2023 하반기 산업전망 | 2023. 6. 7

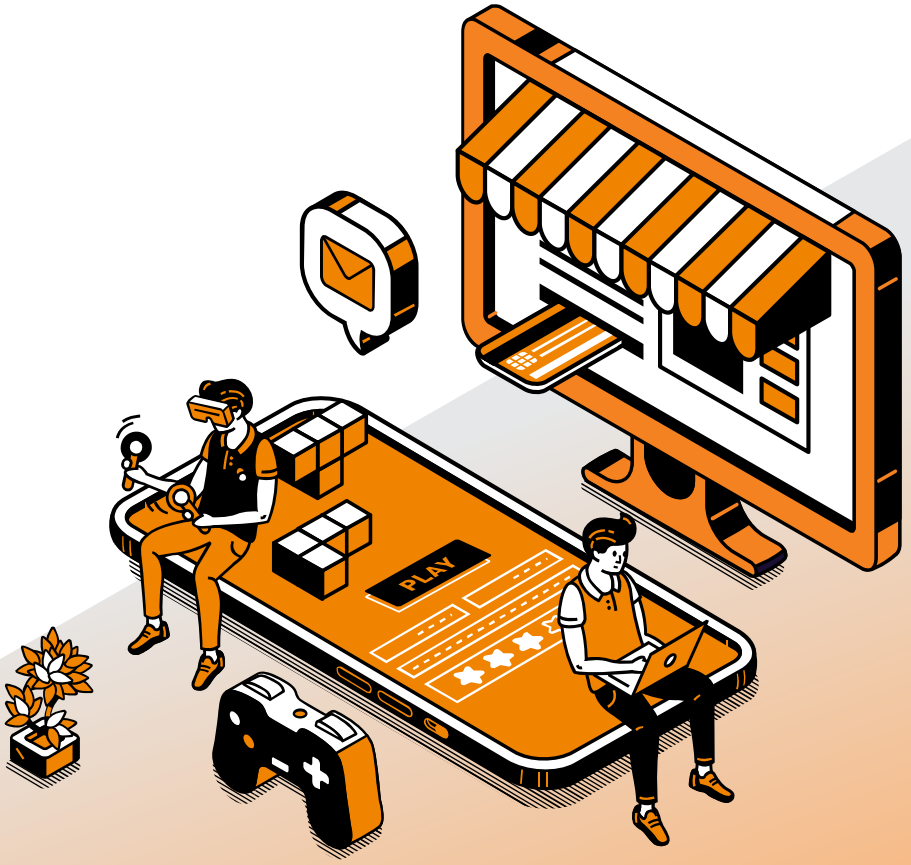
Analyst 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

MIRAE ASSET 미래에셋증권

Internet, Games

인터넷/게임 (비중확대)

어려운 업황 속 옥석가리기



CONTENTS

[요약] 결국 중요한 것은 확장 스토리 유무 3

I. 광고 5

II. 전자상거래 11

III. 웹툰 16

IV. 게임 20

종목 분석 27
NAVER (035720) | 넥슨게임즈 (225570)

[요약] 결국 중요한 것은 확장 스토리 유무

인터넷 생성 AI 도입, 게임은 중국 확장 본격화

- 23년 하반기 인터넷은 생성 AI 도입, 게임은 중국으로의 확장 스토리가 핵심
  ① 광고: 광고집행비 둔화세 감소 중이나 업황 회복은 더딜 것. 2H23 검색 광고 중심 성장 지속 전망
  ② 전자상거래: 2H23 여행/교통 기저효과 사라지며 둔화 심화 예상. 23년 성장률 5.5% 전망
  ③ 웹툰: 2H22 이후 성장세가 급격히 둔화(flat YoY). 2H23 마케팅 강화로 성장세 일부 회복 전망
  ④ 게임: 23년 국내 게임 시장 역성장 지속. 2H23 중국 진출 게임사 중심 성장 본격화 전망
- 최선호주: NAVER, 넥슨게임즈

2H23 국내 인터넷/게임 추천주 및 투자포인트

기업명	투자포인트
NAVER	– 2Q23 이후 업황 반등세 관찰됨에 따라 메인 사업부인 광고 부문 성장세 둔화 반전 예상 – 3Q23 하이퍼클로바X 도입 이후 광고 부문에서는 P 상승, 커머스 부문에서는 GMV 상승 전망 – 적극적인 비용 통제 기조 지속되며 수익성 점진적 개선 예상 – 8월 하이퍼클로바X 도입 이후 9~10월로 예상되는 지표 발표 이후 주가 본격 반등 기대
넥슨게임즈	– 글로벌에서 서브컬쳐 게임 인기가 높아지는 상황 속에서 MX스튜디오 가치 부각 전망 – 블루아카이브 중국 흥행 잠재력 높은 것으로 판단. 우호적인 사전 지표 기록 중 – 풍부한 하반기 신작 라인업. 블루아카이브 중국, 베일드엑스퍼트, 퍼스트디센던트, 갓썸 – 하반기 블루아카이브 중국 출시에 대한 신작, 실적 모멘텀 지속 전망

INTERNET

인터넷

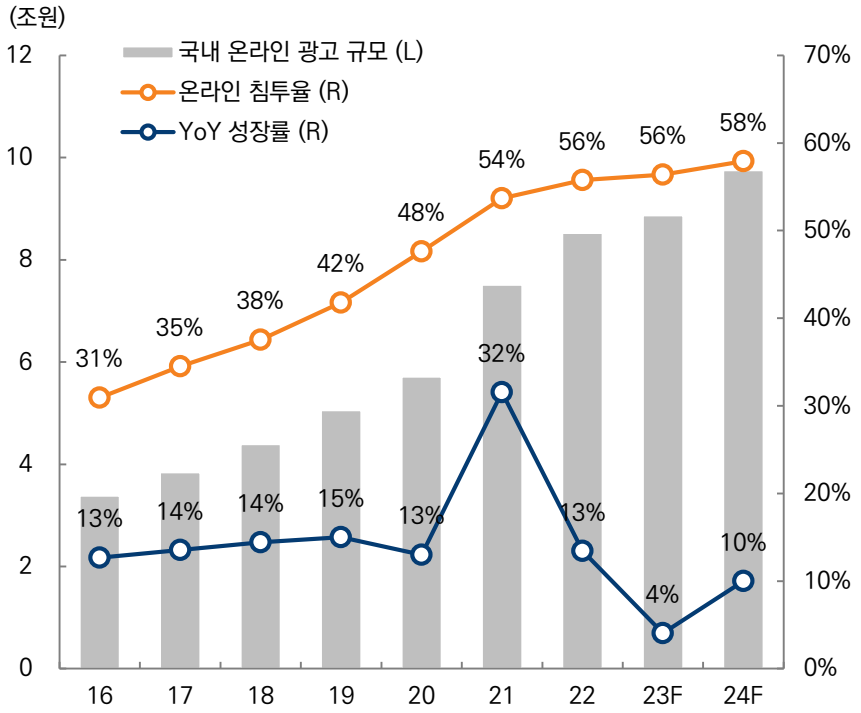


I. 광고

하반기 이후 점진적 반등 전망

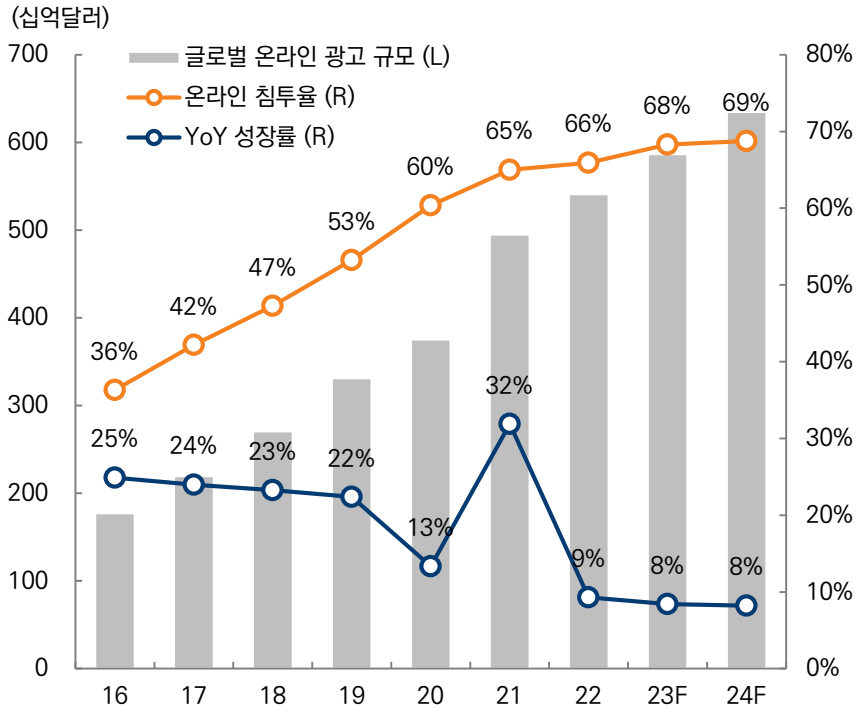
- 온라인 광고 시장은 1Q23를 저점으로 미약하지만 회복세에 접어들고 있다고 판단
- 1Q23 NAVER 서치플랫폼 YoY 성장률 flat, 카카오 톡비즈 광고형 YoY 성장률 1% 기록
- 미진한 경기 회복 속도를 고려 시 2H23 검색 광고 위주의 성장 지속 예상
- 23년 국내 온라인 광고시장 YoY 성장률은 4% 전망

국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



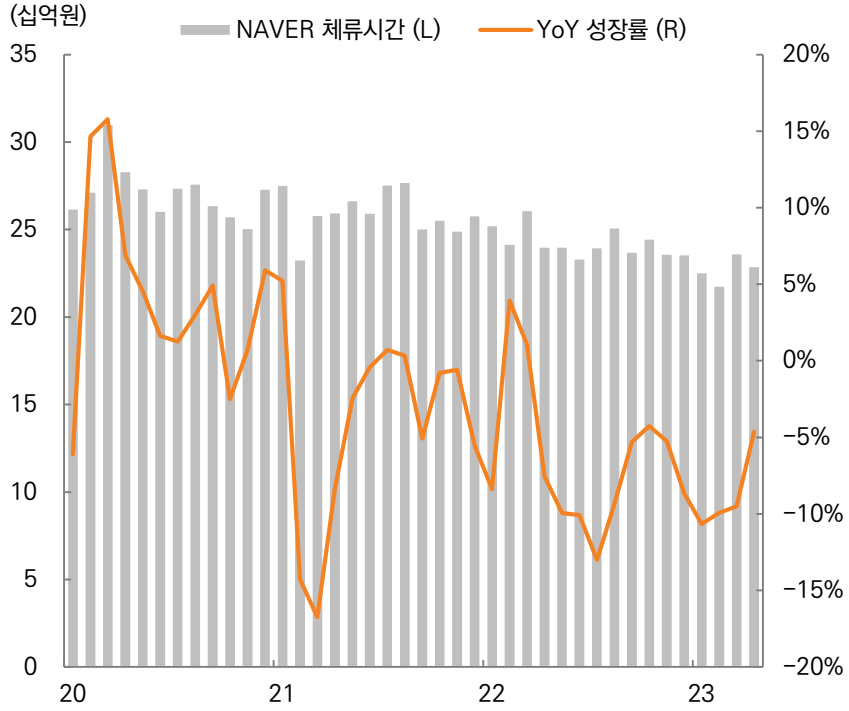
자료: Group M, 미래에셋증권 리서치센터

I. 광고

플랫폼 체류시간 둔화세 완화

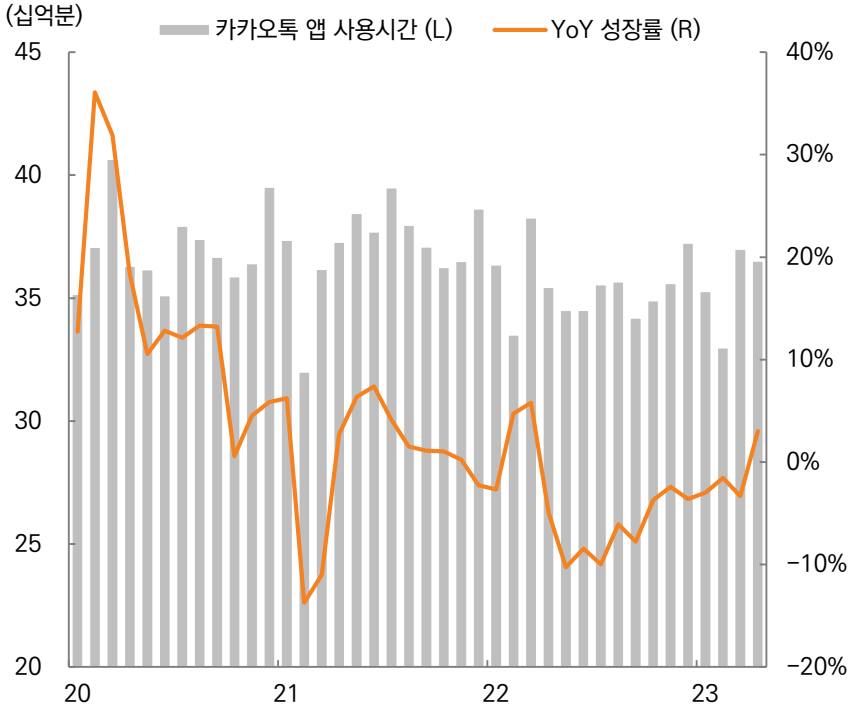
- 플랫폼 체류시간 반등세 관찰됨에 따라 이용자 트래픽 하락에 따른 Q 감소는 제한적일 전망
- NAVER: 20년 +4%, 21년 -4%, 22년 -6%. 카카오: 20년 +14%, 21년 Flat, 22년 -5%
- NAVER 총체류시간 추이는 2월 저점 이후 일부 반등
- 카카오는 3월 이후 체류시간 반등 가속화되며 월간 체류시간 YoY 성장률 플러스 전환

NAVER 월간 총체류시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

카카오톡 월간 총체류시간



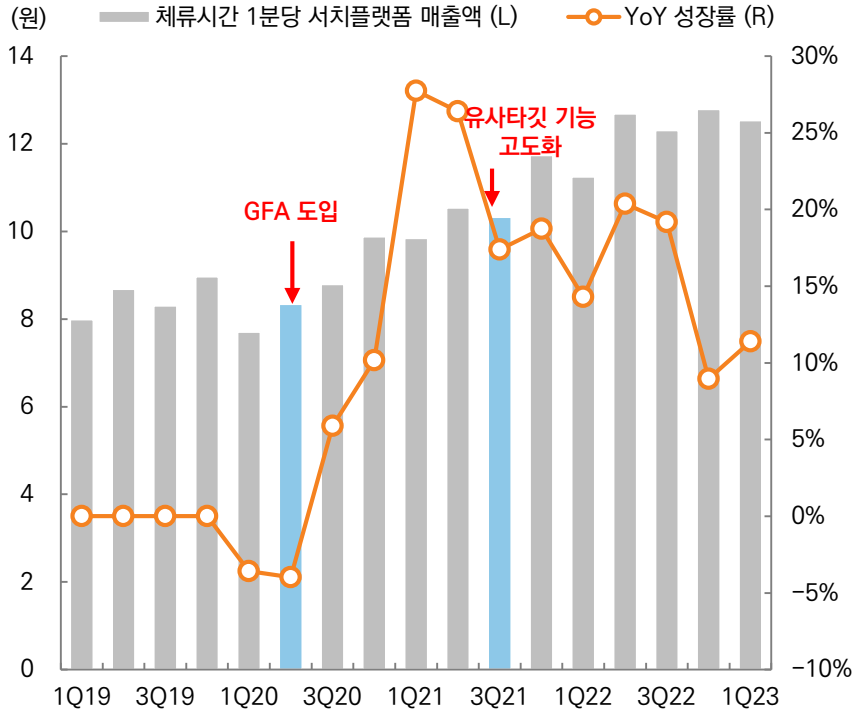
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

