

인터넷/게임 (비중확대/유지)

AI, 도파민 시대의 투자법

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션	7
III. 저비용 고성능 AI가 불러올 데이터 가치의 변화	11
결국 올라오는 것은 퍼스트파티 데이터의 가치	13
NAVER 데이터의 가치 상승을 기대	15
플랫폼의 역할이 강화될 카카오(feat. 오픈AI)	16
IV. 숏폼이 촉발한 도파민의 시대	21
AI를 기반으로 한 숏폼의 질주	21
숏폼 외 콘텐츠 플랫폼 트래픽(Q) 감소 본격화	22
토종은 그나마 NAVER가 가능성	23
V. 라이브커머스에 대한 의심은 거두자	24
쇼핑 단위 시간 감소로 이어질 도파민 중독	24
라이브커머스 시장의 고속 성장	26
국내는 유튜브쇼핑이 지배할 전망	27
폭발적인 성장이 예상되는 카페24	28
VI. 위기의 라이브 스트리밍, 웹툰	31
산업 쇠퇴가 나타나는 글로벌 라이브 스트리밍	31
국내도 위험 징후는 뚜렷. 위기의 SOOP	35
도파민 분비량에서 밀리는 웹툰/웹소설	38
VII. 게임도 변화의 바람	41
감소하는 게임 평균 체류 시간	41
트렌드 변화. 쇠퇴하는 MMORPG	42
방치형, 분재 게임의 약진	43
Global Company Analysis	44
NAVER	45
카카오	57
카페24	67
SOOP	78
크래프톤	89
시프트업	94
넥슨게임즈	100

I. Investment Summary

AI 에이전트의 등장과 BM의 다변화

현재 AI 모델들이 겪고 있는 수익화 측면에서의 어려움을 고려할 시 향후 오픈소스를 활용한 저비용 고성능 AI 모델이 메인 트렌드가 될 가능성이 높다고 판단한다. 글로벌 AI 개발사들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고 수익을 새로운 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다.

주요 로컬 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자까지 서비스 침투율을 높일 수 있다. 로컬 플랫폼 입장에서는 1) 체류시간 증대에 따른 P(광고 단가) 상승, 2) 신규 인벤토리 확보에 따른 Q 상승을 기대할 수 있다.

도파민 중독. 모든 행위가 짧아지는 시대

숏폼 시청에 따른 도파민 중독과 그에 따른 쇼핑 단위 시간의 감소는 라이브 커머스 시장의 고성장으로 이어질 것이다. 도파민 중독은 물품 구매에 필요한 일련의 행위를 피로하게 느끼도록 만든다. 소비자들은 리뷰를 일일이 보는 것이 아니라 특정 카테고리 제품을 전문적으로 추천해주는 사람의 영상을 보고 구매하는 방식으로 변화해나갈 가능성이 높다.

숏폼을 제외한 대부분의 콘텐츠 산업은 직접적인 위기에 직면한다. 유저들의 총 시청 시간이 매출 규모에 직결되는 스트리밍 시장의 급속한 쇠퇴가 나타나고 있다. 웹툰도 더이상 유저들에게 매력적인 선택지로 다가가지 못하면서 Q 성장성이 소실되고 있다. 게임의 경우 한 판 소요시간의 감소 트렌드가 나타나고 있어 유연한 운영 능력이 중요해진 상황이다.

시대의 흐름에 맞는 투자전략을 추천

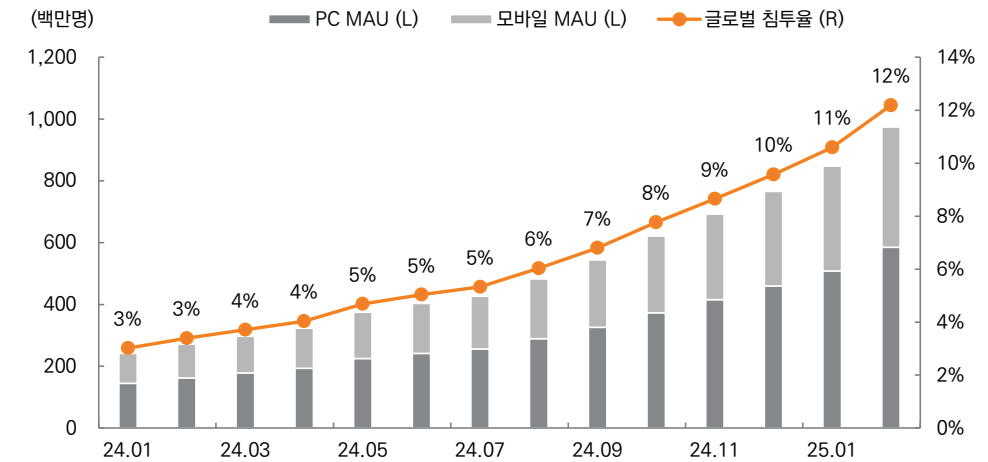
인터넷 대형주 Top Pick으로 NAVER를 추천한다. 신규 커머스 앱 출시 이후의 GMV 성장을 가속화를 기대한다. 투자 의견 '매수'를 유지하며 목표주가는 310,000원으로 상향한다. 카카오는 오픈AI와 공동 개발 중인 AI 에이전트의 도입으로 정체되어있던 체류시간 반전이 기대된다. 투자 의견 '매수'를 유지하며 목표주가는 54,000원으로 상향한다.

인터넷 중소형주 Top Pick으로 카페24를 추천한다. 쇼핑 단위 시간 감소가 촉발할 라이브 커머스 시장 및 유튜브쇼핑 고성장의 직접적인 수혜가 예상된다. 투자 의견 '매수'를 유지하며 목표주가는 78,000원으로 상향한다. 숏폼의 영향으로 라이브 스트리밍 시장은 쇠퇴가 본격화되고 있다. SOOP은 투자 의견 '매도'로 하향, 목표주가는 82,000원으로 하향한다.

게임 업종 Top Pick으로 시프트업을 추천한다. 방치형 게임과 궁합이 좋은 서브컬처 장르에서 동사가 보유한 차별화된 개발력이 리레이팅으로 이어질 것이다. 투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원을 유지한다. 차선후주로 크래프톤을 추천한다. 유저들의 체류시간 감소라는 트렌드에 성공적인 대응을 하고 있으며 PUBG의 성장 여력은 여전함을 증명하고 있다. 투자 의견 '매수'를 유지하며 목표주가는 500,000원으로 상향한다.

Key Chart

그림 1. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

(백만달러)

	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02
침투율	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
MAU (백만명)	241	271	297	323	375	403	427	483	544	622	692	766	848	975
PC (백만명)	145	163	178	194	225	242	256	290	326	373	415	460	509	585
모바일 (백만명)	97	108	119	129	150	161	171	193	218	249	277	306	339	390
WAU (백만명)	121	135	149	161	187	202	213	241	272	311	346	383	424	488
결제 유저 수 (백만명)	8	10	11	13	16	18	19	23	27	32	36	41	47	55
Pay Ratio	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
매출액	73	87	102	117	144	164	185	221	263	311	359	411	471	561
B2C	55	66	76	88	108	123	138	166	197	233	269	308	353	421
B2B	18	22	25	29	36	41	46	55	66	78	90	103	118	140

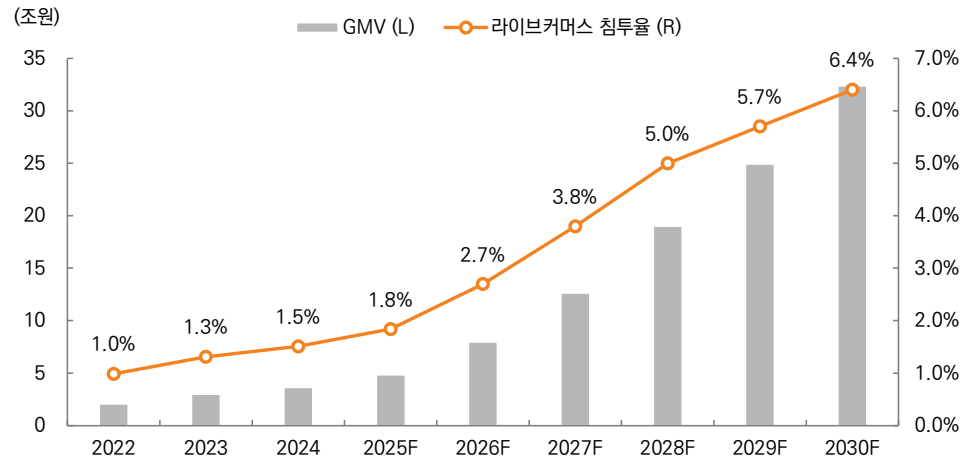
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. AI 에이전트 도입을 반영한 카카오톡 주요 지표 전망

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	411	430	452	477
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	-2%	5%	5%	6%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 에이전트를 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	21	46	74
특비즈 광고 매출액 (십억원)	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,281	1,472	1,702	1,988
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	7%	15%	16%	17%
체류시간 1분당 광고 매출액 (원)	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.1	3.4	3.8	4.2
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	9%	10%	10%	11%
카카오톡 실행당 평균 체류시간 (분)	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.08	1.13	1.19	1.25

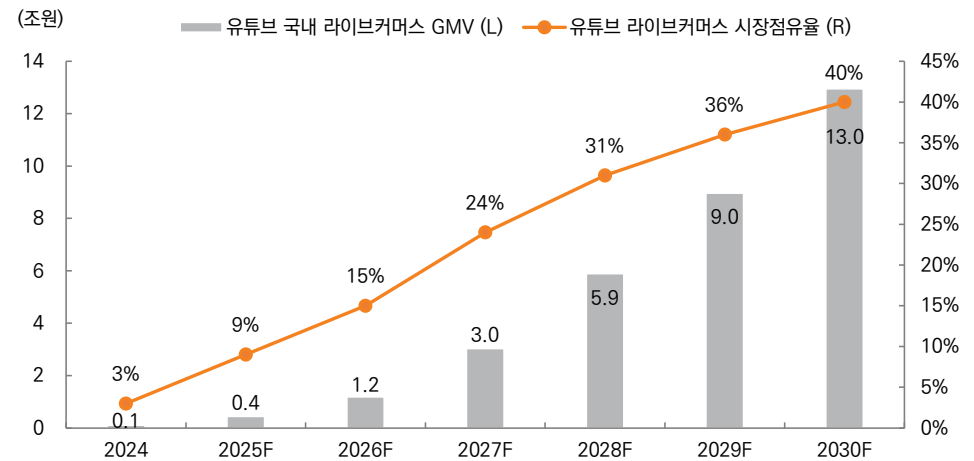
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



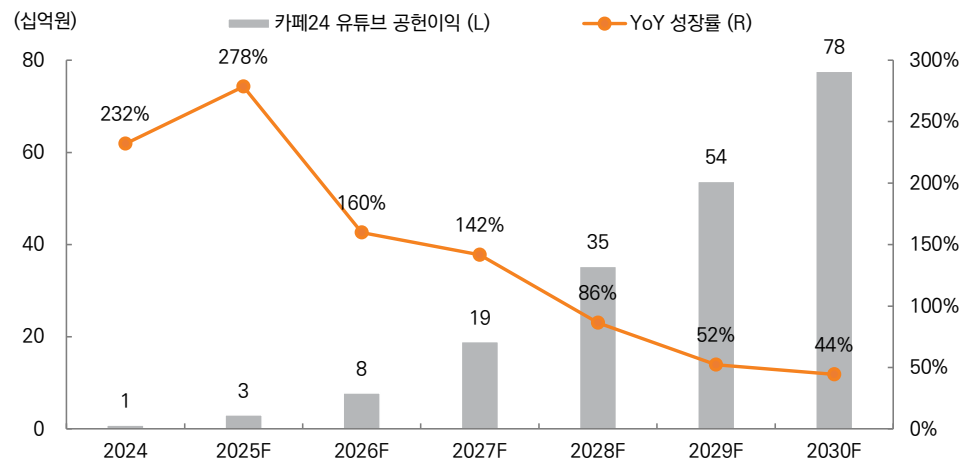
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



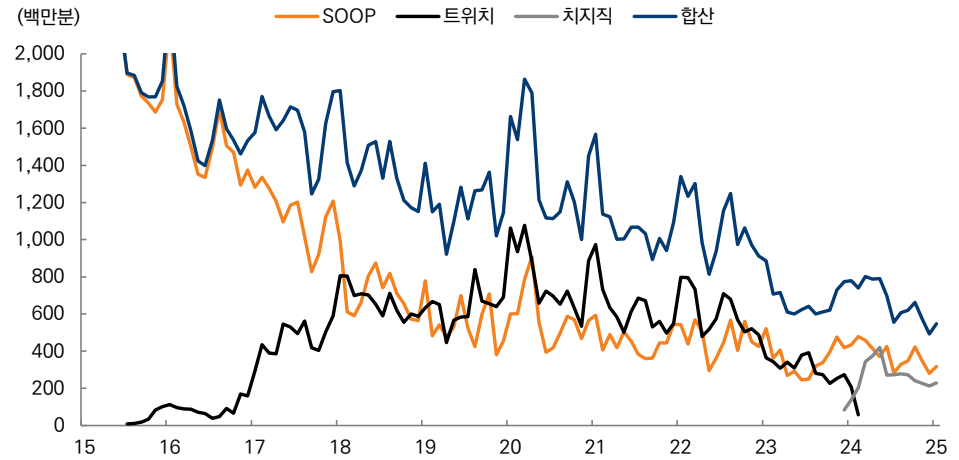
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익의 전망



