나, 마케팅 비·외주용역비 축소와 고마진 야구게임 성장에 힘입어 영업이익은 큰 폭으로 개선됐다. 지배주주순이익 적자는 보유 상장주식 평가손실에 따른 것으로, 게임 사업의 영업 회복 흐름과는 구분해 볼 필요가 있다.

매출(-13.9% YoY)

RPG 매출은 566억 원(-25.5% YoY)으로, 12년차 〈서머너즈 워〉의 하향세가 이어지며 전사 매출 감소의 주된 요인으로 작용했다.

반면 스포츠 매출은 639억 원(+23.9% YoY)으로 WBC·시즌 개막 효과에 힘입어 성장하며 처음으로 RPG 매출을 넘어섰다.

자회사 합산 매출도 219억 원(-41.6% YoY)으로 크게 줄었는데, 이는 2023년 이후 비주력 자회사를 정리해 온 구조조정이 주된 요인으로 작용한 가운데, 위지웍스튜디오의 콘텐츠 제작이 하반기에 집중되는 계절적 요인이 더해진 결과로 판단된다.

영업이익(+206.9% YoY, OPM 3.5% / +2.5%p)

영업이익은 51억 원으로 전년 동기 17억 원 대비 세 배 이상 증가했고, OPM도 1.0%에서 3.5%로 2.5%p 상승했다. 이익 개선은 별도 법인과 자회사 부문 모두에서 나타났다. 별도 게임 본사 영업이익은 77억 원(+47.1% YoY, OPM 6.3%)으로 개선됐고, 자회사 부문 영업적자도 -36억 원에서 -26억 원으로 축소됐다.

매출이 감소했음에도 영업이익이 크게 늘어난 것은 전년 동기 대비 영업비용이 267억 원 줄었기 때문으로, 감소분은 마케팅비와 외주용역비에 집중됐다.

① 마케팅비는 1Q25 182억 원에서 1Q26 78억 원으로 감소했다(매출 대비 비중 11%→5%). 신작이 없는 분기에 라이브 게임(〈서머너즈 워〉야구게임) 중심으로 마케팅을 효율적으로 집행하면서 별도 수익성 개선을 이끌었다.

② 외주용역비는 1Q25 228억 원에서 1Q26 108억 원으로 감소했다(매출 대비 비중 14%→7%). 2023년 이후 이어진 미디어 부문 구조조정(메타버스 사업 정리·인력 효율화)으로 관련 비용이 축소된 가운데, 계절적 제작 물량 감소도 작용했다.

지배주주순이익

지배주주순이익은 -105억 원으로 적자전환했다. 영업이익이 개선됐음에도 순손실을 기록한 것은 보유 상장주식(케이뱅크·에스엠 등)의 공정가치 하락에 따른 금융상품평가손실 약 362억 원이 반영됐기 때문이다. 이는 게임 사업과 무관한 비현금·평가성 손실로, 보유 지분의 주가 변동에 따라 분기별 손익 변동성이 크게 나타날 수 있다.

2026년 실적 전망

자회사 구조조정 영향으로
타라인 성장은 제한적이지만,
신작 출시 효과와 야구게임의
기여로 수익성의 큰 폭 성장을
전망

2026년 실적은 매출 7,020억 원(+0.8% YoY), 영업이익 350억 원(+1,228.8% YoY, OPM 5.0%+4.6%p), 지배순이익 105억 원을 기록할 전망이다. 매출은 야구게임의 두 자릿수 성장과 신작 〈제우스〉 매출 반영에도, 자회사 구조조정에 따른 외형 축소가 이를 상당 부분 상쇄하며 성장률이 제한적일 전망이다. 반면 영업이익은 고마진 게임 매출 확대와 마케팅 효율화가 맞물리며 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다. 지배순이익은 2025년 일회성 지분법이익 744억 원 소멸과 상장주식 평가손실 부담에도, 영업이익 개선과 2025년 무형자산손상 750억 원 소멸에 힘입어 흑자를 유지할 전망이다.

매출

2026년 부문별 매출액은 스포츠(야구) 2,850억 원(+20.6% YoY), RPG 3,050억 원(+6.7% YoY, 신작 〈제우스: 오만의 신〉 500억 원 포함), 자회사 1,000억 원(-38.0% YoY), 기타 120억 원을 기록할 전망이다.

스포츠(+20.6% YoY)는 KBO 〈컴투스프로야구〉 시리즈가 성장을 견인하고, MLB도 WBC 이후 회복 국면에 진입하며 두 자릿수 성장을 이어갈 전망이다. 야구게임은 시즌이 누적될수록 콘텐츠가 축적되고 10~20대 신규 유저가 유입되는 구조로, 객단가(P)보다 이용자 수(Q) 증가가 성장을 주도하고 있다. 이를 감안하면 2026년에도 전년(+15%)을 상회하는 20% 내외의 성장이 가능할 것으로 판단된다.

RPG(+6.7% YoY)

- 12년차 IP인 〈서머너즈 워〉는 노후화로 하락세가 이어질 전망이다. 다만 하락 폭은 2분기 들어 두 자릿수에서 한 자릿수로 완화된 것으로 파악된다. 정기 대규모 업데이트와 대형 IP 콜라보(1분기 〈반지의 제왕〉, 2분기 〈장송의 프리렌〉) 시 기존 유저가 재유입되고 있어, 캐시카우 역할을 유지하는 수준의 완만한 하락세가 이어질 것으로 판단된다.

- 신작(제우스, 500억 원)은 3분기(8월 말 예상) 국내 출시 후 4분기부터 온기 반영될 전망이다. 〈제우스: 오만의 신〉은 넥슨 출신 개발진이 설립한 에이버튼의 MMORPG로, 동사는 이용자 결제액에서 앱마켓 수수료를 차감한 금액을 개발사와 배분하는 총액 인식 구조로 매출을 반영한다. 다만 실제 반영 매출은 신작 흥행 강도와 개발사 배분율에 좌우되므로, 출시 초기 성과를 보수적으로 반영했다.

자체개발 신작 〈도원암귀〉는 4분기 말 출시가 예정되어 있으나, 일본 IP 홀더사의 애니메이션 2기 방영 일정과 연동되어 출시 시점이 유동적이다. 따라서 2026년 매출 기여는 제한적일 것으로 판단된다.

자회사(-38.0% YoY)는 위지윅스튜디오 등 콘텐츠 자회사의 청산·합병을 통한 구조조정 영향으로 외형이 큰 폭 감소할 전망이다.

영업이익

2026년 영업이익은 350억 원(OPM 5.0%, +4.6%p YoY)으로 전년(26억 원) 대비 큰 폭 개선될 전망이다. 고마진 야구게임 매출 확대와 전사 비용 효율화가 맞물리며 수익성 회복을 이룰 것으로 판단된다.

지급수수료(1,930억 원)는 구글 앱마켓 수수료 인하(북미·유럽 2026년 6월 말부터 반영)와 웹상점·윈스토어 결제 확대라는 하락 요인이 있으나, 신작 〈제우스〉 퍼블리싱에 따른 개발사 수익배분이 지급수수료로 계상되면서 2026년 연간 지급수수료율은 27~28% 안팎으로 소폭 상승할 전망이다.

로열티(650억 원)는 대부분 야구 라이선스(MLB·KBO·NPB) 사용료로, 매출 구간별 슬라이딩 구조이나 요율 변동은 제한적일 것으로 판단된다.

인건비(1,660억 원)는 신작 다수 개발에도 불구하고 ROI 기반 프로젝트 정리, 인력 재배치, AI 도입에 따른 운영 효율화로 전년과 유사한 수준에서 통제될 전망이다.

마케팅비(800억 원)는 기존 라이브 게임의 경우 매출의 10% 내외에서 효율 집행 기조를 유지하는 가운데, 신작 (제우스)에는 3·4분기 약 100억 원이 집중 투입될 전망이다.

외주용역비(630억 원)는 대부분 미디어 자회사의 콘텐츠 제작비로, 자회사 구조조정에 연동해 전년(965억 원) 대비 큰 폭 감소할 전망이다.

한편 미디어 자회사 영업손익은 구조조정을 거치며 적자 폭이 축소될 전망이다. 여기에 7월 14일 위지웍스튜디오가 관계기업 엔피에 흡수합병됨에 따라 동사의 유효지분율은 38%에서 28%로 낮아진다. 이 과정에서 지배력을 상실할 경우 위지웍스튜디오는 연결 대상에서 제외되고 지분법 대상으로 전환될 수 있다. 이 경우 그동안 연결 영업이익에 반영되던 미디어 자회사 적자가 제외되면서, 연결 OPM 개선 여지도 추가로 발생할 것으로 추정된다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 105억 원을 기록할 전망이다. 다만 2025년 순이익(365억 원)을 견인했던 을지로 신사옥 개발 PFV(트윈웍스, 지분 49%)의 자산재평가 지분법이익 744억 원이 2026년에는 발생하지 않고, 보유 상장주식(케이뱅크·에스엠)의 주가 하락에 따른 금융자산평가손실도 이어지며 순이익 개선 폭은 제한적일 전망이다. 한편 2025년 순이익을 훼손했던 무형자산손상(750억 원)은 미디어 자회사 영업권이 이미 대부분 상각되어 2026년에는 대규모 추가 손상 가능성이 낮은 것으로 파악된다.

실적표

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022년	2023년	2024년	2025년	2026E
매출액	1,578	1,730	1,728	1,903	1,680	1,848	1,612	1,824	1,447	7,171	7,396	6,939	6,964	7,020
YoY	-13.7	-21.5	-1.8	18.7	6.5	6.8	-6.7	-4.2	-13.9	28.4	31	-6.2	0.4	0.8
별도	1,267	1,545	1,342	1,418	1,306	1,395	1,210	1,440	1,229	4,784	5,478	5,573	5,350	6,020
RPG	817	974	795	800	759	733	638	728	566	3,400	3,724	3,386	2,858	3,050
스포츠	425	535	508	583	516	619	537	691	639	1,262	1,611	2,052	2,363	2,850
캐주얼	13	15	20	16	10	8	16	2	5	62	63	64	35	30
기타	12	21	19	18	21	36	18	19	19	59	81	70	94	90
자회사	311	185	386	486	375	453	402	384	219	2,387	1,918	1,367	1,614	1,000
YoY														
RPG	-15.7	-16.4	-6.9	8.8	-7.1	-24.7	-19.7	-9.1	-25.5	-3.2	9.5	-9.1	-15.6	6.7
스포츠	45.2	38.7	7.4	27.1	21.3	15.7	5.7	18.5	23.9	15.9	27.6	27.4	15.2	20.6
캐주얼	46.5	116.6	-23.5	-22.8	-24.6	-49.3	-18.8	-90.6	-49.4	-69.8	1.2	1.9	-45.2	-14.6
기타	-61.3	10.5	-15.7	125.1	73.7	68.4	-6.0	8.8	-10.2	30.8	36.2	-13.3	33.9	-4.1
자회사	-40.9	-70.6	0.5	27.6	20.6	144.9	4.3	-20.9	-41.6	225.6	-19.7	-28.7	18.1	-38.0
영업비용	1,566	1,716	1,714	1,882	1,663	1,834	1,808	1,632	1,396	7,338	7,728	6,878	6,938	6,670
비용률(%)	99.3	99.2	99.2	98.9	99.0	99.3	112.2	89.5	96.5	102.3	104.5	99.1	99.6	95.0
마케팅비	146	307	141	156	182	313	270	110	78	711	978	749	875	800
인건비	402	371	375	404	403	405	439	421	414	1,645	1,665	1,551	1,667	1,660
지급수수료	528	611	549	512	479	474	426	493	437	1,982	2,241	2,200	1,871	1,930
로열티	89	99	158	197	117	140	153	136	140	249	319	543	546	650
외주용역비	171	101	276	384	228	255	275	206	108	1,729	1,393	931	965	630
기타	231	228	215	229	254	247	246	266	218	1,022	1,132	904	1,014	1,000
영업이익	12	14	14	22	17	14	-196	192	51	-167	-332	61	26	350
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	44.3	0.1	적전	789.1	206.9	적전	적지	흑전	-57.0	1,228.8
OPM	0.7	0.8	0.8	1.1	1.0	0.7	-12.2	10.5	3.5	-2.3	-4.5	0.9	0.4	5.0
별도	62	93	69	32	52	49	-14.5	20.4	7.7	39.2	20.5	25.6	16.1	4.2
자회사	-50	-79	-5.4	-1.1	-3.6	-3.6	-5.1	-1.2	-2.6	-5.59	-5.37	-1.95	-1.35	-7.0
YoY														
별도	흑전	77.0	-50.3	28.3	-15.3	-46.9	적전	534.1	4.71	-40.0	-4.75	2.46	-36.9	160.1
자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
지배순이익	113	37	32	-1,260	74	87	-113	317	-105	33.4	39.8	-1,078	36.5	10.5
YoY	-86.2	-55.6	-82.5	적지	-34.6	137.7	적전	흑전	적전	-74.2	19.2	적전	흑전	-71.2
NPM	7.2	2.1	1.9	-66.2	4.4	4.7	-7.0	17.4	-7.2	4.7	5.4	-15.5	5.2	1.5

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

Historical Valuation: 역사적 저점 수준의 PBR

이익 변동성이 커 PER보다
PBR이 유효하며, 2026F 0.3배로
역사적·업종 최저이나 재평가
관건은 ROE 회복

동사는 이익 기반 지표(PER, 주가/주당순이익)만으로 평가하기는 어려운 것으로 판단된다. 순이익이 게임 사업의 영업 성과보다 보유 금융자산 평가손익·자회사 손상 등 영업외 요인에 크게 좌우되며 흑자와 적자를 오가기 때문이다. 실제로 2024년 4분기 대규모 순손실 이후 적자가 이어지며 상당 기간 PER 산정이 어려웠고, 흑자 구간에서도 이익 규모에 따라 배수가 크게 변동해 밸류에이션 지표로서의 설명력은 제한적인 것으로 판단된다.

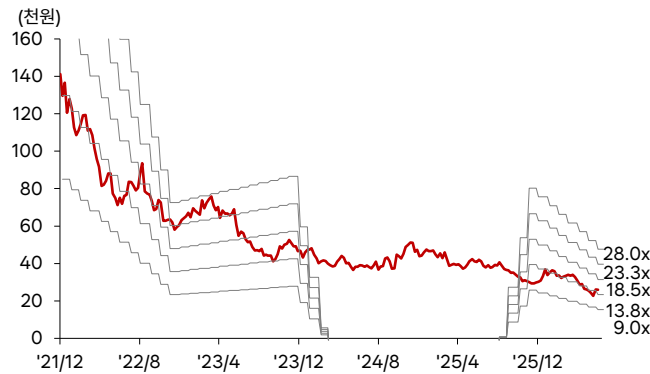
이 경우 이익 변동성이 큰 국면에서도 상대적으로 안정적으로 산출되는 PBR(주가/주당순자산) 중심의 접근이 합리적인 것으로 판단된다. PBR은 ① 이익이 적자이거나 변동성이 커 PER를 적용하기 어려운 기업에도 활용할 수 있고, ② 순자산을 기준으로 주가의 하방을 가늠하는 데 유용하다. 특히 순금융자산을 대규모로 보유한 동사에는 상대적으로 유효한 지표로 판단된다.

동사의 PBR은 현재 0.3배로 상장 이후 최저치를 기록하고 있다. 2021~2022년 1.0~1.6배 수준에서 거래되던 PBR은 2023년 이후 0.4~0.6배로 낮아졌고, 현재는 해당 밴드의 최하단이자 최근 5년 평균(약 0.6배)을 하회하는 수준이다. 주요 상장 게임사 비교 기준으로도 2026년 예상 PBR은 0.3배로 가장 낮다(주요 게임사 평균 약 0.98배). 게임 업종 전반의 밸류에이션이 역사적 저점권에 머무는 가운데, 동사는 업종 내에서도 가장 큰 폭의 디스카운트를 받고 있는 것으로 파악된다.

다만 이처럼 역사적·업종 최저 수준의 PBR이 곧바로 저평가를 의미한다고 보기는 어렵다. PBR은 ROE(자기자본이익률)와 COE(자기자본비용)의 함수로 결정되며($PBR \approx (ROE - g) / (COE - g)$), ROE가 COE를 하회하는 기업의 PBR이 1배를 밑도는 것은 이론적으로 자연스러운 결과로 볼 수 있다. 따라서 저PBR 기업은 ① 재무위험이 높아 자본비용이 큰 경우와 ② 재무위험은 낮지만 수익성(ROE)이 부진한 경우로 구분해 볼 필요가 있다. 이 중 재무위험이 제한적인 가운데 ROE 회복 가능성이 확인되는 기업은 수익성 개선과 함께 PBR 할인 해소를 기대할 수 있다(자료: A. Damodaran, 『투자 전략 바이블』).

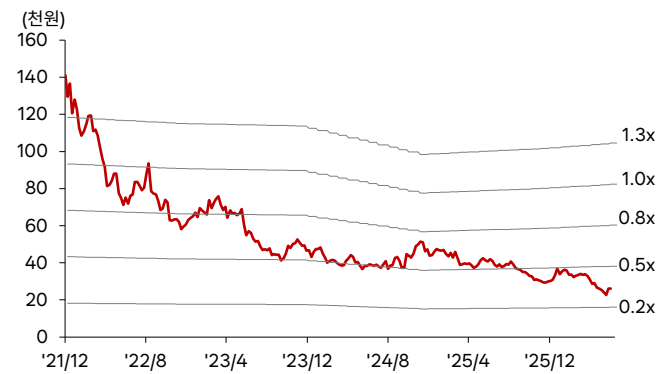
동사의 경우 ①에는 해당하지 않는 것으로 판단된다. 차입을 웃도는 순금융 자산을 보유하고 있기 때문이다. 결국 관건은 ②, 즉 수익성이다. 현재 PBR(0.3배)에 반영된 낮은 ROE(2022~2023년 평균 3.2%로, COE 12~13%를 크게 하회)가 회복될 수 있는지가 밸류에이션 재평가의 핵심 변수로 판단된다. 따라서 동사의 저PBR이 이익률 회복과 함께 해소될 할인 요인인지, 아니면 낮은 ROE로 정당화되는 밸류에이션인지는 아래 할인 요인과 그 해소 가능성을 함께 점검할 필요가 있다.

