2025년 9월 30일 | Indepth

게임

도쿄게임쇼 2025: 한·중·일 게임사와 서브컬처 점검

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 9월 29일

넷마블 (251270)
BUY | TP 73,000원(상향) | CP 63,000원

엔씨소프트 (036570)
BUY | TP 260,000원 | CP 221,500원

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

역대급 규모로 개최. 국내 게임사들의 진출 확대

도쿄게임쇼 2025 9/25~9/28까지 1,138개 업체, 4,159개 부스가 참가하며 역대 최대 규모로 진행되었다. 게임스컴에서 4관왕을 차지한 캡콤의 [레지던트 이블(바이오하자드) 레퀴엠]을 포함하여 글로벌 게임사들의 신작이 다수 출전했다. 올해는 국내 게임사들의 진출도 확대됐다. 넷마블은 [일곱 개의 대죄: Origin], [몬길: STARDIVE]를, 펄어비스는 [붉은사막]을 선보였다. 컴투스는 [도원암귀 크림슨 인페르노]를 최초 공개했다. 엔씨소프트/빅게임스튜디오는 [리밋 제로 브레이커스]를 2023, 2024년에 이어 단독부스로 출전했다. 스마일게이트는 [카오스 제로 나이트메어], [미래시: 보이지 않는 세계]를 공개했다. 이외에도 국내 인디게임사로 구성된 한국 공동관에 15개 국내 기업이 참가했다. 글로벌 진출의 중요성이 커진만큼 내년에는 국내 게임사들의 더욱 많은 참가가 이뤄질 것으로 전망한다.

방어하는 일본, 공격하는 중국, 그 사이 한국

도쿄게임쇼 2025는 특히 중국, 한국 게임사의 침투가 눈에 띄었다. 국가별로 뚜렷한 전략이 확인된다. 일본 게임사들은 여전히 패키지 게임을 고수하며 기존 레거시 IP들의 확장에 집중하고 있다. 캡콤, 스퀘어에닉스, 세가/아틀러스, 코나미 등 굵직한 게임사들이 모두 참가했으나 뚜렷한 오리지널 신작은 없었다. 확실한 팬덤을 기반으로 지난 몇십년 유지한 IP의 외전 혹은 리메이크를 매년 출시 중이다. 중국 게임사들은 PC/모바일 크로스 플랫폼 신작을 공격적으로 개발하여 선보인다. 특히 서브컬처 장르에 강점을 보이며 텐센트, 넷이즈뿐만 아니라 중소형 게임사들도 글로벌 진출에 적극적이다. 인폴드게임즈를 대표로 여성향 게임 역시 선도하고 있다. 한국 게임사들은 중간 지점이며 후발주자다. 국내는 넷마블과 컴투스는 외부 IP, 기존 오리지널 IP의 재해석한 신작을 선보였으며 이외는 신작을 통해 글로벌 시장에 침투할 계획이다.

서브컬처: 이제는 분명한 레드오션, 달라야만 성공

서브컬처 시장은 분명히 성장하고 있다. 다만 성장 속도에 비해 신작 출시 속도가 더욱 빨라 경쟁은 극도로 심화되었고 레드오션으로 불리는 중이다. [원신], [붕괴: 스타레일]은 여전히 시장을 장악하고 있으며 [페이트: 그랜드 오더], [명일방주] 등 출시 5년이 넘은 게임들도 존재감을 보이고 있다. 레드오션을 뚫고 유저들의 채택을 받을 수 있는 방법은 뚜렷한 차별화 밖에 없다. 2026년까지 출시가 예정되어있는 고품질 오픈월드 게임들이 너무나 많다. 공개된 주요 게임들만 해도 [무한대: 아난타], [이환], [듀엣 나이트 어비스], [아주르 프로밀리아], [명일방주: 엔드필드], [실버 팰리스], [일곱 개의 대죄: 오리진] 등이 있으며 개발 중인 게임들은 더욱 많을 것으로 예상한다. 신작들은 앞선 작품들과 차별화를 위해 1) 어반 판타지 채택, 2) 기믹 추가, 3) BM 변경으로 대응하고 있다. 경쟁작들과 뭔가가 달라야만 장기간 성과를 기대할 수 있다.

목차

1. 도교게임쇼 2025 요약 4
1) 도쿄게임쇼 2025 리뷰 4
2) TAM 늘리기. PS4, NSW2 동시 출시 5
3) 서브컬처, 생존을 위한 방법 6

2. 글로벌 게임사 9
1) 중국: 서브컬처 신작 맹공세 9
2) 일본: IP 확장에 집중 13

3. 한국 게임사 16
1) 넷마블 16
2) 엔씨소프트 17
3) 펄어비스 18
4) 스마일게이트 21
5) 컴투스/ 6) 스튜디오비사이드 22

기업분석 24
넷마블 (251270) 24
엔씨소프트 (036570) 27

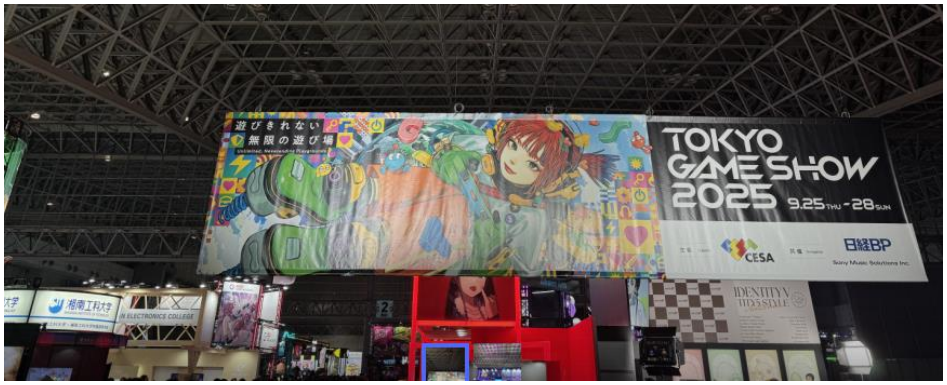
도표 1. 도쿄게임쇼 주변

자료: 하나증권

도표 2. 도쿄게임쇼 주변 – 무한대: 아난타

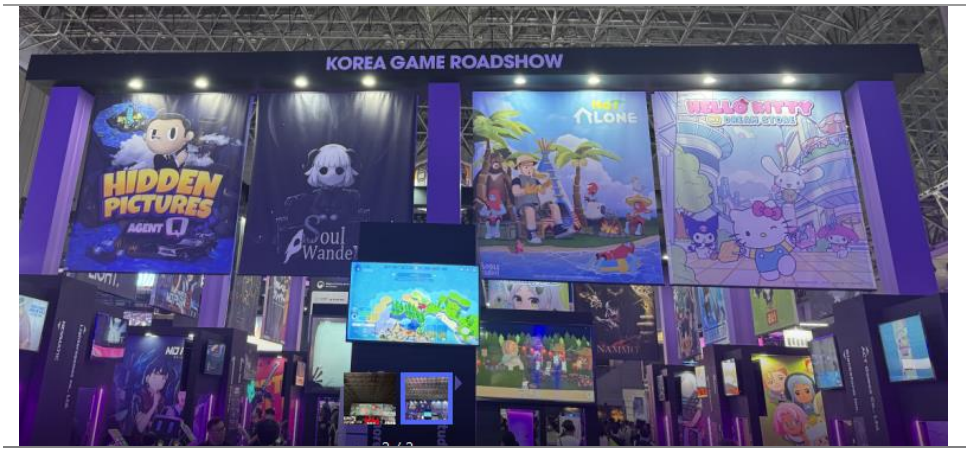
자료: 하나증권

도표 3. 도쿄게임쇼 2025 입구



자료: 하나증권

도표 4. 도쿄게임쇼 2025 한국관



자료: 하나증권

1. 도쿄게임쇼 2025 요약

1) 도쿄게임쇼 2025 리뷰

(1) 일본 = IP 확장, 중국 = 새로운 도전, 한국 = 일본과 중국 사이

일본, 중국, 한국의 각기 다른 전략

도쿄게임쇼 2025는 중국, 한국 게임사의 침투가 눈에 띄었다. 매년 국가별로 뚜렷한 전략이 확인된다. 일본 게임사들은 여전히 패키지 게임을 고수하며 기존 레거시 IP들의 확장에 집중하고 있다. 캡콤, 스퀘어에닉스, 세가/아틀러스, 코나미 등 굵직한 게임사들이 모두 참가했으나 오리지널 신작은 없었다. 확실한 팬덤을 바탕으로 지난 몇십년 유지한 IP의 외전 혹은 리메이크를 매년 출시 중이다. 중국 게임사들은 PC/모바일 크로스 플랫폼 신작을 공격적으로 개발하여 선보인다. 특히 서브컬처 장르에 강점을 보이며 텐센트, 넷이즈뿐만 아니라 중소형 게임사들도 글로벌 진출에 적극적이다. 인폴드게임즈를 대표로 여성향 게임 역시 선도하고 있다. 한국 게임사들은 중간 지점이며 후발주자다. 올해 넷마블을 필두로 스마일게이트, 펄어비스, 엔씨소프트, 컴투스, 스튜디오비사이드 등이 출전했다. 넷마블과 컴투스는 외부 IP, 기존 오리지널 IP의 재해석한 신작을 선보였으며 이외는 신작을 통해 글로벌 시장에 침투할 계획이다.

도표 5. 국내 게임사 주요 출품작

기업명	출품작	비고
넥슨	퍼스트 디센던트	
넷마블	일곱 개의 대죄: Origin	2026년 1월 28일 출시 예정
	몬길: STAR DIVE	4Q25 출시 예정
펄어비스	붉은사막	2026년 3월 19일 출시 예정
엔씨소프트/빅게임스튜디오	리밋 제로 브레이커스	1Q26 출시 예정
컴투스	도원암귀 크림슨 인페르노	미정
조이시티	바이오하자드 서바이벌 유닛	4Q25 출시 예정
스마일게이트	카오스 제로 나이트메어	2025년 10월 22일 출시 예정
	미래시: 보이지 않는 미래	2026 출시 예정
스튜디오비사이드	스타세이비어	2025년 11월 20일 출시 예정
드림에이지/본파이어 스튜디오	알케론	2026 출시 예정

자료: 하나증권

2) TAM 늘리기. PS4, NSW2 동시 출시

타겟 시장 늘리기 전략

2025년, PS5이 출시된 지 5년이 되어 누적 판매 8,700만을 돌파한 현시점에서도 PS4를 지원하는 신작들이 출시되고 있다. 세가는 2026년 2월 예정인 [용과 같이 극3]/[용과 같이 3 외전 다크 타이즈]를 PS4/5로 출시한다. 캡콤 역시 [레지던트 이블(바이오하자드) 레퀴엠]의 PS4 버전 출시를 고려하고 있는 것으로 알려졌다. 이유는 명확하다. PS5의 보급 속도가 느린 것은 아니지만 PS4까지 지원하는 것이 타겟 시장을 늘릴 수 있기 때문이다. PS4의 누적 판매량은 1억 2천만대 이상으로 추정된다. 게임 시장은 팬데믹 압축 성장 이후 기저를 소화하는 과정에 있고, 매년 신작 출시는 점점 더 많아지고 있다. 최대한 많은 유저를 타겟할 수 있는 방법이 있다면 마다할 이유는 없다.