I. 광고

효율성 증대의 NAVER
VS
인벤토리 확대의 카카오

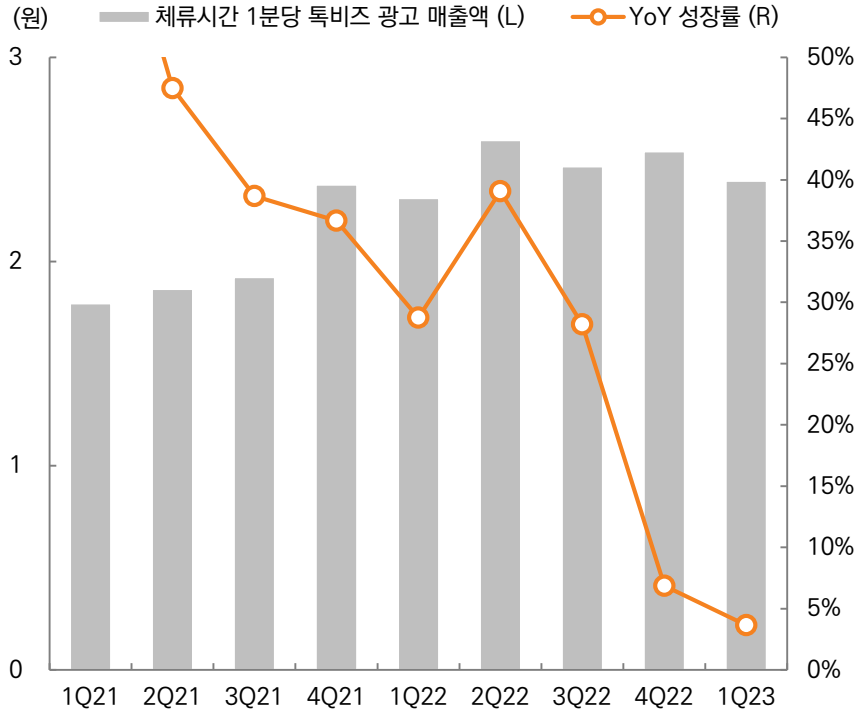
- NAVER는 AI, 빅데이터 기술을 활용한 타겟팅 기술 확대로 광고 효율성 증대에 집중
- 2Q20 GFA, 3Q21 유사타겟 기능 고도화, 22년 스마트 블록 확대, 2H23 서치GPT 도입
- 카카오는 신규 광고 지면 확장으로 23년 승부수. 친구탭 + 오픈채팅탭 광고 본격화
- 수익화 하지 않은 오픈채팅 트래픽(발송 메시지 수 기준으로는 일반 채팅방 이상)에 대한 광고 도입이 핵심. 신규 지면 광고 매출 일 5억원 수준 예상(인벤토리 일부 활용한 톡비즈 광고 초창기 수준)

NAVER 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오 체류시간 1분당 톡비즈 광고 매출액



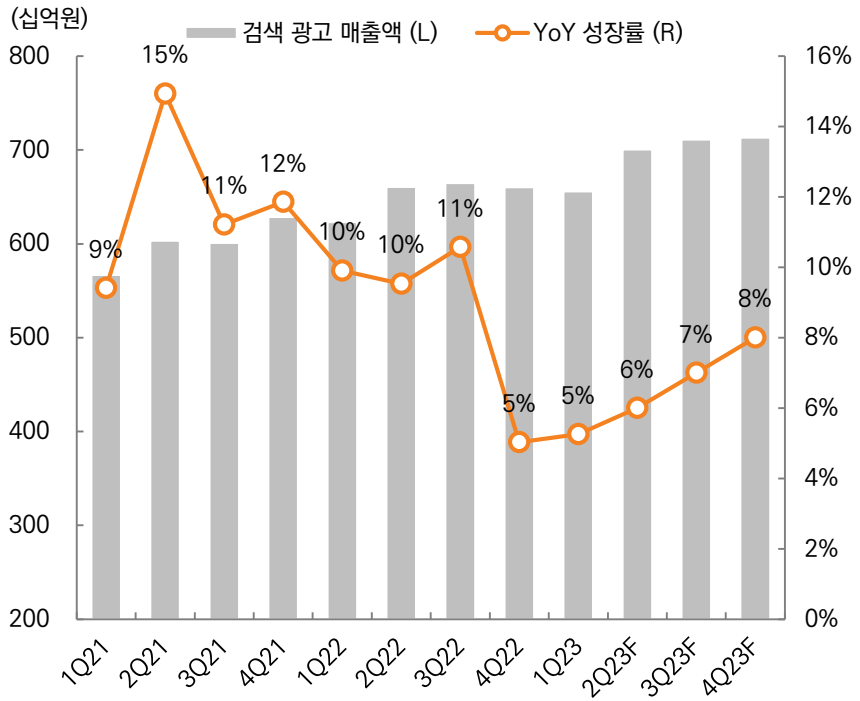
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

I. 광고

NAVER 검색 광고는 상대적으로 견조

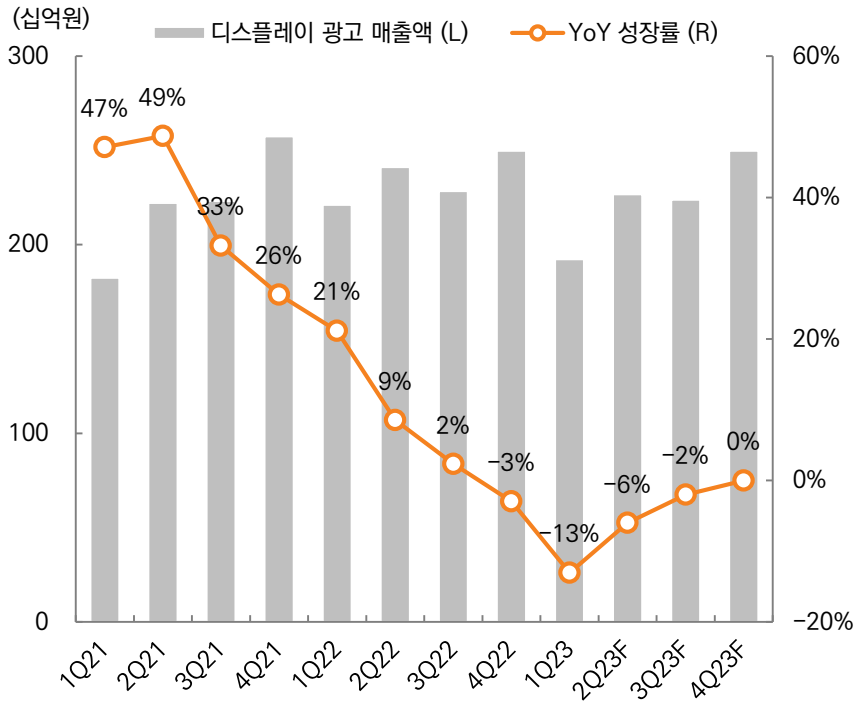
- 30%대 성장률을 보이다 -13%까지 성장률이 떨어진 디스플레이 광고와는 달리 검색 광고는 선방 중
- 검색 광고의 상대적 강세는 경기침체로 집행비를 줄이기 시작한 광고주들이 필수 광고로 영상, 배너 등의 광고보다는 검색 광고를 택하고 있기 때문. 디스플레이 광고에 비해 경기 비탄력적
- 키워드 기반의 세분화된 광고를 노출시킬 수 있어 타겟팅 효율 또한 아직 디스플레이 광고보다 높음

NAVER 검색 광고 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER 디스플레이 광고 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

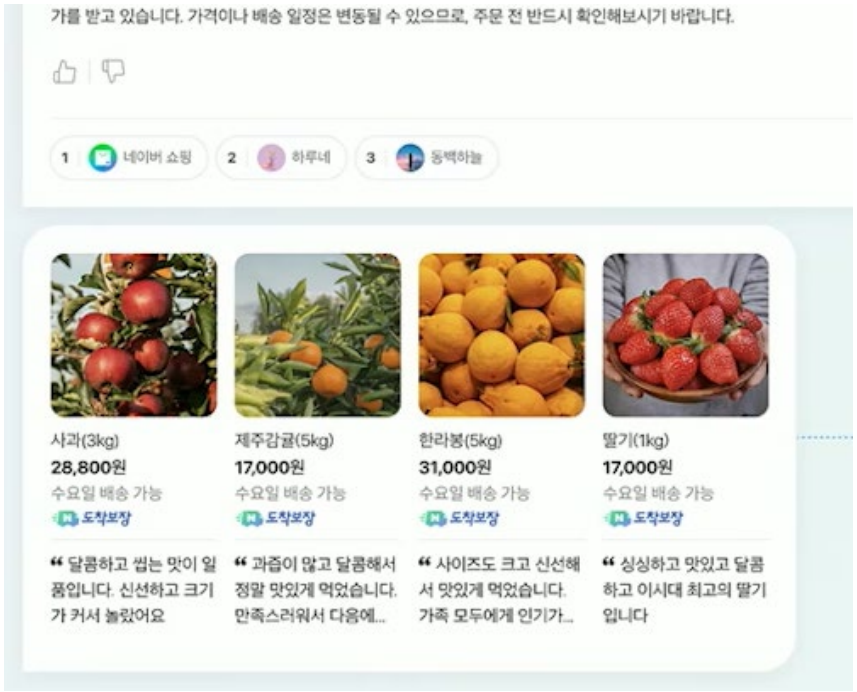
I. 광고

NAVER 서치GPT 도입 예정

- 서치 GPT의 도입을 통해 잠재 고객들에 대한 적극적인 타게팅 가능해질 전망
- 타게팅 광고를 통한 이용자 클릭률, 전환율의 상승은 곧 광고 단가 상승의 가속화로 이어질 것
- NAVER는 서치 GPT 도입 이전에도 이미 성과형 디스플레이 광고를 통해 YoY 10% 이상의 광고 단가 상승을 이어가던 상황

서치GPT 검색 예시: "2박스 이상 사면 할인되는 과일 중 많이 사는 제품 순으로 추천해줘, 수요일까지 도착해야 돼"





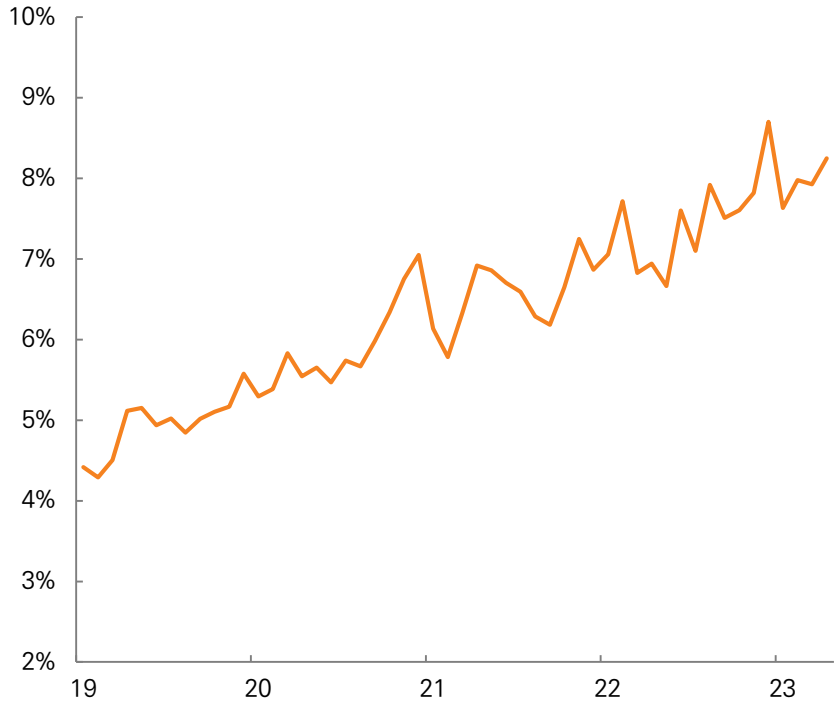
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

I. 광고

쇼핑 목적 NAVER 이용 증가

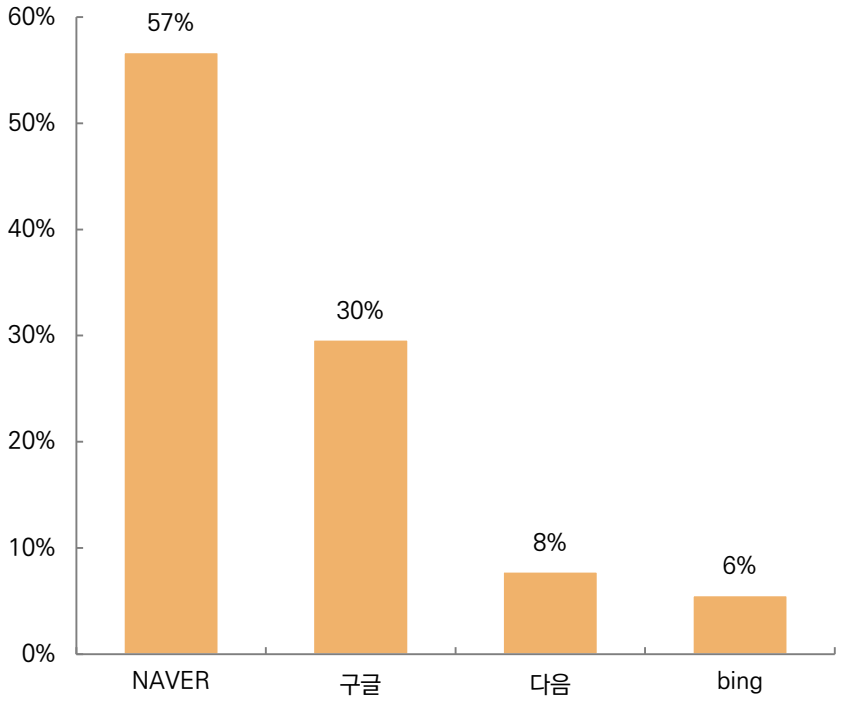
- NAVER의 검색 엔진 점유율이 과반, 그리고 2위 사업자와의 격차가 2배 정도로 유지하는 상황 속에서 NAVER 체류시간 내 커머스(네이버쇼핑) 이용 비중이 지속적으로 증가 중
- NAVER를 상품 검색 목적으로 이용하는 비중이 증가 → 검색 광고 지면 가치 상승
- 2H23 이미지+텍스트 결합형 AI 검색 도입으로 커머스 광고 효율 증가 이어질 전망

NAVER 체류시간 내 커머스 이용 비중



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 검색 엔진 쿼리 점유율



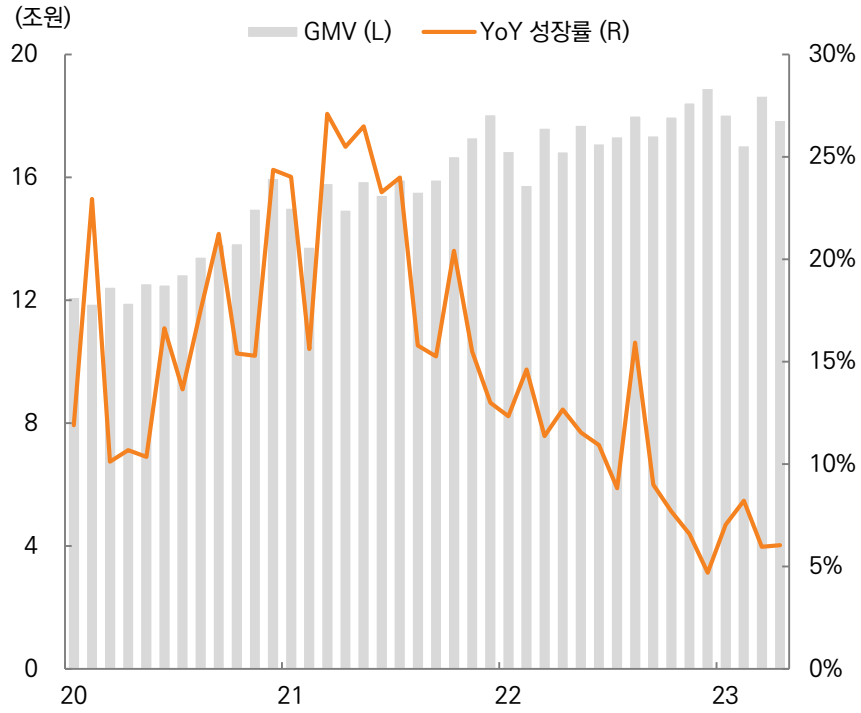
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

여행 기저효과가 사라질 하반기

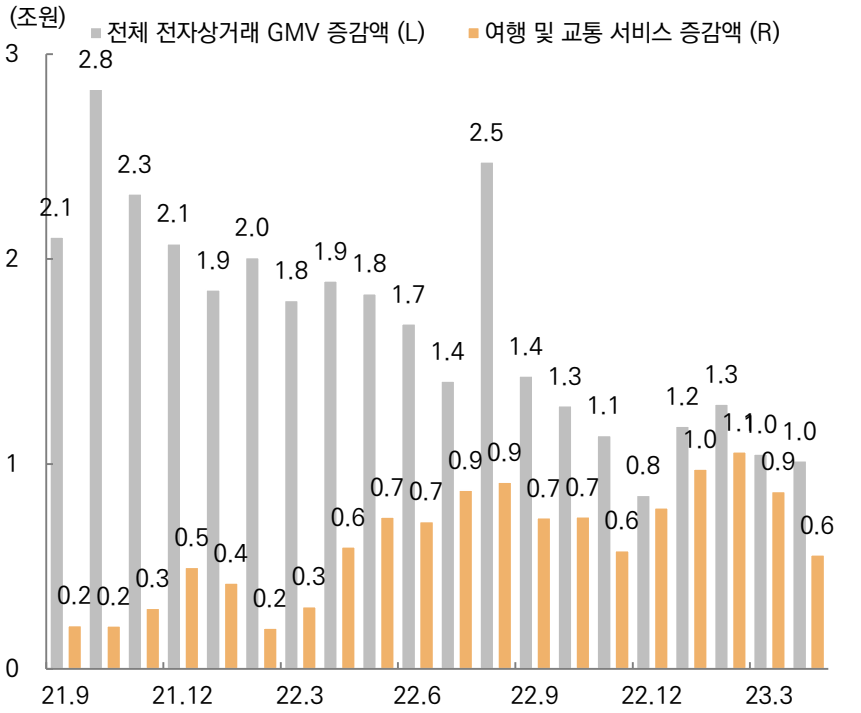
- 하반기 리오프닝 및 해외여행 재개에 따른 여행/교통 부문 일회성 효과 사라지며 둔화 심화 예상
- 국내 전자상거래 GMV 분기 성장률이 1월 이후 7% 수준으로 기록되고 있으나
- 2H22 이후 급격하게 증가한 여행 및 교통서비스를 제거하면 3% 수준에 불과

