

[2026년 연간전망]

게임

어려운 흐름 속 감지되는 구조적 변화

인터넷/게임. 남효지



게임 비중확대(유지)

어려운 흐름 속 감지되는 구조적 변화

25년 리뷰: 비용 관리로 실적 방어

2025년 게임 업종 주가는 좋지 않았다. 전년대비 신작 수가 부족해 실적 방어를 위해 비용 효율화에 초점을 맞췄다. 엔씨소프트는 24년 대규모 구조조정에 이어 2H25 추가적인 구조조정을 진행했고, 넷마블도 인력 효율화뿐만 아니라 자체 런처 활용을 통해 지급수수료를 절감했다. 더블유게임즈도 DTC 결제를 높여 플랫폼 수수료를 절감하고 있다.

글로벌 플랫폼 수수료 인하 압박 ↑
국내 게임사, 자체 결제 시스템 도입해
플랫폼 수수료 절감 기대

2026년에는 글로벌 플랫폼 규제 환경 변화에 따라 게임사들의 영업비용의 추가적인 효율화가 기대된다. 최근 글로벌 시장에서 애플, 구글과 같은 플랫폼 사업자의 독점적 지위 해체를 위해 플랫폼 수수료 인하와 외부 결제 시스템을 허용하는 움직임이 확산되고 있다. EU에서는 애플이 최저 5%까지 수수료율을 인하하는 방안을 발표했고, 구글은 외부 결제를 허용하고 초기 획득 수수료를 3%로 낮췄다. 미국에서도 구글-에픽게임즈 간의 소송이 최근 포괄적 합의로 마무리되며 안드로이드 인앱 결제 수수료율이 9~20%로 인하되었다. 그 외 AICOA, 오픈 앱 마켓 법 등 수수료 인하를 강제하는 법안들이 추진되고 있다.

넷마블, 엔씨소프트, 더블유게임즈가
자체 결제 시스템 도입에 적극적

이에 따라 최근 국내 주요 게임사들은 플랫폼 의존도를 낮추고 자체 결제 시스템을 적극적으로 도입하고 있다. 엔씨소프트는 자사 플랫폼 '퍼플'을 통해 자체 결제를 적용하겠다고 밝혔고, 이미 작년부터 자체 런처를 활용하고 있던 넷마블도 게임 커버리지를 넓히고 있어 향후 수수료 절감 효과는 더욱 커질 것으로 예상된다. 미국, 유럽 매출 비중이 높은 더블유게임즈는 플랫폼 규제 환경 변화에 대한 수혜 강도가 높다. 현재 17.6%인 DTC 비중을 중장기적으로 30%까지 확대할 계획이다.

내년 신작들은 장르/플랫폼이 다변화되고, 특히 콘솔/PC 작품이 연이어 출시된다. <붉은사막>, <일곱개의 대죄: Origin>, <서브노티카2>, <아키에이지 크로니클> 등 오랫동안 기다렸던 기대작들의 출시가 예정되어 있다. 내년에는 풍성해진 신작 출시와 함께 자체 결제 시스템 도입 효과가 맞물려 게임 업종의 양호한 실적 성장세를 전망한다.