NSW2 서드파티 증가

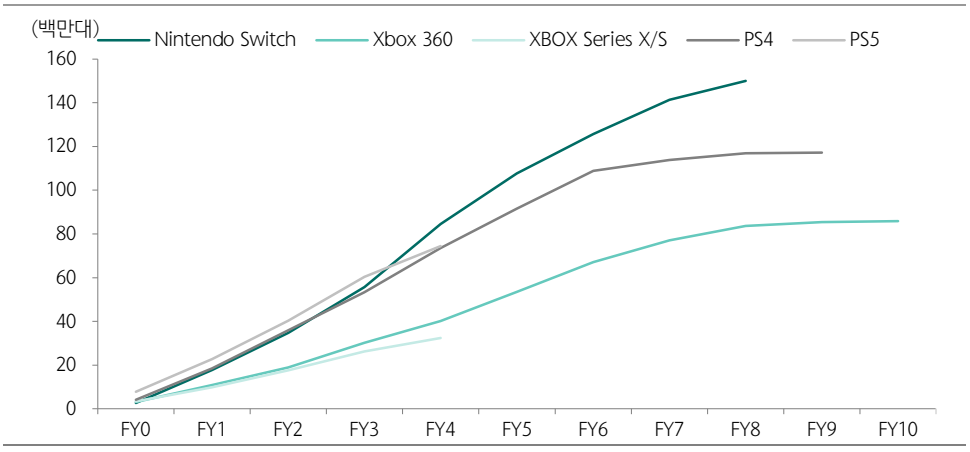
6월 NSW2의 출시로 옵션이 추가됐다. 기존 NSW로도 대부분 출시를 하고 있었지만 2017년 출시된 기기에 성능에 너무나 큰 제약이 있었다. NSW2는 일부 성능 타협을 한다면 AAA급 게임까지 가동이 가능하기에 사실상 모든 게임을 포팅 할 수 있다. 닌텐도 역시 NSW2 다이렉트 등에서 서드파티 게임의 포팅을 장려하고 있다. PS/Xbox와 NSW2의 사용자 층이 다르긴 하나 판매량이 압도적이기 때문에 필수로 노려야 하는 시장이다.

그래픽 발전의 효용 한계 도달

이러한 선택이 가능한 이유는 그래픽 발전의 효용이 어느 정도 한계에 도달했기 때문이다. 과거 1990년대, 2000년대, 2010년대의 게임들을 비교해보면 기술적인 격차가 눈에 띄게 나타난다. 다만 2010년대 후반, 2020년대 게임을 비교하는 경우는 다르다. 최고급 PC 사양에서의 비교가 아니라면, 과거에 비해 유저가 느끼는 기술적 효용은 감소했다.

그렇기에 세가, 캡콤은 높은 그래픽의 PS5 버전만을 고집하지 않고, 소폭 다운그레이드를 감안하더라도 PS4와 NSW2에 포팅을 진행한다. 캡콤의 COO 츠지모토는 PS5의 높은 가격이 [몬스터헌터 와일즈]의 판매량에 영향을 주었다고 이미 말한 바 있다. 이러한 현상은 2026년 신작을 출시하는 타 게임사들에게도 확산될 가능성이 높으며 유효한 전략이라고 판단한다.

도표 6. 콘솔 플랫폼 출하량 비교



자료: 하나증권

3) 서브컬처, 생존을 위한 방법

서브컬처, 레드오션

서브컬처 시장은 분명히 성장하고 있다. 다만 성장 속도에 비해 신작 출시 속도가 더욱 빨라 경쟁은 극도로 심화되어 레드오션으로까지 불리는 중이다. [원신], [붕괴: 스타레일]은 여전히 시장을 장악하고 있으며 [페이트: 그랜드 오더], [명일방주] 등 출시 5년이 넘은 게임들도 존재감을 보이고 있다. 이러한 상황에서 오픈월드를 포함한 서브컬처 대규모 신작들이 다수 쏟아지고 있으며 이번 도쿄게임쇼에서도 메인을 차지했다. 레드오션을 뚫고 유저들의 채택을 받을 수 있는 방법은 정말 어렵지만 차별화 밖에 없다.

오픈월드의 홍수

특히 사용자의 시간을 많이 차지하는 '메인'게임의 경우 경쟁 강도는 더욱 높다. 2026년까지 출시가 예정되어 있는 고품질 오픈월드 게임들이 너무나 많다. 공개된 주요 게임들만 해도 [무한대: 아난타], [이환], [듀엣 나이트 어비스], [아주르 프로밀리아], [명일방주: 엔드필드], [실버 팰리스], [일곱 개의 대죄: 오리진] 등이 있으며 개발 중인 게임들은 더욱 많을 것으로 예상한다. 와중에 2020년 출시하여 시장을 이끈 [원신]은 여전히 건재하며 2024년 출시한 [명조]도 팬덤을 확장해가고 있다. 신작들은 앞선 작품들과 차별화를 위해 1) 어반 판타지 채택, 2) 기믹 추가, 3) BM 개선으로 대응하고 있다. 분명한 건 달라야만 성공할 수 있다.

도표 7. 명일방주: 엔드필드 인게임

자료: 하나증권

도표 8. 실버 팰리스 인게임

자료: 하나증권

도표 9. 무한대: 아난타 인게임

자료: 하나증권

도표 10. 이환 인게임

자료: 하나증권

원신 UGC 출시

호요버스는 도쿄게임쇼에는 불참했으나 서브컬처 시장을 선도하고 있기에 담론에서 제외할 수 없다. 호요버스는 [원신]의 UGC 모드를 연내 출시할 예정이다. 출시 5년이 되어가지면 여전히 사랑받고 있는 [원신]에 UGC 모드를 도입하여 한 번 더 유저들을 확보하겠다는 목표다. UGC 모드라는 선택은 다수의 트래픽을 확보하고 있기에 가능한 선택이다.

새로운 바람이 될 가능성

이번 [원신]의 새로운 시도가 성공할 경우 서브컬처 오픈월드 게임에는 새로운 바람이 불 수 밖에 없다. 오픈월드 게임의 특징은 결국 유저가 오랜 시간 체류하는 '메인'게임이라는 점이다. [원신]이 UGC 모드를 바탕으로 유저들의 시간을 뺐어간다면 이후 게임들은 UGC 모드의 도입, 혹은 그 이상의 콘텐츠 볼륨으로 방어해야한다. 대응할 수 없다면 '서브'게임으로 포지셔닝을 전환하는 것도 방법이다.

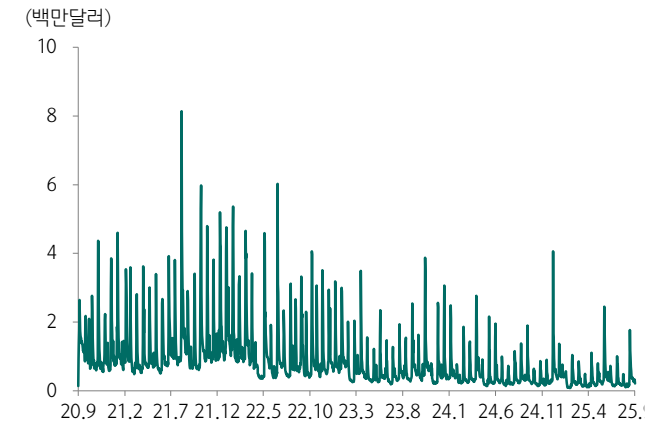
서브컬처 내 장르 확대

호요버스는 [붕괴: 넥서스 아니마]로 오토체스 장르까지 저변을 확대하고 있다. 오픈월드의 [원신], 턴제의 [붕괴: 스타레일], 반픈월드의 [젠레스 존 제로]에 이어 추가 장르를 개발하는 모습이다. 이들의 성공에 일부 호요버스의 게임들과 유사한 시스템에 낮은 BM을 표방한 게임들이 양산되었으나 자리 잡지 못했다. 낮은 콘텐츠와 퀄리티를 가지고 라이트한 BM을 강점만을 내세워서는 성공 가능성이 높지 않다. 서브컬처 게임이 ARPPU가 높은 편에 속한다고 하나 리니지라이크 게임처럼 초고과금의 영역은 아니기에 결국 유저 수 확보, 리텐션이 중요하다. 소수의 매니아만으로 장기 성과를 도모하기는 어렵다.

차별화를 위한 노력. 가챠 BM 삭제도 등장

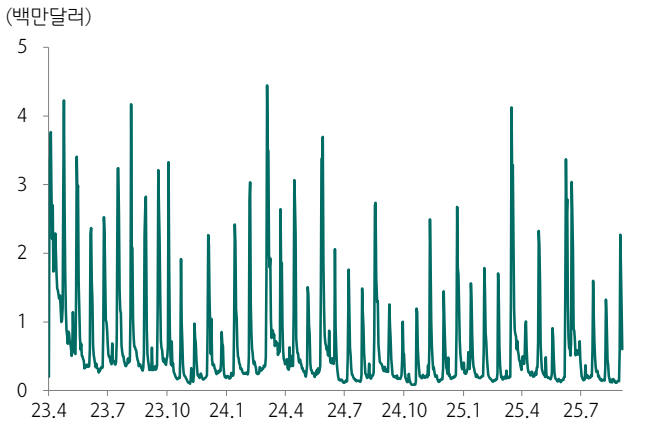
현재 기대작들은 호요버스의 이러한 시장 장악에 대응하기 위해 각자 나름의 변주를 주고 있다. 최근 어반, 다크 판타지 서브컬처 게임들이 다수 출시되는 이유다. 그 외에는 BM 설계가 눈에 띈다. 판 스튜디오의 [듀엣 나이트 어비스], 넷이즈의 [무한대: 아난타]는 BM에서 가챠 시스템을 제외하는 파격적인 선택을 단행했다. 두 게임의 개발진 모두 공통적으로 P2W을 지양하고 치장, 스킨 등으로 수익을 창출하겠다고 밝혔다. 콘텐츠와 게임성만으로 유저들을 게임 내에 장기 체류시킬 수 있다는 자신감이다. [원신]과 같은 BM, 진입장벽으로는 초기 유저 확보가 제한될 우려가 있고, 서브컬처 인기가 상대적으로 가챠에 우호적이지 않은 북미, 유럽까지 확산되고 있음도 고려한 선택으로 보인다. 해당 게임들이 출시하여 성과를 낸다면, 그만큼 많은 유저와 그들의 시간을 확보했다는 의미가 된다. 오픈월드 게임들의 경쟁은 더욱 심화될 것으로 보이며, [원신]이 출시 초기 보였던 폭발적인 매출은 기대하기 어려워질 전망이다.