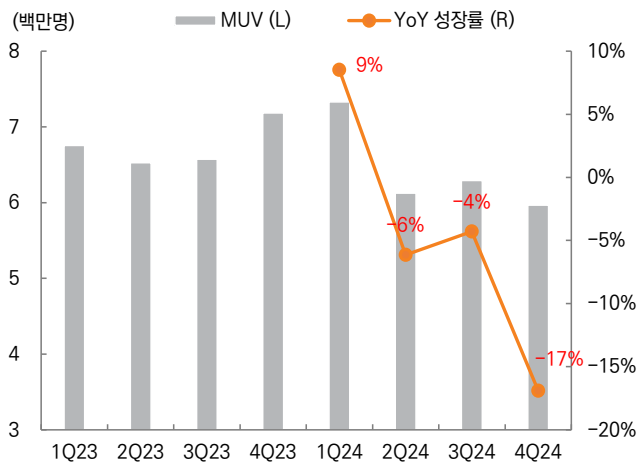
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. SOOP, 트위치, 치지직 월간 총이용시간 추이(안드로이드)



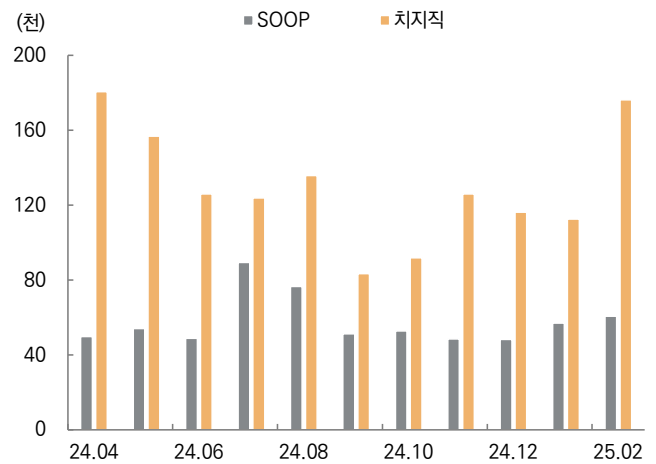
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. SOOP 분기 MUV 추이 (개정 후)



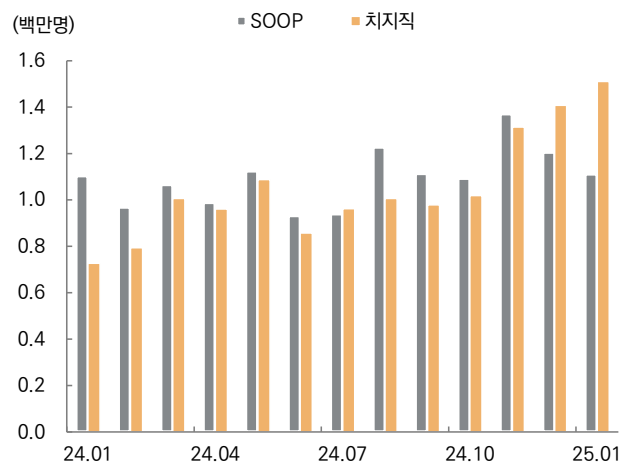
자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. SOOP, 치지직 국내 월간 다운로드 추이



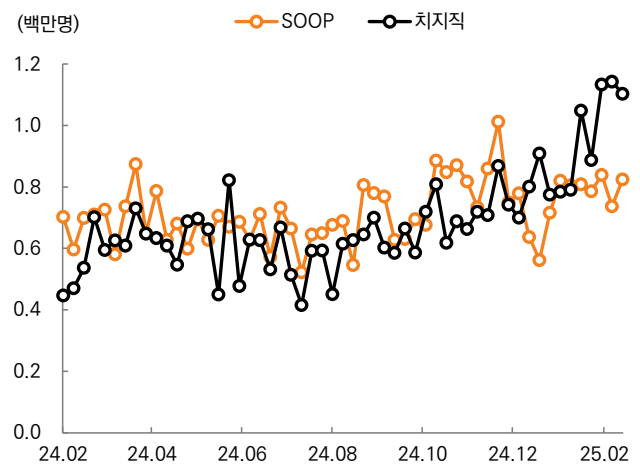
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. SOOP, 치지직 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. SOOP, 치지직 WAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

II. 밸류에이션

인터넷: 숏폼 흐름에 맞는지 여부가 중요

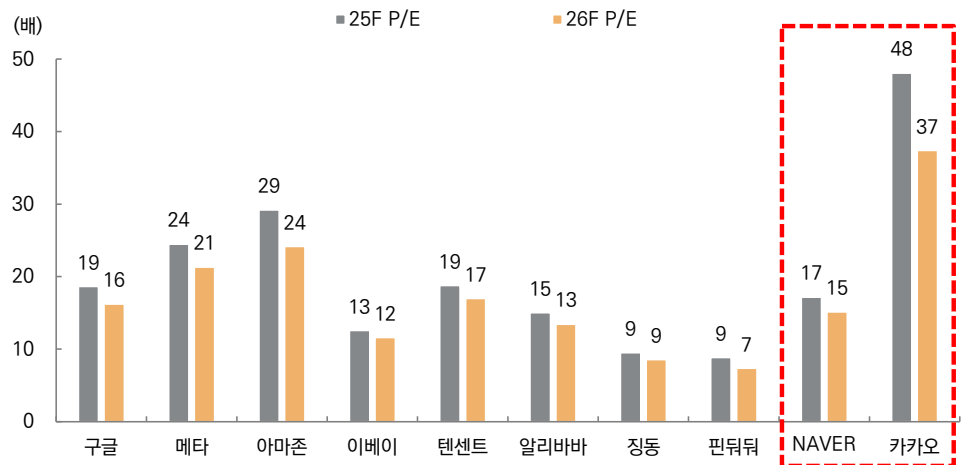
NAVER와 카카오로 대표되는 국내 플랫폼 기업의 밸류에이션은 오랜기간 동안 글로벌 인터넷 기업 대비 높은 수준을 유지해왔으나 22년 이후 디레이팅을 겪으며 밸류에이션 부담이 과거보다 크게 낮아졌다. NAVER와 카카오는 25F P/E 17배, 48배에서 거래 중이다.

인터넷 기업의 밸류에이션은 급변하고 있는 현대인의 소비 트렌드를 해당 기업이 얼마나 잘 쫓아갈 수 있느냐가 결정하게 될 것이다. 대다수 사람들은 숏폼 시청에 따른 도파민 중독으로 의사 결정, 콘텐츠 소비 등 모든 행위를 짧은 시간 안에 하려는 경향이 커지고 있다.

NAVER의 경우 신규 커머스 앱 출시를 통한 AI 기반 상품 추천 최적화로 쇼핑 단위 시간 감소 트렌드의 수혜를 누릴 수 있을 전망이다. 쇼핑 단위 시간의 감소는 국내 라이브 커머스 시장의 급격한 성장과 그에 따른 카페24의 수혜로 이어지게 될 것이다. 각종 의사 결정의 피로도를 낮춰줄 수 있는 AI 에이전트에 대한 수요는 카카오의 수혜로 이어질 것이다.

행동 단위 시간의 감소 트렌드는 특정 산업의 쇠퇴를 뜻하기도 한다. 콘텐츠 소비 시간의 감소는 라이브 스트리밍 시장의 Q(이용자 수, 평균 체류시간) 감소를 가속화할 것이다. SOOP의 경우 라이브 스트리밍 시장의 성장성 소실에 따른 디레이팅이 불가피한다.

그림 10. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
NAVER (KR)	33,034	17.2	15.1	2.8	2.5	1.2	1.1	10.3	9.1	19.2	19.9
카카오	19,189	48.0	37.4	2.3	2.2	1.8	1.7	14.0	12.7	6.7	7.5
쿠팡	61,420	-	29.5	1.2	1.1	8.2	6.4	20.5	14.8	3.5	4.7
SOOP	1,069	9.7	8.6	2.2	2.0	2.2	1.8	4.3	3.9	27.6	27.9
Alphabet (US)	3,048,747	18.6	16.2	6.0	5.7	5.1	4.1	12.0	10.6	37.1	38.4
Amazon	3,145,277	29.2	24.2	3.1	2.8	5.7	4.6	13.0	11.1	11.5	12.7
Meta	2,361,403	24.5	21.3	8.6	7.6	6.9	5.3	15.6	12.9	39.6	39.9
Shopify	192,422	67.7	54.3	12.1	10.0	9.8	8.3	64.0	48.9	17.4	19.1
eBay	45,244	12.6	11.6	2.9	2.8	6.1	5.4	9.9	9.4	28.2	28.7
Snap	23,715	26.8	19.5	2.7	2.4	5.8	5.3	24.9	16.8	6.4	11.8
Yahoo Japan (JP)	35,695	24.9	21.9	1.9	1.8	1.2	1.2	8.1	7.4	15.4	14.8
Rakuten	19,049	-	66.8	0.8	0.7	2.9	2.4	-	-	2.4	4.9
Mercari	3,725	22.2	17.8	2.0	1.8	4.4	3.6	16.2	12.7	11.5	13.6
Tencent (CN)	863,353	18.8	17.0	6.0	5.6	3.8	3.3	16.1	14.6	33.5	34.5
Alibaba	449,288	15.0	13.4	2.2	2.1	2.1	2.0	8.8	7.7	14.0	15.7
JD	96,618	9.5	8.6	0.4	0.4	1.5	1.3	7.1	6.4	3.8	4.0
Baidu	44,503	8.8	6.4	1.6	1.5	0.7	0.7	1.4	1.3	19.0	19.9
Weibo	3,561	5.5	5.2	1.4	1.3	0.6	0.5	3.7	3.6	30.7	30.7
PDD	229,363	8.9	7.4	2.3	1.9	2.6	1.9	6.1	4.8	27.0	28.4
KuaiShou	41,567	9.7	8.1	1.5	1.4	2.5	1.9	6.3	5.2	14.5	16.9
Huya	1,270	20.3	15.1	1.0	0.9	0.8	0.8	-	-	1.1	3.8
Bilibili	12,846	37.6	22.6	2.1	1.9	3.8	3.2	15.5	11.3	4.6	8.2
DouYu	327	-	-	0.4	0.4	0.9	0.9	-	-	-6.9	-3.9
Joyy	3,712	10.8	9.6	1.2	1.1	0.6	0.6	1.3	1.0	5.7	7.3

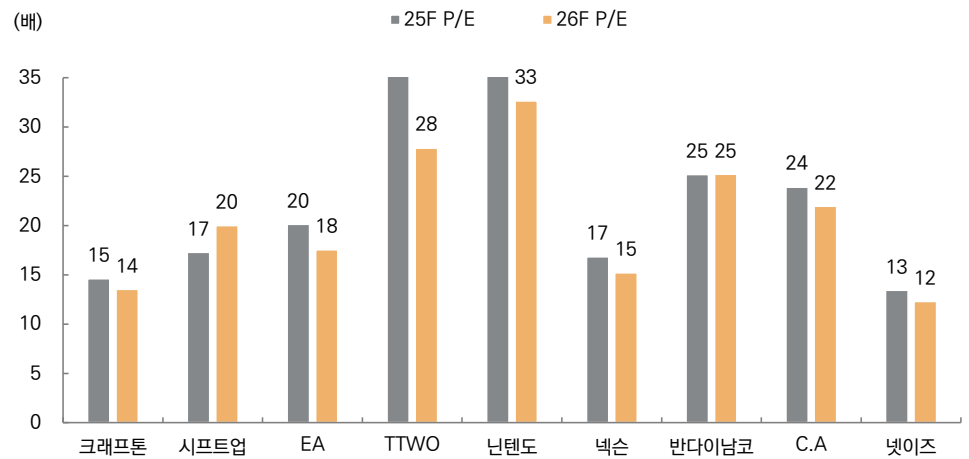
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

게임: 장르별 차별적 밸류에이션 필요

글로벌 게임 산업이 회복기에 접어들면서 글로벌 주요 게임사들은 23년 이후 점진적인 P/E 멀티플 상승과 시가총액 상승을 경험했다. 국내 게임사들은 여전히 적자가 지속되는 곳이 다수이며 크래프톤을 제외하면 24년 유의미한 시가총액 상승이 없었다. 이는 국내 게임사들이 적극적인 비용 효율화를 통해 이익 레버리지 효과가 극대화될 수 있는 구조를 만들었음에도 주요 신작의 장기 흥행에는 대부분 실패했기 때문이다.

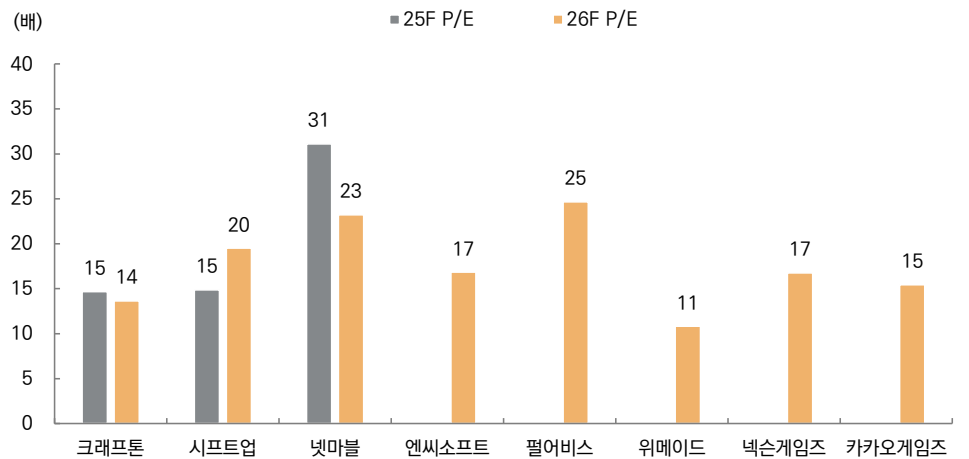
향후에는 유저들의 게임 평균 체류시간 감소 트렌드라는 변화에 잘 대응할 수 있는지 여부가 게임사의 밸류에이션을 결정하게 될 것이다. 유저의 체류시간 감소에 유연한 대응이 가능한 PUBG를 가진 크래프톤의 리레이팅을 예상한다. 방치형과 공합이 좋은 서브컬처에 강점을 가진 시프트업, 넥슨게임즈도 리레이팅을 전망한다. 체류시간의 감소가 인게임 매출 감소로 직결될 MMORPG 전문 게임사들은 디레이팅 가능성이 높다는 판단이다.