국내 전자상거래 월간 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

국내 전자상거래 월간 GMV 증감액, 여행 및 교통 서비스 증감액



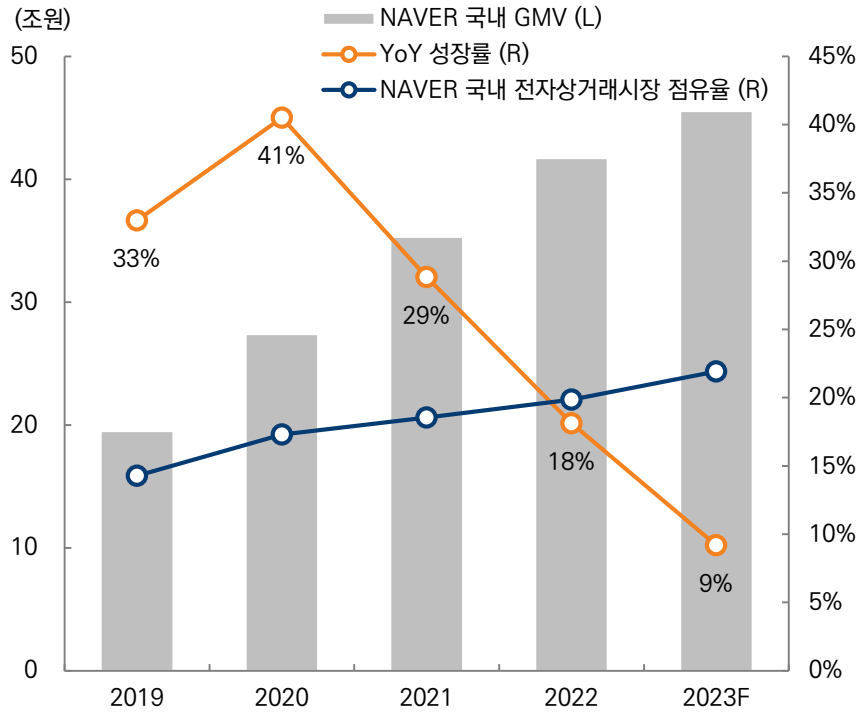
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

II. 전자상거래

NAVER, 쿠팡 양강 구도는 지속

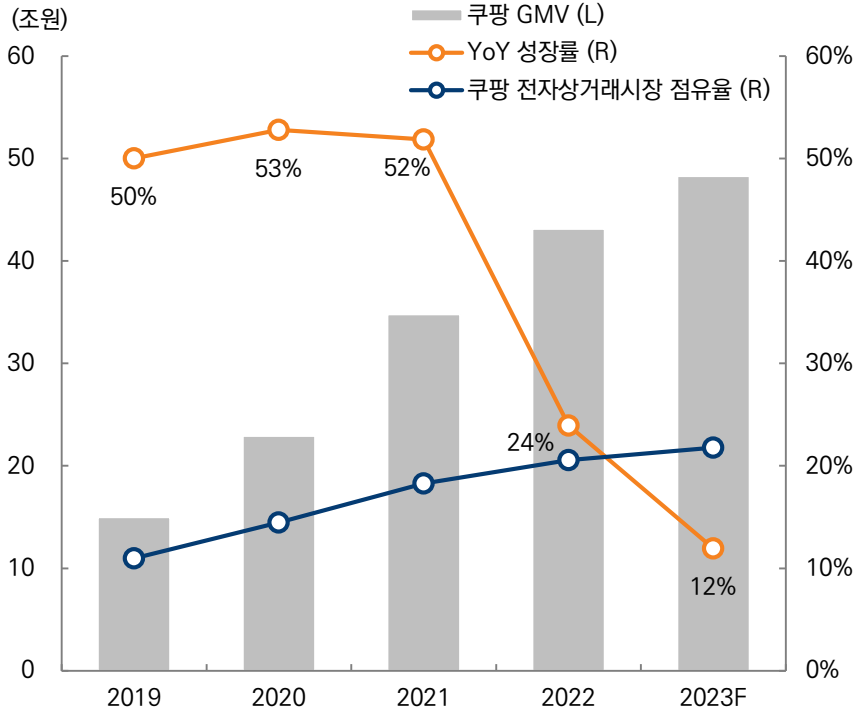
- 시장 둔화 속에서도 NAVER와 쿠팡은 시장을 상회하는 성장률 기록하며 양강 구도 확립
- 23년에도 NAVER와 쿠팡의 국내 GMV는 각 9%, 12%로 시장 성장률 5.5%를 상회하는 성장률 예상
- NAVER와 쿠팡을 제외한 나머지 이커머스 플랫폼들은 시장 점유율 하락세 지속

NAVER GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

쿠팡 GMV



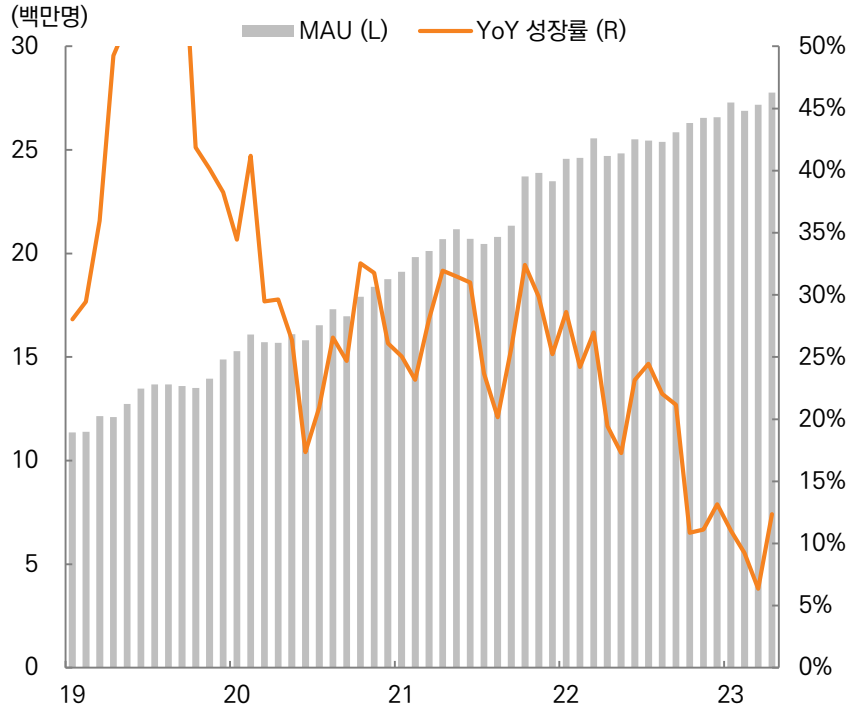
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 전자상거래

쿠팡의 국내 확장력은 한계에 도달

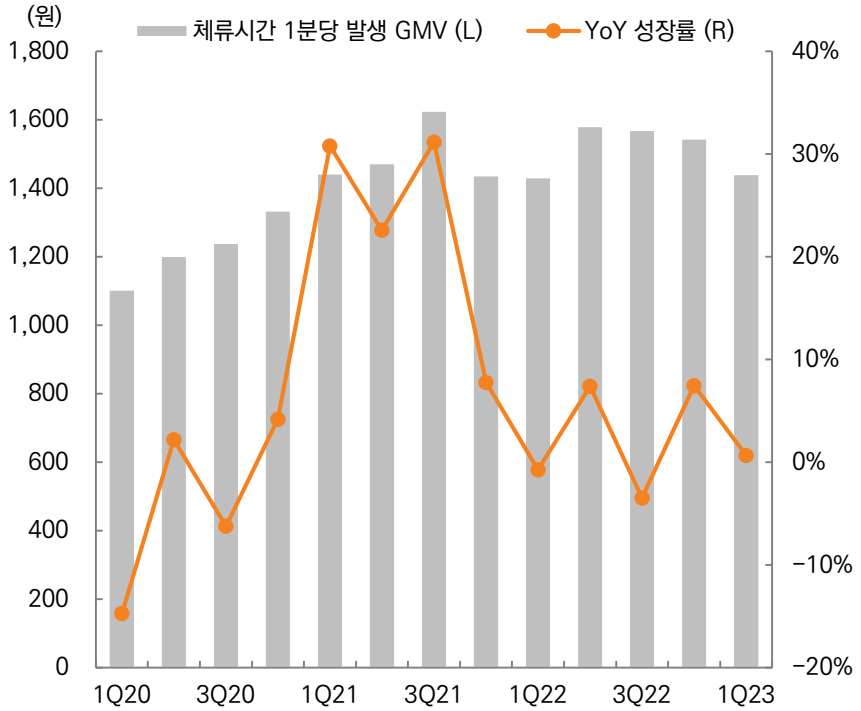
- 생필품 판매 중심의 쿠팡의 외형 성장은 서비스 상품군도 잘하는 NAVER보다 둔화 압박이 심해질 전망
- 대규모 풀필먼트 시스템을 통한 배송 최강자 지위는 유지할 것이나 이커머스 경쟁사들이 배송 시스템 최적화를 통해 당일 배송 상품을 증가시킬 수록 쿠팡 강점은 점진적으로 희석 전망
- 대규모 유통품목수(SKU)와 당일 배송 서비스를 통해 생필품 분야의 최강자가 되었지만 생필품을 제외한 중가, 고가 상품을 NAVER가 아닌 쿠팡에서 사고 싶게 만드는 유인이 부재
- MAU의 성장 둔화세, 체류시간당 발생 GMV 성장 둔화세가 동시에 관찰 중

쿠팡 MAU 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

쿠팡 체류시간 1분당 발생 GMV



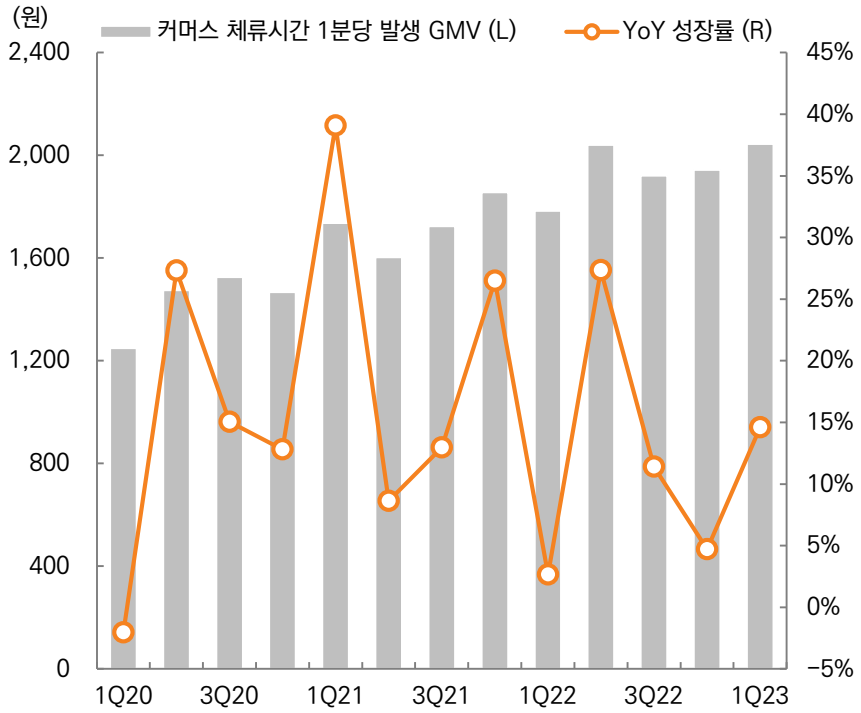
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 전자상거래

NAVER의 P, Q 상승은 여전히 진행

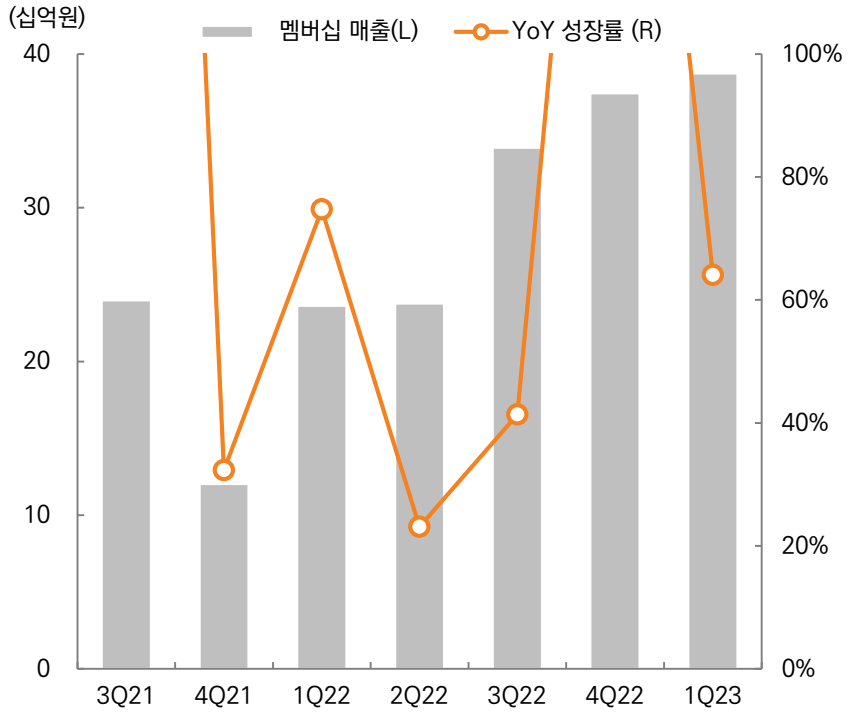
- 커머스 영역에서의 AI 기술 접목을 통한(AITEMS) 맞춤형 추천 고도화로 쇼핑 효율성이 증대 중
- NAVER 커머스 체류시간 1분당 발생 GMV(분기)는 YoY 15% 수준을 유지하며 P 증가세 지속. 체류시간 1분당 발생 GMV가 정체된 쿠팡과는 다른 모습
- 버티컬 서비스 강화로 멤버십 신규 이용자 수 증대. 1Q23 멤버십 매출 YoY 64% 증가
- 네이버웹툰, 시리즈 등 네이버 컨텐츠와의 결합으로 컨텐츠 이용자들의 유입 지속 증가

NAVER 커머스 체류시간 1분당 발생 GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER 멤버십 매출 추이

