

게임 (비중확대/유지)

플랫폼 수수료 붕괴는 무슨 변화를 야기할까?

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
수수로 인하여 게임 산업은 어떻게 변화하나?	3
게임사 이익 민감도 분석: 넷마블, 카카오게임즈, 위메이드 순	3
개발사도 크나큰 수혜. 업종 Top Pick 시프트업 유지	3
II. 앱수수료 인하 시 수혜 양상	5
만약 수수료가 17%가 된 세상이 온다면?	5
국내 게임사 수혜 양상	7
순수 게임 개발사도 상당한 수혜	13
III. 밸류에이션	15
전체 게임 시장 성장 가속화	15
비용의 구조적 개선 지속	16
멀티플 증가 구간으로의 진입	19
IV. 연쇄적인 플랫폼 수수료 인하 예상	22
30% 수수료 체제의 고착화	22
커져만가는 수수료 인하 요구	24
실효성 낮은 현 외부결제 체제	28
이번에는 정말로 다를 가능성이 높은 이유	29
PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 것	30
Global Company Analysis	32
시프트업	33
넥슨게임즈	42
넷마블	51
카카오게임즈	58
위메이드	65

I. Investment Summary

수수료 인하로 게임 산업은 어떻게 변화하나?

앱 수수료 인하가 임박했으며 이는 25년 게임 업종을 뒤흔들 가장 강력한 이슈라는 판단이다. 앱 수수료 인하(30%→17%)가 현실화될 경우 게임 산업 측면에서는 신작 공급량이 13~26% 확대될 전망이다. 산업 내 모바일 플랫폼 수수료는 기존 39조원 수준에서 22조원까지 17조원이 감소한다. 게임사가 영업이익률을 고정시킨다고 가정한다면 가용 개발비는 135조원에서 152조원까지 상향(+13%)된다.

모바일을 넘어 PC, 콘솔 수수료까지 17%로 인하된다면 전체 플랫폼 수수료는 81조원에서 46조원까지 35조원이 감소한다. 가용 개발비는 135조원에서 170조원까지 확대(+26%) 가능하다. 트리플A 게임을 만드는 데 들어가는 비용은 천억원 수준이다. 모바일 수수료 절감액이 온전히 신작 개발로 들어간다면 170개의 신규 파이프라인이 탄생한다. 전체 플랫폼의 수수료가 17%로 인하된다면 350개의 신규 파이프라인을 기대할 수도 있는 것이다.

게임사 이익 민감도 분석: 넷마블, 카카오게임즈, 위메이드 순

앱 수수료 인하(30%→17%)가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 올해 예상되는 지급수수료 7천억원은 4천억원 수준까지 감소했을 것이다. 영업이익 증가액을 시총으로 나누어 추정한 이익민감도는 넷마블(7%), 카카오게임즈(5%), 위메이드(5%) 순으로 높다.

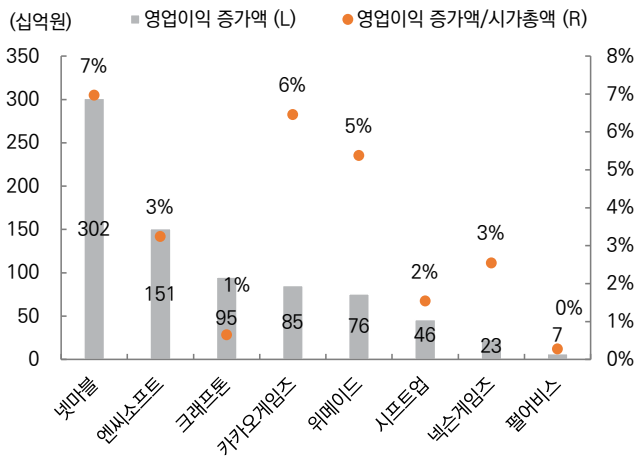
개발사도 크나큰 수혜. 업종 Top Pick 시프트업 유지

앱 수수료 인하는 개발사에게도 큰 수혜를 안겨다준다. 앱 수수료율이 인하될 경우 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 앱 수수료율이 30%라면 총 매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료율이 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

앱 수수료 인하 영향으로 탑라인과 바텀라인이 모두 안정적으로 개선되는 개발사에 주목할 필요가 있다. 시프트업과 넥슨게임즈가 대표적이다. 장기적인 라이프사이클을 기대할 수 있고 글로벌에서 이미 메인으로 올라선 서브컬처 IP를 보유하고 있기에 중장기적 실적 개선 효과를 기대할 수 있다. 또한 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

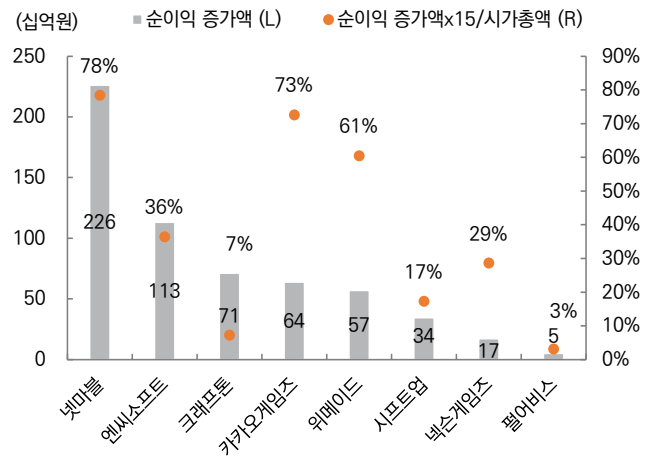
Key Chart

그림 1. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익의 증가액, 시총 민감도



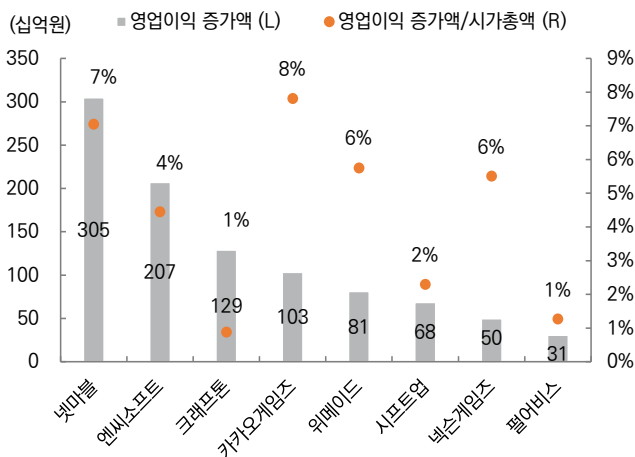
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익의 증가액, 시총 민감도



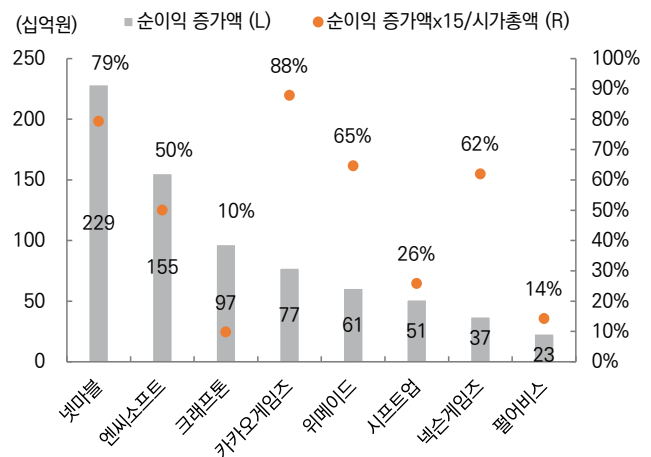
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익의 증가액, 시총 민감도



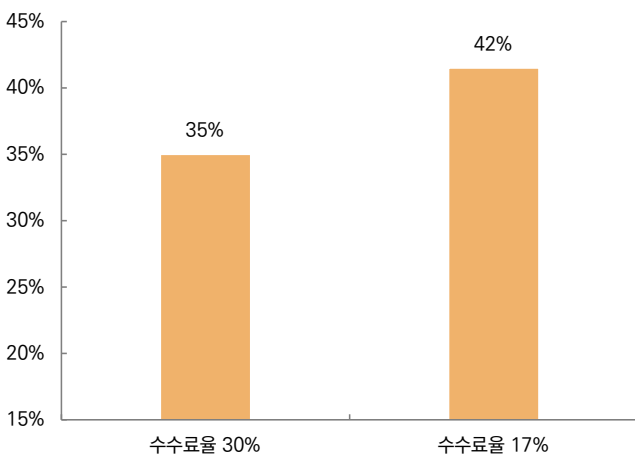
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 전체 수수료 17%: 25년 순이익의 증가액, 시총 민감도



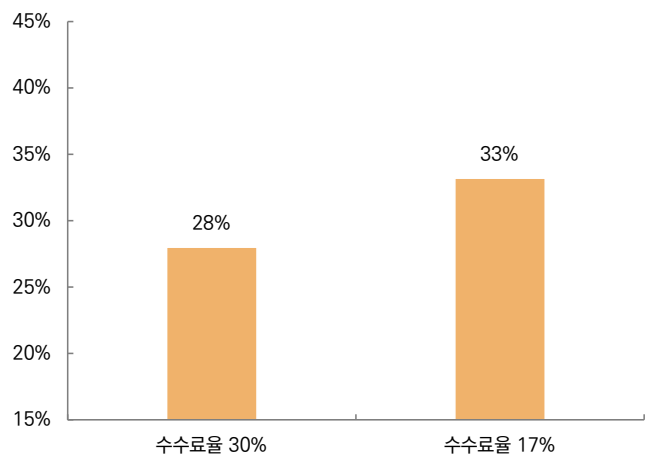
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 5:5 분배 계약 시 개발사 순매출 인식을 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 4:6 분배 계약 시 개발사 순매출 인식을 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

II. 앱수수료 인하 시 수혜 양상

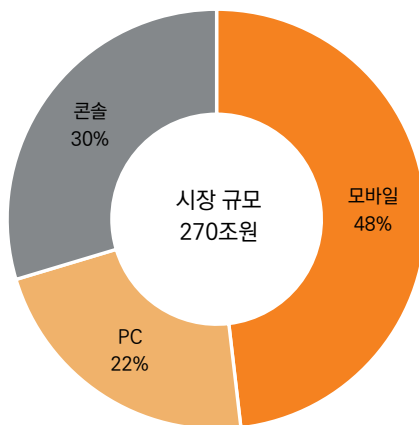
만약 수수료가 17%가 된 세상이 온다면?

수수료 인하가 현실화된다면 산업 측면에서는 어떤 변화가 발생할까? 결론부터 이야기하자면 산업 내 신작 공급에 있어 13%~26% 수준의 확대가 있을 것으로 예상된다. 실제와는 괴리가 있을 것이나 탐다운 방식의 추정을 위해 러프한 가정들을 사용해본다.

24년 기준 글로벌 게임 시장 규모는 270조원 규모로 추정된다. 270조원의 시장을 디바이스별로 구분하면 모바일 시장이 130조원, PC가 60조원, 콘솔이 80조원 규모다. 주체별로 개략적으로 구분하면 270조원의 시장에서 애플, 구글, 스팀 등 플랫폼이 81조원을, 게임사(퍼블리셔+개발사)가 189조원(공헌이익)을 가져간다.

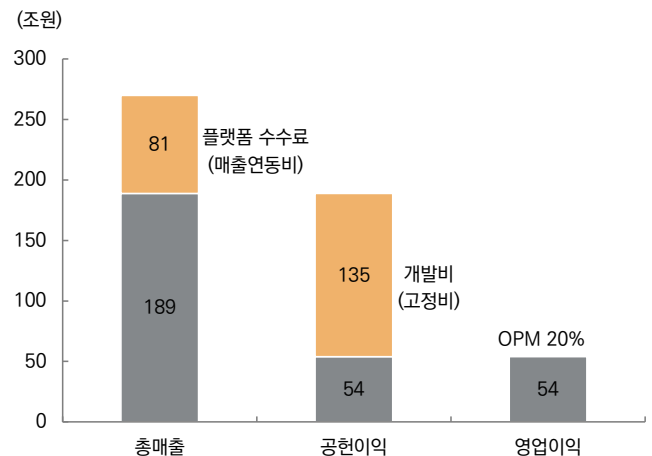
게임사의 관점으로 들어가보자. 게임사는 270조원의 전체 시장을 총매출로 인식한다고 가정한다. 미국, 중국, 일본 등 글로벌 주요 상장 게임사들의 평균 영업이익률은 20% 수준(합산 매출액과 영업이익으로 자체 추정)이며 이는 54조원 규모다. 비용은 216조원으로 역산 가능하다. 앞서 추산한 플랫폼 수수료 81조원(매출연동비)을 제외하면 135조원(고정비)이 남는다. 이는 인건비, 마케팅비 등을 포함한 광의의 개발비로 볼 수 있다.

그림 7. 글로벌 게임 시장 디바이스별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 게임사 총매출, 공헌이익, 영업이익 구조 가정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

1) 모바일 수수료가 기존 30%에서 17%로 감소한다면 모바일 플랫폼 수수료는 기존 39조원 수준에서 22조원까지 17조원이 감소한다. 게임사가 영입이익률을 고정시킨다고 가정한다면 가용 개발비는 135조원에서 152조원까지 상향(+13%)된다. 2) 모바일을 넘어 PC, 콘솔 수수료까지 17%로 감소한다면 전체 플랫폼 수수료는 81조원에서 46조원까지 35조원이 감소한다. 가용 개발비는 135조원에서 170조원까지 확대(+26%) 가능하다.

트리플A 게임을 만드는 데 들어가는 비용은 천억원 수준이다. 17조원의 모바일 플랫폼 수수료 절감액이 온전히 신작 개발로 들어간다면 170개의 신규 파이프라인이 탄생하게 된다. 전체 플랫폼의 수수료가 17%로 인하된다면 350개의 신규 파이프라인을 기대할 수도 있는 것이다. 공급 측면에서의 유의미한 확대를 기대하는 근거다.

표 1. 플랫폼별 수수료 인하 케이스에 따른 가용 개발비 변화 추정

(조원)

	전체	모바일	PC	콘솔
시장 규모	270	130	60	80
플랫폼 수수료(30%)	81	39	18	24
플랫폼 수수료(17%)	46	22	10	14
감소폭	35	17	8	10
기존 개발비	135	65	30	40
신규 가용 개발비	170	82	38	50
전체 가용 개발비 변동폭	26%	13%	6%	8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 게임사 수혜 양상

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 앱 수수료 인하는 퍼블리셔와 개발사 모두에게 큰 수혜로 이어진다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업 이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 올해 예상되는 지급수수료 7천억원은 4천억원 수준까지 감소했을 것이다. 모바일 매출 비중이 그 다음으로 높은 위메이드와 카카오게임즈도 700억원 수준의 이익 증가가 가능했을 것이다. 영업이익 증가액을 시총으로 나누어 추정한 이익민감도는 넷마블(7%), 카카오게임즈(5%), 위메이드(5%) 순으로 높다.

크래프톤의 경우 상대적으로 OPM 증가폭이 낮은 이유는 모바일 매출의 상당 부분이 텐센트로부터의 로열티 수취로 들어오면서 지급수수료가 발생하고 있지 않기 때문이다. 시프트업, 넥슨게임즈 등 순수 개발사의 OPM 증가폭이 상대적으로 낮은 이유는 개발사의 경우 앱 수수료 인하가 있을 경우 순매출 인식률의 증대로 타라인까지 같이 상승하기 때문이다.

표 2. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

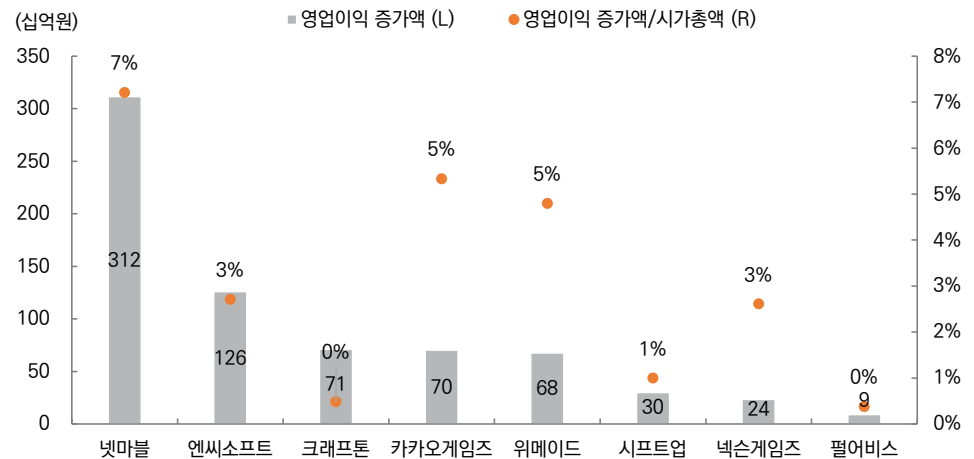
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식률 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

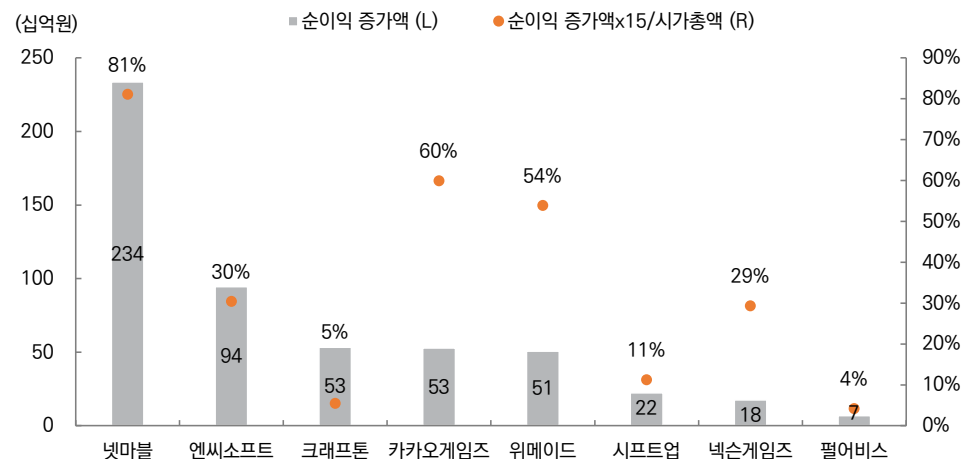
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 3. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

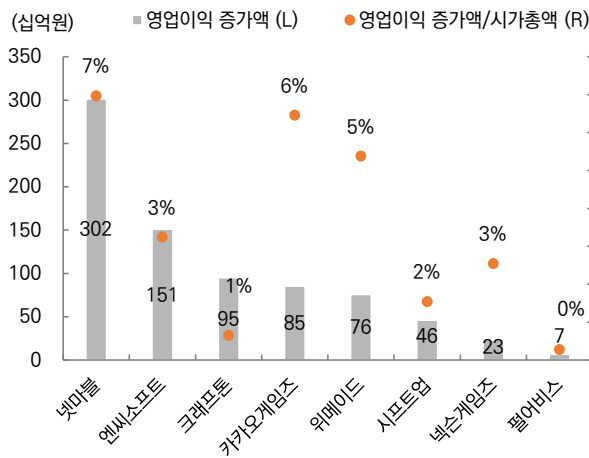
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

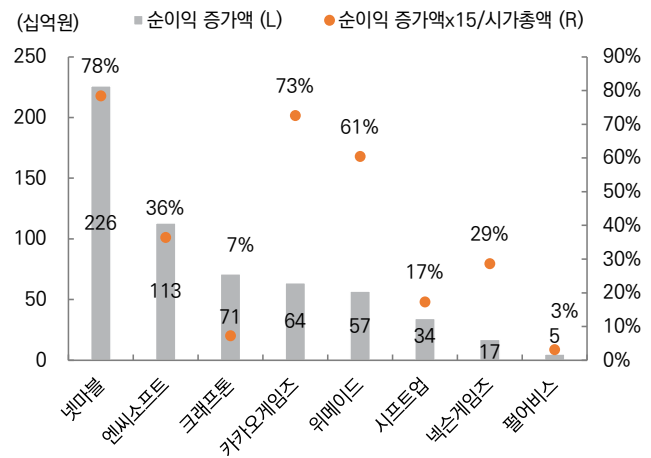
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 12. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

앱 수수료 인하가 현실화된다면 30%를 유지하고 있던 PC, 콘솔 플랫폼 수수료율도 모바일과 동일한 수준으로 감소할 가능성이 높다. 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것이다. 24년 실적을 기준으로 전체 플랫폼 수수료율이 17%였을 경우를 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 10% 상승하게 된다.

전체 플랫폼 수수료 인하 시나리오에서도 넷마블의 이익 개선 폭이 가장 큰 것은 동일하나 모바일 매출 비중이 압도적이기에 모바일 수수료 인하 시나리오와 큰 금액 차이는 없다. 전체 플랫폼 수수료가 인하될 경우 유의미한 규모의 PC/콘솔 매출이 발생하고 있는 엔씨소프트, 펠어비스, 넥슨게임즈 수혜가 기대된다.

