

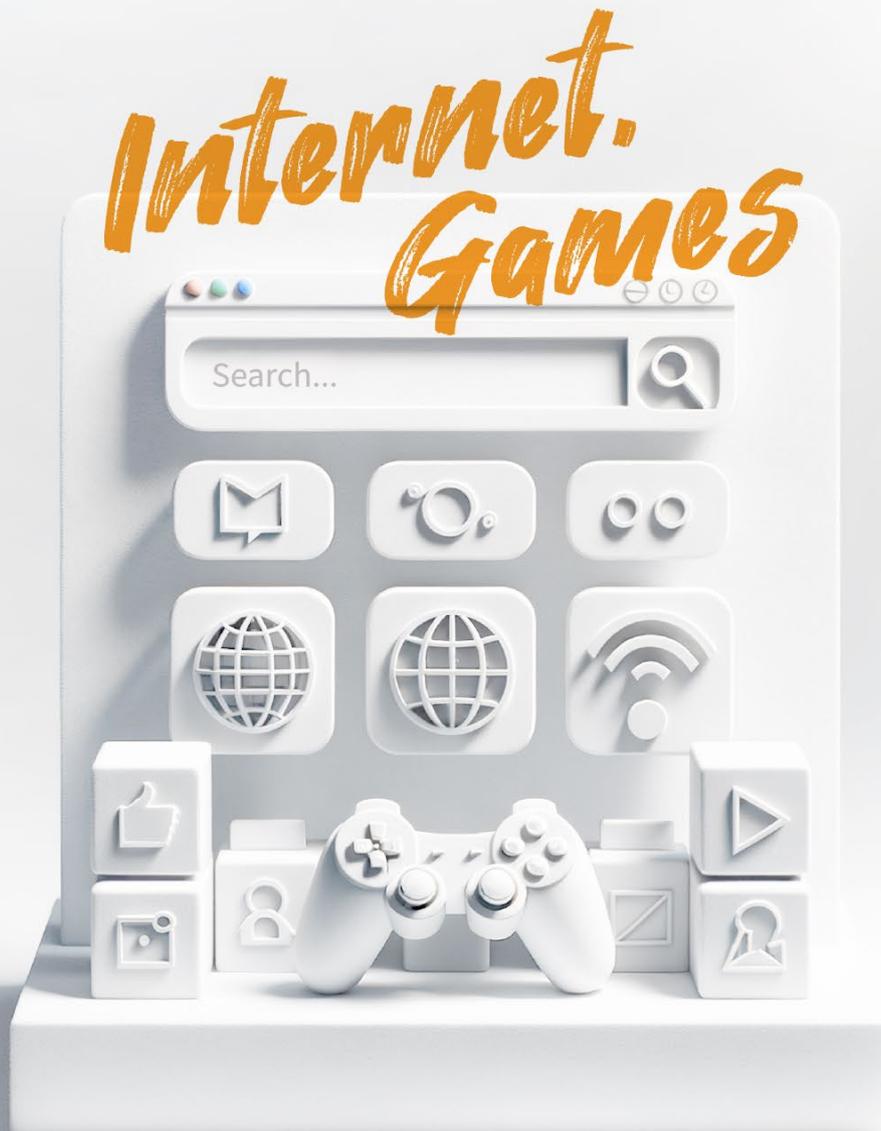
4월 조정으로 낮아진 밸류에이션. 실적 가시성 높은 기업에 주목

인터넷 Top Pick: 대형주 카카오, 중소형주 아프리카TV

게임 Top Pick: 대형주 크래프톤, 중소형주 위메이드

04  
Monthly

## 월간 리서치 [인터넷/게임] 맞을만큼 맞았다



CONTENTS

<b>Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>광고: 생각보다 더딘 회복세</b>	<b>4</b>
광고 업황 더딘 회복세 지속	4
하반기 쿠키리스 시대 돌입	6
<b>전자상거래: 성장세 둔화 + 중국 위협 증대</b>	<b>8</b>
성장세 둔화는 불가피	8
중국 이커머스 위협 지속	10
<b>콘텐츠: 글로벌에서의 저성장세 지속</b>	<b>16</b>
웹툰 저성장 지속	16
<b>라이브 스트리밍: 글로벌 잠재력을 볼 시기</b>	<b>17</b>
국내 시장 현황	17
글로벌 가능성	18
<b>인터넷 커버리지</b>	<b>19</b>
NAVER	19
카카오	22
아프리카TV	25
밸류에이션	27
<b>게임: 호실적에 신작이 더해지는 곳은?</b>	<b>28</b>
Top Pick: 대형주 크래프톤, 중소형주 위메이드	28
<b>게임 커버리지</b>	<b>30</b>

## Investment Summary

### 인터넷 투자전략: 대형주 카카오, 중소형주 아프리카TV

5월 초 예정된 1분기 실적 발표 전까지 보수적인 접근이 필요한 시기다. 금리 인하 시기가 지연돼감에 따라 광고 집행비의 뚜렷한 회복세가 관찰되고 있지 않다. 부진이 지속되고 있는 디스플레이 광고 성장세 회복은 하반기 이후를 기대해야 할 전망이다. 중국 직구 플랫폼 약진에 따른 커머스 부진 우려도 심화되고 있다. 알리익스프레스, 테무의 이용자 수는 4월에도 고점을 갱신 중이다.

대형주에서는 NAVER보다는 하반기 실적 모멘텀이 기대되는 카카오를 선호한다. NAVER의 경우 컨센서스에 부합하는 견조한 1분기 실적이 예상되나 4분기 쇼크를 기록한 커머스 지표의 반등 여부에 대한 확인이 필요한 시점이다. 카카오는 최근 낮아진 컨센서스에 부합하는 1분기 실적이 예상된다. 광고 성장세 회복은 하반기 이후 본격화될 전망이다.

중소형주 Top Pick으로는 아프리카TV를 추천한다. 1) 광고 고성장에 따라 24년 실적 가시성이 높고, 2) 밸류에이션은 24F P/E 14배로 부담스러운 수준이 아니며, 3) 5월 SOOP 글로벌 출시에 따른 글로벌 확장 모멘텀이 존재하기 때문이다. 1분기 실적은 컨센서스에 부합할 전망이다.

### 게임 투자전략: 대형주 크래프톤, 중소형주 위메이드

1분기 실적 호조 가능성이 존재하는 크래프톤과 위메이드에 관심이 필요한 시기다. 크래프톤을 제외한 게임사 전반이 최근 급격한 주가 조정을 받았으나 1) 신작 부재에 따른 1분기 실적 하회 가능성, 2) 기존작 매출만으로는 설명되지 않는 밸류에이션을 고려 시 단기 저점에 도달했다고 보기는 어렵다. 기존작의 견조한 매출에 신작 모멘텀이 더해지는 종목 위주로 집중 투자할 시기다.

크래프톤을 게임 업종 Top Pick으로 지속 추천한다. 1) 1분기 높았던 트래픽을 고려 시 PC 부문에서의 서프라이즈 가능성이 여전히 존재하며, 2) 2,000억원 규모 자사주 매입이 진행(3/27~6/26)되고 있고, 3) 신작 다크앤다커M 출시 모멘텀이 임박한 점을 고려 시 2분기에 강력한 주가 상승이 이어질 것으로 전망한다.

중소형주 Top Pick으로 위메이드를 추천한다. 기대 이상의 성과를 기록 중인 나이트크로우 글로벌 흥행 성과를 고려 시 최근 주가 조정은 매력적인 매수 기회로 판단한다. 거듭된 주가 조정으로 밸류에이션은 24F 12배 수준으로 부담 없는 수준까지 하락했고 나이트크로우 글로벌 흥행 장기화에 따라 2분기 흑자 전환도 기대되는 상황이다.

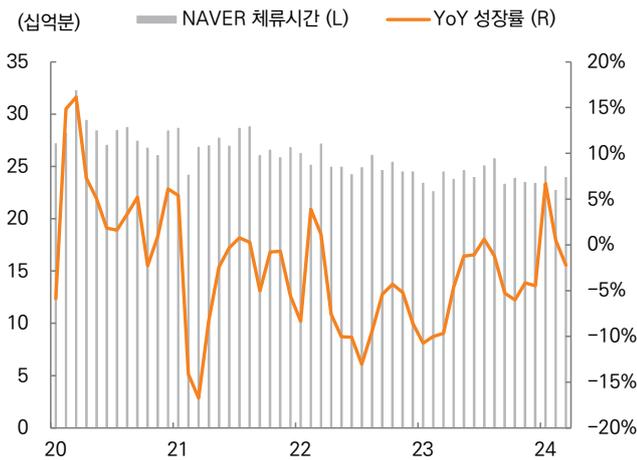
# 광고: 생각보다 더딘 회복세

## 광고 업황 더딘 회복세 지속

국내 온라인 광고 업황은 2H23부터 회복되고 있으나 디스플레이 광고가 지속 부진함에 따라 더딘 회복세를 보이고 있다. 경기 부진 우려 지속으로 여전히 타이트한 광고 집행이 이뤄지고 있고 구매전환율이 상대적으로 낮은 디스플레이 광고에 대한 수요가 아직 낮게 유지되고 있기 때문이다.

주요 온라인 광고 플랫폼인 NAVER와 카카오의 광고 성장세는 2H23부터 회복세를 보이고 있다. 22년부터 급격한 감소세를 경험한 NAVER, 카카오톡의 플랫폼 체류시간은 YoY Flat 수준을 유지 중이다. 체류시간당 광고 매출액의 YoY 성장세는 NAVER는 5% 이상, 카카오는 10% 이상으로 가속화되고 있다.

그림 1. NAVER 월간 총체류시간



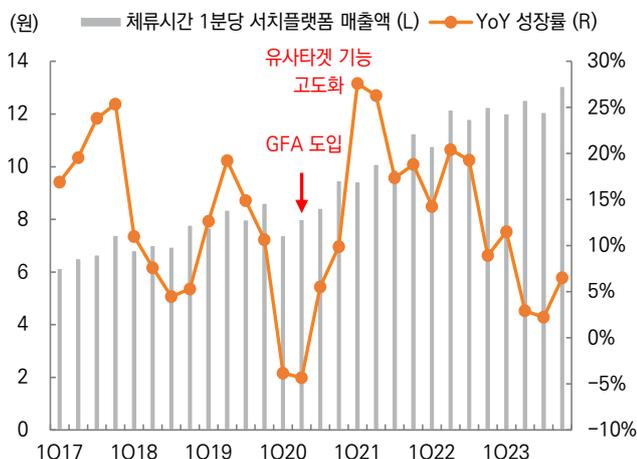
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 카카오톡 월간 총체류시간



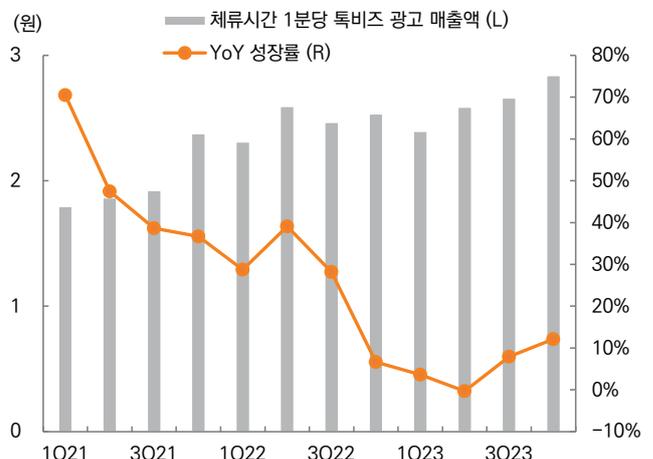
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. NAVER 체류시간당 광고 매출액



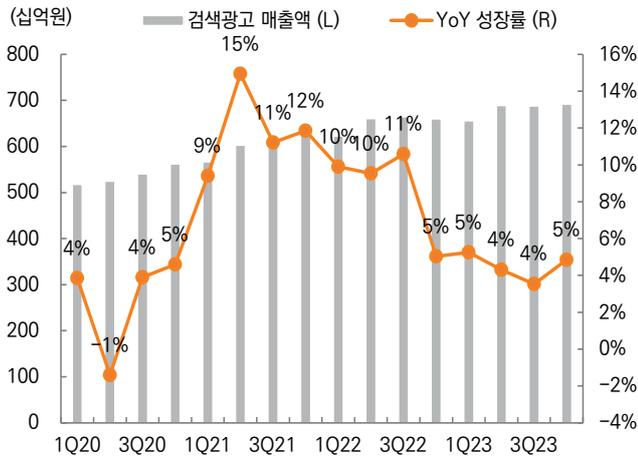
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 카카오 체류시간당 광고 매출액



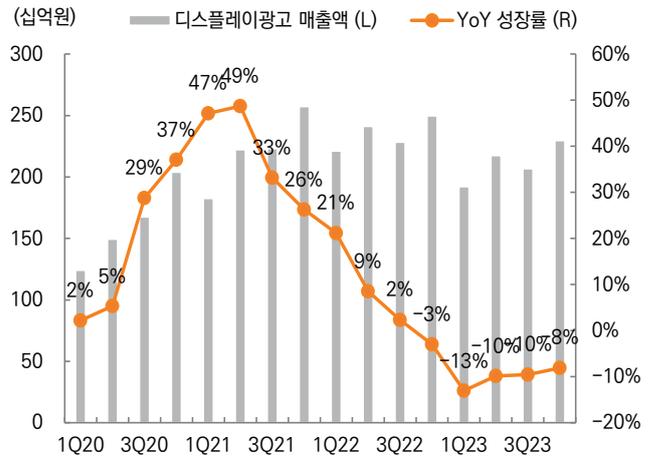
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. NAVER 검색 광고 분기 매출



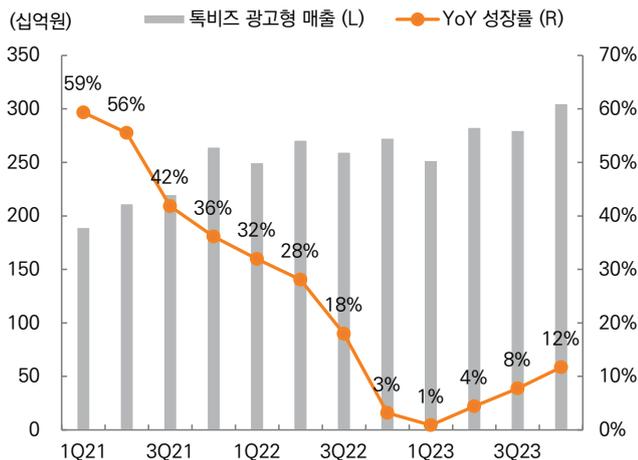
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. NAVER 디스플레이 광고 분기 매출



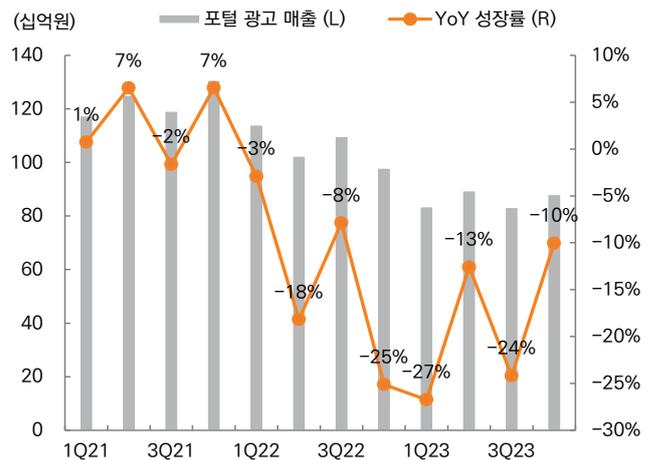
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 카카오 특비즈 광고형 매출



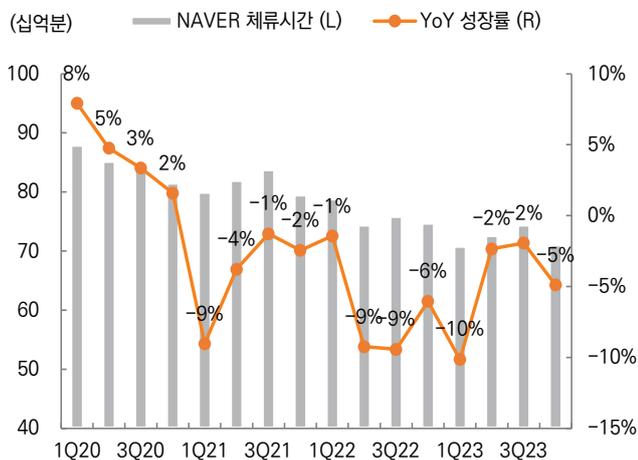
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 카카오 포털 광고 매출



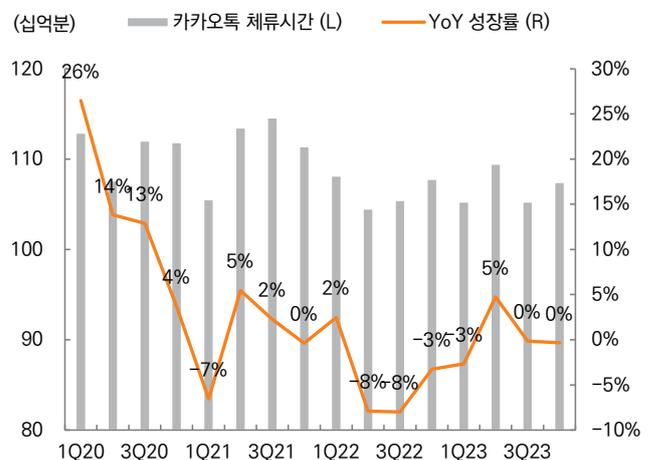
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. NAVER 분기 총체류시간



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 카카오톡 분기 총체류시간



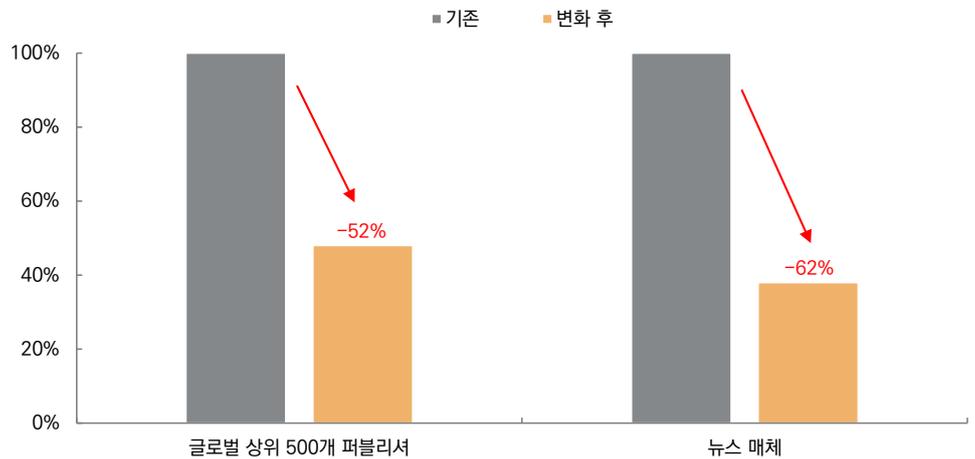
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 하반기 쿠키리스 시대 돌입

1위 웹브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다. 구글 크롬의 웹브라우저 시장 점유율은 65% 이상에 달하는 것으로 추정된다. 구글이 2019년 글로벌 상위 500개 퍼블리셔를 대상으로 조사한 결과 쿠키 제공이 사라질 시 매체당 평균 광고 수익은 52% 감소, 그 중에서도 뉴스 매체는 62% 감소할 것으로 추정되었다.