그림 11. 글로벌 주요 게임사 24F, 25F P/E (블룸버그 컨센서스)



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내 주요 게임사 24F, 25F P/E (자체 추정)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 게임 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
크래프톤 (KR)	16,433	14.6	13.5	5.3	4.8	2.1	1.8	9.3	8.6	42.9	42.0
시프트업	3,436	17.3	20.0	11.2	12.0	5.1	3.4	12.4	14.5	72.1	66.0
넷마블	3,503	26.1	18.8	1.3	1.3	0.7	0.6	11.2	10.3	7.6	8.8
엔씨소프트	3,532	19.1	13.5	2.1	1.8	1.0	0.9	10.7	6.9	7.5	13.3
넥슨게임즈	905	28.2	39.0	3.4	3.7	2.8	2.6	12.6	16.9	16.1	11.2
위메이드	1,141	13.8	12.6	1.4	1.3	4.1	3.1	9.5	8.7	14.0	14.6
펄어비스	2,040	19.6	19.7	3.8	4.0	2.3	2.1	13.5	14.6	19.4	18.3
카카오게임즈	1,299	46.6	20.6	1.6	1.4	0.9	0.9	14.1	10.1	5.3	9.2
NHN	654	10.3	8.1	0.2	0.2	0.4	0.4	2.4	2.2	4.5	4.9
네오위즈	469	14.4	13.5	1.2	1.2	0.9	0.8	5.4	4.4	9.4	9.9
컴투스	560	13.7	11.1	0.7	0.6	0.5	0.5	10.1	8.0	5.7	7.4
더블유게임즈	1,016	5.7	5.3	1.5	1.4	0.8	0.7	2.8	2.6	38.0	38.1
웹젠	434	7.2	6.3	1.9	1.6	0.6	0.6	2.6	2.1	25.3	25.5
Electronic Arts (US)	50,030	20.1	17.5	4.8	4.6	4.8	4.8	13.9	13.4	28.8	29.3
Take Two Interactive	53,603	82.2	27.9	6.6	4.5	6.4	6.4	50.9	21.8	11.2	21.3
Nintendo (JP)	139,723	45.5	32.6	11.9	7.6	4.8	4.5	38.1	25.8	24.7	24.8
Nexon	16,044	16.8	15.2	3.7	3.4	1.6	1.5	8.5	7.8	26.7	27.1
Bandai Namco	32,233	25.2	25.2	2.7	2.6	4.3	3.9	13.7	14.0	15.0	14.3
Konami	24,895	30.4	26.9	6.0	5.5	5.0	4.4	17.1	15.6	26.0	26.9
Cyber Agent	5,538	23.9	22.0	0.7	0.6	3.2	2.9	9.8	9.4	5.4	5.4
Square Enix	8,486	29.0	26.6	2.7	2.7	2.6	2.4	13.5	12.0	12.6	13.4
Tencent (CH)	863,353	18.8	17.0	6.0	5.6	3.8	3.3	16.1	14.6	33.5	34.5
NetEase	94,379	13.4	12.3	4.1	3.9	2.9	2.5	9.6	8.9	29.3	29.9
Kingsoft	10,381	27.0	22.1	4.4	3.8	1.9	1.7	8.6	7.4	31.8	32.1
Youzu Interactive	1,858	31.6	25.9	4.4	4.0	1.8	1.7	32.9	27.5	1.7	3.1
Ubisoft (FR)	2,456	-	17.3	0.8	0.8	0.9	0.8	4.1	3.3	-1.5	10.0

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

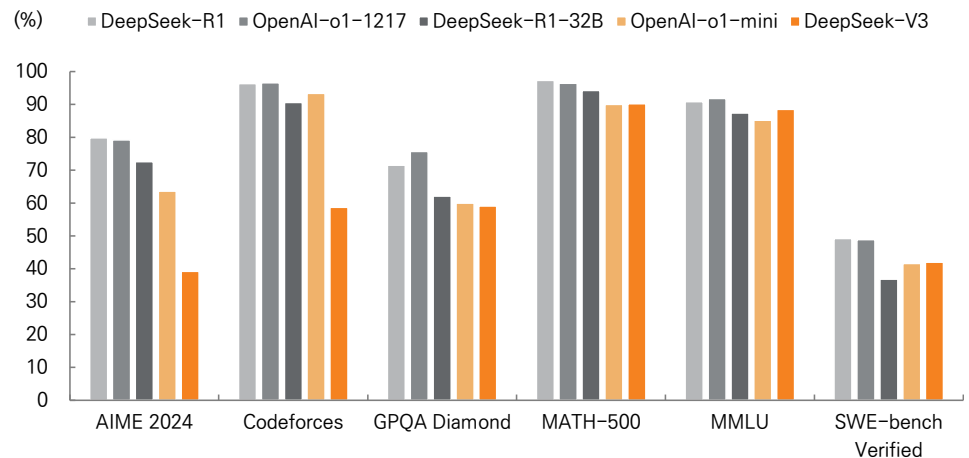
III. 저비용 고성능 AI가 불러올 데이터 가치의 변화

딥시크가 쏘아올린 작은 공

1월 20일 딥시크-R1 모델이 공개된 이후 저비용 고성능 AI 모델의 가능성이 대두되고 있다. 딥시크-R1의 경우 오픈AI의 o1 모델의 추론 능력 이상을 보여주나 운영 비용은 90~95% 가량 저렴하다. 딥시크는 1~2월 챗GPT를 뛰어넘는 트래픽을 기록 중이다.

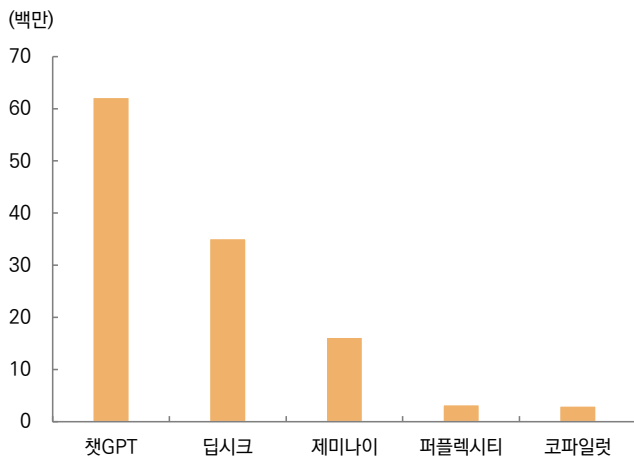
구글이 2월 출시한 제미니2.0의 플래시라이트(Flash-Lite) 모델도 저비용 고성능 AI의 흐름을 보여준다. 제미니2.0 플래시라이트 모델의 운영 비용은 입력 기준으로 100만 토큰당 0.019달러에 불과해 딥시크 모델과 큰 차이가 나지 않는다. 운영 비용의 드라마틱한 감소는 B2C AI 서비스의 침투율을 대폭 높여줄 것으로 기대된다.

그림 13. 딥시크-R1 벤치마크 퍼포먼스



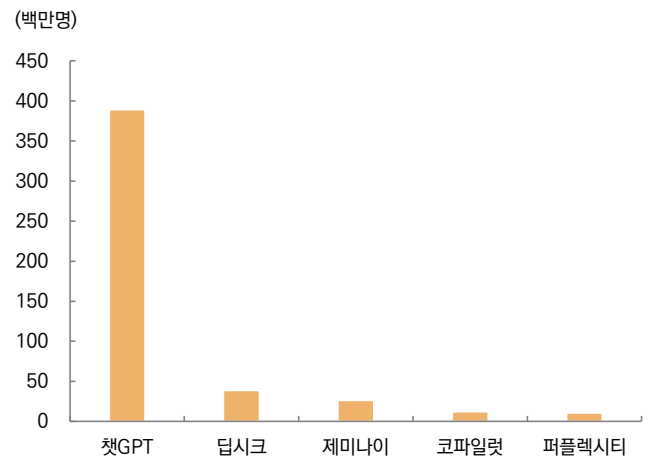
자료: 딥시크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 주요 AI 앱 월간 다운로드(2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 글로벌 주요 AI 앱 MAU 비교(2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 글로벌 주요 생성형 AI 챗봇

서비스명	개발사	LLM	가격	비고
ChatGPT	오픈AI	GPT-4o	- 무료 버전 o - 플러스 (\$20/월) - 프로 (\$200/월)	- 자연어 처리와 생성을 통해 다양한 상황에서 인간과 유사한 정도의 대화 가능 - 인터넷상에서 공개된 인터넷 문서 크롤링하여 텍스트 데이터로부터 학습 - 텍스트, 음성 기반 퍼포먼스, 이미지 확인 및 생성 기능 - 감정 이해도 존재 및 대화에 활용 가능
딥시크 (DeepSeek)	딥시크	DeepseekV3	- 무료	- 추론 특화 AI모델, 출시 일주일 만에 애플 앱스토어 무료 앱 다운로드 1위 기록 - 필요 기능만 선택 활용하는 방식을 도입함에 따라 비용 절감, 연산 속도 향상 - 고급 자연어 이해 및 생성, 논리적 사고, 어시스턴트 역할 등 기능 제공
제미니 (Gemini)	구글	Gemini 1.5 Flash	- 무료 버전 o - 어드밴스 (\$20/월)	- 텍스트, 오디오, 이미지, 비디오 등 다양한 입출력 지원 - Gmail, Google docs 등 워크스페이스에서 활용 가능하며 구글 픽셀, 삼성 갤럭시에 탑재 - 실시간 웹 검색을 통해 최신 정보 반영, 최대 100만 토큰의 긴 문서 처리 지원
코파일럿 (Copilot)	MS	GPT-4	- 무료 버전 o - 프로 (\$20/월)	- 텍스트 데이터 학습을 통해 텍스트, 이미지, 동영상 등 콘텐츠 제작 가능 - Microsoft 365, Azure, Dynamics 365 등의 제품과 서비스에 통합 - 인터넷과 연결된 검색 엔진으로 최신 정보 크롤링 가능
메타 AI (MetaAI)	메타	Llama 3.1	- 무료	- 왓츠앱, 페이스북, 인스타그램 등 Meta SNS 플랫폼에서 앱 전환 없이 사용 가능 - 검색 및 실시간 정보 제공, 코드 작성 및 분석, VR/AR 연계 등 기능 지원 - 이뮤(Emu) AI 모델 활용하여 이미지 생성 가능
퍼플렉시티 (Perplexity.ai)	퍼플렉시티	GPT, Claude	- 무료 버전 o - 프로 (\$20/월)	- 실시간 정보 검색, 답변에 사용된 정확한 출처 정보 제공, 멀티 모달 기능 활용 - 무료 버전은 독립형 LLM 사용, 프로 버전의 경우 AI 모델 설정 - 프로버전 사용시 300회 이상의 프로 검색, 무제한 파일 업로드 및 분석, 이미지 생성 가능
클로드 (Claude)	앤티로픽	Claude 3	- 무료 버전 o - 프로 (\$20/월)	- 학술 논문 작성, 코딩, 데이터 분석 등 작업에서 뛰어난 성능 발휘 - 생성된 개발 코드를 클로드 자체에서 실행 가능(클로드 아티팩트 기능) - 3가지 모델(Opus, Sonnet, Haiku)을 속도, 성능의 개별 장점에 따라 선택 가능
유닷컴 (You.com)	유닷컴	GPT, Claude, Llama, 등	- 무료 버전 o - 프로 (\$15/월)	- 클라우드 기반 SDXL 이미지 제네레이션, Flux.1 Pro 버전 이미지 생성 등 기능 지원 - 최대 10개 파일 동시 업로드 및 액세스 가능 - "Community" 버튼 클릭시 사용자와 채팅 가능한 디스코드 주소 제공
허깅챗 (HuggingChat)	오픈 어시스턴트	Llama, Cohere 등 오픈소스 모델 활용	- 무료	- 데이터셋 활용시 법률 상담, 금융 분석 등 특정 분야에 특화된 AI 챗봇 형성 가능 - 적용 모델에 따라 대화, 웹 검색, 코드 실행, 문서 요약 및 분석 기능 등 제공 - 모델을 직접 다운로드하여 로컬에서 실행 가능

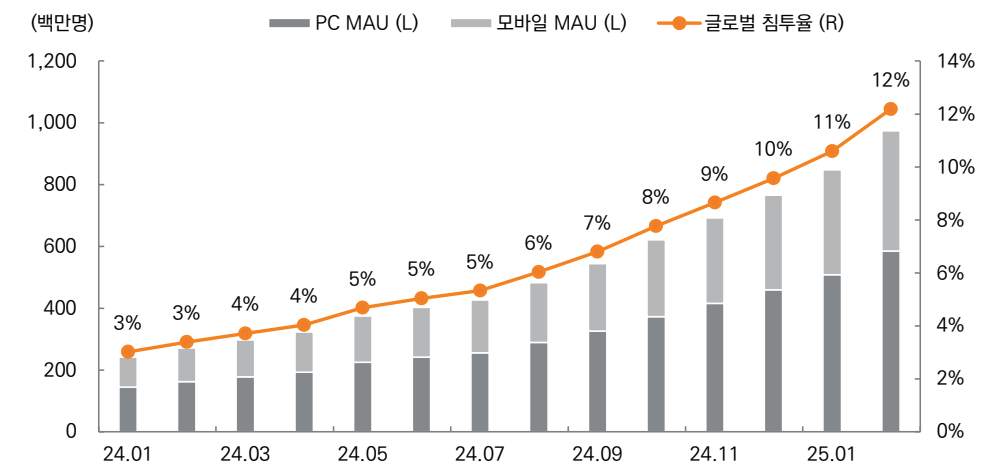
자료: 미래에셋증권 리서치센터

결국 올라오는 것은 퍼스트파티 데이터의 가치

현재 AI 모델들이 겪고 있는 수익화 측면에서의 어려움을 고려할 시 향후 오픈소스를 활용한 저비용 고성능 AI 모델이 메인 트렌드가 될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 글로벌에서 압도적인 성과를 보여주고 있는 챗GPT의 경우 글로벌 유저 침투율은 10%를 넘어선 수준으로 추정되나 향후 30%의 침투율을 가져가더라도 현재의 수익 모델로는 BEP를 장담하기 어렵다. 저비용 고성능 AI 모델이 주류가 될 경우 1) AI 파운데이션 모델 개발에서 연 1조 원 미만의 다소 애매한 투자 비용을 투입하고, 2) 글로벌 빅테크 대비 크게 못 미치는 성능을 보여주던 국내 파운데이션 모델 개발사들의 비용 부담은 점차 감소할 가능성이 높다.