표 4. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펠어비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
게임 매출	2,423	1,419	2,758	629	558	211	256	315
비중	93%	89%	99%	84%	84%	98%	98%	98%
플랫폼 지급수수료(30%)	727	426	360	189	167	0	0	69
플랫폼 지급수수료(17%)	412	241	259	107	95	-40	-49	39
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	514	204	1,359	93	32	187	90	5
신규 OPM	20%	13%	49%	12%	5%	73%	29%	2%
영업이익 증가액	315	184	101	82	73	40	49	30
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	5%	13%	9%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	6%	5%	1%	5%	1%
순이익 증가액	236	138	75	61	54	30	36	23
순이익 증가액x15	3,544	2,075	1,131	920	816	450	547	339
순이익 증가액x15/시가총액	82%	45%	8%	70%	58%	15%	61%	14%

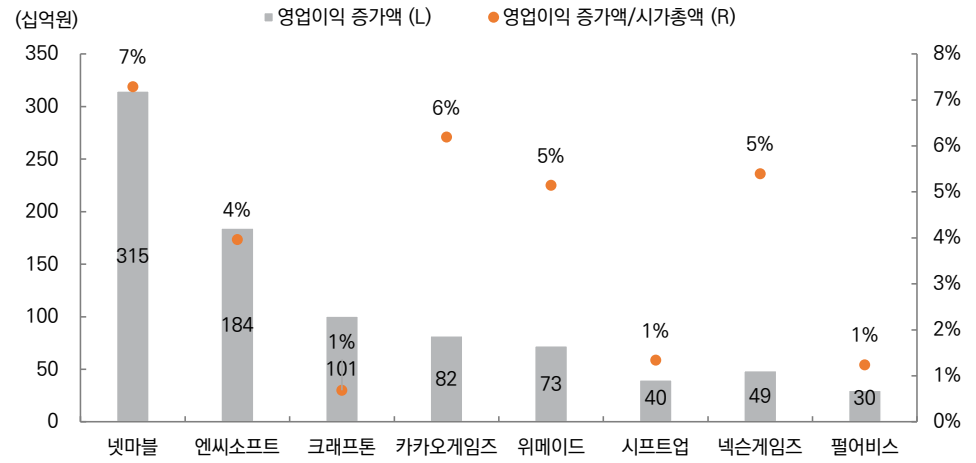
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

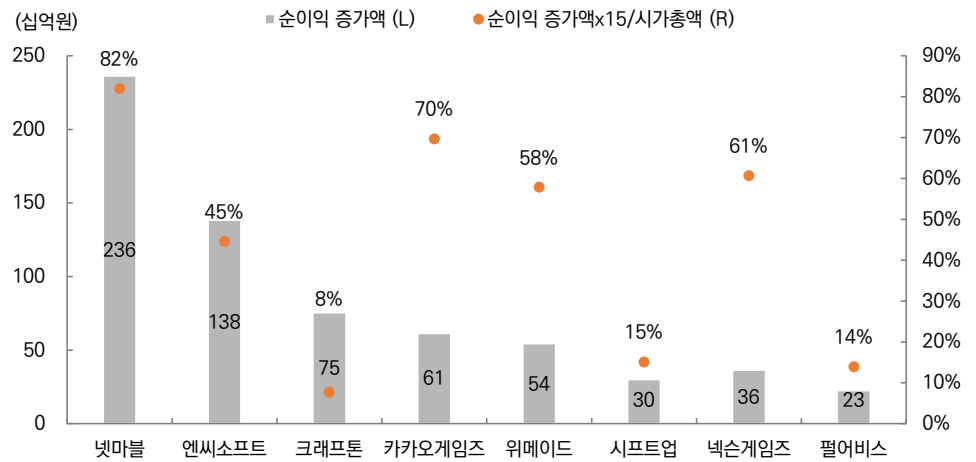
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 전체 플랫폼 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 전체 플랫폼 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 5. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

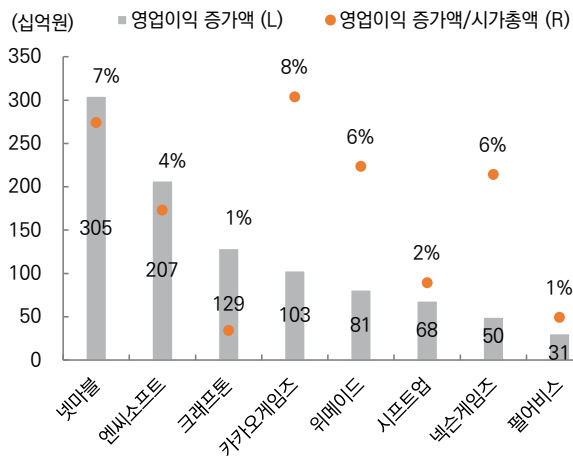
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

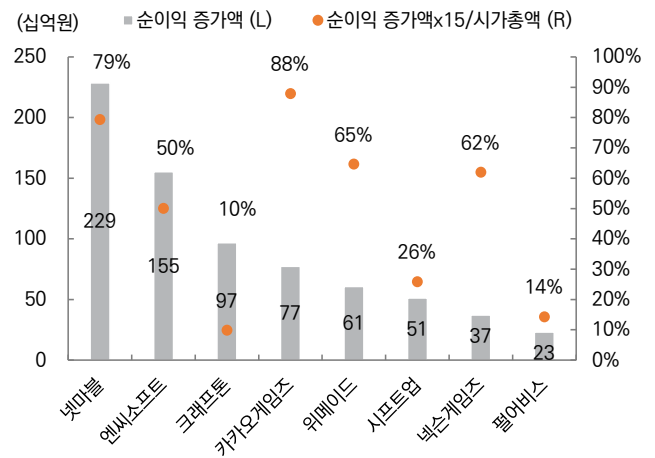
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 16. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

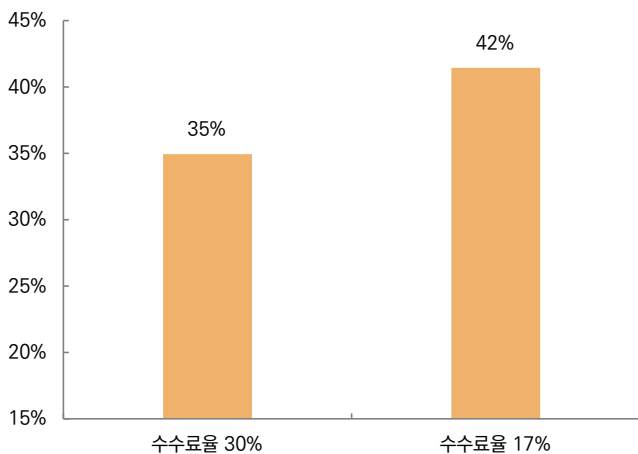
순수 게임 개발사도 상당한 수혜

앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 또한 매출액의 발생 구간에 따라 분배 비율에 차등을 두기도 한다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

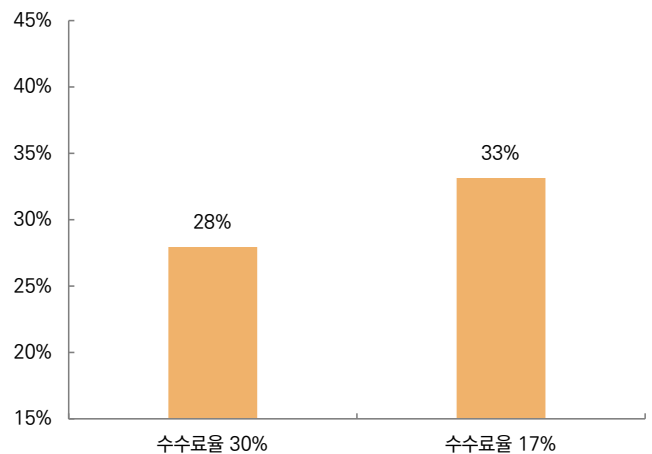
앱 수수료율이 인하되었을 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 앱 수수료율이 30%라면 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료율이 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

그림 17. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 18. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 개발사 수수료 시나리오별 순매출 인식률 변화

	수수료율 30%	수수료율 17%
총매출	100%	100%
지급수수료	30%	17%
총매출-지급수수료	70%	83%
5:5 배분 시 순매출 인식률	35%	42%
4:6 배분 시 순매출 인식률	28%	33%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

앱 수수료 인하시 가장 큰 이익 개선 효과가 기대되는 기업은 모바일 비중이 높고 직접 퍼블리싱을 하는 게임사다. 그러나 MMORPG 매출 비중이 높은 국내 게임사들의 경우 1) 기존작 매출 하향 안정화가 빠르게 이루어지고 있는 동시에, 2) 차기 MMORPG 신작에 대한 흥행 가능성을 높게 보기 어려운 것도 사실이다. 앱 수수료 인하가 있더라도 기존작, 신작 흥행 성과에 따라 25, 26년 실적이 큰 폭으로 개선되지 않을 수도 있다는 의미다.

앱 수수료 인하 영향으로 탑라인과 바텀라인이 모두 안정적으로 개선되는 개발사에 주목할 필요가 있다. 시프트업과 넥슨게임즈가 대표적이다. 장기적인 라이프사이클을 기대할 수 있고 글로벌에서 이미 메인으로 올라선 서브컬처 IP를 보유하고 있기에 중장기적 실적 개선 효과를 기대할 수 있다. 또한 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

III. 밸류에이션

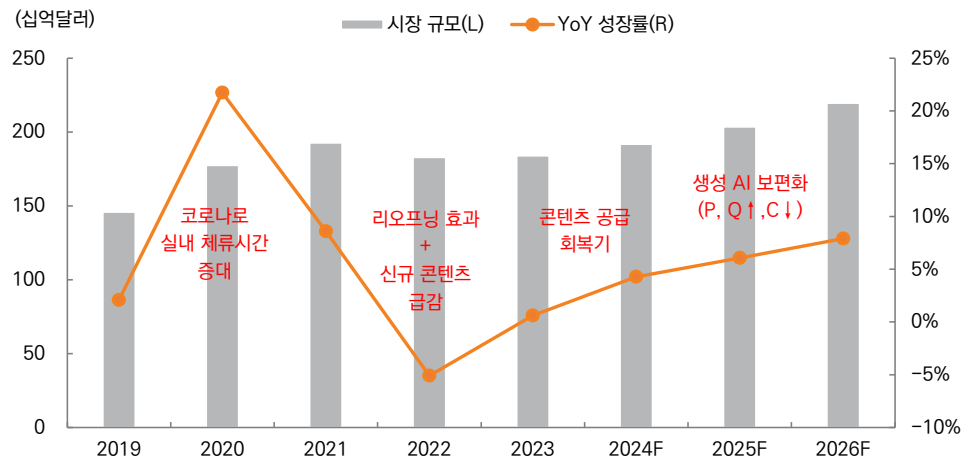
전체 게임 시장 성장 가속화

코로나 이후 침체기를 겪었던 글로벌 게임 시장은 1) 코로나 영향으로부터의 공급 정상화, 2) 생성 AI 도입에 따른 생산성 혁신과 비용구조 개선, 3) 플랫폼 수수료 인하에 따른 가용 개발비 증가와 콘텐츠 공급 확대에 성장세가 가속화될 것이다. 22년 역성장, 23~24년 로우 싱글까지 떨어졌던 시장 성장률은 25년 6%, 26년 8% 수준까지 올라올 전망이다. 국내는 글로벌 대비 낮은 수준의 성장세 회복이 예상된다.

생산성 혁신에 따른 콘텐츠 공급 확대가 시장 성장을 견인할 것이다. 게임 업종은 생성 AI 도입 본격화에 따른 생산성 증대가 이미 나타나고 있다. 중국 게임 업계는 생성 AI 툴 도입 이후 일러스트 생산성은 4배 이상, 도시 모델링 등의 생산성은 50배 이상 향상된 상황이다. 국내를 포함한 나머지 글로벌 지역도 생성 AI 툴 도입이 본격화되고 있다.

플랫폼 수수료 인하가 가져올 게임사들의 가용 개발비 상승(13%~26%)은 대작 공급 확대에 이어질 것이다. 유저들의 지갑은 게임성을 갖춘 대형 신작에 대해서는 추가로 열릴 준비가 언제나 되어있다. 올해도 출시 한 달간 200억원 이상의 일평균 매출을 올린 모바일 게임, 출시 3일만에 천만장 이상 팔린 콘솔 게임, 첫 달 매출로 1,500억원 이상을 기록한 PC 게임 신작이 존재했다.

그림 19. 글로벌 게임 시장 규모 전망



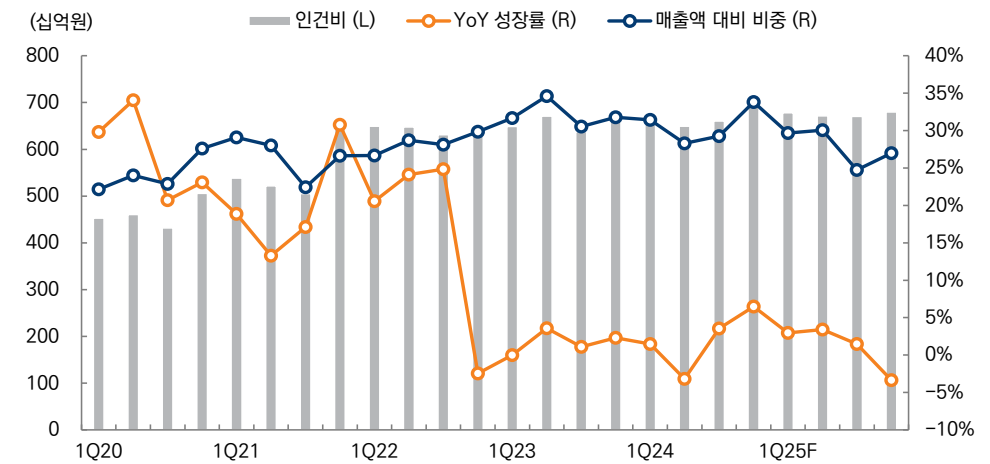
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

비용의 구조적 개선 지속

생성 AI 도입이 본격화됨에 따라 게임사들의 인건비 부담은 눈에 띄게 완화되고 있다. AI가 코딩 작업의 생산성을 높여주고 단순 작업을 대체하기 시작하면서 고급 개발 인력에 대해서만 수요가 발생 중이다. 대부분의 인터넷/게임 기업들에서 1) 인건비 상승세 둔화, 2) 신규 인력 채용 감소, 3) 근속 연수의 증가 현상이 나타나고 있다.

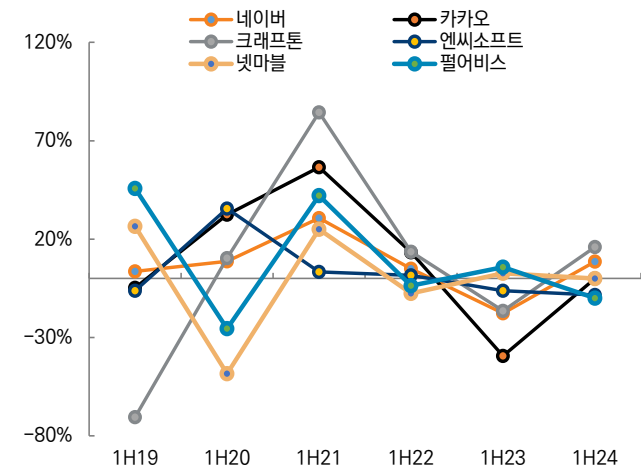
과도한 인력 채용과, 급격한 임금 상승이 있었던 코로나 시기를 거치면서 35%까지 치솟았던 매출액 대비 인건비 비중은 28%까지 내려왔으며 25년 25% 수준까지 지속적으로 감소할 것이다. 일러스트 작업도 생성 AI 이미지 툴을 이용해 이미지를 생성하고 리터칭 하는 방식이 보편화될 경우 인건비 부담은 더욱 낮아지게 될 것이다.

그림 20. 시총 상위 6개사 분기 인건비 추이



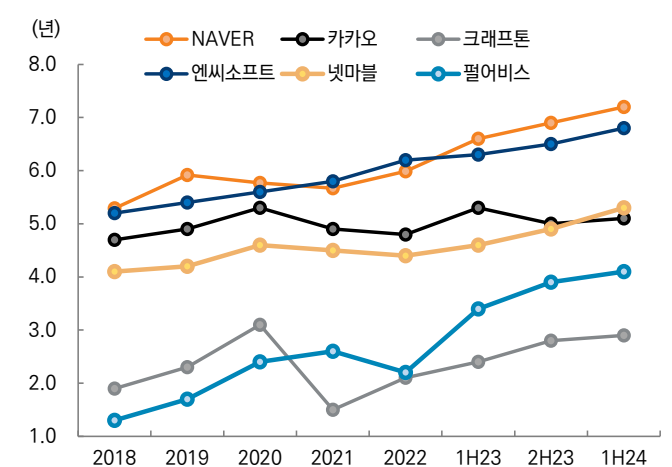
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 국내 주요 인터넷/게임사 평균 급여 YoY 성장률(반기)



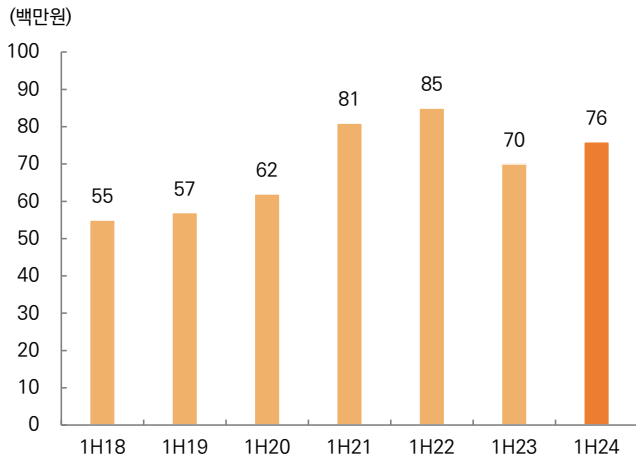
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 국내 주요 인터넷/게임사 평균 근속 연수 추이



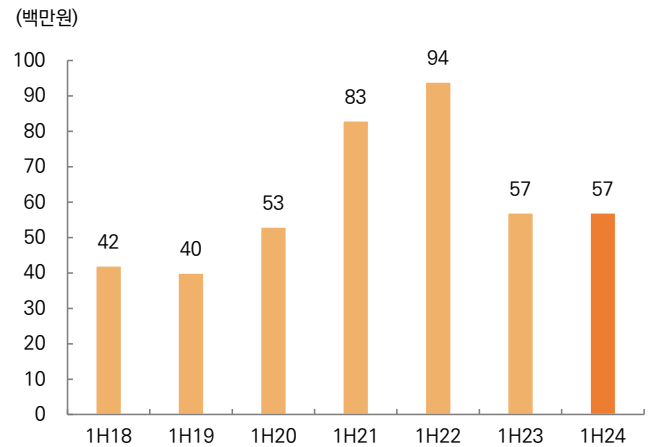
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. NAVER 1인 평균 급여액 추이(반기)



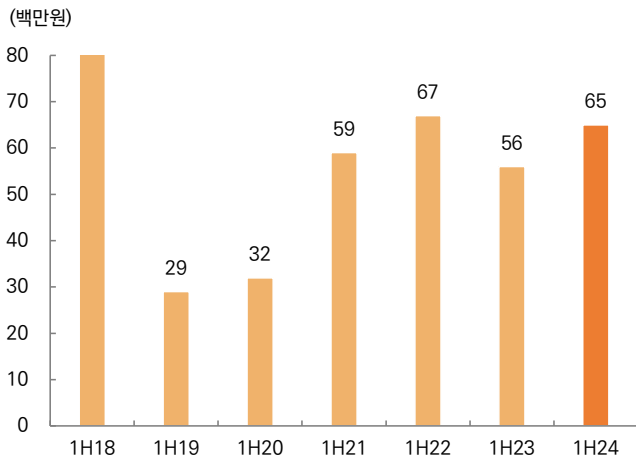
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 카카오 1인 평균 급여액 추이(반기)



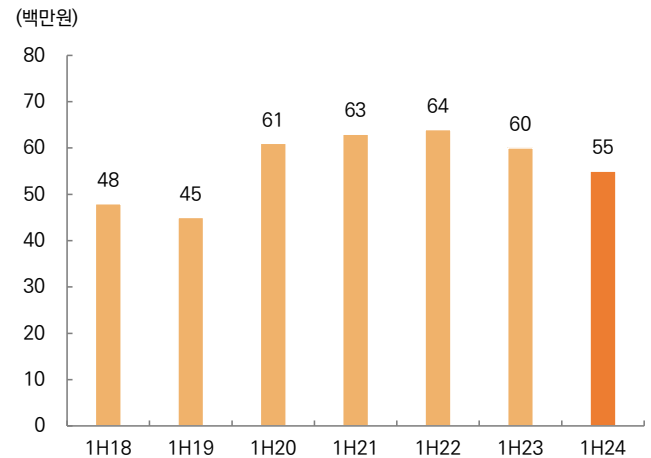
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 크래프톤 1인 평균 급여액 추이(반기)



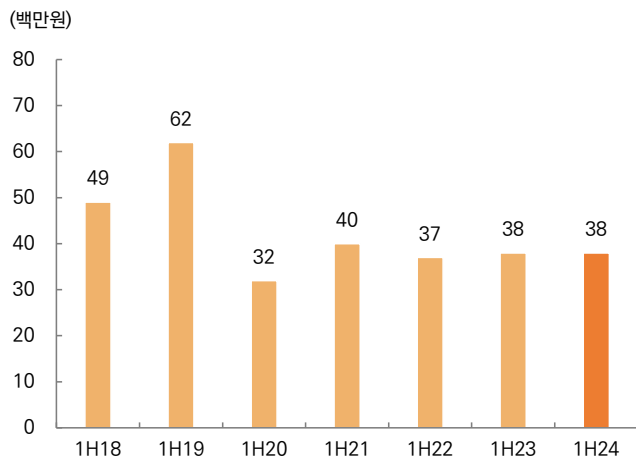
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 엔씨소프트 1인 평균 급여액 추이(반기)



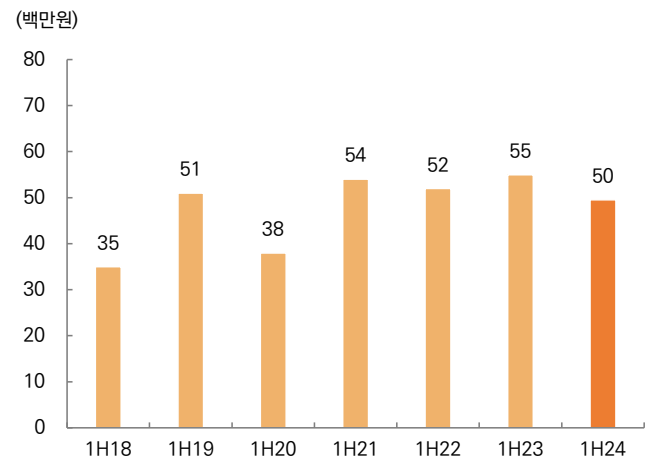
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 넷마블 1인 평균 급여액 추이(반기)