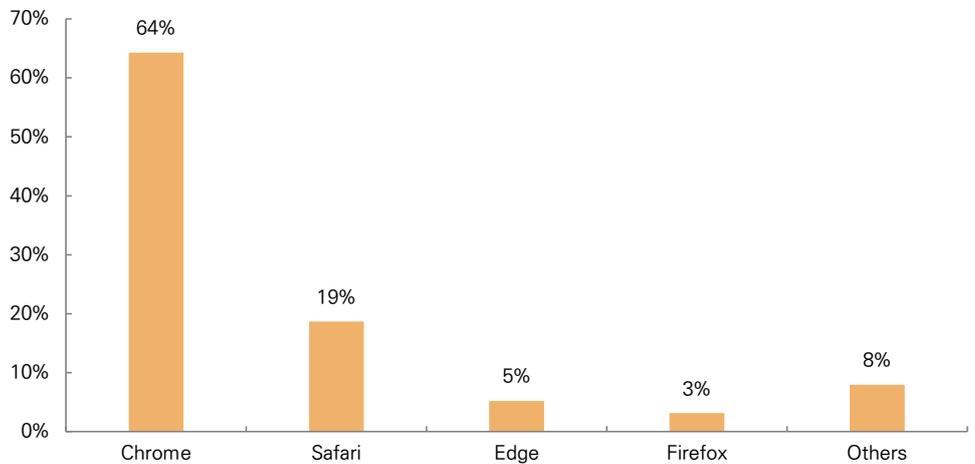
경쟁 웹브라우저를 운영하는 애플은 2017년부터 일찌감치 ITP(Intelligent Tracking Prevention, 지능형 추적 방지)를 도입해 서드파티 쿠키를 삭제해오고 있다. 2021년에는 ATT(App Tracking Transparency, 앱 추적 투명성)를 도입해 사용자의 승인 없이 개인정보를 추적하는 것을 금지시켰다. 기존에 동의가 기본값이었던 개인정보 추적 기능 설정을 부동의로 전환한 것이다.

그림 11. 쿠키 제공 중단에 따른 온라인 매체 수익 변화 예상(구글 조사)



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 웹브라우저 점유율 현황



자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다.

표 1. 애플, 구글 쿠키 정책 타임라인

구분	시기	내용
구글 Google	2020.02	크롬에서 2년 내 서드파티 쿠키 지원 중단 발표
	2021.03	쿠키를 대신할 신기술 '플록'의 개발자용 평가판을 크롬에서 출시
	2021.06	크롬의 쿠키 퇴출 시기 2년 연기
	2022.01	쿠키 대안 '플록'을 대체할 새로운 관심기반광고시스템 '토픽API' 공개 & '플록' 프로젝트 종료
	2023.12	크롬 브라우저에 웹사이트의 서드파티 쿠키 접근을 차단하는 '추적보호' 기능 도입
	2024.01	크롬 사용자 일부(1%)가 생성하는 쿠키의 수집 제한
애플	2017.06	인텔리전트 트래킹 프리벤션 기능 출시 (서드파티 쿠키 차단 위해)
	2019.05	크롬에 서드파티 쿠키 차단 기능 기본 탑재 발표
	2020.03	사파리 13.1 업그레이드, 기본적으로 모든 서드 파티 쿠키 완전 차단
	2020.06	개인 정보 보호 정책 새로 발표 - 유저 트래킹 정보 더는 기본 제공하지 않음
	2021.04	애플 IOS 14.5버전 업데이트 - 앱 추적 투명성(ATT) 정책을 통해 광고식별자(IDFA) 제한

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일, 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

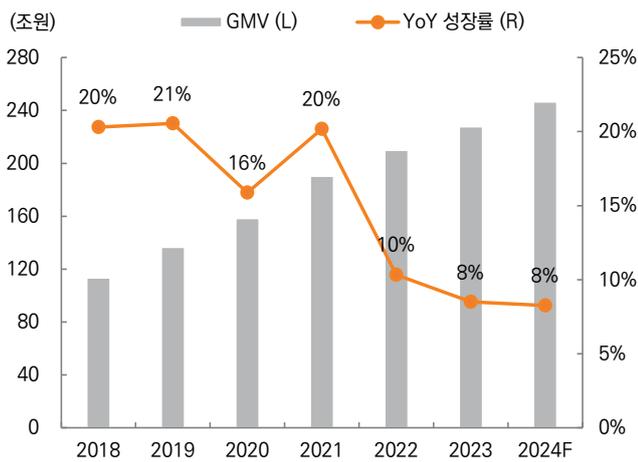
## 전자상거래: 성장세 둔화 + 중국 위협 증대

### 성장세 둔화는 불가피

24년 국내 전자상거래 GMV 규모는 250조원으로 YoY 8% 성장할 전망이다. 경기가 회복 되더라도 과거 2018~2021년 기록한 20% 수준의 성장세는 더 이상 기록하기 어려운 전망이다. 주요 플레이어인 NAVER의 국내 GMV YoY 성장률은 24년 6%, 쿠팡은 11%까지 떨어질 것으로 예상된다.

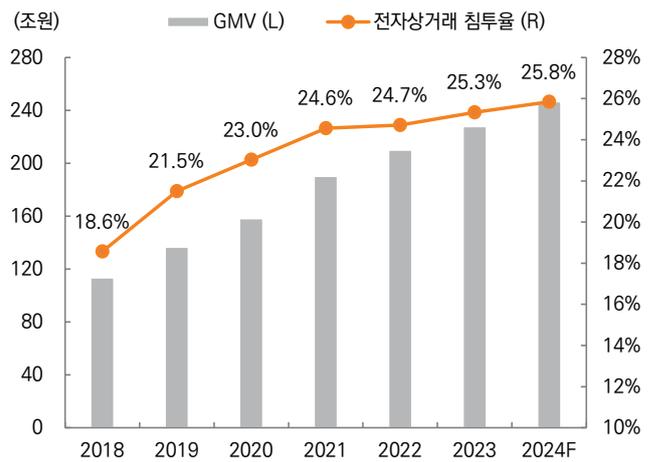
코로나 기간을 거치면서 국내 전자상거래 침투율은 2018년 18.6% 수준에서 2023년 25.3% 수준까지 상승했다. 국내는 온라인 소비 행태가 급속도로 활성화되면서 글로벌에서 가장 높은 전자상거래 침투율을 가진 국가가 되었다. 이는 추가적인 침투율 상승 여력이 별로 남지 않았다는 의미기도 하다. 쿠팡의 MAU YoY 성장세는 7% 수준까지 하락했다.

그림 13. 국내 전자상거래 시장 규모(연간)



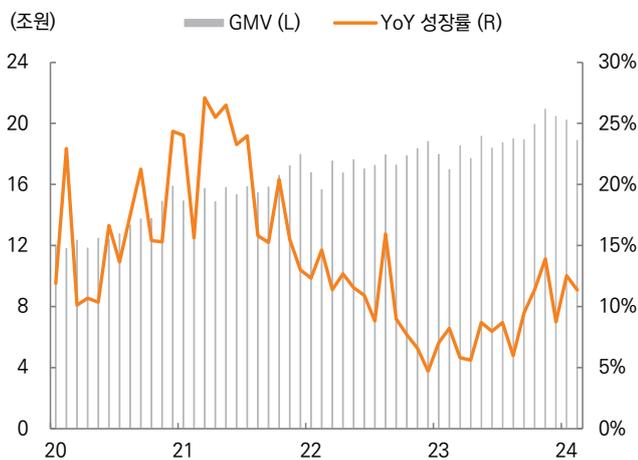
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 국내 전자상거래 시장 침투율(연간)



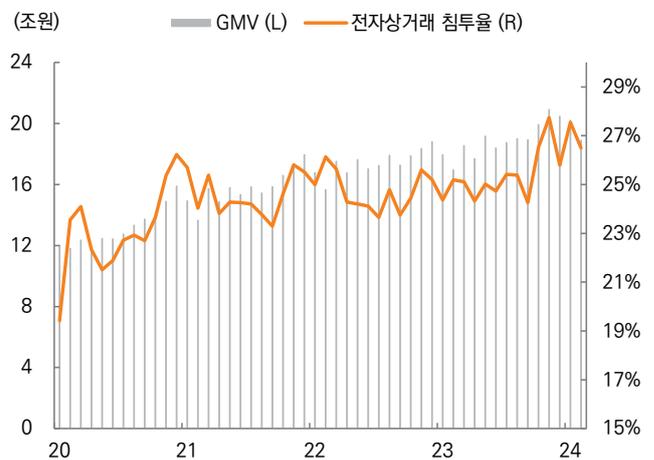
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 국내 전자상거래 시장 규모(월간)



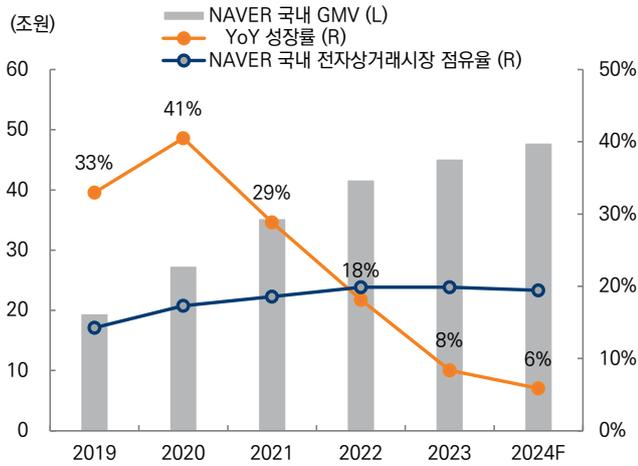
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 국내 전자상거래 시장 침투율(월간)



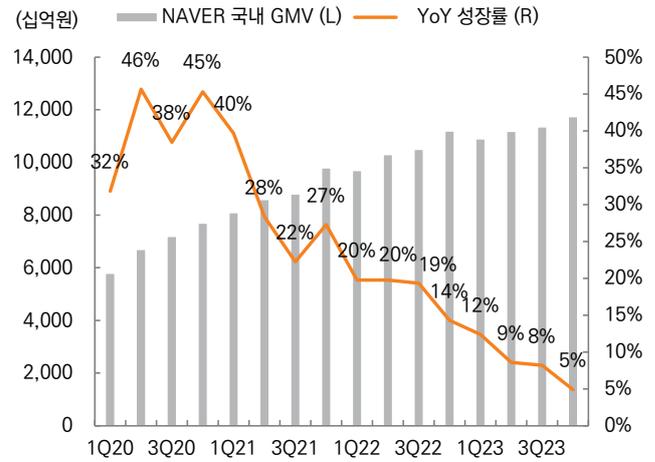
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. NAVER 연간 GMV



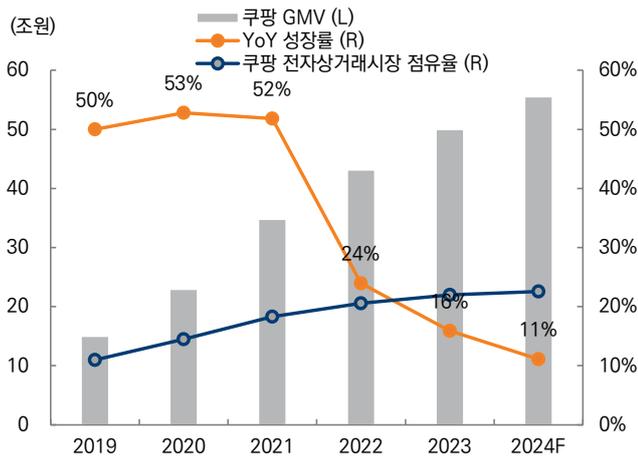
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. NAVER 분기 GMV



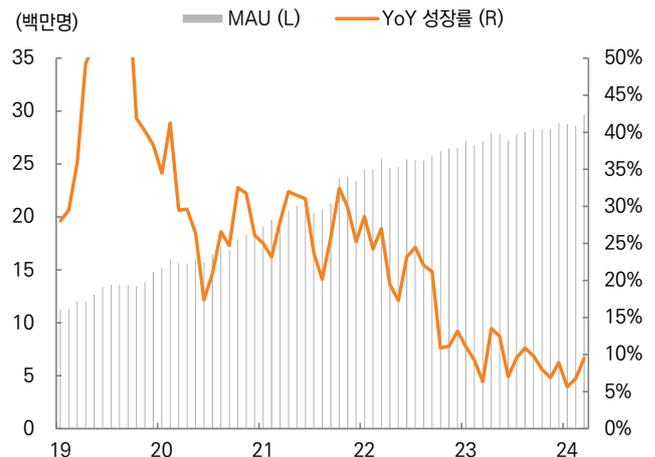
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 쿠팡 연간 GMV



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 20. 쿠팡 MAU



자료: 코리아앰블릭, 미래에셋증권 리서치센터

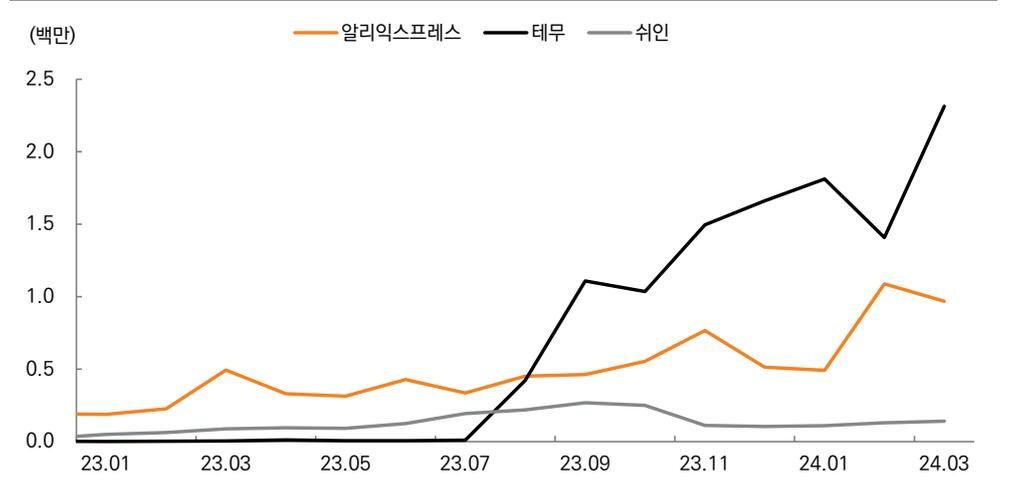
### 중국 이커머스 위협 지속

#### 트래픽 지속 증가세

중국 직구 플랫폼의 트래픽 증가세는 여전히 현재 진행형이다. 코리안클릭에 따르면 알리익스프레스의 3월 MAU는 1,100만명을 돌파하며 전년 대비 2배 가량 성장했다. 알리익스프레스는 작년 하반기부터 공격적인 프로모션을 전개하고 있는 데무에 맞서 한국 브랜드들을 입점시킨 K-venue를 오픈해 신규 이용자를 모객하고 있다.

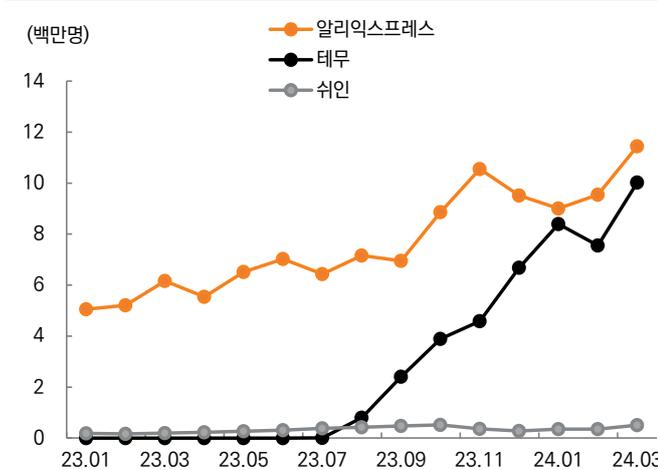
지난 7월 국내 정식 서비스를 시작한 데무의 3월 MAU는 1,000만명을 돌파했다. 상반기 중 알리익스프레스 MAU를 넘어설 것으로 예상된다. 다운로드 수도 여전히 폭발적인 수치를 기록하고 있다. 두 플랫폼의 3월 다운로드 수는 데무 231만 건, 알리익스프레스 97만 건에 달한다. 양 플랫폼 모두 1,500만명 수준의 MAU 도달까지는 문제가 없어 보인다.