인프라(AI 파운데이션 모델) 측면에서의 비용이 드라마틱하게 낮아질 경우 B2C AI 서비스의 침투율 상승은 가속화될 것이다. 그렇게 다음 스테이지로 넘어갈 경우 질 좋은 퍼스트파티 데이터를 어떠한 플랫폼이 많이 갖고 있는지 여부가 더욱 중요해진다. 1) 어떤 특정한 데이터를 학습시킬 수 있는가에서 B2C AI 서비스의 질이 결정될 것이기에 파운데이션 모델 개발사에 대한 데이터 당 판매 단가(P)의 상승이 이어질 것이며, 2) 이용자의 행동 데이터가 많은 플랫폼일 수록 AI 서비스 접목 효과가 강력하기 때문이다.

그림 16. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

(백만달러)

	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02
침투율	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
MAU (백만명)	241	271	297	323	375	403	427	483	544	622	692	766	848	975
PC (백만명)	145	163	178	194	225	242	256	290	326	373	415	460	509	585
모바일 (백만명)	97	108	119	129	150	161	171	193	218	249	277	306	339	390
WAU (백만명)	121	135	149	161	187	202	213	241	272	311	346	383	424	488
결제 유저 수 (백만명)	8	10	11	13	16	18	19	23	27	32	36	41	47	55
Pay Ratio	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
매출액	73	87	102	117	144	164	185	221	263	311	359	411	471	561
B2C	55	66	76	88	108	123	138	166	197	233	269	308	353	421
B2B	18	22	25	29	36	41	46	55	66	78	90	103	118	140

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

플랫폼 가입자 수와 MAU가 가장 중요한 지표였던 과거와는 달리 AI 시대에는 플랫폼 체류시간과 유저의 행동 빈도 및 다양성이 보다 중요한 지표로 작용하게 된다. AI 서비스를 다르게 표현하면 개인에 대한 최적화 서비스이며 최적화의 정도를 결정하는 것은 유저의 행동데이터이기 때문이다. AI 접목의 측면에서 유튜브와 인스타가 압도적인 수익화 효율을 발휘하고 있는 이유는 유저의 관심사를 좁힐 수 있는 행동 데이터를 유저의 동영상 시청에서 수집하기 때문이다.

미국 최대 온라인 커뮤니티 레딧의 데이터 가치가 재평가 받고 있는 부분도 눈여겨 볼 필요가 있다. 방대한 이용자 게시글이 쌓여있는 레딧은 AI 모델 개발사에 대한 데이터 판매를 시작했으며 현재 구글, 오픈AI 등에 데이터를 유료로 제공 중에 있다. 또한 지난 12월에는 AI 기반 답변 서비스 레딧 앤서(Reddit Answers)를 출시하기도 했다. 이는 AI가 레딧 게시물에서 정보를 찾아 사용자의 질문에 답변하는 방식으로 이루어지며 검색 광고가 신규로 추가될 예정이다.

표 7. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

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

자료: 미래에셋증권 리서치센터

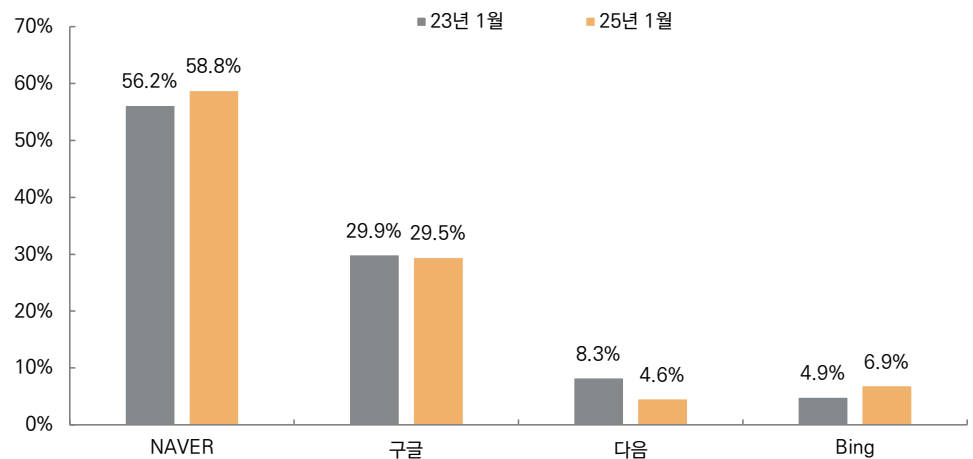
NAVER 데이터의 가치 상승을 기대

개인 최적화를 위해 중요한 행동데이터를 생각해보면 1) 일반 검색, 2) 커머스 검색 및 구매, 3) 콘텐츠 선호도 데이터가 존재한다. NAVER의 경우 국내 최대 검색 플랫폼으로 압도적인 일반 검색 데이터를 보유하고 있으며 과거 수년간 점유율 감소를 거쳤던 것과는 달리 현재 안정적인 1위 쿼리 점유율을 유지하고 있다.

커머스 부문에서도 쿠팡과 함께 양대 사업자로서 다량의 커머스 데이터를 쌓아올리고 있다. 글로벌에서도 검색과 커머스 양 부문에서 주요 사업자로 군림하면서 데이터를 동시에 쌓는 플랫폼을 찾기는 어렵다. 또한 홈페이지 화면에 대한 가파른 트래픽 상승이 이어지고 있다. NAVER는 유저들의 콘텐츠 선호도에 대한 데이터를 착실하게 쌓아올리고 있다.

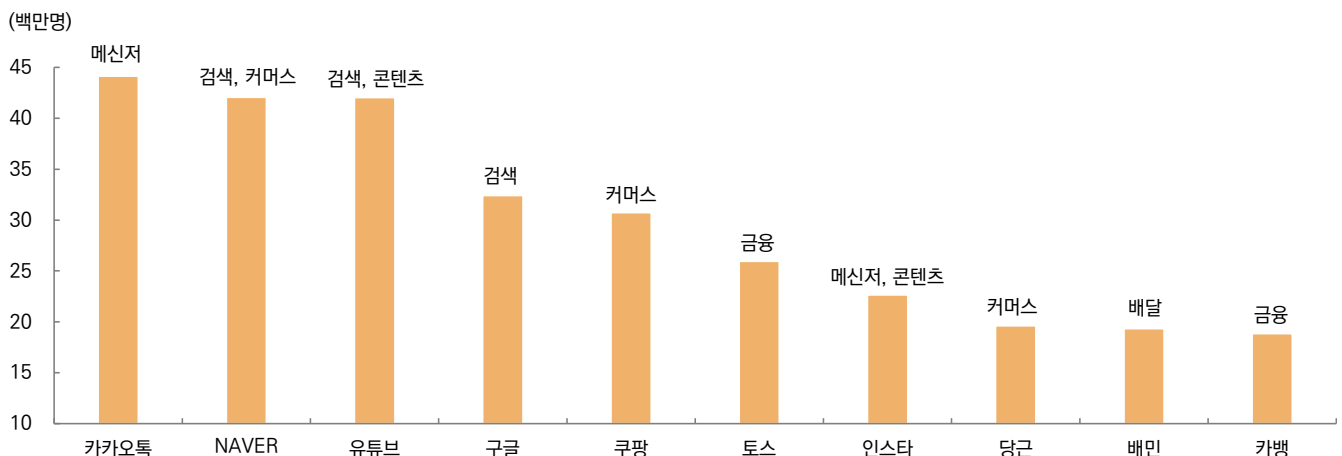
NAVER도 4천만 이상의 MAU를 가진 국내 초대형 플랫폼이기에 글로벌 AI 업체와의 파트너십 가능성도 존재한다는 판단이다. 지배적인 글로벌 B2C 서비스를 NAVER에 이식하는 것도 강력한 시너지 효과가 기대된다. 데이터 판매도 신규 BM이 될 수 있을 것이다.

그림 17. 국내 검색 엔진 PC 쿼리 점유율



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 국내 MAU 상위 10대 플랫폼 비교(앱 기준)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

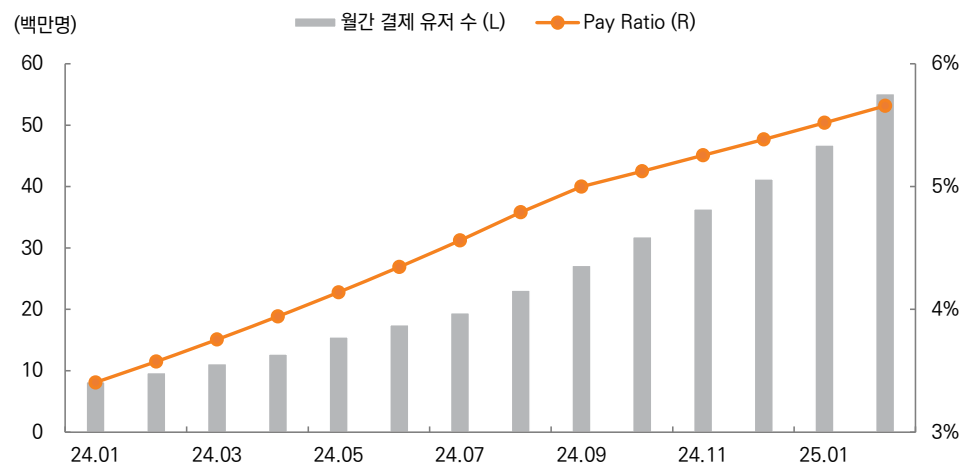
플랫폼의 역할이 강화될 카카오(feat. 오픈AI)

카카오톡은 글로벌 B2C AI 서비스들의 주요 유통 플랫폼으로 성장 가능한 잠재력을 보유하고 있다. 오픈AI, 구글, 퍼플렉시티 등 글로벌 주요 AI 파운데이션 모델 개발사들이 AI 서비스를 본격적으로 시작한지 2년이 넘어가는 시점이나 수익 모델에서 명확한 답을 찾은 곳은 아직 전무한 상황이다.

압도적인 글로벌 1위 AI 서비스 챗GPT의 경우도 구독모델을 통한 수익화에는 어려움을 겪고 있다. 챗GPT는 작년 한 해 동안 3배 이상의 성장을 하면서 글로벌 MAU가 7억명을 넘어선 것으로 추정된다. 그러나 전세계 인구의 10% 가량이 사용하는 서비스가 되었음에도 비용을 충당하지 못하는 상황이다. 구독 매출이 주인 오픈AI의 24년 매출은 30~40억 달러 수준이나 비용은 70억 달러 이상이 발생 중인 것으로 추정된다.

구독 모델 중심의 AI 챗봇 서비스의 한계가 나타나고 있다고 판단하며 글로벌 AI 업체들의 수익 다각화 작업이 이어질 것으로 예상된다. AI가 사무적인 작업을 함에 있어 큰 도움을 주고 있는 것은 맞지만 일반인들에게 유료 모델을 구독할 정도의 체감상의 차이를 가져다 주고 있지는 못하기 때문이다. 현재 가장 성공한 AI B2C 서비스인 챗GPT조차 결제 유저 비중이 5% 수준에 불과한 것으로 추정된다.

그림 19. 챗GPT 결제 지표 추정



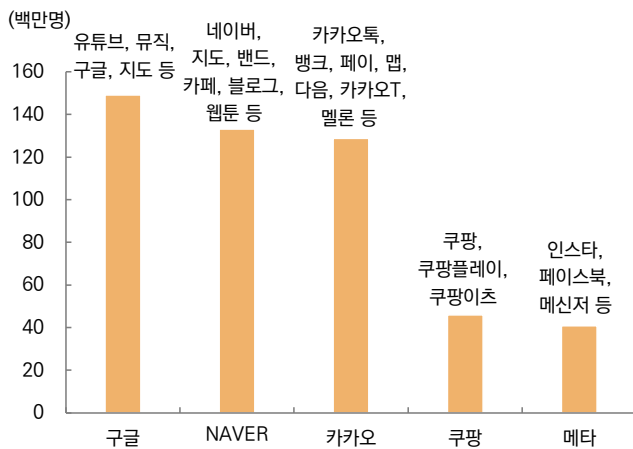
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 AI 개발사들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고 수익을 새로운 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다. 주요 로컬 메신저 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 AI 서비스 자체에 대해서는 호의적이나 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자층을 유저로 유입시킬 수 있기 때문이다. 메신저 플랫폼 입장에서는 체류시간 증대를 꾀할 수 있다.

