

게임

지스타 2025 참관기:
돌보인 엔씨소프트와 넷마블

이재은 jeeunlee@daishin.com

투자 의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
엔씨소프트	Market Perform	230,000원
넷마블	Buy	75,000원
크래프톤	Buy	410,000원

- 지스타2025 축소는 글로벌 쇼 집중 전략의 결과로, 산업 성장 둔화로 볼 필요 없음
- 지스타에서 가장 돌보인 엔씨와 넷마블. 두 기업 모두 '26년 장르 다변화 도전
- 엔씨 트레이딩 접근 권고, 넷마블 '26년 초 호실적, 신작 출시 시점에 재관심 필요

글로벌 게임쇼 선택에, 축소된 지스타2025

11/13~11/16 지스타 2025가 개최되었으며, 주요 참가사는 엔씨소프트, 넷마블, 크래프톤, 네오위즈, 웹젠, 그라비티 등이었음. 총 부스 수는 3,010개로 2024년(3,359개) 대비 축소되었으나, 이를 국내 게임 산업의 성장 둔화로 해석할 필요는 없다고 판단. 최근 국내 업체들이 글로벌 시장 확장을 위해 게임스컴, 도쿄게임쇼 등 해외 게임쇼 중심으로 마케팅 전략을 전환하고 있으며, 펠어비스, 카카오게임즈 등과 같이 2026년 주요 신작을 앞두고 글로벌 게임 행사에 참여하면서도, 이번 지스타에 불참한 것 역시 이러한 흐름의 연장선으로 이해

올해 지스타에서 가장 큰 관심을 받은 기업은 엔씨소프트와 넷마블이었음. 엔씨소프트는 메인스폰서로서 최대 규모의 부스를 운영하며 신작 2종 시연 및 신작 3종 영상을 공개. 넷마블 역시 총 4종의 신작 시연으로 주목도가 높았고 크래프톤은 1종, 웹젠은 2종 시연을 준비함

지스타 2025를 책임진 2N, 당사 투자 의견 유지

엔씨소프트는 '아이온2(MMORPG)'와 '신더시티(TPS)' 시연 부스를 운영. 아이온2는 전시 첫날부터 가장 빠르게, 가장 긴 대기열이 형성되었으며 반응도 전반적으로 긍정적이었음. 신더시티는 엔씨가 처음으로 공개하는 오픈월드 TPS로, 파괴된 서울을 배경으로 다양한 보스, 크리처 등을 상대하는 형태. 해당 시연 또한 전 기간 동안 만석을 유지하며 높은 관심을 확인. 이 외 영상으로 공개된 3종 중 '호라이즌 스틸 프론티어스(MMORPG)'는 지스타에서 첫 공개된 핵심 신작으로, 글로벌 인지도가 높은 소니의 '호라이즌' IP를 기반으로 제작 중

넷마블은 2024년에 이어 올해도 다수의 신작을 공개. 시연 타이틀은 '일곱개의 대죄: 오리진(2026년 1월)', '몬걸: 스타다이버', '프로젝트 이블베인', '나혼자만레벨업: 카르마' 등 4종. 전 시연대가 연일 만석이었으며, 그 중 가장 높은 관심을 받은 타이틀은 '몬걸: 스타다이버'로 파악. 또한 회사는 야외 광장에 '솔: 인첸트' 부스를 별도로 설치해 현장 홍보 효과를 극대화하는 전략을 취함

지스타 2025 개최



자료: 대신증권 Research Center

엔씨소프트, 출시일을 얼마 남기지 않은 ‘아이온2’의 기대감이 주가에 지속 반영되고 있는 상황. 당사는 출시일부터 2026년까지 ‘아이온2’의 매출을 약 5,100억원을 추정하며, ‘리니지’ 모바일 3종을 잇는 흥행 성과를 기대. 그러나, ‘아이온2’ 외의 2026년 신작들의 흥행에 대해서는 보수적인 판단 유지. 또한 지스타 간담회에서 새로 공개한 ‘호라이즌 스틸 프론티어스’의 출시일(2026년 말~2027년 초) 또한, 개발 규모를 고려할 때 보수적으로 검토할 필요가 있으며, 현실적으로 2026년 출시 어려울 것으로 전망