컴투스 PER 밴드 차트



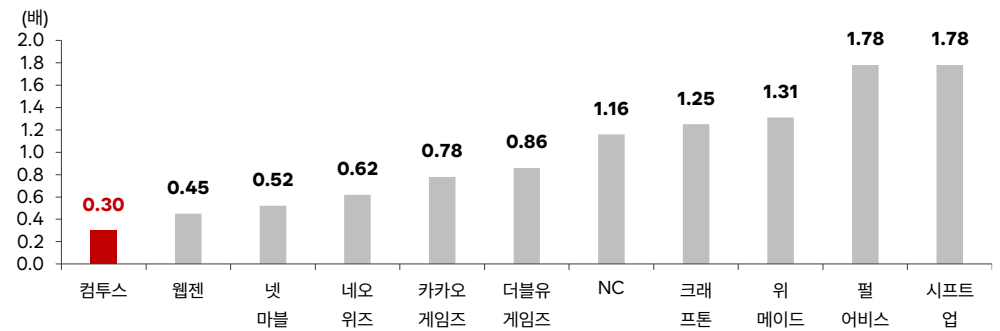
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스 PBR 밴드 차트



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

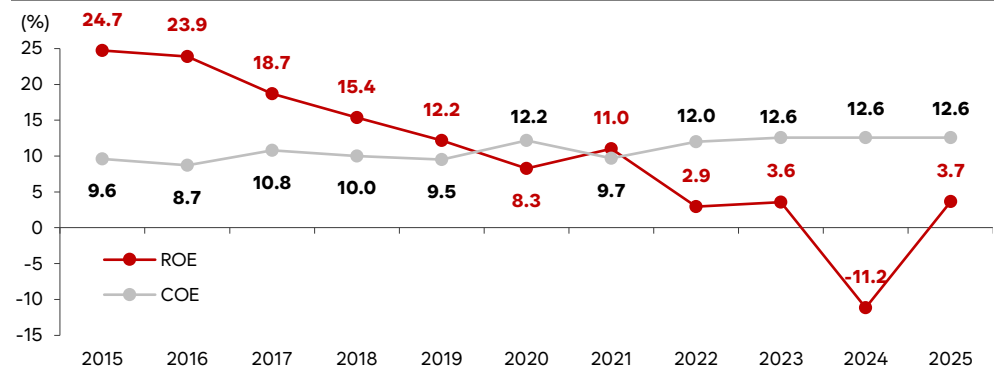
주요 상장 게임사 PBR 비교(2026F)



주: 7월 14일 종가 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

컴투스 ROE vs. COE



주: 1) ROE는 연결 지배주주 기준, 2) 2025년 COE는 2024년과 동일한 값(12.6%)으로 가정

자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

할인 요인: 수익성 부진과 이익 지속성에 대한 낮은 신뢰

고마진 IP 둔화 자회사 적자로
낮아진 수익성과, 신작 흥행 신뢰
부족에 따른 이익 지속성 의구심이
저PBR의 배경

① 고마진 IP 둔화와 자회사 비용 부담

동사의 연결 영업이익률은 2017년 38.3%에서 2025년 0.4%로 하락했고, 연결 지배주주 ROE도 2016년 23.9%에서 2022~2023년 3% 안팎(평균 3.2%)으로 낮아진 뒤 2024년 -10.4%로 적자 전환했으며, 2025년에도 3.7%에 그쳤다.

원인은 두 가지로 판단된다.

첫째, 2017년 38%대 이익률을 뒷받침하던 고마진 IP 〈서머너즈 워〉가 성숙기에 진입하며 이익 기여도가 낮아졌으나, 이를 대체할 신작 흥행이 이어지지 못했다.

둘째, 2020~2021년을 전후로 미디어·콘텐츠·블록체인 등 비게임 영역으로 사업을 확장하는 과정에서 저수익·적자 사업이 연결 실적에 반영됐다. 이 시기 인건비는 792억 원에서 1,645억 원으로 증가했고(2020~2022년), 자회사 적자도 확대됐다. 2025년에는 자회사 적자 135억 원이 별도 게임 영업이익 161억 원의 대부분을 상쇄하면서 연결 영업이익률이 0.4%에 그쳤다. 결국 고마진 이익원의 기여도가 낮아지는 가운데 비게임 사업의 손익 부담이 더해지며, 매출이 증가해도 이익률이 회복되지 못하는 구조가 이어졌다.

② 신작 흥행률(hit-ratio)에 대한 낮은 신뢰

국내 게임주가 전반적으로 낮은 멀티플을 적용받는 것은, 시장이 게임사가 벌어들이는 이익의 지속성을 신뢰하지 못하기 때문이다. 흥행작 하나로 큰 이익을 낼 수는 있어도 그 성과가 다음 작품으로 이어진다는 신뢰가 없으면 낮은 멀티플 배수가 적용되며, 관건은 검증된 IP의 보유 자체가 아니라 IP·개발 역량을 바탕으로 이익을 반복 창출할 수 있는지에 있다. 동사는 이 점에서 특히 낮은 평가를 받고 있다. 〈서머너즈 워〉와 야구게임이라는 검증된 IP를 보유했음에도 최근 수년간 〈스타시드〉〈더 스타라이트〉 등 다수 신작이 기대에 미치지 못했고, 신작 흥행률에 대한 시장의 신뢰도 낮아졌다. 낮은 이익률에 더해 이익 회복의 지속성도 아직 확인되지 않았다는 점이, 주가가 자산가치 대비 할인받는 배경으로 판단된다.

리레이팅 조건: ROE 회복의 지속성

관건은 ROE가 COE를 다시
웃도는 구조로 돌아서는지
여부이며, 세 경로가 확인되면
PBR도 0.6배 수준으로 회복될 수
있음

동사가 시장에서 저수익 기업으로 평가받고 있는 만큼, 게임 사업의 수익성 개선이 연결 실적과 ROE 회복으로 이어지는 시점이 직접적인 리레이팅 트리거가 될 전망이다.

이익률 개선 경로는 세 가지로 판단된다.

첫째, 신작 흥행이다. 하반기 대작 〈제우스: 오만의 신〉이 흥행할 경우 매출 증가와 영업 레버리지 효과가 나타날 수 있으며, 3분기 초기 흥행 지표와 4분기 온기 매출이 주요 점검 변수다.

둘째, 야구게임의 반복매출이다. 게임 실적은 통상 특정 신작 흥행에 크게 좌우되지만, 야구게임은 매 시즌 개막과 함께 매출이 반복 발생해 단일 신작 의존도가 낮다. 반복매출 비중이 커질수록 이익 변동성은 낮아지고 예측 가능성은 높아지며, 이는 시장이 더 높은 멀티플을 부여할 수 있는 이익 안정성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

셋째, 앱마켓 수수료 인하다. 수수료 인하는 매출 증가 없이도 마진을 개선할 수 있는 요인으로, 북미·유럽부터 순차 적용되는 인하와 자체 웹상점 확대로 수수료를 하락 방향은 뚜렷하다. 다만 우대 요율 적용 조건에 따라 실제 인하 폭이 달라질 수 있어, 실질 수수료를 하락 폭은 확인이 필요하다.

이들 요인이 이익을 개선으로 확인될 경우 신작 흥행 지속성에 대한 우려가 완화되며 리레이팅 여력이 재부각될 전망이다. 과도한 디스카운트가 해소되면서 2026F 기준 0.3배에 머물고 있는 PBR이 5년 평균(약 0.6배) 수준으로 점진 회복될 여지가 있다.

【1】밸류에이션 하방: 순금융자산과 주주환원이 지지

순금융자산과 적극적인 주주환원 정책으로 밸류에이션 하방을 방어

리레이팅 기대와 별개로, 현 주가의 하방은 순금융자산과 주주환원이 지지하고 있다. 동사가 보유한 금융자산에서 차입금을 차감한 순금융자산은 2026년 1분기 말 연결 기준 약 6,400억 원(별도 약 5,080억 원)으로 시가총액(약 3,126억 원, 7/14 기준)을 크게 상회한다(단, 상당액이 케이뱅크·에스엠 등 상장주식으로 주가 변동에 노출되는 점은 감안).

밸류에이션 관점에서 보면, 게임주의 시가총액은 기존 게임과 보유 순금융자산이 뒷받침하는 방어가치(하방)와, 성공 시 실현되고 실패 시 사라지는 옵션 성격의 신작 기대분(상방)으로 나뉘 볼 수 있다. 동사의 경우 이미 시가총액을 상회하는 순금융자산에 기존 게임 사업의 이익 창출력까지 감안하면, 현 주가에 하반기 출시 예정인 (제우스: 오만의 신) 등 신작의 흥행 기대가 반영된 부분은 크지 않은 것으로 판단된다.

주주환원도 하방을 뒷받침한다. 동사는 밸류업 공시에 따라 결산 배당과 자사주 소각을 실제 집행했으며, 배당수익률과 배당성향 모두 게임 섹터 평균을 크게 웃도는 수준이다.

현재의 낮은 ROE도 추가 악화보다는 회복 가능성에 무게를 둘 필요가 있다. 지배주주 ROE가 2022년 이후 낮은 수준에 머문 데에는 보유 상장주식 평가손실과 자회사 손상 등 영업외·비현금성 요인이 크게 반영됐다. 별도 게임 본사의 수익성이 회복되고 있어(2026년 1분기 별도 영업이익률 6.3%), 영업 기준 이익이 정상화될 경우 ROE와 PBR도 함께 개선될 여지가 있다.

결국 'ROE가 COE를 다시 상회하는 구조'의 회복은 게임 사업의 펀더멘탈이 실적으로 확인될 때 가능하다. 순금융자산과 주주환원은 그 전까지 주가의 하방을 지지하는 요인이며, 본격적인 리레이팅은 이익 개선의 지속성이 확인되는 시점에 나타날 것으로 판단된다.

⚠️ 리스크 요인

❗ <서머너즈 워> 매출 둔화 리스크

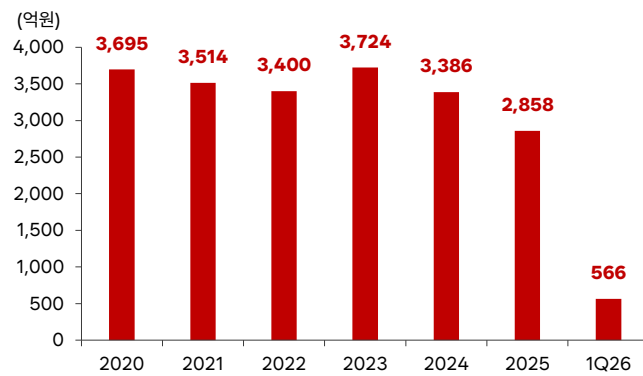
**12년차 장수 라이브게임의
점진적인 트래픽 감소를 상쇄할 수
있는 방안 마련 필요**

RPG 부문 매출은 2023년 3,724억 원을 정점으로 2024년 -9.1%, 2025년 -15.6%(2,858억 원) 감소하고 있으며, 이는 2025년 기준 별도 매출의 약 53%(전사 연결매출의 41.0%)로, 대부분이 12년차 단일 IP <서머너즈 워>에서 발생한다.

<서머너즈 워>의 매출 둔화는 12년차 라이브 게임의 구조적 노후화에서 비롯된다. 신규 이용자 유입이 제한되면서 매출이 기존·휴면 이용자의 재참여에 의존하는 가운데, 동사가 공급하는 신규 콘텐츠가 이용자의 소비 속도를 따라가지 못하면서 매출 하향세가 이어지고 있다. 이에 동사는 외부 IP 콜라보(2026년 1분기 <한지의 제왕> 콜라보로 직전 콜라보 대비 매출 약 47% 증가), 출시 12주년 대규모 업데이트(소환 마일리지 시스템·룬 프리셋 도입 등 과금·편의 개선), 매년 개최하는 글로벌 e스포츠 대회(SWC)를 통해 이용자층 유지에 나서고 있다. 다만 이러한 대응은 매출 하향세를 완화하는 수준에 그칠 가능성이 높으며, 추세 자체를 반전시키기는 어려운 것으로 판단된다.

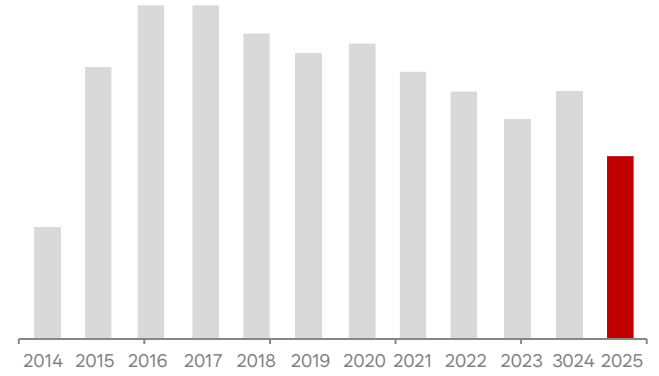
외형 유지는 이 감소분을 야구게임과 신작이 얼마나 상쇄하느냐에 달려 있다. 그러나 동사의 신작은 최근 2~3년간 대부분 기대에 미치지 못했고, 파이프라인 다수가 퍼블리싱·신규 IP 중심이어서 흥행 불확실성이 크다. 여기에 글로벌 게임시장 성장률이 2024~2027년 연평균 3.7%로 둔화되는 가운데, 중국 게임의 공세(2025년 글로벌 모바일 상위 100대 퍼블리셔 중 중국 비중 약 35%)까지 겹치며 경쟁 강도와 이용자당 결제액(ARPU) 하락 압력이 커지고 있다. 신작 흥행이 뒷받침되지 않는다면 RPG부문의 실적 반등 폭은 제한적일 수 있다.

RPG 부문 매출 연간 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

<서머너즈 워> 연간 매출액 추이



자료: 컴투스, 한국IR협회의 기업리서치센터

미디어 자회사 적자와 영업권 손상 부담

사업 다각화 과정에서 비용 부담이 발생했으나, 추가적인 대규모 손상 발생 가능성은 낮음

2025년 자회사 합산 영업손익은 -135억 원으로 별도 영업이익(161억 원)을 잠식하며 연결 영업이익이 26억 원(OPM 0.4%)에 그쳤다. 손실은 팬데믹 기간 다각화 과정에서 인수한 미디어·콘텐츠 자회사에 집중돼 있으며, 주된 배경은 2021년 위지윅스튜디오·마이뮤직टे이스트를 고가에 인수하며 계상한 대규모 영업권·무형자산이다.

인수 이후 미디어 업황 둔화와 산하 제작사 부진으로 회수가능액이 장부가를 밑돌면서, 연결 순이익은 세 가지 경로에서 훼손돼 왔다. ① 무형자산 손상차손은 위지윅스튜디오·마이뮤직टे이스트·카탈리스트(구 컴투버스) 등을 대상으로 2023년 219억 원 → 2024년 1,529억 원 → 2025년 750억 원 인식됐고, ② 관계기업투자 손상차손은 2023~2024년 각각 약 290억 원, ③ 지분법손실은 연 100~140억 원대가 반영됐다. 그 결과 무형자산·영업권 장부가는 2023년 말 2,661억 원에서 2026년 1분기 말 689억 원으로 약 74% 축소됐다.

다만 이러한 부담은 2023년 이후 완화 국면에 진입한 것으로 판단된다. 동사는 2023년을 기점으로 메타버스 사업(컴투버스)을 정리하고 인력·비용 효율화를 진행해 위지윅스튜디오의 분기 영업손실을 최근 10억 원대(1Q26 기준)까지 낮췄으며, 2026년 자회사 흑자 전환을 목표로 제시하고 있다. 자회사 합산 영업손실이 매년 축소되는 가운데, 손상 부담의 기반이 됐던 영업권·무형자산 잔액도 689억 원까지 감소해 과거와 같은 대규모 손상이 재발할 가능성은 제한적인 것으로 판단된다.

최대주주 컴투스홀딩스의 재무 부담

컴투스홀딩스의 재무부담 지속 및 보유지분 담보 제공

최대주주 컴투스홀딩스(동사 지분 31.26%)의 재무 부담은 지배구조 측면에서 점검이 필요한 요인이다. 홀딩스는 게임·블록체인 등 자체 사업 매출이 2025년 860억 원(-42.4% YoY)으로 감소하고, 관계기업투자손실이 더해지며 영업적자(사업손실 -198억 원)를 지속했다. EBITDA도 2021년 429억 원 흑자에서 2024년 -458억 원으로 전환된 뒤 2025년 -39억 원에 머물렀고, 이 과정에서 총차입금은 2021년 1,434억 원에서 2026년 3월 말 2,080억 원(1년 내 만기 도래하는 단기성 비중 84.6%)까지 증가해 2026년 6월 단기신용등급이 A3에서 A3-로 조정됐다.