도표 11. 원신 일매출 추이



주: 모바일만 집계
자료: Sensortower, 하나증권

도표 12. 붕괴: 스타레일 일매출 추이



주: 모바일만 집계
자료: Sensortower, 하나증권

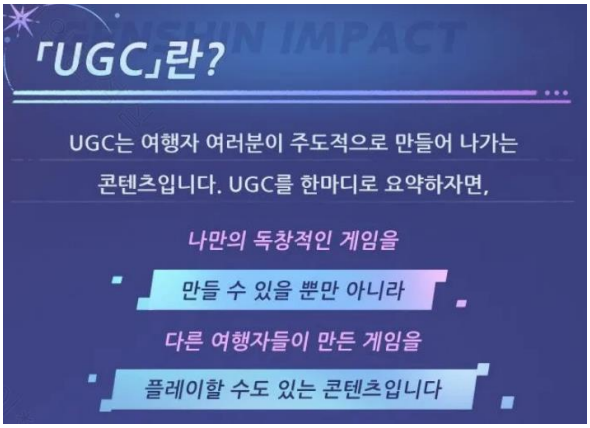
도표 13. 붕괴: 넥서스 아니마 (1)

자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 14. 붕괴: 넥서스 아니마 (2)

자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 15. 원신 개발자노트 UGC 설명



자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 16. 원신 에디터 예시

자료: Hoyoverse, 하나증권

2. 글로벌 게임사

1) 중국: 서브컬처 신작 맹공세

(1) 넷이즈 – 네이키드 레인

가장 인기가 많은 부스

넷이즈 산하의 네이키드 레인은 이번 행사에서 최초로 [무한대: 아난타]의 체험 빌드를 공개했다. 서브컬처 어반 판타지 오픈월드 [무한대: 아난타]는 서브컬처 GTA라는 별명이 붙을 정도로 높은 자유도를 자랑한다. 게이머들 사이에서 높은 관심을 끌고 있으며 행사에서 인기를 확인했다. 아직까지 출시 일정은 특정되지 않았으나 사전 예약 진행 중으로 한국을 포함하여 글로벌 동시 출시 예정이다.

넷이즈의 자본력

[무한대: 아난타]의 강점 중 하나는 자본력이다. 게임 개발에 전문적으로 집중하는 인력은 약 700여명으로 알려졌으며 기타 직무까지 포함 시 인력 규모는 더욱 클 것으로 예상한다. 오픈월드 게임의 특징상 넓은 맵에 콘텐츠를 빼곡히 채워 넣는 것이 중요하기에 인력 역시 경쟁력으로 작용할 수 있다.

게임 내 차별성

타 오픈월드 게임과의 차별점은 플레이어블 캐릭터 교체 시 유저 시점에서 캐릭터가 바뀌는 것이 아니라 각 캐릭터의 위치로 플레이어의 시점이 변한다는 점이다. 프로듀서에 따르면 [무한대: 아난타]는 여러 캐릭터들이 도시에서 생활하는 게임으로 [GTA5]와 유사한 방식을 채택하여 여러 서사에 대한 몰입감을 극대화하고자 했다.

가챠 BM 배제

도쿄게임쇼 직전, 네이키드 레인은 향후 BM에 가챠가 없음을 공식화했다. P2W을 지양하기에 캐릭터 획득은 모두 무료로 진행하며 캐릭터 치장 등 BM으로 수익화를 하겠다는 전략이다. 서브컬처 오픈월드 시장을 선도하고 있는 호요버스의 [원신]과 차별된 전략을 통해 유저를 확보하려는 의도로 해석한다.

도표 17. 네이키드 레인- 무한대 부스

자료: 하나증권

도표 18. 네이키드 레인 – 무한대 인게임

자료: 하나증권

(2) 호타 스튜디오

이제는 선점이 중요해진 이환

호타스튜디오는 서브컬처 어반 판타지 오픈월드 [이환]을 작년에 이어 두 번째로 도쿄게임쇼에서 선보였다. 작년의 열기는 이어졌으나 [무한대: 아난타]의 부스로 시선이 일부 분산되었음은 아쉬운 부분이다. 작년 최초 시연이후 CBT를 진행, 컨셉 대비 콘텐츠가 부족하다는 피드백이 다수 있어 개선 과정에 있다. 현재 사전예약 진행하고 있기에 빠르면 연내, 혹은 2026년 초 출시를 기대한다. 작년 최초 시연 시점에는 맵이 변하는 이펙트가 탁월한 수준이었고 도시형 오픈월드라는 점이 기존 게임들과 완벽히 차별화되는 요소였으나 현재는 비슷한 게임들이 많이 모습을 드러냈다. 해당 시장을 선점하는 것이 중요하다.

(3) 판 스튜디오

가챠 BM 삭제라는 승부수

판 스튜디오는 [듀엣 나이트 어비스]로 출전했다. 10월 28일 PC/모바일 출시 예정인 서브컬처 오픈월드 RPG다. 두 명의 주인공으로 듀얼 스토리가 전개하며 CBT 기준 스토리 몰입감에서 강점을 보였다. 8월 게임스컴에서 BM 부분에 가챠 시스템을 제외하겠다고 밝혀 큰 화제가 되었다. CBT, 유저 피드백을 검토한 결과 스킨, 치장을 주요 BM으로 채택하고 무기와 캐릭터는 인게임 재화만으로 획득할 수 있게 할 예정이다.

또한 일일 행동력의 제한도 없애 유저가 시간을 많이 들이면 성장을 앞서 나갈 수 있는, 일종의 루트 슈터 장르 성격을 탑재했다. [원신]의 성공 이후 획일화된 서브컬처 오픈월드 게임의 시스템을 따르지 않고 새롭게 장르를 개척하여 다수 유저를 바탕으로 수익화를 진행하겠다는 계획으로 보인다.

도표 19. 호타스튜디오 – 이환 부스

자료: 하나증권

도표 20. 판 스튜디오 – 듀엣 나이트 어비스 부스

자료: 하나증권

(4) 만쥬 게임즈

서브컬처 팰월드

만쥬 게임즈는 서브컬처 오픈월드 [아주르 프로밀리아]의 시연 버전을 공개했다. 만쥬 게임즈는 [벽람항로]를 개발한 게임사다. 지난 7월 빌리빌리 월드에서 최초 공개했으며, 당시 체험 시간 10분에 비해 긴 시연 시간을 제공했다. 3가지 캐릭터를 스위칭하는 방식이며 각 캐릭터에 키보(몬스터)를 링크시켜 조합한다. 캐릭터 전투 시 링크되어 있는 키보들도 함께 전투에 참여하며 스킬도 사용한다. 키보 획득 방법은 스타링크(포획)이다. 필드에 있는 키보들을 스타링크하여 수집하고 능력을 키울 수 있다. 이러한 특징 때문에 서브컬처 포켓몬, 서브컬처 팰월드로 불린다.

링크(포획) 시스템, 다양한 콘텐츠가 강점

필드 전투 외에도 키보(몬스터)를 사용한 대결 콘텐츠도 시연 버전에서 체험할 수 있었다. 각 키보 별로 소모 코스트가 있고 시간에 따라서 코스트를 획득, 키보를 배치하여 상대 진영을 점령하는 방식이다. 단순히 필드 전투를 위한 키보뿐만 아니라 대결 콘텐츠를 위해서도 다양한 키보들을 링크(포획)해야 할 이유를 만든 콘텐츠로 해석한다. 이외에도 콘텐츠가 풍부하게 있을 것으로 예상한다.

현재까진 차별화 성공적

[원신]의 성공 이후 후속작들이 어반판타지로 노선을 정한 것과 달리 [아주르 프로밀리아]는 정통 판타지에 수집 요소, 키보를 넣어 전투의 차별화를 시도했다. 2026년 출시가 이뤄진다면 기존 오픈월드 게임들과 차별화된 사용자 경험을 충분히 제공, 유의미한 성공을 거둘 가능성 높다.

도표 21. 만쥬 게임즈 – 아주르 프로밀리아 부스

자료: 하나증권

도표 22. 만쥬 게임즈 – 아주르 프로밀리아 시연

자료: 하나증권

(5) 텐센트 - 사로아시스 스튜디오

서브컬처 배틀로얄의 등장

텐센트 산하 개발사인 사로아시스 스튜디오는 작년에 이어 [페이트 트리거]를 선보였다. 600명 이상의 개발진이 나뉘어 모바일 오픈월드 신작과 함께 [페이트 트리거]를 개발 중이다. 작년 도쿄게임쇼 이후 올해 CBT 진행했으며 2026년 1분기 얼리억세스로 출시 예정이다. PC/콘솔 출시 이후 모바일 플랫폼으로도 출시하기 위해 이미 개발 진행하고 있으며 E스포츠, 코믹스, 시즌별 스토리도 준비하고 있다.

[페이트 트리거]는 서브컬처 슈팅 장르로 배틀로얄, 데스매치 모드가 있다. 작년 도쿄게임쇼에서 처음 선보일 때부터 E스포츠를 겨냥한 듯 대회를 진행하여 많은 관심을 끄는 데에 성공했다. [페이트 트리거]의 출시는 서브컬처 장르가 단순 수집형 RPG에 국한되지 않고 다양한 장르로 확장되는 모습을 확인할 수 있다.

(6) 텐센트 - 피즈글리 스튜디오

오토바이 미소녀 수집형 RPG

텐센트 산하 개발팀 피즈글리 스튜디오는 [체이싱 칼레이도 라이더]로 출전했다. 4월 최초 공개 당시 오토바이에 미소녀 수집형 RPG를 적용한 컨셉과 강렬한 일러스트로 큰 주목을 받았다. 턴제 전투라는 정형화된 방식이지만 기존에 접목되지 않은 소재를 활용하여 차별화를 주려는 시도다. 9월 12일부터 20일까지 일본, 미국 지역 한정 CBT 진행했으며 2026년 내 출시 예상한다

도표 23. 시로아시스 스튜디오 – 페이트 트리거 부스

자료: 하나증권

도표 24. 피즈글리 스튜디오 – 체이싱 칼레이도 라이더 부스

자료: 하나증권

2) 일본: IP 확장에 집중

(1) 캡콤

바이오하자드 2월 27일 출시

9월 도쿄게임쇼에서도 [레지던트 이블(바이오하자드) 레퀴엠]의 인기는 이어졌다. 작년 [몬스터헌터 와일즈]에 이어 올해도 기대작을 배출하며 IP 명가의 힘을 과시했다. 30주년을 맞는 [레지던트(바이오하자드) 이블 레퀴엠]은 2026년 2월 27일 출시 예정이다. 시리즈의 9번째 메인 게임으로 지난 6월 SGF에서 출시일 확정 이후 마케팅 본격화되고 있다. 9월 시프트업의 [승리의 여신: 니케]와 콜라보도 진행했다. 서브컬처 장르와의 콜라보를 통해 기존 팬덤 외 대중에게도 IP를 알리기 위함으로 해석한다.

도쿄게임쇼에서는 총 8개의 라인업을 출전했다. 조이시티가 개발 중인 [바이오하자드 서바이벌 유닛]도 포함되었으며 텐센트 산하 티미 스튜디오가 참여한 모바일 게임 [몬스터헌터 아웃랜더스]도 최초 공개됐다. 이외에도 [프라그마타], [귀무자: 검의 길], [몬스터헌터 스토리즈3] 등도 IP도 선보였다.