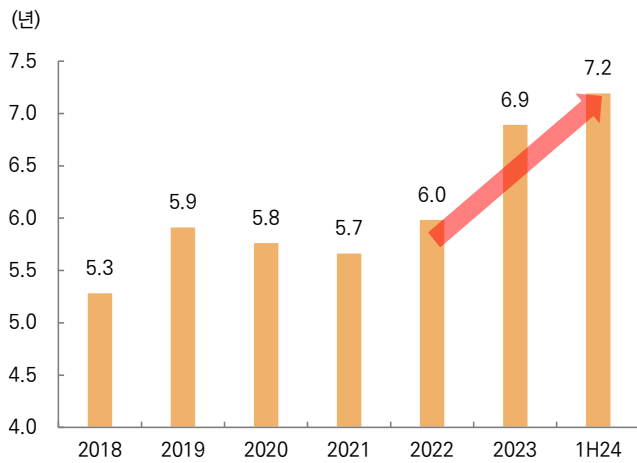
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 펠어비스 1인 평균 급여액 추이(반기)



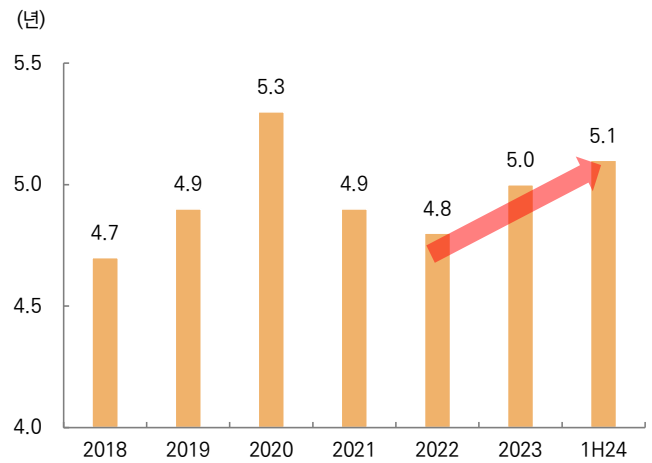
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. NAVER 평균 근속 연수 추이



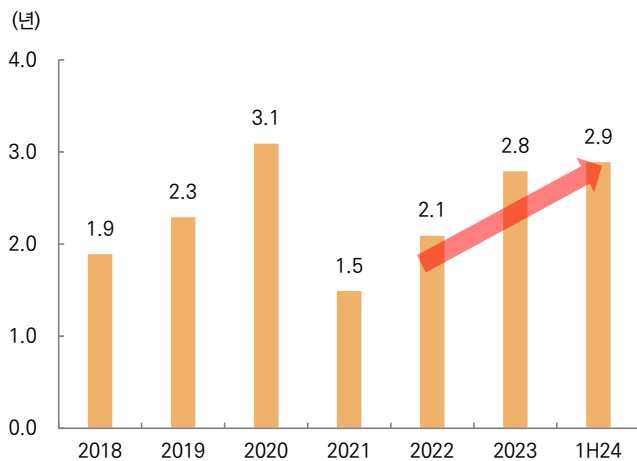
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 카카오 평균 근속 연수 추이



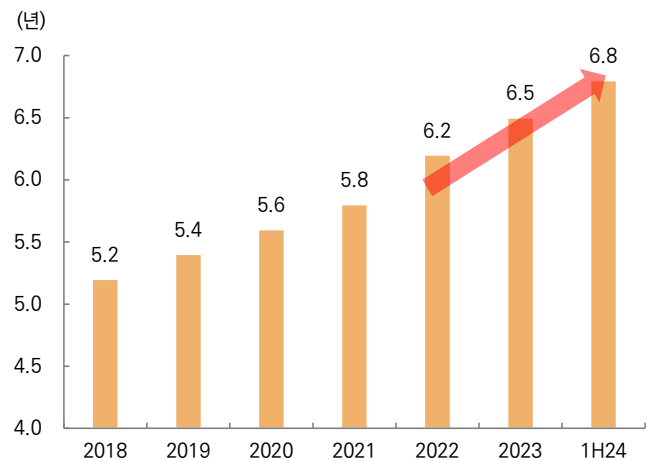
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 크래프톤 평균 근속 연수 추이



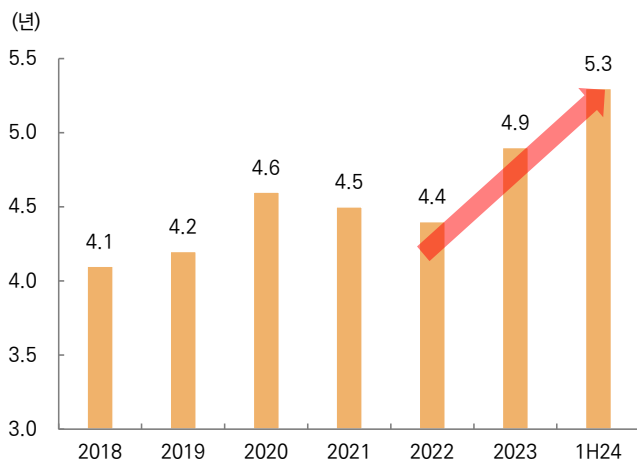
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 엔씨소프트 평균 근속 연수 추이



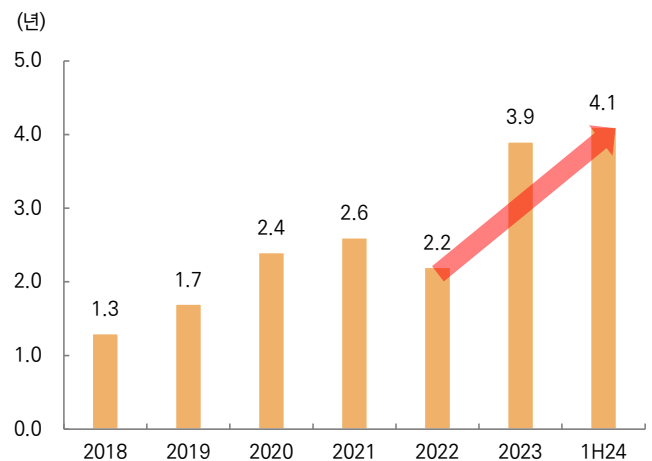
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 넷마블 평균 근속 연수 추이



자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 펠어비스 평균 근속 연수 추이



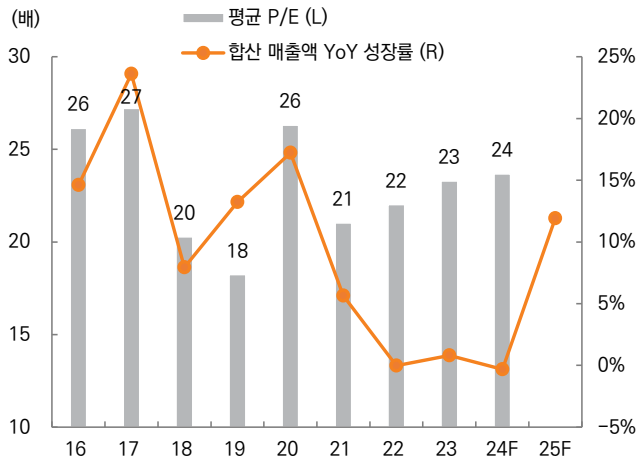
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

멀티플 증가 구간으로의 진입

1) 글로벌 게임 시장의 성장세 회복, 2) 개별 게임사들의 신작 공급 정상화, 3) 생성 AI 적용 본격화에 따른 생산성 향상, 비용 절감 등이 이어지면서 글로벌 게임사들의 멀티플 리레이팅이 진행되고 있다. 플랫폼 수수료 인하라는 빅 이벤트가 발생한다면 리레이팅의 흐름은 가속화될 것이다. 게임사들의 영업이익률은 모바일 수수료가 17%로 인하될 경우 7% 상승, 전체 플랫폼 수수료가 17%로 인하될 경우 10% 상승할 전망이다.

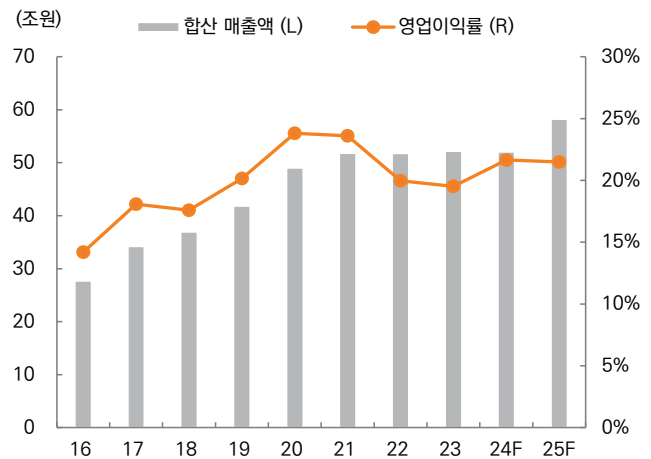
국내 게임사들도 플랫폼 수수료 인하의 직접적인 수혜로 퍼블리셔와 개발사 모두 리레이팅이 발생할 전망이다. 수수료 인하에 따른 이익 민감도가 특히 높은 퍼블리셔로는 넷마블, 카카오게임즈, 위메이드가 있다. 시프트업과 같은 순수 개발사의 경우 플랫폼 수수료 인하에 따른 순매출 인식률의 증가로 탑라인, 바텀라인 모두 개선되는 효과를 누릴 수 있다.

그림 35. 글로벌 주요 게임사 P/E, 매출액 YoY 성장률



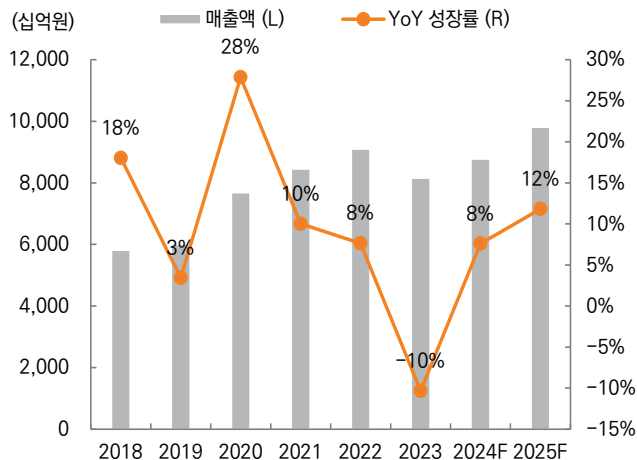
주: 7개 게임사 EA, 닌텐도, 반다이남코, 넥슨, 스퀘어에닉스, 코나미, 사이버에이전트로 계산
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 36. 글로벌 주요 게임사 합산 매출액, 영업이익률



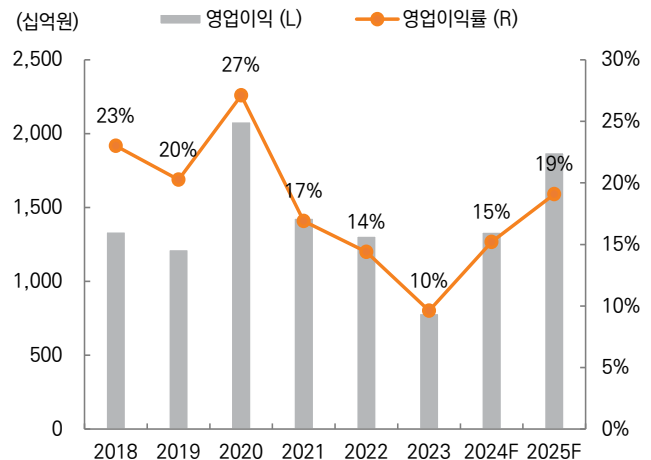
주: 7개 게임사 EA, 닌텐도, 반다이남코, 넥슨, 스퀘어에닉스, 코나미, 사이버에이전트로 계산
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 37. 시총 상위 6개사 합산 연간 매출액 추이



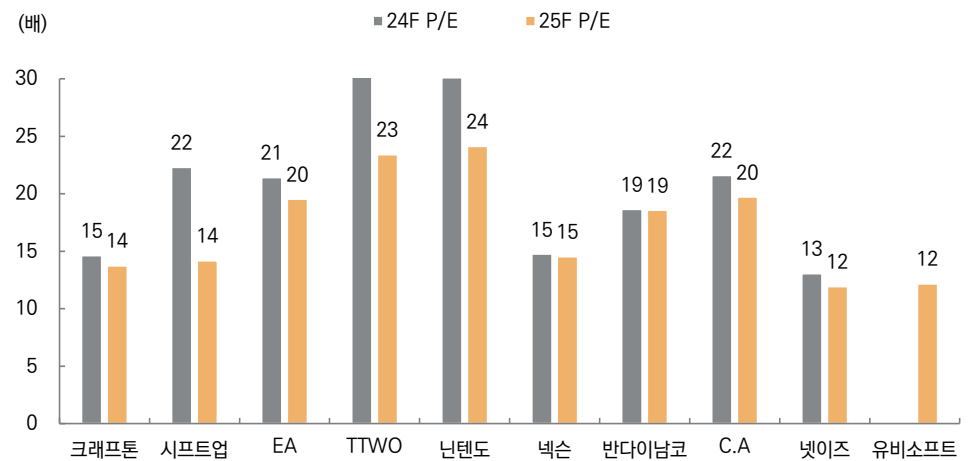
주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카젠, 위메이드)
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 38. 시총 상위 6개사 합산 연간 영업이익, 영업이익률 추이



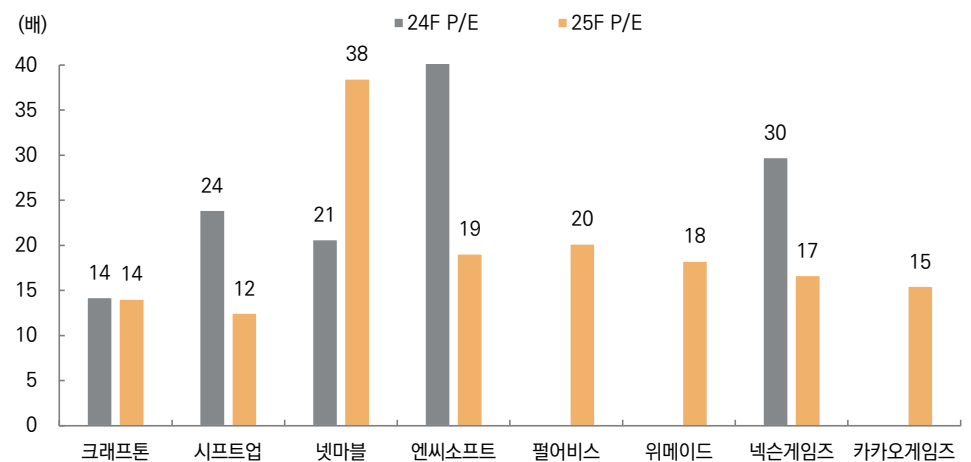
주: 신규 상장사 시프트업 제외 6개사(크래프톤, 넷마블, 엔씨, 펠어비스, 카젠, 위메이드)
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 39. 글로벌 주요 게임사 24F, 25F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 국내 주요 게임사 24F, 25F P/E (자체 추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 7. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 연쇄적인 플랫폼 수수료 인하 예상

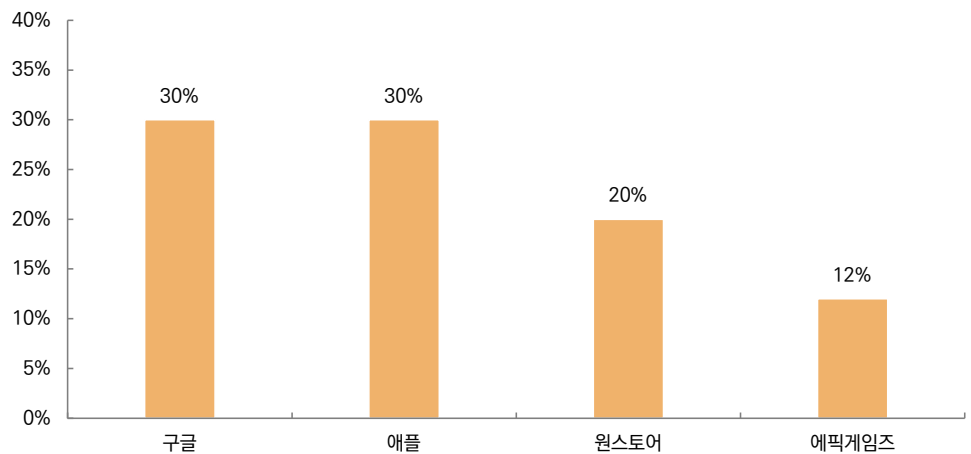
30% 수수료 체제의 고착화

게임 플랫폼은 개발자에게 게임을 올릴 수 있는 오픈 마켓을 제공하고 발생하는 매출에 대해서 일정 부분의 수수료를 대가로 수취한다. 세부 조건에 따라 차이가 있지만 대다수 플랫폼은 수수료로 30%를 수취하고 있는 상황이다. 보다 낮은 수수료를 선언하는 플랫폼들도 등장하긴 했으나 압도적인 점유율로 애플과 구글이 양분한 오픈마켓 시장에서 유의미한 성장을 하는 데는 실패했다.

모바일 오픈마켓이 2008년 처음 등장(iOS, 안드로이드)했을 때만 하더라도 30%의 수수료는 개발자들에게 나름 합리적인 수수료율로 받아들여졌다. 1) 유통을 직접 하는 경우 드는 온갖 제반 비용이 사실상 사라지며, 2) 수수료 기준이 상이했던 통신사들에 비하면 기준이 명확하고, 3) 어떤 특정 지역 국한이 아닌 글로벌 유저를 대상으로 공급이 바로 가능하다는 장점이 있었기 때문이다.

초기 모바일 게임 시장을 주도한 애플 앱스토어가 30%의 수수료율을 유지하기 시작하자 후발주자들도 해당 기준을 따라가기 시작했다. 대표 후발주자였던 구글의 경우 국내에서는 시장 점유율을 빠르게 올리기 위하여 통신사와 연합 전선을 꾸리기도 했다. 통신사 결제액의 경우 30%의 수수료 중 27%를 통신사에 주는 초기 전략을 펼쳤다. 2014년에는 27%의 수수료를 15%로 인하였다. 구글과 애플이 15%의 수수료를 수취하는 경우도 있으나 이는 연간 매출 100만달러 이하 기업일 경우에 해당한다.

그림 41. 주요 오픈마켓 수수료 현황



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 애플/구글 현행 수수료 비교

	앱스토어 (애플)			플레이스토어 (구글)		
	구분	수수료율	내용	구분	수수료율	내용
기본 수수료	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 유료 다운로드, 인앱 결제에 대한 수수료 수취 - 인앱 결제 시스템 의무화	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 유료 다운로드, 인앱 결제에 대한 수수료 수취 - 인앱 결제 시스템 의무화
	구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%	- 오픈 소스 iOS 앱 다운로드 불가능 - 주요 국가 한정 인앱 결제 강제 조치 해지 - 연매출 100만 달러 이하 중소기업 수수료 할인	구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%	- 주요 국가 한정 인앱 결제 강제 조치 해지 - 연매출 100만 달러 이하 기업에 수수료 할인 - 자체 프로그램 등록 앱 일부 수수료 할인
EU	수수료 감소	기본 17% 중소기업 10%	- DMA 영향, 인앱 결제 시스템 강제 철회 - 외부 마켓 iOS 앱 배포 가능 - 3자 결제를 통한 인앱 결제, 외부 결제 가능 - 외부 결제의 경우, 결제 처리 수수료 면제 - 첫 해 다운로드 100만회 이상에 CTF 적용	기본형 앱/ 구독형 앱	기본 30% 중소기업 15% 구독형 15%	- DMA 영향, 인앱 결제 시스템 강제 철회 - 1) 사용자 선택 결제 시스템 - 2) EEA 프로그램(외부결제만 사용가능) 운영 - 1)의 경우, 인앱결제 사용 시 기본수수료 적용 - 외부결제 사용 시 4%p 인하 - 2)의 경우, 3%p 인하 - 앱 외부결제 시 초기 인수 수수료 적용
	결제 수수료 (인앱결제 이용)	3%		외부결제 사용	기본 26% 중소, 구독형 11%	
	핵심 기술 수수료 (CTF)	다운로드 회당 0.5유로		초기 인수 수수료	2년간 기본 10% 구독형 5%	
미국	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 에픽게임즈 사태 영향, 외부 결제 가능 - 기본 수수료율 기조 유지 - 외부 결제 시스템 사용 시 3%p 인하 적용	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 에픽게임즈 사태 영향, 외부 결제 가능 - 기본 수수료율 기조 유지 - 외부 결제 시스템에도 기본 수수료율 유지
	구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%		구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%	
	외부결제 사용	기본 27% 중소기업 12%		외부결제 사용	기본 30% 중소기업 15%	
한국	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 전기통신사업법 영향, 외부 대체 결제 허용 - 기본 수수료율 기조 유지 - 외부 결제 시스템 사용 시 4%p 인하 적용	기본형 앱	기본 30% 중소기업 15%	- 전기통신사업법 영향, 외부 대체 결제 허용 - 기본 수수료율 기조 유지 - 외부 결제 시스템 사용 시 4%p 인하 적용 - 인도 시장에도 수수료 인하 기조 적용
	구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%		구독형 앱	1년 이내 30% 1년 이후 15%	
	외부결제 사용	기본 26% 중소기업 11%		외부결제 사용	기본 26% 중소기업 11%	

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

커져만가는 수수료 인하 요구

게임사 투쟁의 역사

고착화된 30% 수수료 정책에 반기를 든 대표적인 기업이 에픽게임즈다. 2020년 8월 에픽 게임즈(포트나이트 개발사)는 30% 수수료 정책에 불만을 제기하며 외부결제 시스템인 '에픽 다이렉트 페이먼트'를 포트나이트에 도입했다. 외부결제를 통한 경우 인앱 수수료를 피할 수 있기 때문이다. 이에 애플과 구글은 포트나이트를 앱스토어에서 퇴출했다.