오픈시가 카카오와 전격적인 파트너십을 지난 2월 발표한 것도 이러한 흐름의 일부이다. 이번 협력으로 오픈시는 국내 침투율을 높일 수 있는 기회를 카카오는 정채된 플랫폼 체류 시간을 반전시킬 수 있는 기회를 얻을 수 있을 것으로 보인다. 카나나같은 별도 출시 예정 앱에 대한 접목 효과는 큰 기대가 안되는 부분이나 카카오톡 본체에 대한 챗GPT 이식이 본격화될 경우 상당한 시너지 효과가 기대된다.

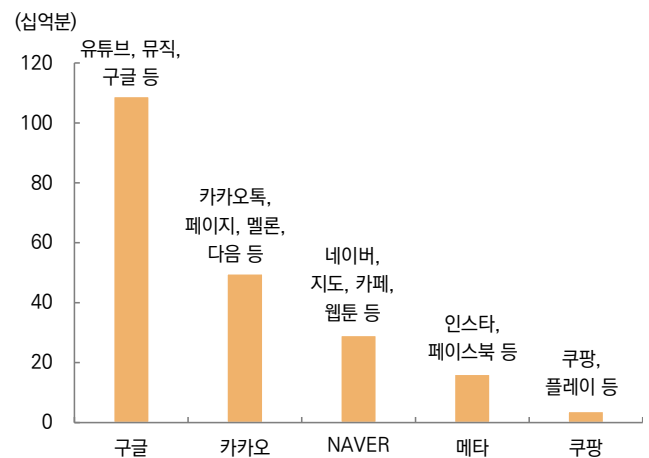
카카오는 주요 앱 합산 MAU가 1억명이 넘는 국내 3대 플랫폼(구글, NAVER, 카카오)에 해당하며 이용시간 기준으로는 구글에 이은 2위 플랫폼이다. 카카오는 메신저/커머스(카카오톡), 콘텐츠(카카오페이지), 뮤직(멜론), 모빌리티(카카오T), 검색(다음), 금융(카카오페이,뱅크), 게임(카카오게임즈) 등 플랫폼 중에서도 가장 다변화된 B2C 서비스를 제공하고 있는 업체이기에 AI 에이전트와의 폭발적인 시너지 효과가 기대된다.

그림 20. 플랫폼별 주요 앱 국내 MAU 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 21. 플랫폼별 주요 앱 국내 월간 총 이용시간 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

여러가지를 상상해 볼 수 있을 것이다. 1) 기존 카카오톡 채팅방 내에 챗GPT 어시스턴트 기능이 들어갈 수도 있고, 2) 챗GPT를 포함한 주요 AI 애플리케이션들이 새로운 탭에 입점할 수도 있을 것이다. 수익화 측면에서도 고도화가 예상되는데 유료 AI 서비스에서 구독 매출이 발생할 경우와 신규 인벤토리 활용에 따른 광고 매출이 발생하는 경우 오픈AI와 수익을 분배하는 방식도 가능할 것이다. 특히 광고의 경우 신규 탭에서의 상단 광고도 기대되는 부분이나 AI 챗봇과의 채팅방 내에서의 광고 BM도 강력한 모델이 될 수도 있다.

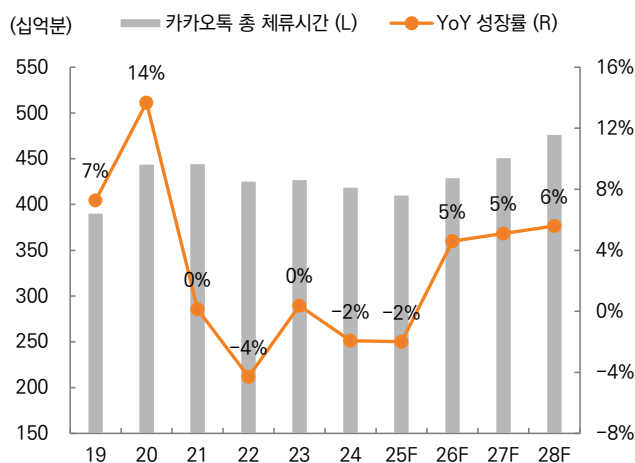
오픈AI와 공동 개발 중인 AI 에이전트의 도입으로 카카오톡 체류시간의 반등과 특비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 체류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다. 이는 AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 체류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다. AI 에이전트 기능의 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간은 28년까지 연 5% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 특비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 15% 이상으로 회복될 것이다.

표 8. AI 에이전트 도입을 반영한 카카오톡 주요 지표 전망

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	411	430	452	477
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	-2%	5%	5%	6%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 에이전트를 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	21	46	74
특비즈 광고 매출액 (십억원)	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,281	1,472	1,702	1,988
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	7%	15%	16%	17%
체류시간 1분당 광고 매출액 (원)	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.1	3.4	3.8	4.2
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	9%	10%	10%	11%
카카오톡 실행당 평균 체류시간 (분)	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.08	1.13	1.19	1.25

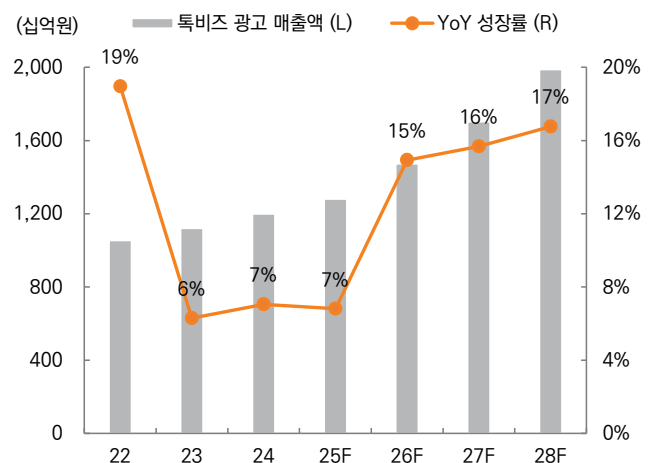
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 카카오톡 특비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 9. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱(1~50위)

	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
1	카카오톡	44.1	메신저	1	YouTube	84.4	콘텐츠, 검색
2	네이버	42.1	검색, 커머스	2	런처	68.1	기기
3	YouTube	42.0	콘텐츠, 검색	3	카카오톡	30.7	메신저
4	Google	32.4	검색	4	네이버	18.5	검색, 커머스
5	Google Chrome	31.0	검색	5	Instagram	14.0	콘텐츠, 메신저
6	쿠팡	30.7	커머스	6	인터넷 브라우저	11.3	검색
7	캘린더	28.4	계획	7	YouTube Music	11.1	음악
8	네이버지도	26.2	지도	8	뮤직 플레이어	9.6	음악
9	토스	25.9	금융	9	Google Chrome	9.0	검색
10	Instagram	22.6	콘텐츠, 메신저	10	토스	8.2	금융
11	당근	19.6	커머스	11	멜론	7.9	음악
12	배달의민족	19.3	배달	12	TikTok-Lite	7.7	콘텐츠
13	카카오뱅크	18.8	금융	13	캐시워크	4.9	앱테크
14	PASS	18.4	인증	14	InCallUI	4.6	기기
15	밴드	17.8	메신저	15	메시지	4.5	통신
16	Gmail	15.9	메일	16	FLO - 플로	4.3	음악
17	KB국민은행 스타뱅킹	15.9	금융	17	다음	4.1	검색
18	T map	15.3	지도	18	T map	4.1	지도
19	카카오페이	14.1	금융	19	SKT 에이닷 전화	4.0	통신
20	11번가	13.9	커머스	20	전화	3.8	통신
21	SKT 에이닷 전화	13.7	통신	21	Netflix	3.8	콘텐츠
22	Facebook	13.5	콘텐츠, 메신저	22	OK캐쉬백	3.6	금융
23	Netflix	12.9	콘텐츠	23	당근	3.3	커머스
24	네이버 카페	12.0	검색	24	Alwayz	3.2	커머스
25	KB Pay	12.0	금융	25	지니 뮤직	3.2	음악
26	카카오맵	11.9	지도	26	쿠팡	3.2	커머스
27	신한 SOL페이	11.4	금융	27	ROBLOX	3.1	게임
28	신한 SOL뱅크	11.4	금융	28	X	3.1	콘텐츠, 메신저
29	다음	11.0	검색	29	권한 관리자	2.9	기기
30	SmartThings	10.9	기기	30	네이버 웹툰	2.8	콘텐츠
31	G마켓	10.8	커머스	31	갤러리	2.7	사진
32	AliExpress	10.5	커머스	32	카카오페이지	2.6	콘텐츠
33	모바일 T world	10.3	통신	33	무선 긴급 경보	2.2	기기
34	삼성카드	10.1	금융	34	Google Play 스토어	2.2	검색
35	스타벅스	9.7	음식료	35	KBS kong	2.1	라디오
36	카카오 T	9.7	모빌리티	36	네이버 지도	2.1	지도
37	현대카드	9.6	금융	37	Facebook	2.0	콘텐츠, 메신저
38	Google 지도	9.4	지도	38	알람/시계	2.0	계획
39	캐시워크	9.2	앱테크	39	삼성 게임 런처	1.8	기기
40	Temu	9.0	커머스	40	ReVanced Extended	1.7	기타
41	쿠팡이츠	9.0	배달	41	MBC mini	1.7	라디오
42	T멤버십	8.9	금융	42	SERIES	1.7	콘텐츠
43	우리WON뱅킹	8.9	금융	43	기본 화면 보호기	1.7	기기
44	네이버 블로그	8.9	검색	44	네이버 카페	1.6	검색
45	Samsung S Health	8.7	건강	45	Syrup Wallet	1.5	앱테크
46	하나원큐	8.7	금융	46	CBS레인보우	1.5	라디오
47	삼성카드 마이홈	8.6	금융	47	Spotify Music	1.4	음악
48	네이버 웹툰	8.2	콘텐츠	48	Brawl Stars	1.4	게임
49	ISP/페이북	7.9	금융	49	Google	1.4	검색
50	코레일톡+	7.8	모빌리티	50	밴드	1.4	메신저

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱(51~100위)

	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
51	TikTok 틱톡	7.7	콘텐츠	51	TikTok 틱톡	1.4	콘텐츠
52	NH스마트뱅킹	7.4	금융	52	Royal Match	1.3	게임
53	YouTube Music	7.2	음악	53	OK캐쉬백	1.3	금융
54	티빙 TVING	7.1	콘텐츠	54	업비트 Upbit	1.3	코인
55	X	7.1	콘텐츠, 메신저	55	카카오 T 택시 기사용	1.1	모빌리티
56	케이뱅크	7.0	금융	56	빗썸	1.1	코인
57	다음 카페	7.0	검색	57	L.POINT	1.1	금융
58	OK캐쉬백	6.9	금융	58	웨이브	1.1	콘텐츠
59	네이버 파파고	6.9	번역	59	티빙 TVING	1.0	콘텐츠
60	롯데카드	6.8	금융	60	NAVER VIBE	1.0	음악
61	올리브영	6.7	커머스	61	카메라	1.0	사진
62	하나멤버스	6.7	금융	62	전략적 팀 전투	1.0	게임
63	멜론	6.7	음악	63	다음 카페	1.0	검색
64	하나카드	6.4	금융	64	Temu	1.0	커머스
65	NH콕뱅크	6.4	금융	65	카카오뱅크	0.9	금융
66	쿠팡플레이	6.2	배달	66	Android Auto	0.9	기기
67	마이 케이티	6.2	통신	67	YouTube	0.9	콘텐츠, 검색
68	배달 요기요	6.2	배달	68	FM 라디오	0.8	라디오
69	Google 포토	6.2	사진	69	컴투스프로야구2021	0.8	게임
70	무신사	6.1	커머스	70	Samsung Notes	0.8	계획
71	이마트	6.0	커머스	71	AliExpress	0.8	커머스
72	NH올원뱅크	6.0	금융	72	제타	0.8	콘텐츠
73	업비트 Upbit	6.0	코인	73	배달의민족	0.8	배달
74	네이버 MYBOX	5.9	클라우드	74	캘린더	0.8	계획
75	GS SHOP	5.8	커머스	75	사진 스크린세이버	0.7	사진
76	한컴오피스 viewer	5.8	문서	76	피망 뉴맛고	0.7	게임
77	옥션	5.8	커머스	77	하나멤버스	0.7	금융
78	카카오페이지	5.5	콘텐츠	78	KB증권 M-able	0.7	금융
79	국세청 홈택스	5.4	세금	79	알송 모바일	0.7	음악
80	네이버페이	5.3	금융	80	머니워크	0.7	앱테크
81	Google 드라이브	5.0	클라우드	81	디자이너사이드	0.7	콘텐츠, 검색
82	신한 슈퍼SOL	5.0	금융	82	WOS	0.7	게임
83	Facebook Messenger	4.7	메신저	83	카카오내비	0.7	지도
84	CJ온스타일	4.7	커머스	84	캐시닥	0.6	앱테크
85	당신의 U+	4.6	통신	85	캐시피드	0.6	앱테크
86	롯데ON	4.6	커머스	86	Pi Browser	0.6	코인
87	해피포인트	4.6	금융	87	스피킹맥스 2.0	0.6	영어
88	KT 멤버십	4.6	통신	88	11번가	0.6	커머스
89	우리동네GS	4.6	커머스	89	G마켓	0.6	커머스
90	i-ONE Bank	4.5	금융	90	텔레그램	0.6	메신저
91	Samsung Gear	4.4	기기	91	쿠팡플레이	0.6	콘텐츠
92	미래에셋증권 m.Stock	4.3	금융	92	나라면	0.5	앱테크
93	빗썸	4.2	코인	93	Discord	0.5	메신저
94	오늘의집	4.2	커머스	94	미래에셋증권 m.Stock	0.5	금융
95	홈플러스	4.2	커머스	95	카카오맵	0.5	지도
96	에이블리	4.2	커머스	96	꿈의 마을	0.5	게임
97	CJ ONE	4.1	커머스	97	시간표 타임스프레드	0.5	계획
98	우리카드	4.1	금융	98	KB국민은행 스타뱅킹	0.5	금융
99	야놀자	4.0	숙박	99	연락처	0.5	기기
100	Discord	4.0	메신저	100	IdleOutpost	0.5	게임