도표 25. 캡콤 부스

자료: 하나증권

도표 26. 캡콤 부스 – 바이오하자드

자료: 하나증권

도표 27. 캡콤 1분기 TOP 타이틀 판매량 (단위: 1,000장)

타이틀	25/6	총누적
데빌 메이 크라이 5	1,782	10,512
레지던트 이블 빌리지	923	12,229
레지던트 이블 4	706	10,621
레지던트 이블 7 바이오하자드	635	15,425
데빌 메이 크라이 HD 컬렉션	594	2,765
스트리트 파이트 6	538	5,212
데빌 메이 크라이 4 스페셜 에디션	495	3,507
레지던트 이블 2	482	15,892
몬스터헌터 와일즈	477	10,585
몬스터헌터 라이즈	389	17,564

자료: CAPCOM, 하나증권

도표 28. 게임스컴 어워드 2025 수상 결과

분류	게임명	개발사/퍼블리셔
Most Epic	**Resident Evil Requiem**	**CAPCOM**
Best Sony PlayStation Game	**Resident Evil Requiem**	**CAPCOM**
Best Visuals	**Resident Evil Requiem**	**CAPCOM**
Best Audio	**Resident Evil Requiem**	**CAPCOM**
Most Entertaining	HELA	Windup/Knights Peak
Most Wholesome	HELA	Windup/Knights Peak
Best Trailer	Hollow Knight: Silksong	Team Cherry
Best Microsoft Xbox Game	Grounded 2	Grounded 2
Best Gameplay	Donkey Kong Bananza	Nintendo
Best Nintendo Swith 2 Game	Mario Kart World	Nintendo
Games for Impact	Tiny Bookshop	neoludic games / Skystone Games, 2P Games
Best PC Game	Anno 117: Pax Romana	Ubisoft Mainz / Ubisoft
Best Mobile Game	Love and Deepspace	Papergames / Infold Games

자료: Gamescom, 하나증권

(2) 스퀘어 에닉스

리메이크로 보여주는 IP의 힘

스퀘어에닉스는 [옥토패스 트래블러0], [드래곤 퀘스트 I & II HD-2D 리메이크], [파이널 판타지 7 리메이크], [파이널 판타지 택틱스 - 이발리스 크로니클즈] 등으로 꾸몄다. 레거시 IP를 계속해서 재창조하는 방식으로 확장하는 모습이다.

[드래곤 퀘스트 I & II HD-2D 리메이크]는 10월 30일, [옥토패스 트래블러0]은 12월 4일 출시 예정이다. 최근 닌텐도 다이렉트에서는 [드래곤 퀘스트 7 리이매진]의 출시일을 2026년 2월 5일로 확정했다. 스퀘어에닉스는 드래곤퀘스트, 파이널 판타지 등 시리즈의 매년 리메이크만으로도 안정적인 매출 창출을 하며 성공한 IP는 수명이 없음을 증명하고 있다.

(3) 세가/아틀러스

용과 같이 리메이크

세가/아틀러스는 [용과 같이 극3]/[용과 같이 3 외전 다크 타이즈], [소닉 레이싱 크로스월드], [페르소나 3 리로드], [P5X] 등으로 풍성하게 부스를 꾸몄다. [용과 같이 극3]는 16년 전 PS3로 발매한 [용과 같이 3]를 풀 리메이크한 게임으로 2026년 2월 12일 출시 예정이다. 과거 PS2 원작의 1, 2 시리즈를 리메이크한 것관는 달리 PS3로 출시한 3는 이미 HD 그래픽이기에 단순 그래픽 개선뿐만 아니라 레거시를 재해석하고 스토리를 일부 추가했다. [용과 같이 3 외전 다크 타이즈]와 합본 타이틀로 구성, PC/PS4/PS5/Xbox/NSW2로 출시 예정이다.

도표 29. 스퀘어 에닉스 부스

자료: 하나증권

도표 30. 세가/아틀러스 부스

자료: Square Enix, 하나증권

3. 한국 게임사

1) 넷마블

일곱 개의 대죄: Origin 2026년 1월 28일 출시

넷마블은 도쿄게임쇼에서 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STAR DIVE] 시연 부스를 운영했다. [일곱 개의 대죄: Origin]는 2026년 1월 28일 PC/콘솔/모바일 출시가 확정됐다. 이번 시연은 2023년 지스타 이후 최초라 관심을 끌었으며 PC/콘솔 버전으로 구성됐다. 3가지 캐릭터를 스위칭하며 전투하는 방식의 오픈월드 RPG다. 중국 게임사들의 오픈월드 신작들이 다수 출시 예정되고 있어 경쟁 심화가 우려되지만 일곱 개의 대죄 IP를 바탕으로 일정 부분 이상의 성과는 달성 가능하다고 전망한다. 10월 30일부터 일주일간 CBT 진행 후 피드백 반영하여 출시할 것으로 보인다.

몬길: STAR DIVE

[몬길: STAR DIVE]는 이번 도쿄게임쇼에서 최초로 PS5 버전을 공개했다. 다만 개발자 인터뷰에서 현재 콘솔 버전 개발 진행중이나 플랫포머와 소통, 추가 포팅 과정이 필요하기에 PC/모바일과 동시 출시는 출시 시점에 따라 변동이 있을 것으로 보인다. [몬길: STAR DIVE]는 작년 지스타 최초 공개 이후 5월 국내, 6월 CBT 진행하고 피드백을 바탕으로 수정 중이다. 9월 30일부터 10월 10일까지 추가 CBT 예정되어있다. 연내 출시 예정이긴 하지만 CBT가 10월까지도 진행되고 있어 내년으로 연기될 가능성을 배제할 수 없다. 기존 [몬스터 길들이기] 팬덤이 많은 한국이 주요 타겟 시장이지만 글로벌 게임쇼 출품으로 팬덤 확보하고 있어 긍정적이다.

글로벌 성공 기대

올해 넷마블의 글로벌향 진출이 크게 늘고 있다. 8월 있었던 게임스컴에서는 개발 중에 있는 크래프팅 장르 [프로젝트 블룸워커]도 공개했다. 현재 MMORPG, 국내 중심 성공을 글로벌에서도 이뤄내며 체질 개선에 성공한다면 이후 도전들에 대한 기대감이 더욱 상승할 것으로 예상한다.

도표 31. 넷마블 부스

자료: 하나증권

도표 32. 넷마블 – 일곱 개의 대죄: Origin 시연

자료: 하나증권

2) 엔씨소프트

리밋 제로 브레이커스, 3번째 출전

엔씨소프트는 빅게임스튜디오가 개발하는 [리밋 제로 브레이커스]로 도쿄게임쇼에 출전했다. 과거 [브레이커스: 언락 더 월드]라는 이름으로 2023, 2024년에도 이미 도쿄게임쇼에 출품한 경험이 있으며 2026년 1분기 출시 예정이다. 작년 시연 이후 서브컬처 몬스터헌터라는 별명이 붙었다. 이번 시연에서는 원소를 이용한 메커니즘이 추가되어 전투의 재미를 더했다. 또한 로비에 다른 유저들과 모이는 시스템을 추가한 것으로 보아 협동 보스전 등이 추가될 가능성이 있다. 메인 BM은 캐릭터 가챠이며 3주 단위로 신규 캐릭터를 1종씩 업데이트할 예정이다.

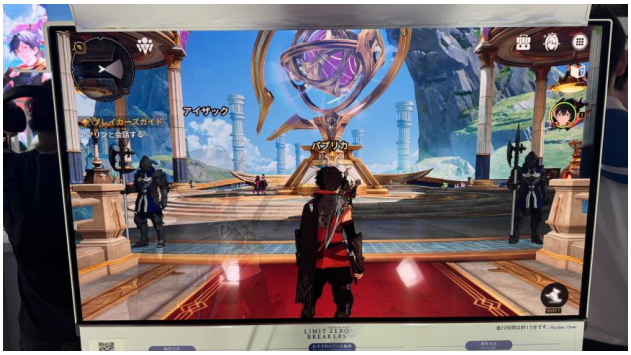
카도카와 협업

[리밋 제로 브레이커스]는 일본 시장 진출을 위해 카도카와와 협업하여 마케팅을 진행한다. 최근 카도카와에서 스토리를 담은 만화책 단행본 1권을 출판했다. 또한 애니메이션 제작사 MAPPA와 협업하여 PV를 제작, 세계관을 소개할 계획이다. 향후 게임의 성공에 따라 애니메이션으로 IP 확장 가능성은 열려있다. 출시 초기는 PC/모바일이며 PS5/NSW2 포팅도 준비 중이다.

도표 33. 엔씨소프트/빅게임스튜디오/카도카와 부스

자료: 하나증권

도표 34. 빅게임 스튜디오 – 리밋 제로 브레이커스 시연



자료: 하나증권

3) 펄어비스

붉은사막 2026년 3월 19일 출시

펄어비스는 도쿄게임쇼에서 [붉은사막]의 출시 일정을 공개했다. 2026년 3월 19일 출시 예정으로 2분기 실적발표에서 말한 2026년 1분기라는 약속을 지켰다. 출시일 확정과 동시에 PC/콘솔 사전 예약을 시작하며 본격적인 판매에 돌입했다. 가격은 풀프라이스인 69.99달러다. 다만 출시까지 6개월이 남았고, 2024년부터 게임쇼를 통해 시연을 기회는 주어졌으나 데모 버전이 제공되지 않아 게이머들의 가시성이 높지 않기에 실제 출시 전까지 높은 사전 판매를 기대하는 것은 공격적이라고 판단한다.

게임 개발 진행 중

이번 시연 버전에서 확인된 부분은 1년 사이에도 많은 변화가 있으며 계속해서 고민하고 개선이 이뤄지고 있다는 점이다. 작년 최초 시연 당시 부재했던 락온이 이후 시연 버전에는 추가되었고 조작법도 계속 바뀌고 있다. 기존 패키지 게임들의 표준화된 조작법을 택하고 있지 않은 만큼 초기 유저들이 적응하는 데에 장벽으로 작용할 수 있다. 다만 이를 완전히 숙달한 유저라면 기존 게임들의 제한된 커맨드에서 벗어나 다양한 움직임, 전투 방식을 구현할 수 있기에 매니아들에게는 대체 불가능한 게임으로 자리매김할 가능성 있어 보인다. 아직까지 오픈월드 내에서의 NPC와의 상호작용, 전투 이외의 콘텐츠들은 확인되지 않았기에 출시일 이전까지 점차 공개됨에 따라 유저들의 관심도가 올라갈 것으로 예상한다.

국내 패키지 게임의 저력 기대

처음 패키지 PC/콘솔에 도전하는 게임사가 신규 IP를 50달러 이상으로 당해 100만장 이상 판매하는 사례는 1년에 2건을 넘지 않을 정도로 드물다. 2023년 네오위즈의 [P의 거짓], 2024년 시프트업의 [스텔라 블레이드]가 이뤄낸 성과가 2026년 펄어비스의 [붉은사막]으로 이어진다면 국내 게임사들의 전반적인 개발력에 대한 의구심이 해소될 수 있을 것으로 기대한다.