그림 21. 중국 직구 플랫폼 국내 월간 다운로드 추이



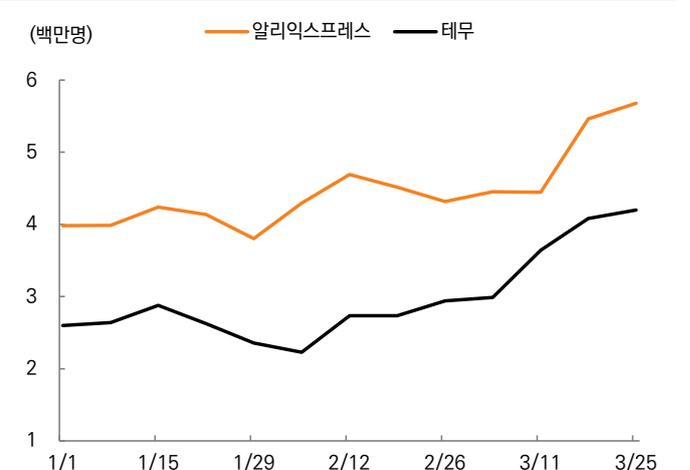
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 중국 직구 플랫폼 국내 MAU



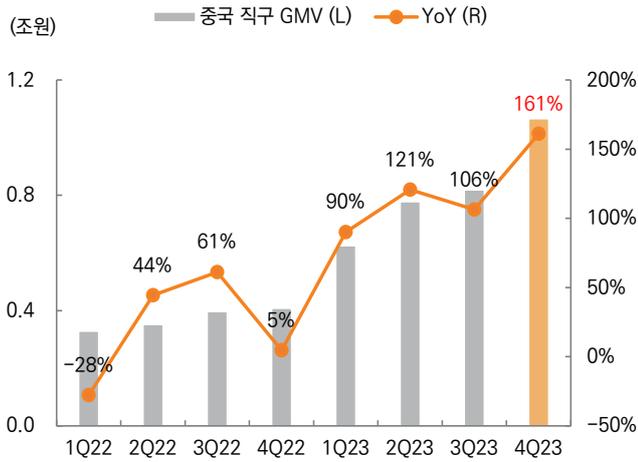
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 중국 직구 플랫폼 국내 WAU(안드로이드)



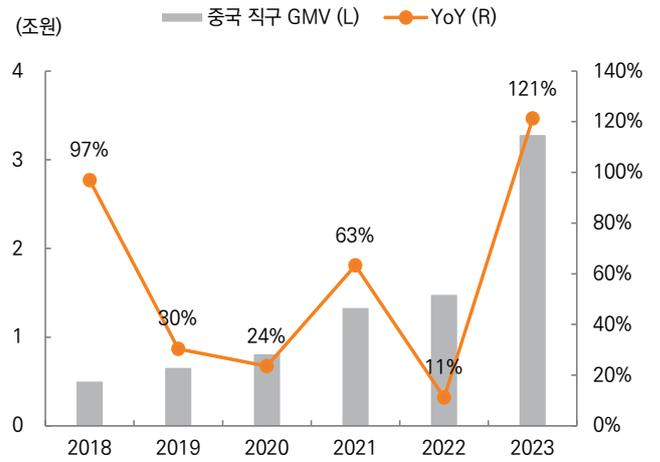
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 중국 직구 분기 GMV



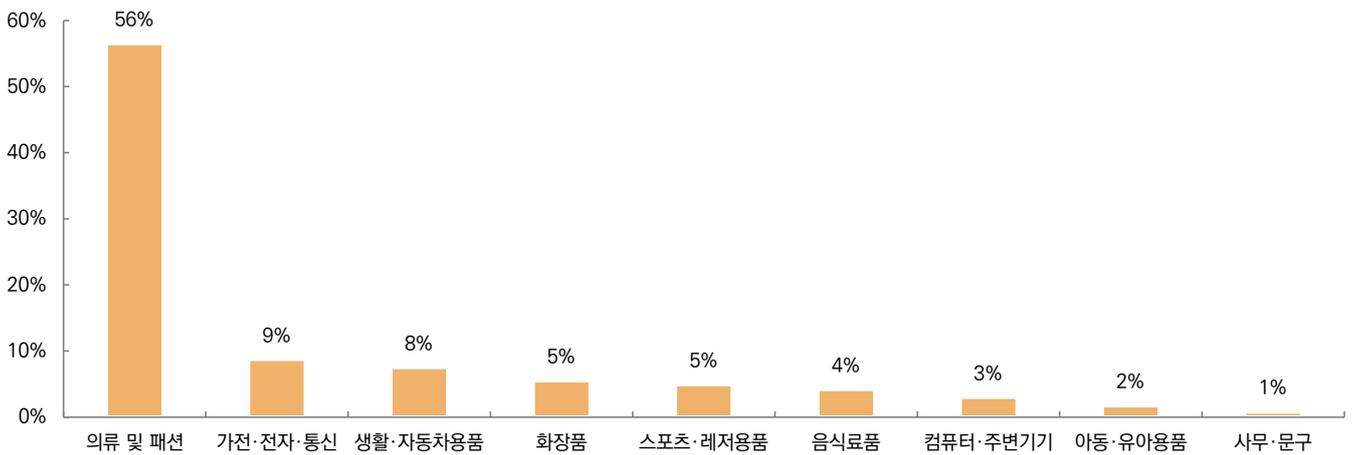
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 중국 직구 연간 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 4분기 중국 직구 품목별 GMV 비중



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

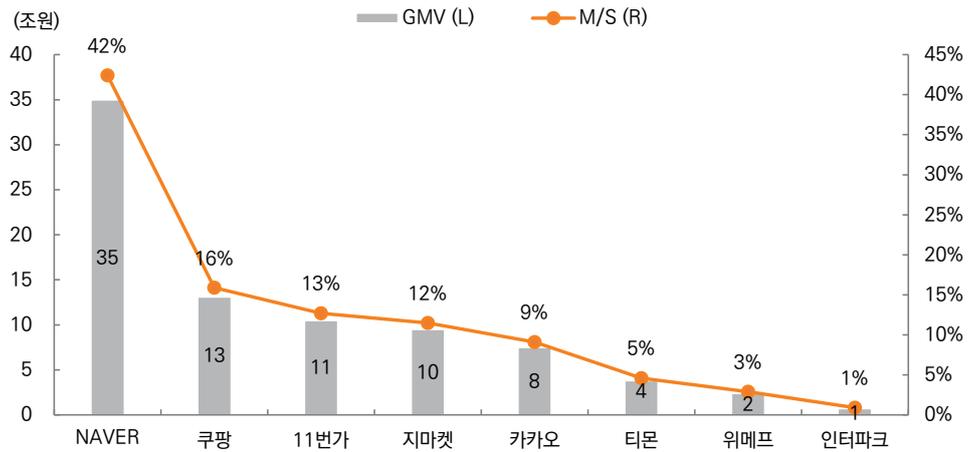
### 오픈마켓 셀러 대체 본격화

중국 직구 플랫폼들이 품질이 떨어지는 값싼 상품이 주력이기 때문에 국내 이커머스 플랫폼에 미치는 영향이 제한적일 것으로 보는 것은 근시안적 사고다. 중국에서 상품을 가져와 한국 브랜드로 이름만 바꿔서 판매하면서 높은 수수료를 받고 팔고 있는 오픈마켓 사업자의 상당수가 빠르게 대체되기 시작할 것이다.

알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 동일하게 팔리고 있는 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다. 국내 오픈마켓에서 팔리는 상품 상당수가 대체될 가능성이 높다는 의미다. 중국 직구 플랫폼의 경우 공장이 직접 플랫폼과 계약을 하는 구조이기 때문에 가격 차이가 존재할 수밖에 없는 구조다. 국내 전자상거래 시장 내 오픈마켓 비중은 40% 이상으로 추정된다.

중국 직구 플랫폼은 중국 내 생산자(공장)와 국내 소비자를 직접 연결하는 방식을 취하기에 관세에서 상대적으로 자유롭다. 개인이 직접 사용할 목적으로 구매하는 경우 150달러 이하 물품은 수입 신고 없이 관세를 면제받을 수 있기 때문이다. 국내에서 판매를 위한 목적으로 해외에서 제품을 들여오는 경우에는 정식 수입 신고 절차를 거쳐 관세를 내야 한다.

그림 27. 2022년 국내 오픈마켓 시장 점유율 현황



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. NAVER, 쿠팡, 알리, 테무 동일 상품 가격 비교

상품	플랫폼	가격(원)	상품	플랫폼	가격(원)
노트 인덱스	네이버	2,020	[쿠모] 립브러쉬	네이버	18,300
	쿠팡	3,600		쿠팡	21,300
	알리	1,300		알리	1,300
	테무	549		테무	430
산리오 연필세트	네이버	3,900	EU 표준 windee 3관 고데기	네이버	39,750
	쿠팡	3,580		쿠팡	21,900
	알리	2,313		알리	4,963
	테무	3,990		테무	11,539
데코 롤러펜 6PC	네이버	9,880	Frokom 야채 채칼 슬라이서	네이버	38,500
	쿠팡	14,800		쿠팡	38,500
	알리	2,028		알리	1,300
	테무	1,999		테무	11,149
산리오 라벨실링 스티커 65매	네이버	4,500	올라프 미니포토 프린터기	네이버	33,000
	쿠팡	5,500		쿠팡	42,700
	알리	1,400		알리	1,300
	테무	1,385		테무	1,936
산리오 롤스티커 500매	네이버	3,300	2023 E6S TWS	네이버	11,520
	쿠팡	8,300		쿠팡	11,820
	알리	440		알리	4,213
	테무	1,523		테무	3,951
산리오 15센치 봉제인형	네이버	11,900	TG 117 블루투스 스피커	네이버	55,120
	쿠팡	8,900		쿠팡	27,570
	알리	2,437		알리	1,300
	테무	2,465		테무	11,010
무는 악어 장난감	네이버	5,800	eafc 자동차 타이어 펌프	네이버	24,290
	쿠팡	4,090		쿠팡	38,000
	알리	1,300		알리	4,866
	테무	1,435		테무	22,818
댄스 아기 선인장	네이버	9,000	드론 카메라 E99 K3 PRO	네이버	14,330
	쿠팡	8,550		쿠팡	50,270
	알리	2,000		알리	8,843
	테무	5,430		테무	17,337
레고 마블 76250 울버린 아다만티움 발톱	네이버	98,900	LED 스트립 조명	네이버	18,300
	쿠팡	85,000		쿠팡	12,070
	알리	20,357		알리	1,300
	테무	-		테무	1,469
궁둥이퍼프	네이버	2,900	테디베어 아이스 4구 몰드	네이버	10,700
	쿠팡	2,800		쿠팡	10,200
	알리	949		알리	2,696
	테무	902		테무	2,299
Sandisk 16GB USB	네이버	5,000	홈슬리퍼	네이버	4,580
	쿠팡	4,540		쿠팡	8,950
	알리	1,300		알리	1,300
	테무	-		테무	2,652

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**국내 브랜드까지 입점 확대하는 중국 직구 플랫폼**

알리익스프레스는 최근 국내 상품을 판매하는 K-venue(케이베뉴)를 오픈하고 국내 브랜드들을 입점시키고 있다. 알리익스프레스는 입점 사업자에게 입점수수료와 판매수수료를 동시에 면제하면서 다양한 프로모션 혜택을 제시하고 있다. 기존 국내 플랫폼에 입점해 있던 브랜드 입장에서는 수수료가 상대적으로 낮은 중국 직구 플랫폼으로 추가 입점할 유인이 차고 넘친다. 수수료를 급격하게 인하하는 것이 아니라면 국내 플랫폼이 브랜드들의 중국 플랫폼 입점을 막을 수 있는 방안이 없다.

**표 4. 알리익스프레스 K-venue 입점 물품 가격 비교**

브랜드	상품	플랫폼	가격	Vs 알리	브랜드	상품	플랫폼	가격	Vs 알리
CJ제일제당	비비고 포기김치10kg+총각김치900g	네이버	80,900	-20%	푸드렐라	석쇠닭갈비 300g 4팩	네이버	20,900	32%
		쿠팡	84,370	-16%			쿠팡	32,160	103%
		알리	100,700				알리	15,840	
CJ제일제당	더건강한닭가슴살 큐브톡톡 96gX20	네이버	33,800	-62%	푸드렐라	오븐구이닭다리살 300g 4팩	네이버	20,900	32%
		쿠팡	39,800	-56%			쿠팡	32,160	103%
		알리	89,600				알리	15,840	
CJ제일제당	햇반 흑마밥 210g X 36개(1box)	네이버	54,200	-37%	몽테이블	레드스퀘어 수제 사각피자 6팩	네이버	28,710	80%
		쿠팡	36,000	-58%			쿠팡	19,200	20%
		알리	85,680				알리	15,954	
CJ제일제당	비비고 미역국 500g X 9개	네이버	35,970	-27%	몽테이블	아이스 망고바 60g X 20팩	네이버	22,410	18%
		쿠팡	28,500	-42%			쿠팡	22,900	20%
		알리	49,320				알리	19,007	
남양	맛있는두유GT 고단백 190ml X 24개	네이버	17,900	0%	Yfmall	굳지 않는 국내산 해풍숙개떡 1.5kg	네이버	17,900	20%
		쿠팡	15,700	-12%			쿠팡	17,900	20%
		알리	17,900				알리	14,900	
남양	루카스나인 다크 아메리카노 130T	네이버	25,900	30%	Yfmall	춘천식닭갈비 & 안동식찜닭 1.3kg	네이버	18,900	19%
		쿠팡	17,600	-12%			쿠팡	19,900	25%
		알리	20,000				알리	15,900	
내일뛰먹어	홍석천 이원일 탕수육 300g 2팩	네이버	19,700	-14%	나이스파머스	황씨네 시골 감자탕 4kg	네이버	19,280	-3%
		쿠팡	30,400	33%			쿠팡	29,900	50%
		알리	22,900				알리	19,900	
내일뛰먹어	나문희의 한우 우족탕 800g 2팩	네이버	21,900	84%	나이스파머스	간새우장 양념새우장 1+1	네이버	22,710	52%
		쿠팡	21,900	84%			쿠팡	27,900	87%
		알리	11,914				알리	14,900	
한상궁김치	국산 곁절이 2kg	네이버	10,900	11%	농협 라이블리	강원한우 1+등급 안심 구이용 300g	네이버	41,400	10%
		쿠팡	16,740	70%			쿠팡	51,800	38%
		알리	9,828				알리	37,500	
한상궁김치	국산 보쌈김치 3kg	네이버	32,410	-10%	더신선	태국 남독마이 골드망고 2kg	네이버	21,800	61%
		쿠팡	30,900	-14%			쿠팡	18,880	40%
		알리	35,900				알리	13,520	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 침투율 어디까지 올라올까?

2023년 국내 중국 이커머스 규모는 3.3조원 규모로 추산되며 2026년 19조원 규모까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 79%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 것이다. 2024년 YoY 성장률도 120%로 전년과 비슷한 수준의 고성장을 예상된다. 2023년 1.4% 수준인 중국 이커머스 침투율은 2026년 6.4%까지 증가할 전망이다.

중국 메가 플랫폼들의 국내 추가 진출(1688닷컴, 틱톡샵 등)이 이어지며 국내에서 중국 이커머스 고성장이 지속될 가능성이 높다. 알리바바의 B2B 거래 플랫폼 1688닷컴은 아직 국내에 상륙하지도 않았다. 1688닷컴은 국내 결제 연동뿐만 아니라 최저가 수준의 배송비와 수수료를 공언하고 있다. 국내 오픈마켓에서 활동하고 있는 셀러 상당수가 1688닷컴에서 싸게 떤 물건에 높은 마진을 붙여서 팔고 있는 점을 생각할 때 1688닷컴 진출 이후 국내 오픈마켓 타격이 극심해질 것으로 예상된다.

그림 28. 국내 중국 이커머스 규모 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 콘텐츠: 글로벌에서의 저성장세 지속

### 웹툰 저성장 지속

웹툰 산업은 2020~2021년 고성장을 이어갔으나 2022년 이후 저성장 국면이 지속되기 시작했다. NAVER, 카카오의 글로벌 웹툰 거래액 YoY 성장률은 10% 미만으로 하락했다. 국내의 Q 성장이 끝난 상황 속에서 글로벌 신규 유저의 유입도 더딘 상황이다.

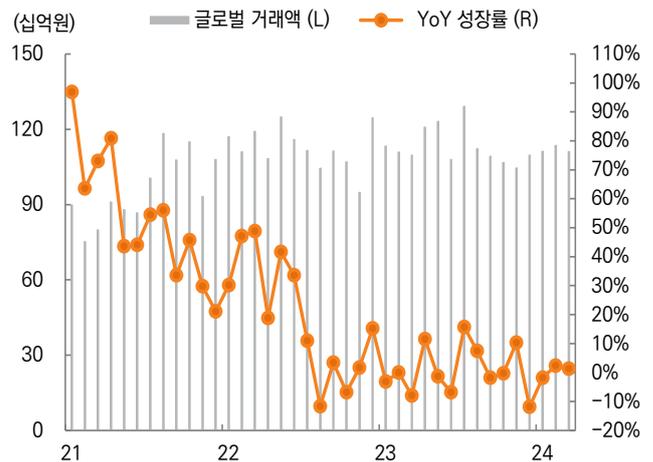
특히 NAVER, 카카오 모두에서 60% 이상으로 가장 큰 거래액 비중을 차지하는 일본에서의 부진이 지속되고 있다. 리오프닝 이후 오프라인 만화 수요 증가로 웹툰 신규 유저 증가세가 둔화되고 있고, 수년간 쌓여왔던 고품질 K 웹툰 콘텐츠의 소비가 완료되며 공급부족이 심화되고 있으며, 신규 경쟁자 유입으로 경쟁 상황도 심화되고 있다.

그림 29. 네이버 웹툰 글로벌 월거래액



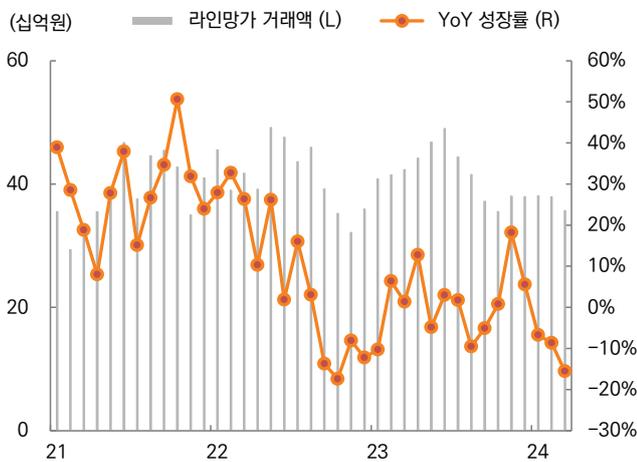
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 카카오 웹툰 글로벌 월거래액



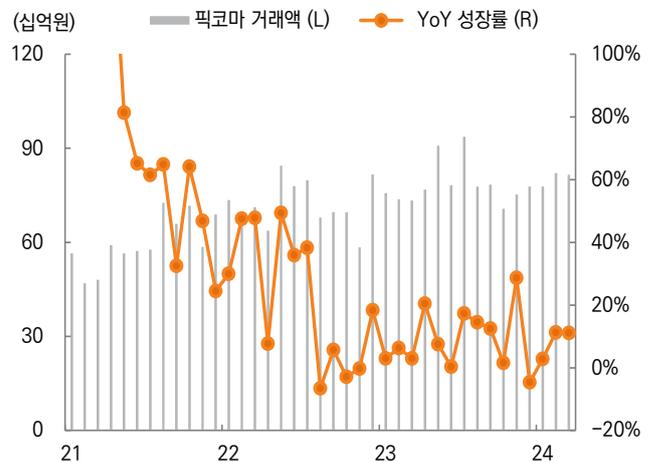
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 라인망가 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 32. 픽코마 월거래액



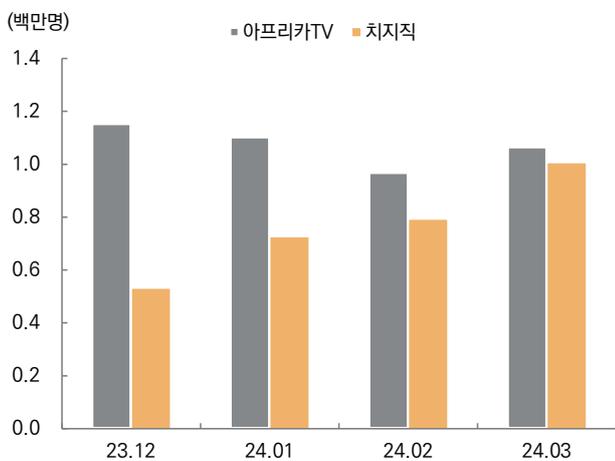
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

## 라이브 스트리밍: 글로벌 잠재력을 볼 시기

### 국내 시장 현황

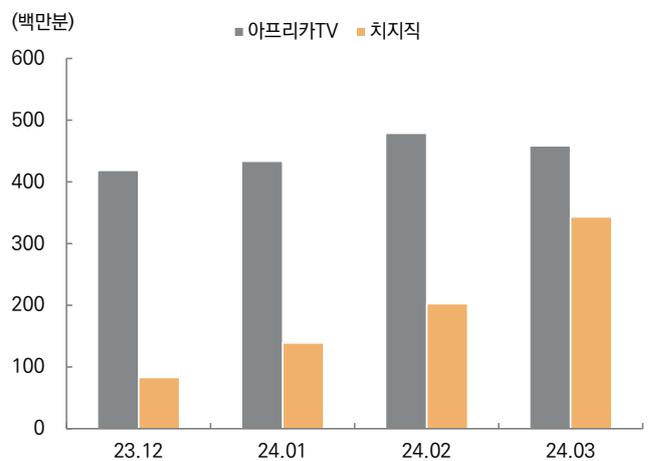
2월 말 트위치의 퇴장과 함께 국내 라이브 스트리밍 시장은 아프리카TV와 치지직의 양강 구도로 재편되었다. 트위치 퇴장에 따른 트래픽 수혜의 상당 부분은 치지직이 가져간 것으로 추정된다. 아프리카TV와 치지직의 3월 이후 주간 이용자 수는 비슷한 수준을 기록하고 있다. 다소 격차가 존재했던 총 체류시간도 비슷한 수준에 도달했다.