‘아이온2’는 11월 19일로 넘어가는 자정 0시에 출시될 예정. 엔씨소프트의 주가는 현재 ‘아이온2’의 기대감이 상당히 반영되어 있는 만큼 출시 직전 주가 조정 가능성 존재. 또한 출시 이후 모바일 매출 순위 등 초기 흥행 지표 확인될 시 주가는 재차 상승할 수 있으며, 결과에 따라 주가 변동성 단기적으로 확대될 가능성 높음. 2026년 ‘아이온2’ 이후에 이를 대체할 대형 신작이 부재하며, 아이온2의 성과가 반영되는 4분기에도 기존 게임들의 매출 감소와 마케팅, 인건비 부담이 이어지면서 영업 적자 기조가 지속될 가능성 높다고 판단. 당사는 동사에 대한 보수적 시각을 유지하며, 현 구간에서는 트레이딩 관점의 접근을 권고함

넷마블은 이번 3분기 실적 발표에서 2026년 신작 라인업 공개. 게임사 중에서 가장 흥행 성적이 좋은 상황이지만, 최근 2년간 흥행작을 살펴보면, ‘나 혼자만 레벨업: 어라이즈’를 제외하고 전부 MMORPG 신작이었음. 이에 따라 아직 넷마블에 대한 시장 내 편견이 일부 존재하는 것도 사실. MMORPG 라인업을 연달아 출시하며, 이른바 ‘쌀떡, 짹떡’ 성향의 게임 구조를 반복했다는 평가가 있기 때문. ‘쌀떡, 짹떡’은 초반 과금, 성장 효율이 높아 초기 매출은 빠르게 발생하지만, 유저 이탈 속도 또한 빠른 특성을 의미하며, 이는 매출 순위가 단기간 급등했다가 빠르게 하락하는 패턴으로 이어지면서 부정적 인식을 형성해왔음. 현재 넷마블 신작들의 흥행 기세를 이어가기 위해서는 2026년 라인업이 중요한 분기점이 될 것으로 판단. 2026년은 플랫폼 및 장르 다변화에 도전하는 해로, 그 성과가 중장기 체질 개선 여부를 결정할 것으로 판단

4분기 신작의 부재로 단기 모멘텀 발생은 제한적이지만, 4분기 실적 자체는 기존 게임의 성수기 및 3분기 신작들의 온기 반영으로 양호할 것으로 전망. 2026년 상반기 4Q25 호 실적 기대감과 함께, 신작들의 출시 일정이 구체화되면서 신작 기대감이 맞물리면서 긍정적 주가 흐름 전망. 신작들의 출시 일정 구체화시 다시 관심가질 필요

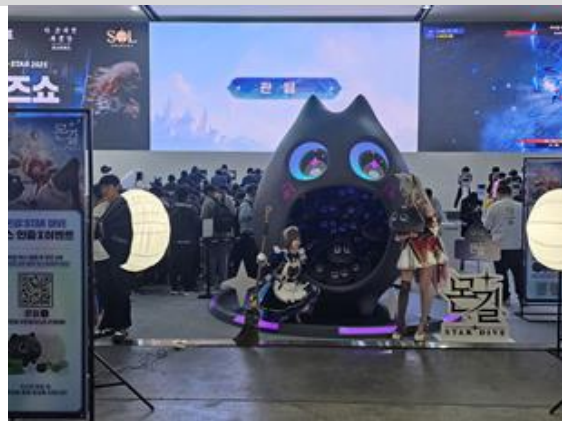
크래프톤이 이번 지스타에서 선보인 ‘팻월드 모바일’은 모바일 환경에 맞게 원작을 충실히 구현했다는 긍정적 평가를 확보. 해당 신작의 출시 시점은 2026년 하반기로 예상. 2026년 또 다른 신작인 ‘서브노티카2’를 이번 지스타에 출품하지 않은 점은 아쉬운 부분. 기존 주력 타이틀인 ‘배틀그라운드’ IP의 트래픽 및 매출 성장률 둔화가 지속되는 가운데, 신작 모멘텀이 빠르게 이어지지 못하고 있는 것으로 판단. 이에 따라 단기 실적 및 신작 모멘텀 부재 지속될 가능성 높다고 판단. 낮은 밸류에이션 매력은 존재하나, 모멘텀 부재를 감안해 동사 투자 의견은 보수적 관점을 유지