도표 35. 펄어비스 – 붉은사막 부스

자료: 하나증권

도표 36. 펄어비스 – 붉은사막 시연

자료: 하나증권

도표 37. 2024년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매(닌텐도, 50달러 미만 제외)

	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리지널	메타크리틱	유저평점
1	Like a Dragon: Infinite Wealth	2024-01-25	$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	Ryu Ga Gotoku Studio	SEGA / ATLUS	X	89	8.5
2	Tekken 8	2024-01-26	$59.99	격투	PS, Xbox, PC	Bandai Namco	Bandai Namco	X	90	7.5
3	Persona 3 Reload	2024-02-01	$69.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA / ATLUS	X	87	8.7
4	Final Fantasy VII Rebirth	2024-02-29	$69.99	액션 RPG	PS, PC	Square Enix	Square Enix	X	92	8.9
5	Dragon's Dogma 2	2024-03-21	$69.99	액션 RPG	PS, Xbox, PC	Capcom	Capcom	X	86	6.4
6	**Rise of the Ronin**	**2024-03-22**	**$69.99**	**액션 RPG**	**PS**	**Team Ninja**	**Sony Interactive Entertainment**	**O**	**76**	**7.8**
7	**Unicorn Overload**	**2024-03-08**	**$59.99**	**시뮬레이션 RPG**	**PS, Xbox, NSW**	**Atlus, Vanillaware**	**SEGA / ATLUS**	**O**	**86**	**8.4**
8	**Stellar Blade**	**2024-04-26**	**$69.99**	**액션**	**PS**	**Shift Up**	**Sony Interactive Entertainment**	**O**	**81**	**9.2**
9	Ghost of Tsushima: Director's Cut	2024-05-16	$59.99	액션 어드벤처	PS, PC	Sucker Punch Productions	Sony Interactive Entertainment	X	87	8.3
10	Shin Megami Tensei V: Vengeance	2024-06-14	$59.99	RPG	PS, Xbox, PC	ATLUS	SEGA	X	87	8.1
11	EA Sports College Football 25	2024-07-19	$69.99	스포츠	PS5, Xbox	EA Tiburon	Electronic Arts	X	83	5.5
12	Madden NFL 25	2024-08-16	$69.99	스포츠	PS, PC	EA Tiburon	Electronic Arts	X	70	3.1
13	**Black Myth: Wukong**	**2024-08-20**	**$59.99**	**액션 RPG**	**PS, PC**	**Game Science**	**Game Science**	**O**	**81**	**8.2**
14	Star Wars Outlaws	2024-08-30	$69.99	오픈월드 액션 어드벤처	PS, Xbox, NSW, PC	Massive Entertainment	Ubisoft	X	75	5.4
15	**Astro Bot**	**2024-09-06**	**$59.99**	**액션, 플랫폼**	**PS**	**Team Asobi**	**Sony Interactive Entertainment**	**O**	**94**	**9.2**
16	NBA 2K25	2024-09-06	$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	Visual Concepts	2K Sports	X	79	5.2
17	Warhammer 40,000: Space Marine 2	2024-09-09	$59.99	TPS	PS, Xbox, PC	Saber Interactive	Focus Entertainment	X	82	8
18	EA Sports FC 25	2024-09-27	$69.99	스포츠	PS, Xbox, NSW, PC	EA Vancouver	Electronic Arts	X	76	2.7
19	Silent Hill 2 Remake	2024-10-08	$69.99	서바이벌 호러	PS, PC	Bloober Team	Bloober Team / Konami	X	86	9.1
20	Dragon Ball: Sparking! ZERO	2024-10-10	$69.99	3D 격투	PS, Xbox, PC	Spike Chunsoft	Bandai Namco Entertainment	X	81	8.4
21	**Metaphor: ReFantazio**	**2024-10-11**	**$69.99**	**RPG**	**PS, Xbox, PC**	**Studio Zero**	**SEGA / ATLUS**	**O**	**94**	**8.6**
22	Call of Duty: Black Ops 6	2024-10-25	$69.99	FPS	PS, Xbox, PC	Treyarch	Activision	X	82	6.5
23	Dragon Age: The Veilguard	2024-10-31	$59.99	RPG	PS, PC	BioWare	Electronic Arts	X	82	3.9
24	DRAGON QUEST III HD-2D Remake	2024-11-14	$59.99	JRPG	PS, Xbox, NSW, PC	Artdink, Square Enix	Square Enix	X	84	7.2
25	S.T.A.L.K.E.R. 2	2024-11-20	$59.99	FPS, 생존	PC, Xbox	GSC Game World	GSC Game World	X	-	
26	Farming Simulator 25	2024-11-12	$49.99	시뮬레이터, 전략	PC, PS, Xbox	GIANTS Software	GIANTS Software	X	75	4.5

주: 10월 이후 출시작은 출시 후 6개월 내 판매량 고려
자료: 하나증권

도표 38. 2023년 출시작 중 연중 100만장 이상 판매(닌텐도, 50달러 미만 제외)

	게임명	출시일	가격	장르	플랫폼	개발사	퍼블리셔	오리지널	메타크리틱	유저평점
1	Dead Space Remake	2023-01-27	$59.99	서바이벌 호러	PC, PS, Xbox	Motive Studio	Electronic Arts	X	89	8.4
2	Hogwarts Legacy	2023-02-10	$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Avalanche	WB Games	X	84	8.2
3	Octopath Traveler II	2023-02-24	$59.99	JRPG	PC, PS, Xbox, NSW	Acquire	Square Enix	X	85	8.5
4	**Wo Long: Fallen Dynasty**	**2023-03-03**	**$59.99**	**액션 RPG**	**PC, PS, Xbox**	**Team Ninja**	**Koei Tecmo**	**O**	**80**	**6.7**
5	Resident Evil 4 Remake	2023-03-24	$59.99	서바이벌 호러	PC, PS, Xbox	Capcom	Capcom	X	93	8.8
6	Dead Island 2	2023-04-21	$59.99	액션	PC, PS, Xbox	Dambuster	Deep Silver	X	73	7.3
7	Star Wars Jedi: Survivor	2023-04-28	$69.99	액션 어드벤처	PC, PS, Xbox	Respawn Entertainment	Electronic Arts	X	85	7.0
8	Street Fighter 6	2023-06-02	$59.99	액션	PC, PS, Xbox	Capcom	Capcom	X	92	7.5
9	Diablo IV	2023-06-06	$69.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Blizzard	Blizzard	X	86	2.5
10	Final Fantasy XVI	2023-06-22	$59.99	액션 RPG	PS	Square Enix	Square Enix	X	87	8.4
11	Remnant II	2023-07-25	$49.99	액션 슈터	PC, PS, Xbox	Gunfire Games	Gearbox	X	80	7.0
12	Baldur's Gate 3	2023-08-03	$59.99	RPG	PC, PS, Xbox	Larian Studios	Larian Studios	X	96	9.2
13	Madden NFL 24	2023-08-18	$69.99	스포츠	PC, PS, Xbox	EA Tiburon	Electronic Arts	X	65	1.7
14	Armored Core VI: Fires of Rubicon	2023-08-25	$59.99	메카 액션	PC, PS, Xbox	FromSoftware	Bandai Namco	X	86	8.1
15	**Starfield**	**2023-09-06**	**$69.99**	**오픈월드 RPG**	**PC, Xbox**	**Bethesda Game Studios**	**Bethesda Softworks**	**O**	**83**	**6.8**
16	NBA 2K24	2023-09-08	$59.99	스포츠	PC, PS, Xbox, NSW	Visual Concepts	2K Sports	X	68	2.4
17	**Lies of P**	**2023-09-18**	**$59.99**	**액션 RPG**	**PC, PS, Xbox**	**Round8 Studio**	**Neowiz**	**O**	**80**	**8.3**
18	Mortal Kombat 1	2023-09-19	$69.99	액션	PC, PS, Xbox, NSW	NetherRealm	WB Games	X	83	6.6
19	EA Sports FC 24	2023-09-29	$69.99	스포츠	PC, PS, Xbox, NSW	EA Vancouver	Electronic Arts	X	75	2.6
20	Assassin's Creed Mirage	2023-10-05	$49.99	액션 어드벤처	PC, PS, Xbox	Ubisoft Bordeaux	Ubisoft	X	76	7
21	Lords of the Fallen (2023)	2023-10-13	$59.99	액션 RPG	PC, PS, Xbox	Hexworks	CI Games	X	75	6.7
22	Marvel's Spider-Man 2	2023-10-20	$59.99	액션 어드벤처	PS	Insomniac Games	Sony	X	90	8.7
23	Cities: Skylines II	2023-10-24	$49.99	City Builder Simulation	PC	Colossal Order	Paradox Interactive	X	74	4.2
24	ROBOCOP: Rogue City	2023-11-02	$49.99	FPS	PC, PS, Xbox	Teyon	Nacon	X	72	7.9
25	Football Manager 2024	2023-11-06	$59.99	시뮬레이션	PC, NSW, Mobile	Sports Interactive	SEGA	X	84	7.1
26	Call of Duty: Modern Warfare III	2023-11-10	$69.99	FPS	PC, PS, Xbox	Sledgehammer	Activision	X	94	7.9

주: 10월 이후 출시작은 출시 후 6개월 내 판매량 고려
자료: 하나증권

4) 스마일게이트

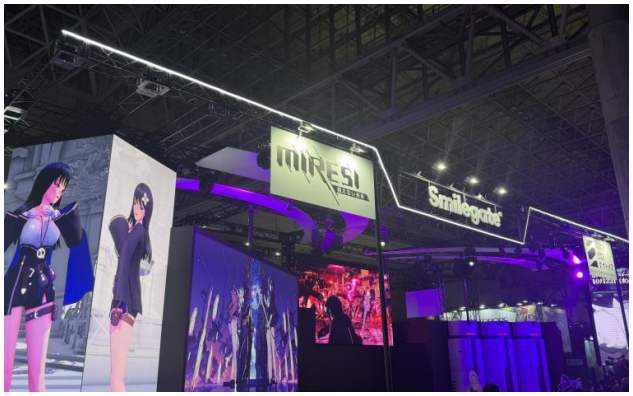
카오스 제로 나이트메어 10월 22일 출시

스마일게이트는 서브컬처 라인업 2종 [카오스 제로 나이트메어]와 [미래시: 보이지 않는 미래]를 출품했다. [카오스 제로 나이트메어]는 서브컬처 덱빌딩 로그라이크 장르다. 다크 판타지 장르를 채택하여 차별화를 도모했다. 10월 22일 글로벌 출시 예정으로 이미 중국 판호를 획득했기에 중국 진출 역시 오래 걸리지 않을 것으로 보인다. [카오스 제로 나이트메어]는 [에픽세븐]을 개발한 슈퍼크리에이티브의 신작이다. [에픽세븐]은 출시 이후 누적 다운로드 1,400만건, 누적 매출 6.8억달러를 돌파했다. 7년 이상 라이브 서비스한 노하우를 바탕으로 보다 높은 성과 기대 가능하다.

미래시 2026년 출시

[미래시]는 스마일게이트가 퍼블리싱하고 컨트롤나인이 개발 중이다. 이번 도쿄게임쇼에서 최초로 시연 버전을 공개했다. 3D 턴제 기반 전투를 채택하였으며 시간 여행, 회귀라는 컨셉으로 게임이 진행된다. 컨트롤나인은 [리니지M], [세븐나이츠2] 개발 주축이 모여 설립한 개발사다. 시프트업 출신 김형섭 아트디렉터가 전반적인 아트를 담당하고 있으며, 남성향 일러스트에서의 강점을 강조하고 있다. 오픈월드의 경쟁 심화 속에서 턴제 전투로 팬덤을 확보하는 전략 유효할 것이라 판단한다.