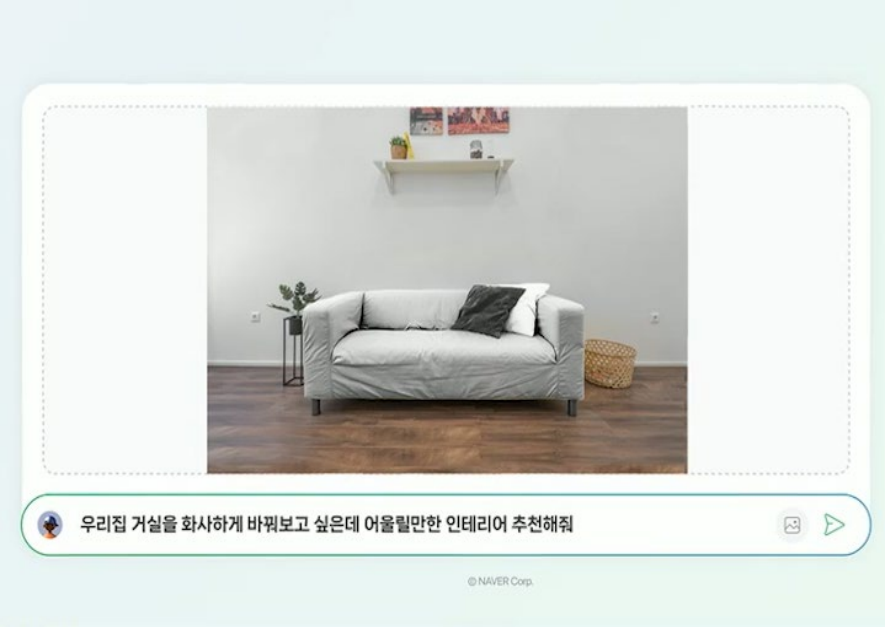


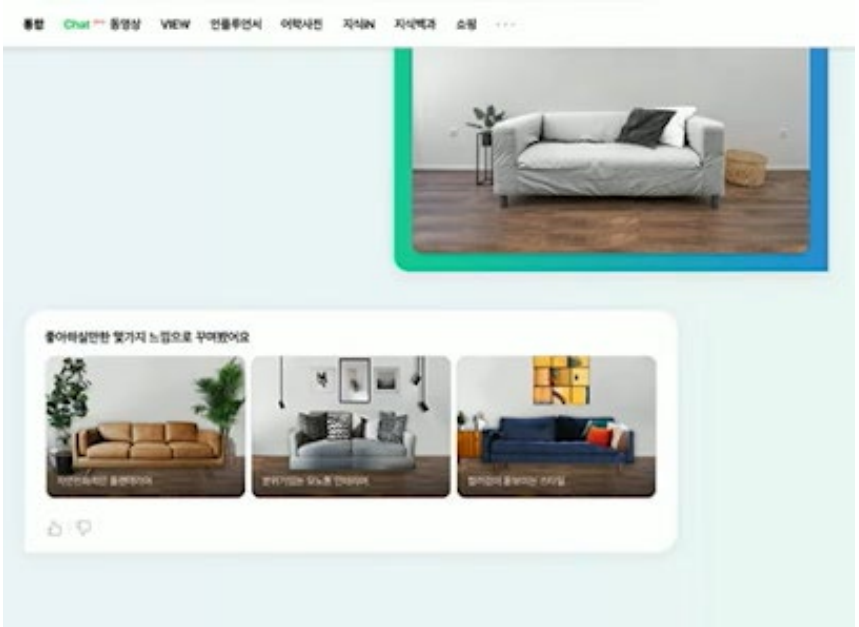
자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI 검색 고도화가 이끌 커머스 GMV 상승

- 생성형 AI는 이미지+텍스트 결합형 검색을 가능케 할 것
- 이미지 정보의 추가로 사람, 배경 등에 대한 정교한 타게팅까지 가능해질 전망
- 이는 구매까지의 도달 확률을 높여 쇼핑 체류시간당 발생 GMV 상승으로 이어질 것

NAVER 이미지+텍스트 결합형 검색 예시: "우리집 거실을 화사하게 바꿔보고 싶은데 어울릴만한 인테리어 추천해줘"





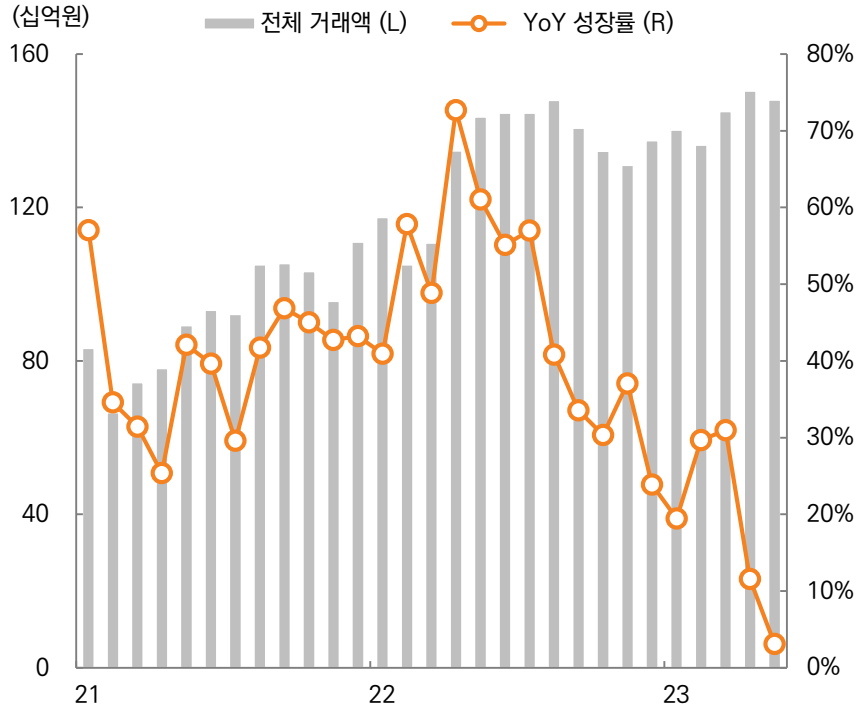
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

III. 웹툰

웹툰도 저성장 돌입

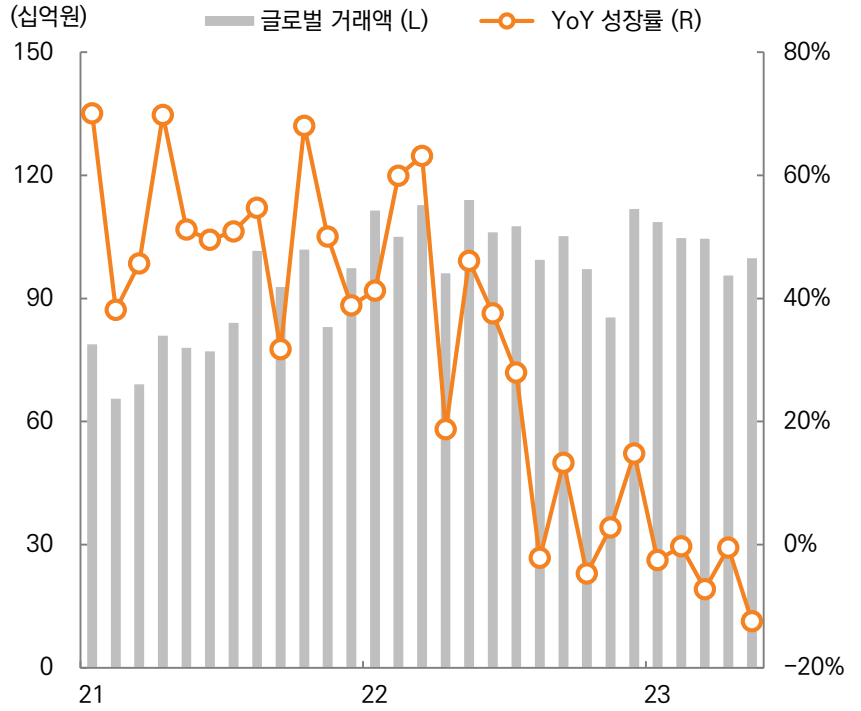
- K웹툰 컨텐츠를 기반으로 글로벌 20~21년 고성장 기록했으나 22년 저성장 국면 돌입
- 2H22부터 성장세 둔화 가속화. 신규 연결 편입 효과 제거 시 양사 모두 flat 수준까지 성장세 감소
- 국내의 Q 성장이 끝난 상황 속에서 글로벌 신규 유저 상승세도 둔화 중

네이버 웹툰 글로벌 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오 웹툰 글로벌 월거래액



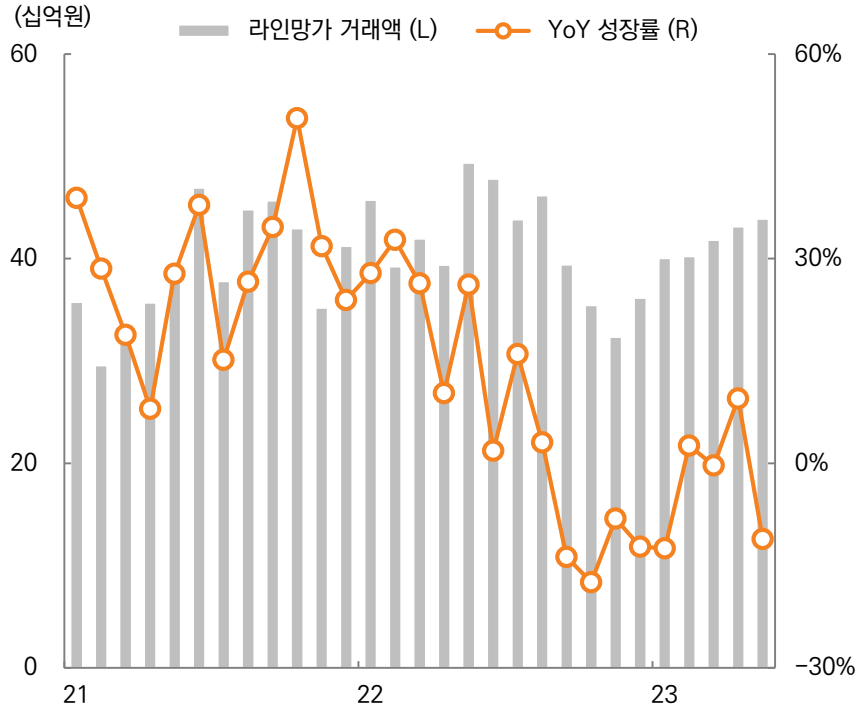
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 웹툰

웹툰도 저성장 돌입

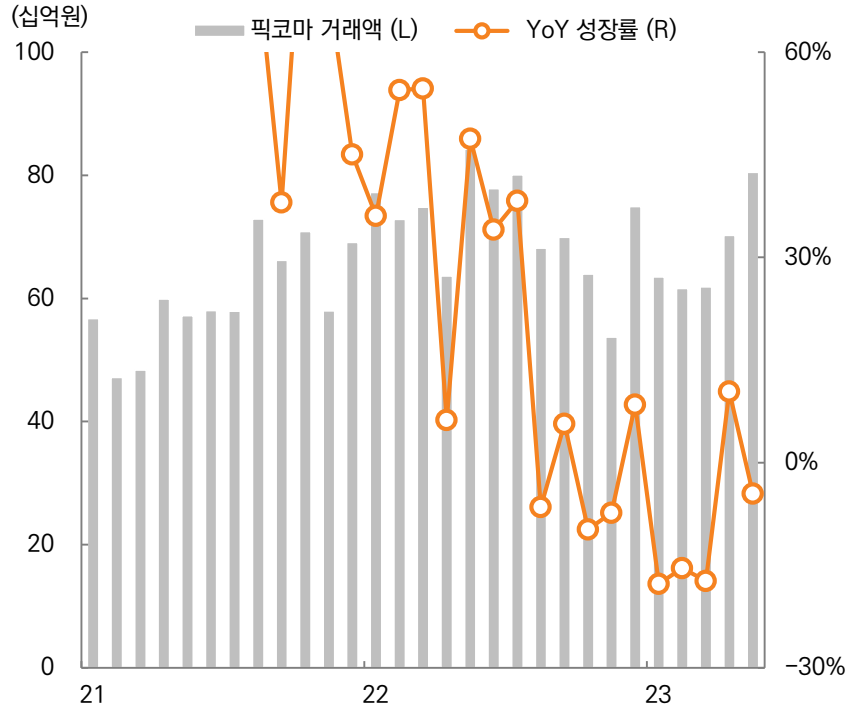
- 컨텐츠 부문 저성장은 NAVER, 카카오 모두에서 60% 이상으로 가장 큰 거래액 비중을 차지하는 일본 지역 웹툰 성장세가 둔화되고 있기 때문
  ① 리오프닝에 따른 오프라인 만화 수요 증가로 웹툰 신규 유저 증가세가 둔화된 데 따른 영향
  ② 수 년간 쌓여왔던 고퀄리티 K 웹툰 컨텐츠(ex.나혼자만 레벨업)의 소비 완료에 따른 매출 둔화 영향
- 라인망가, 픽코마 성장률 급감 관찰. 양사 일본지역 거래액 성장률 23년 10% 미만으로 둔화 전망

라인망가 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

픽코마 월거래액



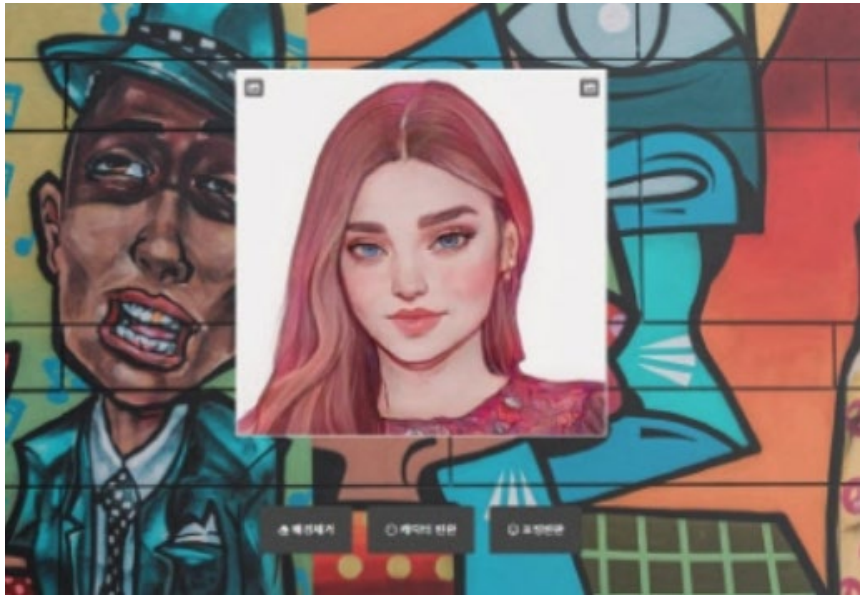
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

III. 웹툰

생성 AI 통한 공급난 해소가 희망

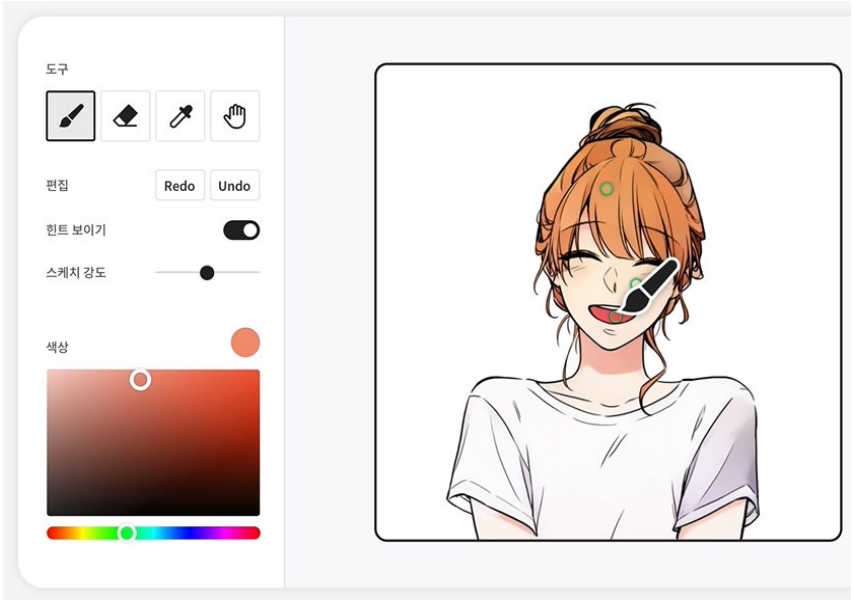
- 생성형 AI의 도입은 공급난으로 둔화된 웹툰 산업의 성장세를 반등시킬 키
- 이미 웹툰/웹소설 시나리오를 생성하는 플랫폼들이 등장 중
- 클릭 한 번으로 AI가 채색을 완성시켜주는 툴도 고도화되고 있는 상황
- 생성 AI 및 AI 툴 도입 본격 이후 컨텐츠 공급량 확대 가능해질 전망

AI 컨텐츠 창작 플랫폼 '콜레리'



자료: 콜레리, 미래에셋증권 리서치센터

AI 기반 웹툰 자동 채색 솔루션 'AI 페인터'