특히 홀딩스는 보유 동사 지분의 약 90%(약 335만 주)를 6개 금융기관에 담보로 제공하고 있어, 주가 변동성이 확대될 경우 담보 유지 부담이 커질 수 있다. 다만 홀딩스는 코인원 지분 매각대금 등을 활용해 차입금 상환에 대응할 계획인 만큼, 향후 영업현금창출력 개선 여부를 지속적으로 확인할 필요가 있다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
증가율(%)	21.2	9.2	-6.2	0.4	0.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	6,773	7,396	6,939	6,964	7,020
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	6,924	7,728	6,878	6,938	6,670
판매비율(%)	102.2	104.5	99.1	99.6	95.0
EBITDA	185	-62	303	217	518
EBITDA 이익률(%)	2.7	-0.8	4.4	3.1	7.4
증가율(%)	-72.1	적전	흑전	-28.3	138.4
영업이익	-151	-332	61	26	350
영업이익률(%)	-2.2	-4.5	0.9	0.4	5.0
증가율(%)	적전	적지	흑전	-57.0	1,228.8
영업외손익	220	811	-1,530	-312	-243
금융수익	582	1,526	1,087	1,231	541
금융비용	381	427	909	845	647
기타영업외손익	19	-289	-1,707	-697	-136
총속/관계기업관련손익	-30	-49	-126	661	-80
세전계속사업이익	39	430	-1,595	375	27
증가율(%)	-98.8	3,881.6	적전	흑전	-92.7
법인세비용	111	284	-75	282	22
계속사업이익	-75	202	-1,520	94	5
중단사업이익	-21	275	0	0	0
당기순이익	-93	421	-1,520	94	5
당기순이익률(%)	-1.4	5.7	-21.9	1.3	0.1
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	-94.3
지배주주지분 순이익	334	398	-1,078	365	105

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	-110	-92	155	-392	248
당기순이익	-93	421	-1,520	94	5
유형자산 상각비	165	145	134	125	131
무형자산 상각비	171	125	108	66	37
외환손익	56	15	15	14	0
운전자본의감소(증가)	-269	-37	-135	-448	-100
기타	-140	-761	1,553	-243	175
투자활동으로인한현금흐름	-1,218	885	-400	68	-214
투자자산의 감소(증가)	-954	287	-652	232	-86
유형자산의 감소	7	328	15	8	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-133	-222	-112	-57	-60
기타	-138	492	349	-115	-68
재무활동으로인한현금흐름	531	-1,091	289	-109	-141
차입금의 증가(감소)	588	-789	442	152	8
사채의증가(감소)	-15	0	-4	147	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-154	-303	-148	-148	-149
기타	112	1	-1	-260	0
기타현금흐름	-8	-2	53	-7	-54
현금의증가(감소)	-805	-300	98	-440	-161
기초현금	2,537	1,732	1,432	1,530	1,089
기말현금	1,732	1,432	1,530	1,089	1,087

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	6,062	4,486	4,543	4,159	4,178
현금성자산	1,732	1,432	1,530	1,089	1,087
단기투자자산	2,579	1,766	1,385	1,500	1,508
매출채권	755	756	931	778	784
재고자산	101	89	159	88	88
기타유동자산	894	443	537	704	710
비유동자산	12,927	12,674	11,917	11,997	11,854
유형자산	976	588	654	409	278
무형자산	3,555	2,661	1,245	546	508
투자자산	7,842	8,775	9,370	10,130	10,155
기타비유동자산	554	650	648	912	913
자산총계	18,988	17,160	16,460	16,156	16,033
유동부채	3,259	3,460	4,418	4,914	4,930
단기차입금	1,070	150	1,718	2,021	2,021
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2,189	3,310	2,700	2,893	2,909
비유동부채	2,501	1,332	1,543	551	555
사채	1,906	709	709	0	0
장기차입금	45	5	171	7	7
기타비유동부채	550	618	663	544	548
부채총계	5,760	4,792	5,961	5,465	5,485
자배주주지분	11,390	11,147	9,645	9,953	9,910
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	2,081	2,081	2,083	2,078	2,078
자본조정 등	-823	-1,007	-1,145	-1,150	-1,150
기타포괄이익누계액	405	338	155	191	191
이익잉여금	9,662	9,671	8,488	8,770	8,726
자본총계	13,228	12,368	10,499	10,691	10,548

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	23.0	15.9	N/A	10.1	29.7
P/B(배)	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3
P/S(배)	1.1	0.9	0.9	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	49.2	N/A	26.0	27.0	10.0
배당수익률(%)	2.2	5.3	2.8	4.5	5.0
EPS(원)	2,593	3,093	-8,462	2,865	870
BPS(원)	88,522	87,510	75,719	78,141	81,959
SPS(원)	52,642	57,549	54,479	54,674	57,965
DPS(원)	1,300	2,600	1,300	1,300	1,300
수익성(%)					
ROE	2.9	3.5	-10.4	3.7	1.1
ROA	-0.5	2.3	-9.0	0.6	0.0
ROIC	1.1	-4.1	-9.9	13.9	4.9
안정성(%)					
유동비율	186.0	129.7	102.8	84.6	84.7
부채비율	43.5	38.7	56.8	51.1	52.0
순차입금비율	-2.9	-0.7	10.4	13.4	13.6
이자보상배율	-1.4	-2.3	0.4	0.1	1.9
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
매출채권회전율	9.7	9.8	8.2	8.2	9.0
재고자산회전율	82.9	77.8	55.9	56.4	79.8

네오위즈 (095660)

Analyst 서진경 jkseo@kirs.or.kr
RA 이금민 km.lee@kirs.or.kr

〈P의 거짓〉으로 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장 흥행을 입증한 게임 개발사

네오위즈는 2007년 설립·코스닥 상장한 게임 개발·퍼블리싱사로, 웹보드 〈피망〉을 기반으로 콘솔·PC·모바일을 아우르는 다장르 포트폴리오를 보유. 2023년 자체 IP 소울라이크 〈P의 거짓〉으로 국내 게임사가 취약했던 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장 흥행을 입증하며 해외 매출 비중이 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 상승. 2025년은 〈P의 거짓: 서곡〉 판매 확대에 사상 최대 영업이익(600억 원, +82.2% YoY)을 기록했으며, 2026년은 대형 신작 공백으로 매출 4,280억 원(-1.1% YoY)·영업이익 410억 원(-31.6% YoY, OPM 9.6%)·지배순이익 414억 원(-17.2% YoY)의 숨 고르기가 예상됨

투자포인트: 반복 흥행 개발 역량과 IP 프랜차이즈화 잠재력, 주주환원이 받치는 하방

- ① 흥행을 반복하는 검증된 개발 역량: 최근 3년(2023~2025년) 출시·퍼블리싱한 주요 6개 타이틀 중 4개를 모바일·콘솔·PC 전반에서 흥행시키며 국내 주요 게임사 중 최상위 히트율 기록. 특정 작품의 운이 아닌 개발·라이브 운영·퍼블리싱 시스템에 기반해 흥행을 반복하며, 지난 10년 연속 영업흑자(OPM 한 자릿수 중후반~두 자릿수)로 실적 안정성을 입증
- ② '글로벌 IP 게임사' 재평가 잠재력: 검증된 자체 IP를 시리즈로 확장하는 프랜차이즈화를 전사 성장 전략으로 정립. 확장팩 〈P의 거짓: 서곡〉이 가능성을 보였고, 2028년 전후 출시될 정식 후속작이 성공하면 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 재평가되며 2026F PER 9.4배 멀티플의 상향 여지 확대
- ③ 주주환원으로 확인되는 하방 방어력: 2026년 중장기 주주환원정책(연결 영업이익의 20%·연 최소 100억 원 배당·자사주 소각) 공시. 무차입·순현금 구조로 시가총액의 약 79%(약 3,100억 원)에 해당하는 순현금성자산과 6년 연속 잉여현금흐름(FCF) 흑자가 환원 여력을 뒷받침

밸류에이션: 역사적 저점 수준의 PER, 관건은 차기작 통한 이익 반복성 입증

2026F PER 9.4배는 역사적 PER 밴드의 최하단 수준으로, 대형 신작 공백에 따른 2026년 이익 감소가 반영된 결과. 1Q26기준 시가총액의 약 79%에 해당하는 순현금성자산이 주가 하방을 지지하는 가운데, 저평가 해소의 관건은 〈P의 거짓〉 차기작 등 신작 흥행을 통한 이익 반복성 입증 여부로 판단

Forecast earnings & Valuation

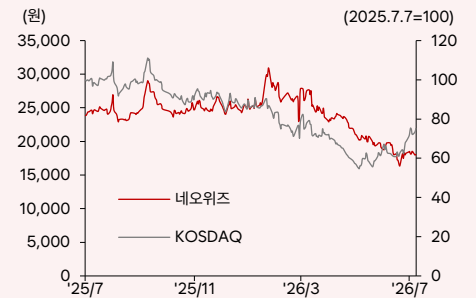
	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액(억원)	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
YoY(%)	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
영업이익(억원)	196	316	329	600	410
OP 마진(%)	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
지배주주순이익(억원)	131	487	24	500	414
EPS(원)	593	2,209	109	2,287	1,910
YoY(%)	-77.0	272.5	-95.1	2,001.2	-16.5
PER(배)	62.3	12.1	173.6	10.6	9.4
PSR(배)	2.8	1.6	1.1	1.2	0.9
EV/EBIDA(배)	16.5	8.1	3.8	3.3	1.0
PBR(배)	1.8	1.2	0.8	1.0	0.7
ROE(%)	2.9	10.4	0.5	9.8	7.5
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.0	1.2	1.7

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (7/14)	18,050원
52주 최고가	30,950원
52주 최저가	16,350원
KOSDAQ (7/14)	783.98p
자본금	110억원
시가총액	3,905억원
액면가	500원
발행주식수	22백만주
일평균 거래량 (60일)	7만주
일평균 거래액 (60일)	14억원
외국인지분율	21.21%
주요주주	나성균 외 11인 38.08%
	Norges Bank 5.24%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.7	-31.2	-26.8
상대주가	19.8	-17.4	-25.3

기업 개요

회사 개요 및 연혁

콘솔·PC·모바일 전 플랫폼에 걸친
다장르 포트폴리오를 보유한 게임
개발·퍼블리싱 기업

동사는 2007년 4월 (주)네오위즈홀딩스의 게임 사업부문이 인적분할되어 설립된 게임 개발·퍼블리싱 기업으로, 같은 해 7월 코스닥 시장에 상장했다. 2003년 출시한 웹보드 게임포털 <피망>을 기반으로 캐주얼·RPG·리듬 게임 등으로 장르를 확장해 왔으며, 특정 장르·플랫폼에 편중되지 않고 모바일·PC·콘솔을 아우르는 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 라인업으로는 소울라이크 <P의 거짓>, 수집형 RPG <브라운더스트2>, 힐링 시뮬레이션 <고양이와 스프>, 리듬게임 <디제이맥스 리스펙트>, 웹보드 <피망> 등이 있다.

동사는 자체 개발과 함께 개발사 인수·퍼블리싱을 병행하며 신작 공백을 최소화해 왔다. 2021년 <고양이와 스프> 개발사 하이드어, 2023년 모바일 MMORPG 개발사 파우게임즈를 자회사로 편입했고, <스컬>(한국 인디 최초 누적 100만 장)·<산나비> 등 국산 인디게임을 발굴·퍼블리싱했다. 글로벌 확장 측면에서는 <P의 거짓>으로 북미·유럽 등 서구권을, <브라운더스트2>로 일본·중화권(대만·홍콩 애플마켓 매출 1위)을 공략하며, 2025년 대만 법인을 설립하고 중국 법인 설립을 검토하는 등 현지 거점을 확대하고 있다.

연혁

2007~2019	2020~2022	2023~
2007.07 법인 설립 및 코스닥 상장 2013.04 네오위즈모바일(현, 네오위즈에이블스튜디오) 자회사 편입 2014.06 핑거나이트 for Kakao, 국내 출시 2015.02 핑거나이트, 게임온(일본)과 수출 계약 2015.05 블랙스워드, 크레온과 인도네시아 수출 2015.10 핑거나이트, 일본 서비스 시작 2016.05 모바일 슬라거, 국내 출시 2016.07 RIO 2016 Olympic Games, 전 세계 150개국 동시 출시 2016.09 블랙스워드, NHN한게임과 일본 수출 계약 체결 2016.11 블레스, 통투코리아와 모바일개발 라이선스 계약 2017.04 브라운더스트, 한국 출시 2017.06 네오위즈컴프스 자회사 편입 2018.10 킹덤오브하이어로즈, 서비스 시작 2019.03 브라운더스트, 북미/유럽 글로벌 156개국 서비스 시작 2019.08 피망 뉴왓고, 피망 섯다, 피망 포커 3종 애플 앱스토어 출시 2019.10 아베(A.V.A) IP 인수 2019.12 네오팝 자회사 편입	2020.03 블레스 언리쉬드, 출시(Xbox) 2020.03 디제이맥스 리스펙트 V, 출시(Steam) 2020.04 퀘스트게임즈 자회사 편입 2020.06 슈퍼블레스 자회사 편입 2020.10 블레스 언리쉬드, 출시(PS4) 2021.01 스컬, 출시 2021.02 스티키헨즈 자회사 편입 2021.03 네오위즈-강원랜드, 슬롯머신 콘텐츠 사용 계약 체결 2021.03 산나비, 퍼블리싱 계약 2021.05 언소울드(Unsouled), 퍼블리싱 계약 2021.08 블레스 언리쉬드, 출시(Steam) 2021.08 네오위즈-강원랜드, 게임 콘텐츠 공동개발 협약 체결 2021.09 켈플리트 인수 2021.09 나날이 스튜디오와 모바일 게임 2종 퍼블리싱 계약 체결 2021.10 스컬(콘솔 버전), 포레스트 아일랜드, 글로벌 출시 2021.11 하이드어 인수 2021.11 언소울드, 얼리 액세스 출시(Steam, Xbox) 2021.12 자회사 에디스컴, 티엔케이팩토리에 흡수합병 2021.12 아이돌리 프라이트, 국내 퍼블리싱 계약 2022.05 스컬, 출시(Epic Games) 2022.10 넷플릭스와 고양이와 스프 퍼블리싱 계약 2022.11 고양이와 스프, 넷플릭스 에디션 공식 출시	2023.02 아이돌리 프라이트, 글로벌 퍼블리싱 계약 2023.05 고양이와 스프, 킹소프트 시요(중국)와 퍼블리싱 계약 2023.05 머지 사바이벌, 글로벌 출시 2023.05 파우게임즈 인수 2023.06 아이돌리 프라이트, 글로벌 출시 2023.09 P의 거짓 글로벌 출시 2023.11 스컬 신규 DLC 출시 2024.03 오 마이 앤, 한국·미국 출시 2024.04 고양이와 스프, 중국 출시 2024.05 리노게임즈와 '안녕서울: 이태원편' 퍼블리싱 계약 2024.06 스컬 모바일 버전, 글로벌 출시 2024.06 피망 포커, 피망 섯다, 갤럭시 스토어 출시 2024.08 영웅전설:가가브트릴로지, 글로벌 출시 2025.01 리자드스무디와 '세이프 오브 드림즈' 퍼블리싱 계약 2025.02 울피아이스튜디오와 RPG 신작 퍼블리싱 계약 2025.06 P의 거짓 DLC 글로벌 출시 2025.09 세이프 오브 드림즈, 글로벌 출시 2025.11 산나비 외전: 귀신 씩인 날, 글로벌 출시 2025.12 산나비 외전: 귀신 씩인 날, 출시(Nintendo Switch)

네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주구성 및 지배구조

네오위즈홀딩스 지주회사 체제에
속하며, 글로벌 장기투자자 유입과
경영진의 지속적 장내매수가
확인되는 지배구조

2026년 7월 14일 기준 최대주주는 지주회사 (주)네오위즈홀딩스(6,776,338주·31.32%)이며, 창업자 나성균 의장(1,135,998주·5.25%)과 임원 등을 포함한 특수관계인(나성균 외 11인) 합산 지분율은 38.08%(8,239,912주)다. 자기 주식은 2,062,737주(9.53%)를 보유하고 있다. 자사주는 주주환원 정책에 따라 매년 일부를 소각하고(2026년 4월

60억 원 소각 완료), 나머지는 IP 소싱 등 전략적 투자 재원으로 활용할 방침이다.

창업자 중심의 지배구조

나성균 의장은 서울대 경영학과를 졸업하고 한국과학기술원(KAIST) 대학원(경영과학) 재학 중이던 1997년 동료들과 네오위즈를 창업한 1세대 인터넷 벤처 기업가다. 세계 최초 인터넷 자동접속 프로그램 '원클릭'과 웹 커뮤니티 '세이클럽'을 연이어 성공시켰으며, 특히 세이클럽의 아바타 유료화는 국내 디지털 아이템 과금 모델의 초기 사례로 평가된다. 이후 게임포털 (띠망)을 통해 사업의 중심축을 게임으로 이동했으며, 현재는 네오위즈홀딩스 이사회 의장이자 홀딩스 최대주주(약 42%)로서 지주회사를 통해 그룹을 총괄하는 동시에 네오위즈 지분 5.25%를 보유하고 있다.

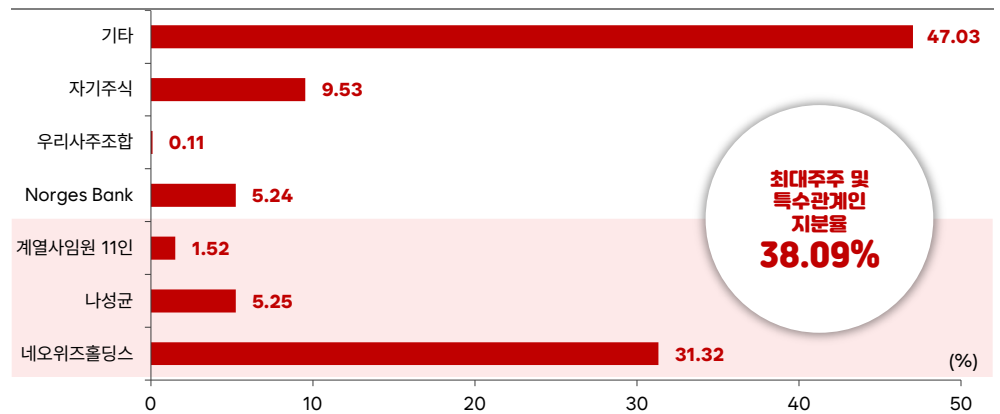
글로벌 장기투자자 유입과 거버넌스 관리 강화

주주구성에서 주목할 변화는 글로벌 국부펀드의 신규 진입이다. 노르웨이 중앙은행(Norges Bank)은 2026년 3월 지분 5.24%로 5% 이상 주요 주주에 신규 등재됐다. 노르웨이 중앙은행은 이전부터 동사 지분을 보유해 왔으며, 2025년 이후 국내 게임주 비중을 전반적으로 축소하는 국면에서도 동사 지분은 오히려 확대한 것으로 파악된다. 한편 회사는 장기·연기금 투자자의 요구에 대응해 2025년 하반기 ESG 전담 조직을 구성하고 2026년 6월 첫 지속가능경영보고서를 발간하는 등 거버넌스 관리를 강화하고 있다.

경영진 장내매수 지속

경영진의 장내매수는 일회성 이벤트가 아니라 수년에 걸쳐 반복된 흐름으로 나타나며, 특히 두 공동대표이사가 모두 참여했다는 점이 주목된다. 김승철 공동대표이사는 2023년 5월(주당 44,750원)·2024년 2월(24,635원)·2024년 11월(19,210원)·2025년 3월(21,345원) 등 주가 조정 국면에서 지속적으로 장내매수했고, 배태근 공동대표이사도 2025년 4월(23,150원)에 이어 2026년 5월(19,896원)까지 매수를 이어갔다. 사내이사 박성준(2025년 4월 23,062원·2026년 6월 18,645원)·이기원·이완수 등도 2025년 이후 매수에 동참했다. 매수 단가가 2023년 약 44,000원대에서 2026년 약 18,600~19,900원대까지 낮아지는 과정에서도 경영진의 지분 매입이 이어진 점은 주가 저평가에 대한 내부자의 인식으로 해석될 수 있다.

네오위즈 주주구성 (2026.07.14)



자료: 네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

종속기업 및 관계기업

주요 종속기업

모바일개발사·광고·스포츠게임·
일본 퍼블리싱 거점 등 20개
종속회사를 통해 게임 라인업과
수익 기반을 보완

2026년 1분기 말 기준 동사의 연결대상 종속회사는 총 20개이며, 그중 파우게임즈, 티앤케이팩토리, 스티키헨즈, 네오위즈스포츠, NEOWIZ GameOn이 주요 종속기업에 속해 있다(이하 지분율은 2026년 1분기 말 기준, 하이드이어는 2026년 1월 동사에 흡수합병).

파우게임즈(지분율 51.3%): 모바일 MMORPG 개발 자회사다. 2023년 5월 약 188억 원에 인수했으며, 자체 게임엔진 '레이엔진'을 기반으로 <킹덤: 전쟁의 불씨>(프리스톤테일M) 등을 개발·운영해 왔다. 2026년 하반기 출시 예정인 모바일 MMORPG <킹덤2>의 개발사로 동사 모바일 신작 파이프라인의 핵심 축을 담당하고 있다. 다만 2025년 순손실 57억 원으로 실적 부진이 이어지고 있어, <킹덤2>의 흥행 여부가 실적 반등의 관건으로 판단된다.