도표 39. 스마일게이트 부스



자료: 하나증권

도표 40. 스마일게이트 – 미래시 인게임

자료: 하나증권

5) 컴투스

도원암귀 IP 파워 기대

컴투스는 도원암귀 IP로 제작한 [도원암귀: 크림슨 인페르노]를 최초 공개했다. 장르는 턴제 RPG다. 도원암귀는 올해 7월 애니메이션 방영을 시작했으며 원작인 웹툰은 누적 판매 400만부를 기록했다. 컴투스는 만화 단행본 판매량을 보고 게임 제작을 제안, 애니메이션 방영 이전부터 개발에 착수했다. IP 홀더인 제작위원회와 긴밀하게 협업하고 있다. IP 인기, 간편한 턴제 전투라는 강점으로 일본 시장 내 유의미한 매출 기대한다.

6) 스튜디오비사이드

스타 세이비어 11월 20일 출시

스튜디오비사이드는 서브컬처 3D 턴제 RPG [스타세이비어]를 도쿄게임쇼에는 최초로 출품했다. 직전 온라인 쇼케이스에서 출시일을 확정, 11월 20일 모바일과 스팀으로 출시 예정이다. 2020년 출시한 [카운터 사이드]의 제작진이 개발했다. 엔드 콘텐츠가 강도 높은 실시간 수동 PvP라는 점이 큰 특징이다.

도표 41. 컴투스 – 도원암귀 크림슨 인페르노 부스

자료: 하나증권

도표 42. 컴투스 – 도원암귀 크림슨 인페르노 시연

자료: 하나증권

도표 43. 스튜디오비사이드 – 스타세이비어 부스

자료: 하나증권

도표 44. 스튜디오비사이드 – 스타세이비어 인게임

자료: 하나증권

기업분석

넷마블 (251270) 24
엔씨소프트 (036570) 27

2025년 9월 30일 | 기업분석_Preview

넷마블 (251270)

이제는 글로벌 성과를 기대

BUY (유지)

목표주가(12M)	73,000원(상향)
현재주가(9.29)	63,000원

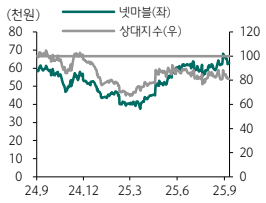
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,431.21
52주 최고/최저(원)	68,000/37,500
시가총액(십억원)	5,415.1
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	85,953.5
60일 평균 거래량(천주)	270.0
60일 평균 거래대금(십억원)	16.4
외국인지분율(%)	27.97
주요주주 지분율(%)	
방준혁 외 12 인	24.33
HAN RIVER INVESTMENT PTE. LTD.	17.52

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,834.9	3,014.0
영업이익(십억원)	342.4	385.4
순이익(십억원)	331.0	336.2
EPS(원)	3,712	3,750
BPS(원)	70,316	75,832

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,776.8	2,979.7
영업이익	(68.5)	215.6	328.0	391.8
세전이익	(158.6)	76.3	410.0	427.1
순이익	(255.7)	25.6	328.7	323.1
EPS	(2,975)	298	3,824	3,759
증감율	적지	흑전	1,183.22	(1.70)
PER	(19.53)	173.49	16.47	16.76
PBR	0.93	0.76	0.92	0.87
EV/EBITDA	54.91	14.86	13.64	11.59
ROE	(4.90)	0.49	6.02	5.73
BPS	62,650	67,728	68,675	72,037
DPS	0	417	417	417

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

3Q25 Pre: 뱀피르의 선전, 컨센서스 부합

넷마블은 3분기 연결 기준 영업수익 6,900억원(+6.6%YoY, -3.8%QoQ), 영업이익 795억원(+21.4YoY, -21.4%QoQ, OPM 11.5%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 3분기 출시한 [뱀피르]로 1분기 [RF온라인 넥스트]를 상회하는 높은 성과 달성했다. 3분기 출시 이후 평균 일매출 20억원, 분기 매출 700억원 수준 예상한다. [세븐나이츠 리버스]는 9월 18일 글로벌 확장을 통해 전분기와 유사한 900억원 이상으로 추정한다. 두 게임이 1분기 출시한 [RF 온라인 넥스트]와 작년 2분기 출시한 [나 혼자만 레벨업: 어라이즈]의 하향 안정화를 방어했다. 매 분기 신작을 통해 안정적 이익 수준을 유지하고 있다는 점이 고무적이다.

도쿄게임쇼 출전, 일곱 개의 대죄 출시 연기

2025년 영업수익은 2조 7,768억원(+4.2%YoY), 영업이익은 3,280억원(+52.1%YoY)로 전망한다. 올해 최대 기대작이었던 [일곱 개의 대죄: Origin]의 소폭 출시 연기에 따라 하향 조정했다. 넷마블은 도쿄게임쇼에서 [일곱 개의 대죄: Origin]과 [몬길: STAR DIVE] 시연 부스를 운영했다. [일곱 개의 대죄: Origin]는 2026년 1월 28일 PC/콘솔/모바일 출시가 확정됐다. 이번 시연은 2023년 지스타 이후 최초라 관심을 끌었으며 PC/콘솔 버전으로 구성됐다. 3가지 캐릭터를 스위칭하며 전투하는 방식의 오픈월드 RPG다. 중국 게임사들의 오픈월드 신작들이 다수 출시 예정되고 있어 경쟁 심화가 우려되지만 일곱 개의 대죄 IP를 바탕으로 일정 부분 이상의 성과 달성 가능하다고 전망한다. [몬길: STAR DIVE]는 9월 30일부터 추가 CBT 예정되어 있다. 연내 출시 예정이지만 내년으로 일정 변경될 가능성을 배제할 수는 없어 보인다. 우선 11월 말 출시 반영했다. 2026년 영업수익은 2조 9,797억원(+7.3%YoY), 영업이익은 3,918억원(+19.5%YoY)로 추정한다. 신작들의 출시 일정 확정에 따라 조정 예정이다.

투자의견 Buy, 목표주가 73,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 73,000원으로 상향한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 4분기 기대작이었던 [일곱 개의 대죄: Origin] 출시가 지연된 부분은 아쉬우나 2025년 출시작들이 높은 성과를 내고 있고 글로벌향 진출도 크게 늘고 있어 긍정적이다. 8월 있었던 게임스컴에서는 개발 중에 있는 크래프팅 장르 [프로젝트 블룸워커]도 공개했다. 현재 MMORPG, 국내 중심 성공을 글로벌에서도 이뤄내며 체질 개선에 성공한다면 이후 도전들에 대한 기대감이 더욱 상승할 것으로 예상한다.

도표 1. 3Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q25F	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	690.0	647.3	717.6	6.6	(3.8)	694.7	(0.7)
영업이익	79.5	65.5	101.1	21.4	(21.4)	83.4	(4.7)
당기순이익	84.1	20.6	160.1	308.3	(47.5)	70.1	19.9
영업이익률(%)	11.5	10.1	14.1			12.0	
당기순이익률(%)	12.2	3.2	22.3			10.1	

자료: 하나증권

도표 2. 넷마블 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF 예상 EPS	3,689	
2. Target PER Multiple	20	Peer 그룹 12MF P/E 평균(90일)
3. 적정주가(1*2)	73,788	
4. 목표주가	73,000	목표 시가총액 6.3조원
5. 현재주가	63,000	현재 시가총액 5.4조원
6. 상승여력	15.9%	

자료: 하나증권

도표 3. 넷마블 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	**585.4**	**782.1**	**647.3**	**649.0**	**623.9**	**717.6**	**690.0**	**745.3**	**2,663.8**	**2,776.8**	**2,979.7**
YoY(%)	(2.9)	29.6	2.7	(2.4)	6.6	(8.2)	6.6	14.8	6.5	4.2	7.3
영업비용	**581.7**	**670.9**	**581.8**	**613.8**	**574.2**	**616.5**	**610.5**	**647.7**	**2,448.2**	**2,448.9**	**2,587.8**
YoY(%)	(7.8)	4.7	(10.8)	(5.2)	(1.3)	(8.1)	4.9	5.5	(4.8)	0.0	5.7
인건비	**179.5**	**182.7**	**179.1**	**178.7**	**172.1**	**174.9**	**175.5**	**176.9**	**720.0**	**699.4**	**734.4**
지급수수료	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	233.1	251.9	946.9	946.5	1,025.8
마케팅비	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	133.2	138.4	470.3	521.1	554.2
기타(상각비 포함)	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	63.8	68.7	80.5	311.0	281.8	273.4
영업이익	**3.7**	**111.2**	**65.5**	**35.2**	**49.7**	**101.1**	**79.5**	**97.6**	**215.6**	**328.0**	**391.8**
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	98.9	1246.9	(9.1)	21.4	177.3	흑전	52.1	19.5
영업이익률(%)	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	11.5	13.1	8.1	11.8	13.2
당기순이익	**(9.9)**	**162.3**	**20.6**	**(169.8)**	**80.2**	**160.1**	**84.1**	**11.5**	**3.2**	**336.0**	**333.1**
YoY(%)	적지	흑전	흑전	적지	흑전	(1.3)	308.3	흑전	흑전	10,345.9	(0.9)
당기순이익률(%)	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	12.2	1.5	0.1	12.1	11.2

자료: 하나증권

추정 재무제표(넷마블)

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,502.1**	**2,663.8**	**2,776.8**	**2,979.7**	**2,687.3**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,776.8	2,979.7	2,687.3
판관비	2,570.5	2,448.2	2,448.8	2,587.8	2,433.8
영업이익	**(68.5)**	**215.6**	**328.0**	**391.8**	**253.5**
금융손익	(188.8)	(115.4)	53.6	(53.6)	(45.4)
종속/관계기업손익	112.8	108.7	119.3	137.2	157.8
기타영업외손익	(14.2)	(132.7)	(90.9)	(48.4)	(48.4)
세전이익	**(158.6)**	**76.3**	**410.0**	**427.1**	**317.5**
법인세	145.3	73.1	74.1	94.0	69.8
계속사업이익	(303.9)	3.2	336.0	333.1	247.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(303.9)**	**3.2**	**336.0**	**333.1**	**247.6**
비지배주주지분 순이익	(48.2)	(22.4)	7.3	10.0	7.4
지배주주순이익	**(255.7)**	**25.6**	**328.7**	**323.1**	**240.2**
지배주주지분포괄이익	(542.0)	371.5	76.9	190.7	141.8
NOPAT	(131.2)	9.1	268.7	305.6	197.7
EBITDA	117.0	370.0	448.2	503.4	358.4
성장성(%)					
매출액증가율	(6.41)	6.46	4.24	7.31	(9.81)
NOPAT증가율	적지	흑전	2,852.75	13.73	(35.31)
EBITDA증가율	(5.42)	216.24	21.14	12.32	(28.80)
영업이익증가율	적지	흑전	52.13	19.45	(35.30)
(지배주주)순익증가율	적지	흑전	1,183.98	(1.70)	(25.66)
EPS증가율	적지	흑전	1,183.22	(1.70)	(25.65)
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	4.68	13.89	16.14	16.89	13.34
영업이익률	(2.74)	8.09	11.81	13.15	9.43
계속사업이익률	(12.15)	0.12	12.10	11.18	9.21