자료: AI페인터, 미래에셋증권 리서치센터

GAMES

게임

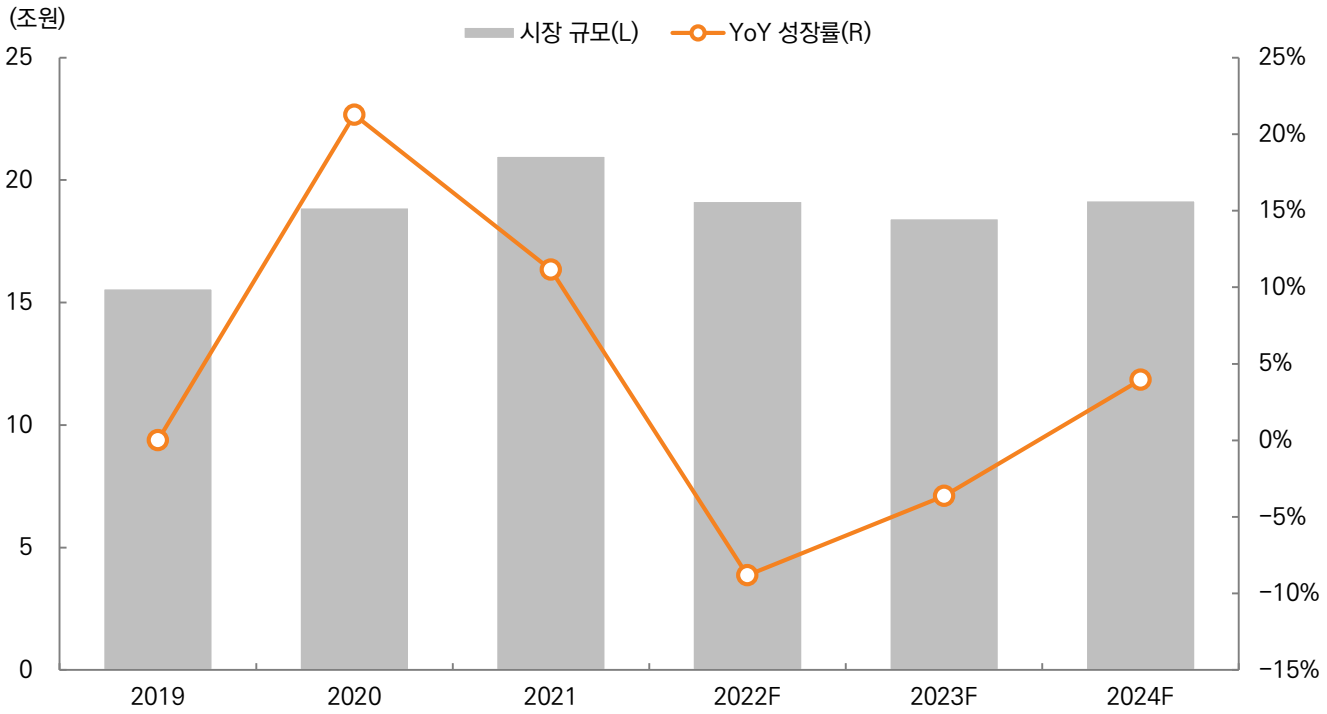


IV. 게임

더딘 국내 게임 시장 회복세

- 22년 국내 게임 시장 YoY 성장률은 -9% 수준 역성장한 것으로 추정. 23년도 3%대 역성장 예상
- 1~5월 국내 모바일 게임 부문의 역성장이 지속되고 있는 것으로 추정
- 상반기 MMORPG 신작 다수 출시됐으나 시장 성장을 가져오지 못한 것으로 판단
- 헤비 유저를 중심으로 한 시장 성장의 한계가 지속 노출되는 상황
- 다변화된 장르 신작 출시가 본격화될 24년 이후 국내 게임 시장 회복 기대

국내 게임 시장 전망



주: 2019~2021년 수치는 한국콘텐츠진흥원 수치. 22년 이후는 자체 추정
자료: 한국콘텐츠진흥원, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

IV. 게임

주요 게임사 기대작 타임라인

	1Q23	2Q23	2H23	2024	시기미정
크래프톤	-	-	3Q: 디펜스더비 글로벌	프로젝트 블랙버짓 서브노티카2	눈물을 마시는 새
엔씨소프트	-	-	4Q: TL 글로벌 4Q: 프로젝트G 글로벌	프로젝트E, R 프로젝트LLL(슈팅)	아이온2
넷마블	-	모두의마블 글로벌(4월. 하회) 일곱개의대죄 중국(6월)	아스달연대기, 나혼자만레벨업 파라곤, 하이프스쿼드 원탁의기사, 세븐나이츠 키우기 제2의나라 중국	-	-
카카오게임즈	1Q: 에버소울 글로벌 1Q: 아키에이지워 국내	오딘 일본(6월)	3Q: 아레스 국내 4Q: 가디스오더 글로벌 4Q: 에버소울 일본 4Q: 오딘 북미/유럽	아레스 글로벌	-
펄어비스	-	-	-	붉은사막 글로벌	도깨비
위메이드	미르M 글로벌(1월 하회)	나이트크로우 국내(4월. 상회)	4Q: 나이트크로우 글로벌	레전드오브이미르	디스민즈워
넥슨게임즈	-	히트2 대만(5월. 부합)	블루아카이브 중국 퍼스트디센던트 글로벌 베일드엑스퍼트 글로벌 갓썸 글로벌	-	프로젝트DW 프로젝트DX
네오위즈	-	-	P의 거짓(8월)	-	-
조이시티	-	-	스타시드 글로벌 디즈니나이츠사가 글로벌	프리스타일 풋볼2	-
컴투스	-	제노니아 글로벌(6월)	3Q: MLB 9이닝스 라이벌	-	-
데브시스터즈	-	-	4Q: 쿠키런 킹덤 중국 쿠키런 오븐스매시 글로벌	-	-

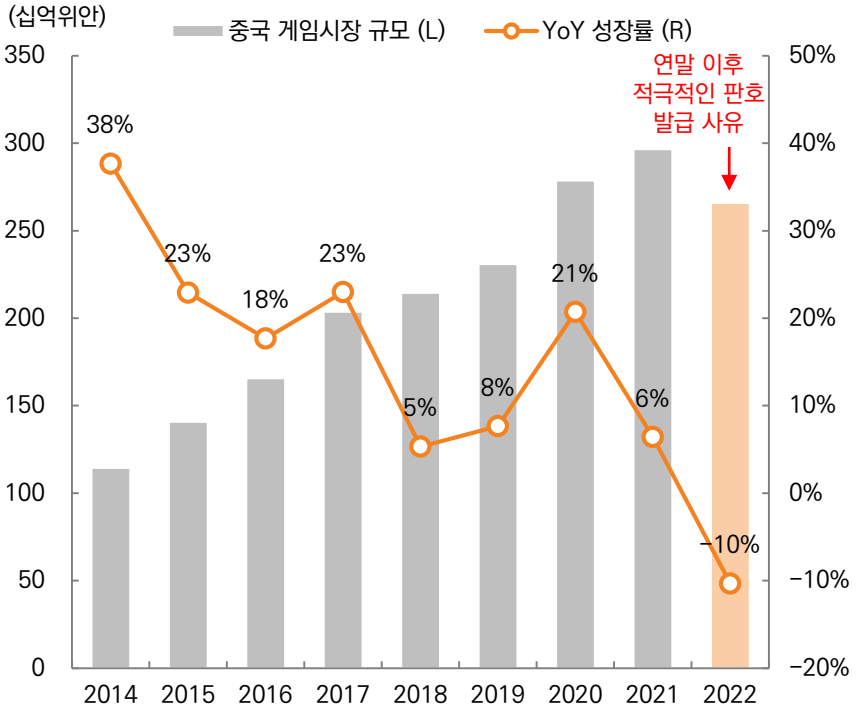
자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 게임

개방되고 있는 중국 시장이 기회

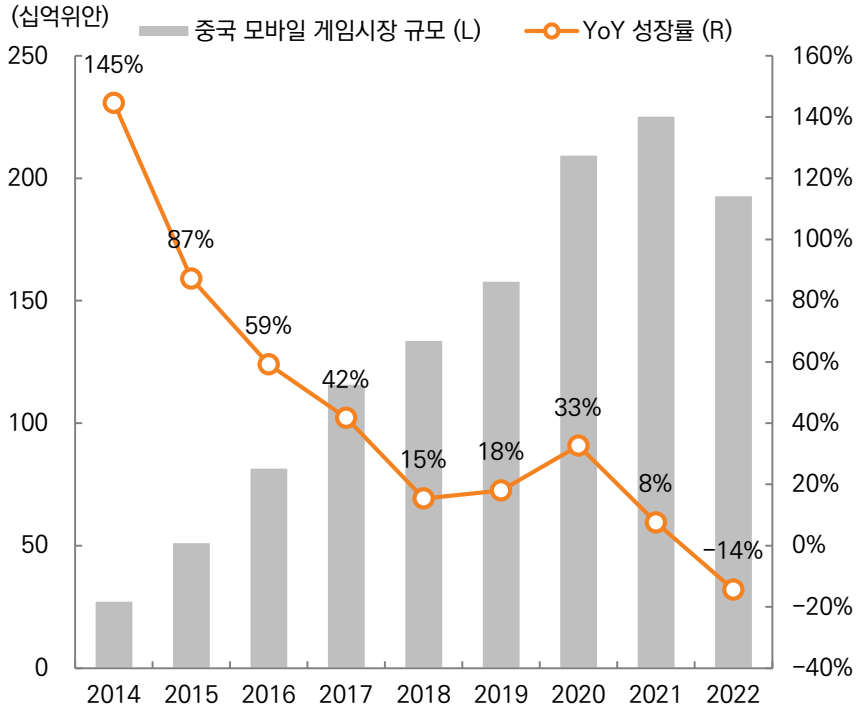
- 2H23에도 중국 당국의 적극적인 내자 및 외자 판호 발급 기조는 지속될 전망
- 22년 중국 게임 시장 규모는 2,660억위안으로 전년 대비 10% 역성장
- 컨텐츠 공급 확대를 통한 시장 성장률 회복이 관찰되기 전까지는 판호 개방 기조 유지 예상
- 국내 게임사 중국 신규 매출 반영은 2H23부터 본격화 전망(12월, 3월 판호 획득 게임 출시)

중국 게임 시장 규모



자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터

중국 모바일 게임 시장 규모



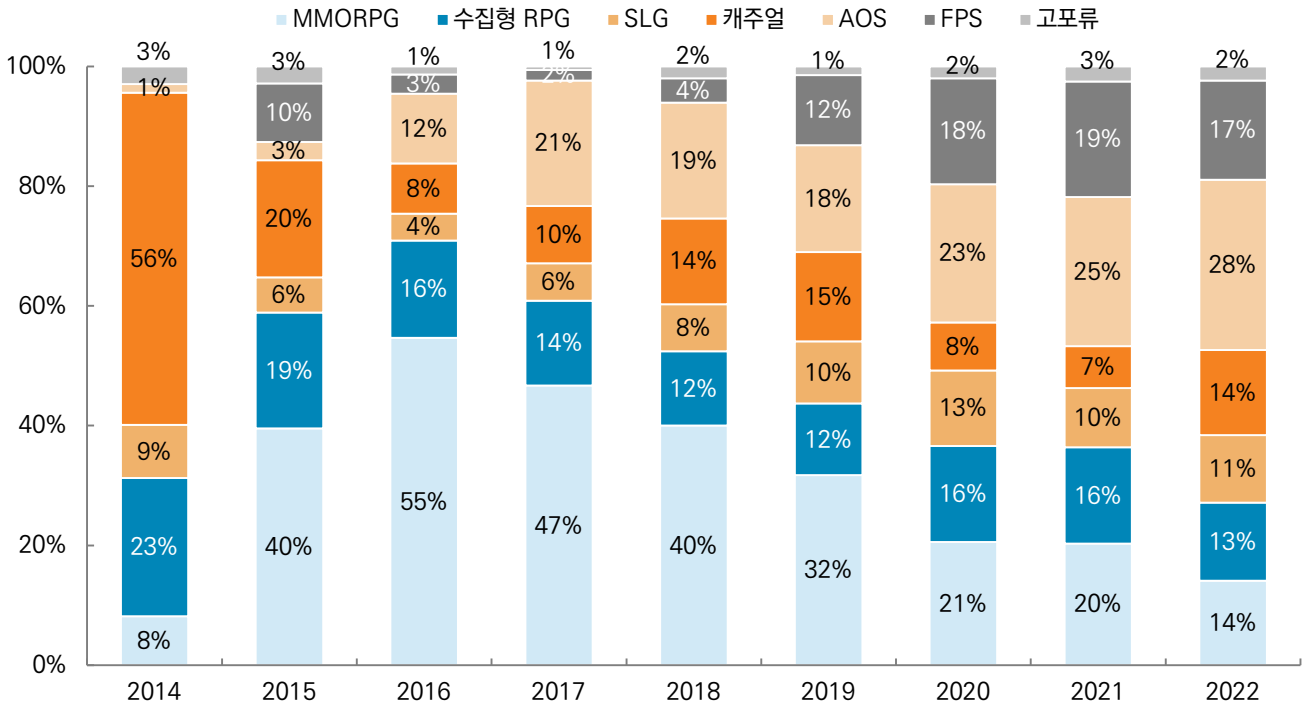
자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 게임

국내와는 다른 중국 게임 시장

- 중국은 MMORPG 일변도인 국내와 달리 다변화된 장르 게임들이 고른 매출을 올리는 시장
- 국내 MMORPG의 중국 흥행 가능성은 희박할 것으로 판단
- 다변화된 장르에서 강점을 가진 국내 게임사에 주목할 필요성 존재

14~22년 중국 iOS 매출 Top50 게임 장르별 매출 비중



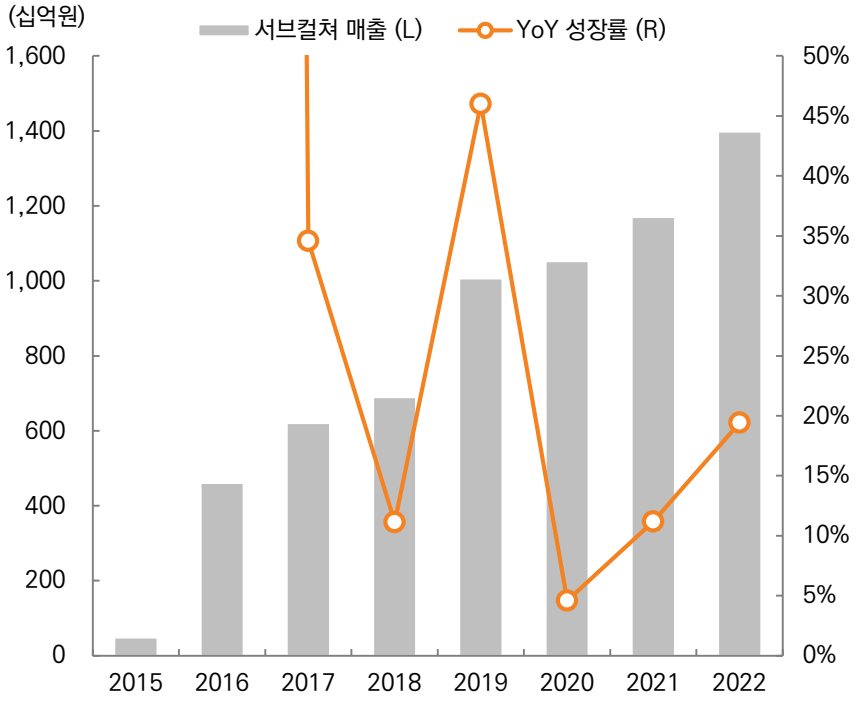
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

IV. 게임

서브컬쳐, SLG는 고성장세 유지

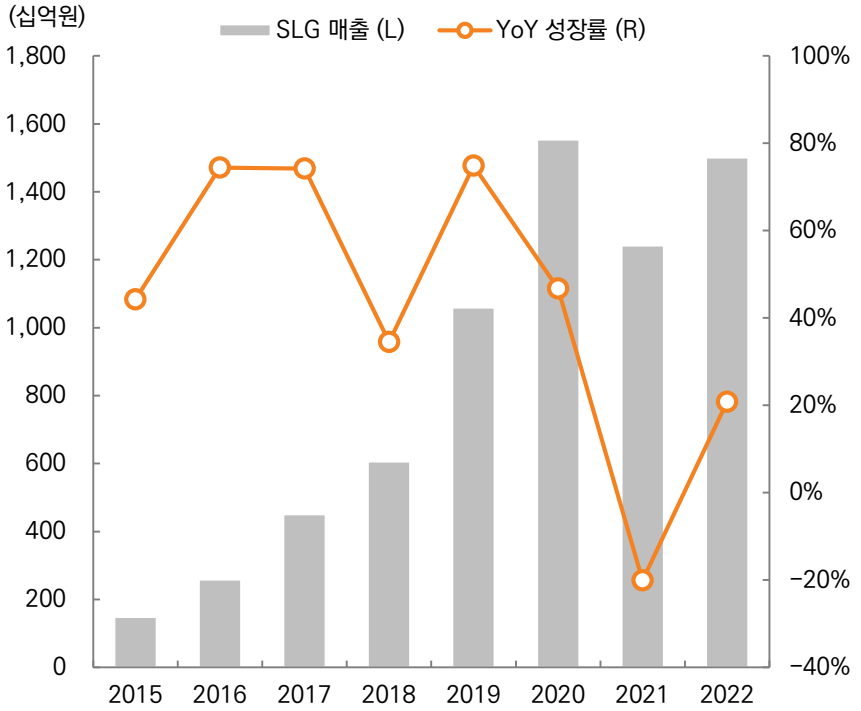
- 22년 중국 모바일 게임 시장이 14% 역성장했음에도 서브컬쳐, SLG 게임은 고성장
- 22년 중국 시장에서 서브컬쳐 게임과, SLG 매출은 YoY 20%대 성장 기록 추정
- 수집형 RPG의 대다수가 서브컬쳐 기반으로 만들어지고 있는 상황