2020년 에픽게임즈는 인앱 결제 시스템만을 이용하도록 강제하는 것은 시장 지배적 지위를 남용한 반경쟁적 행위라는 주장으로 소송에 나섰다. 2021년 9월 미국 캘리포니아주 연방지방법원은 1심에서 애플이 반독점법을 위반하지는 않았으나 인앱결제 강제 행위에 대해서는 반경쟁적이라고 판결하며 시정 명령을 내렸다. 또한 애플이 인앱결제 이외의 외부 링크 등을 활용한 외부 결제를 허용해야 한다고 판결했다.

2023년 12월에는 3년간 이어진 구글과의 소송에서 에픽게임즈가 승소하기도 했다. 미국 캘리포니아주 연방지방법원은 구글이 플레이스토어를 경쟁사들에 개방하고 현재 입점 앱을 타 앱스토어에서도 이용가능하도록 해야한다고 판결했다. 구글은 판결 직후 대체 결제 시스템을 허용하고 다른 결제 시스템도 홍보할 수 있도록 생태계를 개방하는 조치를 발표했다.

그림 42. 애플 관련 판결문

UNITED STATES COURT OF APPEALS FOR THE NINTH CIRCUIT	
EPIC GAMES, INC., <i>Plaintiff-counter- defendant-appellant,</i>	No. 21-16506
v.	D.C. No. 4:20-cv-05640- YGR
APPLE, INC., <i>Defendant-counter- claimant-appellee.</i>	OPINION
EPIC GAMES, INC., <i>Plaintiff-counter- defendant-appellee,</i>	No. 21-16695
v.	D.C. No. 4:20-cv-05640- YGR
APPLE, INC., <i>Defendant-counter- claimant-appellant.</i>	
Appeal from the United States District Court for the Northern District of California Yvonne Gonzalez Rogers, District Judge, Presiding Argued and Submitted November 14, 2022 San Francisco, California	

M. SMITH, Circuit Judge:

Epic Games, Inc. sued Apple, Inc. pursuant to the Sherman Act, 15 U.S.C. §§ 1-2, and California's Unfair Competition Law (UCL), Cal. Bus. & Prof. Code § 17200 *et seq.* Epic contends that Apple acted unlawfully by restricting app distribution on iOS devices to Apple's App Store, requiring in-app purchases on iOS devices to use Apple's in-app payment processor, and limiting the ability of app developers to communicate the availability of alternative payment options to iOS device users. Apple counter-sued for breach of contract and indemnification for its attorney fees arising from this litigation.

After a sixteen-day bench trial involving dozens of witnesses and nine hundred exhibits, the district court rejected Epic's Sherman Act claims challenging the first and second of the above restrictions—principally on the factual grounds that Epic failed to propose viable less restrictive alternatives to Apple's restrictions. The court then concluded that the third restriction is unfair pursuant to the UCL and enjoined Apple from enforcing it against any developer. Finally, it held that Epic breached a contract with Apple but was not obligated to pay Apple's attorney fees. Epic appeals the district court's Sherman Act and breach of contract rulings. Apple cross-appeals the district court's UCL and attorney fees rulings. We affirm the district court, except for its ruling respecting attorney fees, where we

그림 43. 에픽게임즈, 구글과의 소송에서 승소

Epic v Google Trial Verdict, a Win for All Developers

December 11, 2023

Today's verdict is a win for all app developers and consumers around the world. It proves that Google's app store practices are illegal and they abuse their monopoly to extract exorbitant fees, stifle competition and reduce innovation.

자료: JUSTIA US Law, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 에픽게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 에픽게임즈 Vs. 구글, 애플 충돌 타임라인

타임라인	내용
애플에 독점 금지 소송 제기 (20년 8월)	- 에픽게임즈, 애플 앱스토어의 30% 수수료에 반발하여 자체 결제 시스템 도입 - 애플은 이를 앱스토어 규정 위반으로 규명, 앱스토어에서 퇴출 - 에픽게임즈는 협상 의지 없음을 밝힌 애플에 독점 금지 소송을 제기
구글에 독점 금지 소송 제기 (20년 8월)	- 에픽게임즈, 구글 플레이스토어의 30% 수수료에 반발하여 자체 결제 시스템 도입 - 구글은 이를 플레이스토어 규정 위반으로 규명, 플레이스토어에서 퇴출 - 에픽게임즈는 구글을 상대로 소송 제기, 구글은 협상의 가능성을 열어둠
애플, 에픽게임즈 개발자 계정 해지 (20년 8월)	- 앱스토어와 관련된 모든 앱 및 툴에 에픽게임즈의 접근 제한 - 해당 조치로 언리얼 엔진을 사용하는 제3 개발사의 피해 우려 - 법원 중재로 언리얼 엔진 금지조치 중단, 포트나이트 퇴출 인정 - 추가적으로 앱스토어에 엑스박스 클라우드 게이밍 앱 등록 금지, 각각의 게임 등록 요구 등 클라우드 게임 서비스 규제 추가
에픽 지지 여론 등장 (20년 9월)	- 스포티파이, 갤럭시 스토어, 넥스트, 메타, MS 등 #FreeFortnite 해시태그 캠페인 동참, 지지 의사 - 미국 하원 반독점 소위원회 및 EU 집행위원회의 애플 비판 - 인앱결제 수수료에 대한 비판 여론 가시화 - 에픽, 스포티파이, 매치그룹, 타일 등 다수 기업으로 구성된 '앱 공정성 연합' 출범
애플 vs 에픽게임즈, 애플 승소 (24년 1월)	- 1심 결과, 애플의 10건 중 9건 승소 - 외부 대체 인앱결제 건 에픽 승소, 21년 12월부터 외부 대체 결제방식 (외부링크 개재 등) 전면 허용 - 애플 승소 9건의 항목 (수수료율 30% 포함) 위법 여지 시사, 강제 불가 권고 압박 - 2심 진행, 3심 항고 기각으로 1심 원심 확정 - 9건의 승소에도 불구하고, 외부 대체 인앱결제 허용으로 애플 주가 3% 폭락, 미 법무부 소송 예고 등 타격
구글 vs 에픽게임즈, 에픽 승소 (23년 12월)	- 1심 결과, 에픽게임즈 승소, 구글 반독점법 위반 판결 - 구글, 앱스토어 견제하고자 스마트폰 제조업체, 게임 개발사 등과 수익 배분 정황 포착 (프로젝트 허그) - 3년간 구글에 차별행위 금지 조치 (24년 11월 적용, 27년 11월 만료) - 외부 대체 결제방식 전면 허용, 개발사들의 앱 가격 설정 자유 보장 명령 시행
의의 및 영향	- 인앱결제 수수료와 반독점법 위반의 상관관계 제기, 관련 법 검토 및 제정의 계기 - 본격적인 빅테크 독과점 규제에 발판이 된 사건 - 21년 9월, 한국 전기통신사업법 시행, 세계 최초 인앱 결제 강제 금지 조치 - 21년 10월, 네덜란드 애플 인앱결제 강제 금지 - 24년 EU DMA (디지털시장법) 시행

자료: 미래셋증권 리서치센터

국내도 커져가는 움직임

글로벌에 이어 국내 게임사들도 구글과 애플의 인앱 결제 수수료 30%가 과도하다며 수수료율을 낮추고 기존 손해를 기업에 배상해야 한다는 소송에 나섰다. 최근 모바일 게임협회에 따르면 국내 게임사 42곳이 구글과 애플을 상대로 인앱결제 수수료 과다 징수에 관련한 집단조정 신청에 참여했다. 미국 로펌 하우스펠드 LLP와 국내 위더피플 법률사무소가 공동으로 맡아 손해 배상액을 산출하고 미국에서 본격적인 집단 조정에 돌입할 예정이다.

구글이 2019년 국내 대형 게임사들을 대상으로 자사 플랫폼만을 쓰는 대가로 지원금을 줬다는 주장도 나오고 있는 상황이다. 11월 21일 경실련은 엔씨소프트, 넷마블, 컴투스, 펠어비스를 시장지배적 지위 남용 행위 등으로 공정위에 신고했다. 한국게임소비자협회에서는 개발자와 소비자가 상생할 수 있는 생태계 구축을 위해서는 독점적인 시장 지배력을 가진 구글의 수수료를 30%에서 4~6%로 낮춰야 한다고 주장하고 있다.

그림 44. 경실련, 구글-게임 4사 인앱결제 리베이트 관련 공정위 신고(11월 21일)

[공정거래위원회 신고 공동기자회견]

**구글-게임4사 인앱결제 관련 리베이트,
광고입찰담합, 수익화 특혜지원 등
시장지배적지위 남용행위 등 공정위 신고**

일시장소 : 2024년 11월 21일(목) 오후 3시, 경실련 강당
공동주최 : 한국게임이용자협회, 한국게임소비자협회, 경실련

※사회: 경실련 정호철 간사

< 기자회견 개요 >

구글-게임4사 인앱결제 관련 시장지배적지위 남용행위 등 공정위 신고 기자회견

○ 일시장소 : 2024년 11월 21일(목) 오후 3시, 경실련 강당(서울특별시 종로구 동숭3길 26-9, 2층)

○ 공동주최 : 한국게임이용자협회, 한국게임소비자협회, 경제정의실천시민연합

자료: 경실련, 미래에셋증권 리서치센터

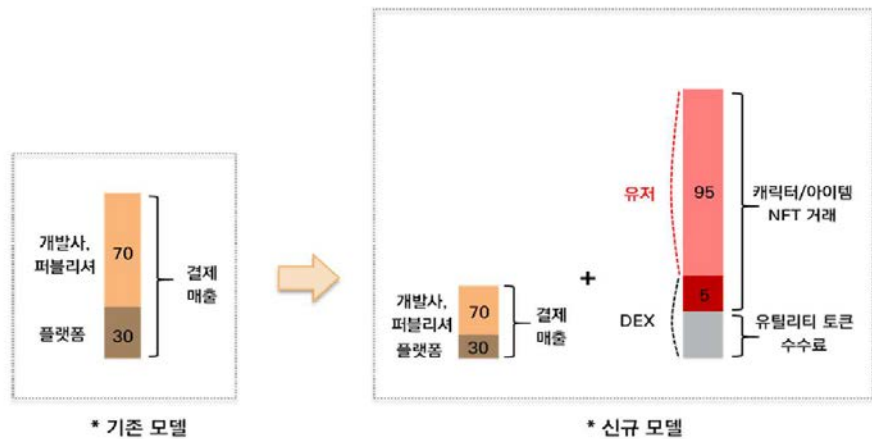
블록체인 게임 플랫폼이 보여준 가능성

패러다임의 전환까지 이어지지는 못했지만 2021년 큰 반향을 일으켰던 블록체인 게임 플랫폼의 등장도 플랫폼 수수료 인하는 거스를 수 없는 시대의 흐름임을 보여주었다. 기존 플랫폼들의 30% 수수료 정책은 게임사의 수익성이 떨어지는 문제뿐만 아니라 게임을 즐기는 유저에게 플랫폼 수수료가 과도하게 전가되는 문제도 야기했다. 그러나 블록체인 게임에서는 플랫폼과 게임사 중심이었던 기존 수익구조가 유저 중심으로 변하게 된다.

유저는 블록체인 게임에서 단순한 콘텐츠 소비자가 아니라 콘텐츠 생산자라는 새로운 지위를 인정받게 된다. 유저 간 캐릭터, 아이템 NFT 거래가 활성화됨에 따라 유저는 필요한 재화를 게임 내 상점에서 인앱결제로만 구할 필요가 없어진다. 기존 인앱결제 수수료는 감소하게 되나 블록체인 게임 플랫폼은 인앱 결제 수수료뿐만 아니라 1) NFT 거래 수수료(약 5%), 2) 블록체인 게임 내 기축 통화의 환전에서 오는 환전 수수료(약 1%)를 얻을 수 있게 된다.

물론 블록체인 게임 시장의 활성화는 1) 플랫폼 수수료 수익의 급격한 하락을 우려한 양대 오픈마켓 구글과 애플의 반대, 2) NFT를 통한 유저 간 캐릭터, 아이템 거래 활성화에 따른 수익 감소를 우려한 레거시 게임사들의 반대로 인해 실패했다. 2022년부터 시작된 가상자산 시장의 위축도 악영향이 존재하긴 했으나 충분한 대작 게임들의 공급이 있었다고 한다면 블록체인 게임 시장의 활성화도 충분히 가능했을 수 있다. 다만 글로벌 대다수 유저가 환영할만한 부분(유저 간 거래, 게임의 투명성 등)이 명확한만큼 미래 어느 시점에는 블록체인 게임이 주류로 올라갈 것이라 판단한다.

그림 45. 블록체인 게임의 등장과 매출 구조의 변화



자료: 미래에셋증권 리서치센터

실효성 낮은 현 외부결제 체제

공정 경쟁 위반이라는 판결들이 글로벌에서 나오기 시작하자 구글과 애플 모두 외부결제를 허용하는 방향으로 전환하였다. 애플의 경우 기존에는 외부로 연결되는 링크 사용을 제한하고 인앱결제를 강제해 왔다. 외부결제를 허용하는 것은 긍정적이나 수수료 절감의 실효성이 있는가에 대해서는 의문이 남는 상황이다.

구글과 애플의 기본적인 외부결제 수수료는 27%에 달해 기존 30%의 수수료와 큰 차이가 없다. 인앱 내 3자 결제 시스템을 도입하는 경우에는 수수료가 30%를 넘어가기도 한다. 현 외부결제 체제에 대한 애플, 구글의 꼼수 논란이 발생하고 있기에 이번 외부결제 허용은 공정 경쟁 위반법에 저촉될 가능성이 높다는 판단이다.

표 10. 애플/구글 외부결제 현황

	앱스토어 (애플)	플레이스토어 (구글)
현황	- 인앱결제 강제 - 일부 국가 법적 요구에 기인한 예외적 허용 - 일부 앱 서비스 BM에 기인한 예외적 허용	
기본 외부결제 수수료율	- 연매출 100만달러 이상 앱: 27% - 연매출 100만달러 이하 앱: 12% - 구독형 앱 1년 이후: 12%	
국가별 외부결제 수수료율	- EU: 약 10%~17% - 한국: 약 11%~27% - 미국: 약 12%~27%	- EU: 약 11%~27% - 한국: 약 11~27% - 미국: 약 15~30%
적용 범위	- 일부 국가 및 일부 앱 한정 외부결제 허용 - EU, 네덜란드, 인도, 한국, 미국 등 허용 - 콘텐츠 스트리밍 서비스 (넷플릭스, 스포티파이 등) 허용 - 데이팅 앱 (네덜란드 및 일부 지역 한정) 허용	
적용 내용	- 사용자에게 외부결제, 인앱결제 옵션 제공 - 외부결제 채택 시 결제 처리 비용 면제	- 사용자에게 외부결제, 인앱결제 옵션 제공 - EU의 경우, 외부결제 시 초기 인수 수수료 - 2년간 기본 10% 구독형 5% 별도 적용
기타 현황	- 호주: 법적 논의 진행중, 인앱결제 의무 해제 가능성 존재 - 중국: 강력한 플랫폼 규제에도 불구하고 기본 수수료 적용 - 외부 결제 시스템 제한적 허용	- 호주: 법적 논의 진행중, 인앱결제 의무 해제 가능성 존재 - 브라질: 반독점 소송 지속, 인앱결제 의무 해제 가능성 존재 - 중국: 강력한 플랫폼 규제에도 불구하고 기본 수수료 적용 - 외부 결제 시스템 제한적 허용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이번에는 정말로 다를 가능성이 높은 이유

블룸버그 등 외신에 따르면 EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 지난 3월 시행된 DMA는 애플을 비롯한 7개 빅테크 기업을 게이트 키퍼로 지정하고 다른 앱, 플랫폼과 상호호환성을 보장하는 것을 골자로 하고 있다. DMA 위반 과징금은 연간 총매출액의 10%까지 부여가 가능하다. 애플의 매출 규모를 고려할 시 수조원 이상의 징벌적 과징금이 부여될 가능성이 존재한다.

그림 46. 애플 DMA 위반 판결 관련

PRESS RELEASE | Jun 24, 2024 | Brussels | 5 min read

Commission sends preliminary findings to Apple and opens additional non-compliance investigation against Apple under the Digital Markets Act

PAGE CONTENTS

Top
Quote(s)
Related topics
Print friendly pdf
Contacts for media

Today, the European Commission has informed **Apple** of its preliminary view that its App Store rules are in breach of the Digital Markets Act (DMA), as they prevent app developers from freely steering consumers to alternative channels for offers and content.

In addition, the Commission opened a new non-compliance procedure against **Apple** over concerns that its new contractual requirements for third-party app developers and app stores, including Apple's new "Core Technology Fee", fall short of ensuring effective compliance with Apple's obligations under the DMA.

Preliminary findings on Apple's steering rules for the App Store

Under the DMA, developers distributing their apps via Apple's App Store should be able, free of charge, to inform their customers of alternative cheaper purchasing possibilities, steer them to those offers and allow them to make purchases.

자료: EU, 미래셋증권 리서치센터

애플은 앱스토어 인앱결제 시스템 이용을 강제해 DMA를 위반했다는 혐의를 받고 있으며 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발자들이 원하는 대체 결제 시스템 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다. 미국에서도 반독점법 위반에 대한 소송이 잇따르는 상황 속에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 유지하는 정책은 현실성이 낮다. 글로벌 전체에 대해 동일한 수수료를 수취하는 방향으로 인하될 가능성이 높다는 판단이다.

1) 애플에 대한 DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 17%로의 수수료 인하가 현실화 될 경우 구글은 애플의 개발자 친화적 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다. 수많은 비판 속에서도 30%라는 수수료를 10년이 넘는 오랜 기간동안 유지해올 수 있었던 데는 주요 경쟁사도 그렇다라는 논리를 제시할 수 있었기 때문이다. 30%를 혼자 고수한다고 해도 대규모 개발자 이탈을 피할 수 없기에 동반 수수료 인하는 불가피한 선택지다. 미국에서도 구글의 인앱결제 강제를 반독점법 위반으로 보는 판결들이 나오고 있는 상황이기도 하다.

PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 것

모바일 플랫폼 수수료 인하는 PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 가능성이 높다. 스팀, 플레이스테이션, 엑스박스, 닌텐도 등 주요 PC 콘솔 플랫폼의 수수료는 애플, 구글과 동일한 30% 수준이다. 스팀의 경우 매출 규모에 따른 수수료율 차등 적용해 1) 연매출 100만달러 미만 게임은 30% 2) 연매출 100만달러 이상 5천만달러 미만 게임은 25%, 2) 연매출 5천만달러 이상 게임은 20%의 수수료를 부여하고 있다.

PC, 콘솔 플랫폼 수수료율 30%에 대한 비판이 커지고 있는 상황속에서 구글과 애플의 수수료 인하는 PC, 콘솔 플랫폼의 현 수수료 정책에 직격탄으로 작용할 것이다. 30%를 고수하고 있던 플랫폼들이 현 수수료 정책에 대해 주장하는 주요 명분은 과거부터 대부분의 플랫폼이 30% 정책을 고수해왔다는 점인데 게임 시장의 과반에 달하는 모바일 플랫폼의 수수료의 전격적인 인하는 이 명분을 상실하게 만들기 때문이다. 스팀의 경우 이미 반독점 혐의에 관한 소송들이 진행 중에 있다.