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**905.8**	**1,114.8**	**1,015.0**	**1,273.9**	**1,548.2**
금융자산	512.4	697.7	570.0	856.7	1,121.3
현금성자산	430.3	577.9	329.7	624.1	886.0
매출채권	254.6	277.3	285.6	267.5	273.8
재고자산	2.7	2.1	2.4	2.3	2.3
기타유동자산	136.1	137.7	157.0	147.4	150.8
비유동자산	**7,010.1**	**7,062.2**	**6,906.4**	**6,928.3**	**6,889.9**
투자자산	3,008.8	2,928.1	3,220.2	3,353.7	3,420.2
금융자산	623.0	489.1	537.3	536.6	536.8
유형자산	344.4	339.8	368.1	325.6	288.0
무형자산	**3,228.8**	**3,245.2**	**2,827.7**	**2,758.6**	**2,691.3**
기타비유동자산	**428.1**	**549.1**	**490.4**	**490.4**	**490.4**
자산총계	**7,915.9**	**8,177.1**	**7,921.4**	**8,202.2**	**8,438.1**
유동부채	**1,939.8**	**1,348.2**	**1,758.5**	**1,761.6**	**1,776.7**
금융부채	1,397.7	636.1	1,013.5	1,013.5	1,013.5
매입채무	32.2	27.9	32.0	40.0	40.9
기타유동부채	509.9	684.2	713.0	708.1	722.3
비유동부채	**897.0**	**1,355.0**	**607.5**	**586.2**	**593.6**
금융부채	**443.3**	**1,056.6**	**264.5**	**264.5**	**264.5**
기타비유동부채	453.7	298.4	343.0	321.7	329.1
부채총계	**2,836.8**	**2,703.2**	**2,365.9**	**2,347.8**	**2,370.3**
지배주주지분	**4,979.5**	**5,416.1**	**5,497.5**	**5,786.4**	**5,992.5**
자본금	**8.6**	**8.6**	**8.6**	**8.6**	**8.6**
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,055.6	3,055.6	3,055.6
자본조정	370.1	430.2	430.1	430.1	430.1
기타포괄이익누계액	422.4	776.9	563.1	563.1	563.1
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,440.0	1,728.9	1,935.0
비지배주주지분	**99.5**	**57.8**	**58.0**	**68.0**	**75.4**
자본총계	**5,079.0**	**5,473.9**	**5,555.5**	**5,854.4**	**6,067.9**
순금융부채	1,328.6	995.0	708.0	421.3	156.7

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,975)	298	3,824	3,759	2,795
BPS	62,650	67,728	68,675	72,037	74,434
CFPS	1,587	4,482	4,271	5,262	3,542
EBITDAPS	1,361	4,305	5,215	5,856	4,170
SPS	29,109	30,991	32,306	34,666	31,265
DPS	0	417	417	417	417
주가지표(배)					
PER	(19.53)	173.49	16.47	16.76	22.54
PBR	0.93	0.76	0.92	0.87	0.85
PCFR	36.61	11.54	14.75	11.97	17.79
EV/EBITDA	54.91	14.86	13.64	11.59	15.56
PSR	2.00	1.67	1.95	1.82	2.02
재무비율(%)					
ROE	(4.90)	0.49	6.02	5.73	4.08
ROA	(3.03)	0.32	4.08	4.01	2.89
ROIC	(3.62)	0.27	8.60	10.78	7.27
부채비율	55.85	49.38	42.59	40.10	39.06
순부채비율	26.16	18.18	12.74	7.20	2.58
이자보상배율(배)	(0.47)	2.01	4.36	6.38	4.14

현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**(98.1)**	**287.7**	**384.6**	**296.1**	**218.0**
당기순이익	(303.9)	3.2	336.0	333.1	247.6
조정	326.8	319.3	(32.3)	(20.6)	(47.7)
감가상각비	185.4	154.4	120.3	111.5	104.9
외환거래손익	35.7	4.8	1.0	0.0	0.0
지분법손익	(423.1)	(243.5)	(109.4)	(137.2)	(157.8)
기타	528.8	403.6	(44.2)	5.1	5.2
영업활동자산부채변동	(121.0)	(34.8)	80.9	(16.4)	18.1
투자활동 현금흐름	**465.6**	**36.7**	**(137.8)**	**6.4**	**83.4**
투자자산감소(증가)	802.8	189.4	(172.8)	3.8	91.2
자본증가(감소)	(36.2)	(16.9)	(17.9)	0.0	0.0
기타	(301.0)	(135.8)	52.9	2.6	(7.8)
재무활동 현금흐름	**(688.6)**	**(220.7)**	**(454.0)**	**(34.2)**	**(34.2)**
금융부채증가(감소)	(736.4)	(148.4)	(414.7)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(847.5)	4.9	0.8	0.0	0.0
기타재무활동	895.3	(77.1)	(5.9)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.1)	(34.2)	(34.2)	(34.2)
현금의 증감	**(321.1)**	**147.5**	**(35.5)**	**294.4**	**261.9**
Unlevered CFO	136.4	385.2	367.1	452.3	304.5
Free Cash Flow	(134.3)	270.4	366.5	296.1	218.0

자료: 하나증권

2025년 9월 30일 | 기업분석_Preview

엔씨소프트 (036570)

서브컬처 본격화, 하지만 결국 아이온2

BUY (유지)

목표주가(12M)	260,000원
현재주가(9.29)	221,500원

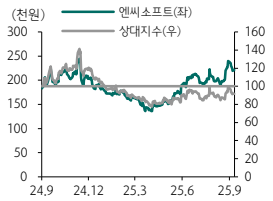
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,431.21
52주 최고/최저(원)	244,500/135,800
시가총액(십억원)	4,772.0
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	85.9
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1
외국인지분율(%)	33.04
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 15 인	12.37
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.43

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,590.9	2,050.0
영업이익(십억원)	50.2	315.1
순이익(십억원)	111.4	290.8
EPS(원)	5,157	13,447
BPS(원)	159,654	172,023

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,552.9	2,032.5
영업이익	137.3	(109.2)	(5.0)	333.9
세전이익	206.2	120.9	(8.2)	369.0
순이익	212.1	94.2	(6.5)	283.5
EPS	9,663	4,291	(302)	13,158
증감율	(51.31)	(55.59)	적전	흑전
PER	24.89	42.67	(733.44)	16.83
PBR	1.37	1.04	1.28	1.20
EV/EBITDA	15.30	(76,196.8)	39.06	7.72
ROE	6.58	2.99	(0.21)	8.88
BPS	176,065	175,362	173,069	184,913
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

3Q25 Pre: 컨센서스 하회, 일회성 비용 영향

엔씨소프트는 3분기 연결 기준 매출액 3,610억원(-10.2%YoY, -5.6%QoQ), 영업적자 221억원(적지YoY, 적전QoQ)으로 컨센서스 하회를 전망한다. 3분기는 신작 출시가 부재했고 기존 IP의 개편도 크지 않았다. 3분기 모바일 부문 매출액은 2,027억원(-20.0%YoY, -7.4%QoQ)을 기록했다. 대형 업데이트의 부재로 레거시 IP의 하향 안정화 예상한다. 영업비용은 3,832억원(-7.9%YoY, +4.3%QoQ), 그 중 인건비는 2,072억원(+3.0%YoY, +4.3%QoQ)으로 추정한다. 2분기 실적발표에서 밝힌 조직 효율화로 인한 일회성 퇴직금 반영한 영향이다.

11월 아이온2 다음은 리밋 제로 브레이커스

2026년 엔씨소프트의 영업수익은 2조 325억원(+30.9%YoY), 영업이익 3,339억원(흑전YoY)을 기록할 전망이다. [아이온2]는 11월 19일 한국/대만 출시 이후 2026년 하반기 글로벌 출시 예정이다. 연간 [아이온2]의 전체 매출은 5,171억원으로 추정한다. 현재 공개된 BM상으로 해당 매출 달성을 위해서는 기존 레거시IP 대비 많은 유저 확보가 필요하다. 4분기 마케팅 집중, 추가 콘텐츠 공개 예상한다. 이번 도쿄게임쇼에는 빅게임스튜디오가 개발하는 [리밋 제로 브레이커스]로 출전했다. 과거 [브레이커스: 언락 더 월드]라는 이름으로 2023, 2024년에도 이미 도쿄게임쇼에 출품한 경험이 있으며 2026년 1분기 출시 예정이다. 일본 시장 진출을 위해 카도카와와 협업하여 마케팅을 진행한다. 최근 카도카와에서 스토리를 담은 만화책 단행본 1권을 출판했다. 또한 애니메이션 제작사 MAPPA와 협업하여 PV를 제작, 세계관을 소개할 계획이다. 향후 게임의 성공에 따라 애니메이션으로 IP 확장 가능성은 열려 있다.

투자의견 Buy, 목표주가 260,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 260,000원 유지한다. 결국 중요한 건 [아이온2]가 온기 반영되는 2026년이다. 작년부터 기다렸던 [아이온2]가 2달 내에 출시된다. 3분기 실적은 일회성 비용 반영, 신작 부재로 부진이 충분히 예상되었던 만큼 주가에 큰 영향을 주지 않을 것으로 예상한다. [아이온2]의 성과에 따라 전사 실적의 레벨이 결정되는 만큼 기대감 유지가 필요하며 출시 이전 주가 조정시 매수 추천한다.

도표 1. 3Q25 Preview

(단위: 십억원, %)

항목	3Q25F	3Q24	2Q25	YoY(%)	QoQ(%)	컨센서스	차이(%)
영업수익	361.0	401.9	382.4	(10.2)	(5.6)	377.7	(4.4)
영업이익	(22.1)	(14.3)	15.1	적지	적전	(0.1)	적지
당기순이익	(15.3)	(26.5)	(36.0)	적지	적지	38.6	적전
영업이익률(%)	(6.1)	(3.6)	3.9			(0.0)	
당기순이익률(%)	(4.2)	(6.6)	(9.4)			10.2	