그림 33. 아프리카TV, 치지직 MAU (안드로이드)



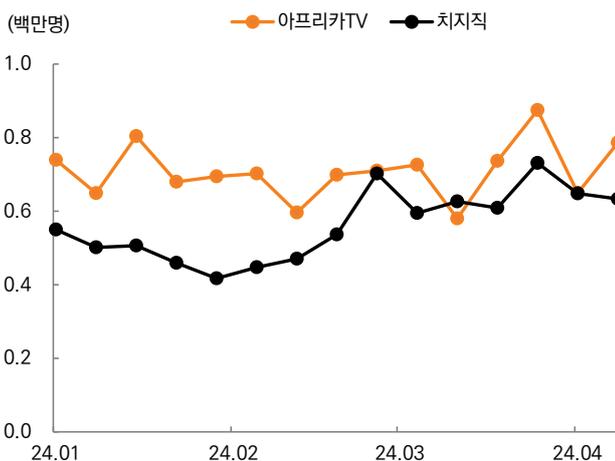
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 아프리카TV 월간 총체류시간(안드로이드)



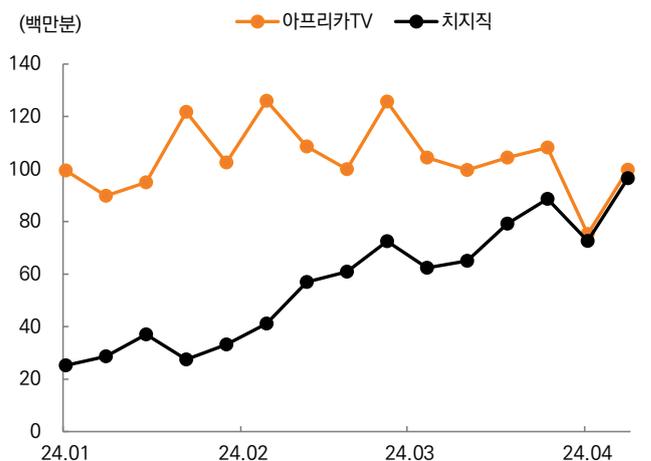
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 아프리카TV, 치지직 WAU (안드로이드)



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 아프리카TV, 치지직 주간 총체류시간 (안드로이드)

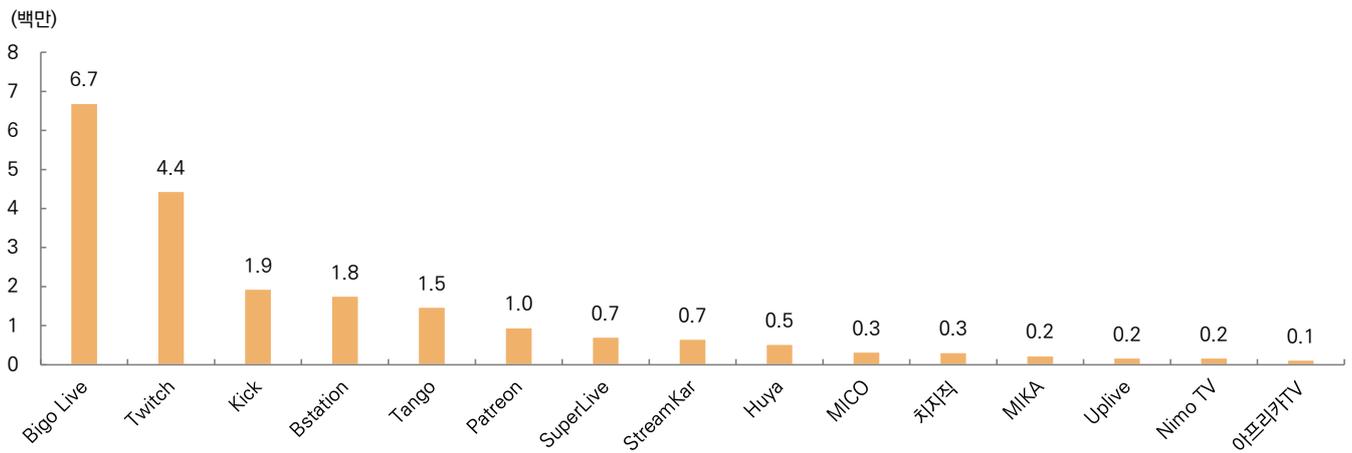


자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

### 글로벌 가능성

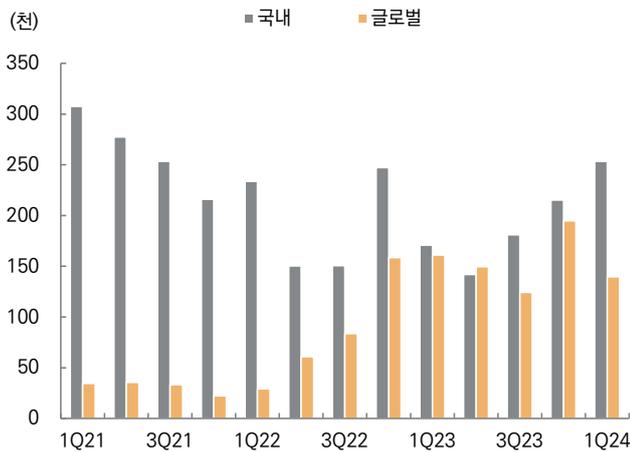
게임이 견인할 것으로 예상되는 동남아 시장에서의 성과가 올해부터 기대되는 곳은 아프리카TV다. 아프리카TV는 게임 콘텐츠 트래픽 비중이 65%에 달할 정도로 게임에 특화된 플랫폼이기 때문이다. 글로벌 사업을 본격화한 2022년 이후 베트남, 태국, 인도네시아에서의 다운로드가 급증함에 따라 글로벌 다운로드 수가 국내에 버금가는 상황이다. 5월 출시가 예고된 글로벌 플랫폼 SOOP(쑤) 출시가 기대되는 이유다.

그림 37. 글로벌 주요 라이브 스트리밍 플랫폼 월간 다운로드 수(3월)



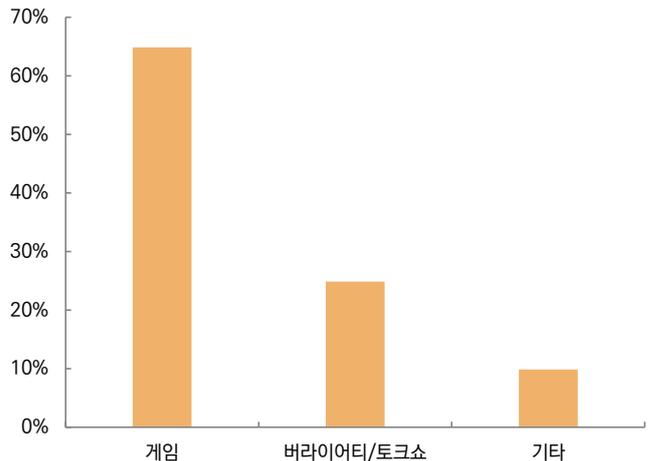
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 아프리카TV 분기 다운로드 국내/해외 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 아프리카TV 콘텐츠별 트래픽 비중(추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 인터넷 커버리지

### NAVER

24F P/E 23배로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 과거 대비 밸류에이션 수준이 낮은 것은 분명하나 리레이팅이 단기에 일어나기는 어려울 전망이다. 23년 이후 동사의 수익성 개선을 이끌고 있는 커머스 부문에 대한 우려가 커지고 있는 상황이다. 4Q23 동사의 국내 GMV YoY 성장률은 4.9%로 시장 성장률 11.3%의 절반에도 미치지 못했다. 알리, 테무를 필두로 한 중국 직구 플랫폼의 성장세가 계속될 경우 오픈 마켓 GMV 성장률 둔화를 피하기는 힘들며 브랜드 스토어에 대한 Take-rate를 올리는 전략도 어려워질 가능성이 높다. 5월 1분기 실적 발표에서 중국 직구 플랫폼의 커머스 부문에 대한 영향이 시장 우려보다는 제한적임을 증명할 필요가 있다.

표 5. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,280</b>	<b>2,408</b>	<b>2,445</b>	<b>2,537</b>	<b>2,458</b>	<b>2,620</b>	<b>2,695</b>	<b>2,780</b>	<b>8,220</b>	<b>9,671</b>	<b>10,553</b>	<b>11,764</b>
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	7.8%	8.8%	10.2%	9.6%	20.6%	17.6%	9.1%	11.5%
서치플랫폼	852	910	899	928	886	964	971	1,003	3,568	3,589	3,824	4,176
검색	656	689	688	692	695	744	757	761	2,609	2,725	2,958	3,224
디스플레이	192	217	207	230	185	213	207	234	941	846	839	923
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	30
커머스	606	633	647	660	638	666	686	741	1,801	2,547	2,732	3,023
커머스 광고	264	280	282	280	268	279	286	309	1,078	1,107	1,141	1,254
중개 및 판매	303	310	321	334	322	337	347	376	604	1,269	1,381	1,518
멤버십	39	42	44	46	49	51	53	56	119	171	209	251
핀테크	318	340	341	356	366	386	395	418	1,187	1,355	1,565	1,842
콘텐츠	411	420	435	466	438	471	506	477	1,262	1,733	1,893	2,081
웹툰	353	370	380	401	377	408	441	409	1,066	1,503	1,635	1,798
스노우	45	36	39	49	44	46	49	51	128	169	190	209
기타	13	15	16	16	17	17	17	18	67	60	69	74
클라우드	93	104	124	126	129	133	137	141	403	447	540	642
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	116	119	121	124	370	415	480	552
클로바/랩스	2	5	13	12	13	14	16	17	33	32	60	90
<b>영업비용</b>	<b>1,950</b>	<b>2,035</b>	<b>2,065</b>	<b>2,132</b>	<b>2,086</b>	<b>2,211</b>	<b>2,266</b>	<b>2,327</b>	<b>6,915</b>	<b>8,182</b>	<b>8,891</b>	<b>9,809</b>
개발/운영비용	635	644	631	661	643	655	664	673	2,070	2,573	2,635	2,888
파트너	832	866	886	950	914	977	1,005	1,037	2,964	3,534	3,934	4,341
인프라	133	142	157	164	160	173	179	187	581	596	699	779
마케팅	350	383	390	357	369	406	418	431	1,301	1,480	1,623	1,801
<b>영업이익</b>	<b>330</b>	<b>373</b>	<b>380</b>	<b>405</b>	<b>371</b>	<b>409</b>	<b>429</b>	<b>453</b>	<b>1,305</b>	<b>1,489</b>	<b>1,662</b>	<b>1,955</b>
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	12.3%	9.8%	12.9%	11.6%	-1.6%	14.1%	11.6%	17.6%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.1%	15.6%	15.9%	16.3%	15.9%	15.4%	15.8%	16.6%
<b>지배주주순이익</b>	<b>55</b>	<b>268</b>	<b>376</b>	<b>314</b>	<b>287</b>	<b>316</b>	<b>332</b>	<b>350</b>	<b>760</b>	<b>1,013</b>	<b>1,285</b>	<b>1,558</b>
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	11.7%	12.0%	12.3%	12.6%	9.2%	10.5%	12.2%	13.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,280</b>	<b>2,408</b>	<b>2,445</b>	<b>2,537</b>	<b>2,458</b>	<b>2,620</b>	<b>2,695</b>	<b>2,780</b>	<b>8,220</b>	<b>9,671</b>	<b>10,553</b>	<b>11,764</b>
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	7.8%	8.8%	10.2%	9.6%	20.6%	17.6%	9.1%	11.5%
<b>서치플랫폼</b>	<b>852</b>	<b>910</b>	<b>899</b>	<b>928</b>	<b>886</b>	<b>964</b>	<b>971</b>	<b>1,003</b>	<b>3,568</b>	<b>3,589</b>	<b>3,824</b>	<b>4,176</b>
(% YoY)	0.2%	0.5%	0.3%	1.3%	4.0%	5.9%	8.0%	8.0%	7.9%	0.6%	6.5%	9.2%
검색	656	689	688	692	695	744	757	761	2,609	2,725	2,958	3,224
(% YoY)	5.3%	4.3%	3.5%	4.8%	6.0%	8.0%	10.0%	10.0%	8.7%	4.5%	8.5%	9.0%
디스플레이	192	217	207	230	185	213	207	234	941	846	839	923
(% YoY)	-13.1%	-9.8%	-9.5%	-8.1%	-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	6.2%	-10.0%	-0.9%	10.0%
기타 연관 서비스	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	30
(% YoY)	-34.4%	3.4%	19.2%	0.9%	74.9%	75.1%	89.0%	8.2%	-17.4%	-6.4%	53.5%	10.0%
<b>커머스</b>	<b>606</b>	<b>633</b>	<b>647</b>	<b>660</b>	<b>638</b>	<b>666</b>	<b>686</b>	<b>741</b>	<b>1,801</b>	<b>2,547</b>	<b>2,732</b>	<b>3,023</b>
(% YoY)	45.5%	44.0%	41.3%	35.7%	5.3%	5.3%	6.0%	12.2%	21.0%	41.4%	7.3%	10.7%
커머스 광고	264	280	282	280	268	279	286	309	1,078	1,107	1,141	1,254
(% YoY)	1.4%	2.5%	5.5%	1.2%	1.4%	-0.6%	1.3%	10.3%	14.3%	2.6%	3.1%	9.9%
중개 및 판매	303	310	321	334	322	337	347	376	604	1,269	1,381	1,518
(% YoY)	129.0%	118.3%	105.0%	93.3%	6.2%	8.5%	8.0%	12.6%	26.8%	110.1%	8.9%	9.9%
멤버십	39	42	44	46	49	51	53	56	119	171	209	251
(% YoY)	64.0%	77.4%	29.7%	23.5%	25.2%	20.9%	21.7%	21.4%	72.5%	44.1%	22.2%	20.0%
<b>핀테크</b>	<b>318</b>	<b>340</b>	<b>341</b>	<b>356</b>	<b>366</b>	<b>386</b>	<b>395</b>	<b>418</b>	<b>1,187</b>	<b>1,355</b>	<b>1,565</b>	<b>1,842</b>
(% YoY)	15.8%	14.9%	15.1%	11.3%	15.1%	13.6%	16.0%	17.3%	21.2%	14.2%	15.5%	17.7%
<b>콘텐츠</b>	<b>411</b>	<b>420</b>	<b>435</b>	<b>466</b>	<b>438</b>	<b>471</b>	<b>506</b>	<b>477</b>	<b>1,262</b>	<b>1,733</b>	<b>1,893</b>	<b>2,081</b>
(% YoY)	94.0%	40.1%	39.5%	6.6%	6.5%	12.1%	16.4%	2.4%	91.3%	37.4%	9.2%	9.9%
웹툰	353	370	380	401	377	408	441	409	1,066	1,503	1,635	1,798
(% YoY)	115.5%	47.2%	41.5%	4.6%	6.9%	10.4%	16.0%	2.0%	116.9%	41.0%	8.7%	10.0%
스노우	45	36	39	49	44	46	49	51	128	169	190	209
(% YoY)	35.5%	30.4%	36.1%	28.7%	-1.8%	29.1%	22.9%	3.1%	51.6%	32.5%	11.9%	10.0%
기타	13	15	16	16	17	17	17	18	67	60	69	74
(% YoY)	-11.5%	-30.5%	8.5%	1.2%	24.7%	13.2%	10.8%	8.2%	-19.5%	-10.3%	13.8%	8.0%
<b>클라우드</b>	<b>93</b>	<b>104</b>	<b>124</b>	<b>126</b>	<b>129</b>	<b>133</b>	<b>137</b>	<b>141</b>	<b>403</b>	<b>447</b>	<b>540</b>	<b>642</b>
(% YoY)	1.2%	-0.4%	30.3%	13.3%	38.7%	27.2%	10.6%	11.8%	5.3%	11.0%	20.7%	18.9%
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	116	119	121	124	370	415	480	552
(% YoY)	6.6%	8.2%	19.9%	13.7%	27.6%	19.7%	9.6%	8.2%	12.3%	12.2%	15.6%	15.0%
클로바/랩스	2	5	13	12	13	14	16	17	33	32	60	90
(% YoY)	-69.7%	-59.9%	389.0%	9.8%	553.5%	169.3%	19.0%	46.4%	-38.0%	-2.8%	86.6%	50.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>1,950</b>	<b>2,035</b>	<b>2,065</b>	<b>2,132</b>	<b>2,086</b>	<b>2,211</b>	<b>2,266</b>	<b>2,327</b>	<b>6,915</b>	<b>8,182</b>	<b>8,891</b>	<b>9,809</b>
(% YoY)	26.3%	19.0%	19.6%	10.1%	7.0%	8.6%	9.7%	9.2%	25.9%	18.3%	8.7%	10.3%
(% of Sales)	85.5%	84.5%	84.5%	84.0%	84.9%	84.4%	84.1%	83.7%	84.1%	84.6%	84.2%	83.4%
개발/운영비용	635	644	631	661	643	655	664	673	2,070	2,573	2,635	2,888
(% YoY)	34.6%	25.1%	21.0%	17.8%	1.2%	1.7%	5.1%	1.7%	18.1%	24.3%	2.4%	9.6%
(% of Sales)	27.9%	26.8%	25.8%	26.1%	26.2%	25.0%	24.6%	24.2%	25.2%	26.6%	25.0%	24.6%
인건비	536	546	534	560	545	550	556	562	1,737	2,176	2,213	2,417
(% YoY)	33.9%	25.9%	23.2%	19.3%	1.7%	0.8%	4.1%	0.3%	12.4%	25.3%	1.7%	9.2%
(% of Sales)	23.5%	22.7%	21.8%	22.1%	22.2%	21.0%	20.6%	20.2%	21.1%	22.5%	21.0%	20.6%
기타	99	98	98	101	98	105	108	111	334	397	422	470
(% YoY)	38.3%	20.7%	10.6%	10.2%	-1.2%	6.6%	10.5%	9.6%	60.9%	18.9%	6.4%	11.5%
(% of Sales)	4.4%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
<b>파트너</b>	<b>832</b>	<b>866</b>	<b>886</b>	<b>950</b>	<b>914</b>	<b>977</b>	<b>1,005</b>	<b>1,037</b>	<b>2,964</b>	<b>3,534</b>	<b>3,934</b>	<b>4,341</b>
(% YoY)	33.4%	20.2%	22.7%	5.8%	9.9%	12.9%	13.4%	9.2%	36.5%	19.2%	11.3%	10.4%
(% of Sales)	36.5%	35.9%	36.3%	37.4%	37.2%	37.3%	37.3%	37.3%	36.1%	36.5%	37.3%	36.9%
<b>인프라</b>	<b>133</b>	<b>142</b>	<b>157</b>	<b>164</b>	<b>160</b>	<b>173</b>	<b>179</b>	<b>187</b>	<b>581</b>	<b>596</b>	<b>699</b>	<b>779</b>
(% YoY)	0.0%	0.4%	3.3%	6.2%	20.8%	21.5%	13.9%	14.0%	17.0%	2.6%	17.3%	11.5%
(% of Sales)	5.8%	5.9%	6.4%	6.5%	6.5%	6.6%	6.6%	6.7%	7.1%	6.2%	6.6%	6.6%
<b>마케팅</b>	<b>350</b>	<b>383</b>	<b>390</b>	<b>357</b>	<b>369</b>	<b>406</b>	<b>418</b>	<b>431</b>	<b>1,301</b>	<b>1,480</b>	<b>1,623</b>	<b>1,801</b>
(% YoY)	11.1%	15.1%	17.8%	10.9%	5.3%	5.9%	7.1%	20.8%	21.4%	13.8%	9.7%	10.9%
(% of Sales)	15.3%	15.9%	15.9%	14.1%	15.0%	15.5%	15.5%	15.5%	15.8%	15.3%	15.4%	15.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익의 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 카카오

24F P/E 41배로 15년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 글로벌 플랫폼 업체 대비로는 높은 수준의 밸류에이션임에는 분명하나 올해 예상되는 강력한 이익 모멘텀(+55% YoY)과 비용 효율화를 통한 추가적인 이익 상향 가능성을 고려 시 부담스러운 멀티플은 아니다. 다만 본격적인 주가 반등을 위해서는 탑라인에서의 성장률 회복도 필요한 시기다. 올해 콘텐츠 부문의 성장세 가속화는 어려울 것으로 보이는 가운데 특비즈 광고 부문의 역할이 중요한 상황이다. 1) 광고 업황 회복에 따른 비즈보드 광고 성장세 회복, 2) 메시지형 광고의 성장세 가속화, 3) 친구탭, 오픈채팅탭의 부킹률 및 단가 상승이 관찰될 경우 모멘텀 다시금 발생할 전망이다.