표 1. 지스타 2025 주요 게임 업체 출품작

게임사	게임명	장르	플랫폼	출시 일정	비고
엔씨소프트	아이온2	MMORPG	모바일	2025.11.19	- 지스타 2025 시연 진행
	리밋 제로 브레이커스	서브컬처 RPG	모바일, PC	1Q26	- 일본 콘텐츠 회사들과 협업 준비 중 - 2025.12 AGF에서 테스트 예정, 2026년 상반기 글로벌 CBT 예정
	타임 테이커즈	타임 서바이벌 슈터	PC, 콘솔	2Q26	- 미스틸게임즈 개발
	신더시티	오픈월드 택티컬 슈터	PC, 콘솔	3Q26	- 지스타 2025 시연 진행 - 글로벌 출시 예정
	호라이즌: 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일, PC	2H26 ~1H27	- 소니의 '호라이즌' IP 기반
넷마블	일곱개의 대죄: 오리진	액션 RPG	모바일, PC, 콘솔	2026.01.28	- 넷마블 F&C 개발 - 일본 만화 '일곱 개의 대죄' IP 기반 - F2P, 지스타 2025 시연 진행
	몬걸: STAR DIVE	액션 RPG	모바일, PC	1Q26	- 2013년 몬스터 길들이기(수집형 RPG) 후속작, 넷마블 몬스터 개발 - 지스타 2025 시연 진행
	프로젝트 이블베인	협동 액션	PC, 콘솔	2026	- 지스타 2025 시연 진행
	나 혼자만 레벨업: KARMA	로그라이트 액션 RPG	모바일, PC	2026	- 지스타 2025 시연 진행
	술: 인챈트	MMORPG	모바일, PC	2026	- 알트나인 개발, 넷마블
크래프톤	팰월드 모바일	오픈월드 몬스터 수집	모바일	2026	- 펍지 스튜디오 개발 - 지스타 2025 시연 진행
네오위즈	산나비 외전: 귀신 씌인 날	액션 어드벤처	PC	2025.11.27	- 원더포션 개발 - 지스타 2025 시연 진행
웹젠	게이트 오브 게이트	전략 디펜스	모바일	미정	- 지스타 2025 시연 진행 - 리트레일 개발
	테르비스	수집형 2D RPG	모바일, PC	2026	- 지스타 2025 시연 진행 - 웹젠노바 개발
위메이드맥스	노아(N.O.A.H)	서브컬처 RPG	모바일	2026	- 레트로켓 개발 - 지스타 2025 시연 진행
데브시스터즈	쿠키런: 오븐스매시	실시간 대전 배틀 액션	모바일	2026.03	- 지스타 2025 시연 진행

자료: 각 사, 언론, 지스타, 대신증권 Research Center

그림 1. 지스타 2025 넷마블, '몬걸: 스타다이버' 코스프레



자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 지스타 2025 넷마블, '솔: 인첸트'



자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 지스타 2025 넷마블 부스



자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 지스타 2025, 엔씨소프트 '아이온2' 대기열



자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 지스타 2025, 엔씨 '호라이즌 스틸 프론티어스' 공개



자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 지스타 2025, 엔씨소프트 '타임테이커즈' 공개



자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 지스타 2025, 엔씨소프트 '신더시티' 공개



자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 지스타 2025, 크래프톤 '팰월드 모바일' 부스