표 11. PC 플랫폼 수수료 인하 관련 타임라인

타임라인	내용
에픽게임즈 스토어 12% 수수료 도입 (18년 12월)	- 후발주자로서 공격적인 수수료율 정책 채택 및 기존 수수료율에 대한 비판 의지 표명 - 외부결제 허용, 12% 수수료율 도입 - 입점 게임의 언리얼 엔진 사용 수수료 면제 - 19년 2월 유비소프트가 '더 디비전'의 후속작을 에픽게임즈 스토어에 독점 출시 - '메트로 엑소더스', '월드워Z' 등 인기작 독점 출시
스팀 수수료율 인하 (18년 12월)	- 연매출 기준 수수료 차등 정책 방안 도입 - \$10M 이하 30%, \$10M 이상 \$50M 이하 25%, \$50M 이상 20% 적용 - 수수료율 인하에도 불구하고, 매출 \$50M 이상 게임은 극소수 - 실효성이 없는 조치라는 비판
디스코드 스토어 수수료율 인하 (18년 12월)	- 에픽게임즈 및 스팀과의 차별화를 위해 10% 수수료율 도입 - 이후 출시 1년차 게임 스토어 서비스 철수
MS 스토어 수수료율 인하 (20년 8월)	- 외부결제 허용, 게임앱 12%, 비게임앱 15% 수수료율 적용 - 윈도우8 사용 앱 한정 30% 수수료율 유지 - 앱스토어, 플레이스토어를 견제하며 개발자 생태계 확보 의도
밸브(스팀) 반독점 소송 (22년 5월)	- 윌파이어 게임즈, 스팀 수수료 30%, PMFN(플랫폼 최대국 대우)을 근거로 소송 제기 - 다른 스토어와 스팀의 판매 가격을 맞추는 것을 강요, 다른 스토어에 더 낮은 가격으로 판매하여 경쟁력을 높일 수 없다는 주장 - 해당 정책 위반, 밸브의 일방적인 게임키 해지 및 권한 취소 사례 존재

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 주요 PC 플랫폼 수수료율 현황

PC 플랫폼	기본 수수료율	외부결제	기타
스팀	30%	금지	- 매출 규모에 따라 수수료율 차등 적용 - 연간 수익 100만 달러 이하: 30% - 연간 수익 100만 달러 ~ 5,000만 달러: 25% - 연간 수익 5,000만 달러 초과: 20% - 언리얼 엔진 사용 게임 개발사의 경우, 5%의 엔진 수수료 추가 납부
에픽게임즈 스토어	12%	허용	- 후발주자로서 공격적인 수수료 정책 채택 - 개발자 혜택 프로그램 '나우 온 에픽' - 기존 출시 게임이라도 신규 입점시 수수료 6개월 면제 - 언리얼 엔진 수수료 면제 - 개발자 친화적 환경 조성, 독점 계약 체결 시 예상 매출액 선금지원 - 구글, 애플, 스팀의 높은 수수료율 지속적 비판
MS 스토어	게임 앱 :12% 기타 앱: 15%	허용	- 앱 서비스 종류에 따른 수수료 적용 - 모든 외부 결제 건 (앱 자체 결제 또는 서드파티 결제)에 대한 수수료 면제
힙플 스토어	15%	허용	- 기부 형식의 게임 판매 가능 - 게임 구매 시, 유저가 개발자, 힙플 스토어, 자선 단체 판매액 배분 비율 조정 가능
GOG	12%	허용	- DRM-Free(디지털 저작권 관리 제거)로 런처를 통한 실행이나 다운로드가 불필요 - 개발자 친화적 환경 조성, 선금지원 시스템 구축

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 주요 콘솔 플랫폼 수수료율 현황

콘솔 플랫폼	기본 수수료율	외부결제	기타
PS Store (PlayStation)	30%	금지	- 매출 규모, 독점 계약, PS Plus 협력 게임에 대한 수수료 내부적 합의 가능하나 기본 수수료 일괄 적용 - 게임 매출, 게임 내 구매, 구독 서비스 (PS Plus)에 대한 수수료 부과 - PSN 계정, 소니의 내부 결제 시스템을 통한 결제만 허용
Xbox Store (Xbox)	30%	금지	- 게임, DLC, 게임 내 구매, 구독 서비스 (Xbox Game Pass)에 기본 수수료 일괄 적용
Nintendo eShop (Nintendo)	30%	허용	- 기본 수수료 일괄 적용 - 서드파티 일부 허용

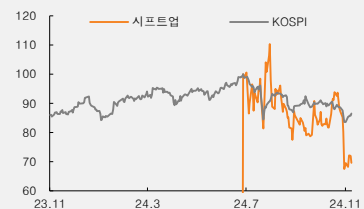
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(24/11/22)	49,400원
상승여력	92.3%

영업이익(24F,십억원)	147
Consensus 영업이익(24F,십억원)	148
EPS 성장률(24F,%)	3.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.4
P/E(24F,x)	22.3
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSPI	2,501.24
시가총액(십억원)	2,882
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	17.8
외국인 보유비중(%)	1.6
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.9	0.0	0.0
상대주가	-15.7	0.0	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

앱 수수료 인하의 숨겨진 수혜주

앱 수수료 인하 트렌드 확대 가능성

EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 애플은 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발사들이 원하는 대체 결제 시스템 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다.

미국에서도 반독점법 위반 소송이 잇따르는 상황에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 수취하는 정책은 현실성이 낮다. 나머지 글로벌 지역도 인하가 시작될 것이라는 판단이다. 1) DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 수수료 인하가 현실화될 경우 경쟁사인 구글도 인하 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다.

개발사 순매출 인식률 증대

앱 수수료 인하와 관련해 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리싱 계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

앱 수수료를 인하 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료가 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

투자의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

동사에 대한 목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 니케의 2주년 매출 성과와 견조한 유저 트래픽을 고려 시 3분기 실적에서 발생한 니케 중장기 성장성에 대한 우려는 과도하다는 판단이다. 2Q25 출시 준비 중인 니케 중국에 대한 모멘텀이 다가오고 있다.

앱 수수료 인하가 현실화될 경우 25년 460억원 수준의 이익 개선 효과가 있을 것으로 예상된다. 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	215	365	321
영업이익 (십억원)	22	111	147	289	235
영업이익률 (%)	33.8	65.7	68.4	79.2	73.2
순이익 (십억원)	20	107	121	231	188
EPS (원)	421	2,132	2,213	3,957	3,227
ROE (%)	36.7	86.4	26.2	27.0	17.7
P/E (배)	-	-	22.3	12.5	15.3
P/B (배)	-	-	3.9	3.0	2.5
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

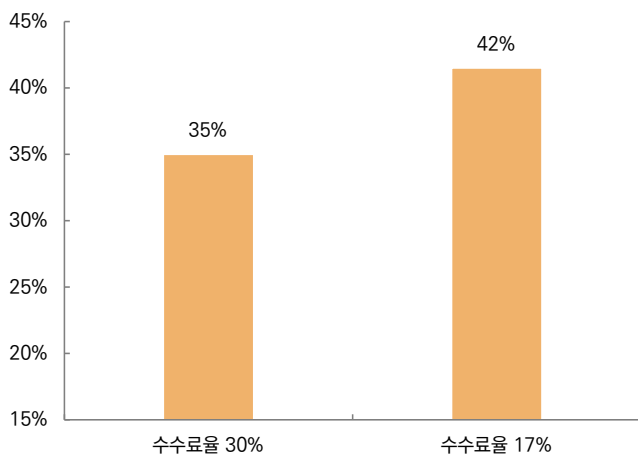
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 또한 매출액의 발생 구간에 따라 분배 비율에 차등을 두기도 한다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

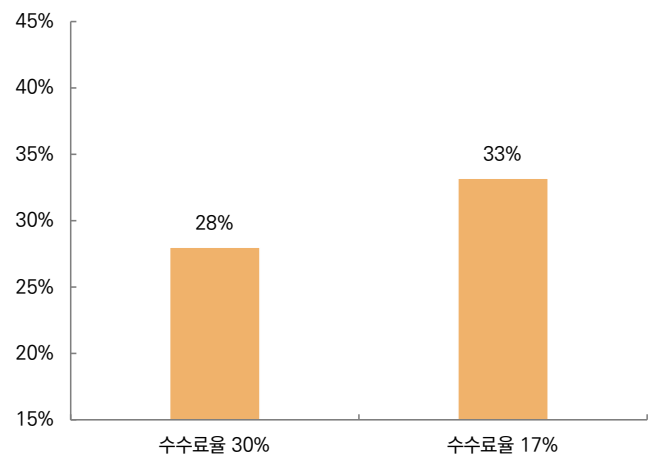
앱 수수료가 인하되었을 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 앱 수수료가 30%라면 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료가 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

그림 47. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 48. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 14. 개발사 수수료 시나리오별 순매출 인식률 변화

	수수료율 30%	수수료율 17%
총매출	100%	100%
지급수수료	30%	17%
총매출-지급수수료	70%	83%
5:5 배분 시 순매출 인식률	35%	42%
4:6 배분 시 순매출 인식률	28%	33%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

앱 수수료 인하 시 가장 큰 이익 개선 효과가 기대되는 기업은 모바일 비중이 높고 직접 퍼블리싱을 하는 게임사다. 그러나 MMORPG 매출 비중이 높은 국내 게임사들의 경우 1) 기존작 매출 하향 안정화가 빠르게 이루어지고 있는 동시에, 2) 차기 MMORPG 신작에 대한 흥행 가능성을 높게 보기 어려운 것도 사실이다. 앱 수수료 인하가 있더라도 기존작, 신작 흥행 성과에 따라 25, 26년 실적이 큰 폭으로 개선되지 않을 수도 있다는 의미다.

앱 수수료 인하 영향으로 탑라인과 바텀라인이 모두 안정적으로 개선되는 개발사에 주목할 필요가 있다. 시프트업과 넥슨게임즈가 대표적이다. 장기적인 라이프사이클을 기대할 수 있고 글로벌에서 이미 메인으로 올라선 서브컬처 IP를 보유하고 있기에 중장기적 실적 개선 효과를 기대할 수 있다. 또한 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

표 15. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

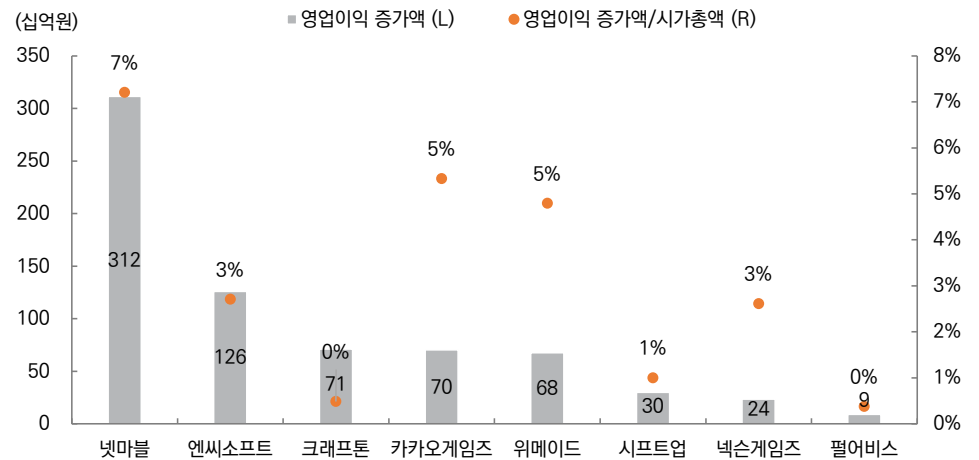
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 49. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 16. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

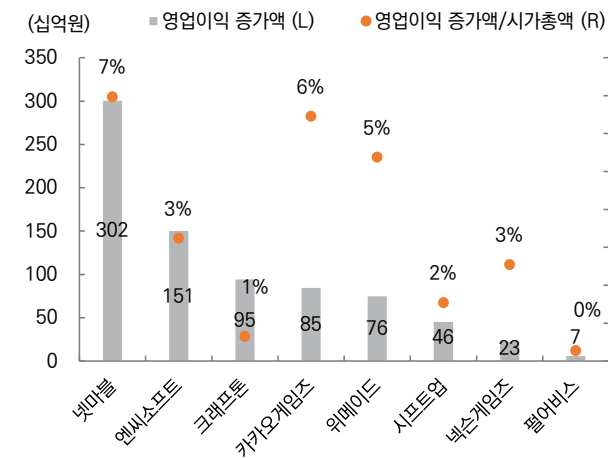
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

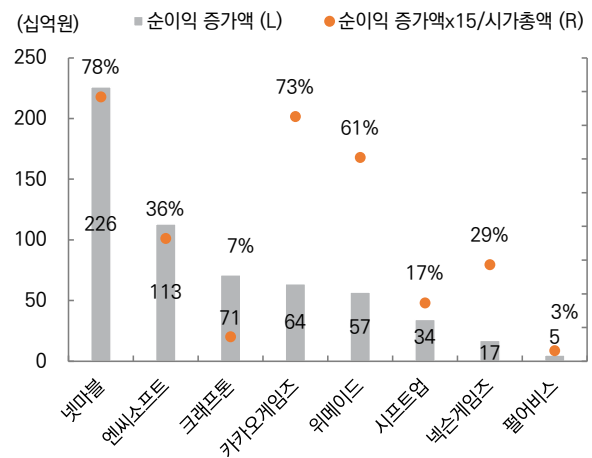
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 50. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 51. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 17. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

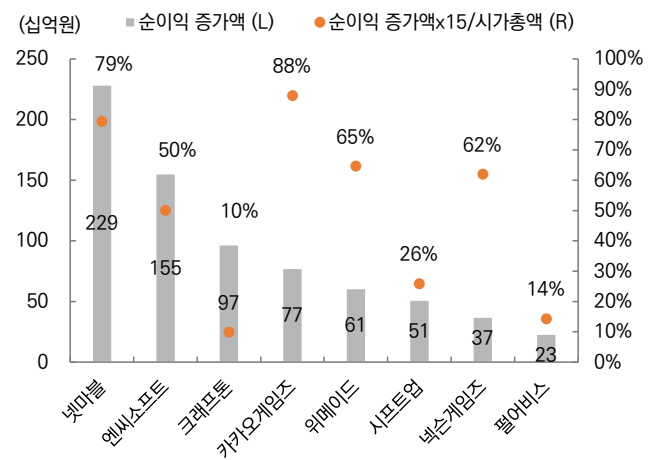
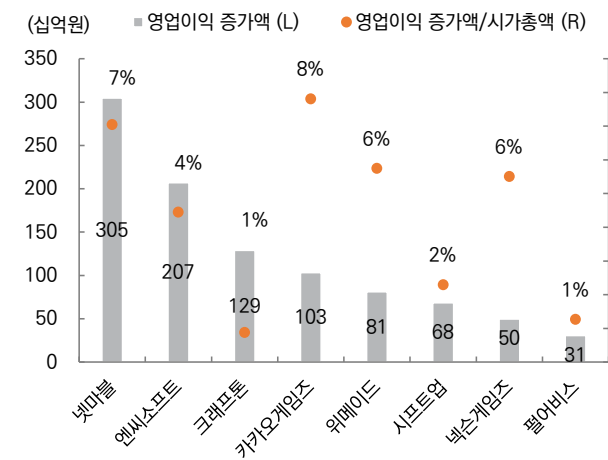
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 52. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 53. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 18. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	54	45	134	86	101	66	169	215	365	321	401
(% YoY)	-17%	64%	52%	19%	19%	105%	48%	85%	285%	155%	27%	70%	-12%	25%
니케	36	38	34	48	38	71	57	75	55	164	157	242	277	263
글로벌	36	38	34	48	38	40	36	50	55	164	157	165	175	176
중국	0	0	0	0	0	31	22	25	0	0	0	77	102	87
스텔라 블레이드	0	26	22	5	5	61	27	25	0	0	54	118	40	25
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	11	4	4	5	4	3
영업비용	11	20	22	14	15	19	17	25	48	58	68	76	85	97
인건비	9	17	19	11	12	15	13	21	0	49	56	61	70	80
변동비	1	1	1	1	1	2	1	1	0	5	3	5	5	5
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	0	4	9	10	11	12
영업이익	26	45	36	40	30	115	69	76	18	111	147	289	235	304
(% YoY)	-13%	38%	120%	23%	14%	154%	93%	90%	흑전	508%	32%	97%	-18%	29%
영업이익률	69%	69%	61%	74%	66%	86%	80%	75%	28%	66%	68%	79%	73%	76%
지배주주순이익	25	40	23	32	24	92	55	61	-7	107	121	231	188	243
순이익률	66%	62%	40%	59%	53%	68%	64%	60%	-11%	63%	56%	63%	59%	61%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 연간 실적 추정

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	215	365	215	365	0%	0%	215	312	0%	17%	기존 동일
영업이익	147	289	147	289	0%	0%	148	234	-1%	23%	
순이익	121	231	121	231	0%	0%	128	203	-6%	14%	
영업이익률	68.2%	79.1%	68.2%	79.1%	-	-	68.6%	75.0%	-	-	
순이익률	56.1%	63.3%	56.1%	63.3%	-	-	59.4%	64.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	215	365	321
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	215	365	321
판매비와관리비	58	68	76	85
조정영업이익	111	147	289	235
영업이익	111	147	289	235
비영업손익	3	1	0	0
금융손익	0	2	6	10
관계기업등 투자손익	0	-1	-6	-10
세전계속사업손익	114	148	289	235
계속사업법인세비용	8	28	58	47
계속사업이익	107	121	231	188
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	121	231	188
지배주주	107	121	231	188
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	121	231	188
지배주주	107	121	231	188
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	149	291	238
FCF	100	-216	228	185
EBITDA 마진율 (%)	67.5	69.3	79.7	74.1
영업이익률 (%)	65.7	68.4	79.2	73.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	56.3	63.3	58.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	731	962	1,149
현금 및 현금성자산	116	330	556	740
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	340	345	347
비유동자산	27	33	33	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	3	3	4
무형자산	1	3	3	3
자산총계	204	764	995	1,183
유동부채	11	16	16	16
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	7	11	11	11
비유동부채	12	10	10	10
장기금융부채	10	8	8	8
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	23	26	26	26
지배주주지분	181	738	969	1,157
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	192	422	611
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	738	969	1,157

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	-213	229	187
당기순이익	107	121	231	188
비현금수익비용가감	14	27	53	39
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	25	51	37
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-336	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-11	-28	-58	-47
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-8	-3	-3
유형자산처분(취득)	0	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	-2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	435	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	13	-2	0	0
자본의 증가(감소)	33	436	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	1	0	0
현금의 증가	104	214	227	184
기초현금	12	116	330	556
기말현금	116	330	556	740

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

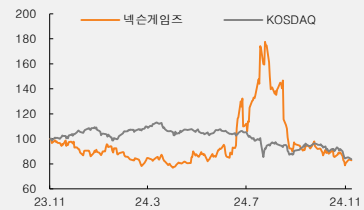
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	22.3	12.5	15.3
P/CF (x)	-	18.2	10.1	12.7
P/B (x)	-	3.9	3.0	2.5
EV/EBITDA (x)	-	17.2	8.0	9.1
EPS (원)	2,132	2,213	3,957	3,227
CFPS (원)	2,416	2,715	4,872	3,901
BPS (원)	3,568	12,658	16,615	19,841
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 (%)	158.1	27.5	69.8	-12.1
EBITDA증가율 (%)	386.2	30.7	95.6	-18.2
조정영업이익증가율 (%)	400.7	32.0	96.8	-18.4
EPS증가율 (%)	406.7	3.8	78.8	-18.4
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.6	6.0	5.2
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	76.8	24.9	26.2	17.3
ROE (%)	86.4	26.2	27.0	17.7
ROIC (%)	183.0	50.9	56.7	45.7
부채비율 (%)	12.6	3.5	2.7	2.2
유동비율 (%)	1,582.3	4,641.9	6,045.5	7,154.2
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-43.3	-56.4	-63.1
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	90.1	192.2	156.4

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	20,000원
현재주가(24/11/22)	13,690원
상승여력	46.1%

영업이익(24F,십억원)	42
Consensus 영업이익(24F,십억원)	0
EPS 성장률(24F,%)	168.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.4
P/E(24F,x)	29.7
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSDAQ	677.01
시가총액(십억원)	902
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.8
외국인 보유비중(%)	4.6
베타(12M) 일간수익률	0.22
52주 최저가(원)	12,700
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.6	-5.9	-15.2
상대주가	1.9	17.5	2.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

넥슨게임즈

앱 수수료 인하는 순수 개발사에도 큰 호재

앱 수수료 인하 트렌드 확대 가능성

EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 애플은 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발사들이 원하는 대체 결제 시스템을 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다.

미국에서도 반독점법 위반 소송이 잇따르는 상황에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 수취하는 정책은 현실성이 낮다. 나머지 글로벌 지역도 인하가 시작될 것이라는 판단이다. 1) DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 수수료 인하가 현실화될 경우 경쟁사인 구글도 인하 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다.

개발사 순매출 인식률 증대

앱 수수료 인하와 관련해 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리싱 계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

앱 수수료를 인하 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료가 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

투자의견 '매수', 목표주가 20,000원 유지

25F 실적 전망 및 목표주가를 유지한다. 앱 수수료 인하가 발생할 경우 동사도 강력한 모멘텀이 발생할 전망이다. 수수료 인하 시 순매출 인식률의 증가로 개발사는 탑라인과 바텀라인이 동시에 개선된다.

앱 수수료 인하가 현실화될 경우 25년 230억원 수준의 이익 개선 효과가 있을 것으로 예상된다. 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	261	268	359
영업이익 (십억원)	5	12	42	62	132
영업이익률 (%)	3.8	6.2	16.1	23.1	36.8
순이익 (십억원)	6	11	30	54	106
EPS (원)	107	172	460	821	1,605
ROE (%)	2.6	4.5	10.7	16.3	25.6
P/E (배)	121.3	87.2	29.7	16.7	8.5
P/B (배)	3.2	3.3	2.7	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

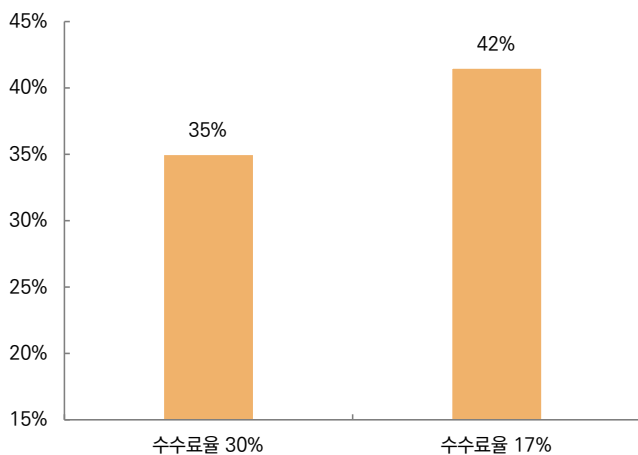
자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

계약 시 퍼블리셔와 개발사의 분배 비율은 1) 개발사의 Hit Ratio, 2) 출시 지역(국내 or 해외), 3) 지역별 순차 출시 여부 등 다양한 요소에 의해 정해진다. 또한 매출액의 발생 구간에 따라 분배 비율에 차등을 두기도 한다. 러프하게 본다면 각종 수수료를 제외한 금액을 5대 5씩 나누어 갖는다고 볼 수 있다.

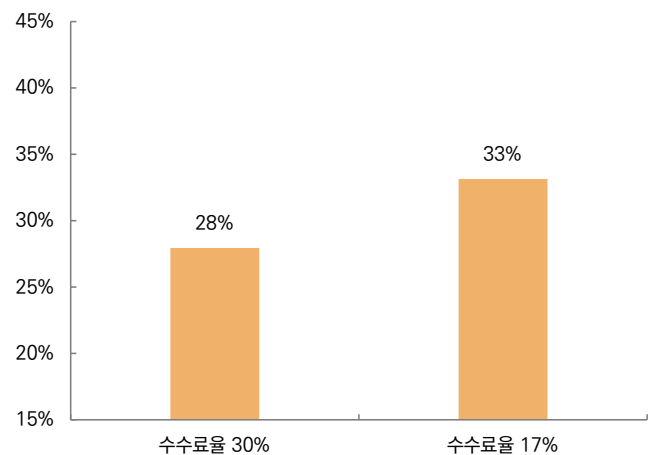
앱 수수료가 인하되었을 시 퍼블리셔와 게임사의 분배 비율이 변하지 않더라도 개발사의 순매출 인식률은 증가하게 된다. 5:5 분배 계약의 경우 앱 수수료가 30%라면 총매출의 35%를 순매출 인식한다. 17%로 수수료가 낮아지면 순매출 인식률은 35%에서 42%로 상승한다. 4:6 분배 계약의 경우 순매출 인식률은 28%에서 33%로 상승한다.