표 8. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,624</b>	<b>1,923</b>	<b>2,011</b>	<b>1,999</b>	<b>1,957</b>	<b>2,065</b>	<b>2,236</b>	<b>2,305</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>8,563</b>	<b>9,413</b>
(% YoY)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	20.5%	7.4%	11.2%	15.3%	10.8%	11.1%	13.3%	9.9%
플랫폼부문	848	869	880	957	923	947	960	1,042	3,463	3,554	3,873	4,276
1) 특비즈	485	480	479	538	514	514	515	581	1,902	1,982	2,124	2,380
2) 포털비즈	84	89	83	88	79	85	79	84	424	344	327	317
3) 플랫폼 기타	280	300	317	331	330	349	366	378	1,137	1,228	1,422	1,579
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,042	1,034	1,117	1,276	1,263	3,336	4,003	4,690	5,137
1) 뮤직	232	481	513	498	469	529	536	564	894	1,724	2,097	2,244
2) 스토리	229	231	249	213	233	239	259	225	921	922	956	1,031
3) 게임	247	269	262	232	247	258	347	351	1,110	1,010	1,203	1,342
4) 미디어	68	73	107	99	85	92	134	123	412	347	434	521
<b>영업비용</b>	<b>1,561</b>	<b>1,810</b>	<b>1,887</b>	<b>1,838</b>	<b>1,827</b>	<b>1,913</b>	<b>2,042</b>	<b>2,071</b>	<b>6,230</b>	<b>7,096</b>	<b>7,853</b>	<b>8,561</b>
인건비	448	472	468	472	499	503	507	511	1,701	1,860	2,020	2,161
매출연동비	642	780	849	714	700	755	838	843	2,654	2,986	3,136	3,449
외주/인프라비	174	205	199	257	253	268	292	302	684	835	1,115	1,225
마케팅비	97	100	105	104	107	108	110	112	417	406	438	467
상각비	150	192	198	210	190	200	217	224	580	751	831	913
기타	50	60	69	80	78	78	79	79	192	258	314	346
<b>영업이익</b>	<b>63</b>	<b>113</b>	<b>124</b>	<b>161</b>	<b>130</b>	<b>152</b>	<b>194</b>	<b>234</b>	<b>569</b>	<b>461</b>	<b>710</b>	<b>852</b>
(% YoY)	-58.6%	-33.5%	-16.4%	61.4%	107.8%	34.1%	55.9%	45.6%	-4.3%	-19.1%	54.0%	20.0%
영업이익률	3.9%	5.9%	6.2%	8.0%	6.6%	7.3%	8.7%	10.2%	8.4%	6.1%	8.3%	9.1%
<b>지배주주순이익</b>	<b>71</b>	<b>56</b>	<b>21</b>	<b>-1,160</b>	<b>94</b>	<b>109</b>	<b>139</b>	<b>169</b>	<b>1,358</b>	<b>-1,013</b>	<b>511</b>	<b>613</b>
NPM	4.4%	2.9%	1.0%	-58.1%	4.8%	5.3%	6.2%	7.3%	20.0%	-13.4%	6.0%	6.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,624</b>	<b>1,923</b>	<b>2,011</b>	<b>1,999</b>	<b>1,957</b>	<b>2,065</b>	<b>2,236</b>	<b>2,305</b>	<b>6,799</b>	<b>7,557</b>	<b>8,563</b>	<b>9,413</b>
(% YoY)	2.7%	10.4%	12.9%	17.9%	20.5%	7.4%	11.2%	15.3%	10.8%	11.1%	13.3%	9.9%
<b>플랫폼부문</b>	<b>848</b>	<b>869</b>	<b>880</b>	<b>957</b>	<b>923</b>	<b>947</b>	<b>960</b>	<b>1,042</b>	<b>3,463</b>	<b>3,554</b>	<b>3,873</b>	<b>4,276</b>
(% YoY)	4.0%	2.2%	-3.2%	7.9%	8.9%	9.0%	9.1%	9.0%	6.8%	2.7%	9.0%	10.4%
1) 특비즈	485	480	479	538	514	514	515	581	1,902	1,982	2,124	2,380
(% YoY)	5.2%	6.0%	2.6%	3.4%	6.1%	6.9%	7.5%	8.0%	15.7%	4.2%	7.2%	12.0%
커머스	233	197	199	233	242	206	208	243	848	862	899	971
(% YoY)	10.2%	8.4%	-3.9%	-5.9%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%	11.9%	1.7%	4.3%	8.0%
광고	252	283	280	305	272	308	307	337	1,054	1,120	1,225	1,408
(% YoY)	0.9%	4.4%	7.7%	11.7%	8.0%	8.8%	9.7%	10.6%	19.0%	6.3%	9.3%	15.0%
일매출	2.8	3.1	3.1	3.4	3.0	3.4	3.4	3.7	2.9	3.1	3.4	3.9
2) 포털비즈	84	89	83	88	79	85	79	84	424	344	327	317
(% YoY)	-26.7%	-12.6%	-24.2%	-10.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-13.9%	-18.8%	-5.0%	-3.0%
3) 플랫폼 기타	280	300	317	331	330	349	366	378	1,137	1,228	1,422	1,579
(% YoY)	16.3%	1.6%	-4.4%	23.1%	17.8%	16.4%	15.2%	14.1%	2.9%	8.0%	15.8%	11.0%
<b>콘텐츠부문</b>	<b>776</b>	<b>1,054</b>	<b>1,131</b>	<b>1,042</b>	<b>1,034</b>	<b>1,117</b>	<b>1,276</b>	<b>1,263</b>	<b>3,336</b>	<b>4,003</b>	<b>4,690</b>	<b>5,137</b>
(% YoY)	1.3%	18.2%	29.8%	29.0%	33.3%	6.0%	12.8%	21.2%	15.2%	20.0%	17.2%	9.5%
1) 뮤직	232	481	513	498	469	529	536	564	894	1,724	2,097	2,244
(% YoY)	13.5%	129.7%	105.2%	116.3%	102.1%	10.0%	4.4%	13.2%	15.7%	92.8%	21.6%	7.0%
2) 스토리	229	231	249	213	233	239	259	225	921	922	956	1,031
(% YoY)	-4.9%	1.5%	7.7%	-3.7%	2.1%	3.3%	4.1%	5.4%	16.3%	0.1%	3.7%	7.8%
픽코마	128	133	129	116	132	140	138	127	482	507	537	591
(% YoY)	3.8%	11.9%	6.5%	-1.3%	3.0%	5.0%	7.0%	9.0%	14.8%	5.2%	5.9%	10.0%
엔터테인먼트	100	98	120	97	101	99	121	98	439	415	419	440
(% YoY)	-14.2%	-9.9%	9.0%	-6.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	18.2%	-5.5%	1.0%	5.0%
3) 게임	247	269	262	232	247	258	347	351	1,110	1,010	1,203	1,342
(% YoY)	0.6%	-20.3%	-11.5%	0.4%	-0.2%	-3.9%	32.5%	51.4%	11.1%	-9.0%	19.1%	11.6%
4) 미디어	68	73	107	99	85	92	134	123	412	347	434	521
(% YoY)	-9.7%	-37.7%	13.6%	-20.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	23.7%	-15.8%	25.0%	20.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>1,561</b>	<b>1,810</b>	<b>1,887</b>	<b>1,838</b>	<b>1,827</b>	<b>1,913</b>	<b>2,042</b>	<b>2,071</b>	<b>6,230</b>	<b>7,096</b>	<b>7,853</b>	<b>8,561</b>
(% YoY)	9.1%	15.1%	15.6%	15.2%	17.0%	5.7%	8.2%	12.7%	12.4%	13.9%	10.7%	9.0%
(% of Sales)	96.1%	94.1%	93.8%	92.0%	93.4%	92.7%	91.3%	89.8%	91.6%	93.9%	91.7%	90.9%
<b>인건비</b>	<b>448</b>	<b>472</b>	<b>468</b>	<b>472</b>	<b>499</b>	<b>503</b>	<b>507</b>	<b>511</b>	<b>1,701</b>	<b>1,860</b>	<b>2,020</b>	<b>2,161</b>
(% YoY)	4.8%	10.6%	7.5%	14.9%	11.4%	6.5%	8.5%	8.2%	20.0%	9.4%	8.6%	7.0%
(% of Sales)	27.6%	24.6%	23.2%	23.6%	25.5%	24.4%	22.7%	22.2%	25.0%	24.6%	23.6%	23.0%
<b>매출연동비</b>	<b>642</b>	<b>780</b>	<b>849</b>	<b>714</b>	<b>700</b>	<b>755</b>	<b>838</b>	<b>843</b>	<b>2,654</b>	<b>2,986</b>	<b>3,136</b>	<b>3,449</b>
(% YoY)	9.9%	19.2%	19.4%	1.5%	9.0%	-3.2%	-1.4%	18.0%	7.1%	12.5%	5.0%	10.0%
(% of Sales)	39.6%	40.6%	42.2%	35.7%	35.8%	36.6%	37.5%	36.5%	39.0%	39.5%	36.6%	36.6%
<b>외주/인프라비</b>	<b>174</b>	<b>205</b>	<b>199</b>	<b>257</b>	<b>253</b>	<b>268</b>	<b>292</b>	<b>302</b>	<b>684</b>	<b>835</b>	<b>1,115</b>	<b>1,225</b>
(% YoY)	15.9%	18.3%	11.7%	40.5%	45.3%	30.6%	46.7%	17.7%	-7.6%	22.0%	33.5%	9.9%
(% of Sales)	10.7%	10.7%	9.9%	12.9%	12.9%	13.0%	13.0%	13.1%	10.1%	11.0%	13.0%	13.0%
<b>마케팅비</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>417</b>	<b>406</b>	<b>438</b>	<b>467</b>
(% YoY)	-1.9%	-24.2%	10.4%	13.9%	10.3%	7.6%	5.5%	8.2%	-4.1%	-2.7%	7.9%	6.6%
(% of Sales)	6.0%	5.2%	5.2%	5.2%	5.5%	5.2%	4.9%	4.9%	6.1%	5.4%	5.1%	5.0%
<b>상각비</b>	<b>150</b>	<b>192</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>190</b>	<b>200</b>	<b>217</b>	<b>224</b>	<b>580</b>	<b>751</b>	<b>831</b>	<b>913</b>
(% YoY)	14.9%	41.7%	29.6%	30.5%	26.3%	4.2%	9.3%	6.4%	58.2%	29.4%	10.6%	9.9%
(% of Sales)	9.3%	10.0%	9.9%	10.5%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	8.5%	9.9%	9.7%	9.7%
<b>기타</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>192</b>	<b>258</b>	<b>314</b>	<b>346</b>
(% YoY)	28.3%	22.5%	13.6%	79.3%	57.3%	31.6%	14.9%	-1.3%	84.0%	34.1%	21.9%	9.9%
(% of Sales)	3.1%	3.1%	3.4%	4.0%	4.0%	3.8%	3.5%	3.4%	2.8%	3.4%	3.7%	3.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 12MF P/E, OPM 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 아프리카TV

24F 14배로 16년 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 글로벌 확장 스토리가 다가오는 현 시점에서 비중을 확대해볼 시기다. 지난 수 년간 이어진 동사의 디레이팅 요인은 꾸준한 국내 이용자의 감소였다. 트위치가 퇴장하면서 일시적인 트래픽 수혜를 얻고 있으나 연간 단위로 본다면 다시금 감소 추세가 계속될 가능성이 높다. 그러나 5월 이후 동남아를 중심으로 글로벌 진출하는 SOOP은 이러한 트래픽 감소 추세를 반전시킬 잠재력이 충분하다. 스포츠, 이스포츠 리그의 인기와 스트리밍 수요가 가파르게 올라오고 있는 동남아 지역은 해당 영역에서의 스트리밍 강자가 없는 상황이다. 20년의 기간동안 스포츠, 이스포츠 중계 및 리그 개최 등으로 쌓아올린 동사의 노하우가 빛을 발할 시점이다.

표 11. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>88</b>	<b>100</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>114</b>	<b>315</b>	<b>348</b>	<b>415</b>	<b>470</b>
(% YoY)	-3.4%	11.2%	7.4%	25.6%	29.5%	19.4%	17.4%	14.1%	15.7%	10.4%	19.5%	13.1%
플랫폼 서비스	60	65	65	69	72	74	77	79	230	259	302	339
기부경제선물	58	63	62	66	69	71	74	76	220	249	290	327
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	9	10
플랫폼-기타	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2
광고	11	20	22	30	20	27	25	34	80	83	105	122
플랫폼광고	4	4	3	4	4	4	4	4	15	15	16	17
콘텐츠형광고	7	15	13	19	11	17	15	23	57	54	65	80
광고기타	1	1	6	6	5	6	6	7	9	14	24	26
기타	1	2	1	2	2	2	2	2	4	6	8	8
<b>영업비용</b>	<b>54</b>	<b>63</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>76</b>	<b>83</b>	<b>233</b>	<b>257</b>	<b>303</b>	<b>338</b>
인건비	18	19	20	20	23	23	23	24	63	77	93	105
지급수수료 (중계권+기타)	6	5	7	8	6	5	7	8	27	25	25	25
지급수수료 (광고)	6	8	7	15	9	13	12	16	47	36	50	58
과금수수료	8	10	10	11	11	12	12	12	30	39	47	53
회선사용료	4	3	3	4	4	4	4	4	15	14	15	15
BJ지원금	1	2	2	2	2	2	2	2	5	7	7	8
콘텐츠제작비	3	7	7	3	4	5	5	5	14	20	19	21
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	6	6	6	17	20	23	26
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
행사비	0	1	0	1	1	1	1	1	2	2	3	3
기타	3	4	5	5	5	5	5	6	13	18	21	23
<b>영업이익</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>113</b>	<b>132</b>
(% YoY)	-20.5%	1.9%	6.0%	70.8%	34.5%	22.9%	26.4%	18.9%	-7.2%	9.6%	24.9%	16.9%
영업이익률	25.3%	27.3%	24.9%	26.3%	26.3%	28.1%	26.8%	27.4%	26.2%	26.0%	27.2%	28.1%
<b>지배주주순이익</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>93</b>	<b>108</b>
순이익률	22.9%	26.2%	22.0%	15.8%	21.8%	23.1%	22.2%	22.5%	19.0%	21.4%	22.4%	23.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

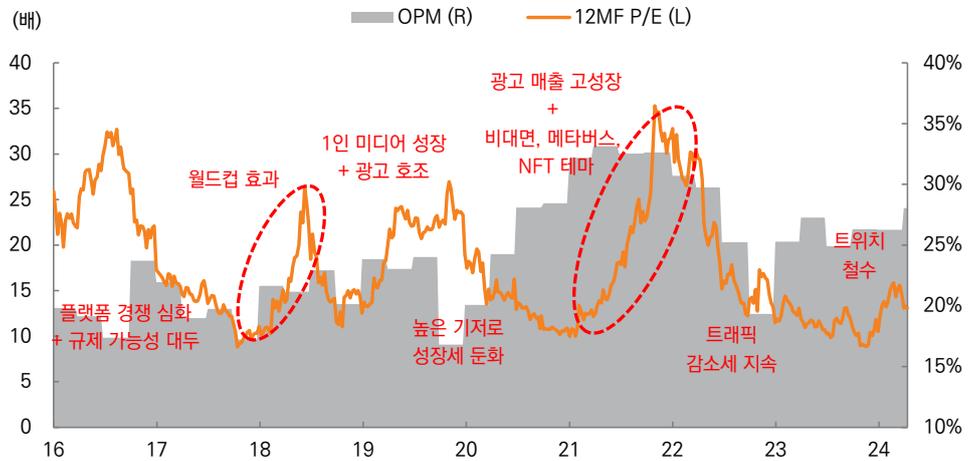
표 12. 사업부별 분기 및 연간 매출 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>88</b>	<b>100</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>103</b>	<b>114</b>	<b>315</b>	<b>348</b>	<b>415</b>	<b>470</b>
(% YoY)	-3%	11%	7%	26%	30%	19%	17%	14%	16%	10%	19%	13%
<b>플랫폼 서비스</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>79</b>	<b>230</b>	<b>259</b>	<b>302</b>	<b>339</b>
(% YoY)	1%	12%	12%	26%	19%	14%	18%	15%	8%	12%	17%	12%
기부경제선물	58	63	62	66	69	71	74	76	220	249	290	327
(% YoY)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
가능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	9	10
(% YoY)	0%	-2%	-8%	-7%	11%	14%	21%	24%	20%	-4%	17%	4%
플랫폼-기타	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2
(% YoY)	42%	-18%	-5%	35%	8%	31%	20%	8%	-3%	9%	16%	4%
<b>광고</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>105</b>	<b>122</b>
(% YoY)	-19%	9%	-7%	21%	74%	36%	14%	13%	50%	3%	27%	16%
플랫폼광고	4	4	3	4	4	4	4	4	15	15	16	17
(% YoY)	20%	14%	-20%	-6%	12%	8%	20%	1%	31%	0%	10%	4%
콘텐츠형광고	7	15	13	19	11	17	15	23	57	54	65	80
(% YoY)	-30%	15%	-26%	13%	65%	14%	15%	17%	64%	-6%	22%	22%
광고기타	1	1	6	6	5	6	6	7	9	14	24	26
(% YoY)	-31%	-37%	206%	99%	350%	350%	8%	8%	16%	65%	65%	8%
<b>기타</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
(% YoY)	-29%	24%	43%	96%	152%	32%	40%	4%	-29%	32%	41%	4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 12MF P/E, OPM 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