티앤케이팩토리(58.8%): 모바일 광고(애드테크) 자회사다. 2011년 설립된 광고 전문사로, 2021년 12월 동사 자회사(주)에디스콥을 흡수합병하며 편입됐다. 보상형·디스플레이 광고 등 광고 프로모션·수익화 플랫폼을 운영한다. 연결 '기타' 부문 광고 매출의 주축으로, 2025년 매출 425억 원·순이익 약 4억 원을 기록했다.

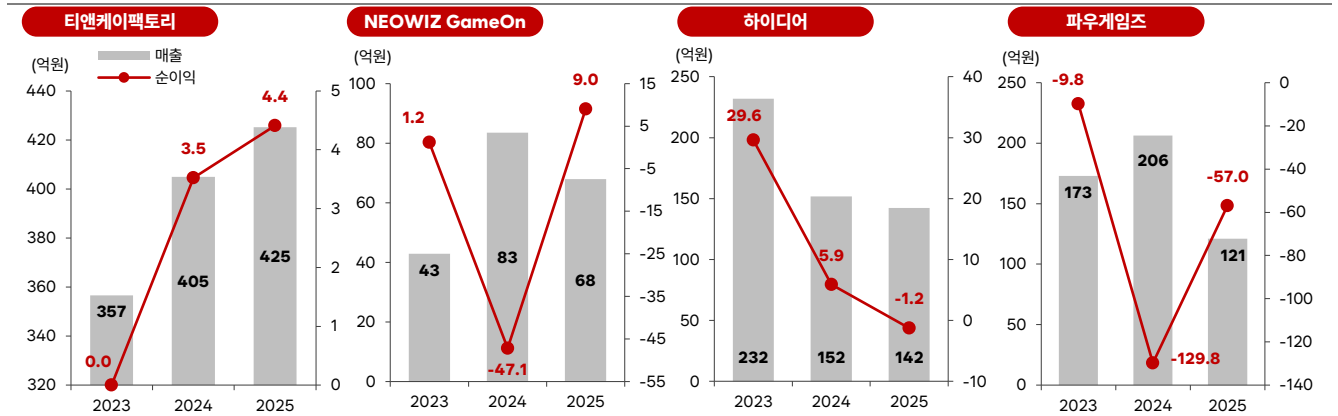
스티키헨즈(100%): 모바일 게임 개발 자회사다. 2016년 설립돼 2021년 2월 연결 종속회사로 편입됐으나, 이후 영업 실적 부진이 이어지면서 연결 실적 기여도는 미미한 수준으로 판단된다.

네오위즈스포츠(100%): PC·모바일 스포츠게임 개발 자회사다. 2022년 설립된 신생 법인임에도 2023~2024년 안정적인 흑자를 기록했다.

NEOWIZ GameOn(100%, 일본): 2007년 편입한 완전자회사로, 20년 이상 일본에서 PC 온라인게임 퍼블리싱을 영위해 온 일본 사업 총괄 및 글로벌 퍼블리싱 거점이다. 자체 개발 게임뿐 아니라 <로스트아크>(엘리온) 등 국내 대형 IP의 일본 현지 서비스를 담당해 왔으며, 2024년 순손실에서 2025년 순이익 약 9억 원으로 흑자 전환했다.

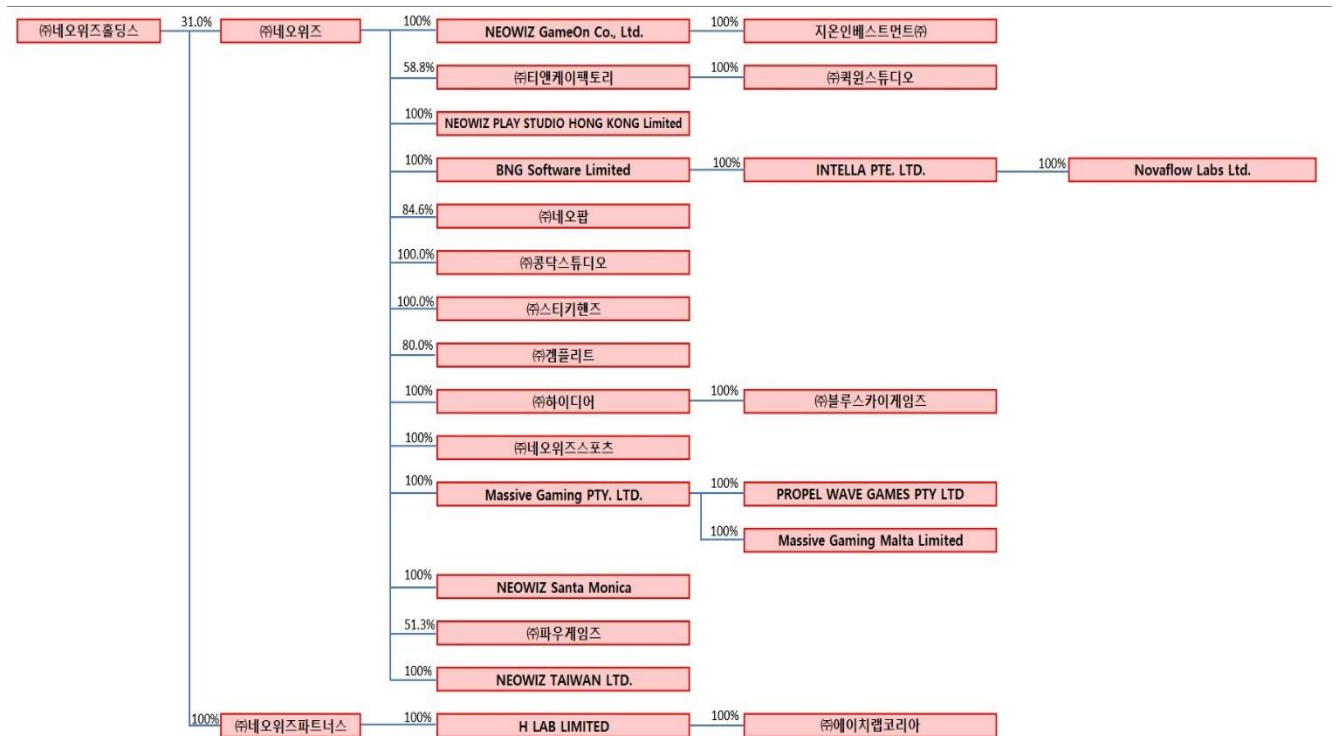
하이드이어(2026년 1월 흡수합병): 2021년 약 200억 원에 인수한 게임 개발사다. 글로벌 누적 약 8,000만 다운로드를 기록한 힐링 시뮬레이션 <고양이와 스프>를 개발·운영하며, 동사 캐주얼 라인업의 한 축을 담당하고 있다. 매출은 2023년 232억 원에서 2025년 142억 원으로 감소하며 2025년 소폭 적자로 전환했다. 2026년 1월 동사에 흡수합병됐다.

주요 종속기업 매출·당기순이익 추이(2023~2025년)



자료: 네오위즈, 한국IR협의회 기업리서치센터

네오위즈홀딩스 계열 지배구조(2025년 기준)



자료: 네오위즈홀딩스, 한국IR협의회 기업리서치센터

공동기업 및 관계기업

핵심 IP (브라운더스트2) 개발사
겜프스엔, 폴란드 AAA 개발사
Blank를 공동-관계기업으로
확보해 개발 역량과 주력 IP 강화

동사의 주요 관계-공동기업으로는 《브라운더스트2》 개발사 겜프스엔(공동기업)과 폴란드 게임 개발사 Blank(관계기업)가 있다.

(주)겜프스엔(공동기업-50%): 동사의 핵심 모바일 라이브 IP인 수집형 RPG 《브라운더스트2》의 개발사다. 동사는 2026년 1분기 중 약 46억 원을 들여 지분 50%를 취득하며 겜프스엔을 공동기업으로 신규 편입했다. 이는 기존 퍼블리싱 계약 관계에서 지분 투자 관계로 확장해, 주력 IP에 대한 통제력과 수익 배분을 강화한 것으로 판단된다. 편입

과정에서 인식한 지분법평가이익 약 38억 원이 2026년 1분기 순이익에 기여했으나, 이는 편입에 수반된 일회성 성격이 강해 경상적 이익과는 구분해 볼 필요가 있다.

Blank Sp. z o.o.(관계기업·21.26%): (위쳐)〈사이버펄크 2077〉을 개발한 CD프로젝트(CDPR) 출신 인력이 설립한 폴란드 소재 AAA급 콘솔·PC 게임 개발사다. 동사는 2023년 11월 약 220억 원을 투자해 지분을 확보했으며 아직 개발 단계인 만큼 지분법 손익 기여는 소폭 손실 수준이다.

이 밖에 베트남 ADSOTA(49%)와 지온재기지원펀드 등 투자조합·펀드를 관계기업으로 두고 있으나, 장부가가 각 1~2억 원대에 그치는 소액 재무적 투자로 실적 영향은 미미하다.

4 비즈니스 모델

웹보드 〈피망〉이 안정적인
현금흐름을 창출하고, 〈P의
거짓〉〈브라운더스트2〉 등
자체 IP가 성장을 견인
자체 IP 콘솔 PC와 글로벌 모바일
비중 확대에 따라 해외 매출과
수익성이 개선되는 구조

동사의 2025년 연결기준 매출 비중은 콘솔·PC 게임 45.9%, 모바일 게임 45.2%, 임대·광고 등 기타 8.9%로 구성된다. 게임 부문이 전사 매출의 약 91%를 차지하며, 매출 대부분이 게임 사업에서 발생하는 구조다.

게임부문(매출비중 91%, OPM 14.9%)

주요 게임 라인업

2025년 연결 매출 기준 주요 타이틀별 비중은 웹보드 〈피망〉이 30% 내외로 가장 크고, 〈브라운더스트2〉가 20% 안팎, 〈P의 거짓〉이 10%대 중반, 나머지 게임(〈고양이와 스프〉〈디제이맥스〉파우게임즈 개발작 등)과 광고 등 기타 매출은 각각 10% 안팎을 차지하는 것으로 추정된다. 주요 타이틀 개요는 다음과 같다.

〈P의 거짓〉: 콘솔·PC 기반 소울라이크(고난도 액션 RPG) 장르로, 사내 스튜디오 라운드8이 개발한 자체 IP다. 동화 '피노키오'를 어두운 세계관으로 재해석한 작품이며, 수익모델(BM)은 이용자가 게임을 1회 구매하는 패키지 방식이다. 2023년 9월 출시돼 그해 대한민국 게임대상 대상을 수상했다. 2025년 6월 확장팩(DLC) 〈서곡(Overture)〉을 포함해 글로벌 누적 약 400만 장이 판매됐다.

〈브라운더스트2〉: 캐릭터를 수집·육성하는 모바일 서브컬처 RPG로, 개발은 공동기업 겜프스엔(지분 50%)이 담당하는 동사의 자체 IP다. 2023년 6월 글로벌 출시된 라이브 서비스형 게임으로, 글로벌 누적 약 270만 다운로드를 기록했으며 정기 업데이트와 주년 이벤트를 통해 매출을 창출한다.

〈고양이와 스프〉: 고양이를 모으고 공간을 꾸미는 모바일 방치형 힐링 게임으로, 동사가 인수한 스튜디오 하이드이어가 개발한 자체 IP다. 2021년 출시 이후 190여 개국에서 서비스되고 있으며, 누적 약 8,000만 다운로드와 일간이용자(DAU) 약 120만 명을 기록했다. 광고와 소액 과금이 주요 수익원이다.

〈디제이맥스 리스펙트〉: 음악에 맞춰 조작하는 콘솔·PC 리듬 게임으로, 동사의 자체 IP다. 휴대용 콘솔 PSP에서 출발해 PS4(2017년)·스팀(2020년)으로 플랫폼을 확장했으며, 누적 약 900만 다운로드를 기록했다.

웹보드 〈피망〉: 고스톱·포커 등 이용자 간 대전 방식의 웹보드(카드·보드) 게임으로, 자체 게임 포털 〈피망〉에서 서비스되는 자체 IP다. PC와 모바일에서 모두 서비스되나 매출 기여는 PC 비중이 상대적으로 높은 것으로 파악된다. 신작 출시 없이도 안정적인 현금흐름을 창출하는 국내 장수 캐시카우이며, 사행성 방지를 위해 이용자 1인당 월 결제한도 등 웹보드게임 규제(게임산업법 시행령)를 적용받는다. 해당 규제는 2년마다 재검토(일몰)를 거쳐 완화돼 왔으며, 2026년 2월 월 결제한도가 70만 원에서 100만 원으로 상향됐다.

플랫폼별 서비스 방식

게임 사업은 서비스 플랫폼에 따라 콘솔, PC, 모바일로 구분된다.

콘솔: PlayStation·Xbox·Nintendo Switch 등 콘솔 플랫폼을 통해 패키지(프리미엄) 형태로 판매된다. 이용자가 게임을 1회 구매(글로벌 신작 기준 약 60~70달러)하는 구조로, 누적 판매량과 신작 출시 빈도가 매출을 좌우한다. 플랫폼 수수료(약 30%)가 부과되며, 스토어 정기 세일 등 할인 정책에 따라 평균 판매단가가 변동한다. 대표작은 《P의 거짓》(디제이맥스 리스펙트)다.

PC: PC 게임의 경우 서비스 경로가 크게 두 가지로 나뉜다.

첫째, 스팀(Steam) 등 글로벌 PC 디지털 유통 플랫폼(ESD, 온라인 다운로드 판매)을 통한 패키지 유료 판매다. 콘솔과 마찬가지로 이용자가 게임을 1회 구매하는 구조로, 동사의 자체 IP 패키지가 해외로 판매되는 주요 채널이다. 대표작은 《P의 거짓》이다.

둘째, 자체 게임 포털(피망)을 통한 PC 온라인 직접 서비스다. 고스톱·포커 등 웹보드 게임을 무료로 제공한 뒤 인게임 아이템(게임머니) 판매로 수익을 창출하며, 외부 플랫폼에 수수료를 내지 않는 점이 특징이다. 대표작은 웹보드 《피망》이다.

모바일: 구글 플레이·애플 앱스토어를 통해 무료 배포한 뒤 인게임 유료 아이템·광고로 수익을 창출하는 부분 유료화(F2P) 방식이다. 매출은 이용자 수(MAU·DAU)와 주년·이벤트 성과에 좌우되며, 이용자당 결제액은 평소 낮은 편이나 주년·이벤트 시 신규 확률형 콘텐츠가 추가되며 상승하는 경향이 있다. 대표작은 《브라운더스트2》와 《고양이와 스프》다.

게임별 수익성 (웹보드 《피망》 > 자체 IP 《P의 거짓》(디제이맥스) > 퍼블리싱작)

게임별 수익성은 과금 방식과 유통 구조에 따라 차이가 있는 것으로 판단되며, 자체 IP 콘솔·PC 매출 비중이 확대될수록 전사 수익성이 개선되는 구조다. 세부적으로 보면, 웹보드 《피망》의 수익성이 가장 높은 것으로 추정되는데, 자체 포털에서 결제가 이뤄져 외부 플랫폼 수수료 없이 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담하기 때문이다. 다음은 자체 IP 콘솔·PC 타이틀(《P의 거짓》(디제이맥스))로, 출시 이후 라이브 개발비와 마케팅비 부담이 제한적이어서 초기 손익분기점을 넘어서 뒤에는 매출의 상당 부분이 이익으로 남는 것으로 파악된다. 반면 외부 개발사 게임을 유통하는 퍼블리싱 타이틀(인디 퍼블리싱작 《스컬》(산나비)·《세이프 오브 드림즈》 등)은 개발사에 수익을 배분(통상 5:5~6:4)하고 마케팅비를 부담해야 해 영업이익률이 상대적으로 낮은 것으로 파악된다.

해외비중

동사의 2025년 지역별 매출 비중은 해외 51.2%, 국내 48.8%다. 해외 매출 비중은 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 꾸준히 상승했으며, 《P의 거짓》 본편·DLC의 서구권 흥행과 《브라운더스트2》의 해외 매출 확대가 이를 견인했다.

타이틀별 해외 비중은 《P의 거짓》 97%, 《브라운더스트2》 82%, 《디제이맥스 리스펙트》 44%이며, 《고양이와 스프》는 활동 이용자의 97%가 해외 이용자다. 반면 웹보드 《피망》은 국내 매출 중심이어서, 자체 IP 콘솔·PC와 글로벌 모바일 타이틀의 매출 비중이 확대될수록 전사 해외 비중이 상승하는 구조다.

권역별로는 서구권(북미·유럽)과 중화권·아시아가 양대 축이다. 〈P의 거짓〉은 북미·유럽 등 서구권이 핵심 시장이며, 중화권에서도 두터운 이용자 기반을 확보하고 있다. 〈브라운더스트2〉는 대만 등 아시아(한국·일본 제외)가 최대 권역으로 비중이 확대되는 가운데 일본·북미가 뒤를 잇는다. 동사는 이러한 권역별 수요에 대응해 일본(NEOWIZ GameOn)·미국(NEOWIZ Santa Monica) 거점에 더해 2025년 대만 법인을 설립했으며, 2026년 상반기 중국 법인 설립을 추진하는 등 현지화·마케팅 역량을 강화하고 있다.

네오위즈 게임 라인업

구분	자체제작					퍼블리싱
이미지						
게임명	〈P의 거짓〉	〈브라운더스트2〉	〈고양이와 스프〉	〈디제이맥스 리스펙트〉	웹보드 〈피망〉	〈스컬〉〈산나비〉〈세이프 오브 드림즈〉
플랫폼	PC·콘솔	모바일	모바일	PC·콘솔	PC·모바일	PC·콘솔
장르	소울라이크 액션 RPG	수집형 서브컬처 RPG	방치형 힐링 SIM	리듬	웹보드(고스톱·포커)	인디
해외 비중	97%	82%	97%	44%	국내 중심	—
주요 특징	자체 IP 대표작, 글로벌 누적 약 400만 장, 2023 대한민국 게임대상 대상	모바일 매출의 핵심 라이브 IP, 글로벌 누적 약 270만 DL	190여 개국 서비스, 누적 약 8,000만 DL·DAU 약 120만	자체 IP, PSP →PS4·스팀 확장, 누적 약 900만 DL	자체 포털 최대 캐시카우 (PC 비중 높음), 결제한도 규제 적용	국산 인디 퍼블리싱작, 매출 기여는 작으나 꾸준함

주: 웹보드 〈피망〉, 퍼블리싱의 경우 해외매출 미공개

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 주요 서비스 채널별 플랫폼 구분



플랫폼	서비스 채널	비즈니스 모델	대표게임
콘솔	PlayStation·Xbox·Nintendo Switch	패키지(프리미엄)·1회 구매	〈P의 거짓〉〈디제이맥스 리스펙트〉
PC	스팀(ESD) / 자체 포털 〈피망〉	패키지 + 웹보드(게임머니)	〈P의 거짓〉〈디제이맥스 리스펙트〉웹보드 〈피망〉
모바일	구글 플레이·애플 앱스토어	부분유료화(F2P)·아이템·광고	〈브라운더스트2〉〈고양이와 스프〉웹보드 〈피망〉

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

임대·광고 등 기타부문(매출비중 8.9%, 광고 OPM 5.6% / 임대 OPM 64.5%)

게임 외 매출은 사옥 임대와 광고 사업으로 구성된다.