그림 54. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 55. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 21. 개발사 수수료 시나리오별 순매출 인식률 변화

	수수료율 30%	수수료율 17%
총매출	100%	100%
지급수수료	30%	17%
총매출-지급수수료	70%	83%
5:5 배분 시 순매출 인식률	35%	42%
4:6 배분 시 순매출 인식률	28%	33%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

앱 수수료 인하시 가장 큰 이익 개선 효과가 기대되는 기업은 모바일 비중이 높고 직접 퍼블리싱을 하는 게임사다. 그러나 MMORPG 매출 비중이 높은 국내 게임사들의 경우 1) 기존작 매출 하향 안정화가 빠르게 이루어지고 있는 동시에, 2) 차기 MMORPG 신작에 대한 흥행 가능성을 높게 보기 어려운 것도 사실이다. 앱 수수료 인하가 있더라도 기존작, 신작 흥행 성과에 따라 25, 26년 실적이 큰 폭으로 개선되지 않을 수도 있다는 의미다.

앱 수수료 인하 영향으로 탑라인과 바텀라인이 모두 안정적으로 개선되는 개발사에 주목할 필요가 있다. 넥슨게임즈와 시프트업이 대표적이다. 장기적인 라이프사이클을 기대할 수 있고 글로벌에서 이미 메인으로 올라선 서브컬처 IP를 보유하고 있기에 중장기적 실적 개선 효과를 기대할 수 있다. 또한 개발사 특성상 신작 실패에 대한 비용 리스크는 제한적이지만 순매출 인식률의 증대로 이익 레버리지 효과는 기존 대비 20% 가까이 커지게 된다.

표 22. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

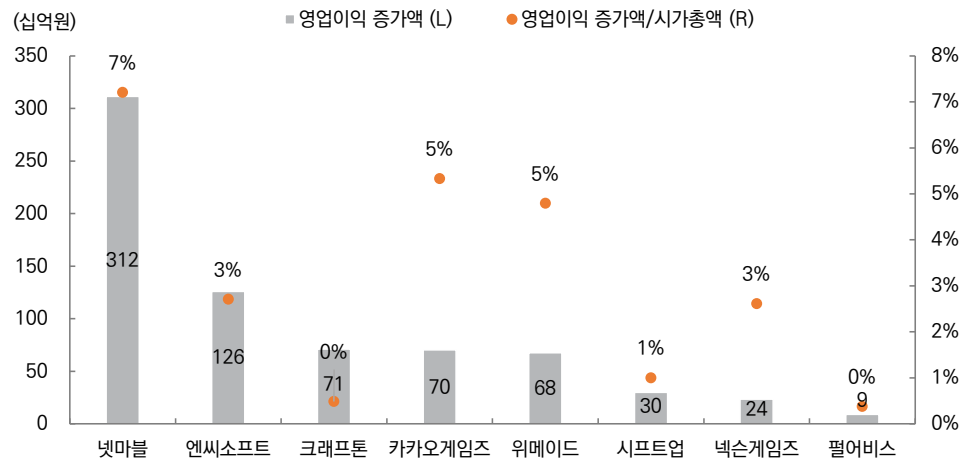
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 56. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 23. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

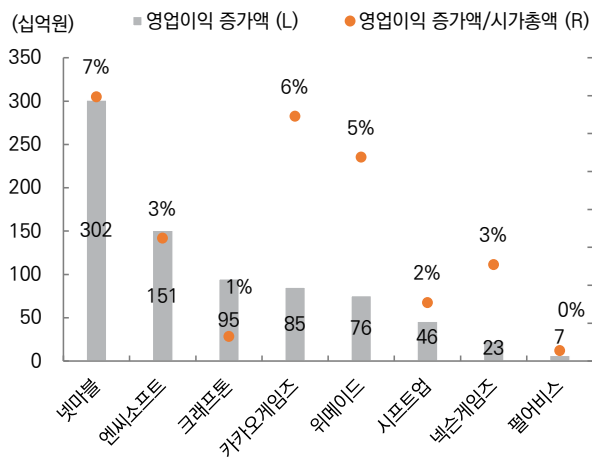
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

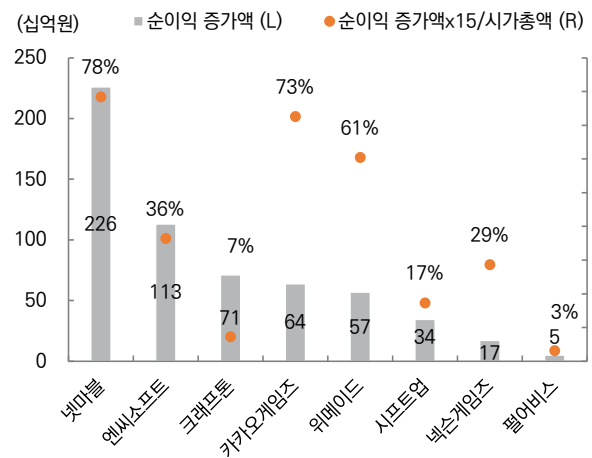
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 57. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 58. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

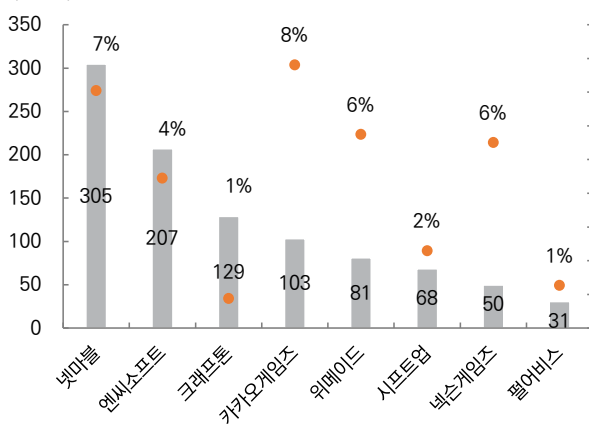
주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 59. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

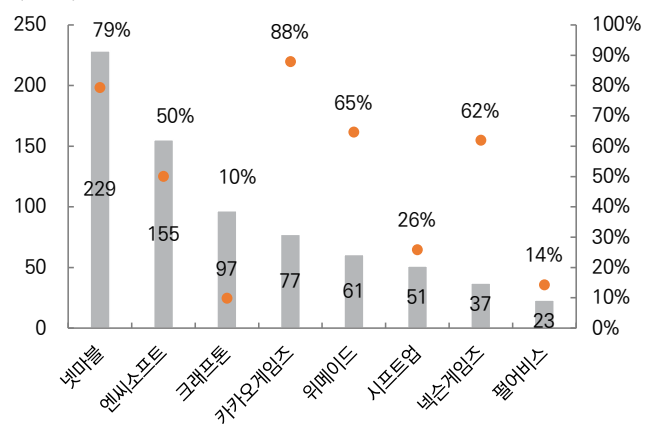
그림 60. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도

(십억원) ■ 영업이익 증가액 (L) ● 영업이익 증가액/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

(십억원) ■ 순이익 증가액 (L) ● 순이익 증가액x15/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 25. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	52	43	56	41	53	44	112	53	132	193	261	268	359
(% YoY)	172.4%	78.4%	22.4%	-3.6%	0.9%	0.4%	97.4%	29.4%	-	46.0%	35.1%	2.6%	34.1%
모바일	41	34	47	31	37	30	33	23	104	152	124	121	117
PC	10	9	9	10	15	12	77	28	28	39	132	141	236
기타	0	0	0	0	1	1	2	2	1	1	5	7	7
영업비용	39	43	47	52	50	52	65	53	127	181	219	206	227
인건비	30	33	36	39	37	38	45	39	97	138	159	158	177
주식보상비	3	4	5	4	5	4	4	4	12	16	17	16	18
지급수수료	2	2	3	4	3	4	3	3	9	11	13	12	13
기타	4	4	4	5	5	6	13	7	10	16	30	19	19
영업이익	13	0	10	-10	2	-8	47	1	5	12	42	62	132
(% YoY)	흑전	흑전	6.3%	적전	-80.6%	적전	390.4%	흑전	-	133.0%	247.1%	48.0%	114.0%
영업이익률	24.4%	0.4%	16.9%	-25.3%	4.7%	-19.4%	42.0%	1.5%	3.9%	6.2%	16.0%	23.0%	36.7%
지배주주순이익	12	-3	8	-5	0	-11	40	2	6	11	30	54	106
NPM	22.9%	-7.0%	13.7%	-13.0%	-0.4%	-25.2%	35.6%	3.4%	4.6%	5.8%	11.6%	20.2%	29.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 26. 연간 실적 추정

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	261	268	261	268	0%	0%	268	258	-2%	4%	기존 동일
영업이익	42	62	42	62	0%	0%	46	37	-10%	69%	
순이익	30	54	30	54	0%	0%	35	31	-13%	74%	
영업이익률	16.0%	23.0%	16.0%	23.0%	-	-	17.3%	14.2%	-	-	
순이익률	11.6%	20.2%	11.6%	20.2%	-	-	13.0%	12.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 27. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	261	268	359
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	261	268	359
판매비와관리비	181	219	206	227
조정영업이익	12	42	62	132
영업이익	12	42	62	132
비영업손익	4	4	6	0
금융손익	4	3	2	5
관계기업등 투자손익	0	1	3	-5
세전계속사업손익	16	46	68	132
계속사업법인세비용	4	15	14	26
계속사업이익	11	30	54	106
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	30	54	106
지배주주	11	30	54	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	30	54	106
지배주주	11	30	54	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	54	73	143
FCF	33	-2	64	117
EBITDA 마진율 (%)	11.4	20.7	27.2	39.8
영업이익률 (%)	6.2	16.1	23.1	36.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	11.5	20.1	29.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	299	361	480
현금 및 현금성자산	111	170	231	344
매출채권 및 기타채권	33	35	35	37
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	95	99
비유동자산	130	195	189	185
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	98	92	87
무형자산	35	36	36	37
자산총계	367	494	550	665
유동부채	66	73	73	74
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	64	64	65
비유동부채	38	116	117	125
장기금융부채	17	94	94	94
기타비유동부채	21	22	23	31
부채총계	104	189	191	199
지배주주지분	263	305	359	465
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	184	238	343
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	305	359	465

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	48	67	121
당기순이익	11	30	54	106
비현금수익비용가감	36	25	23	33
유형자산감가상각비	8	10	10	9
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	26	13	11	22
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	5	1	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-7	-15	-14	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-37	-79	-6	-8
유형자산처분(취득)	-4	-50	-3	-4
무형자산감소(증가)	-1	-3	-2	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-26	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	90	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	77	0	0
자본의 증가(감소)	-141	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	131	13	0	0
현금의 증가	-3	59	61	113
기초현금	115	111	170	231
기말현금	111	170	231	344

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

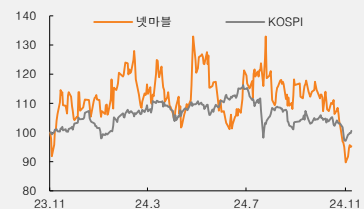
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	29.7	16.7	8.5
P/CF (x)	21.0	16.3	11.7	6.5
P/B (x)	3.3	2.7	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	37.7	13.8	9.3	4.0
EPS (원)	172	460	821	1,605
CFPS (원)	715	840	1,167	2,102
BPS (원)	4,505	5,151	5,971	7,576
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 (%)	46.0	35.1	2.6	34.1
EBITDA증가율 (%)	116.2	151.6	35.3	95.4
조정영업이익증가율 (%)	133.0	247.0	48.0	114.0
EPS증가율 (%)	60.9	168.1	78.3	95.5
매출채권 회전율 (회)	6.8	8.7	8.8	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 (%)	3.3	7.0	10.3	17.4
ROE (%)	4.5	10.7	16.3	25.6
ROIC (%)	12.0	29.9	46.0	103.1
부채비율 (%)	39.6	61.8	53.1	42.9
유동비율 (%)	358.7	412.2	493.0	648.2
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-51.1	-60.5	-71.2
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	10.7	9.7	20.7

투자 의견(상향)	매수
목표주가(유지)	62,000원
현재주가(24/11/22)	49,750원
상승여력	24.6%

영업이익(24F, 십억원)	199
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	223
EPS 성장률(24F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.4
P/E(24F, x)	20.6
MKT P/E(24F, x)	10.2
KOSPI	2,501.24
시가총액(십억원)	4,276
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	26.3
베타(12M) 일간수익률	0.92
52주 최저가(원)	46,850
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.9	-24.3	-5.6
상대주가	-11.5	-17.5	-5.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

251270 · 게임

넷마블

앱 수수료 인하 시 최대 수혜주

앱 수수료 인하 트렌드 확대 가능성

EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 애플은 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발사들이 원하는 대체 결제 시스템 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다.

미국에서도 반독점법 위반 소송이 잇따르는 상황에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 수취하는 정책은 현실성이 낮다. 나머지 글로벌 지역도 인하가 시작될 것이라는 판단이다. 1) DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 수수료 인하가 현실화될 경우 경쟁사인 구글도 인하 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다.

앱 수수료 인하 민감도 가장 높은 기업

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율이 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 올해 예상되는 지급수수료 7천 억원은 4천억원 수준까지 감소했을 것이다. 영업이익 증가액을 시총으로 나누어 추정한 이익민감도는 7% 수준으로 업종 내 압도적인 1위에 해당한다.

투자 의견 '매수'로 상향, 목표주가 62,000원 유지

25F 실적 전망 및 타겟 멀티플(EV/EBITDA 23배) 미변동으로 목표주가는 유지하나 최근 주가 하락에 따른 상승 여력 증대로 투자 의견을 'Trading Buy'에서 '매수'로 상향한다. 글로벌에서의 앱 수수료 인하 시나리오가 현실화될 경우 게임사 중 가장 강력한 모멘텀이 발생할 수 있는 기업이다.

24년 나홀름 흥행으로 인해 25년에도 탑라인 성장을 기대하기 어려운 부분은 아쉬우나 비용 구조 개선에 따른 이익 상승 모멘텀을 기대해볼 수 있다. 모바일 수수료가 17%까지 감소할 경우 25년 영업이익은 4천억원대까지 상승이 가능하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	2,673	2,502	2,605	2,521	2,583
영업이익 (십억원)	-109	-68	199	119	154
영업이익률 (%)	-4.1	-2.7	7.6	4.7	6.0
순이익 (십억원)	-819	-256	207	111	140
EPS (원)	-9,531	-2,975	2,409	1,294	1,627
ROE (%)	-14.6	-4.9	4.1	2.1	2.6
P/E (배)	-	-	20.6	38.5	30.6
P/B (배)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

표 28. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

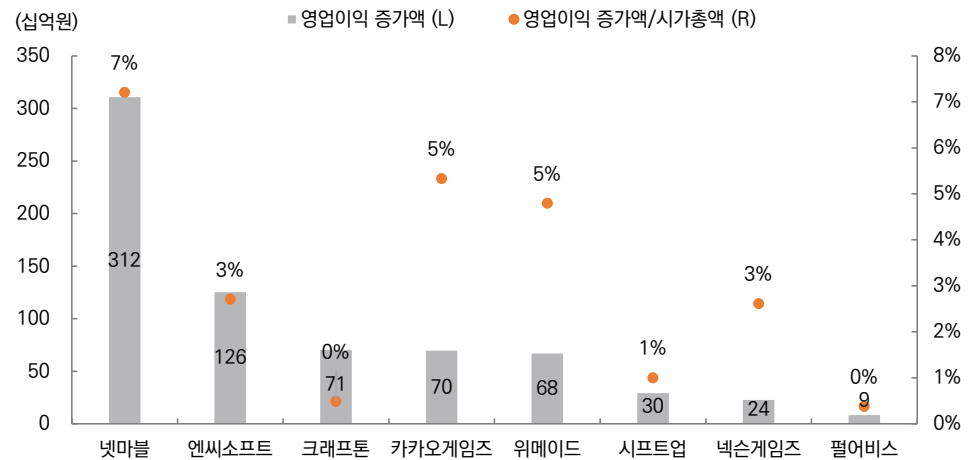
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 61. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 29. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

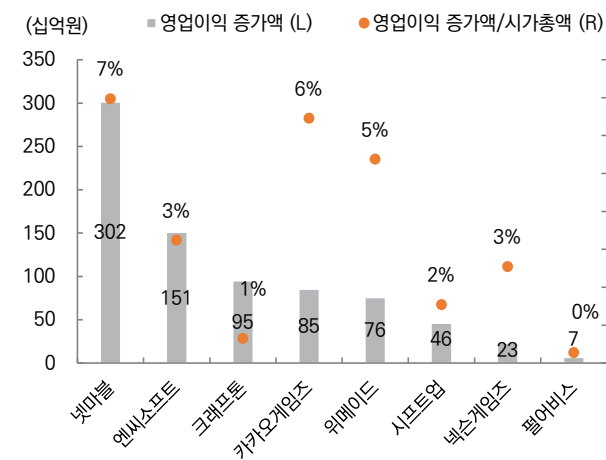
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

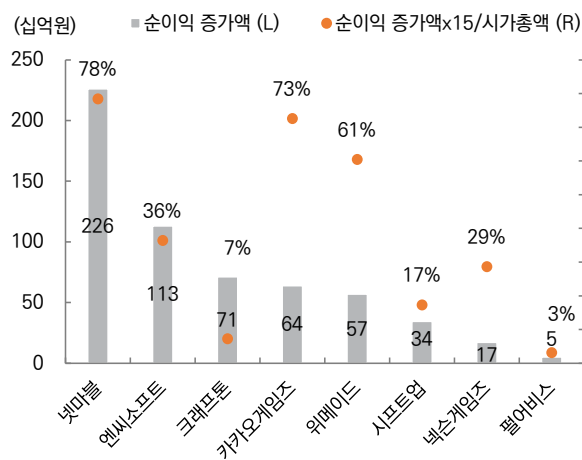
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 62. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 63. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 30. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

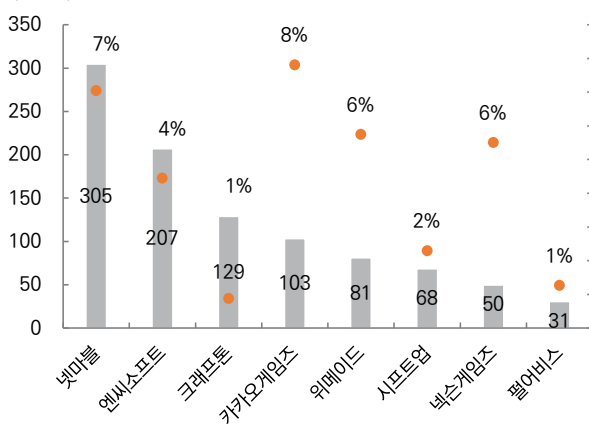
주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 64. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

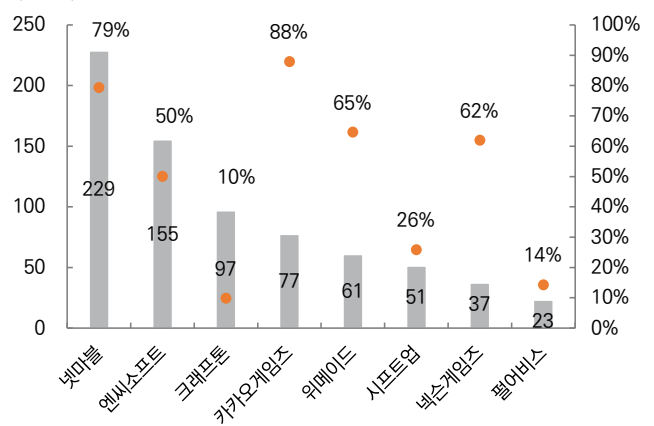
그림 65. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도

(십억원) ■ 영업이익 증가액 (L) ● 영업이익 증가액/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

(십억원) ■ 순이익 증가액 (L) ● 순이익 증가액x15/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 31. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	603	603	631	666	585	782	647	591	2,673	2,502	2,605	2,521
(% YoY)	-4.6%	-8.7%	-9.2%	-3.1%	-2.9%	29.6%	2.7%	-11.3%	6.6%	-6.4%	4.1%	-3.2%
제2의나라	30	24	19	20	18	14	10	9	200	93	51	34
마블 콘테스트 오브 챔피언스	54	72	63	80	47	70	52	56	289	269	225	219
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	42	36	32	40	41	31	26	25	180	150	123	93
리니지2 레볼루션	30	18	19	20	18	16	14	12	114	87	59	41
세븐나이츠키우기	0	0	32	53	29	22	12	7	0	0	70	16
쿠키잼	18	24	19	20	18	17	14	13	80	81	61	49
나 혼자만 레벨업	-	-	-	-	-	156	84	45	-	-	286	124
레이븐2	-	-	-	-	-	31	39	25	-	-	95	65
아스달연대기	-	-	-	-	-	39	19	13	-	-	71	33
캐시프렌지(Cash Frenzy)	54	54	50	47	53	47	45	46	220	206	191	180
잭팟월드(Jackpot World)	60	60	57	60	59	55	52	51	214	237	216	213
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	54	48	50	53	53	47	45	45	208	206	190	171
기타	259	265	290	273	252	236	236	244	1,168	1,088	968	1,283
EBITDA	20	11	25	62	43	151	103	55	123	117	352	267
마진율	3.3%	1.8%	3.9%	9.2%	7.3%	19.3%	15.9%	9.4%	4.6%	4.7%	13.5%	10.6%
영업비용	631	641	652	647	582	671	582	572	2,782	2,571	2,407	2,402
지급수수료	247	240	239	254	227	263	225	210	1,056	980	926	898
인건비	188	193	181	183	180	183	179	179	779	745	721	726
마케팅비	100	113	146	128	102	144	105	110	524	487	460	490
기타	96	94	87	83	73	82	73	73	418	460	301	288
영업이익	-28	-37	-22	19	4	111	66	18	-109	-68	199	119
(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-3.1%	적전	적지	흑전	-40.1%
영업이익률	-4.7%	-6.2%	-3.5%	2.8%	0.6%	14.2%	10.1%	3.1%	-4.1%	-2.7%	7.6%	4.7%
지배주주순이익	-38	-27	-19	-172	0	170	22	16	-819	-256	207	111
순이익률	-6.3%	-4.5%	-3.0%	-25.8%	-0.1%	21.7%	3.5%	2.6%	-30.6%	-10.2%	7.9%	4.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 32. 연간 실적 추정