인터넷/게임. 남효지

hjnams@sk.com / 3773-9288

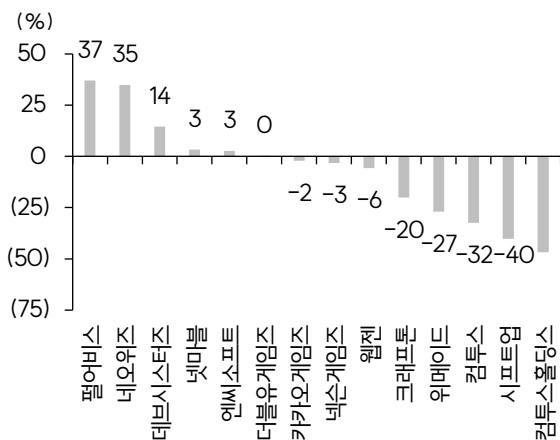
25년 리뷰: 여전히 터널 속

타이트한 비용 관리 중

올해도 게임 업종 전반의 주가 수익률은 좋지 않았다. 주요 종목 중 5 개(펄어비스, 네오위즈, 데브시스터즈, 엔씨소프트, 넷마블)을 제외하면 업종 내 전 종목이 연초대비 하락했다. 올해 상승한 종목들은 출시를 앞둔 신작들에 대한 흥행 기대감이 반영되었다. 펄어비스는 <붉은사막>에 대한 기대감이 주가 하방을 지지했다. 넷마블은 올해 매 분기 신작을 출시했고, 양대마켓 상위권에 등극하는 등 신작들의 높은 흥행률을 보였다. 카카오게임즈와 시프트업은 신작 부재와 모멘텀 소멸, 크래프톤은 PUBG 트래픽 하락 및 실적 피크아웃 우려로 주가가 하락했다.

전년대비 신작의 수가 부족했던 만큼, 게임사들은 타이트한 비용 통제 기조를 이어갔다. 엔씨소프트는 24년 대규모 인력 구조조정을 단행했는데, 이에 더해 올해 중봉 기능과 유희 인력을 정리하며 추가적인 구조조정을 진행했다. 올해도 일회성 퇴직금이 발생했으나 내년부터는 인건비 규모가 낮아져 신작 사이클과 맞물리며 높은 이익 성장이 기대된다. 넷마블도 인력 효율화뿐만 아니라 자체 런처 활용을 통해 지급수수료를 절감했다. 넷마블의 지급수수료 비중은 1Q24 38.8%→ 3Q24 32.3%로 하락했다. 더블유게임즈도 DTC 비중을 17.6%까지 높여 플랫폼 수수료를 절감하고 있다.

주요 게임사 연초대비 주가 수익률



자료: Quantwise, SK 증권

자체 런처 통해 결제 유도



자료: 넷마블, SK 증권

26년 전망: 다변화된 신작+지급수수료 효율화

글로벌 규제 환경 변화에 발맞춰 국내 게임사도 자체 결제 확대 중

최근 글로벌 시장에서 애플, 구글과 같은 플랫폼 사업자의 독점적 지위를 해체하기 위한 플랫폼 수수료 인하와 외부 결제 시스템을 허용하는 움직임이 확산되고 있다. EU 디지털 시장법(DMA)은 플랫폼에 대해 외부 결제 시스템 허용, 외부 앱 스토어 설치 허용 등을 의무화했다. DMA 시행에 따라 애플은 유럽 지역에 한해 새로운 수수료 체계를 도입, 기존 30%에서 최저 5%까지 수수료율을 인하하는 방안을 발표했고, 구글은 외부 결제 경로를 허용하는 프로그램을 도입하고 초기 획득 수수료를 10%에서 3%로 낮추는 새로운 수수료 구조를 제시했다.

미국에서는 에픽게임즈와 구글 간의 소송 판결 및 반독점 법안 추진을 통해 플랫폼 수수료에 대한 압박이 강해지고 있다. 5년 간 지속된 구글과 에픽게임즈 간의 소송이 포괄적 합의로 마무리되었는데, 주요 합의 내용은 안드로이드 인앱 결제 수수료율을 기존 15~30%에서 9~20%로 인하하고 외부 결제 시스템도 허용하는 것이다. 애플과의 소송에서는 법원이 애플에게 외부 결제 링크를 막지 말라고 명령했고, 그 외 미국 혁신 및 선택 온라인법(AICOA), 오픈 앱마켓법(Open App Markets Act) 등 플랫폼 경쟁을 촉진하고 수수료를 낮추도록 강제하는 법안들이 추진되고 있다.