광고는 자회사 티앤케이팩토리(지분 58.8%)가 게임을 포함한 다양한 산업군에 제공하는 모바일 광고 서비스로, 일정 수준의 매출 규모를 보유하고 있으나 수익성은 상대적으로 낮다.

반면 **임대**는 본사 사옥의 유휴 공간을 임대하는 사업으로, 매출 규모는 작지만(2025년 62억 원) 감가상각 외 비용 부담이 제한적이어서 영업이익률이 약 65%(영업이익 40억 원)에 달하는 고마진 수익원이다.

비용구조

2025년 연결 영업비용은 3,727억 원으로 매출(4,327억 원)의 86.1%를 차지했으며, 영업이익률은 13.9%로 국내 게임사 중 상위권 수준을 유지했다. 매출이 자체 IP 게임과 웹보드에 집중돼 있어, 외부 IP 로열티 부담이 큰 라이선스 기반 게임사보다 비용률이 낮은 점이 높은 수익성의 배경이다. 다만 별도(게임 본사) 영업이익 717억 원 대비 연결 영업이익은 600억 원에 그쳤는데, 이는 일부 자회사 손실이 본사 이익을 상쇄했기 때문이다.

주요 비용항목은 ① 인건비 1,596억 원(매출 대비 36.9%), ② 변동비 1,381억 원(31.9%), ③ 마케팅비 308억 원(7.1%), ④ 상각비 159억 원(3.7%), ⑤ 기타 283억 원(6.5%)으로 구성된다.

성격별로는 플랫폼 수수료·퍼블리싱 수익배분 등 매출 연동 변동비가 약 32%, 인건비·상각비 중심의 고정비가 약 47%, 신작 출시 시점에 따라 달라지는 마케팅비가 약 7%를 차지한다. 이에 따라 전사 영업이익률은 자체 IP 콘솔·PC 대작의 흥행 여부에 따라 분기별 편차가 크게 나타난다. 개발비와 라이브 운영비 부담이 상대적으로 낮은 자체 IP 대작이 흥행할 경우 영업이익률은 20% 내외까지 상승할 수 있으나, 신작 공백기에는 한 자릿수로 하락하며 평시에는 10%대 초중반에서 형성되는 것으로 파악된다.

인건비(매출 대비 36.9%)

급여·퇴직급여·주식보상비용 등으로 구성되며, 대부분 게임 개발·운영 인력에 지급되는 비용이다. 전사 인력은 2026년 1분기 말 약 1,180명이며, 연결 인건비는 연 1,600억 원 내외에서 큰 변동 없이 유지되고 있다(2024년 1,572억 원 → 2025년 1,596억 원). 2025년 매출이 18% 증가하는 동안 인건비는 전년 수준에 머물면서 영업이익 증가(+82%)의 핵심 레버리지로 작용했다. 다만 차기작 개발과 글로벌 퍼블리싱 확대에 따라 개발 인력 채용이 이어지고 있어(2026년 1분기 유럽 인력 확충 등), 인건비의 절대 규모가 크게 감소하기는 어려울 전망이다.

변동비(매출 대비 31.9%)

게임이 유통되는 플랫폼에 지급하는 수수료와 퍼블리싱 게임의 개발사 수익배분(RS)이 대부분으로, 매출에 직접 연동된다. 콘솔(PlayStation·Xbox), PC(스팀), 모바일(구글·애플)은 통상 결제액의 약 30%를 수수료로 부과하는 반면, 자체 포털 <피망> 웹보드는 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담해 채널별 비용을 차이가 크다. 연결 변동비율은 2024년 25.7%에서 2025년 31.9%로 6.2%p 상승했다. 이는 수수료 부담이 낮은 웹보드보다 플랫폼 수수료가 적용되는 콘솔·PC·앱마켓 게임의 매출 비중이 확대된 영향으로 판단된다.

마케팅비(매출 대비 7.1%)

신규 이용자 확보와 대형 업데이트·신작 출시에 집행되는 재량적 비용으로, 회사가 집행 시점과 규모를 조절할 수 있다. 마케팅비는 2024년 351억 원에서 2025년 308억 원으로 감소했다. 《P의 거짓》(브라운더스트2) 등 검증된 IP의 기존 팬덤을 활용해 신규 이용자 확보 비용을 낮춘 영향으로 판단된다. 실제 최근 5개년 평균 매출 대비 마케팅비 비중은 10.3%로 글로벌 게임업계 평균(15~25%)을 크게 밑돈다. 다만 2026년 이후 신작 출시가 본격화되면 초기 이용자 확보를 위한 마케팅비는 확대될 가능성이 있다.

상각비·기타(매출 대비 각각 3.7%-6.5%)

상각비는 소프트웨어·산업재산권 등 무형자산과 유형·사용권자산의 감가상각비로 구성되며, 2024년 173억 원에서 2025년 159억 원으로 소폭 감소했다. 기타 비용은 서버·인프라 운영비 등으로 구성된다.

5 참고자료

중장기 리레이팅의 핵심인 《P의 거짓》 차기작을 비롯한 다양한 신작 파이프라인 보유

신작 파이프라인 (2026~2027년)

동사는 연 1개 이상의 신작 출시를 목표로 2년 전부터 개발 조직을 확충해 왔으며, 2027년 이후 신작 라인업이 본격화될 전망이다. 각 프로젝트는 개발 성숙도에 따라 프로토타입(초기 기획 검증)·버티컬 슬라이스(핵심 재미 검증)·프로덕션(본격 제작) 단계로 관리된다. 라인업은 크게 2026~2027년 대형 신작 공백을 메울 단기·중형 신작(《킹덤2》 등 프로덕션 단계의 퍼블리싱·자체 개발작)과, 중장기 리레이팅의 핵심인 AAA 대작 《P의 거짓》 차기작으로 나뉜다.

《P의 거짓》 차기작: 스튜디오 라운드8이 전담하는 콘솔·PC 소울라이크로, 개발 자원이 가장 많이 투입되는 프로젝트다. 1편(피노키오)의 엔딩에 등장한 '도로시(오즈의 마법사)'로 무대를 넓혀 여러 고전 동화를 아우르는 세계관으로 확장할 계획이다. 2024년 1월 소수 인력의 콘셉트 기획으로 출발해 2025년 6월 DLC 출시 후 약 50명 규모로 본격 개발에 착수했고, 2026년 3월 핵심 재미를 검증하는 버티컬 슬라이스 단계에 진입했다. 본편 개발에 약 3년 8개월이 소요됐고 차기작은 이보다 큰 규모를 목표로 하는 만큼, 출시는 2028년 전후로 추정된다.

《킹덤2》: 자회사 파우게임즈가 개발하는 자체 MMORPG로, 2026년 하반기 초 출시를 목표로 사전예약 등 마케팅을 준비하고 있다. 판호(중국 게임 서비스 허가) 발급 제약으로 중국 본토 대신 대만·홍콩 등 MMORPG 수요가 높은 중화권을 우선 공략한 뒤 서비스 지역을 확대할 계획이다. 대형 실적 기여보다는 콘솔·PC 신작 공백을 보완하는 역할을 클 것으로 판단된다.

Wolfeye 신작: 《디스아너드》(메타크리틱 91점)·《프레이》(84점)를 만든 아케인 스튜디오 창업진이 설립한 북미 스튜디오의 1인칭 RPG로, 동사가 2025년 2월 글로벌 퍼블리싱 계약을 체결했다. 현재 프로덕션 단계로 콘솔·PC 기대작 중 출시 가능성이 가장 높으며, 2027년 출시가 예상된다. 서구권에서 개발 역량을 검증받은 제작진의 작품이라는 점에서 글로벌 흥행 기대가 상대적으로 높은 프로젝트로 판단된다.

프로젝트 Windi: 외부에서 영입한 이상균 디렉터((마비노기 영웅전) 연출·각본, 소설가 출신)가 개발하는 소울라이크 다. P의 거짓을 통해 축적한 개발 경험을 활용해 자체 콘솔 라인업을 확대하기 위한 프로젝트로, 현재 초기 프로토타입 단계다.

그 밖에도 자체 개발과 퍼블리싱을 병행해 신작을 준비하고 있다.

자체 개발작으로는 서브컬처 스토리 분야에서 고정 팬층을 보유한 진승호 디렉터의 스토리 RPG 프로젝트 Rubicon(버티컬 슬라이스)과 라이프 시뮬레이션 프로젝트 CF(프로덕션)가 있다.

퍼블리싱작으로는 폴란드 개발사 Zakazane의 서부 느와르 CRPG 신작(프로덕션, 2025년 2월 계약, 2027년 전후 출시 전망)과 이태원을 배경으로 한 PC 퍼즐 플랫폼머 안녕서울: 이태원편(2026년 하반기 출시 예정)이 있다.

한편 2026년 5월 마일스톤 리뷰를 통과한 신작도 있어 향후 파이프라인이 추가될 가능성이 있다.

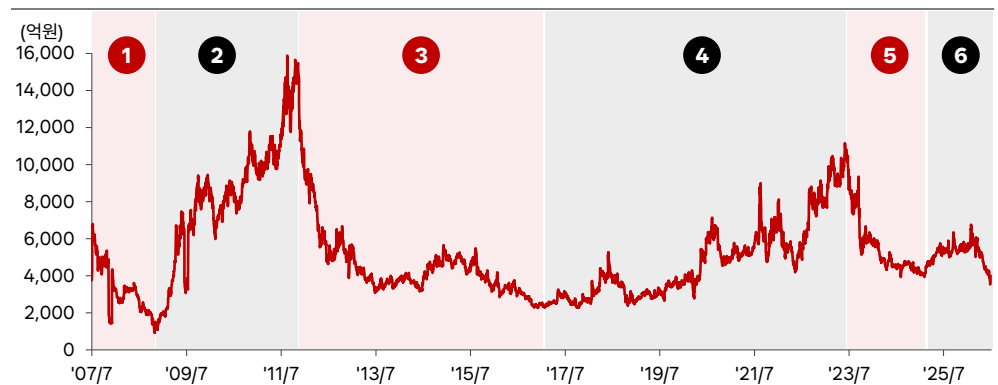
신작 출시 일정

게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱	개발단계
킹덤 2	MMORPG	모바일	한국/중화권	자체개발	2H26 출시
안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫폼머	PC(Steam)	글로벌	퍼블리싱	2H26 출시
Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Production
프로젝트 Rubicon	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
P의 거짓 차기작	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
프로젝트 Windi	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Prototype

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

상장 이후 시가총액 추이

시가총액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요일정

2H26 킹덤 2 한국/중화권 출시

2H26 안녕서울: 이태원편 글로벌 출시

주가 키폭터: 1) 신작 및 후속작(DLC) 모멘텀, 2) 웹보드게임 규제

1. 2007~2008년 시가총액 하락: 매크로 환경과 재계약 우려

- 2008년 금융위기로 증시 조정 및 핵심 매출원 '스페셜포스'의 개발사 드래곤플레이와의 갈등으로 재계약 우려 제기

2. 2009~2011년 시가총액 상승: 퍼블리셔 입지 공고화

- 2009/2 드래곤플레이와의 재계약으로 우려 잠식. 퍼블리싱 3종 '피파온라인2', '크로스파이어', '아바' 글로벌 흥행으로 2Q11 역대 최대 실적을 기록, 국내 게임 상장사 매출 1위 달성

3. 2012~2016년 시가총액 급락 후 저점 회복: 퍼블리셔의 한계 확인

- 2013년 넥슨의 '피파온라인3' 퍼블리싱 계약 체결, 2014년 웹보드게임 규제, 2016년 '크로스파이어' 서비스 종료 등 약재 발생에 따른 시가총액 단계적 하락. 2015년 '블레스' 출시 전 기대감으로 시가총액 소폭 상승

4. 2017~2023년 시가총액 장기 우상향: 자체 IP 중심의 체질 전환 및 신작 모멘텀

- 자체 IP 'DJMAX 리스펙트', '브라운더스트' 성장, 2020년 팬데믹 수혜, 2022/7 웹보드게임 월 구매한도 규제 완화 등 호재 지속. 특히 'P의 거짓' 모멘텀(2022/8 게임스컴 3관왕, 2023/6 출시일 확정 및 데모 공개 등)이 상승을 견인

5. 2023~2024년 주가 급락: 'P의 거짓' 출시 효과 소멸 및 어닝 쇼크

- 2023/9 'P의 거짓' 출시 후 셀은. 실적 둔화와 자회사 파우게임즈 영업권 손상으로 2024년 연결기준 순손실 기록

6. 2025년~현재 시가총액 반등 후 재급락

- 신작 '세이프 오브 드림즈' DLC 'P의 거짓: 서곡' 출시 후 호실적 기록. 이후 신작 효과 소멸로 1Q26 실적 부진, 국내 증시 주도주(반도체) 수급 쏠림, 대형 신작 공백에 따른 모멘텀 부재로 주가 하락



투자포인트

1 흥행을 반복하는 검증된 개발 역량

모바일·콘솔·PC를 아우르는 국내
최상위 흥행물과, 자체 IP (P의
거짓)의 글로벌 콘솔·PC 흥행이
입증한 반복 흥행 역량

동사의 핵심 경쟁력은 흥행작을 반복적으로 만들어내는 개발 역량이다. 최근 출시·퍼블리싱한 주요 타이틀 다수를 모바일·콘솔·PC에 걸쳐 흥행시키며 국내 주요 게임사 중 최상위 수준의 흥행 성공률(히트율)을 기록했고, 그 정점이 2023년 출시한 자체 IP 소울라이크 (P의 거짓)이다. 웹보드 (피망)과 모바일 라이브 IP를 주력 캐시카우로 삼아온 동사는 이 작품을 통해 국내 게임사가 상대적으로 취약했던 글로벌 콘솔·PC 프리미엄 시장에서도 흥행 성과를 거뒀고, 그 결과 해외 매출 비중이 2022년 32.7%에서 2025년 51.2%로 상승하며 글로벌 게임사로 도약할 기반을 마련했다.

흥행을 반복하는 개발 역량

게임 개발에는 수년의 기간과 대규모 비용이 선투입되지만, 신작의 흥행 여부를 사전에 예측하기는 어렵다. 흥행에 성공하면 이익이 크게 증가하지만, 실패하면 개발비 회수조차 쉽지 않아 게임사의 실적은 흥행작 유무에 따라 큰 폭으로 변동한다. 이러한 환경에서 흥행을 특정 작품의 운에 맡기지 않고 꾸준히 반복해내는 개발 역량은 실적의 예측 가능성을 높이는 동시에, 경쟁사가 쉽게 따라오기 어려운 구조적 경쟁력이다.

동사의 강점이 바로 이 지점에 있다. 최근 3년(2023~2025년)간 출시·퍼블리싱한 주요 6개 타이틀 가운데 자체 IP (브라운더스트2)(모바일), (P의 거짓) 본편·확장팩(콘솔·PC), 퍼블리싱작 (셰이프 오브 드림즈)(PC) 4개가 흥행에 성공하며 국내 주요 게임사 중 최상위 수준의 히트율을 기록했다.

흥행작이 특정 장르나 플랫폼에 편중되지 않았다는 점도 특징이다. 이들 타이틀은 모바일·콘솔·PC를 모두 아우른다. 여기에 자체 IP 리듬게임 (디제이맥스), 힐링 시뮬레이션 (고양이와 스프), 한국 인디게임 최초로 100만 장 판매를 기록한 (스컬) 등 기존 흥행작까지 더하면 장르와 플랫폼의 범위는 더욱 넓어진다.

개발 역량의 정점: (P의 거짓)

(P의 거짓)은 동사가 2023년 9월 출시한 소울라이크(고난도 액션 RPG) 장르의 콘솔·PC 게임이다. 출시 전 게임스컴 어워드(세계 최대 게임쇼 게임스컴의 공식 시상) 2022에서 한국 게임 최초로 3관왕에 올랐으며, 출시 후 약 한 달 만에 흥행의 상징적 기준인 밀리언셀러(누적 100만 장)를 돌파했다.

2025년 6월에는 본편 이전 시점을 다룬 프리퀄 확장팩(DLC) (P의 거짓: 서곡(Overture))이 출시되면서 본편·확장팩 합산 글로벌 누적 판매량이 약 400만 장(손익분기점 약 100만 장의 4배)에 이르렀다. (P의 거짓) 매출의 약 97%가 해외, 특히 콘솔·PC 수요가 큰 북미·유럽 등 서구권에서 발생한다는 점도 글로벌 시장에서 통하는 IP로 자리 잡았음을 보여준다.

이러한 성과는 국내 게임산업의 구조를 고려할 때 더욱 의미적이다. 국내 게임산업은 PC 온라인·모바일 분야에서 세계 4위권의 개발 역량을 축적한 모바일 강국이다. 다만 글로벌 모바일 시장이 완만한 성장을 이어가는 것과 달리, 국내 게임사가 강점을 보였던 고과금·확률형 중심의 모바일 수익모델은 짧은 제품 수명, 이용자 피로, 규제 부담이라는 한계에 직면했다. 여기에 자본력과 개발력을 앞세운 중국 게임사의 공세까지 강화되며 성장 동력도 약화되고 있다(자료: Newzoo·2025 대한민국 게임백서).

반면 국내 게임사에 여전히 성장 여력이 크게 남아 있는 영역은 콘솔·PC(프리미엄) 시장이다. 콘솔 시장은 <GTA6> 출시와 신형 콘솔(닌텐도 스위치 2) 사이클이 맞물리며 2025~2028년 연평균 약 4.4% 성장이 전망되고, PC 시장도 견조한 흐름을 이어가고 있다(자료: Newzoo). 이에 모바일을 넘어 콘솔·PC 시장에서 경쟁력을 확보하는 것이 국내 게임사의 중장기 성장 과제로 부상했다.

다만, 국내 게임시장에서 콘솔이 차지하는 비중은 2025년 기준 약 5%로 글로벌 평균(약 24%)의 5분의 1 수준에 그쳐(자료: 2025 대한민국 게임백서), 대다수 국내 게임사에는 아직 미개척 영역에 가깝다.