표 13. 글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
NAVER (KR)	29,169	21.1	18.1	2.7	2.5	1.2	1.1	12.1	11.0	16.1	16.5
카카오	20,882	42.8	39.4	2.4	2.2	2.0	1.9	15.4	14.0	7.5	8.4
쿠팡	55,821	78.2	38.2	1.4	1.2	8.6	6.8	27.8	17.9	2.6	4.1
아프리카TV	1,263	14.3	12.0	3.1	2.7	3.3	2.6	7.3	6.3	26.1	27.0
Alphabet (US)	2,668,046	21.4	18.7	6.7	5.7	5.7	4.7	13.7	12.1	34.7	33.7
Amazon	2,633,186	36.0	29.3	3.0	2.7	7.1	5.4	14.9	12.6	8.7	10.0
Meta	1,761,838	24.3	21.0	8.1	7.2	6.4	4.9	13.6	11.8	39.8	40.8
Shopify	122,449	66.1	50.2	10.3	8.6	8.7	7.2	-	45.5	14.6	17.3
eBay	35,994	10.8	10.2	2.5	2.4	4.0	3.6	8.8	8.5	28.2	27.6
Snap	23,761	68.9	29.0	3.3	2.9	6.7	5.2	53.3	24.7	-6.3	-0.3
Yahoo Japan (JP)	23,210	19.6	19.2	1.4	1.3	0.8	0.8	7.1	6.5	11.3	11.7
Rakuten	15,346	-	-	0.8	0.7	2.2	1.9	-	-	-2.8	1.7
Mercari	2,543	24.5	17.4	1.5	1.4	4.3	3.4	14.6	10.8	9.6	12.1
Tencent (CN)	501,688	14.5	13.0	3.9	3.6	2.7	2.3	-	9.8	29.2	30.3
Alibaba	244,825	8.0	8.0	1.4	1.3	1.2	1.2	4.0	3.9	13.5	14.0
JD	54,479	8.3	7.3	0.2	0.2	1.1	1.0	2.8	2.5	2.8	3.0
Baidu	46,608	9.8	8.5	1.7	1.6	0.9	0.9	4.0	3.7	18.9	19.5
Weibo	2,583	4.2	3.9	1.0	1.0	0.5	0.4	2.5	2.3	28.5	29.4
PDD	208,559	13.3	10.1	2.9	2.2	5.2	3.7	9.7	6.8	24.2	25.9
KuaiShou	35,014	12.6	9.1	1.4	1.3	3.1	2.4	6.3	4.7	10.4	14.1
Huya	1,441	46.0	23.2	1.1	1.0	0.8	0.7	-	-	-2.6	1.1
Bilibili	6,402	-	36.4	1.3	1.2	2.4	2.2	35.1	11.8	-5.8	0.5
DouYu	343	-	15.7	-	0.4	-	0.3	-	-	-	-2.3
Joyy	2,677	8.2	7.6	0.8	0.8	0.6	0.5	-	-	4.4	5.9

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## 게임: 호실적에 신작이 더해지는 곳은?

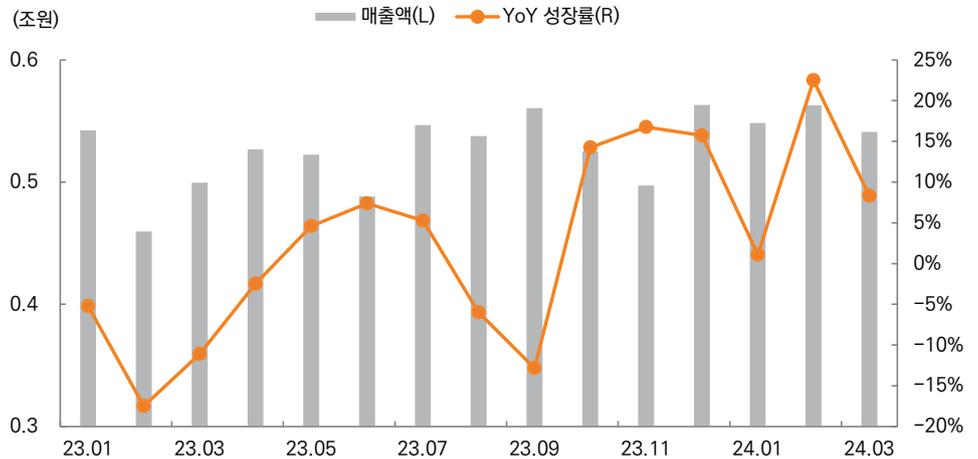
### Top Pick: 대형주 크래프톤, 중소형주 위메이드

1분기 실적 호조 가능성이 존재하는 크래프톤과 위메이드에 관심이 필요한 시기다. 크래프톤을 제외한 게임사 전반이 최근 급격한 주가 조정을 받았으나 1) 신작 부재에 따른 1분기 실적 하회 가능성, 2) 기존작 매출만으로는 설명되지 않는 밸류에이션을 고려 시 단기 저점에 도달했다고 보기는 어렵다. 기존작의 견조한 매출에 신작 모멘텀이 더해지는 종목 위주로 집중 투자할 시기다.

크래프톤을 게임 업종 Top Pick으로 지속 추천한다. 1) 1분기 높았던 트래픽을 고려 시 PC 부문에서의 서프라이즈 가능성이 여전히 존재하며, 2) 2,000억원 규모 자사주 매입이 진행 (3/27~6/26)되고 있고, 3) 신작 다크앤다커M 출시 모멘텀이 임박한 점을 고려 시 2분기에 강력한 주가 상승이 이어질 것으로 전망한다.

중소형주 Top Pick으로 위메이드를 추천한다. 기대 이상의 성과를 기록 중인 나이트크로우 글로벌 흥행 성과를 고려 시 최근 주가 조정은 매력적인 매수 기회로 판단한다. 거듭된 주가 조정으로 밸류에이션은 24F 12배 수준으로 부담 없는 수준까지 하락했고 나이트크로우 글로벌 흥행 장기화에 따라 2분기 흑자 전환도 기대되는 상황이다.

그림 43. 국내 주요 모바일 게임 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 14. 국내 주요 게임사 기대작 타임라인

	1Q24	2Q24	2H24	2025	시기미정
크래프톤	-	다크앤다커 모바일	인조이 블랙버짓	서브노티카2 프로젝트 골드러쉬	눈물을 마시는 새
엔씨소프트	-	BSS 배틀크러쉬	TL 글로벌 B&S2 중국	프로젝트G	아이온2(MMO) LLL(슈팅) 프로젝트E(멀티유니버스) 프로젝트 M
넷마블	제2의나라 중국(2/28)	아스달연대기(4/24) 나혼자만레벨업(5/8) 레이븐2 킹아서: 레전드 라이즈	-	-	RF 온라인 넥스트 데미스 리본 일곱개의대죄 오리진
카카오게임즈	ROM(2/27)	프로젝트 V (캐주얼 로그라이크) 에버소울 일본 아키에이지워 대만/일본 외	가디스오더(액션RPG) 오딘 북미/유럽 프로젝트 C(수집형 RPG) 블랙아웃 프로토콜(슈터) 로스트아이돌론스(SRPG) 패스오브액자일2 (국내, 핵앤슬래시)	아레스 글로벌(MMORPG) 프로젝트 Q(MMORPG) 아키에이지2(MMORPG) 검술명가 막내아들(액션RPG) 프로젝트 S(루트슈터)	-
펄어비스	-	-	-	붉은사막	도깨비 플랜8
위메이드	나이트크로우 글로벌(3/12)	미르4 중국 (판호 발급 필요)	3Q: 이미르 국내 4Q: 미르M 중국	-	디스민즈워(콘솔) 이미르 글로벌 미르5
넥슨게임즈	-	-	퍼스트다센던트	프로젝트DW(던파 IP)	프로젝트DX(듀랑고 IP)
네오위즈	-	-	P의거짓 DLC 프로젝트 IG(방치형 ARPG)	-	-
조이시티	스타시드(3/28)	디즈니나이츠사가	-	프리스타일 풋볼2	-
데브시스터즈	쿠키런: 마녀의 성(3/15)	쿠키런: 모험의 탑	쿠키런: 오븐스매시	-	쿠키런 인도

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 게임 커버리지

### 크래프톤

표 15. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>539</b>	<b>387</b>	<b>450</b>	<b>535</b>	<b>620</b>	<b>444</b>	<b>536</b>	<b>631</b>	<b>1,854</b>	<b>1,911</b>	<b>2,231</b>	<b>2,552</b>
(% YoY)	3.0%	-8.6%	3.8%	12.8%	15.2%	14.8%	19.0%	18.0%	-1.7%	3.1%	16.8%	14.4%
PC	178	117	121	167	189	129	135	201	465	584	653	756
모바일	348	245	309	343	414	298	382	390	1,253	1,245	1,483	1,618
콘솔	7	19	12	17	10	10	11	32	104	56	63	136
기타	5	6	8	7	8	8	8	8	32	26	32	41
<b>영업비용</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>261</b>	<b>370</b>	<b>337</b>	<b>340</b>	<b>360</b>	<b>380</b>	<b>1,102</b>	<b>1,143</b>	<b>1,417</b>	<b>1,586</b>
인건비	101	103	102	121	113	118	122	127	365	427	480	518
앱수수료/매출원가	47	32	60	88	79	66	82	97	207	227	324	399
지급수수료	62	71	65	62	65	74	68	65	325	259	272	285
광고선전비	5	9	18	34	25	28	30	33	130	66	116	133
주식보상비용	10	9	-20	28	19	18	19	19	-64	28	74	85
기타	31	32	36	37	37	38	38	38	139	136	151	166
<b>영업이익</b>	<b>283</b>	<b>131</b>	<b>189</b>	<b>164</b>	<b>283</b>	<b>104</b>	<b>176</b>	<b>251</b>	<b>752</b>	<b>768</b>	<b>815</b>	<b>966</b>
(% YoY)	-10.1%	-20.7%	30.9%	30.3%	0.1%	-20.6%	-7.0%	52.7%	15.5%	2.2%	6.1%	18.6%
영업이익률	52.5%	34.0%	42.0%	30.7%	45.6%	23.5%	32.9%	39.8%	40.5%	40.2%	36.5%	37.8%
<b>지배주주순이익</b>	<b>267</b>	<b>129</b>	<b>212</b>	<b>-13</b>	<b>225</b>	<b>91</b>	<b>146</b>	<b>203</b>	<b>500</b>	<b>595</b>	<b>665</b>	<b>777</b>
순이익률	49.6%	33.2%	47.0%	-2.5%	36.2%	20.6%	27.3%	32.2%	27.0%	31.1%	29.8%	30.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>256</b>	<b>256</b>	<b>261</b>	<b>370</b>	<b>337</b>	<b>340</b>	<b>360</b>	<b>380</b>	<b>1,102</b>	<b>1,143</b>	<b>1,417</b>	<b>1,586</b>
(% of Sales)	47.5%	66.0%	58.0%	69.3%	54.4%	76.5%	67.1%	60.2%	59.5%	59.8%	63.5%	62.2%
<b>인건비</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>102</b>	<b>121</b>	<b>113</b>	<b>118</b>	<b>122</b>	<b>127</b>	<b>365</b>	<b>427</b>	<b>480</b>	<b>518</b>
(% YoY)	-7%	10%	3%	91%	12%	14%	19%	5%	3%	17%	12%	8%
(% of Sales)	18.7%	26.7%	22.7%	22.6%	18.2%	26.4%	22.8%	20.2%	19.7%	22.4%	21.5%	20.3%
<b>앱수수료/매출원가</b>	<b>47</b>	<b>32</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>79</b>	<b>66</b>	<b>82</b>	<b>97</b>	<b>207</b>	<b>227</b>	<b>324</b>	<b>399</b>
(% YoY)	-9%	-36%	25%	52%	68%	104%	37%	10%	7%	9%	114%	106%
(% of Sales)	8.7%	8.3%	13.3%	16.4%	12.7%	14.8%	15.4%	15.4%	11.2%	11.9%	14.5%	15.6%
<b>지급수수료</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>65</b>	<b>325</b>	<b>259</b>	<b>272</b>	<b>285</b>
(% YoY)	10%	-13%	-24%	-40%	5%	5%	5%	5%	-10%	-20%	5%	5%
(% of Sales)	11.4%	18.2%	14.4%	11.6%	10.4%	16.7%	12.7%	10.3%	17.5%	13.6%	12.2%	11.2%
<b>광고선전비</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>34</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>33</b>	<b>130</b>	<b>66</b>	<b>116</b>	<b>133</b>
(% YoY)	-71%	-23%	-8%	-58%	392%	217%	68%	-3%	58%	-49%	76%	14%
(% of Sales)	0.9%	2.2%	4.0%	6.4%	4.0%	6.2%	5.6%	5.3%	7.0%	3.5%	5.2%	5.2%
<b>주식보상비용</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>-20</b>	<b>28</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>-64</b>	<b>28</b>	<b>74</b>	<b>85</b>
(% YoY)	-	-	-	-	85%	96%	-195%	-33%	-138%	-143%	101%	-49%
(% of Sales)	1.9%	2.3%	-4.4%	5.3%	3.0%	4.0%	3.5%	3.0%	-3.4%	1.4%	3.3%	3.3%
<b>기타</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>151</b>	<b>166</b>
(% YoY)	12%	10%	20%	-30%	19%	18%	7%	4%	53%	-2%	11%	10%
(% of Sales)	5.8%	8.2%	7.9%	6.9%	6.0%	8.5%	7.1%	6.1%	7.5%	7.1%	6.8%	6.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트

표 17. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>479</b>	<b>440</b>	<b>423</b>	<b>438</b>	<b>422</b>	<b>428</b>	<b>461</b>	<b>487</b>	<b>2,572</b>	<b>1,780</b>	<b>1,797</b>	<b>1,990</b>
(% YoY)	-39.4%	-30.0%	-30.0%	-20.1%	-11.9%	-2.8%	8.9%	11.1%	11.4%	-30.8%	1.0%	10.7%
PC	91	88	93	92	97	95	111	102	390	365	406	376
모바일	331	297	274	299	278	287	303	338	1,934	1,200	1,206	1,415
기타	14	19	21	16	16	16	16	17	90	70	65	72
로열티	42	36	35	31	30	30	30	30	157	144	121	127
<b>영업비용</b>	<b>397</b>	<b>405</b>	<b>407</b>	<b>434</b>	<b>407</b>	<b>402</b>	<b>415</b>	<b>426</b>	<b>2,013</b>	<b>1,643</b>	<b>1,650</b>	<b>1,744</b>
인건비	212	209	198	204	205	206	207	208	847	823	827	860
마케팅비	5	12	28	40	22	15	17	19	189	85	73	75
D&A	28	28	29	27	25	25	26	26	106	112	102	86
지급수수료	110	108	101	115	108	110	119	127	689	434	463	519
기타	43	49	50	47	47	47	46	46	181	189	185	205
<b>영업이익</b>	<b>82</b>	<b>35</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>559</b>	<b>137</b>	<b>147</b>	<b>245</b>
(% YoY)	-66.6%	-71.3%	-88.6%	-91.9%	-81.8%	-26.4%	178.0%	1466.4%	49.0%	-75.4%	7.2%	66.8%
영업이익률	17.0%	8.0%	3.9%	0.9%	3.5%	6.1%	10.0%	12.4%	21.7%	7.7%	8.2%	12.3%
<b>지배주주순이익</b>	<b>114</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>45</b>	<b>57</b>	<b>436</b>	<b>212</b>	<b>152</b>	<b>230</b>
순이익률	23.7%	6.8%	10.3%	5.7%	4.8%	6.9%	9.8%	11.7%	16.9%	11.9%	8.4%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>397</b>	<b>405</b>	<b>407</b>	<b>434</b>	<b>407</b>	<b>402</b>	<b>415</b>	<b>426</b>	<b>2,013</b>	<b>1,643</b>	<b>1,650</b>	<b>1,744</b>
(% YoY)	-27.3%	-20.0%	-11.6%	-13.3%	2.5%	-0.7%	2.0%	-1.8%	4.1%	-18.4%	0.5%	5.7%
(% of Sales)	83.0%	92.0%	96.1%	99.1%	96.5%	93.9%	90.0%	87.6%	78.3%	92.3%	91.8%	87.7%
<b>인건비</b>	<b>212</b>	<b>209</b>	<b>198</b>	<b>204</b>	<b>205</b>	<b>206</b>	<b>207</b>	<b>208</b>	<b>847</b>	<b>823</b>	<b>827</b>	<b>860</b>
(% YoY)	-3.0%	0.9%	4.5%	-12.2%	-3.1%	-1.1%	4.6%	2.0%	-0.2%	-2.9%	0.5%	4.0%
(% of Sales)	44.3%	47.4%	46.9%	46.7%	48.6%	48.2%	45.0%	42.8%	33.0%	46.2%	46.0%	43.2%
<b>마케팅비</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>189</b>	<b>85</b>	<b>73</b>	<b>75</b>
(% YoY)	-88.4%	-79.6%	-28.8%	-16.2%	353.0%	22.7%	-38.5%	-52.9%	-33.2%	-54.9%	-14.2%	3.0%
(% of Sales)	1.0%	2.8%	6.5%	9.2%	5.2%	3.5%	3.7%	3.9%	7.3%	4.8%	4.1%	3.8%
<b>D&amp;A</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>106</b>	<b>112</b>	<b>102</b>	<b>86</b>
(% YoY)	5.1%	4.0%	9.6%	3.3%	-10.2%	-11.5%	-12.1%	-1.6%	13.3%	5.5%	-9.0%	-16.0%
(% of Sales)	5.8%	6.3%	6.9%	6.1%	5.9%	5.8%	5.6%	5.4%	4.1%	6.3%	5.7%	4.3%
<b>지급수수료</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>101</b>	<b>115</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>119</b>	<b>127</b>	<b>689</b>	<b>434</b>	<b>463</b>	<b>519</b>
(% YoY)	-49.4%	-31.7%	-42.0%	-17.5%	-2.0%	1.8%	17.3%	10.2%	25.7%	-37.0%	6.7%	12.0%
(% of Sales)	23.0%	24.5%	23.9%	26.3%	25.5%	25.6%	25.8%	26.1%	26.8%	24.4%	25.8%	26.1%
<b>기타</b>	<b>43</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>181</b>	<b>189</b>	<b>185</b>	<b>205</b>
(% YoY)	1.4%	-12.1%	67.3%	-12.5%	10.5%	-4.2%	-8.3%	-3.9%	13.7%	4.0%	-1.9%	10.7%
(% of Sales)	8.9%	11.0%	11.9%	11.6%	11.4%	11.2%	10.9%	10.7%	7.1%	10.6%	10.3%	10.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