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	2,605	2,521	2,605	2,521	0%	0%	2,689	2,775	-3%	-9%	기존 동일
영업이익	199	119	199	119	0%	0%	223	224	-11%	-47%	
지배주주순이익	207	111	207	111	0%	0%	216	184	-4%	-40%	
EBITDA	352	267	352	267	0%	0%	-	-	-	-	
영업이익률	7.6%	4.7%	7.6%	4.7%	-	-	8.3%	8.1%	-	-	
순이익률	7.9%	4.4%	7.9%	4.4%	-	-	8.0%	6.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 33. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,502	2,605	2,521	2,583
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,502	2,605	2,521	2,583
판매비와관리비	2,571	2,407	2,402	2,429
조정영업이익	-68	199	119	154
영업이익	-68	199	119	154
비영업손익	-91	80	23	27
금융손익	-130	-112	-104	-100
관계기업등 투자손익	113	179	114	114
세전계속사업손익	-159	279	142	181
계속사업법인세비용	145	92	35	45
계속사업이익	-304	187	106	136
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-304	187	106	136
지배주주	-256	207	111	140
비지배주주	-48	-20	-5	-4
총포괄이익	-590	187	106	136
지배주주	-542	172	98	125
비지배주주	-48	15	9	11
EBITDA	117	352	267	301
FCF	-134	287	208	232
EBITDA 마진율 (%)	4.7	13.5	10.6	11.7
영업이익률 (%)	-2.7	7.6	4.7	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-10.2	7.9	4.4	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	906	999	1,177	1,339
현금 및 현금성자산	430	547	721	878
매출채권 및 기타채권	269	242	243	246
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	204	207	210	212
비유동자산	7,010	6,978	6,915	6,897
관계기업투자등	2,386	2,417	2,441	2,501
유형자산	344	400	450	505
무형자산	3,229	3,202	3,065	2,932
자산총계	7,916	7,978	8,092	8,235
유동부채	1,906	991	996	1,002
매입채무 및 기타채무	118	119	120	121
단기금융부채	1,456	551	551	552
기타유동부채	332	321	325	329
비유동부채	931	1,720	1,723	1,726
장기금융부채	646	1,432	1,432	1,432
기타비유동부채	285	288	291	294
부채총계	2,837	2,712	2,719	2,727
지배주주지분	4,979	5,187	5,298	5,438
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,900	3,900	3,900	3,900
이익잉여금	1,128	1,336	1,447	1,587
비지배주주지분	100	79	74	70
자본총계	5,079	5,266	5,372	5,508

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-98	343	258	287
당기순이익	-304	187	106	136
비현금수익비용가감	440	344	274	280
유형자산감가상각비	57	0	0	0
무형자산상각비	129	153	148	148
기타	254	191	126	132
영업활동으로인한자산및부채의변동	-121	3	4	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-80	33	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	0	0	0
법인세납부	-4	-92	-35	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	525	-169	-61	-71
유형자산처분(취득)	-36	-56	-50	-55
무형자산감소(증가)	13	-127	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	26	14	-1	-1
기타투자활동	522	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-540	-119	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-475	-119	1	1
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-66	0	0	0
현금의 증가	-73	116	174	157
기초현금	503	430	547	721
기말현금	430	547	721	878

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

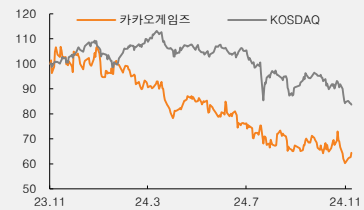
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	20.6	38.5	30.6
P/CF (x)	36.6	8.0	11.2	10.3
P/B (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	57.3	16.3	20.8	17.9
EPS (원)	-2,975	2,409	1,294	1,627
CFPS (원)	1,587	6,182	4,429	4,834
BPS (원)	62,650	65,059	66,353	67,979
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 (%)	-6.4	4.1	-3.2	2.4
EBITDA증가율 (%)	-5.5	201.0	-24.2	13.0
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	-40.1	29.1
EPS증가율 (%)	적지	흑전	-46.3	25.8
매출채권 회전율 (회)	11.3	10.9	11.3	11.5
재고자산 회전율 (회)	900.4	952.6	912.6	925.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-3.6	2.4	1.3	1.7
ROE (%)	-4.9	4.1	2.1	2.6
ROIC (%)	-3.5	3.7	2.5	3.3
부채비율 (%)	55.9	51.5	50.6	49.5
유동비율 (%)	47.5	100.8	118.1	133.7
순차입금/자기자본 (%)	31.6	26.0	22.2	18.8
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.5	1.6	1.0	1.2

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	22,000원
현재주가(24/11/22)	16,450원
상승여력	33.7%

영업이익(24F,십억원)	11
Consensus 영업이익(24F,십억원)	17
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.4
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSDAQ	677.01
시가총액(십억원)	1,360
발행주식수(백만주)	83
유동주식비율(%)	45.3
외국인 보유비중(%)	11.7
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	15,390
52주 최고가(원)	27,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-2.1	-23.8	-39.6
상대주가	6.8	-4.9	-27.4



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

293490 · 게임

카카오게임즈

앱 수수료 인하 모멘텀 기대

앱 수수료 인하 트렌드 확대 가능성

EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 애플은 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발사들이 원하는 대체 결제 시스템 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다.

미국에서도 반독점법 위반 소송이 잇따르는 상황에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 수취하는 정책은 현실성이 낮다. 나머지 글로벌 지역도 인하가 시작될 것이라는 판단이다. 1) DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 수수료 인하가 현실화될 경우 경쟁사인 구글도 인하 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다.

앱 수수료 인하 수혜 기대

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율이 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 72%에 달하는 카카오게임즈도 드라마틱한 수익성 개선이 기대된다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 동사의 24년 지급수수료는 3,500억원에서 2,800억원 수준까지 감소했을 것이다. 25년 예상 실적을 기준으로 17% 수수료율을 가정한다면 850억원 수준의 이익 개선 효과가 있을 것으로 추정된다.

투자의견 '매수', 목표주가 22,000원 유지

25F 실적 전망 및 목표주가를 유지한다. 올해는 흥행 신작 부재에 따른 실적 악화로 부진한 주가 흐름을 보였으나 25년은 모멘텀이 다시 발생할 것으로 기대한다. 상반기에는 발할라 서바이벌과 프로젝트C, 하반기에는 프로젝트Q와 크로노오디세이가 출시된다. 기대작 아키에이지 크로니클은 8월 게임스컴에 출품될 예정이다.

플랫폼 수수료 인하 시나리오가 현실화될 경우 강력한 수익성 개선이 뒤따를 전망이다. 모바일 비중과 직접 퍼블리싱 비중이 높은 동사의 경우 앱 수수료가 17%로 인하되는 경우 9% 수준의 영업이익률을 개선 효과가 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,148	1,025	750	905	1,111
영업이익 (십억원)	176	75	11	81	217
영업이익률 (%)	15.3	7.3	1.5	9.0	19.5
순이익 (십억원)	-234	-229	-13	88	186
EPS (원)	-2,929	-2,774	-159	1,064	2,246
ROE (%)	-12.4	-14.9	-0.9	6.2	11.9
P/E (배)	-	-	-	15.5	7.3
P/B (배)	2.1	1.5	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

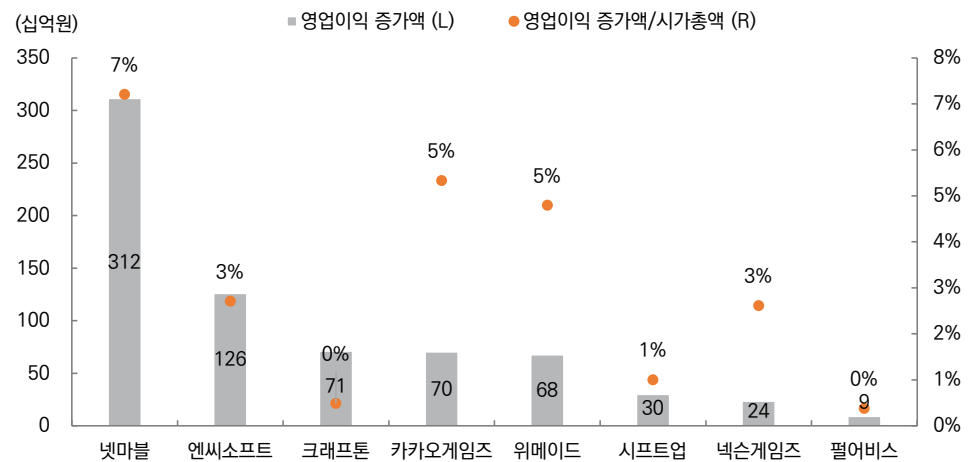
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 66. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 35. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

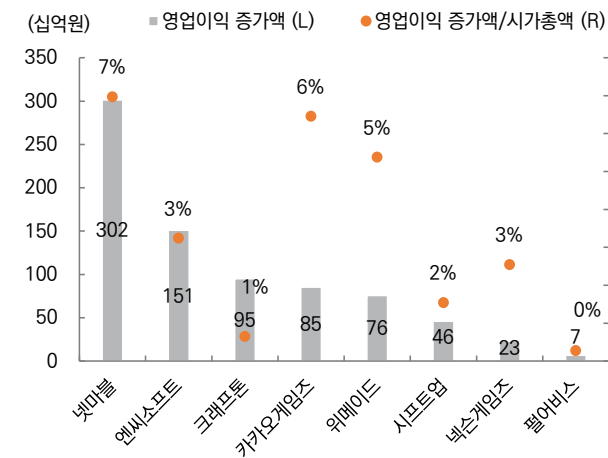
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

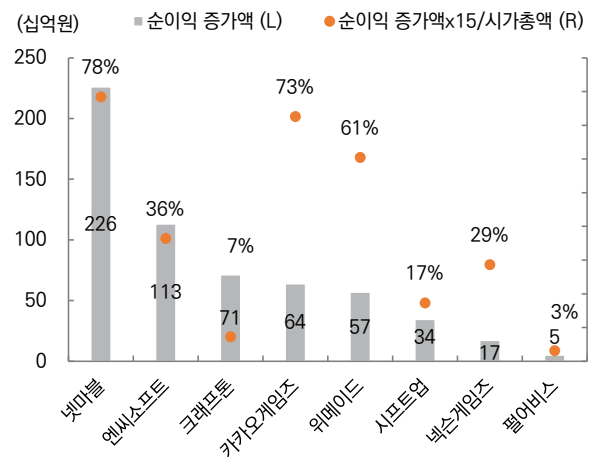
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 67. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 68. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 36. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

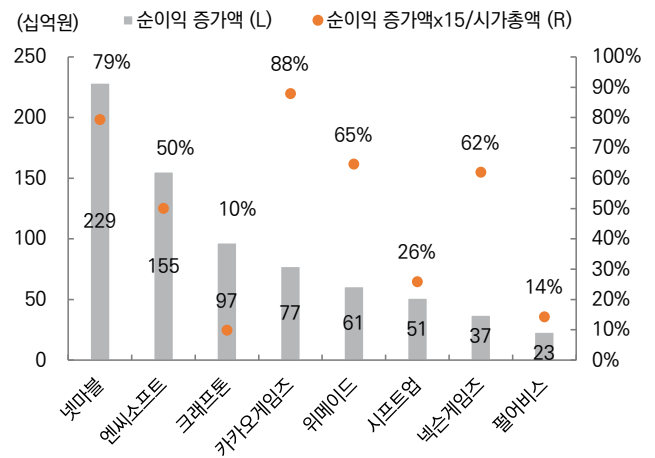
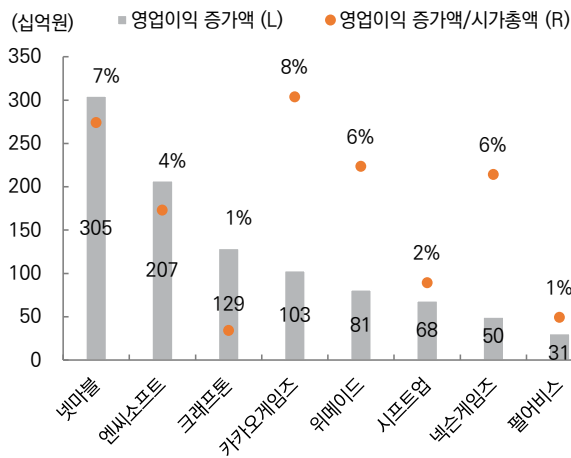
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 69. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 70. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 37. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	205	220	226	202	200	185	194	171	1,148	854	750	905
(% YoY)	-22.9%	-35.0%	-26.3%	-14.3%	-2.5%	-16.2%	-14.3%	-15.2%	13.4%	-25.6%	-12.2%	20.7%
모바일	154	172	184	157	161	135	127	119	739	666	542	656
PC	14	12	12	13	16	16	34	22	54	51	88	138
기타	37	37	31	32	23	34	29	30	355	137	117	111
영업비용	195	197	198	185	191	187	188	173	972	775	739	825
인건비	42	45	43	45	46	44	45	46	199	175	182	191
지급수수료	89	88	100	88	99	90	89	76	379	365	354	422
마케팅비	19	19	12	8	9	10	15	13	71	58	47	64
기타	45	45	43	44	36	43	39	38	322	177	155	148
영업이익	11	23	29	17	9	-2	6	-2	176	79	11	81
(% YoY)	-74.6%	-71.5%	-34.4%	88.6%	-12.7%	적전	-80.1%	적전	57.1%	-54.9%	-86.3%	641.9%
영업이익률	5.2%	10.5%	12.7%	8.4%	4.7%	-1.2%	2.9%	-1.1%	15.3%	9.3%	1.4%	8.9%
지배주주순이익	2	3	3	-237	1	-9	-4	-1	-234	-229	-13	88
순이익률	1.1%	1.5%	1.3%	-117.5%	0.5%	-5.1%	-2.1%	-0.3%	-20.4%	-26.8%	-1.7%	9.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 연간 실적 추정

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	750	905	750	905	0%	0%	792	896	-5%	1%	기존 동일
영업이익	11	81	11	81	0%	0%	17	84	-35%	-4%	
지배주주순이익	-13	88	-13	88	-	0%	-17	56	-	58%	
매출액	750	905	750	905	0%	0%	792	896	-5%	1%	
영업이익	11	81	11	81	0%	0%	17	84	-35%	-4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

카카오게임즈 (293490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,025	750	905	1,111
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,025	750	905	1,111
판매비와관리비	951	739	825	894
조정영업이익	75	11	81	217
영업이익	75	11	81	217
비영업손익	-440	-30	4	5
금융손익	-14	-15	-13	-8
관계기업등 투자손익	-21	-53	662	12
세전계속사업손익	-365	-19	85	222
계속사업법인세비용	-43	16	17	44
계속사업이익	-322	-35	68	178
중단사업이익	0	15	12	0
당기순이익	-322	-19	81	178
지배주주	-229	-13	88	186
비지배주주	-94	-6	-7	-8
총포괄이익	-344	-19	81	178
지배주주	-249	-14	58	128
비지배주주	-95	-5	22	49
EBITDA	171	73	133	267
FCF	97	129	135	224
EBITDA 마진율 (%)	16.7	9.7	14.7	24.0
영업이익률 (%)	7.3	1.5	9.0	19.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	-22.3	-1.7	9.7	16.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,021	809	934	1,138
현금 및 현금성자산	654	512	632	830
매출채권 및 기타채권	101	65	68	72
재고자산	80	23	24	24
기타유동자산	186	209	210	212
비유동자산	2,450	2,534	2,501	2,486
관계기업투자등	203	223	228	232
유형자산	116	92	89	90
무형자산	1,639	1,560	1,525	1,504
자산총계	3,471	3,343	3,435	3,625
유동부채	710	1,129	1,135	1,140
매입채무 및 기타채무	74	90	92	94
단기금융부채	506	906	907	907
기타유동부채	130	133	136	139
비유동부채	1,135	607	614	620
장기금융부채	807	304	304	304
기타비유동부채	328	303	310	316
부채총계	1,845	1,737	1,748	1,760
지배주주지분	1,399	1,385	1,473	1,659
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	1,099	1,099	1,099	1,099
이익잉여금	277	264	352	538
비지배주주지분	227	221	214	205
자본총계	1,626	1,606	1,687	1,864

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	125	129	140	234
당기순이익	-322	-19	81	178
비현금수익비용가감	551	85	86	102
유형자산감가상각비	35	10	8	9
무형자산상각비	61	52	45	41
기타	455	23	33	52
영업활동으로인한자산및부채의변동	5	87	7	6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-42	30	-1	-1
재고자산 감소(증가)	41	57	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	5	0	0
법인세납부	-55	-9	-20	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-54	88	-17	-32
유형자산처분(취득)	-27	13	-5	-10
무형자산감소(증가)	-8	27	-10	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	42	48	-2	-2
기타투자활동	-61	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-44	-103	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	18	-103	1	1
자본의 증가(감소)	-34	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-28	0	0	0
현금의 증가	27	-141	119	198
기초현금	627	654	512	632
기말현금	654	512	632	830

자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

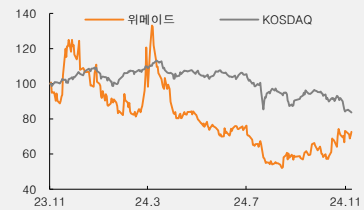
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	15.5	7.3
P/CF (x)	9.3	20.6	8.2	4.9
P/B (x)	1.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	16.9	28.7	14.8	6.6
EPS (원)	-2,774	-159	1,064	2,246
CFPS (원)	2,767	799	2,014	3,384
BPS (원)	17,565	17,375	18,438	20,684
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 (%)	-10.7	-26.8	20.7	22.8
EBITDA증가율 (%)	-36.6	-57.1	82.5	100.3
조정영업이익증가율 (%)	-57.6	-85.4	641.9	169.6
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	111.2
매출채권 회전율 (회)	13.0	10.6	16.0	19.3
재고자산 회전율 (회)	10.1	14.5	38.4	46.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-8.8	-0.6	2.4	5.0
ROE (%)	-14.9	-0.9	6.2	11.9
ROIC (%)	3.1	1.3	4.0	10.5
부채비율 (%)	113.5	108.1	103.6	94.4
유동비율 (%)	143.7	71.7	82.3	99.8
순차입금/자기자본 (%)	32.0	32.2	23.5	10.6
조정영업이익/금융비용 (x)	1.9	0.3	2.2	5.9

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 53,000원
현재주가(24/11/22)	41,550원
상승여력	27.6%

영업이익(24F,십억원)	-40
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-40
EPS 성장률(24F,%)	적지
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.4
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	10.2
KOSDAQ	677.01
시가총액(십억원)	1,411
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	59.7
외국인 보유비중(%)	6.9
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	29,800
52주 최고가(원)	76,100

(%)	1M	6M	12M
절대주가	27.1	-4.6	-19.5
상대주가	38.6	19.2	-3.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

112040 · 게임

위메이드

앱 수수료 인하로 가속화될 수익성 개선

앱 수수료 인하 트렌드 확대 가능성

EU는 연내 애플에 DMA(디지털시장법) 위반에 따른 과징금을 부과할 가능성이 높다. 애플은 지난 6월 현 앱스토어 정책이 DMA 위반이라는 잠정 결론을 통보받은 바 있다. 이에 따라 애플은 유럽에서 앱 개발사들이 원하는 대체 결제 시스템을 도입을 허용하고 결제 수수료 역시 기존 30%에서 17%까지 낮추기로 결정했다.

미국에서도 반독점법 위반 소송이 잇따르는 상황에서 유럽 지역만 17%의 수수료를 수취하는 정책은 현실성이 낮다. 나머지 글로벌 지역도 인하가 시작될 것이라는 판단이다. 1) DMA 과징금 부여, 2) 애플의 글로벌 지역 수수료 인하가 현실화될 경우 경쟁사인 구글도 인하 정책을 그대로 따라갈 수밖에 없다.

앱 수수료 인하 수혜 기대

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율이 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 79%에 달하는 위메이드도 드라마틱한 수익성 개선이 기대된다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 동사의 24년 지급수수료는 680억원 절감되었을 것이다. 25년 예상 실적을 기준으로 17% 수수료율을 가정한다면 760억원 수준의 이익 개선 효과가 있을 것으로 추정된다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 6% 상향

나이트크로우와 미르4 글로벌의 매출액 하향세 완화 트렌드를 반영한 25F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 50,000원에서 53,000원(25F P/E 22배 유지)으로 상향한다. 레전드 오브 이미르(1Q25), 미르M 중국(1H25) 출시를 앞두고 있어 1분기까지 신작 기대감이 지속 발생할 전망이다.