콘솔·PC(프리미엄) 시장의 진입장벽도 높다. 완성된 게임을 한 번에 판매하는 구조이기 때문에 출시 시점의 콘텐츠 완성도가 판매량을 좌우하며, 방대한 싱글플레이 콘텐츠와 고사양 하드웨어 최적화를 초기부터 높은 수준으로 구현해야 해 모바일·온라인 게임보다 높은 개발 역량이 요구된다. 여기에 콘솔·PC 대작은 평균 개발비가 2억 달러를 넘는 고위험·고수익 영역이어서, 모든 국내 게임사가 선택할 수 있는 성장 전략은 아니다.

진입장벽이 높은 만큼 성공 사례도 드물다. 자체 IP로 서구권 콘솔 시장에서 흥행한 국내 게임은 <P의 거짓>과 시프트업 <스텔라 블레이드>(약 610만 장), 펠어비스 <붉은사막>(약 600만 장) 정도다. 이 가운데 <P의 거짓>은 콘솔 불모지에 가까웠던 국내에서 자체 IP만으로 글로벌 프리미엄 시장에서 흥행할 수 있음을 2023년 가장 먼저 입증한 AAA급 성공작으로 평가된다.

흥행을 반복하는 시스템: 개발·운영·소싱

이 같은 반복 흥행은 동사가 장기간 축적해 온 조직적 시스템에서 비롯된다. 이 시스템은 게임을 직접 만드는 자체 개발 역량, 출시된 IP의 흥행을 장기화하는 라이브 운영 역량, 검증된 외부 IP를 발굴하는 퍼블리싱·투자 역량으로 구성된다.

① 자체 개발 역량: 동사는 흥행작을 반복적으로 창출하기 위해 인력 구성과 개발 프로세스를 체계화했다. 인력 측면에서는 이용자 몰입을 좌우하는 스토리 설계 역량을 갖춘 디렉터를 외부에서 영입해 왔다. 신작 착수 단계에서는 콘셉트의 독창성, 시장 내 경쟁력, 자체 개발 가능성을 기준으로 프로젝트를 선별한다. 개발 과정에서는 이용자 관점에서 수집한 플레이 데이터를 지속적으로 반영해 완성도를 높이고, 개발진 전원이 참여하는 개방형 피드백 체계를 통해 개발 범위의 과도한 확대와 일정 지연을 방지한다.

② 라이브 운영 역량: 모바일 게임은 출시 이후 콘텐츠 업데이트와 이용자 소통이 IP의 수명과 매출을 좌우한다. 이에 동사는 팬덤과의 소통을 기반으로 업데이트 공백을 최소화하는 운영을 지향한다. 실제 2023년 6월 출시한 핵심 모바일 라이브 IP <브라운더스트2>는 초반 부진했으나, 이용자 의견을 반영한 콘텐츠 개선과 주년 이벤트 중심의 업데이트를 이어가며 반등해 7개 분기 연속 성장했다.

③ 퍼블리싱·투자 역량: 동사는 국내 게임사 다수가 콘솔·PC(프리미엄) 시장에 주목하지 않던 시기부터 인디게임 퍼블리싱을 이어오며 게임 소싱 역량과 플랫폼 유통 노하우를 축적했고, <스컬>(세이프 오브 드림즈)를 연이어 흥행시켰다. 소싱 기준도 자체 개발과 마찬가지로 스토리 경쟁력에 초점을 두고 있으며, 최근에도 스토리 역량이 강한 북미의 Wolfeye, 폴란드의 Zakazane과 퍼블리싱 계약을 체결했다.

이러한 경쟁력은 실적으로도 확인된다. 동사는 지난 10년간 영업이익자를 이어왔으며, 영업이익률은 대체로 한 자릿수 중후반~두 자릿수 수준을 유지했다. 이는 흥행작 부재로 국내 중형 게임사 다수가 최근 적자 전환을 겪은 것과 대비되며, 반복 흥행 역량이 동사의 실적 안정성으로 이어지고 있음을 보여준다.

국내 게임업체와 차별화된 네오위즈의 게임 사업 전략

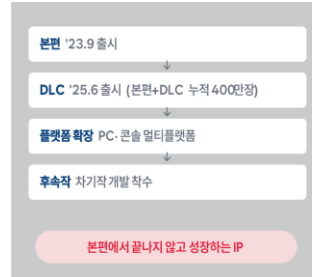
국내게임업체		네오위즈
라이브 서비스 기반의 온라인 모바일 게임 개발	↔	스토리 세계관 기반의 싱글플레이 PC/ 콘솔 게임 개발
실시간 운영 및 지속적 업데이트에 방점	↔	팬덤 확대를 통한 지속 가능한 성장에 방점
MMORPG 등 특정 장르 편중적 개발	↔	소울라이크, 라이프 시뮬레이션, 서바이벌액션 어드벤처 등 다양한 장르 도전
단기 수익성 중심의 비즈니스 모델	↔	팬덤 확대 및 시리즈화 개발을 통한 장기 우상향 성장 동력 확보

자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

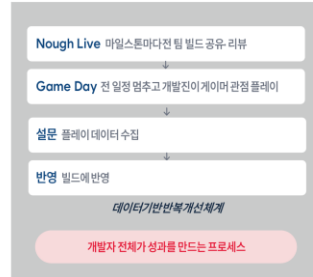
네오위즈의 개발 시스템

'P의 거짓' 성공을 DLC·차기작으로 잇는 검증된 개발 시스템 보유

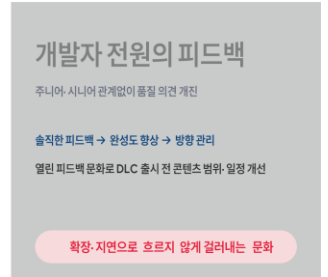
검증된 IP의 지속 확장



성공을 반복하는 개발 시스템

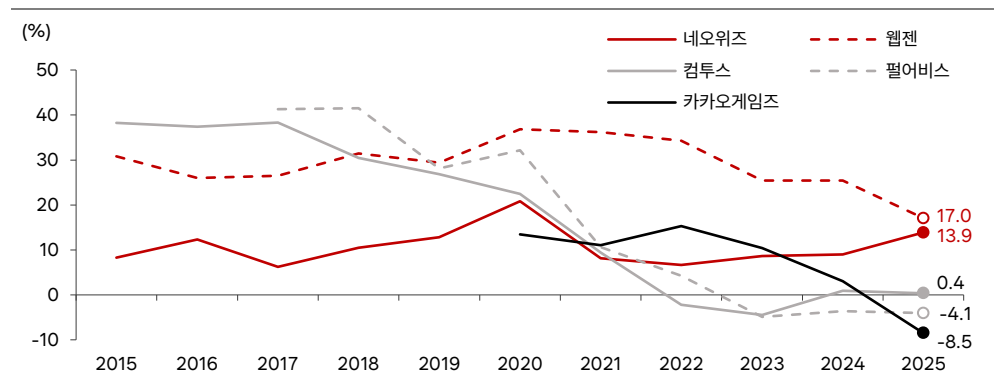


열린 피드백 문화



자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 중형 게임사 영업이익률 추이(2015~2025년)



주: 1) 국내 상장 게임사 중 자체 IP 기반 개발·퍼블리싱을 영위하며 네오위즈와 시가총액이 유사한 중형 게임사로 선정

2) 플레이비스, 카카오게임즈는 상장 이후 실적 추이

자료: 각 사, 한국IR협회의 기업리서치센터

**검증된 IP를 시리즈로 확장하는
프랜차이즈화 전략 추진, (P의
거짓) 차기작 성공 시 글로벌
프랜차이즈 IP 보유사로 재평가될
잠재력 보유**

『글로벌 IP 게임사』 재평가 잠재력

게임주의 밸류에이션 수준을 가르는 것은 한 차례의 흥행이 아니라 '흥행의 반복', 즉 검증된 IP를 시리즈로 확장하는 프랜차이즈화 역량이다. 실제 <몬스터 헌터>의 캡콤, <위쳐>의 CD프로젝트처럼 이를 입증한 게임사는 PER 20~70배 수준의 멀티플을 적용받는 반면, 반복성을 입증하지 못한 게임사는 10배 안팎에 머무는 것이 일반적이다. 동사는 자체 IP (P의 거짓)을 통해 진입장벽이 높은 글로벌 콘솔·PC 시장에서 흥행을 입증한 뒤, IP 프랜차이즈화를 전사 성장 전략으로 정립했다. 확장팩 (P의 거짓: 서곡)이 프랜차이즈화의 '가능성'을 보여줬다면, 2028년 전후 출시될 차기작은 이를 실질적으로 입증할 핵심 변수다. 차기작까지 성공한다면 동사는 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 평가받으며, 2026F 기준 PER 9.4배에 머무는 멀티플도 상향될 여지가 크다.

IP 프랜차이즈 전략: '팬덤 자산화'

프랜차이즈화의 성패는 차기작을 기다리는 충성 이용자층, 즉 팬덤 확보에 달려 있다. 글로벌 컨설팅사 딜로이트(Deloitte)도 게임사의 팬 커뮤니티를 지속적인 가치를 창출하는 자산으로 평가하며, 개별 이용자의 단기 결제액보다 팬덤의 장기 가치(Fandom LTV)를 새로운 평가 기준으로 제시한다. 이에 게임산업의 수익 창출 방식도 신규 이용자 확보와 단기 과금 극대화에서 팬덤을 장기 자산으로 축적해 반복 수익을 창출하는 방향으로 전환되고 있다.

동사 역시 '팬은 우리의 미래 자산'이라는 기조 아래 팬덤 자산화를 전사 성장 전략으로 정립했다. 전략은 ① 스토리 기반 IP 확보 → ② 팬덤 확대 → ③ IP 프랜차이즈화 → ④ 글로벌 확장으로 이어지는 선순환 구조다.

① **스토리 기반 IP 확보**: 시리즈로 확장할 수 있는 탄탄한 스토리와 세계관을 갖춘 자체 IP를 확보한다. 이를 통해 이용자의 몰입과 팬덤 형성을 이끌고, 차기작에서도 기존 세계관·캐릭터·서사를 이어가며 프랜차이즈로 발전할 수 있기 때문이다.

② **팬덤 확대**: 아트·콘텐츠, 게임쇼, 오케스트라 공연, 굿즈, IP 콜라보 등 온·오프라인 활동을 통해 IP와 이용자의 접점을 넓히고 글로벌 팬덤을 확대한다.

③ **IP 프랜차이즈화**: 확보한 팬덤을 기반으로 DLC·차기작·리메이크를 통해 IP를 시리즈화한다. 동시에 IP 파트너십·투자 전담 조직을 활용해 애니메이션·영상·상품 등 게임 외 영역으로 확장하는 OSMU(원 소스 멀티 유즈)도 병행한다.

④ **글로벌 확장**: 도쿄·산타모니카·대만·폴란드 등 해외 거점을 활용해 현지화와 글로벌 퍼블리싱 역량을 강화하고, 자체 IP의 해외 시장 확장을 추진한다.

이러한 선순환이 반복될수록 IP 매출의 지속성이 높아져 단기 흥행작 의존도를 낮출 수 있다는 것이 동사의 구상이다.

프랜차이즈화 성과와 향후 핵심 변수

이 전략의 성과는 (P의 거짓)에서 확인된다. 2025년 6월 출시된 확장팩 (P의 거짓: 서곡)은 신규 이용자의 본편 유입과 기존 이용자의 확장팩 구매가 맞물리며 판매량을 재차 끌어올렸다(본편·확장팩 합산 글로벌 누적 약 400만 장). 본편 콘텐츠·시스템을 활용해 추가 개발비 부담을 낮춘 만큼 수익성 개선에도 기여했다(전사 2025년 3분기 영업이익률 20.8%).

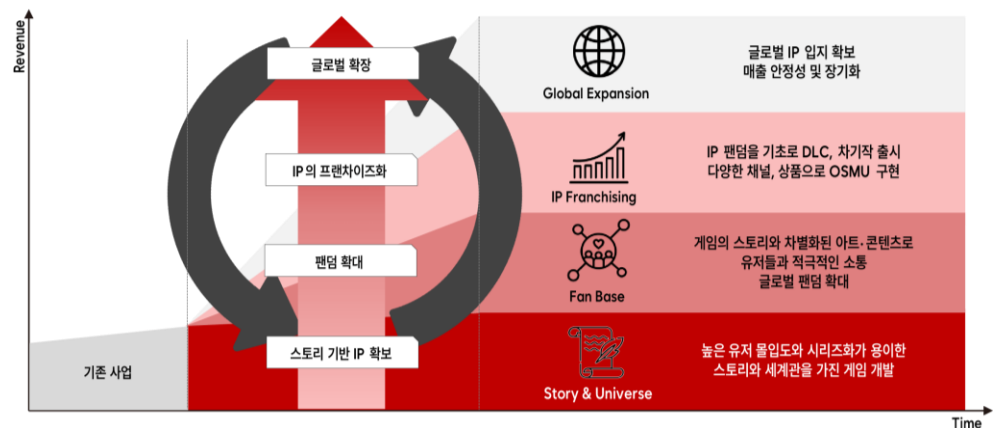
(서곡)이 확장팩(DLC)을 통해 프랜차이즈화의 '가능성'을 보여줬다면, 재평가의 관건은 현재 개발 중인 (P의 거짓) 정식 후속작이다. 원작이 동화 (피노키오)를 재해석했듯, 차기작 역시 또 다른 고전인 <오즈의 마법사>를 재해석해 세계관을 확장할 예정이다. 차기작까지 흥행해 (P의 거짓)이 독립된 시리즈로 자리 잡는다면, IP 프랜차이즈화 역량을 본격적으로 입증할 수 있다.

차기작의 성공 가능성을 가늠할 때는 시장 특성도 함께 고려할 필요가 있다. <P의 거짓>이 흥행한 콘솔·PC(프리미엄) 시장은 프랜차이즈화에 상대적으로 유리하다. 이용자가 수십 시간에 걸쳐 세계관·캐릭터에 깊이 몰입하면서 충성도 높은 팬덤이 형성되고, 이는 차기작 수요로 이어지기 때문이다. 또한 신작 흥행 자체가 드문 만큼 검증된 IP로 수요가 집중되는 경향이 강하다. 2024년 콘솔(Xbox·PS·닌텐도) 신작 수천 종 가운데 10만 장 이상 판매된 게임은 극소수였으며, 이 중 약 68%가 기존 프랜차이즈 IP였다. PC(스팀)에서도 상위 10개 게임의 매출 비중이 2016년 37%에서 2023년 61%로 상승했다(자료: GameDev·Steam). 이는 이미 해당 시장에서 IP 경쟁력을 입증한 동사에 우호적으로 작용할 수 있다.

결국 관건은 2028년 전후 출시될 차기작을 통해 흥행과 이익의 반복성을 입증하는 것이다. 차기작까지 성공한다면 동사는 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 재평가되며, 2026F 기준 PER 9.4배에 머무는 멀티플로 프리미엄 구간으로 상향될 여지가 크다.

네오위즈 IP 프랜차이즈화 4단계 성장 공식

시장 변화에 가장 먼저 대응하는 NEOWIZ 성장 공식

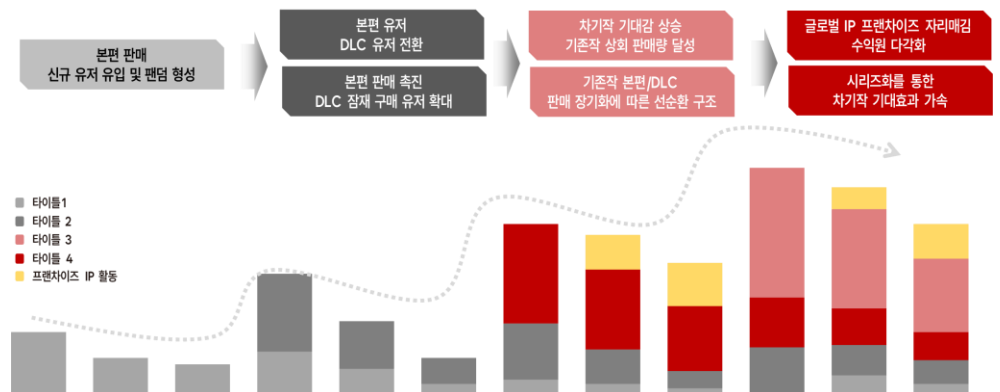


자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

<P의 거짓: 서곡>으로 입증된 IP 프랜차이즈화 선순환

'P의 거짓: 서곡'을 통해 증명된 IP 프랜차이즈화 가능성

'P의 거짓' 본편 신규 유저 유입 촉진, 기존 유저 DLC 전환의 선순환으로 판매 장기화, 차기작에 대한 기대감 고조
프랜차이즈 IP를 활용한 수익원 다각화로 매출 감소세 완화



자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

**중장기 주주환원정책과 풍부한
순현금이 주가 하방을 지지, 다만
근본적인 리레이팅은 게임
펀더멘털에 좌우**

주주환원으로 확인되는 하방 방어력

동사는 2026년 1월 중장기 주주환원정책을 공시하고, 연결 영업이익의 20%(연 최소 100억 원)를 배당과 자사주 소각으로 환원하기로 했다. 신작 공백기에도 현금을 창출하는 캐시카우와 시가총액의 약 79%에 해당하는 순현금성자산이 환원 여력을 뒷받침한다. 다만 게임주의 재평가와 주주환원의 지속 가능성은 결국 게임 사업의 펀더멘털(개발·운영 역량)에 좌우되는 만큼, 주주환원은 리레이팅의 직접적인 계기라기보다 주가 하방을 지지하는 요인으로 작용할 전망이다.

주주환원 정책: 영업이익 20%·연 최소 100억 원 환원

동사는 2026년 1월 중장기 주주환원정책(2025~2027년)을 공시하고, 매년 연결 영업이익의 20%를 현금배당과 자사주 소각으로 환원하기로 했다. 연간 환원 규모는 최소 100억 원을 보장해, 신작 공백 등으로 실적이 부진한 해에도 일정 수준의 주주환원이 유지되는 구조다.

첫 적용 연도인 2025년 실적을 기준으로 산정된 환원 재원은 120억 원(영업이익 599.8억 원의 20%)이며, 배당 60억 원과 자사주 소각 60억 원으로 나눠 2026년 4월 집행을 완료했다. 이는 지배순이익 대비 주주환원율 24%에 해당하며, 자사주 소각으로 발행주식수도 약 1% 감소했다.

배당 재원의 구성도 주주에게 유리하다. 동사는 2025년 12월 자본준비금 500억 원을 감액해 전액을 배당 재원으로 확보했다. 자본준비금을 재원으로 하는 감액배당은 배당소득세가 부과되지 않아, 과세 대상 개인주주의 세후 수령액이 일반 배당보다 크다. 2025년 실적에 대한 배당 60억 원도 해당 재원을 활용해 비과세로 지급됐으며, 잔여 약 440억 원 또한 향후 배당 재원으로 활용될 예정이다.