중국 iOS Top 50 게임 내 서브컬쳐 게임 연매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중국 iOS Top 50 게임 내 SLG 연매출 추이



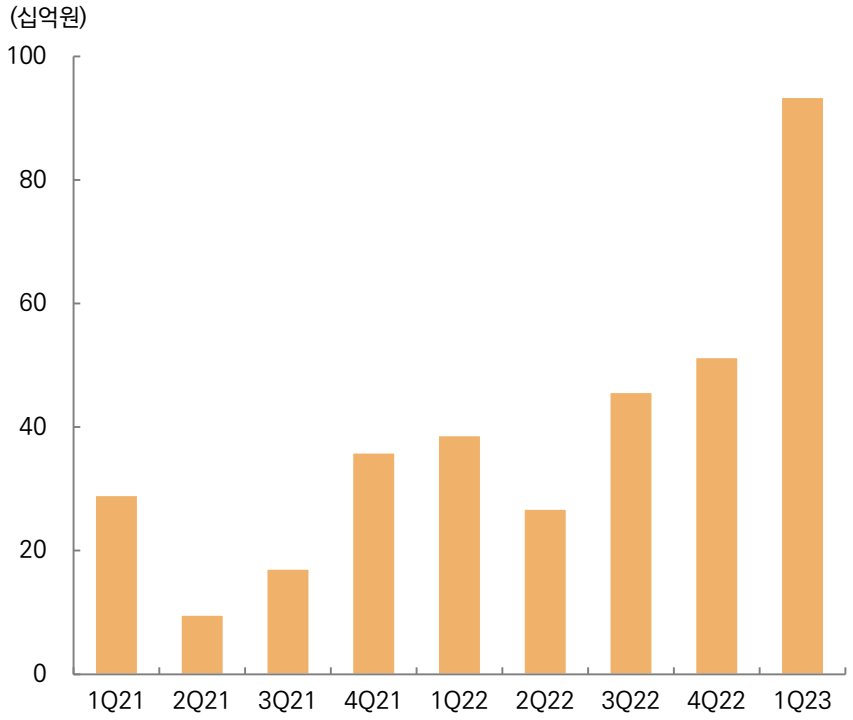
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

IV. 게임

서브컬쳐 스튜디오의 가치 상승 전망

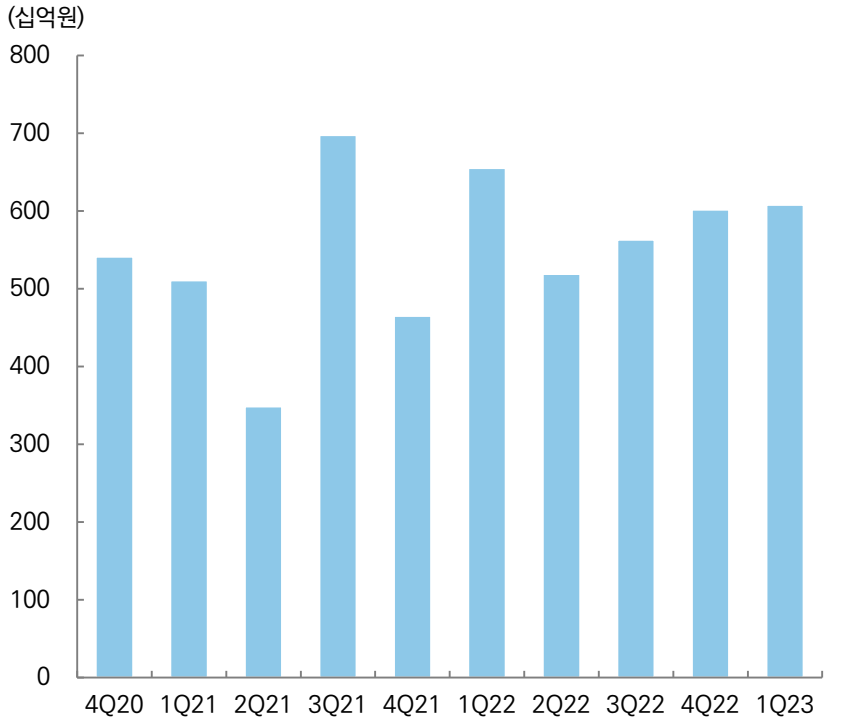
① 서브컬쳐가 주류로 인기를 끌고 있는 중국 시장에서의 높은 잠재력
② 매출의 급격한 하향안정화를 겪는 MMORPG 대비 우월한 라이프사이클
③ 세계관의 영속성에서 오는 차기작 Hit Ratio의 증가

블루아카이브 글로벌 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

원신 글로벌 분기 매출(중국은 iOS만 포함)



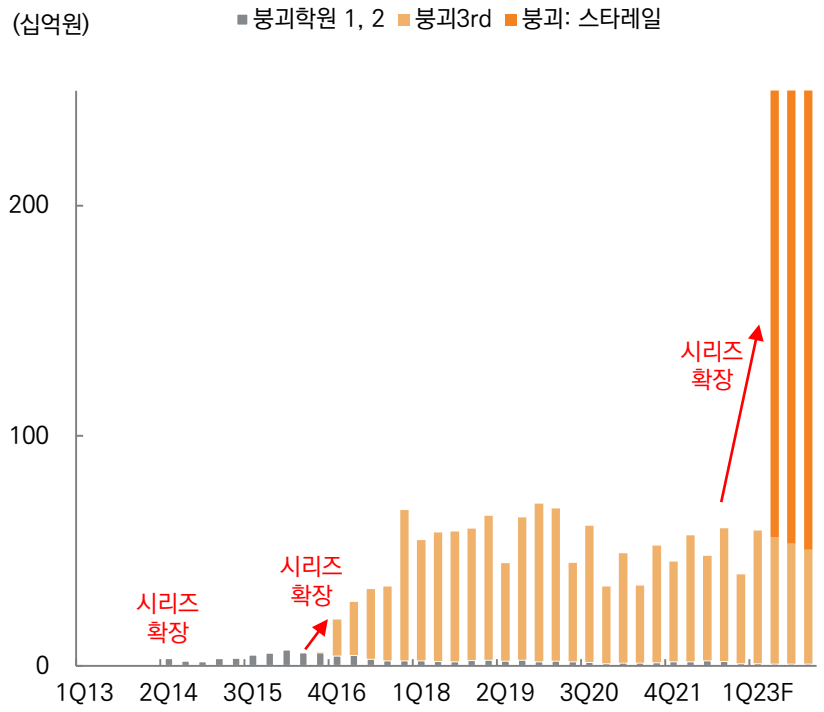
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

IV. 게임

서브컬쳐 스튜디오의 가치 상승 전망

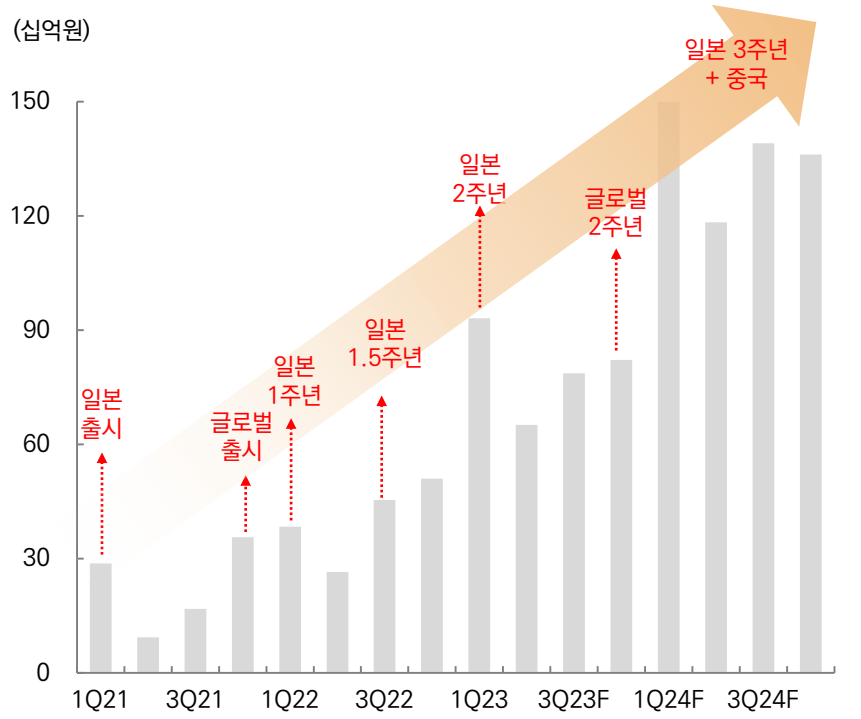
- 세계관을 성공적으로 확장시키며 후속작 성공까지 이어지는 경우가 지속 관찰 중
- 원신 개발사 미호요의 붕괴 시리즈 성공이 대표적. 일본은 페이트스테이나이트가 존재
- 국내는 넥슨게임즈의 블루아카이브가 가장 앞서있는 후보. 활발한 2차, 3차 창작물 제작

붕괴 시리즈 분기 매출



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

블루아카이브 글로벌 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

COMPANY

종목 분석



NAVER (035420)

Top Pick

과도했던 우려. 매력적인 매수 타이밍

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	280,000원
현재주가(23/6/5)	204,500원
상승여력	37%

영업이익(23F,십억원)	1,427
Consensus 영업이익(23F,십억원)	1,474
EPS 성장률(23F,%)	21.4
P/E(23F,x)	36.4
MKT P/E(23F,x)	15.5
KOSPI	2,615.41
시가총액(십억원)	33,548
발행주식수(백만주)	164
유동주식비율(%)	83.3
외국인 보유비중(%)	48.1
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	158,500
52주 최고가(원)	287,500

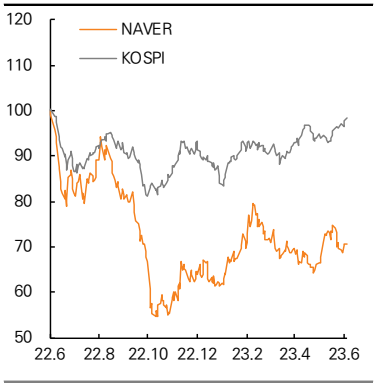
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.3	6.8	-28.9
상대주가	-0.3	-1.2	-27.4

투자포인트

- 시장의 우려와 달리 올해 NAVER의 검색 엔진 점유율은 오히려 상승(1월 56.2%, 4월 56.7%) 5월도 57% 수준 추정. 주간으로도 NAVER의 연초 이후 쿼리 점유율에는 큰 변화가 없는 상황
- 광고 시장 침체 속에서도 NAVER의 단위시간당 광고매출액(P)는 YoY 10% 이상의 성장률 유지 하반기 서치GPT 도입 이후 타게팅 효율성 증대로 P 상승세 가속화 전망
- 전자상거래 시장 침체 속에서도 커머스 체류시간당 발생 GMV는 YoY 10% 이상의 성장률을 유지 하반기 이미지 텍스트 결합형 커머스 검색 도입 이후 단위시간당 발생 GMV 성장세 가속화 전망

투자의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

- 3Q23~2Q24 EPS에 타겟 P/E 39배(19년 평균) 적용. 인터넷 업종 내 Top Pick 유지
- 검색 엔진 점유율에 급감에 대한 우려로 조정 받았으나 실제로는 점유율 방어에 성공 중
- 하반기 서치GPT 도입 이후 1) 쿼리 감소에 대한 과도한 우려 해소, 2) 검색 클릭률 및 구매 전환율의 극적인 증가세 확인과 함께 주가 본격 반등 예상



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	5,304	6,818	8,220	9,810	11,119	12,534
영업이익 (십억원)	1,215	1,325	1,305	1,427	1,696	2,292
영업이익률 (%)	22.9	19.4	15.9	14.5	15.3	18.3
순이익 (십억원)	1,002	16,490	760	923	1,413	1,901
EPS (원)	6,097	100,400	4,634	5,625	8,616	11,588
ROE (%)	15.2	106.7	3.3	4.0	5.8	7.4
P/E (배)	48.0	3.8	38.3	36.4	23.7	17.6
P/B (배)	5.6	2.5	1.2	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

[인터넷/게임] 임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

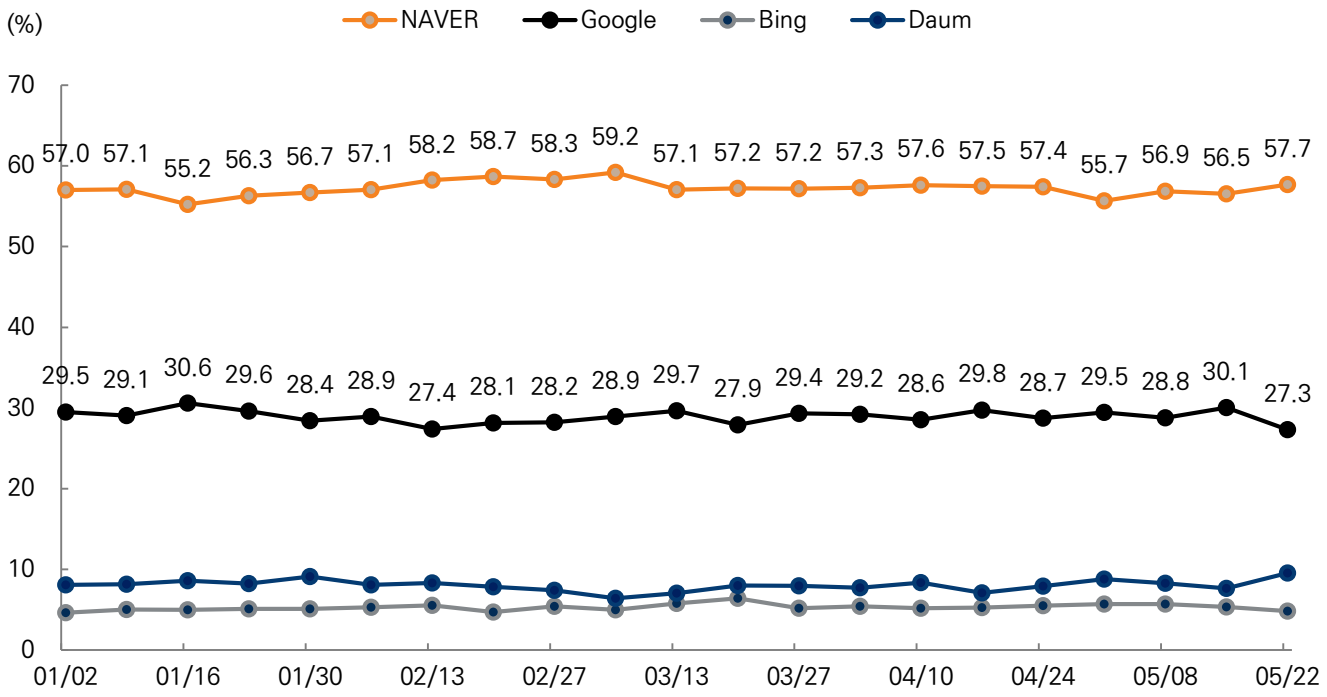
NAVER (035420)

Top Pick

쿼리 점유율이 진짜 감소했는가?