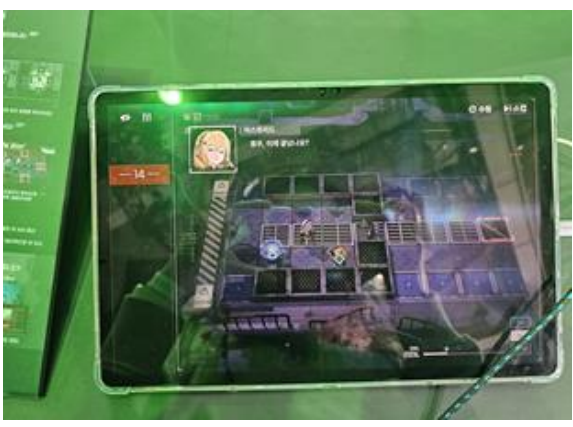
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. 지스타 2025, 웹젠 '테르비스' 부스



자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 지스타 2025, 웹젠 'G.O.G' 시연



자료: 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

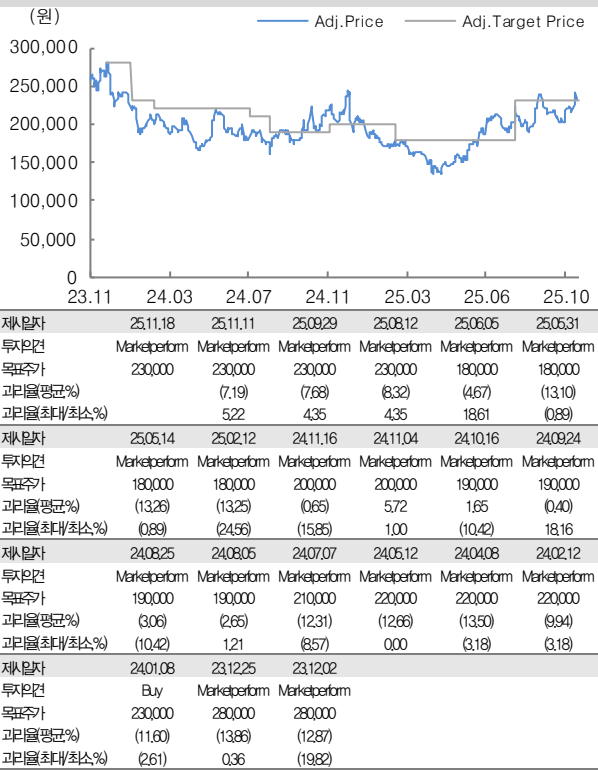
산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.9%	9.9%	0.0%

(기준일자: 20251115)

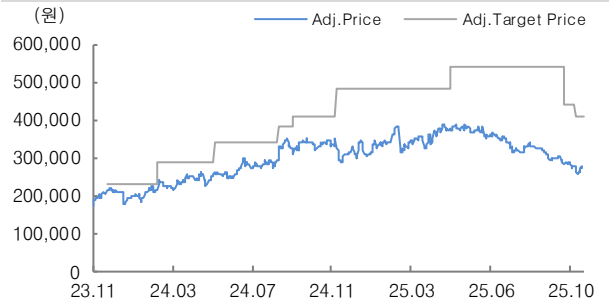
엔씨소프트(036570) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



넷마블(251270) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



크라프트(2259960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시 일자	25.11.18	25.11.04	25.10.19	25.04.29	24.11.08	24.08.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	410,000	410,000	440,000	540,000	480,000	410,000
과다율(평균%)		(35.02)	(35.80)	(36.58)	(29.58)	(17.95)
과다율(최대/최소%)		(32.93)	(34.09)	(28.52)	(19.58)	(14.38)

제시 일자	24.08.12	24.05.08	24.02.12	23.11.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	380,000	340,000	290,000	230,000
과다율(평균%)	(12.25)	(19.93)	(17.79)	(10.56)
과다율(최대/최소%)	(8.16)	(12.65)	(10.34)	(3.04)

제시 일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시 일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	