주주환원 지속가능성: 본업 현금창출력 + 풍부한 순현금

이러한 환원 정책이 지속 가능한 것은 재원을 만들어내는 본업의 현금창출력과 이를 뒷받침하는 순현금 체력 덕분이다.

주주환원 재원의 기준이 되는 연결 영업이익은 신작 공백기에도 주요 캐시카우가 안정적으로 뒷받침한다. 대표적으로 웹보드(피망)는 자체 포털 결제를 통해 외부 플랫폼 수수료 없이 결제대행(PG) 수수료(약 3%)만 부담하는 고마진 캐시카우다. 2026년 2월 월 결제한도도 70만 원에서 100만 원으로 상향돼 이용자당 결제 여력이 확대됐다. 모바일 라이브 IP(브라운더스트2) 역시 대만 등 아시아권 팬덤을 기반으로 N주년·기념 이벤트마다 매출이 반등하며 신작 공백기 실적을 방어한다.

이들 캐시카우에서 창출된 영업현금은 Asset-light 구조를 바탕으로 대부분 잉여현금흐름(FCF)으로 남는다. 2025년에는 연결 영업활동현금흐름 761억 원에서 유·무형자산 CAPEX 약 48억 원을 차감한 FCF가 약 713억 원으로, 연간 주주환원 재원 120억 원의 약 6배에 달했다. 최근 6년(2020~2025년) 연속 FCF 흑자를 유지한 점도 환원 여력의 안정성을 뒷받침한다.

여기에 무차입·순현금 재무구조가 더해진다. 동사는 차입금이 없으며, 2026년 1분기 말 현금성자산 1,535억 원과 단기 금융자산 1,597억 원을 합한 순현금성자산 약 3,100억 원을 보유하고 있다. 이는 현재 시가총액(약 3,905억 원)의 약 79%에 해당해, 중장기 주주환원정책의 지속 가능성을 뒷받침한다.

다만 게임기업의 경우 주주환원은 기업가치 재평가의 핵심 동력이라기보다, 실적 회복이 가시화되기 전까지 주가 하방을 지지하는 보조적 요인에 가깝다는 점도 함께 고려할 필요가 있다.

네오위즈 주주환원 정책 (2025~2027년)

환원 자원 산출 기준

Max [① 기본원칙
영업이익 × 20% , ② 최소보장액
100 억 원]

환원 자원 120억원 FY2025 영업이익 599.8억 원의 20%

주주환원율 24.0% 환원액 120 억 / 지배순이익 499.8억

발행주식총수 -1.0% 21,856,816 주 → 21,636,459 주

주1) 주주환원율 = (현금배당 + 자사주 소각) / FY2025 지배기업소유주 귀속 당기순이익
주2) 발행주식수 변동은 자사주 소각 반영 기준.

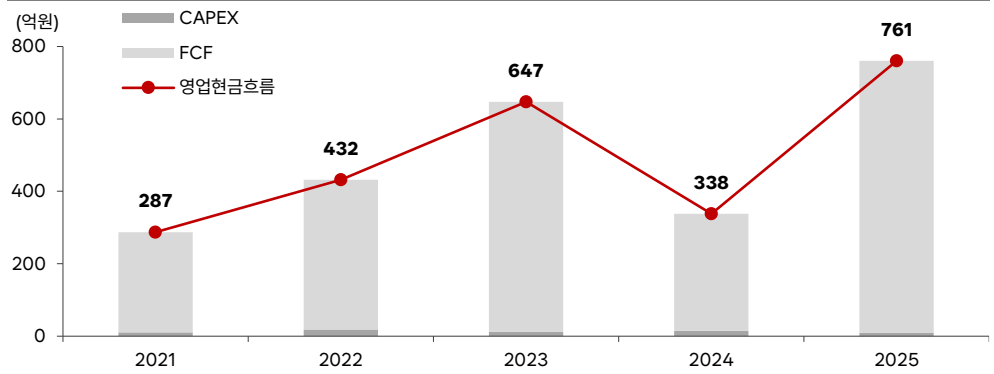
자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터

1Q26 집행 내역

자원 분배 및 실행 — 현금배당 50% + 자사주 소각 50%



네오위즈 연도별 FCF 추이



자료: 네오위즈, 한국IR협회의 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

2025년 실적 리뷰: 자체 IP 레버리지가 확인된 해

자체 IP 패키지 매출 확대에 따른
영업 레버리지로 사상 최대
영업이익 기록, YoY +82.2%

2025년 동사는 매출 4,327억 원(+18.0% YoY), 영업이익 600억 원(+82.2% YoY, OPM 13.9% / +4.9%p), 지배순이익 500억 원(+1,987.8% YoY, NPM 11.5% / +10.8%p)으로 사상 최대 영업이익을 기록했다. 매출 증가율(+18.0%) 대비 영업이익 증가율(+82.2%)이 크게 높았던 것은 자체 IP 패키지 매출 확대에 따른 영업 레버리지와 비용 효율화가 동시에 반영된 결과로 판단된다.

매출

부문별 매출은 PC/콘솔게임 1,985억 원(+27.0% YoY), 모바일게임 1,956억 원(+12.9% YoY), 기타 387억 원(+3.6% YoY)을 기록했다.

PC/콘솔게임(+27.0%)이 외형 성장을 주도했다. 2023년 9월 출시된 《P의 거짓》은 2025년 6월 DLC 《서곡》 출시 이후 판매가 재차 확대됐고, 9월 퍼블리싱작 《세이프 오브 드림즈》가 더해지며 매출 성장을 견인했다.

모바일게임(+12.9%)은 《브라운더스트2》가 2주년·업데이트 이벤트를 통해 견조한 매출 흐름을 유지했고, 웹보드 《피망》도 안정적인 캐시카우 역할을 지속했다.

기타(+3.6%)는 자회사 티앤케이팩토리의 광고 매출과 사옥 임대 수익을 중심으로 전년과 유사한 수준을 유지했다.

영업이익

2025년 영업이익은 600억 원(+82.2% YoY), OPM은 13.9%(+4.9%p YoY)를 기록했다. 매출 증가율을 크게 상회하는 이익 개선은 매출 연동 변동비를 제외한 주요 비용이 비교적 안정적으로 유지되며 영업 레버리지가 발생한 영향으로 판단된다.

비용 항목별로 보면, 최대 비용 항목인 인건비는 1,596억 원으로 전년(1,572억 원) 대비 큰 변동이 없었고, 매출 대비 비중은 42.9%에서 36.9%로 6.0%p 하락했다.

마케팅비도 검증된 IP의 팬덤 기반 집행으로 351억 원에서 308억 원으로 감소하며 매출 대비 비중이 2.5%p 낮아졌다.

반면 플랫폼 수수료와 퍼블리싱 개발사 수익배분(RS)으로 구성된 변동비는 매출에 연동돼 944억 원에서 1,381억 원으로 증가했고, 콘솔·PC·앱마켓 매출 비중 확대로 매출 대비 비중도 25.7%에서 31.9%로 상승했다. 종합하면 변동비율 상승에도 인건비·마케팅비 비중 하락 효과가 이를 상쇄하며 OPM이 큰 폭으로 개선된 것으로 판단된다.

지배순이익

2025년 지배순이익은 500억 원(+1,987.8% YoY), NPM은 11.5%를 기록하며 전년(24억 원)의 낮은 기저에서 정상화됐다. 이는 영업이익 600억 원에 순금융손익(순현금 이자수익·외화환산이익) 약 115억 원이 더해지고, 자회사 적자에 따른 비지배지분 손실 약 74억 원이 반영된 결과다. 전년 지배순이익이 24억 원에 그친 것은 2024년 자회사 영업권 손상 등 대규모 영업외비용이 반영된 영향이 컸으며, 2025년 해당 요인이 소멸되면서 순이익이 정상화된 것으로 판단된다.

1Q26실적 리뷰

〈브라운더스트2〉이벤트로 매출은 성장했으나 믹스 둔화로 수익성은 감소, 외화환산이익 등으로 지배순이익은 급증

2026년 1분기 동사는 매출 1,014억 원(+13.9% YoY), 영업이익 70억 원(-32.0% YoY, OPM 6.9% / -4.6%p), 지배순이익 162억 원(+122.8% YoY, NPM 16.0%)을 기록했다. 매출은 〈브라운더스트2〉 이벤트 효과로 성장했으나, 상대적으로 마진이 낮은 모바일-퍼블리싱 매출 비중이 확대되며 영업이익은 감소했다. 반면 지배순이익은 외화환산이익 등 영업외수익이 반영되며 큰 폭으로 증가했다.

매출

부문별 매출은 모바일게임 514억 원(+13.3% YoY), PC/콘솔게임 395억 원(+8.6% YoY), 기타 105억 원(+44.8% YoY)을 기록했다.

모바일게임(+13.3%)이 외형 성장을 주도했다. 〈브라운더스트2〉가 2.5주년·1000일 기념 이벤트 효과로 매출이 확대된 영향이다.

PC/콘솔게임(+8.6%)은 〈P의 거짓〉 DLC와 〈세이프 오브 드림즈〉 매출이 안정적으로 반영되며 전년 동기 대비 소폭 성장했다. 다만 대형 신작 부재로 직전 분기 대비로는 감소했다.

기타(+44.8%)는 자회사 티앤케이팩토리의 모바일 광고 사업이 대부분이다. 시상식 시즌과 1분기 웹보드 광고 성수기가 겹치며 높은 증가율을 기록했으나, 계절적 요인에 따른 증가로 연간 고성장 지속은 제한적일 전망이다.

영업이익

1분기 영업이익은 70억 원(-32.0% YoY), OPM은 6.9%(-4.6%p YoY)를 기록했다. 매출이 증가했음에도 영업이익이 감소한 것은 매출 믹스 변화의 영향이 크다. 이번 분기 성장을 주도한 〈브라운더스트2〉 등 모바일게임은 앱마켓 수수료(약 30%) 부담이 있고, 출시 후에도 지속적인 라이브 운영-업데이트 비용이 발생해 콘솔-PC 패키지 대비 마진이 낮다. 여기에 퍼블리싱작의 개발사 수익배분(RS)까지 반영되며 변동비 부담이 확대됐고, 실제 변동비의 매출 대비 비중은 전년 동기 27.9%에서 34.5%로 상승했다.

지배순이익

1분기 지배순이익은 162억 원(+122.8% YoY), NPM은 16.0%를 기록했다. 영업이익이 감소했음에도 지배순이익이 증가한 것은 영업외수익 영향이 컸다. 해외 매출 비중이 높아 환율 변동에 따른 외화환산이익이 발생했고, 이에 따라 순금융손익이 약 +101억 원 반영됐다. 관계기업 투자이익 약 +38억 원도 순이익 증가에 기여했다. 다만 이는 환율과 투자손익에 좌우되는 비경상적 성격이 강해, 본업 수익성은 영업이익 지표를 중심으로 판단하는 것이 합리적이라고 판단된다.

2026년 실적 전망

대형 신작 공백과 〈P의 거짓〉 매출 감소로 외형 및 이익 성장은 둔화되나, 영업외손익 확대로 순이익 감소 폭은 제한적일 전망

2026년 네오위즈의 연결 매출액은 4,280억 원(-1.1% YoY), 영업이익은 410억 원(-31.6% YoY, OPM 9.6%), 지배순이익은 414억 원(-17.2% YoY)을 기록할 전망이다. 대형 신작 공백으로 매출은 소폭 역성장하고 고마진 〈P의 거짓〉 매출 감소로 수익성은 둔화되나, 외화환산이익-지분법이익 확대가 순이익 감소 폭을 완화할 전망이다.

매출

2026년 부문별 매출액은 모바일게임 2,150억 원(+9.9% YoY), PC/콘솔게임 1,700억 원(-14.4% YoY), 기타 430억 원(+11.2% YoY)을 기록할 전망이다.

모바일게임(+9.9% YoY)

〈브라운더스트2〉는 2분기 3주년 업데이트와 글로벌 확장을 통해 견조한 매출 흐름이 예상된다. 다만 주년 이벤트에 매출이 집중되는 라이브 게임 특성상, 이벤트 이후 매출 유지력이 하반기 모바일 실적의 핵심 변수로 판단된다.

웹보드(모바일)는 2026년 2월 월 결제한도가 70만 원에서 100만 원으로 상향되며 헤비 유저의 결제 여력이 확대됐다. 규제상 결제한도가 사실상 매출 상단으로 작용하는 만큼, 한도 상향은 웹보드 매출을 뒷받침하는 요인으로 작용할 전망이다.

신작 기여는 제한적으로 반영될 전망이다.

〈고양이와 스프: 마법의 레시피〉(2026년 4월 출시)는 기존 〈고양이와 스프〉 IP를 확장한 신작이나, 광고·소액 과금 중심의 방치형 장르 특성상 이용자당 결제액이 낮아 매출 기여는 크지 않을 것으로 예상된다.

〈킹덤2〉(2026년 하반기 출시 예정)는 전작 〈킹덤1〉이 출시 초기 연매출 약 300억 원을 기록한 바 있으나, MMORPG 시장 경쟁 심화와 이용자 수요 분산을 감안하면 흥행 강도는 보수적으로 볼 필요가 있다. 출시 시점도 하반기인 만큼 2026년 실적 반영분은 제한적일 전망이다.

PC/콘솔게임(-14.4% YoY)

대형 신작 부재와 〈P의 거짓〉 매출 감소로 역성장이 불가피할 전망이다.

〈P의 거짓〉은 2025년 6월 DLC 〈서곡〉 출시 효과로 매출이 크게 확대됐으나, 2026년에는 해당 효과가 축소되며 매출 감소가 예상된다.

〈세이프 오브 드림즈〉도 2025년 9월 출시 이후 초기 판매 피크를 지나며 매출이 둔화될 가능성이 높다.

다만 웹보드(PC)와 〈디제이맥스 리스펙트〉는 감소 폭을 일부 상쇄할 전망이다.

웹보드(PC)는 2026년 2월 결제한도 상향(70만 원 → 100만 원)과 3월 출시된 〈피망 쇼다운 홀덤〉 PC버전 효과가 매출을 뒷받침할 것으로 예상된다.

〈디제이맥스 리스펙트〉는 정기 업데이트와 IP 콜라보를 기반으로 큰 변동 없는 매출 흐름을 유지할 전망이다.

영업이익

2026년 영업이익은 410억 원(-31.6% YoY), OPM은 9.6%(-4.3%p YoY)로 둔화될 전망이다. 고마진 〈P의 거짓〉 매출 감소와 전반적인 비용 부담 확대가 겹친 결과다.

인건비(1,630억 원)는 차기작 개발과 글로벌 퍼블리싱 확대에 따른 개발 인력 채용으로 전년 대비 소폭 증가하고, 매출 대비 비중도 2025년 36.9%에서 2026년 38.1%로 상승해 수익성 하락의 한 축으로 작용할 전망이다.

변동비(1,410억 원)는 앱마켓 수수료 부담이 큰 모바일게임과 퍼블리싱작 매출 비중 확대 영향으로 전년 대비 증가할 전망이다. 이에 따라 매출 대비 변동비율은 2025년 31.9%에서 2026년 33%로 상승할 것으로 예상된다. 다만 자체 웹상점 결제 유도에 따른 플랫폼 수수료 절감과 연말 예정된 구글 앱마켓 수수료 인하는 변동비율 상승 폭을 일부 완화하는 요인으로 작용할 전망이다.

마케팅비(340억 원)는 하반기 <킹덤2> 등 신작 출시 마케팅 집행으로 전년(308억 원) 대비 증가할 전망이다. 기존 라이브 게임은 팬덤 기반의 효율 집행 기조를 유지할 것으로 예상된다.

상각비(132억 원)는 무형자산 상각 부담이 점진적으로 축소되며 전년(159억 원) 대비 감소할 전망이다.

기타 판권비(358억 원)는 매출과 연동되는 제반 경비로 전년 수준에서 소폭 증가할 것으로 예상된다.

자회사 별도 기준 영업이익은 고마진 <P의 거짓> 매출 감소로 전년 대비 큰 폭 둔화가 불가피하나, 자회사 영업손실은 하반기 <킹덤2> 출시에 따른 파우게임즈 흑자 전환 등으로 2025년 -117억 원에서 2026년 -60억 원으로 축소될 전망이다.

영업외손익

2026년 영업외손익은 128억 원으로 전년(34억 원) 대비 증가할 전망이다.

금융손익(109억 원)은 외화환산이익 확대가 견인할 것으로 예상된다. 해외 매출 비중 상승으로 외화 자산 규모가 커진 가운데 원/달러 환율 상승분이 반영되며, 2026년 1분기에도 관련 이익이 큰 폭으로 인식된 바 있다. 다만 외화환산이익은 미실현 평가손익 성격으로, 하반기 환율 흐름에 따라 되돌려질 수 있는 점은 유의할 필요가 있다.

지분법이익(95억 원)은 2026년 2월 지분 50%를 취득한 겐프스엔(브라운더스트2 개발사)의 신규 편입에 따른 것으로, 향후 (브라운더스트2) 매출 흐름에 연동될 전망이다. 기타영업외손익(-76억 원)은 전년대 유사한 수준으로 추정된다.

한편 자회사 영업권 손상은 2026년 추정에 반영하지 않았으나, 2024년(-398억 원)·2025년(-74억 원) 손상이 발생한 점과 파우게임즈 등 일부 자회사의 실적 부진을 감안하면, 4분기 손상 검토 결과에 따라 손이익 하락 요인으로 작용할 수 있다.

지배순이익

2026년 지배순이익은 414억 원(-17.2% YoY)으로, 영업이익 감소에도 영업외손익 확대가 감소 폭을 완화할 전망이다.