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

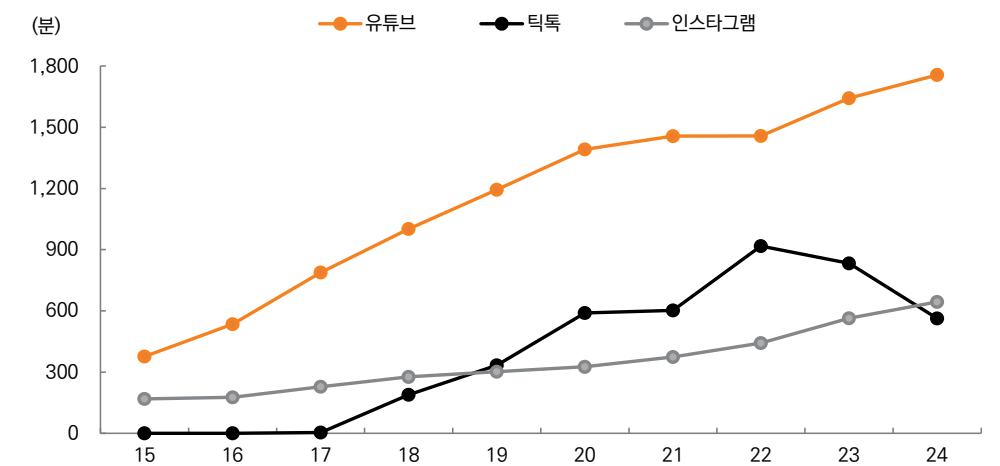
IV. 숏폼이 촉발한 도파민의 시대

AI를 기반으로 한 숏폼의 질주

Q(이용자 수, 인당 체류시간) 감소가 본격화되고 있는 다른 콘텐츠 플랫폼들과 달리 숏폼을 중심으로 한 영상 플랫폼들의 질주는 여전히 계속되고 있다. 국내에 숏폼이 상륙한 시기는 21년으로 인스타그램 릴스가 3월, 유튜브 쇼츠가 7월에 서비스가 시작되었다.

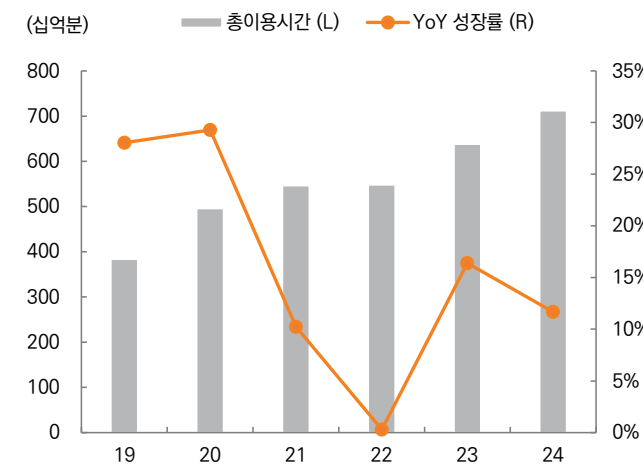
유튜브의 24년 인당 월평균 체류시간은 1,760분으로 20년 대비 26% 상승했다. 인스타그램의 24년 인당 월평균 체류시간은 640분으로 20년 대비 2배 상승했다. 지난 수년간 폭발적인 성장을 이뤘음에도 개인에 대한 AI 추천 기능이 고도화되면서 여전히 10% 이상의 총 이용시간 YoY 성장세도 유지하고 있다.

그림 24. 국내 유튜브, 틱톡, 인스타그램 월평균 체류시간 추이



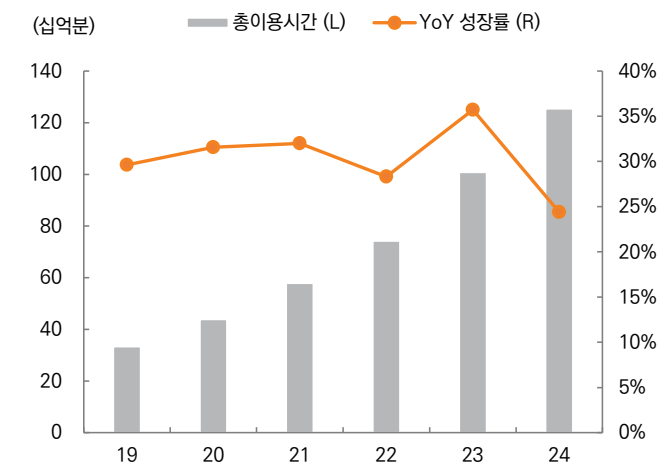
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 국내 유튜브 연간 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 국내 인스타그램 연간 총이용시간 추이(안드로이드)



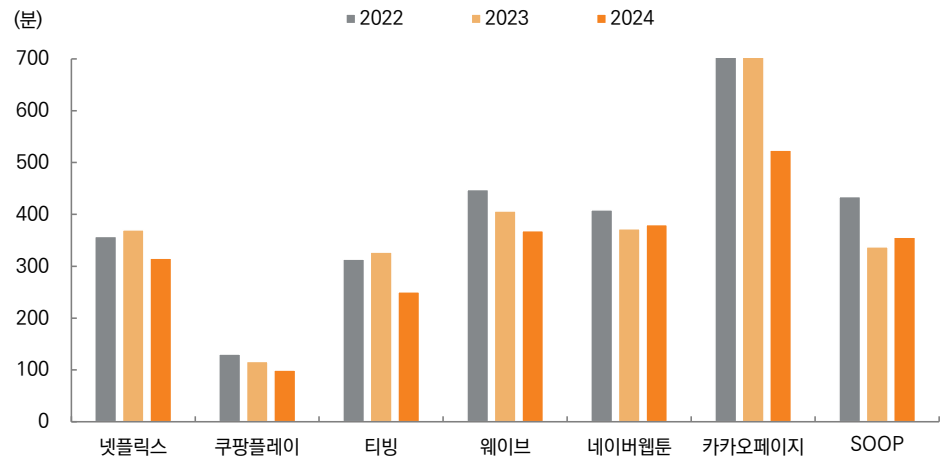
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

숏폼 외 콘텐츠 플랫폼 트래픽(Q) 감소 본격화

숏폼의 인기로 고속 성장을 지속하고 있는 유튜브와 인스타그램을 제외한 주요 콘텐츠 플랫폼의 트래픽(Q) 감소가 본격화되고 있다. 시청시간이 수십 초에 불과한 숏폼에 중독됨에 따라 러닝타임이 1시간 이상인 영화, 30분 이상인 드라마, 라이브 스트리밍 등과 같은 긴 영상을 보는 것에 피로함을 느끼는 사람들이 많아지고 있다. 뿐만 아니라 짧은 축에 속했던 웹툰, 웹소설의 편당 시청 시간 3~5분조차도 길게 느끼며 기피하는 유저들이 증가 중이다.

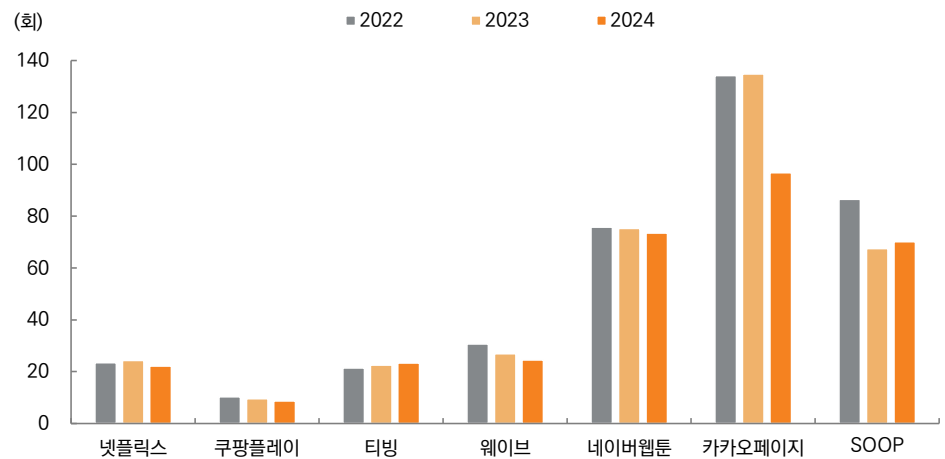
넷플릭스의 24년 인당 월평균 체류시간은 15%, 쿠팡플레이는 14%, 티빙은 23%, 웨이브는 9%, 카카오페이지는 37% 감소했다. 유튜브와 인스타그램을 제외한 전반적인 콘텐츠 플랫폼에서의 월평균 실행횟수의 감소도 확연하게 나타나고 있다. 숏폼을 제외한 대부분의 콘텐츠는 도파민을 분비시키기 위한 호흡 자체가 길 수밖에 없다. 도파민 중독이 심해지는 추세를 고려할 시 향후에도 숏폼 이외 콘텐츠 플랫폼의 Q 감소는 지속될 것으로 보인다.

그림 27. 국내 주요 콘텐츠 플랫폼 인당 월평균 체류시간 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 국내 주요 콘텐츠 플랫폼 인당 월평균 실행횟수



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

토종은 그나마 NAVER가 가능성

유튜브, 인스타그램, 틱톡 등 해외 플랫폼이 위세를 떨치고 있는 상황이지만 국내 플랫폼으로서 NAVER의 숏폼 콘텐츠 '클립'이 생존 가능성을 보여주고 있다. 지난 4분기 월평균 일간 클립 재생 수는 전년 동기 대비 10배 상승했다. 클립 콘텐츠 생산량은 전년 동기 대비 5배 이상 증가했다.

창작자와 광고 수익을 공유하는 인센티브 프로그램이 출시(25년 예정)된 이후 창작자 유입이 한층 가속화될 전망이다. NAVER는 올해 클립 조회수를 2배 늘린다는 목표를 갖고 있다. 프로모션 강도도 강화되고 있다. 매월 미션을 완료한 클립 창작자 5,000명에게 네이버페이 포인트 1만원을 지급하며, 우수한 활동을 보인 500명의 창작자에게는 추가로 네이버페이 포인트 10만원을 제공한다.

NAVER가 보유한 다양한 버티컬 서비스들이 숏폼의 차별화된 성장 전략이 되어줄 전망이다. NAVER가 유튜브, 인스타그램 대비 가질 수 있는 강점은 쇼핑, 플레이스 등의 다변화된 카테고리에서 과점 사업자의 지위를 갖고 있다는 점이다. NAVER 전체 클립 생산량의 40% 이상은 플레이스를 태깅하고 있는 것으로 추정된다.

그림 29. 공격적 프로모션으로 크리에이터를 모집하는 클립



자료: 클립, 미래에셋증권 리서치센터

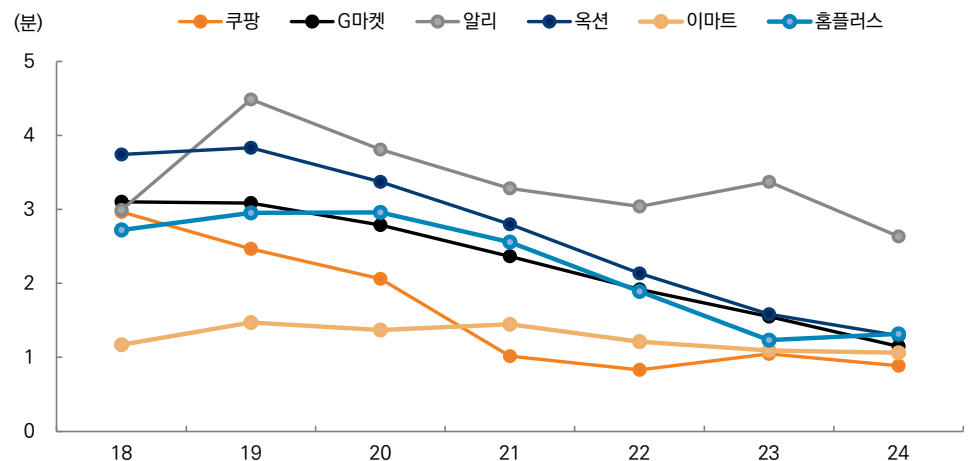
V. 라이브커머스에 대한 의심을 거두자

쇼핑 단위 시간 감소로 이어질 도파민 중독

도파민 중독은 쇼핑 단위 시간의 감소로 이어질 전망이다. 숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

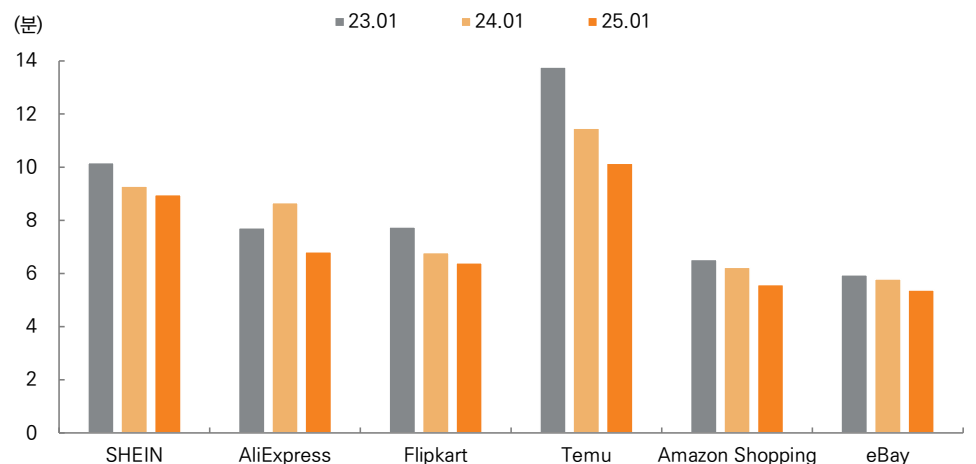
쇼핑 단위 시간의 감소 양상은 이미 국내와 글로벌에서 관찰되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. 글로벌도 국내와 크게 다르지 않다. 아마존 쇼핑, 알리익스프레스, 이베이, 테무 등 주요 글로벌 커머스 플랫폼의 일평균 체류시간도 22년 이후 연 5% 이상의 감소세를 보이고 있다.