미국, 유럽 플랫폼 규제 환경 변화 - 주요 사건 타임라인

시기	지역	주체	사건	내용
2020년 8월	미국	에픽게임즈	모바일 에픽 다이렉트 발표	앱 내 자체 결제 시스템 도입 시도
2020년 8월	미국	애플, 구글	스토어 내 포트나이트 삭제	애플/구글의 정책 위반으로 인한 삭제 조치
2020년 8월	미국	에픽게임즈	반독점 소송 제기	애플/구글의 인앱 결제 강제에 대한 소송
2021년 6월	미국	하원	반독점 패키지 법안 발의	온라인 시장 선택과 혁신 법률 등 빅테크 5개 법안 발의
2021년 9월	미국	애플	1심 판결, 외부 결제 허용 판결	
2022년 3월	EU	EU 집행위원회	DMA 공식 발표	디지털 시장법 시행, 게이트키퍼 지정 및 의무 부과
2023년 4월	미국	애플	2심 판결	1심 판결 일부 유지, 외부 결제 허용
2023년 12월	미국	구글	1심 배심원 판결, 구글 패소	외부 결제 허용
2024년 1월	미국	애플	대법원 상고 기각	외부 결제 허용 판결 확정
2024년 3월	EU	구글, 애플	DMA 법안 시행	제 3자 결제 수수료 부과 등 정책 변화 발표 및 시행
2025년 5월	미국	애플	악의적 준수 판정으로 명령 강제 집행	제 3자 결제 수수료 (27%) 금지 외부 결제 전면 허용
2025년 6월	EU	애플	수수료 정책 변경	DMA 대응으로 인앱 결제 수수료 인하 (10% ~ 17%)
2025년 7월	미국	구글	2심 판결	
2025년 8월	EU	구글	수수료 정책 변경	외부 결제 수수료 인하 (10% -> 3%)
2025년 10월	미국	구글	대법원 상고 기각	외부 결제 전면 허용 전 세계 외부 앱스토어 설치 허용 인앱 결제 수수료 인하 (9% ~ 20%)
2025년 11월	미국	구글	연방법원에 공동 합의안 제출 합의안 승인 보류 및 증거 청문회 명령	

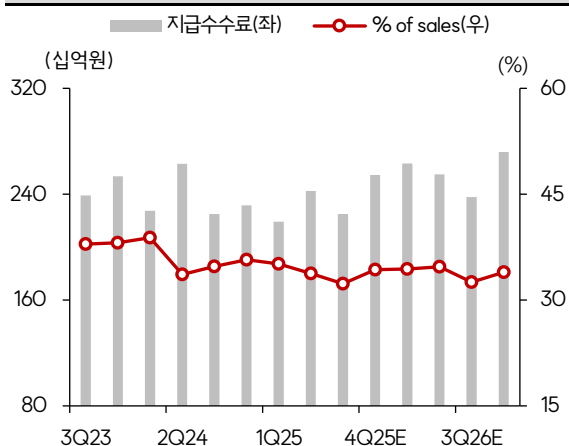
자료: 언론 보도, SK 증권

이러한 글로벌 규제 환경 변화로 인해 최근 국내 주요 게임사들은 플랫폼에 의존하지 않는 자체 결제 시스템을 적극적으로 도입하고 있다.

엔씨소프트는 3Q25 실적 컨퍼런스 콜에서 자사 모바일 게임에 자체 결제 시스템을 도입해 변동비를 절감하겠다고 밝혔다. 리니지 M, 2M, W에 적용하고, 신작인 <아이온 2>도 출시 시점부터 자체 결제를 기본적으로 제공한다. 엔씨의 PC 플랫폼인 '퍼플'을 통해 자체 결제를 적용할 경우 앱스토어 수수료 30% 대신 PG사 수수료 3% 수준으로 비용이 크게 줄어 큰 폭의 영업비용을 절감할 수 있다. 2026E 모바일 리니지 3 형제 합산 매출은 6,884 억원으로 추정, 이 중 30%가 자체 시스템을 통해 결제된다면 연간 558 억원의 수수료 절감 효과가 나타난다.