넷마블

표 19. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>631</b>	<b>665</b>	<b>612</b>	<b>634</b>	<b>684</b>	<b>701</b>	<b>2,673</b>	<b>2,501</b>	<b>2,631</b>	<b>2,673</b>
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.2%	1.5%	5.0%	8.5%	5.4%	6.6%	-6.4%	5.2%	1.6%
제2의나라	30	24	19	20	19	19	19	18	200	93	75	71
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	50	49	48	47	289	269	192	183
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	43	41	40	39	180	150	163	155
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	19	18	17	16	114	87	70	67
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	27	24	23	22	0	0	96	87
쿠키잼	18	24	19	20	20	19	19	18	80	81	76	72
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	48	47	47	47	220	206	189	193
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	62	63	65	67	214	237	258	263
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	52	51	50	49	208	206	202	206
기타	259	265	290	273	273	301	357	377	1,168	1,087	1,309	1,376
<b>EBITDA</b>	<b>20</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>60</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>123</b>	<b>116</b>	<b>235</b>	<b>256</b>
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.1%	5.1%	6.5%	11.6%	11.9%	4.6%	4.6%	8.9%	9.6%
<b>영업비용</b>	<b>631</b>	<b>641</b>	<b>653</b>	<b>647</b>	<b>623</b>	<b>635</b>	<b>647</b>	<b>660</b>	<b>2,782</b>	<b>2,571</b>	<b>2,565</b>	<b>2,588</b>
지급수수료	247	240	239	254	226	234	243	252	1,056	980	956	964
인건비	188	193	181	183	184	185	186	187	779	745	742	750
마케팅비	100	113	146	128	130	132	134	137	524	487	532	538
기타	96	94	87	83	83	83	84	84	418	460	334	337
<b>영업이익</b>	<b>-28</b>	<b>-37</b>	<b>-22</b>	<b>18</b>	<b>-12</b>	<b>-1</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>-109</b>	<b>-70</b>	<b>66</b>	<b>84</b>
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	132.4%	적전	적지	흑전	-44.1%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.7%	-1.9%	-0.2%	5.5%	5.9%	-4.1%	-2.8%	2.5%	3.2%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-19</b>	<b>-183</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>	<b>28</b>	<b>36</b>	<b>-819</b>	<b>-267</b>	<b>41</b>	<b>55</b>
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-27.5%	-2.9%	-0.9%	4.1%	5.1%	-30.6%	-10.7%	1.5%	2.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>631</b>	<b>641</b>	<b>653</b>	<b>647</b>	<b>623</b>	<b>635</b>	<b>647</b>	<b>660</b>	<b>2,782</b>	<b>2,571</b>	<b>2,565</b>	<b>2,588</b>
(% YoY)	-2.0%	-7.9%	-10.9%	-9.0%	-1.2%	-0.9%	-0.8%	1.9%	18.1%	-7.6%	-0.2%	0.9%
(% of Sales)	104.7%	106.2%	103.5%	97.3%	101.9%	100.2%	94.5%	94.1%	104.1%	102.8%	97.5%	96.8%
<b>지급수수료</b>	<b>247</b>	<b>240</b>	<b>239</b>	<b>254</b>	<b>226</b>	<b>234</b>	<b>243</b>	<b>252</b>	<b>1,056</b>	<b>980</b>	<b>956</b>	<b>964</b>
(% YoY)	0.7%	-7.9%	-14.1%	-6.6%	-8.4%	-2.4%	1.7%	-0.5%	4.2%	-7.2%	-2.4%	0.8%
(% of Sales)	41.0%	39.8%	37.9%	38.1%	37.0%	37.0%	35.5%	36.0%	39.5%	39.2%	36.4%	36.1%
<b>인건비</b>	<b>188</b>	<b>193</b>	<b>181</b>	<b>183</b>	<b>184</b>	<b>185</b>	<b>186</b>	<b>187</b>	<b>779</b>	<b>745</b>	<b>742</b>	<b>750</b>
(% YoY)	0.4%	1.8%	-11.0%	-8.3%	-1.8%	-4.2%	3.0%	2.0%	22.0%	-4.5%	-0.3%	1.0%
(% of Sales)	31.1%	32.0%	28.6%	27.6%	30.1%	29.2%	27.2%	26.7%	29.2%	29.8%	28.2%	28.1%
<b>마케팅비</b>	<b>100</b>	<b>113</b>	<b>146</b>	<b>128</b>	<b>130</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>137</b>	<b>524</b>	<b>487</b>	<b>532</b>	<b>538</b>
(% YoY)	-11.2%	-21.7%	0.6%	4.4%	29.4%	16.7%	-7.9%	7.0%	32.4%	-7.2%	9.4%	1.0%
(% of Sales)	16.6%	18.7%	23.1%	19.2%	21.2%	20.8%	19.6%	19.5%	19.6%	19.5%	20.2%	20.1%
<b>기타</b>	<b>96</b>	<b>94</b>	<b>87</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>418</b>	<b>460</b>	<b>334</b>	<b>337</b>
(% YoY)	-2.3%	-6.5%	-17.9%	-26.9%	-13.4%	-11.3%	-4.0%	1.2%	90.1%	10.0%	-27.4%	1.0%
(% of Sales)	15.9%	15.6%	13.8%	12.5%	13.6%	13.1%	12.2%	12.0%	15.6%	18.4%	12.7%	12.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

위메이드

표 21. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>94</b>	<b>159</b>	<b>236</b>	<b>117</b>	<b>137</b>	<b>238</b>	<b>353</b>	<b>246</b>	<b>463</b>	<b>605</b>	<b>974</b>	<b>1,117</b>
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	1.1%	45.9%	49.5%	49.7%	111.3%	38.4%	30.6%	60.9%	14.7%
게임	84	150	133	112	132	232	243	240	382	480	847	975
라이선스	6	6	99	0	0	0	104	0	67	112	105	106
위믹스 플랫폼	2	1	1	5	4	4	4	5	7	9	17	31
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	7	5	5	5
<b>영업비용</b>	<b>141</b>	<b>200</b>	<b>190</b>	<b>185</b>	<b>185</b>	<b>233</b>	<b>232</b>	<b>215</b>	<b>550</b>	<b>716</b>	<b>864</b>	<b>924</b>
인건비	55	63	65	59	60	61	62	63	205	242	246	283
지급수수료	48	85	87	87	80	126	116	105	184	307	427	425
마케팅비	12	21	15	29	17	16	25	21	78	77	79	87
D&A	7	16	5	-5	6	6	6	6	19	23	22	25
세금과 공과	2	1	1	2	2	2	2	2	5	6	8	11
기타	16	15	17	13	20	23	21	18	58	60	82	94
<b>영업이익</b>	<b>-47</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-69</b>	<b>-48</b>	<b>5</b>	<b>121</b>	<b>31</b>	<b>-86</b>	<b>-110</b>	<b>110</b>	<b>193</b>
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	167.1%	흑전	적전	적지	흑전	75.5%
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-59.0%	-35.0%	2.3%	34.4%	12.7%	-18.6%	-18.2%	11.3%	17.3%
<b>지배주주순이익</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	<b>42</b>	<b>-183</b>	<b>-34</b>	<b>23</b>	<b>112</b>	<b>38</b>	<b>-185</b>	<b>-200</b>	<b>139</b>	<b>185</b>
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-156.6%	-25.0%	9.7%	31.9%	15.3%	-40.0%	-33.1%	14.2%	16.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>140.7</b>	<b>199.6</b>	<b>190.2</b>	<b>185.2</b>	<b>185.0</b>	<b>232.7</b>	<b>231.5</b>	<b>215.1</b>	<b>549.6</b>	<b>715.7</b>	<b>864.2</b>	<b>924.4</b>
(% YoY)	11.9%	39.1%	39.4%	28.6%	31.5%	16.6%	21.7%	16.1%	131.3%	30.2%	20.8%	7.0%
(% of Sales)	149.8%	125.3%	80.7%	159.0%	135.0%	97.7%	65.6%	87.3%	118.6%	118.2%	88.7%	82.7%
<b>인건비</b>	<b>55.3</b>	<b>62.8</b>	<b>65.0</b>	<b>59.2</b>	<b>60.2</b>	<b>61.0</b>	<b>61.8</b>	<b>62.7</b>	<b>205.1</b>	<b>242.3</b>	<b>245.7</b>	<b>282.6</b>
(% YoY)	24.6%	11.8%	29.1%	9.1%	8.8%	-2.9%	-4.8%	6.0%	136.0%	18.1%	1.4%	15.0%
(% of Sales)	58.9%	39.4%	27.6%	50.8%	43.9%	25.6%	17.5%	25.5%	44.3%	40.0%	25.2%	25.3%
<b>지급수수료</b>	<b>48.3</b>	<b>84.7</b>	<b>86.7</b>	<b>87.4</b>	<b>80.5</b>	<b>125.8</b>	<b>116.0</b>	<b>105.0</b>	<b>184.4</b>	<b>307.0</b>	<b>427.2</b>	<b>425.3</b>
(% YoY)	1.6%	105.8%	96.1%	69.5%	66.6%	48.5%	33.8%	20.2%	113.2%	66.5%	39.2%	-0.4%
(% of Sales)	51.5%	53.1%	36.8%	75.0%	58.7%	52.8%	32.9%	42.6%	39.8%	50.7%	43.9%	38.1%
<b>마케팅비</b>	<b>11.9</b>	<b>21.0</b>	<b>14.9</b>	<b>28.9</b>	<b>17.0</b>	<b>15.5</b>	<b>25.4</b>	<b>21.0</b>	<b>78.3</b>	<b>76.6</b>	<b>78.9</b>	<b>86.8</b>
(% YoY)	-11.9%	-14.1%	-29.6%	50.0%	43.4%	-26.2%	70.6%	-27.2%	241.0%	-2.1%	3.0%	10.0%
(% of Sales)	12.6%	13.2%	6.3%	24.8%	12.4%	6.5%	7.2%	8.5%	16.9%	12.7%	8.1%	7.8%
<b>D&amp;A</b>	<b>7.4</b>	<b>15.6</b>	<b>5.5</b>	<b>-4.9</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>18.6</b>	<b>23.5</b>	<b>22.3</b>	<b>24.6</b>
(% YoY)	175.8%	196.3%	18.2%	-180.3%	-25.2%	-64.3%	2.8%	-215.7%	415.8%	26.0%	-4.9%	10.0%
(% of Sales)	7.8%	9.8%	2.3%	-4.2%	4.0%	2.3%	1.6%	2.3%	4.0%	3.9%	2.3%	2.2%
<b>세금</b>	<b>2.1</b>	<b>0.9</b>	<b>1.2</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>5.4</b>	<b>6.5</b>	<b>8.4</b>	<b>11.2</b>
(% YoY)	99.9%	-5.8%	-22.1%	22.8%	-6.9%	126.4%	71.3%	1.2%	10.6%	19.8%	29.6%	33.5%
(% of Sales)	2.3%	0.6%	0.5%	1.9%	1.5%	0.9%	0.6%	0.9%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%
<b>기타</b>	<b>15.7</b>	<b>14.7</b>	<b>16.9</b>	<b>12.6</b>	<b>19.8</b>	<b>22.8</b>	<b>20.5</b>	<b>18.5</b>	<b>57.7</b>	<b>59.9</b>	<b>81.7</b>	<b>94.0</b>
(% YoY)	-5.1%	-5.5%	16.7%	12.9%	26.0%	55.8%	21.5%	47.0%	76.2%	3.7%	36.5%	15.0%
(% of Sales)	16.8%	9.2%	7.2%	10.8%	14.5%	9.6%	5.8%	7.5%	12.5%	9.9%	8.4%	8.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오게임즈

표 23. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>249</b>	<b>271</b>	<b>265</b>	<b>239</b>	<b>235</b>	<b>247</b>	<b>340</b>	<b>347</b>	<b>1,148</b>	<b>1,024</b>	<b>1,169</b>	<b>1,349</b>
(% YoY)	-6.5%	-20.0%	-13.7%	1.5%	-5.7%	-8.9%	28.4%	45.1%	13.4%	-10.8%	14.1%	15.4%
모바일	154	172	184	157	146	146	253	255	739	666	800	945
PC	14	12	12	13	13	13	16	19	54	51	62	72
기타	81	87	69	69	76	88	71	72	355	307	307	332
<b>영업비용</b>	<b>238</b>	<b>245</b>	<b>242</b>	<b>225</b>	<b>230</b>	<b>241</b>	<b>293</b>	<b>301</b>	<b>972</b>	<b>950</b>	<b>1,066</b>	<b>1,134</b>
인건비	49	54	51	52	53	54	55	55	199	206	217	228
지급수수료	92	92	104	91	88	89	149	154	379	380	478	532
마케팅비	20	21	13	10	15	16	18	19	71	64	67	67
기타	76	78	74	71	75	83	72	73	322	299	303	307
<b>영업이익</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>176</b>	<b>74</b>	<b>103</b>	<b>215</b>
(% YoY)	-73.1%	-67.3%	-48.4%	57.1%	-55.5%	-78.0%	106.6%	224.3%	57.1%	-57.7%	38.5%	108.3%
영업이익률	4.6%	9.8%	8.5%	5.9%	2.1%	2.4%	13.7%	13.2%	15.3%	7.3%	8.8%	15.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>-253</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>-234</b>	<b>-245</b>	<b>44</b>	<b>132</b>
순이익률	0.9%	1.2%	1.1%	-105.9%	-2.6%	-1.9%	8.1%	7.9%	-20.4%	-23.9%	3.8%	9.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>238</b>	<b>245</b>	<b>242</b>	<b>225</b>	<b>230</b>	<b>241</b>	<b>293</b>	<b>301</b>	<b>972</b>	<b>950</b>	<b>1,066</b>	<b>1,134</b>
(% YoY)	6.0%	-5.1%	-8.0%	-0.7%	-3.3%	-1.4%	21.2%	33.9%	7.9%	-2.3%	12.2%	6.4%
(% of Sales)	95.4%	90.2%	91.5%	94.1%	97.9%	97.6%	86.3%	86.8%	84.7%	92.7%	91.2%	84.1%
<b>인건비</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>199</b>	<b>206</b>	<b>217</b>	<b>228</b>
(% YoY)	3.9%	6.6%	5.7%	-0.8%	7.5%	0.3%	7.0%	6.1%	51.3%	3.8%	5.1%	5.0%
(% of Sales)	19.8%	19.8%	19.3%	21.9%	22.6%	21.8%	16.1%	16.0%	17.3%	20.2%	18.6%	16.9%
<b>지급수수료</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>104</b>	<b>91</b>	<b>88</b>	<b>89</b>	<b>149</b>	<b>154</b>	<b>379</b>	<b>380</b>	<b>478</b>	<b>532</b>
(% YoY)	3.5%	-2.6%	-5.8%	7.5%	-5.2%	-3.8%	42.6%	68.2%	-30.8%	0.1%	25.9%	11.1%
(% of Sales)	37.1%	33.9%	39.4%	38.2%	37.3%	35.8%	43.7%	44.2%	33.1%	37.1%	40.9%	39.4%
<b>마케팅비</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>71</b>	<b>64</b>	<b>67</b>	<b>67</b>
(% YoY)	36.4%	1.1%	-36.8%	-32.7%	-28.5%	-22.5%	32.9%	88.6%	-10.0%	-9.9%	4.7%	0.2%
(% of Sales)	8.1%	7.6%	5.0%	4.3%	6.2%	6.5%	5.2%	5.6%	6.2%	6.3%	5.8%	5.0%
<b>기타</b>	<b>76</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>72</b>	<b>73</b>	<b>322</b>	<b>299</b>	<b>303</b>	<b>307</b>
(% YoY)	4.4%	-15.4%	-11.6%	-3.5%	-1.4%	5.9%	-1.5%	2.5%	128.2%	-7.2%	1.4%	117.2%
(% of Sales)	30.4%	28.9%	27.8%	29.8%	31.8%	33.6%	21.3%	21.1%	28.1%	29.2%	25.9%	22.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

펼어비스

표 25. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>86</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>386</b>	<b>333</b>	<b>336</b>	<b>592</b>
(% YoY)	-6.2%	-16.7%	-12.7%	-18.0%	-2.4%	7.3%	-1.1%	-0.4%	-4.5%	-13.5%	0.7%	76.3%
검은사막	68	57	68	60	61	62	63	64	293	253	250	225
EVE	17	20	16	20	21	20	19	18	73	73	78	79
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	280
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	2	1	4	2	2	2	2	20	8	8	9
<b>영업비용</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>90</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>369</b>	<b>350</b>	<b>351</b>	<b>448</b>
인건비	44	50	41	41	41	41	41	41	178	175	165	176
지급수수료	19	18	14	17	18	18	18	18	78	69	72	142
마케팅비	6	8	10	8	8	8	10	9	41	32	36	47
D&A	6	7	6	7	7	7	7	7	26	26	27	29
기타	9	10	11	17	13	13	13	13	46	48	51	53
<b>영업이익</b>	<b>1</b>	<b>-14</b>	<b>2</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>16</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>144</b>
(% YoY)	-78.9%	적지	-82.2%	적전	적전	적지	적전	적지	-61.9%	적전	적지	흑전
영업이익률	1.3%	-18.0%	2.5%	-6.5%	-3.4%	-3.6%	-6.4%	-5.3%	4.2%	-4.9%	-4.7%	24.4%
<b>지배주주순이익</b>	<b>9</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-43</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>124</b>
순이익률	11.0%	-5.7%	17.5%	-5.2%	2.0%	1.8%	-0.3%	0.5%	-11.1%	4.6%	1.0%	20.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>85</b>	<b>92</b>	<b>83</b>	<b>90</b>	<b>87</b>	<b>87</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>369</b>	<b>350</b>	<b>351</b>	<b>448</b>
(% YoY)	-1.8%	-5.9%	-3.0%	-9.6%	2.2%	-5.8%	7.9%	-1.6%	2.4%	-5.3%	0.5%	27.4%
(% of Sales)	98.7%	118.0%	97.5%	106.5%	103.4%	103.6%	106.4%	105.3%	95.8%	104.9%	104.7%	75.6%
<b>인건비</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>178</b>	<b>175</b>	<b>165</b>	<b>176</b>
(% YoY)	1.3%	-2.0%	-0.5%	-5.2%	-7.4%	-17.1%	1.4%	1.7%	6.3%	-1.6%	-6.0%	7.0%
(% of Sales)	51.6%	63.3%	47.9%	48.2%	49.0%	48.9%	49.1%	49.2%	46.2%	52.5%	49.1%	29.8%
<b>지급수수료</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>78</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>142</b>
(% YoY)	-7.0%	-15.3%	-13.6%	-11.9%	-5.9%	-0.3%	25.7%	3.6%	-5.0%	-11.9%	4.6%	4.0%
(% of Sales)	22.3%	23.1%	16.9%	20.6%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	20.3%	20.7%	21.5%	24.0%
<b>마케팅비</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>47</b>
(% YoY)	-31.4%	-26.0%	7.3%	-36.2%	46.8%	5.2%	3.6%	14.4%	-24.4%	-22.6%	14.4%	30.4%
(% of Sales)	6.6%	10.2%	11.8%	9.6%	9.9%	10.0%	12.4%	11.0%	10.6%	9.5%	10.8%	8.0%
<b>D&amp;A</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>29</b>
(% YoY)	4.5%	5.0%	-6.9%	3.8%	6.9%	4.2%	7.0%	3.6%	5.5%	1.4%	5.4%	4.0%
(% of Sales)	7.4%	8.4%	7.6%	7.9%	8.1%	8.1%	8.2%	8.3%	6.7%	7.8%	8.2%	4.8%
<b>기타</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>46</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>53</b>
(% YoY)	20.3%	11.2%	-2.0%	-3.6%	34.5%	24.0%	13.2%	-24.4%	43.6%	3.7%	6.2%	5.0%
(% of Sales)	10.8%	13.0%	13.3%	20.2%	14.9%	15.0%	15.2%	15.3%	11.9%	14.3%	15.1%	9.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