그림 30. 국내 주요 커머스 앱 실행당 평균 체류시간



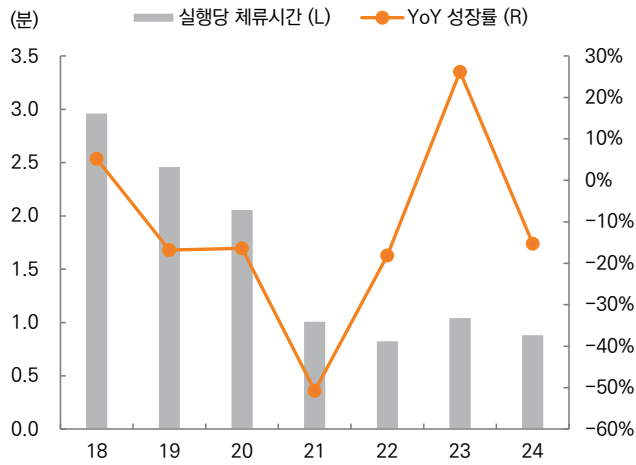
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 주요 커머스 플랫폼 일평균 체류시간



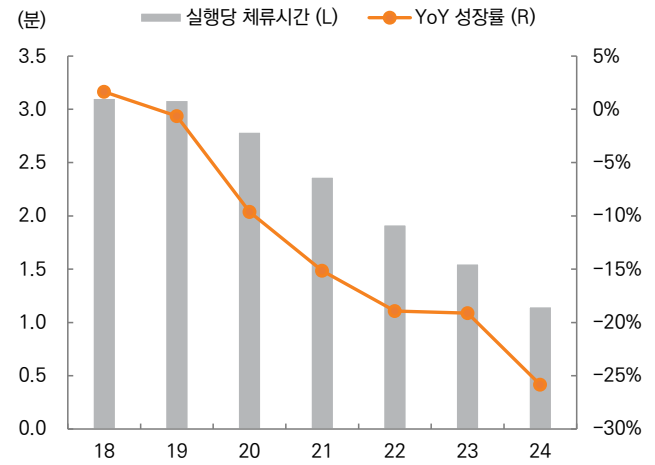
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 쿠팡 앱 실행당 평균 체류시간 추이



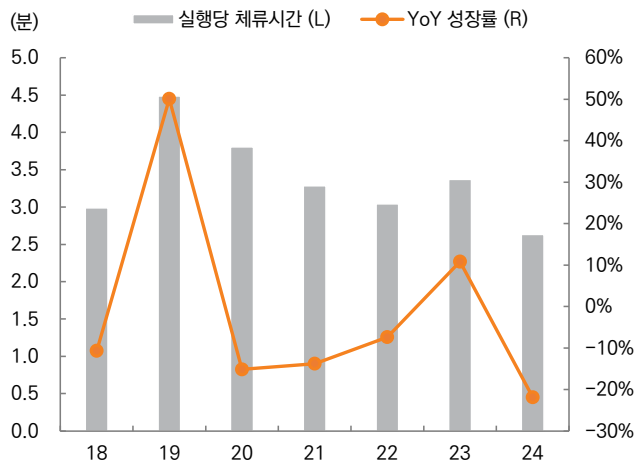
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. G마켓 앱 실행당 평균 체류시간 추이



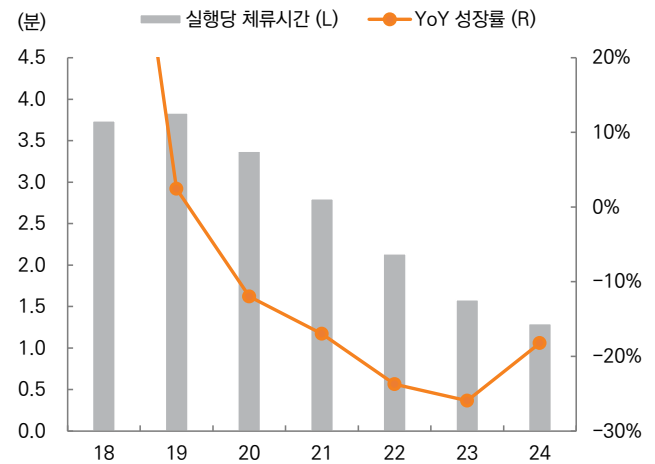
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 국내 알리익스프레스 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 옥션 앱 실행당 평균 체류시간 추이



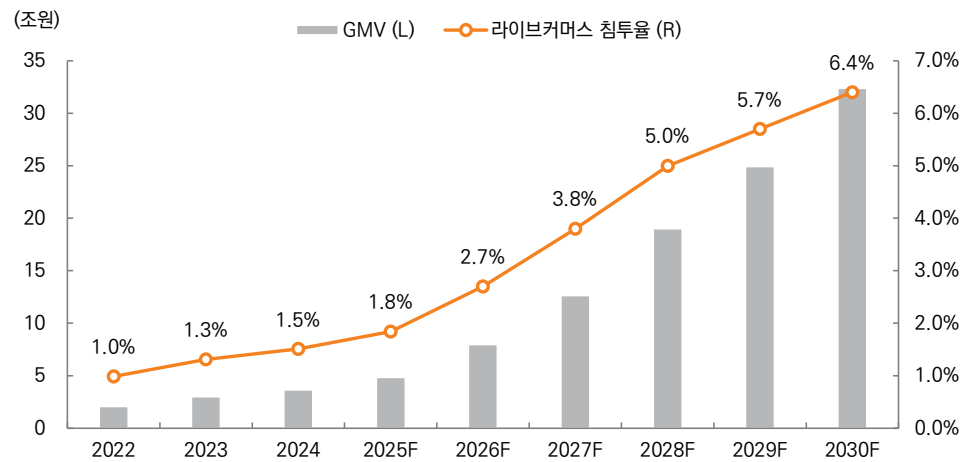
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 시장의 고속 성장

24년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3.6조원(전자상거래 시장 내 침투율은 1.5%)로 추정되며 30년까지 32조원(침투율 6.4%) 규모로 성장할 전망이다. 25년에서 30년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 46%로 14% 수준으로 예상되는 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다.

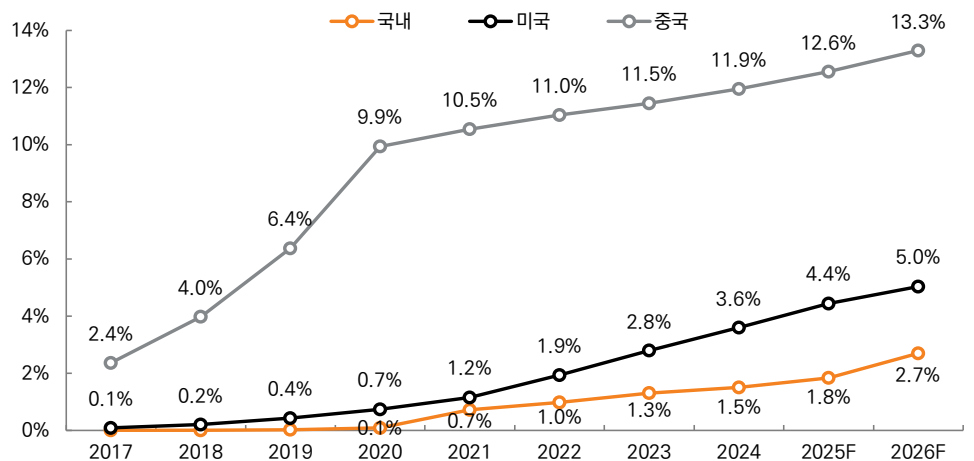
쇼핑 단위 시간 감소 트렌드가 본격화되면서 오랜기간 고착화된 일일이 리뷰를 보고 구매하는 방식은 퇴보할 것이다. 소비자들은 점차 1) 마침 필요하고 관심을 가질만한 상품을 AI가 찾아오면 구매하고, 2) 일반인 리뷰가 아닌 특정 카테고리 제품을 전문적으로 추천해주는 사람의 영상을 보고 구매하는 방식으로 변화해나갈 가능성이 높다.

그림 36. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 37. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 전망



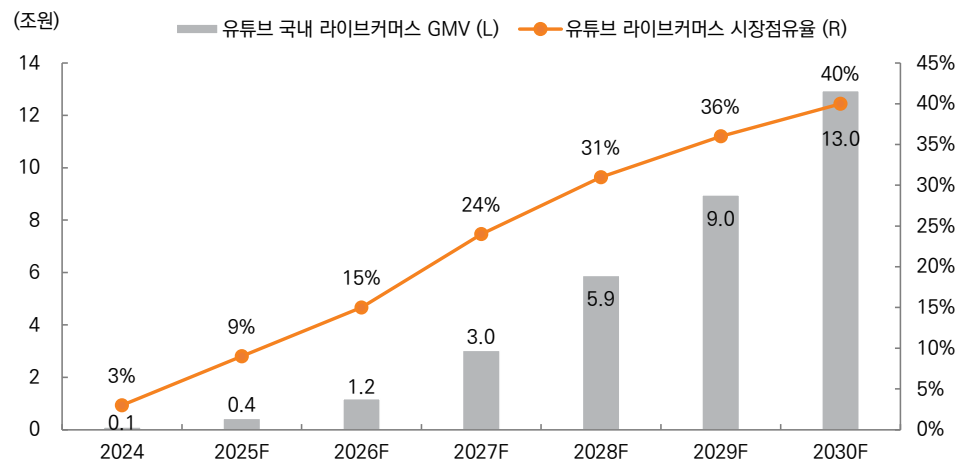
자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 유튜브쇼핑이 지배할 전망

유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 30년 13조원에 이를 전망이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 28년까지 31%로 증가하며 선두인 네이버 쇼핑 라이브의 아성을 넘어서고, 30년에는 40% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 2.6% 수준까지 상승할 전망이다.

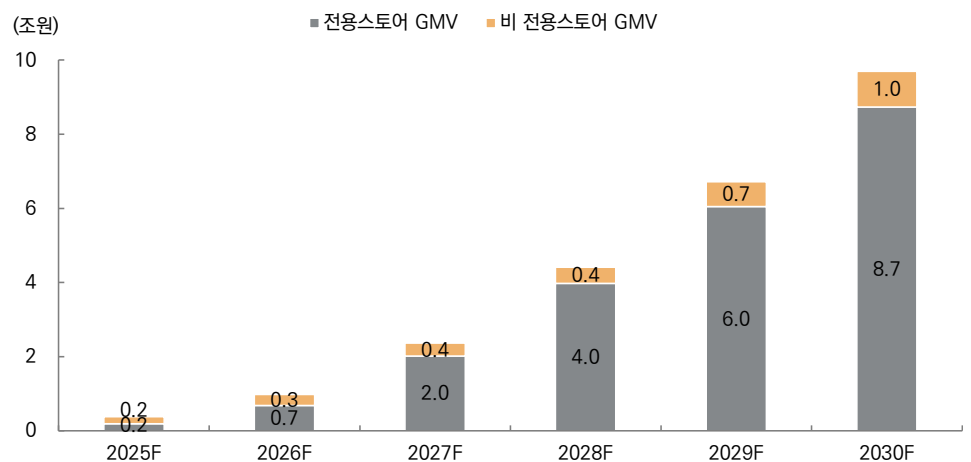
유튜브쇼핑의 고성장을 예상하는 이유는 라이브커머스 시장이 개화기를 지나 성장기에 접어들면서는 영상 콘텐츠 기반의 라이브커머스 플랫폼이 폭발적으로 성장하기 때문이다. 중국과 미국도 초기 시장은 커머스 업체들이 지배했으나 현재는 1위 커머스 업체를 제외하고는 다 순위권 밖으로 밀려난 상황이다. 글로벌에는 틱톡샵이라는 강력한 경쟁자가 존재하나 국내는 압도적인 트래픽 격차를 고려할 때 틱톡이 유의미한 경쟁자가 되기는 어렵다.

그림 38. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

폭발적인 성장이 예상되는 카페24

전용스토어 기능을 제공하는 카페24가 유튜브쇼핑 고성장의 가장 큰 수혜주다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 9.7조원, 공헌이익은 780억원을 예상한다. 카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 카페24의 유튜브쇼핑 내 GMV 점유율은 75% 이상이 될 것으로 전망한다.