- 닐슨코리안클릭 기준 NAVER의 1월 쿼리점유율은 56.2%에서 4월 56.7%로 상승
- 5월도 57% 수준 추정. 주간으로 보더라도 NAVER의 연초 이후 쿼리 점유율에는 큰 변화가 없음
- NAVER 모바일 앱 체류시간 역시 1월 이후 감소세가 관찰되고 있지 않은 상황
- 언론에서 보도된 것과 달리 구글의 점유율도 증가하고 있지 못하는 상황

국내 검색엔진별 쿼리 주간 쿼리 점유율 추이

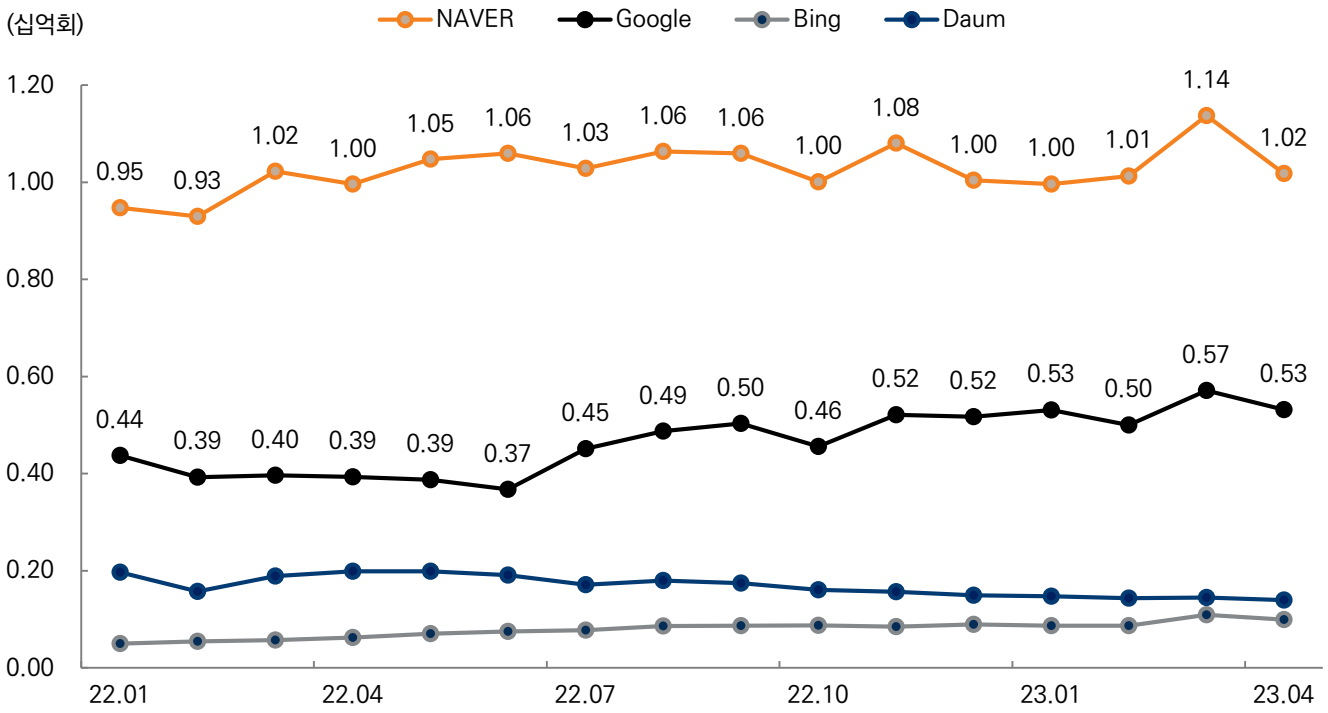


자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

쿼리 수로 보면 어떨까?

- NAVER의 월간 총 쿼리 수는 연초 이후 오히려 증가한 상황
- NAVER 4월 총 쿼리 수는 1월 대비 2%, 전년 동기 대비 2% 증가
- 구글 4월 총 쿼리 수는 1월과 비슷한 수준을 유지하며 증가세 미관찰
- 주간으로 보더라도 구글의 5월 쿼리 수는 4월 수준에 미치지 못할 것으로 추정

국내 검색엔진별 월간 총 쿼리 수 추이



자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

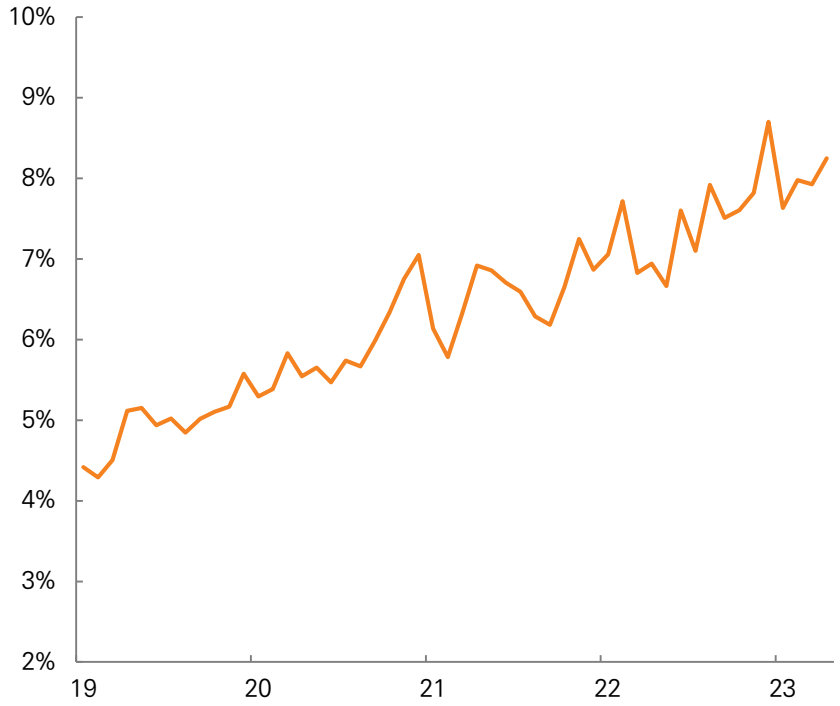
NAVER (035420)

Top Pick

쇼핑 목적 NAVER 이용 증가

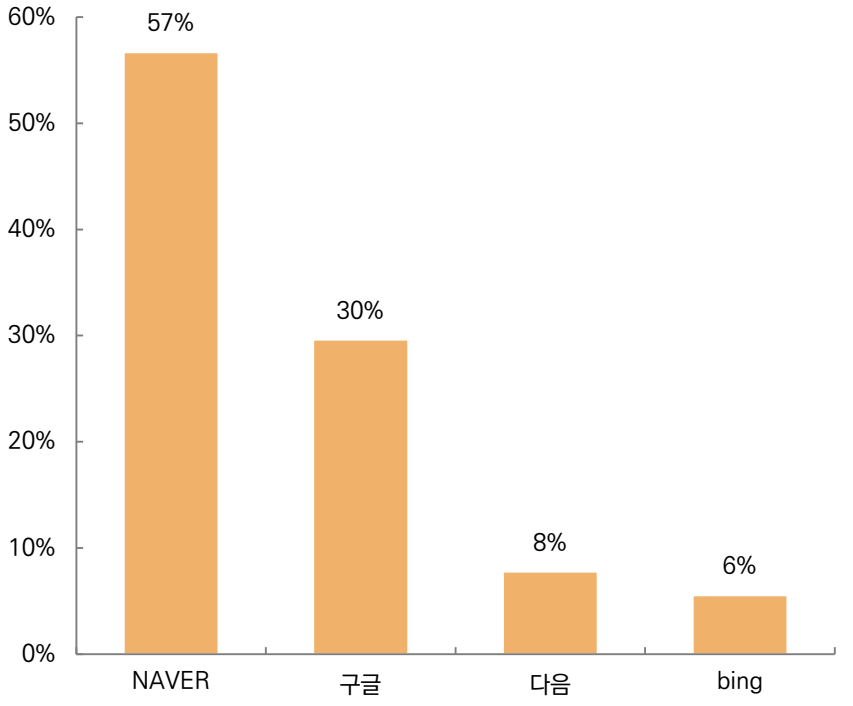
- NAVER의 검색 엔진 점유율이 과반, 그리고 2위 사업자와의 격차가 2배 정도로 유지하는 상황 속에서 NAVER 체류시간 내 커머스(네이버쇼핑) 이용 비중이 지속적으로 증가 중
- NAVER를 상품 검색 목적으로 이용하는 비중이 증가 → 검색 광고 지면 가치 상승
- 2H23 이미지+텍스트 결합형 AI 검색 도입으로 커머스 광고 효율 증가 이어질 전망

NAVER 체류시간 내 커머스 이용 비중



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 검색 엔진 쿼리 점유율



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

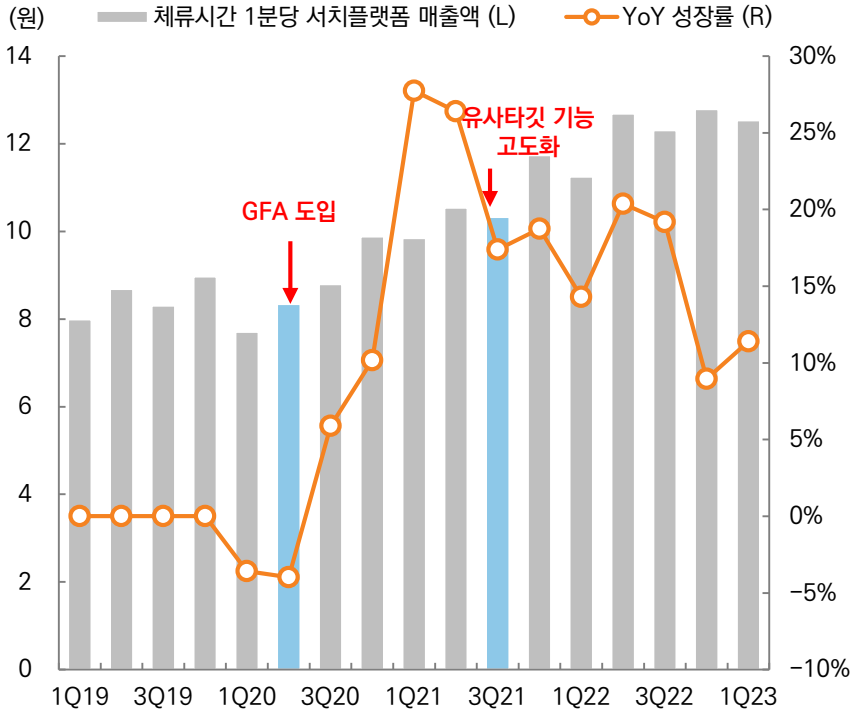
NAVER (035420)

Top Pick

Q 감소세 완화 속
P 상승 지속

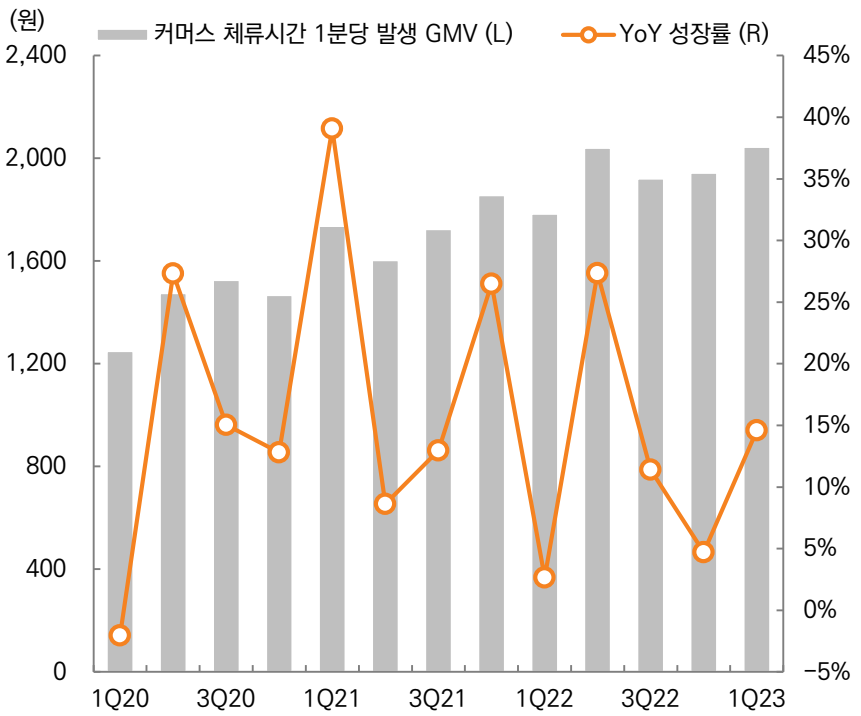
- 광고 시장 침체 속에서도 NAVER의 단위시간당 광고매출액(P)는 YoY 10% 이상의 성장률 유지
- 하반기 서치GPT 도입 이후 타게팅 효율성 증대로 P 상승세 가속화될 전망
- 전자상거래 시장 침체 속에서도 커머스 체류시간당 발생 GMV는 YoY 10% 이상의 성장률을 유지
- 하반기 이미지 텍스트 결합형 커머스 검색 도입 이후 단위시간당 발생 GMV 성장세 가속화 전망

NAVER 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER 커머스 체류시간 1분당 발생 GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

Top Pick

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**1,845**	**2,046**	**2,057**	**2,272**	**2,280**	**2,428**	**2,524**	**2,578**	**6,818**	**8,220**	**9,810**	**11,119**
(% YoY)	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	23.6%	18.7%	22.7%	13.5%	28.5%	20.6%	19.3%	13.3%
서치플랫폼	**850**	**906**	**896**	**916**	**852**	**931**	**939**	**967**	**3,308**	**3,568**	**3,688**	**4,032**
검색	623	661	665	660	656	700	711	713	2,400	2,609	2,780	3,058
디스플레이	221	241	228	250	192	227	224	250	885	941	893	957
기타	6	4	3	6	4	4	4	4	23	19	15	17
커머스	**416**	**439**	**458**	**487**	**606**	**630**	**654**	**698**	**1,488**	**1,801**	**2,588**	**3,051**
커머스 광고	261	274	268	276	264	277	289	312	944	1,078	1,142	1,386
중개 및 판매	132	142	157	173	303	313	322	342	476	604	1,279	1,463
멤버십	24	24	34	37	39	41	43	45	69	119	167	203
핀테크	**275**	**296**	**296**	**320**	**318**	**339**	**349**	**370**	**979**	**1,187**	**1,377**	**1,619**
컨텐츠	**212**	**300**	**312**	**437**	**411**	**428**	**478**	**436**	**660**	**1,262**	**1,753**	**1,950**
웹툰	164	251	268	383	353	367	415	370	492	1,066	1,505	1,656
스노우	33	27	29	38	45	47	49	52	84	128	193	235
기타	15	22	14	16	13	14	14	14	84	67	55	60
클라우드	**92**	**105**	**95**	**111**	**93**	**100**	**103**	**107**	**383**	**403**	**404**	**467**
NCP/웍스(B2B)	86	92	92	100	91	94	97	100	329	370	382	430
클로바/랩스	7	13	3	11	2	6	7	7	53	33	22	37
영업비용	**1,543**	**1,710**	**1,727**	**1,935**	**1,950**	**2,083**	**2,155**	**2,196**	**5,492**	**6,915**	**8,384**	**9,423**
개발/운영비용	472	515	522	562	635	665	680	689	1,753	2,070	2,669	2,907
파트너	624	720	722	898	832	903	938	958	2,172	2,964	3,631	4,134
인프라	133	141	152	154	133	141	147	150	496	581	571	647
마케팅	315	333	331	322	350	374	390	399	1,072	1,301	1,512	1,735
영업이익	**302**	**336**	**330**	**337**	**330**	**345**	**369**	**382**	**1,325**	**1,305**	**1,427**	**1,696**
(% YoY)	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	9.5%	2.7%	11.8%	13.5%	9.1%	-1.6%	9.3%	18.9%
영업이익률	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	14.5%	14.2%	14.6%	14.8%	19.4%	15.9%	14.5%	15.3%
지배주주순이익	**171**	**183**	**257**	**149**	**55**	**270**	**285**	**313**	**16,490**	**760**	**923**	**1,424**
NPM	9.3%	9.0%	12.5%	6.5%	2.4%	11.1%	11.3%	12.1%	241.9%	9.2%	9.4%	12.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**8,220**	**9,810**	**11,119**	**12,534**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**8,220**	**9,810**	**11,119**	**12,534**
판매비와관리비	**6,915**	**8,384**	**9,423**	**10,242**
조정영업이익	**1,305**	**1,427**	**1,696**	**2,292**
영업이익	**1,305**	**1,427**	**1,696**	**2,292**
비영업손익	**-221**	**-163**	**174**	**187**
금융손익	-13	-6	9	30
관계기업등 투자손익	97	99	242	250
세전계속사업손익	1,084	1,264	1,870	2,479
계속사업법인세비용	411	417	561	719
계속사업이익	673	847	1,309	1,760
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**673**	**847**	**1,309**	**1,760**
지배주주	760	923	1,413	1,901
비지배주주	-87	-76	-105	-141
총포괄이익	**-715**	**847**	**1,309**	**1,760**
지배주주	-681	807	1,247	1,678
비지배주주	-34	40	61	83
EBITDA	1,866	1,815	2,111	2,699
FCF	753	1,077	1,513	1,910
EBITDA 마진율 (%)	22.7	18.5	19.0	21.5
영업이익률 (%)	15.9	14.5	15.3	18.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	9.4	12.7	15.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**6,440**	**7,337**	**8,635**	**10,647**
현금 및 현금성자산	2,724	3,548	4,771	6,707
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	9	10	12	13
기타유동자산	3,707	3,779	3,852	3,927
비유동자산	**27,459**	**27,357**	**27,298**	**27,242**
관계기업투자등	18,541	18,541	18,541	18,541
유형자산	2,458	2,362	2,290	2,273
무형자산	1,481	1,475	1,487	1,447
자산총계	**33,899**	**34,694**	**35,933**	**37,889**
유동부채	**5,481**	**5,516**	**5,535**	**5,819**
매입채무 및 기타채무	899	917	936	954
단기금융부채	1,575	1,604	1,545	1,748
기타유동부채	3,007	2,995	3,054	3,117
비유동부채	**4,968**	**5,018**	**5,066**	**5,115**
장기금융부채	2,622	3,306	3,306	3,306
기타비유동부채	2,346	1,712	1,760	1,809
부채총계	**10,449**	**10,534**	**10,601**	**10,935**
지배주주지분	**22,744**	**23,529**	**24,806**	**26,569**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	23,646	24,431	25,707	27,471
비지배주주지분	**706**	**631**	**526**	**385**
자본총계	**23,450**	**24,160**	**25,332**	**26,954**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	38.3	36.4	23.7	17.6
P/CF (x)	14.6	20.7	15.0	11.9
P/B (x)	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	16.1	18.5	15.2	11.2
EPS (원)	4,634	5,625	8,616	11,588
CFPS (원)	12,138	9,894	13,654	17,196
BPS (원)	144,841	149,628	157,408	168,158
DPS (원)	914	914	914	914
배당성향 (%)	20.4	16.2	10.5	7.8
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	20.6	19.3	13.3	12.7
EBITDA증가율 (%)	6.1	-2.7	16.3	27.9
조정영업이익증가율 (%)	-1.6	9.4	18.9	35.1
EPS증가율 (%)	-95.4	21.4	53.2	34.5
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	1,111.4	1,033.9	1,009.5	1,006.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.0	2.5	3.7	4.8
ROE (%)	3.3	4.0	5.8	7.4
ROIC (%)	37.6	36.4	47.2	67.1
부채비율 (%)	44.6	43.6	41.9	40.6
유동비율 (%)	117.5	133.0	156.0	183.0
순차입금/자기자본 (%)	1.0	-2.7	-7.8	-13.9
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	19.0	22.8	30.4