실적표

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2022	2023	2024	2025	2026E
매출액	971	870	931	896	890	1,100	1,274	1,063	1,014	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
YoY	416	24.0	-20.7	-18.1	-8.3	26.4	36.8	18.6	13.9	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
PC/콘솔게임	446	372	369	376	364	575	587	459	395	1,264	1,721	1,563	1,985	1,700
모바일게임	442	403	457	430	453	440	585	477	514	1,269	1,587	1,732	1,956	2,150
기타	83	95	106	90	73	85	102	127	105	412	348	373	387	430
YoY														
PC/콘솔게임	58.7	36.5	-33.1	-38.9	-18.3	54.3	59.0	22.0	8.6	1.0	36.1	-9.2	27.0	-14.4
모바일게임	32.7	16.1	-14.2	14.8	2.6	9.3	28.1	10.9	13.3	-3.9	25.0	9.1	12.9	9.9
기타	16.2	16.3	15.7	-13.7	-12.7	-10.2	-3.1	41.4	44.8	95.34	-15.6	7.2	3.6	11.2
영업비용	822	823	867	827	788	914	1,009	1,016	945	2,750	3,340	3,339	3,727	3,870
비용율(%)	84.7	94.5	93.1	92.3	88.5	83.1	79.2	95.6	93.1	93.4	91.4	91.0	86.1	90.4
인건비	400	397	382	393	366	418	366	445	396	1,267	1,529	1,572	1,596	1,630
변동비	225	225	257	237	248	307	453	373	350	676	868	944	1,381	1,410
마케팅비	83	83	104	80	56	83	84	85	73	364	488	351	308	340
상각비	42	42	50	40	56	35	34	34	34	188	188	173	159	132
기타	72	76	74	77	62	70	72	79	91	254	267	299	283	358
매출대비 비중(%)														
인건비	41%	46%	41%	44%	41%	38%	29%	42%	39%	43%	42%	43%	37%	38%
변동비	23%	26%	28%	26%	28%	28%	36%	35%	35%	23%	24%	26%	32%	33%
마케팅비	9%	10%	11%	9%	6%	8%	7%	8%	7%	12%	13%	10%	7%	8%
상각비	4%	5%	5%	4%	6%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	5%	4%	3%
기타	7%	9%	8%	9%	7%	6%	6%	7%	9%	9%	7%	8%	7%	8%
영업이익	148	47	65	69	102	186	265	47	70	196	316	329	600	410
YoY	1,085.2	흑전	-68.1	-54.2	48.9	81.7	42.4	-82.3	-32	-8.0	61.5	4.2	82.2	-31.6
OPM	15.3	5.5	6.9	7.7	11.5	16.9	20.8	4.4	6.9	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
별도	191	97	132	107	140	229	284	64	99	208	445	527	717	470
자회사	-42	-50	-67	-38	-38	-43	-19	-17	-29	-12	-129	-198	-117	-60
YoY														
별도	473	흑전	-42.7	-46.3	-26.7	135.5	115.4	-40.3	-29.5	-11.0	114.3	18.4	36.0	-34.4
자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	40	19	-52	-288	-12	-14	65	-6	132	-1	122	-281	34	128
금융손익	29	46	-61	62	-9	-8	57	75	101	221	-10	76	115	109
지분법이익	-4	-3	-2	-0	-2	-2	0	-1	38	19	-2	-9	-5	95
기타영업외손익	15	-24	11	-350	-1	-3	8	-80	-6	-241	134	-348	-76	-76
세전순이익	188	66	13	-219	90	172	330	41	202	195	438	49	634	538
법인세비용	45	-10	27	56	29	45	80	30	47	63	-27	118	208	151
지배순이익	179	78	14	-247	73	140	259	27	162	131	487	24	500	414
YoY	396.0	-65.4	-92.4	적전	-59.3	79.8	1,732.3	흑전	122.8	-77.0	272.5	-95.1	1,987.8	-17.2
NPM	18.4	9.0	1.5	-27.5	8.2	12.7	20.4	2.6	16.0	4.4	13.3	0.7	11.5	9.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 Historical Valuation: 역사적 저점 수준의 PER

현재 주가는 역사적 12MF PER
밴드의 최하단 수준

일반적으로 게임주는 신작 흥행 성과에 따라 이익 변동성이 크게 나타나 PER 적용이 어려운 경우가 많으나, 동사는 현재 안정적으로 이익을 창출하고 있어 PER 적용이 가능하다. 동사의 12개월 선행(12MF) PER은 대체로 8~16배 범위에 서 형성돼 왔으며, 현재 주가는 2026F 기준 밴드 하단인 PER 9.4배에 위치한다.

할인 요인: 신작 공백과 이익 지속성에 대한 확인 필요

현재의 저평가는 두 가지 요인에서 비롯되는 것으로 판단된다.

첫째, 신작 모멘텀의 부재다. 게임사의 이익은 신작 흥행 여부에 따라 빠르게 달라지며, 신작 하나의 성과가 향후 실적 추정치와 적용 멀티플을 동시에 좌우한다. 게임주는 이미 확인된 분기 실적보다 신작 일정과 흥행 가능성에 더 민감하게 반응하기 때문에, 대형 신작이 없는 구간에는 실적이 양호하더라도 재평가 계기를 확보하기 어렵다. 동사는 2026년 대형 자체 IP 신작이 부재한 데다, <P의 거짓> 흥행 이후 이익 성장을 이끌 차기작도 아직 가시화되지 않아(정보 공개 2027년 전후·출시 2028년 전후 추정) 재평가를 이끌 모멘텀이 부족하다.

둘째, 이익의 지속성이다. 게임주의 멀티플을 가르는 핵심은 마진의 절대 수준이 아니라 이익의 지속성과 예측 가능성에 대한 시장의 신뢰다. 실제로 2025년 영업이익률이 60%를 웃도는 고마진 기업 시프트업도 흥행의 반복성이 입증되지 않아 2026년 기준 PER 약 15배에 머무는 반면, 비슷한 마진(약 54%)에도 <위쳐>(사이버펑크)를 시리즈로 확장해 온 CD프로젝트는 약 69배를 적용받는다. 동사는 <P의 거짓>으로 글로벌 콘솔·PC 시장에서 흥행에 성공하며 후속작 확장의 기반을 마련했으나, 이를 차기작·시리즈로 확장해 프랜차이즈화하는 단계는 아직 초기다. 결국 동사의 할인 요인은 이익의 절대 수준보다 반복성과 예측 가능성에 대한 시장의 신뢰가 충분히 형성되지 않은 데서 비롯된 것으로 판단된다.

2 리레이팅 조건: 차기작 공개와 IP 프랜차이즈화

자체 신작 출시 기대로 멀티플이
크게 확장된 이력을 보유, 향후
차기작 소식과 IP 프랜차이즈화
입증이 리레이팅의 핵심 조건

동사 주가는 자체 IP 신작 기대가 형성되는 국면에서 멀티플이 크게 확장된 이력이 있다. <P의 거짓> 본편 출시를 앞두고 기대가 높아진 구간에는 12개월 선행 PER이 16배까지 상승했다. 이는 차기작 기대가 형성될 경우 멀티플이 2026F 기준 PER 9.4배에서 밴드 상단인 약 15~16배까지 재확장될 수 있음을 시사한다.

국내 대표 PC·콘솔 게임사인 펄어비스도 유사한 사례다. 3년 연속 영업이익자로 이익 기반 평가가 어려웠음에도 자체 IP 신작 <붉은사막>의 예상 실적이 반영되기 시작하면서, 출시(2026년 3월)를 앞둔 구간에 12MF PER이 약 20배 초반까지 상승했다. 이는 신작 기대만으로도 멀티플이 크게 확장될 수 있음을 보여준다.

관건은 재평가 시점이다. 게임주는 개발 진척과 출시 일정이 구체화되는 과정에서 멀티플이 재평가되는 경향이 있다. 이에 따라 동사의 차기작 재평가는 2027년 전후로 예상되는 정보 공개(트레일러·게임쇼 출품·출시일 확정 등)를 계기로 본격화될 가능성이 있다.

시간축으로 보면 ▲단기(2026년)에는 대형 신작 공백으로 모멘텀이 약하고, ▲중기(2027년 전후)에는 차기작 공개와 마케팅 구체화가 1차 리레이팅 트리거로 작용할 수 있다. ▲장기(2028년 전후)에는 차기작 출시와 흥행을 통해 프랜차이즈화가 입증될 경우, '단일 흥행작에 의존하는 기업'에서 '글로벌 프랜차이즈 IP 보유사'로 평가 기준이 전환되며, 멀

티플도 글로벌 프랜차이즈 게임사에 수렴하는 방향으로 재평가될 가능성이 있다.

밸류에이션 하방: 순금융자산과 주주환원이 지지

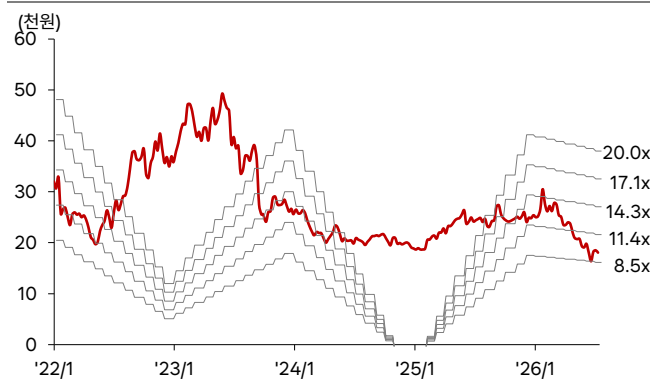
무차입 구조와 시가총액의 약
79%에 이르는 순현금성자산,
중장기 주주환원정책이
밸류에이션 하방을 지지

동사는 무차입 구조로, 2026년 1분기 말 현금성자산 1,535억 원을 보유하고 있다. 이는 시가총액 약 3,905억 원의 약 39%에 해당하며, 단기금융자산을 포함한 순현금성자산은 약 3,100억 원으로 시가총액의 약 79%에 달한다.

주주환원도 하방을 보강한다. 동사는 연결 영업이익의 20%(최소 100억 원)를 배당·자사주 소각으로 환원하는 정책을 도입했고, 풍부한 순현금과 잉여현금흐름이 이를 뒷받침한다.

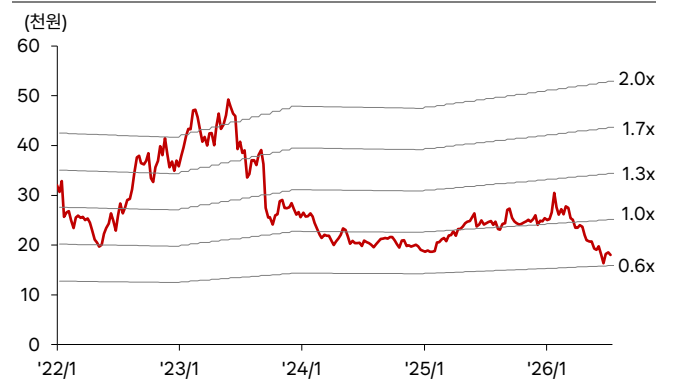
다만 순현금성자산과 주주환원은 기업가치 재평가를 이끄는 핵심 동력보다는, 신작 모멘텀이 부재한 구간에서 주가 하방을 지지하는 보조적 요인에 가깝다. 본격적인 리레이팅은 차기작 기대가 형성되는 시점에 나타날 것으로 판단된다.

네오위즈 PER 밴드 차트



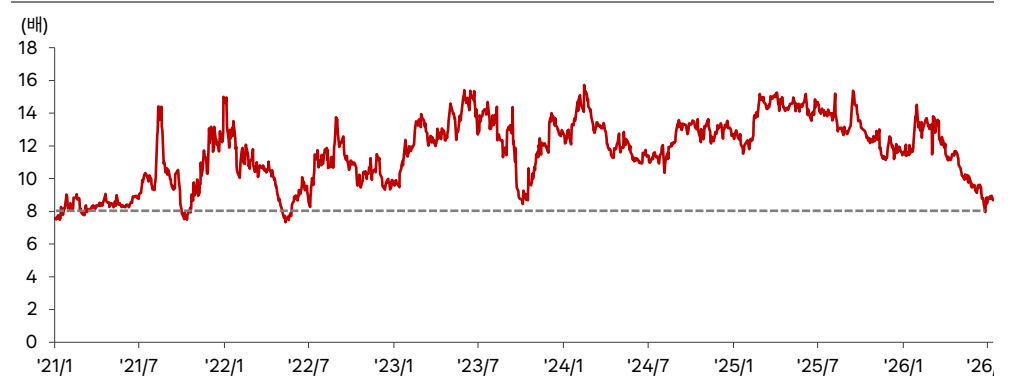
자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 PBR 밴드 차트



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

네오위즈 12MF PER 추이



자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터



리스크 요인

1 신작 공백과 모멘텀 부재

**〈P의 거짓〉 차기작 출시가
2028년 전후로 추정되는 만큼,
주가를 움직일 대형 신작 출시
모멘텀이 장기간 부재**

동사의 가장 큰 리스크는 2026년 대형 신작 공백이다. 실적과 밸류에이션을 좌우하는 콘솔·PC 자체 IP 대작이 부재해 2026년 영업이익은 전년(600억 원) 대비 감소할 전망이다(컨센서스 400억 원대). 이익 성장을 견인할 핵심 타이틀인 〈P의 거짓〉 차기작은 현재 핵심 재미를 검증하는 '버티컬 슬라이스' 단계로, 정보 공개는 2027년 전후, 실제 출시는 2028년 전후로 추정된다. 대작의 실적 기여까지 최소 2년 이상의 시차가 존재하는 셈이다.

핵심은 '한 해 이익이 줄어든다'는 점이 아니라, 주가를 움직일 신작 모멘텀이 장기간 부재하다는 데 있다. 게임주는 신작 이벤트가 주가의 주요 촉매로 작용하는 만큼, 대형 신작이 없는 구간에는 실적이 방어되더라도 재평가 계기를 확보하기 어렵다. 실제 현재 동사의 주가는 2026년 상반기 최근 5년 내 최저 수준까지 하락했는데(2026F PER 9.4배), 이는 차기작 가시성 부재에 따른 모멘텀 공백이 반영된 결과로 판단된다.

관건은 그 재평가가 언제 재개되느냐다. 게임주는 개발 진척과 출시 일정 등 정보가 단계적으로 확인되며 재평가되는 경향이 있다. 따라서 차기작의 재평가는 2027년 전후로 예상되는 정보 공개(트레일러·게임쇼 출품·출시일 확정 등)를 계기로 본격화될 수 있는데, 현재는 그 정보 공개가 늦어지면서 2027년 증권사 컨센서스(영업이익 추정치)도 하향 조정되고 있다. 특히 개발 규모가 큰 대작일수록 출시 일정 지연이 잦아 공백이 예상보다 길어질 수 있는 만큼, 차기작의 개발 진척과 정보 공개 시점이 주가 재평가의 재개 시점을 좌우할 핵심 변수로 판단된다.

포괄손익계산서

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
매출액	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
증가율(%)	12.8	24.1	0.3	18.0	-1.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,946	3,656	3,668	4,327	4,280
매출이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매관리비	2,750	3,340	3,339	3,727	3,870
판매비율(%)	93.3	91.4	91.0	86.1	90.4
EBITDA	384	504	502	759	542
EBITDA 이익률(%)	13.0	13.8	13.7	17.5	12.7
증가율(%)	15.2	31.2	-0.3	51.1	-28.6
영업이익	196	316	329	600	410
영업이익률(%)	6.6	8.6	9.0	13.9	9.6
증가율(%)	-8.0	61.5	4.2	82.2	-31.6
영업외손익	-20	124	-272	39	33
금융수익	422	136	211	236	230
금융비용	200	146	135	121	121
기타영업외손익	-241	134	-348	-76	-76
종속/관계기업관련손익	19	-2	-9	-5	95
세전계속사업이익	195	438	49	634	538
증가율(%)	-69.7	124.6	-88.9	1,205.9	-15.1
법인세비용	63	-27	118	183	151
계속사업이익	132	464	-70	451	387
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	464	-70	451	387
당기순이익률(%)	4.5	12.7	-1.9	10.4	9.1
증가율(%)	-76.7	251.6	적전	흑전	-14.0
지배주주지분 순이익	131	487	24	500	414

현금흐름표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
영업활동으로인한현금흐름	432	647	338	761	399
당기순이익	132	464	-70	451	387
유형자산 상각비	61	63	47	44	43
무형자산 상각비	127	125	126	115	89
외환손익	0	0	0	0	9
운전자본의감소(증가)	-162	-10	-257	-32	-5
기타	274	5	492	183	-124
투자활동으로인한현금흐름	-291	-102	-158	-1,165	128
투자자산의 감소(증가)	110	-161	5	5	103
유형자산의 감소	0	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-18	-12	-15	-9	-9
기타	-383	68	-148	-1,161	34
재무활동으로인한현금흐름	-321	-136	-347	-56	-120
차입금의 증가(감소)	0	-10	-194	0	-0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	-50	0	-60
기타	-321	-126	-103	-56	-60
기타현금흐름	-37	-28	37	6	-2
현금의증가(감소)	-217	382	-130	-454	404
기초현금	1,134	917	1,299	1,169	715
기말현금	917	1,299	1,169	715	1,179

재무상태표

(억원)	2022	2023	2024	2025	2026F
유동자산	2,535	2,976	3,140	3,810	4,251
현금성자산	917	1,299	1,169	715	1,179
단기투자자산	1,205	1,118	1,410	2,355	2,340
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	1	2	5	5
기타유동자산	413	559	560	735	727
비유동자산	3,065	3,738	3,060	2,983	2,858
유형자산	861	869	875	850	816
무형자산	792	1,494	996	787	698
투자자산	847	701	586	700	697
기타비유동자산	565	674	603	646	647
자산총계	5,601	6,714	6,200	6,793	7,108
유동부채	873	1,132	811	1,078	1,066
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	72	108	106	233	230
기타유동부채	801	1,024	705	845	836
비유동부채	140	306	200	157	156
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	140	306	200	157	156
부채총계	1,013	1,438	1,011	1,235	1,222
지배주주지분	4,491	4,894	4,873	5,312	5,667
자본금	110	110	110	110	110
자본잉여금	1,300	1,300	1,300	800	800
자본조정 등	-548	-612	-645	-689	-689
기타포괄이익누계액	-181	-186	-100	-119	-119
이익잉여금	3,810	4,282	4,208	5,210	5,565
자본총계	4,588	5,276	5,189	5,558	5,886

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025	2026F
P/E(배)	62.3	12.1	173.6	10.6	9.4
P/B(배)	1.8	1.2	0.8	1.0	0.7
P/S(배)	2.8	1.6	1.1	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	16.5	8.1	3.8	3.3	1.0
배당수익률(%)	0.0	0.9	0.0	1.2	1.7
EPS(원)	593	2,209	109	2,287	1,910
BPS(원)	20,381	22,213	22,296	24,302	26,191
SPS(원)	13,369	16,592	16,675	19,798	19,729
DPS(원)	0	245	0	303	303
수익성(%)					
ROE	2.9	10.4	0.5	9.8	7.5
ROA	2.3	7.5	-1.1	6.9	5.6
ROIC	10.4	13.1	-24.6	33.3	23.6
안정성(%)					
유동비율	290.3	262.9	387.4	353.4	398.6
부채비율	22.1	27.3	19.5	22.2	20.8
순차입금비율	-41.5	-41.3	-49.0	-54.7	-59.2
이자보상배율	11.5	17.2	63.0	1,228.8	891.4
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
매출채권회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재고자산회전율	10,872.0	4,730.8	2,567.9	1,251.0	814.5

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다.

※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
컴투스(078340)	X	X	X
네오위즈(095660)	X	X	X

발간 History

종목명	발간일	제목
컴투스	2025.06.11	실적 개선 기대
	2026.07.21	야구게임이 이끄는 회복, 신작에 달린 재평가
네오위즈	2026.07.21	26년 숨 고르기는 글로벌 게임사로 도약할 추진력을 얻기 위함

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/krsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.