플랫폼 수수료 인하 시나리오가 현실화될 경우 강력한 수익성 개선이 뒤따를 전망이다. 모바일 비중과 직접 퍼블리싱 비중이 높은 동사의 경우 앱 수수료가 17%로 인하되는 경우 10% 수준의 영업이익률 개선 효과가 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	463	605	663	749	922
영업이익 (십억원)	-85	-110	-40	102	197
영업이익률 (%)	-18.4	-18.2	-6.0	13.6	21.4
순이익 (십억원)	-185	-200	-28	82	158
EPS (원)	-5,510	-5,931	-836	2,412	4,665
ROE (%)	-37.1	-63.9	-12.1	31.3	41.5
P/E (배)	-	-	-	17.2	8.9
P/B (배)	2.7	7.8	6.0	4.5	3.0
배당수익률 (%)	2.4	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,605	1,600	2,789	750	662	215	261	322
모바일	2,397	969	1,742	542	520	157	124	70
비중	92%	61%	62%	72%	79%	73%	47%	22%
모바일 지급수수료(30%)	719	291	164	162	156	0	0	21
모바일 지급수수료(17%)	407	165	93	92	88	-30	-24	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	8%	1%	45%	1%	-6%	68%	16%	-8%
신규 영업이익	510	145	1,330	81	27	176	65	-16
신규 OPM	20%	9%	48%	11%	4%	72%	23%	-5%
영업이익 증가액	312	126	71	70	68	30	24	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	5%	1%	3%	0%
순이익 증가액	234	94	53	53	51	22	18	7
순이익 증가액x15	3,506	1,417	799	792	760	335	264	102
순이익 증가액x15/시가총액	81%	30%	5%	60%	54%	11%	29%	4%

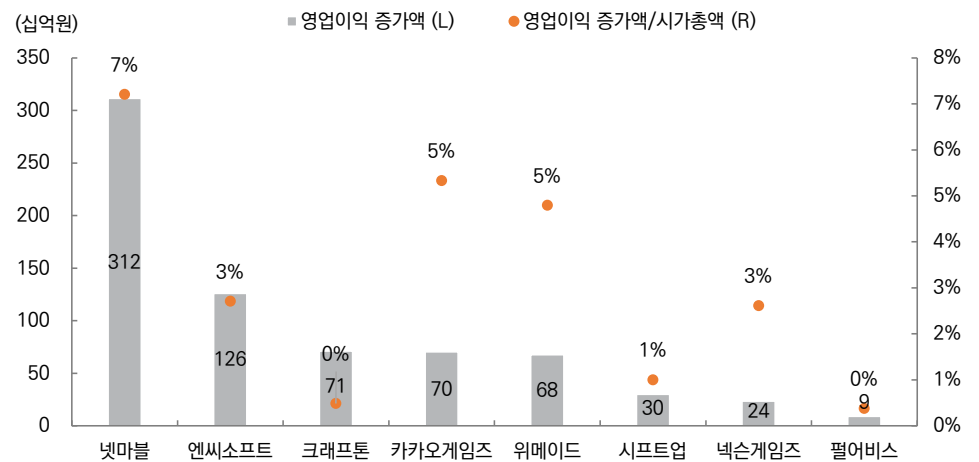
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 71. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 41. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	플레이비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
모바일	2,319	1,161	1,893	656	583	242	121	52
비중	92%	65%	60%	72%	79%	66%	45%	8%
모바일 지급수수료(30%)	696	348	219	197	175	0	0	16
모바일 지급수수료(17%)	394	197	124	112	99	-46	-23	9
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	420	415	1,458	166	172	334	85	164
신규 OPM	17%	23%	46%	18%	23%	81%	29%	26%
영업이익 증가액	302	151	95	85	76	46	23	7
OPM 상승폭	12%	8%	3%	9%	10%	2%	6%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	6%	5%	2%	3%	0%
순이익 증가액	226	113	71	64	57	34	17	5
순이익 증가액x15	3,392	1,698	1,069	960	853	517	258	77
순이익 증가액x15/시가총액	78%	36%	7%	73%	61%	17%	29%	3%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

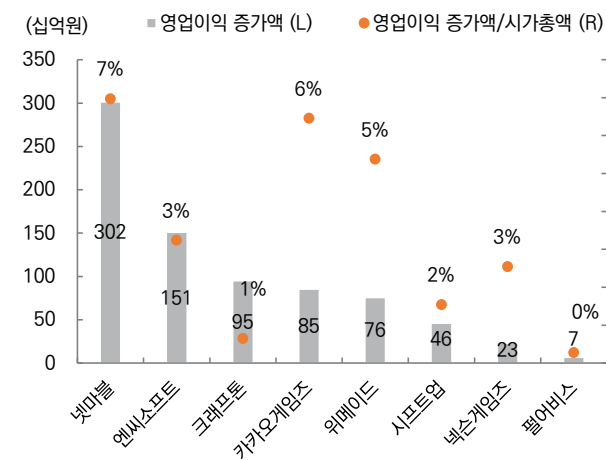
주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

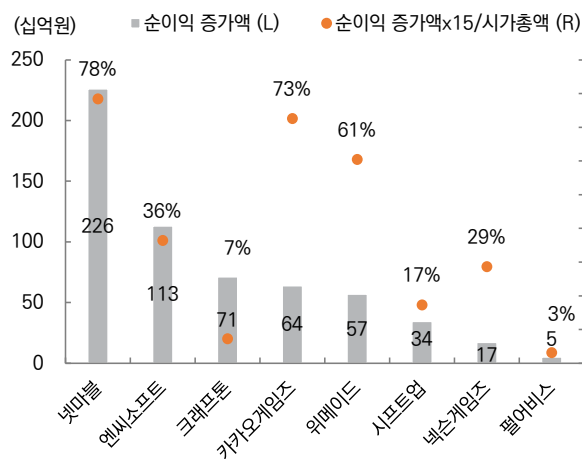
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 73. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 42. 전체 플랫폼 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,521	1,797	3,155	905	741	365	268	630
게임 매출	2,345	1,593	3,121	794	624	360	261	627
비중	93%	89%	99%	88%	84%	99%	98%	99%
플랫폼 지급수수료(30%)	703	478	446	238	187	0	0	137
플랫폼 지급수수료(17%)	399	271	317	135	106	-68	-50	107
기존 영업이익	119	264	1,363	81	97	289	62	157
기존 OPM	5%	15%	43%	9%	13%	79%	23%	25%
신규 영업이익	424	471	1,492	184	178	357	111	188
신규 OPM	17%	26%	47%	20%	24%	82%	35%	30%
영업이익 증가액	305	207	129	103	81	68	50	31
OPM 상승폭	12%	12%	4%	11%	11%	3%	12%	5%
영업이익 증가액/시가총액	7%	4%	1%	8%	6%	2%	6%	1%
순이익 증가액	229	155	97	77	61	51	37	23
순이익 증가액x15	3,429	2,330	1,451	1,161	912	769	559	346
순이익 증가액x15/시가총액	79%	50%	10%	88%	65%	26%	62%	14%

주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

주2: 순수 개발사 시프트업과 넥슨게임즈의 '모바일 지급수수료(17%)'행은 지급수수료율이 17%라면 늘어났을 공헌이익에 대한 부분을 표시.

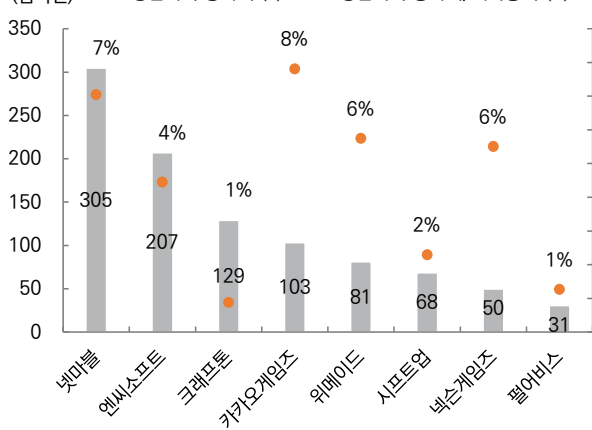
주3: 시프트업과 넥슨게임즈의 OPM 상승폭이 타 게임사 대비 상대적으로 낮은 이유는 순매출 인식을 증대에 따른 매출 증가 영향이 존재.

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 74. 전체 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

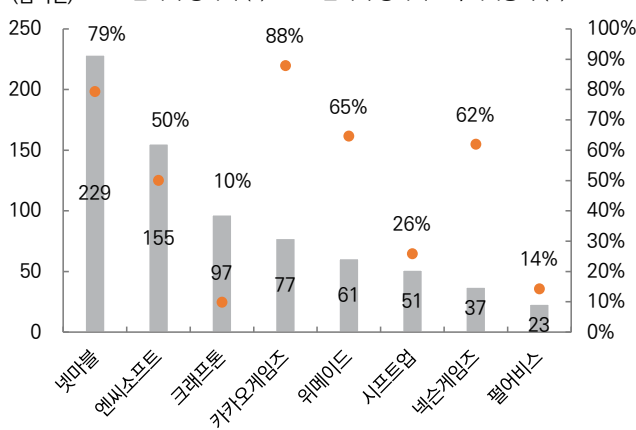
그림 75. 전체 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도

(십억원) ■ 영업이익 증가액 (L) ● 영업이익 증가액/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

(십억원) ■ 순이익 증가액 (L) ● 순이익 증가액x15/시가총액 (R)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 43. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	94	159	236	117	161	171	214	116	463	605	663	749
(% YoY)	-28.3%	46.2%	117.5%	1.1%	71.8%	7.6%	-9.0%	-0.2%	38.4%	30.6%	9.6%	13.0%
게임	84	150	133	112	152	166	128	112	382	480	559	632
라이선스	6	6	99	-1	1	2	84	1	67	111	87	104
블록체인	2	1	1	4	7	2	1	1	7	9	11	6
기타	1	1	1	1	2	2	2	2	7	5	7	7
영업비용	141	200	190	185	199	196	163	146	550	716	703	647
인건비	55	63	65	59	63	60	59	48	205	242	229	227
지급수수료	48	85	87	88	96	97	72	66	184	307	330	270
마케팅비	12	21	15	25	15	15	13	14	78	73	56	72
D&A	7	16	5	-5	5	5	5	5	19	23	20	21
세금과 공과	2	1	1	2	4	3	2	2	5	7	12	10
기타	16	15	17	16	17	17	12	11	58	64	56	47
영업이익	-47	-40	45	-69	-38	-24	52	-30	-86	-110	-40	102
(% YoY)	적전	적지	흑전	적지	적지	적지	14.1%	적지	적전	적지	적지	흑전
영업이익률	-49.8%	-25.3%	19.3%	-59.0%	-23.3%	-14.1%	24.2%	-25.6%	-18.6%	-18.2%	-6.0%	13.7%
지배주주순이익	-30	-29	42	-183	-56	4	42	-19	-185	-200	-28	82
순이익률	-32.4%	-18.3%	17.6%	-156.6%	-34.6%	2.4%	19.6%	-16.1%	-40.0%	-33.1%	-4.3%	10.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	662	741	663	749	0%	1%	685	765	-3%	-2%	미르4, 나이트크로우 매출 하향세 완화 반영
영업이익	-41	97	-40	102	-	6%	-40	92	-	11%	
지배주주순이익	-29	77	-28	82	-	6%	-41	71	-	15%	
영업이익률	-6.1%	13.0%	-6.0%	13.7%	-	-	-5.8%	12.1%	-	-	
순이익률	-4.4%	10.4%	-4.3%	10.9%	-	-	-6.0%	9.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	82	
Target P/E (배)	22	넥슨 2H22~1H23 P/E 평균 외자 판호 획득 통한 중국으로의 재진출 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,801	
주식 수 (천주)	33,948	
목표주가 (원)	53,000	
현재주가 (원)	41,550	
상승여력	27.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 46. 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)	14,777	14.6	13.7	5.4	4.8	2.3	1.9	8.9	8.2	43.3	42.5
시프트업	2,882	22.3	14.2	13.5	9.0	9.4	4.6	18.9	12.0	67.0	71.6
넷마블	4,276	18.0	20.2	1.6	1.5	0.8	0.8	12.8	13.2	8.0	7.6
엔씨소프트	4,753	47.5	20.6	3.0	2.6	1.4	1.3	34.9	11.3	0.0	11.8
넥슨게임즈	902	16.9	13.7	3.2	2.9	2.7	2.3	9.1	7.4	23.7	27.5
위메이드	1,411	-	17.7	2.1	1.8	6.6	5.0	-	13.6	-5.8	12.1
펄어비스	2,554	178.3	19.3	7.6	4.2	3.4	2.9	630.1	13.4	-6.3	23.6
카카오게임즈	1,360	-	23.5	1.6	1.5	1.0	0.9	16.6	10.6	2.0	8.8
NHN	573	-	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	3.1	2.1	3.9	4.7
네오위즈	436	11.5	12.5	1.1	1.1	0.8	0.8	3.7	4.0	10.1	9.3
컴투스	574	26.8	14.5	0.8	0.7	0.5	0.5	22.2	10.6	1.0	5.2
더블유게임즈	1,051	6.0	6.1	1.6	1.5	1.0	0.9	2.9	2.9	39.4	38.9
웹젠	523	8.0	6.5	2.4	2.0	0.8	0.7	4.0	3.1	25.1	28.1
조이시티	98	15.4	10.0	0.7	0.6	0.9	0.8	11.3	9.2	7.6	8.3
Electronic Arts (US)	61,395	21.4	19.5	5.7	5.4	5.8	5.3	15.4	15.3	31.7	30.3
Take Two Interactive	46,411	74.4	23.4	5.9	4.0	5.8	5.2	47.7	18.1	11.4	20.9
Nintendo (JP)	96,246	30.1	24.1	7.9	5.8	3.5	3.3	21.9	17.3	27.2	26.1
Nexon	16,785	14.8	14.5	3.9	3.7	1.8	1.6	-	-	31.5	32.0
Bandai Namco	18,820	18.7	18.6	1.8	1.8	2.7	2.5	9.2	9.4	13.3	13.0
Konami	19,112	26.7	24.2	5.2	4.8	4.1	3.7	16.4	15.3	25.3	26.0
Cyber Agent	4,635	21.6	19.7	0.6	0.6	2.9	2.6	8.7	8.6	5.5	5.5
Square Enix	6,704	22.9	22.3	2.3	2.2	2.1	2.0	9.5	9.2	13.6	13.6
Tencent (CH)	669,801	16.2	14.7	5.2	4.8	3.6	3.1	-	-	32.0	33.3
NetEase	79,358	13.1	11.9	3.9	3.6	2.9	2.5	9.2	8.7	27.8	28.4
Kingsoft	7,629	26.7	21.2	3.8	3.3	1.5	1.4	-	-	32.8	31.3
Youzu Interactive	1,651	38.8	29.1	5.8	4.1	1.8	1.7	-	-	-1.9	1.7
Ubisoft (FR)	2,433	-	12.2	0.9	0.8	0.9	0.9	3.9	3.2	-1.1	11.7

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	605	663	749	922
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	605	663	749	922
판매비와관리비	716	703	647	725
조정영업이익	-110	-40	102	197
영업이익	-110	-40	102	197
비영업손익	-50	18	0	1
금융손익	-2	-5	-5	-2
관계기업등 투자손익	19	23	5	2
세전계속사업손익	-160	-22	102	198
계속사업법인세비용	47	22	20	40
계속사업이익	-207	-44	82	158
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-207	-44	82	158
지배주주	-200	-28	82	158
비지배주주	-6	-16	0	0
총포괄이익	-174	-44	82	158
지배주주	-167	-43	79	152
비지배주주	-7	-2	3	6
EBITDA	-89	-19	122	217
FCF	-17	-73	111	185
EBITDA 마진율 (%)	-14.7	-2.9	16.3	23.5
영업이익률 (%)	-18.2	-6.0	13.6	21.4
영업주주귀속 순이익률 (%)	-33.1	-4.2	10.9	17.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	422	310	415	594
현금 및 현금성자산	315	196	298	472
매출채권 및 기타채권	59	64	67	71
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	48	50	50	51
비유동자산	996	1,032	1,033	1,038
관계기업투자등	90	103	106	109
유형자산	79	75	74	74
무형자산	170	174	172	172
자산총계	1,418	1,342	1,449	1,633
유동부채	889	952	976	1,002
매입채무 및 기타채무	98	89	91	94
단기금융부채	145	245	248	252
기타유동부채	646	618	637	656
비유동부채	127	34	34	34
장기금융부채	120	26	26	26
기타비유동부채	7	8	8	8
부채총계	1,017	985	1,010	1,036
지배주주지분	249	220	302	461
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	172	172	172	172
이익잉여금	15	-13	69	227
비지배주주지분	152	136	136	136
자본총계	401	356	438	597

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	-10	-66	120	196
당기순이익	-207	-44	82	158
비현금수익비용가감	185	48	46	61
유형자산감가상각비	11	11	10	10
무형자산상각비	10	10	10	10
기타	164	27	26	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	53	-43	18	18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	52	-2	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-42	-22	-20	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	85	-31	-19	-23
유형자산처분(취득)	-7	-7	-9	-11
무형자산감소(증가)	23	-14	-8	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	45	-10	-2	-2
기타투자활동	24	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-28	5	4	4
장단기금융부채의 증가(감소)	43	5	4	4
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	-25	0	0	0
기타재무활동	-52	0	0	0
현금의 증가	47	-118	102	174
기초현금	268	315	196	298
기말현금	315	196	298	472

예상 주당가치 및 valuation (요약)

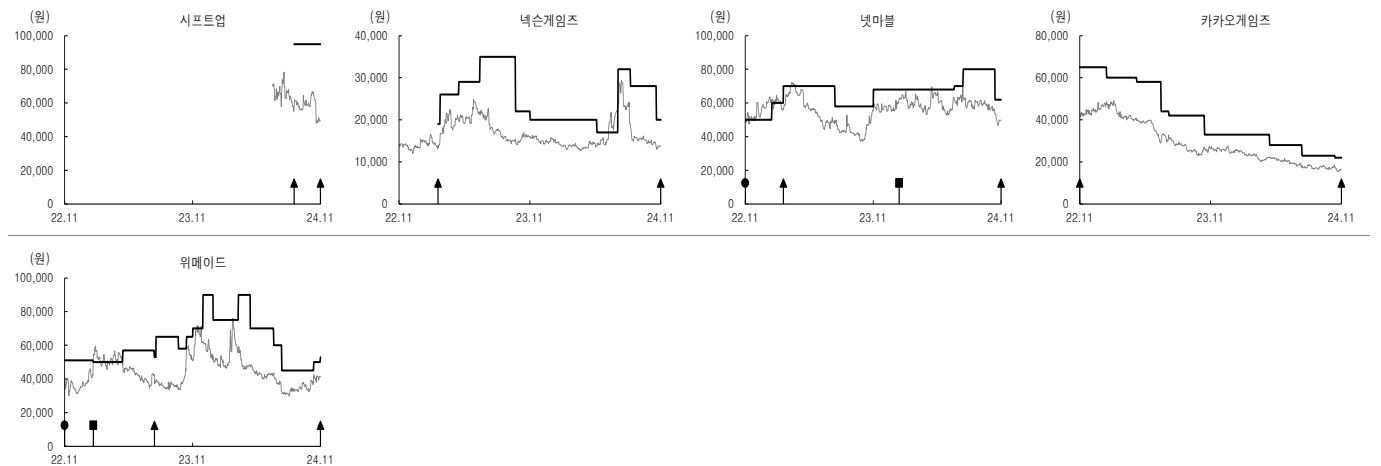
	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	-	17.2	8.9
P/CF (x)	-	432.8	11.1	6.4
P/B (x)	7.8	6.0	4.5	3.0
EV/EBITDA (x)	-	-	12.2	6.1
EPS (원)	-5,931	-836	2,412	4,665
CFPS (원)	-627	96	3,754	6,466
BPS (원)	7,761	6,914	9,326	13,991
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	30.6	9.6	13.0	23.0
EBITDA증가율 (%)	적지	적지	흑전	77.6
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	92.7
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	93.4
매출채권 회전율 (회)	10.1	12.1	13.2	15.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-14.5	-3.2	5.9	10.3
ROE (%)	-63.9	-12.1	31.3	41.5
ROIC (%)	54.5	27.9	-29.7	-53.5
부채비율 (%)	253.7	276.4	230.5	173.6
유동비율 (%)	47.4	32.6	42.6	59.3
순차입금/자기자본 (%)	-18.2	12.7	-12.2	-37.6
조정영업이익/금융비용 (x)	-9.4	-3.1	7.8	14.9

자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
시프트업 (462870)					2024.08.07	매수	23,000	-24.34	-18.52
2024.09.11	매수	95,000	-	-	2024.05.09	매수	28,000	-28.11	-20.89
넥슨게임즈 (225570)					2023.11.09	매수	33,000	-26.27	-17.27
2024.11.13	매수	20,000	-	-	2023.08.02	매수	42,000	-36.13	-24.76
2024.09.02	매수	28,000	-45.89	-36.14	2023.07.11	매수	44,000	-27.49	-23.98
2024.07.29	매수	32,000	-22.34	-8.28	2023.05.04	매수	58,000	-36.15	-31.29
2024.05.31	매수	17,000	1.35	30.88	2023.02.09	매수	60,000	-28.01	-18.08
2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50	2022.11.23	매수	65,000	-31.60	-25.77
2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00	위메이드 (112040)				
2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00	2024.11.25	매수	53,000	-	-
2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14	2024.11.06	매수	50,000	-18.80	-16.30
2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85	2024.08.07	매수	45,000	-24.56	-10.89
2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74	2024.07.15	매수	60,000	-37.13	-32.33
넷마블 (251270)					2024.05.09	매수	70,000	-38.62	-31.07
2024.11.25	매수	62,000	-	-	2024.04.05	매수	90,000	-45.80	-36.78
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39	2024.01.24	매수	75,000	-26.54	1.47
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00	2023.12.26	매수	90,000	-36.05	-29.56
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86	2023.11.27	매수	70,000	-6.64	2.14
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06	2023.11.09	매수	65,000	-14.52	-8.00
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26	2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31	2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2023.02.10	중립	60,000	-0.06	7.67	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2022.11.14	중립	50,000	8.28	27.20	2023.02.16	Trading Buy	50,000	3.45	19.00
카카오게임즈 (293490)					2022.11.25	중립	51,000	-27.32	-9.61
2024.11.07	매수	22,000	-	-	2022.10.27	매수	70,000	-23.30	-17.86

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

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 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(←), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 넷마블, 카카오키키즈 올(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.