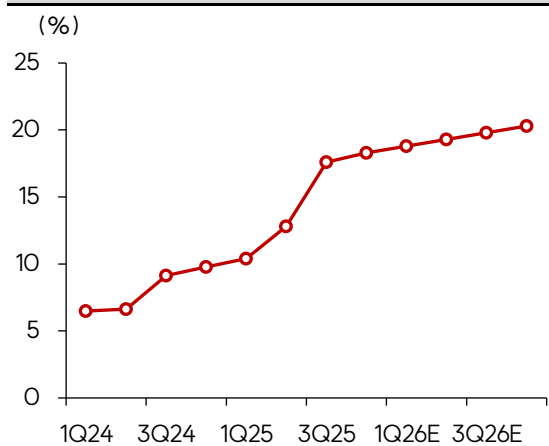
넷마블은 2Q24부터 적극적으로 자체 결제 시스템을 활용하고 있다. <나 혼자만 레벨업: ARISE>의 론칭 시점부터 자체 런처를 적극 프로모션했고, 그 결과 2Q24 지급수수료의 매출대비 비중은 33.6%(-5.2%p QoQ)로 하락했다. 이후 순차적으로 자체 런처 커버리지를 넓혀갔고, 올해 출시한 신작들에는 대부분 자체 런처 결제를 지원했다. 게임별 자체 런처 결제 비중은 차이가 있으나 30~60% 레인지로 파악되며 향후 신작에도 모두 도입 시 수수료 절감 효과는 더욱 커질 것으로 예상된다. 더블유게임즈는 매출의 대부분이 미국, 최근 유럽 비중도 확대되고 있다. 글로벌 플랫폼 규제 환경 변화가 잘 반영될 수밖에 없는 구조를 가지고 있다. 이에 따라 더블유게임즈도 작년부터 DTC 결제를 늘렸고, 그 비중은 작년 말 9.8% → 3Q25 17.6%, 중장기적으로 30%까지 확대할 계획이다.

넷마블 지급수수료 절감



자료: 넷마블, SK 증권

더블유게임즈 DTC 비중 전망



자료: 더블유게임즈, SK 증권

올해는 출시된 신작 수가 많지 않았으나 내년에는 신작이 풍성해진다. 장르/플랫폼도 다양해지는데, 특히 콘솔/PC 기대작들이 연이어 출시된다. 오랫동안 기다렸던 펠어비스의 <붉은사막>이 출시일을 3/20 로 확정해 내년 초부터는 본격 마케팅이 시작된다. 넷마블의 <일곱개의 대죄: Origin>, <몬걸: STARDIVE>도 크로스 플랫폼을 지원하는 기대작이다. 카카오게임즈도 오랜만에 기대작 2 종(<아키에이지 크로니클>, <크로노 오디세이>)의 출시를 준비하고 있다. MMORPG 작품이 대부분이었던 엔씨소프트도 내년에는 서브컬처, 슈팅 신작을 통해 장르를 다변화한다. 유명 IP 를 활용한 게임들도 출시된다. 작년 초 흥행했던 팍월드 PC 버전을 모바일로 이식한 크래프톤의 <팍월드 모바일>, 일본 유명 웹소설이 원작인 넷마블의 <상그릴라 프론티어: 일곱 최강종> 등이 있다.

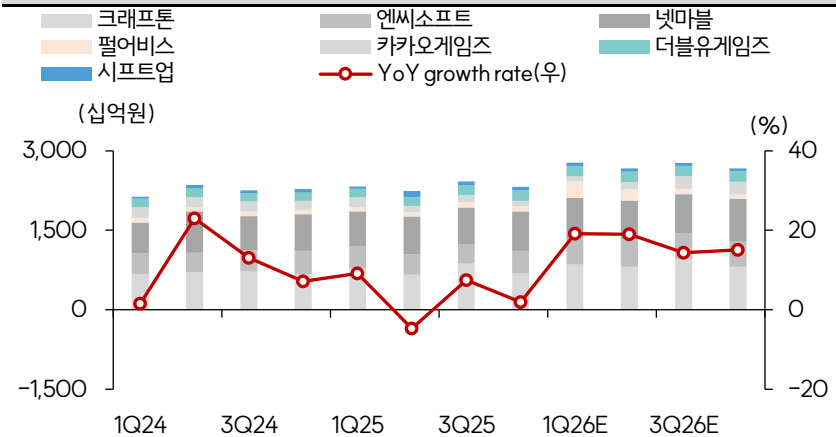
2026년 주요 게임사 신작 라인업				
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
크래프톤		inZOI(PS5)		
		서브노티카2		
		팍월드 모바일		
엔씨소프트			PUBG spinoff	
			아이온2(글로벌)	
		Limit Zero Breakers		
			Time Takers	
넷마블	스핀오프 1			신더시티
	일곱개의 대죄: Origin		스핀오프 2종	
		몬걸: STARDIVE		
		SOL: enchant		
		나 혼자만 레벨업: KARMA		
카카오게임즈			프로젝트 옥토퍼스	
			이블베인	
				상그릴라 프론티어: 일곱 최강종
		프로젝트 Q		
			프로젝트 OQ	
펠어비스			갓 세이버 버밍엄	
			아키에이지 크로니클	
				프로젝트 C
	붉은사막			크로노 오디세이