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

2023년의 게임주

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	29,000원
현재주가(23/6/5)	20,400원
상승여력	42%

영업이익(23F,십억원)	41
Consensus 영업이익(23F,십억원)	0
EPS 성장률(23F,%)	408.1
P/E(23F,x)	37.6
MKT P/E(23F,x)	15.5
KOSDAQ	870.28
시가총액(십억원)	1,342
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.6
외국인 보유비중(%)	3.2
베타(12M) 일간수익률	1.73
52주 최저가(원)	12,000
52주 최고가(원)	25,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	43.2	-20.3
상대주가	-1.4	20.6	-18.4

투자포인트

- 블루아카이브 글로벌 매출 역주행 지속(5월 매출액 YoY 120% 증가 추정). 1월 2주년 업데이트 이후 하향 안정화되던 일본 지역에서의 매출도 5월 재반등. 다운로드 지표도 21, 22년을 상회
- 블루아카이브 중국 매출 발생하며 외형 본격화 전망. 공홈 기준 사전예약자 수 230만명을 돌파 출시 후 매출 순위 10위권 후반은 충분히 가능할 것으로 판단. 연간 일매출 8억원 가정치 유지
- 블루아카이브 중국 외에도 베일드엑스퍼트, 퍼스트디센던트, 갓썸으로 이어지는 신작 라인업 보유

투자의견 '매수', 목표주가 29,000원 유지

- 24F EPS, 타겟 P/E 25배 유지. 게임 업종 내 Top Pick 유지
- 1) 연이은 신작 모멘텀(신작 4종), 2) 중국에서의 흥행 잠재력, 3) 24년부터 극대화될 영업이익 레버리지 효과를 고려 시 현 시점 가장 매력적인 국내 게임사
- 블루아카이브 중국 CBT 또는 정식 출시 일정의 확정과 함께 신작 모멘텀 강화 전망



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	-	-	132	211	285	358
영업이익 (십억원)	-	-	5	41	94	145
영업이익률 (%)	-	-	3.8	19.4	33.0	40.5
순이익 (십억원)	-	-	6	36	76	117
EPS (원)	-	-	107	542	1,159	1,779
ROE (%)	-	-	2.6	14.0	24.5	28.7
P/E (배)	-	-	121.3	37.6	17.6	11.5
P/B (배)	-	-	3.2	4.4	3.5	2.7
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

[인터넷/게임] 임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

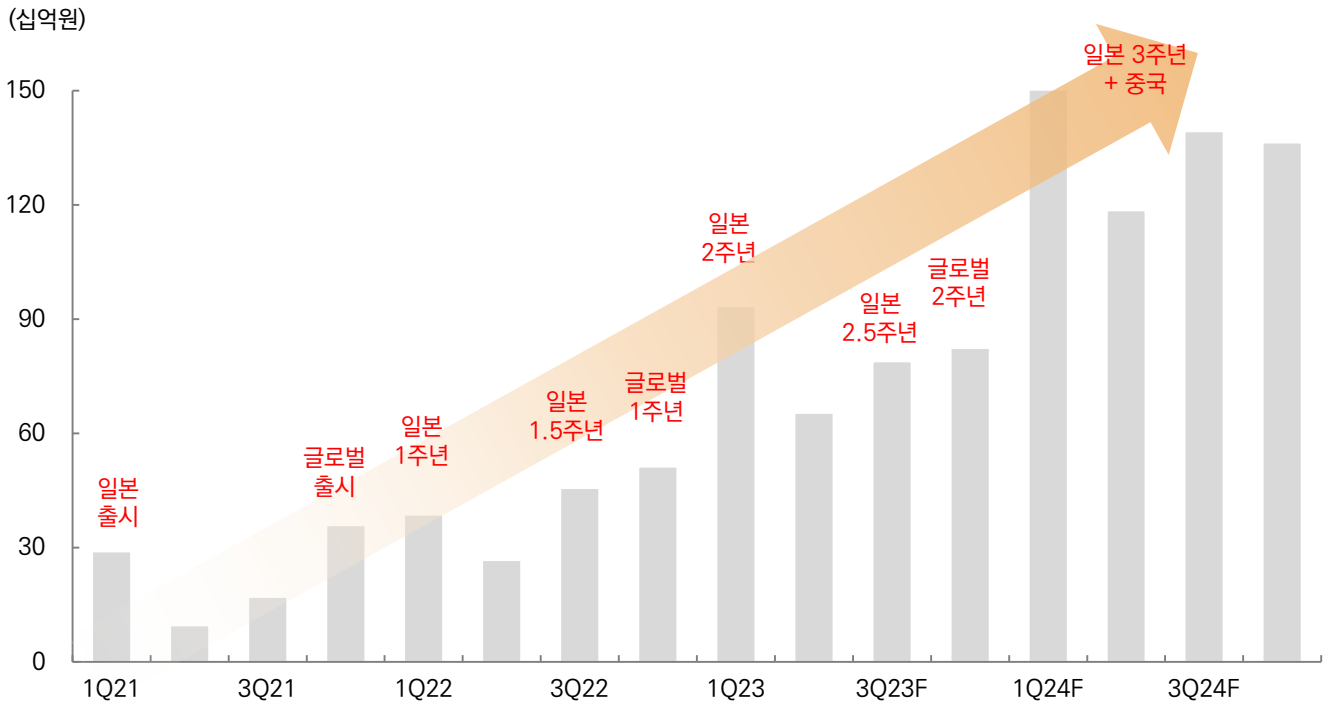
넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

영속성을 갖기 시작한 블루아카이브

- 출시 2년이 지났음에도 신규 글로벌 유저 유입과 함께 매출액이 지속적으로 증가
- 월간 다운로드 수도 15~20만 건 수준으로 21년, 22년 이상의 수치를 기록 중
- 글로벌 전역에서 2차, 3차 창작물이 활발하게 제작되며 IP가 영속성을 갖기 시작
- 스토리, 캐릭터에 대해 쌓인 견고한 팬층은 후속작의 Hit Ratio 증가로 이어질 전망

블루아카이브 글로벌 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

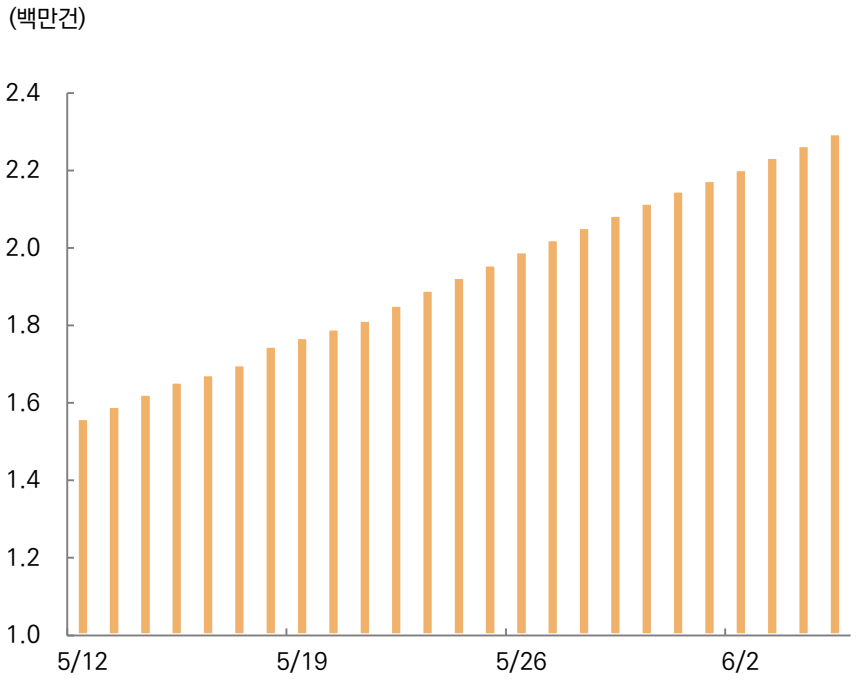
넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

순조로운 중국 사전 반응

- 블루아카이브 중국 공식 홈페이지 사전예약자 수 230만명 돌파
- 빌리빌리, 탭탭 등 주요 플랫폼들에서도 사전 예약 순위 상위권을 지속적으로 유지
- 출시 후 매출 순위 10위권 후반 이상은 충분히 유지할 수 있을 것으로 판단. 연 평균 일매출 8억원 가정

블루아카이브 중국 공식 홈페이지 사전예약자 수 추이



자료: 블루아카이브, 미래에셋증권 리서치센터

탭탭 사전예약 순위도 상위권을 지속적으로 유지



자료: 탭탭, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

중국 미출시 우려는 과도

- 갈등 확대 시나리오로 전개돼도 게임 부문 영향은 제한적일 것으로 판단
- 싸드 문제로 양국 갈등이 극에 달했던 16~18년에도 판호 획득 게임들은 무리없이 출시
- 판호 획득 완료한 게임들의 출시에는 문제없을 전망. 사전예약, CBT 순조롭게 진행 중
- 중국으로 들어가는 외국 게임의 경우 개발사가 가져가는 몫은 20~30% 수준에 불과하며 나머지는 중국 플랫폼과 퍼블리셔가 차지. 타 산업대비 개방에 관대한 이유

싸드(THAAD) 갈등 당시 판호 획득, 출시된 국내 게임 리스트

게임명	퍼블리셔	개발사	플랫폼	장르	판호발급일	출시일
Closers	Changyou	나딕 게임즈	PC	MMORPG	2015年09月22日	2016.09
포켓메이플스토리	Shanghai Youtong Tech	넥슨	모바일	MMORPG	2016年01月22日	2016.07
마스터X마스터	Tencent	엔씨소프트	PC	캐주얼	2016年05月20日	2016.07
메이플스토리2	Tencent	넥슨	PC	MMORPG	2016年06月20日	2017.09
프리스타일 풋볼	Haojia Technology	조이시티	PC	캐주얼	2016年09月26日	2016.09
프리스타일 농구	Ourpalm	조이시티	PC	캐주얼	2016年10月18日	2017.01
리니지2: 혈맹	Snail Games	엔씨소프트	모바일	MMORPG	2016年11月01日	2017.03
뮤: 각성	Ourpalm	웹젠	모바일	MMORPG	2017年02月04日	2018.01
라그나로크RO	XD	그라비티	모바일	MMORPG	2017年02月04日	2017.03

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	**19.2**	**24.4**	**46.2**	**42.7**	**52.2**	**42.7**	**52.4**	**63.9**	**132.4**	**211.2**	**285.3**
(% YoY)					172.4%	75.5%	13.5%	49.5%		59.5%	35.1%
모바일	19.2	14.3	36.3	33.9	41.3	32.0	39.7	43.1	103.6	156.1	205.6
PC		9.7	9.5	8.5	10.5	10.3	12.3	20.5	27.7	53.6	78.3
기타		0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	1.1	1.4	1.4
영업비용	**20.7**	**31.2**	**37.2**	**38.2**	**39.4**	**41.9**	**43.4**	**45.0**	**127.2**	**169.7**	**191.3**
인건비	16.9	24.4	27.0	28.4	30.4	31.8	33.2	34.7	96.6	130.1	149.5
주식보상비	1.0	2.1	4.4	4.3	3.3	4.2	4.3	4.3	11.8	16.2	17.7
지급수수료	0.9	2.2	3.3	2.9	2.2	2.7	2.7	2.8	9.3	10.4	11.3
기타	2.0	2.6	2.5	2.5	3.5	3.2	3.2	3.2	9.5	13.1	12.8
영업이익	**-1.5**	**-6.8**	**9.0**	**4.5**	**12.7**	**0.8**	**9.0**	**18.9**	**5.2**	**41.5**	**94.0**
(% YoY)					흑전	흑전	0.2%	318.7%		704.5%	126.6%
영업이익률	-7.9%	-28.0%	19.5%	10.6%	24.4%	1.9%	17.2%	29.6%	3.9%	19.6%	32.9%
지배주주순이익	**-1.8**	**-6.0**	**10.1**	**3.7**	**11.9**	**0.9**	**7.4**	**15.4**	**6.1**	**35.7**	**76.2**
NPM	-9.1%	-24.5%	21.8%	8.7%	22.9%	2.1%	14.2%	24.1%	4.6%	16.9%	26.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

Top Pick

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**132**	**211**	**285**	**358**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**132**	**211**	**285**	**358**
판매비와관리비	**127**	**170**	**191**	**213**
조정영업이익	**5**	**41**	**94**	**145**
영업이익	**5**	**41**	**94**	**145**
비영업손익	**1**	**4**	**1**	**1**
금융손익	2	5	7	10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	6	45	95	146
계속사업법인세비용	0	9	19	29
계속사업이익	6	36	76	117
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**6**	**36**	**76**	**117**
지배주주	6	36	76	117
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**6**	**36**	**76**	**117**
지배주주	6	36	76	117
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	10	47	99	151
FCF	28	37	77	118
EBITDA 마진율 (%)	7.6	22.3	34.7	42.2
영업이익률 (%)	3.8	19.4	33.0	40.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.5	17.1	26.7	32.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**204**	**242**	**319**	**436**
현금 및 현금성자산	115	147	218	327
매출채권 및 기타채권	31	34	37	41
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	58	61	64	68
비유동자산	**122**	**125**	**131**	**138**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	50	51	52	53
무형자산	36	38	41	45
자산총계	**326**	**368**	**450**	**574**
유동부채	**60**	**65**	**71**	**77**
매입채무 및 기타채무	2	2	3	4
단기금융부채	3	5	7	9
기타유동부채	55	58	61	64
비유동부채	**29**	**30**	**31**	**32**
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	17	18	19	20
부채총계	**89**	**95**	**101**	**108**
지배주주지분	**237**	**273**	**349**	**466**
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	240	240	240	240
이익잉여금	-8	28	104	221
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**237**	**273**	**349**	**466**

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	121.3	37.6	17.6	11.5
P/CF (x)	29.3	30.0	14.3	9.4
P/B (x)	3.2	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA (x)	70.1	24.8	10.9	6.4
EPS (원)	107	542	1,159	1,779
CFPS (원)	442	680	1,429	2,170
BPS (원)	4,103	4,645	5,804	7,583
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	59.5	35.1	25.5
EBITDA증가율 (%)	-	366.7	113.9	52.0
조정영업이익증가율 (%)	-	704.5	126.6	54.3
EPS증가율 (%)	-	408.1	113.6	53.6
매출채권 회전율 (회)	4.9	7.6	9.8	11.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.9	10.3	18.6	22.8
ROE (%)	2.6	14.0	24.5	28.7
ROIC (%)	7.3	47.6	103.3	149.4
부채비율 (%)	37.3	34.8	29.1	23.2
유동비율 (%)	341.9	371.3	450.8	569.2
순차입금/자기자본 (%)	-64.6	-68.1	-73.7	-79.0
조정영업이익/금융비용 (x)	9.8	37.2	75.2	105.2

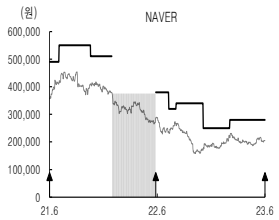
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

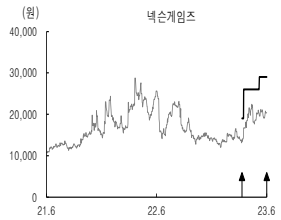
Compliance

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14
2023.02.06	매수	280,000	-	-	2021.07.07	매수	550,000	-23.41	-17.45
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60	2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32	넥슨게임즈 (225570)				
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53	2023.05.12	매수	29,000	-	-
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68	2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함





투자의견 분류 및 적용기준

기업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업	
비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.7%	10.7%	2.9%	0.7%

* 2023년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.