네오위즈

표 27. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>68.5</b>	<b>70.1</b>	<b>117.5</b>	<b>109.5</b>	<b>90.7</b>	<b>85.6</b>	<b>87.6</b>	<b>98.0</b>	<b>294.6</b>	<b>365.6</b>	<b>361.8</b>	<b>406.5</b>
(% YoY)	-10.5%	-0.2%	56.8%	50.5%	32.3%	22.0%	-25.5%	-10.5%	12.8%	24.1%	-1.0%	12.3%
PC/콘솔	27.7	27.0	54.8	61.3	38.3	35.1	32.4	36.5	126.4	170.7	142.3	128.6
모바일	32.1	33.3	53.2	36.1	41.4	39.3	43.8	50.1	126.9	154.7	174.7	228.5
기타	8.7	9.9	9.5	12.1	11.0	11.1	11.3	11.4	41.2	40.2	44.9	49.4
<b>영업비용</b>	<b>67.3</b>	<b>75.0</b>	<b>97.2</b>	<b>94.4</b>	<b>85.3</b>	<b>84.8</b>	<b>85.9</b>	<b>89.5</b>	<b>275.0</b>	<b>333.9</b>	<b>345.5</b>	<b>369.1</b>
인건비	32.0	34.1	39.7	47.0	41.5	41.9	42.3	42.8	126.7	152.8	168.5	180.3
지급수수료	14.1	17.8	29.3	25.5	21.8	20.4	20.7	23.5	67.6	86.7	86.4	94.8
마케팅비	10.8	12.3	14.2	11.5	11.2	11.5	11.9	12.2	36.4	48.8	46.9	49.2
D&A	4.2	4.4	5.0	5.2	5.3	5.3	5.4	5.4	18.8	18.8	21.3	22.4
기타	6.2	6.5	9.0	5.1	5.5	5.6	5.6	5.7	25.4	26.8	22.3	22.4
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>-4.9</b>	<b>20.2</b>	<b>15.1</b>	<b>5.4</b>	<b>0.8</b>	<b>1.6</b>	<b>8.5</b>	<b>19.6</b>	<b>31.7</b>	<b>16.3</b>	<b>37.4</b>
(% YoY)	-88.8%	적전	286.1%	흑전	331.8%	흑전	-91.9%	-43.8%	-8.0%	62.2%	-48.5%	128.8%
영업이익률	1.8%	-7.0%	17.2%	13.8%	6.0%	0.9%	1.9%	8.7%	6.6%	8.7%	4.5%	9.2%
<b>지배주주순이익</b>	<b>3.6</b>	<b>22.5</b>	<b>18.7</b>	<b>3.7</b>	<b>5.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>8.0</b>	<b>13.1</b>	<b>48.5</b>	<b>17.9</b>	<b>35.3</b>
순이익률	5.3%	32.1%	15.9%	3.4%	6.1%	2.2%	2.9%	8.2%	4.4%	13.3%	5.0%	8.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>67.3</b>	<b>75.0</b>	<b>97.2</b>	<b>94.4</b>	<b>85.3</b>	<b>84.8</b>	<b>85.9</b>	<b>89.5</b>	<b>275.0</b>	<b>333.9</b>	<b>345.5</b>	<b>369.1</b>
(% YoY)	2.8%	16.5%	39.5%	25.0%	26.7%	13.0%	-11.6%	-5.1%	14.6%	21.4%	3.5%	6.8%
(% of Sales)	98.2%	107.0%	82.8%	86.2%	94.0%	99.1%	98.1%	91.3%	93.4%	91.3%	95.5%	90.8%
<b>인건비</b>	<b>32.0</b>	<b>34.1</b>	<b>39.7</b>	<b>47.0</b>	<b>41.5</b>	<b>41.9</b>	<b>42.3</b>	<b>42.8</b>	<b>126.7</b>	<b>152.8</b>	<b>168.5</b>	<b>180.3</b>
(% YoY)	5.7%	14.1%	30.8%	29.8%	29.6%	23.1%	6.7%	-9.1%	13.5%	20.6%	10.3%	7.0%
(% of Sales)	46.7%	48.5%	33.8%	42.9%	45.8%	49.0%	48.3%	43.6%	43.0%	41.8%	46.6%	44.4%
<b>지급수수료</b>	<b>14.1</b>	<b>17.8</b>	<b>29.3</b>	<b>25.5</b>	<b>21.8</b>	<b>20.4</b>	<b>20.7</b>	<b>23.5</b>	<b>67.6</b>	<b>86.7</b>	<b>86.4</b>	<b>94.8</b>
(% YoY)	-18.6%	6.6%	65.9%	60.0%	55.1%	14.5%	-29.3%	-8.0%	9.4%	28.2%	-0.3%	9.6%
(% of Sales)	20.5%	25.4%	25.0%	23.3%	24.0%	23.9%	23.7%	23.9%	23.0%	23.7%	23.9%	23.3%
<b>마케팅비</b>	<b>10.8</b>	<b>12.3</b>	<b>14.2</b>	<b>11.5</b>	<b>11.2</b>	<b>11.5</b>	<b>11.9</b>	<b>12.2</b>	<b>36.4</b>	<b>48.8</b>	<b>46.9</b>	<b>49.2</b>
(% YoY)	33.8%	44.6%	40.7%	18.0%	3.7%	-5.9%	-16.4%	6.2%	11.6%	34.0%	-4.0%	5.0%
(% of Sales)	15.8%	17.5%	12.1%	10.5%	12.4%	13.5%	13.6%	12.5%	12.4%	13.3%	12.9%	12.1%
<b>D&amp;A</b>	<b>4.2</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>5.4</b>	<b>18.8</b>	<b>18.8</b>	<b>21.3</b>	<b>22.4</b>
(% YoY)	-11.6%	-7.4%	7.5%	11.9%	26.1%	19.8%	7.7%	3.2%	56.0%	0.0%	13.4%	5.0%
(% of Sales)	6.1%	6.3%	4.2%	4.8%	5.8%	6.2%	6.1%	5.5%	6.4%	5.1%	5.9%	5.5%
<b>기타</b>	<b>6.2</b>	<b>6.5</b>	<b>9.0</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>25.4</b>	<b>26.8</b>	<b>22.3</b>	<b>22.4</b>
(% YoY)	22.9%	41.7%	30.4%	-43.1%	-11.6%	-13.9%	-37.8%	11.9%	16.4%	5.2%	-16.5%	0.5%
(% of Sales)	9.1%	9.2%	7.7%	4.6%	6.1%	6.5%	6.4%	5.8%	8.6%	7.3%	6.2%	5.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

조이스티

표 29. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>36.6</b>	<b>34.0</b>	<b>35.5</b>	<b>44.0</b>	<b>34.6</b>	<b>42.0</b>	<b>47.8</b>	<b>46.2</b>	<b>164.3</b>	<b>150.1</b>	<b>170.6</b>	<b>201.4</b>
(% YoY)	-11.0%	-14.7%	-19.0%	11.4%	-5.3%	23.6%	34.6%	4.8%	-18.4%	-8.6%	13.6%	18.1%
프리스타일	12.3	12.1	11.4	8.2	12.7	12.4	11.8	9.2	40.6	44.0	46.1	50.7
전쟁시뮬레이션	20.7	20.0	18.5	19.5	18.8	24.3	31.1	32.1	103.5	78.8	106.3	130.2
RPG	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
서브컬처	0.1	0.0	2.7	0.0	0.0	2.0	1.7	1.5	0.8	2.8	5.2	5.6
기타	3.5	1.8	2.9	16.4	3.2	3.2	3.3	3.3	19.4	24.5	13.0	14.9
<b>영업비용</b>	<b>32.6</b>	<b>29.2</b>	<b>31.7</b>	<b>31.0</b>	<b>30.1</b>	<b>36.1</b>	<b>40.9</b>	<b>42.8</b>	<b>156.7</b>	<b>124.4</b>	<b>149.9</b>	<b>170.8</b>
인건비	6.9	7.5	7.4	8.4	7.1	7.7	7.7	8.6	27.8	30.2	31.1	32.2
지급수수료	14.9	14.3	15.6	13.9	13.2	18.3	23.0	23.7	70.9	58.8	78.2	95.9
마케팅비	8.3	4.3	5.3	5.4	6.5	6.7	6.9	7.1	48.9	23.4	27.1	28.5
기타	2.4	3.1	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	9.1	12.1	13.5	14.2
<b>영업이익</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>	<b>3.8</b>	<b>13.1</b>	<b>4.6</b>	<b>5.8</b>	<b>6.9</b>	<b>3.4</b>	<b>7.4</b>	<b>25.7</b>	<b>20.7</b>	<b>30.7</b>
(% YoY)	28.5%	-	78.0%	538.4%	13.8%	22.5%	80.4%	-74.3%	-66.0%	247.0%	-19.5%	48.3%
영업이익률	11.0%	14.0%	10.8%	29.7%	13.2%	13.9%	14.5%	7.3%	4.5%	17.1%	12.1%	15.2%
<b>지배주주순이익</b>	<b>2.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>0.5</b>	<b>2.8</b>	<b>4.1</b>	<b>5.2</b>	<b>1.7</b>	<b>3.2</b>	<b>7.5</b>	<b>13.8</b>	<b>23.1</b>
순이익률	5.5%	8.0%	6.6%	1.1%	8.0%	9.7%	10.9%	3.6%	1.9%	5.0%	8.1%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 분기 및 연간 비용 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업비용</b>	<b>32.6</b>	<b>29.2</b>	<b>31.7</b>	<b>31.0</b>	<b>30.1</b>	<b>36.1</b>	<b>40.9</b>	<b>42.8</b>	<b>156.7</b>	<b>124.4</b>	<b>149.9</b>	<b>170.8</b>
(% YoY)	-14.2%	-26.6%	-24.0%	-17.0%	-7.7%	23.8%	29.1%	38.2%	-12.7%	-20.6%	20.5%	13.9%
(% of Sales)	89.0%	86.0%	89.2%	70.3%	86.8%	86.1%	85.5%	92.7%	95.4%	82.9%	87.9%	84.8%
<b>인건비</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>	<b>8.4</b>	<b>7.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.7</b>	<b>8.6</b>	<b>27.8</b>	<b>30.2</b>	<b>31.1</b>	<b>32.2</b>
(% YoY)	14.3%	-0.6%	13.7%	9.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	14.7%	8.6%	3.0%	3.5%
(% of Sales)	18.8%	22.2%	20.9%	19.0%	20.5%	18.5%	16.0%	18.6%	16.9%	20.1%	18.2%	16.0%
<b>지급수수료</b>	<b>14.9</b>	<b>14.3</b>	<b>15.6</b>	<b>13.9</b>	<b>13.2</b>	<b>18.3</b>	<b>23.0</b>	<b>23.7</b>	<b>70.9</b>	<b>58.8</b>	<b>78.2</b>	<b>95.9</b>
(% YoY)	-19.4%	-19.9%	-9.4%	-19.4%	-11.7%	28.3%	46.9%	70.1%	-21.9%	-17.1%	33.0%	22.7%
(% 기타 제외)	71.7%	71.2%	73.7%	71.3%	70.2%	69.7%	70.1%	70.4%	57.3%	55.4%	62.8%	70.6%
<b>광고선전비</b>	<b>8.3</b>	<b>4.3</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.9</b>	<b>7.1</b>	<b>48.9</b>	<b>23.4</b>	<b>27.1</b>	<b>28.5</b>
(% YoY)	-26.7%	-64.8%	-65.2%	-46.0%	-22.3%	55.1%	28.6%	31.6%	-12.7%	-52.3%	16.0%	5.0%
(% of Sales)	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	29.8%	15.6%	15.9%	15.9%
<b>기타</b>	<b>2.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>9.1</b>	<b>12.1</b>	<b>13.5</b>	<b>14.2</b>
(% YoY)	17.4%	44.6%	29.6%	36.9%	37.2%	9.3%	4.2%	4.1%	8.6%	32.2%	12.1%	5.0%
(% of Sales)	6.6%	9.1%	9.2%	7.5%	9.6%	8.0%	7.1%	7.4%	5.6%	8.0%	7.9%	7.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

표 31. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

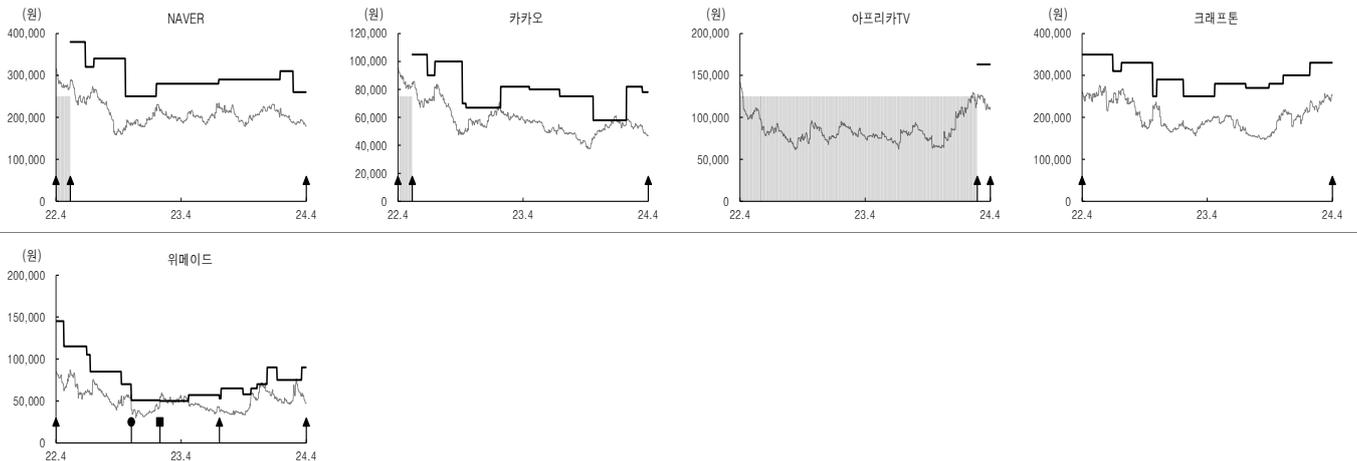
	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
크래프톤 (KR)	12,236	18.7	16.1	5.7	5.1	2.0	1.7	10.6	9.3	36.3	37.2
엔씨소프트	3,690	19.9	13.5	2.0	1.7	1.1	1.0	8.8	5.8	7.8	12.7
넷마블	4,684	100.6	38.6	1.7	1.6	0.9	0.9	21.4	18.0	3.4	5.5
카카오게임즈	1,714	21.9	14.6	1.5	1.3	1.1	1.0	10.9	9.2	11.1	14.4
넥슨게임즈	844	25.6	13.2	3.6	2.9	2.9	2.4	14.1	7.8	16.7	27.1
플레이비스	1,748	69.9	14.6	4.7	3.0	2.3	2.0	47.3	9.5	0.6	21.6
위메이드	1,607	20.2	9.4	1.7	1.5	5.6	3.9	-	8.8	5.7	14.5
NHN	743	11.2	8.5	0.3	0.3	0.4	0.4	2.6	2.3	3.9	4.7
네오위즈	434	12.6	8.0	1.1	0.9	0.9	0.8	4.6	3.1	9.5	13.3
컴투스	487	18.7	10.5	0.6	0.5	0.4	0.4	10.4	7.7	1.6	4.7
더블유게임즈	875	5.2	5.0	1.4	1.3	0.8	0.7	3.0	2.9	37.4	36.9
웹젠	584	8.5	6.9	2.4	2.1	0.8	0.8	6.4	5.2	25.4	28.3
조이시티	170	11.7	8.3	1.0	0.9	1.4	1.2	9.6	8.1	12.5	13.6
Electronic Arts (US)	46,785	17.7	16.8	4.5	4.3	4.5	4.2	13.3	12.4	28.6	29.9
Take Two Interactive	34,342	64.2	23.9	4.7	3.5	2.9	3.0	46.2	21.0	10.5	16.3
Nintendo (JP)	88,131	19.4	23.1	5.9	6.0	3.6	3.4	14.5	17.2	32.2	29.3
Nexon	18,007	19.9	16.7	4.5	4.2	2.1	1.9	10.4	8.9	29.5	32.2
Bandai Namco	17,149	23.4	19.3	1.9	1.8	2.8	2.6	13.4	9.9	9.5	12.6
Konami	11,853	22.5	20.6	3.8	3.6	3.0	2.7	11.3	10.4	21.9	22.7
Cyber Agent	4,536	37.3	24.9	0.6	0.6	3.4	3.1	11.1	9.7	4.5	5.0
Square Enix	5,990	18.8	16.0	1.9	1.9	1.9	1.9	8.8	7.0	12.9	16.1
Tencent (CH)	501,688	14.5	13.0	3.9	3.6	2.7	2.3	-	9.8	29.2	30.3
NetEase	80,346	12.5	12.4	3.7	3.3	2.9	2.6	8.9	7.9	28.6	29.6
Kingsoft	5,841	-	21.7	-	2.7	-	1.2	-	3.3	26.6	28.4
Youzu Interactive	1,579	26.1	20.3	4.4	3.8	1.7	1.6	20.6	16.6	9.5	4.7
Ubisoft (FR)	3,838	13.3	10.9	1.2	1.1	1.5	1.4	3.9	3.7	15.9	17.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2024.02.13	매수	330,000	-	-
2024.03.11	매수	260,000	-	-	2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79	2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60	2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32	2022.11.23	매수	290,000	-37.23	-21.38
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53	2022.11.11	매수	250,000	-9.40	-5.40
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68	2022.08.12	매수	330,000	-35.77	-18.48
2022.01.03	분석 대상 제외	-	-	-	2022.07.18	매수	310,000	-18.85	-15.00
카카오 (035720)					2022.03.18	매수	350,000	-26.39	-14.71
2024.04.01	매수	78,000	-	-	위메이드 (112040)				
2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41	2024.04.05	매수	90,000	-	-
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34	2024.01.24	매수	75,000	-26.54	1.47
2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38	2023.12.26	매수	90,000	-36.05	-29.56
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17	2023.11.27	매수	70,000	-6.64	2.14
2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60	2023.11.09	매수	65,000	-14.52	-8.00
2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50	2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73	2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2022.11.04	매수	67,000	-12.75	5.82	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2022.10.24	매수	70,000	-28.96	-25.29	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2022.08.05	매수	100,000	-34.44	-16.30	2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
2022.07.14	매수	90,000	-18.30	-9.22	2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2022.05.31	매수	105,000	-29.89	-18.38	2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86
2022.01.03	분석 대상 제외	-	-	-	2022.07.28	매수	85,000	-34.05	-11.53
아프리카TV (067160)					2022.07.18	매수	105,000	-41.52	-39.43
2024.03.11	매수	163,000	-	-	2022.05.12	매수	115,000	-40.98	-24.35
크라프톤 (259960)					2022.03.18	매수	145,000	-38.11	-25.66

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

\* 2024년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 카카오,크래프톤,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.