자료: SK 증권

주: 신작 출시 일정은 SK 증권 추정. 출시일 확정된 신작은 <붉은사막> (3/20)

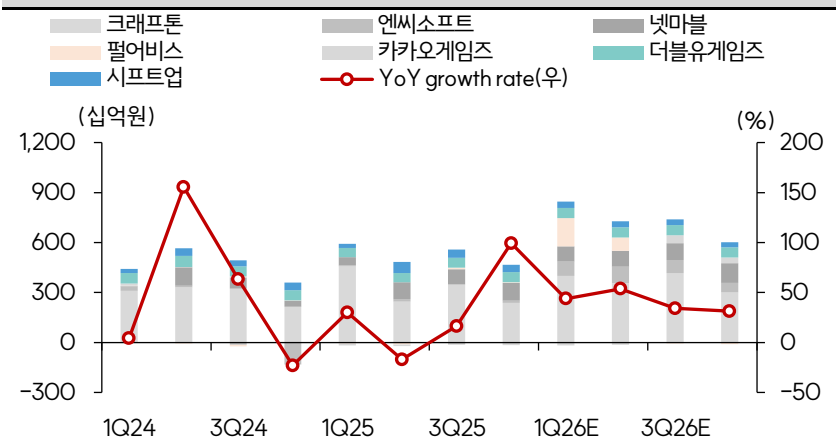
내년에는 장르와 플랫폼이 다변화된 신작들의 출시와 함께 자체 결제 시스템 도입 효과가 맞물려 양호한 실적 성장세가 이어질 것이다.

주요 게임사 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, SK 증권

주요 게임사 영업이익 추이 및 전망



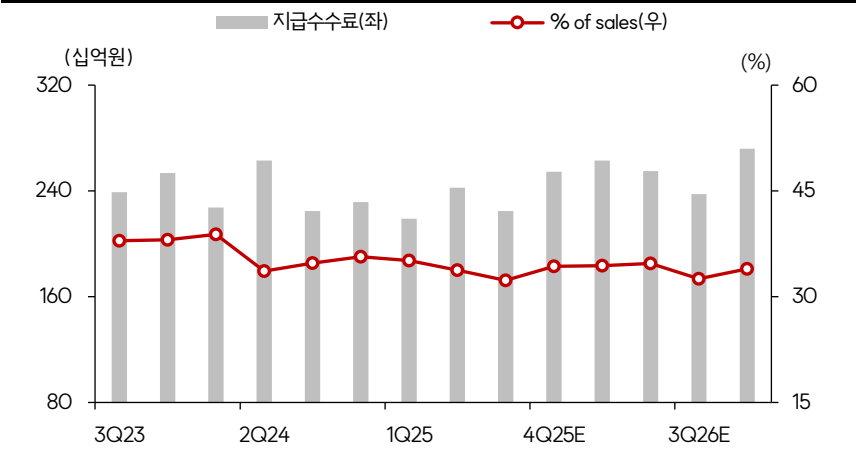
자료: 각 사, SK 증권

Top Pick: 넷마블

지금까지 잘해왔고, 내년엔 더 잘할 것

- ▶ 기대작 일정 연기로 4분기 실적에 대한 우려 존재하나, 기존작 지역 확장+ 양호한 글로벌 성과+지급수수료 절감되며 QoQ 증익(1,063억원, +16.9%) 전망
- ▶ 당장 1Q26 부터 기대작 2 종이 출시되기 때문에 게임사 중 가장 좋은 출발을 보일 수 있을 것
- ▶ 게임사들 중 가장 확실한 지급수수료 절감 효과 기대. 올해 신작 흥행도 고려하면 내년 출시될 신작들에 대한 흥행 기대감도 출시 앞두고 높아질 것. 낮아진 주가 수준은 매수 기회

넷마블 지급수수료 효율화 지속



자료: 넷마블, SK 증권

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	2,779	3,032	3,062
영업이익	십억원	348	406	426
순이익(지배주주)	십억원	302	299	339
EPS	원	3,514	3,476	3,945
PER	배	14.9	15.0	13.3
PBR	배	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	11.9	10.5	9.5
ROE	%	5.5	5.4	5.8
배당성향	%	30	30	30

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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