자료: 하나증권

도표 2. 엔씨소프트 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**397.9**	**368.9**	**401.9**	**409.4**	**360.3**	**382.4**	**361.0**	**449.2**	**1,578.1**	**1,552.9**	**2,032.5**
YoY(%)	(16.9)	(16.2)	(5.0)	(6.5)	(9.5)	3.7	(10.2)	9.7	(11.3)	(1.6)	30.9
PC/콘솔	**91.5**	**86.2**	**80.7**	**93.4**	**83.3**	**91.7**	**91.5**	**86.0**	**351.8**	**352.5**	**538.0**
YoY(%)	0.1	(2.2)	(13.4)	1.2	(8.9)	6.4	13.4	(8.0)	(3.6)	0.2	52.6
리니지	24.3	24.6	26.5	22.9	22.3	20.7	25.4	21.8	98.2	90.2	83.6
리니지 II	23.5	21.2	20.2	20.6	19.1	22.7	19.2	19.3	85.5	80.3	76.7
아이온	14.3	13.1	11.8	11.2	8.5	13.0	10.6	10.1	50.4	42.2	40.1
기타	29.5	27.3	22.2	38.7	33.4	35.3	36.3	34.8	117.7	139.8	337.6
모바일	**249.4**	**218.2**	**253.4**	**215.6**	**206.3**	**219.0**	**202.7**	**304.3**	**936.7**	**932.2**	**1,204.4**
YoY(%)	(24.6)	(26.5)	(7.5)	(27.9)	(17.3)	0.3	(20.0)	41.1	(22.0)	(0.5)	29.2
리니지 M	105.1	107.0	158.9	121.8	112.7	121.1	119.2	115.7	492.8	468.7	454.6
리니지 2M	55.9	42.3	43.1	41.3	37.9	48.0	46.6	35.7	182.6	168.2	159.8
리니지 W	82.9	65.5	46.9	49.1	53.1	47.6	34.1	35.7	244.3	170.6	134.2
블레이드 & 소울 2	5.6	3.5	4.5	3.5	2.6	2.2	2.8	2.2	17.1	9.9	9.6
기타								114.9	(0.0)	114.9	446.1
기타 매출	57.0	64.4	67.8	100.4	70.7	71.7	66.7	59.0	289.7	268.1	290.1
YoY(%)	0.7	16.7	21.0	115.9	23.9	11.3	(1.6)	(41.2)	35.1	(7.4)	8.2
영업비용	**372.2**	**360.0**	**416.2**	**538.9**	**355.1**	**367.3**	**383.2**	**452.3**	**1,687.3**	**1,557.9**	**1,698.6**
YoY(%)	(6.3)	(11.1)	2.4	24.2	(4.6)	2.0	(7.9)	(16.1)	2.7	(7.7)	9.0
인건비	202.8	188.0	201.1	314.5	187.2	190.8	207.2	204.4	906.4	789.5	719.3
매출변동비 및 기타	134.7	126.8	139.9	143.2	129.4	128.4	122.5	174.3	544.7	554.7	739.4
마케팅비	6.9	17.4	48.7	55.2	13.3	23.4	29.2	49.7	128.2	115.6	150.8
감가상각 & 무형자산상각비	27.8	27.9	26.5	25.9	25.1	24.7	24.3	23.8	108.1	98.0	89.1
영업이익	**25.7**	**8.8**	**(14.3)**	**(129.5)**	**5.2**	**15.1**	**(22.1)**	**(3.1)**	**(109.2)**	**(5.0)**	**333.9**
YoY(%)	(68.5)	(74.9)	적전	적전	(79.7)	적전	적전	적지	적전	적지	흑전
영업이익률(%)	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	3.9	(6.1)	(0.7)	(6.9)	(0.3)	16.4
당기순이익	**57.1**	**71.1**	**(26.5)**	**(7.6)**	**37.5**	**(36.0)**	**(15.3)**	**6.3**	**94.1**	**(7.5)**	**287.8**
YoY(%)	(50.0)	132.8	(160.3)	(130.1)	(34.3)	(150.6)	적지	적지	(5.6)	(10.8)	(395.1)
당기순이익률(%)	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	(9.4)	(4.2)	1.4	6.0	(0.5)	14.2

주: 아이온2 한국/대만 모바일, 글로벌 PC 분류
자료: 하나증권

추정 재무제표(엔씨소프트)

손익계산서 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,779.8**	**1,578.1**	**1,552.9**	**2,032.5**	**2,121.5**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,552.9	2,032.5	2,121.5
판관비	1,642.5	1,687.3	1,557.9	1,698.6	1,732.3
영업이익	**137.3**	**(109.2)**	**(5.0)**	**333.9**	**389.2**
금융손익	91.1	116.5	36.4	50.1	73.4
종속/관계기업손익	4.1	4.4	(10.9)	(10.8)	(10.8)
기타영업외손익	(26.2)	109.2	(28.8)	(4.3)	2.8
세전이익	**206.2**	**120.9**	**(8.2)**	**369.0**	**454.6**
법인세	(7.7)	26.8	(0.7)	81.2	100.0
계속사업이익	213.9	94.1	(7.5)	287.8	354.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**213.9**	**94.1**	**(7.5)**	**287.8**	**354.6**
비지배주주지분 순이익	1.8	(0.1)	(0.9)	4.3	5.3
지배주주순이익	**212.1**	**94.2**	**(6.5)**	**283.5**	**349.3**
지배주주지분포괄이익	189.1	48.1	33.7	287.7	354.5
NOPAT	142.4	(85.0)	(4.5)	260.5	303.5
EBITDA	249.2	(0.0)	90.7	410.6	450.1
성장성(%)					
매출액증가율	(30.80)	(11.33)	(1.60)	30.88	4.38
NOPAT증가율	(64.42)	적전	적지	흑전	16.51
EBITDA증가율	(62.52)	(100.00)	N/A	352.70	9.62
영업이익증가율	(75.44)	적전	적지	흑전	16.56
(지배주주)순익증가율	(51.32)	(55.59)	적전	흑전	23.21
EPS증가율	(51.31)	(55.59)	적전	흑전	23.21
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	14.00	0.00	5.84	20.20	21.22
영업이익률	7.71	(6.92)	(0.32)	16.43	18.35
계속사업이익률	12.02	5.96	(0.48)	14.16	16.71

대차대조표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**2,336.8**	**1,788.5**	**1,887.1**	**2,313.8**	**2,683.7**
금융자산	2,119.4	1,481.1	1,565.3	1,953.1	2,330.4
현금성자산	365.2	1,260.5	1,294.3	1,648.3	2,032.1
매출채권	132.7	130.3	142.9	167.3	162.6
재고자산	0.7	1.1	1.2	1.4	1.3
기타유동자산	84.0	176.0	177.7	192.0	189.4
비유동자산	**2,057.0**	**2,165.4**	**2,116.3**	**2,050.5**	**1,987.5**
투자자산	672.6	871.7	877.4	888.3	886.2
금융자산	647.7	821.5	822.3	823.8	823.6
유형자산	1,000.5	997.6	957.4	884.2	826.7
무형자산	**96.1**	**103.9**	**102.3**	**98.8**	**95.4**
기타비유동자산	**287.8**	**192.2**	**179.2**	**179.2**	**179.2**
자산총계	**4,393.8**	**3,953.9**	**4,003.4**	**4,364.2**	**4,671.2**
유동부채	**614.3**	**322.2**	**355.2**	**413.2**	**402.1**
금융부채	279.9	45.8	50.3	58.9	57.2
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	334.4	276.4	304.9	354.3	344.9
비유동부채	**526.5**	**568.2**	**577.4**	**620.7**	**612.4**
금융부채	**368.9**	**336.3**	**323.0**	**323.0**	**323.0**
기타비유동부채	157.6	231.9	254.4	297.7	289.4
부채총계	**1,140.8**	**890.4**	**932.6**	**1,033.9**	**1,014.6**
지배주주지분	**3,249.7**	**3,058.5**	**3,063.2**	**3,318.3**	**3,639.3**
자본금	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**	**11.0**
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(622.8)	(798.6)	(672.6)	(672.6)	(672.6)
기타포괄이익누계액	(44.5)	(61.2)	(13.5)	(13.5)	(13.5)
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,304.9	3,560.1	3,881.0
비지배주주지분	**3.3**	**5.1**	**7.6**	**12.0**	**17.3**
자본총계	**3,253.0**	**3,063.6**	**3,070.8**	**3,330.3**	**3,656.6**
순금융부채	(1,470.6)	(1,099.0)	(1,192.0)	(1,571.2)	(1,950.2)

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	(302)	13,158	16,212
BPS	176,065	175,362	173,069	184,913	199,811
CFPS	13,017	3,975	3,052	18,662	20,820
EBITDAPS	11,349	(2)	4,194	19,061	20,890
SPS	81,071	71,883	71,770	94,341	98,471
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460	1,460
주가지표(배)					
PER	24.89	42.67	(733.44)	16.83	13.66
PBR	1.37	1.04	1.28	1.20	1.11
PCFR	18.48	46.06	72.58	11.87	10.64
EV/EBITDA	15.30	(76,196.82)	39.06	7.72	6.21
PSR	2.97	2.55	3.09	2.35	2.25
재무비율(%)					
ROE	6.58	2.99	(0.21)	8.88	10.04
ROA	4.80	2.26	(0.16)	6.78	7.73
ROIC	16.59	(8.65)	(0.55)	44.75	60.36
부채비율	35.07	29.06	30.37	31.05	27.75
순부채비율	(45.21)	(35.87)	(38.82)	(47.18)	(53.33)
이자보상배율(배)	9.38	(10.63)	(0.54)	41.20	47.50

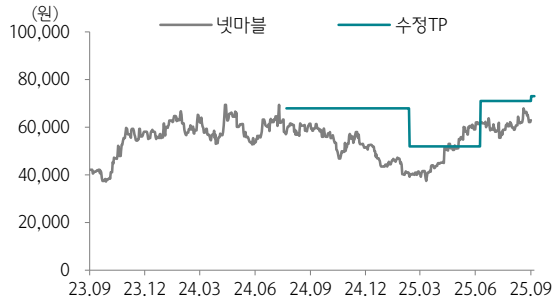
현금흐름표 (단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**139.9**	**107.0**	**98.2**	**452.2**	**400.6**
당기순이익	213.9	94.1	(7.5)	287.8	354.6
조정	21.6	56.2	114.2	86.1	61.0
감가상각비	111.9	109.2	95.7	76.7	60.9
외환거래손익	7.4	(3.8)	5.1	0.0	0.0
지분법손익	(3.0)	(4.6)	4.8	0.0	0.0
기타	(94.7)	(44.6)	8.6	9.4	0.1
영업활동자산부채변동	(95.6)	(43.3)	(8.5)	78.3	(15.0)
투자활동 현금흐름	**113.0**	**1,294.1**	**(39.0)**	**(54.0)**	**8.5**
투자자산감소(증가)	(126.2)	(191.0)	(5.7)	(10.9)	2.1
자본증가(감소)	(117.4)	(83.5)	(37.8)	0.0	0.0
기타	356.6	1,568.6	4.5	(43.1)	6.4
재무활동 현금흐름	**(115.5)**	**(522.9)**	**(45.7)**	**(19.8)**	**(30.0)**
금융부채증가(감소)	20.2	(266.7)	(8.9)	8.6	(1.6)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(192.6)	(8.5)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(135.7)	(63.6)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
현금의 증감	**137.4**	**895.3**	**43.1**	**354.0**	**383.8**
Unlevered CFO	285.8	87.3	66.0	402.1	448.6
Free Cash Flow	22.5	22.9	59.8	452.2	400.6

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

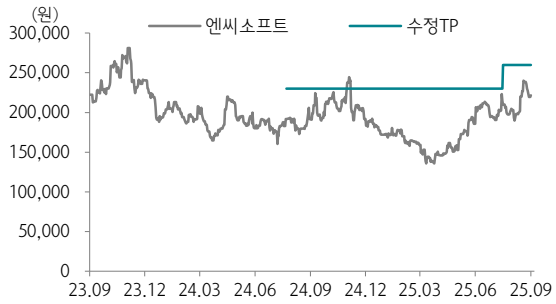
넷마블



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.30	BUY	73,000		
25.7.8	BUY	71,000	-13.73%	-4.23%
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%
	담당자 변경			

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.8.13	BUY	260,000		
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%
	담당자 변경			

Compliance Notice

- 당사는 2025년 9월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 9월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 09월 27일