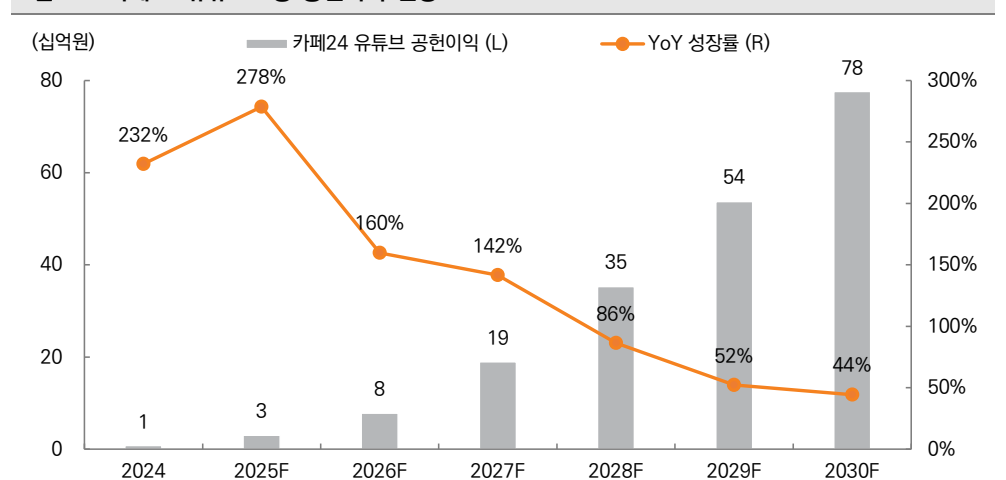
올해로 예상되는 유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 30년 유튜브쇼핑 전용스토어 GMV로 8.7조원을 예상한다. 인앱 결제 업데이트를 통해 유튜브쇼핑 유저의 편의성이 드라마틱하게 개선될 것으로 예상하며 외부 플랫폼으로 이동할 필요가 없는 전용스토어 내에서의 쇼핑이 각광받게 될 것이다.

표 11. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	229	242	263	294	333	380	437	506
YoY 성장률	9.0%	5.7%	8.9%	11.8%	13.0%	14.3%	15.0%	15.7%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	3.6	4.8	7.9	12.6	19.0	24.9	32.4
라이브커머스 침투율	1.3%	1.5%	1.8%	2.7%	3.8%	5.0%	5.7%	6.4%
YoY 성장률	45%	22%	33%	64%	59%	50%	31%	30%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.2	3.0	5.9	9.0	13.0
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	31%	36%	40%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.1%	2.6%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	298%	173%	154%	94%	52%	44%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.0	2.4	4.4	6.7	9.7
유튜브쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	86%	82%	78%	75%	75%	75%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	2%	5%	10%	15%	18%	21%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	4.0	6.0	8.7
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.7	1.0
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	0	1	5	16	43	83	126	182
YoY 성장률	-	-	-	204%	168%	93%	52%	44%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	35	54	78
YoY 성장률	-	-	-	160%	142%	86%	52%	44%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망

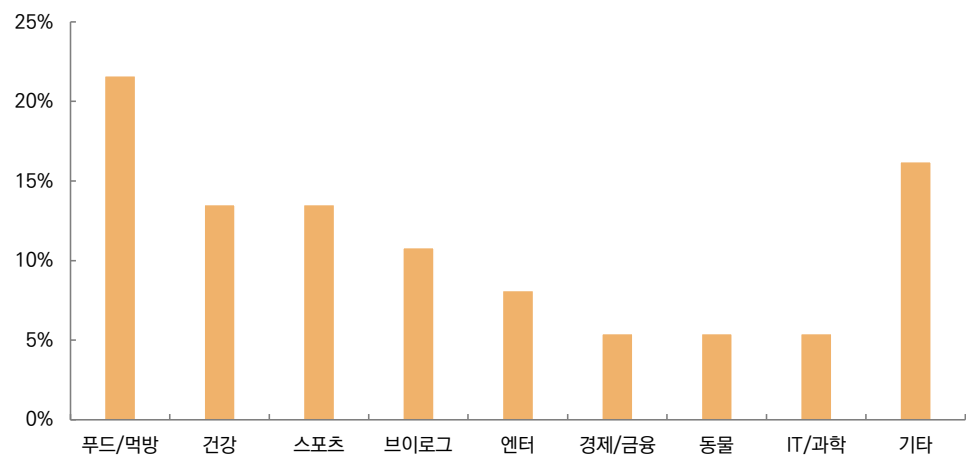


자료: 미래에셋증권 리서치센터

50만 이상의 구독자를 가진 1,800개 이상의 국내 유튜브 채널을 전수 조사한 결과 유튜브 쇼핑의 침투율은 10% 수준까지 상승한 것으로 추정된다. 24년 6월 출시한 카페24의 전용 스토어 침투율은 2% 수준으로 추정된다. 유튜브 스토어를 이용하는 셀러의 5분의 1 수준이 전용 스토어 기능을 이용하고 있는 것으로 보인다.

다양한 카테고리의 채널들이 유튜브쇼핑을 시도해보고 있는데 그 중에서도 눈에 띄는 영역은 음식 카테고리다. 전용스토어를 이용하는 3분의 1 이상의 채널들이 주력 상품으로 식품을 취급하는 것으로 추정된다. 푸드, 먹방, 건강과 관련한 콘텐츠를 다루는 크리에이터들은 밀키트, 건강식품 등을 팔고 있는데 콘텐츠와의 상관성이 높다보니 타 카테고리 대비 높은 구매 전환율을 보이고 있는 것으로 추정된다.

그림 41. 유튜브 전용스토어를 이용 중인 크리에이터 카테고리 비중



자료: 미래셋증권 리서치센터

유튜브쇼핑을 통한 성공 사례가 알려지기 시작하면서 크리에이터들의 참여가 본격화될 것으로 보인다. '1분요리 똑딱이형' 채널의 경우 첫 상품인 '똑딱 도가니탕'을 출시 첫 날 7천 팩, 3개월 누적으로는 5만팩을 판매했다. 1팩당 매출액을 7천원으로 가정하면 상품 1개의 3개월 매출이 3.5억원에 달한다. 푸드, 먹방, 건강 등 음식과 관련한 콘텐츠를 전문으로 하는 크리에이터들의 유튜브쇼핑 참여가 가속화될 전망이다.

유튜브쇼핑의 새로운 가능성을 보여주는 사례도 나타나고 있다. 구독자 100만 이상을 보유한 '전인구경제연구소 채널'도 전용스토어를 운영하고 있는데 실물 상품뿐만 아니라 서비스 상품을 판매하고 있다. 다양한 유형의 주식 강의를 수십만원의 가격대로 판매 중이다. 이는 유튜브쇼핑이 각종 서비스 상품으로까지 확장 가능성이 있음을 시사한다.

표 12. 전용스토어 기능을 이용 중인 주요 유튜브 채널

채널명	구독자수 (백만명)	카테고리	판매 상품 수
청담언니	5.5	푸드/먹방	9
1분요리 똑딱이형	2.9	푸드/먹방	6
나도Nado	2.8	푸드/먹방	4
자취요리신 simple cooking	2.0	푸드/먹방	4
히밥heebab	1.7	푸드/먹방	27
주부나라	1.6	푸드/먹방	2
후다닥요리	0.5	푸드/먹방	14
레시피 읽어주는 여자	1.0	푸드/먹방	13
꾸뽀KUPI	1.2	조립	30
픽플러스	0.7	자동차	8
데일리 버스킹	1.9	음악	30
꼰대희	1.7	엔터테인먼트	11
미미미누	1.7	엔터테인먼트	1
이스타TV	0.8	엔터테인먼트	4
더포스 수영	0.6	스포츠	15
꽈잡야윌기-Kwakyoongy	1.0	스포츠	9
모멘트핏 록코치	0.9	스포츠	3
벼약스핏	0.8	스포츠	20
고알레 GOALE	0.6	스포츠	30
세바시 강연 Sebasitalk	2.0	사회/문화	16
[THE SOY]루팡이네	2.3	동물	11
크집사	1.4	동물	13
재테크읽어주는 파일럿	1.0	경제/금융	18
전인구경제연구소	1.0	경제/금융	8
양띵 유튜브	1.7	게임	16
저라멧 JUSTLIKETHAT	0.7	게임	7
건나물TV	1.1	건강	20
금단미인	0.7	건강	2
굿라이프	1.4	건강	9
이재성 박사의 식탁보감	1.3	건강	11
피부는민동성	0.5	건강	3
영알남YAN	1.2	vlog/라이프	6
윤시원	0.8	vlog/라이프	22
Joe튜브	0.7	vlog/라이프	2
찬이 KimCHAN	0.6	vlog/라이프	30
과학드림 [Science Dream]	1.1	IT/과학	4
이과형	0.6	IT/과학	4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

VI. 위기의 라이브 스트리밍, 웹툰

산업 쇠퇴가 나타나는 글로벌 라이브 스트리밍

과거 대비 지루해져버린 라이브 스트리밍

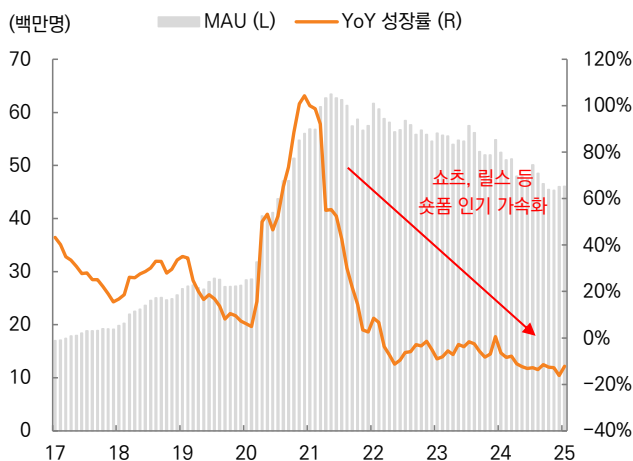
짧은 콘텐츠만을 찾게 만드는 도파민 중독이 라이브 스트리밍 산업을 쇠퇴기로 이끌고 있다는 판단이다. Q 측면에서의 라이브 스트리밍 시장 성장은 갈 수록 어려워질 전망이다. 21년 숏폼이 등장하기 전 과거에는 사람들에게 콘텐츠를 느긋하게 즐길 수 있는 인내심이 있었다. 그러나 숏폼 영상에 중독되고 도파민에 중독됨에 따라 5분 이상의 영상을 보는 것도 지루해하고 버거워하는 사람들이 급증하고 있다.

과거 스트리밍 유저들의 경우 짧게는 10분에서 길게는 30분 이상 라이브 영상을 시청하는데 무리가 없는 인내심을 지니고 있었으나 이제는 그렇지 않다. 도파민이 실시간으로 분비되지 않으면 재미가 농축된 짧은 영상을 찾아 떠난다. 결과적으로 Q의 감소가 다방면에서 관찰되고 있다. 라이브 스트리밍 시장의 Q(총체류시간)는 '이용자 수 x 평균 체류시간'인데 두 요소 모두 하락세가 관찰되고 있다.

이용자 수(Q) 감소세 관찰

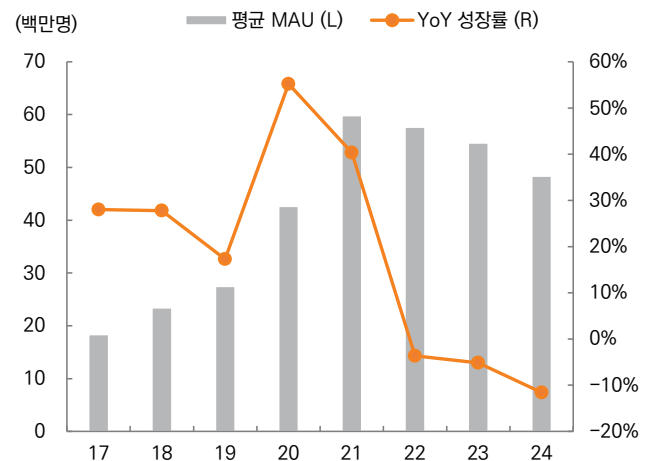
글로벌 스트리밍 플랫폼들의 MAU 감소세가 뚜렷하게 관찰되고 있다. 글로벌 최대 라이브 스트리밍 전용 플랫폼으로 꼽히는 트위치의 경우 21년을 고점으로 매년 하락세가 나타나고 있다. 24년 트위치 MAU는 YoY 12% 역성장하였다. 쇼츠와 릴스의 폭발적인 성장이 21년부터 시작된 것을 고려하면 숏폼의 등장 이후 사람들이 라이브 스트리밍을 이전보다 덜 매력적인 콘텐츠로 느끼고 있다는 점을 알 수 있다.

그림 42. 트위치 MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 트위치 연평균 MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

트위치에 이은 글로벌 2위 라이브 스트리밍 플랫폼이자, 아시아 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브의 유저 지표도 하락세가 관찰되고 있다. 지난 3분기 비고 라이브의 MAU는 3,650만명(-9% YoY)으로 이용자 수(Q) 역성장세가 상반기 대비 확대되었다. Q 감소세를 상쇄할 정도의 ARPU(P) 상승세를 이어나가지 못함에 따라 22년 이후 유의미한 매출 성장을 보여주고 있지 못하다.

중국도 상황은 다르지 않다. 중국의 주요 라이브 스트리밍 업체인 Douyu와 Huya와 같은 플랫폼도 22년 이후 확연한 MAU 역성장세가 관찰되고 있다. 24년 Douyu의 MAU는 YoY 18% 역성장, Huya는 16% 역성장했다. 라이브 스트리밍 전용 플랫폼뿐만 아니라 빌리빌리와 같은 종합 영상 플랫폼의 유저 지표 감소세도 본격화되고 있다. 숏폼을 메인으로 하는 틱톡의 역습으로 대다수의 기존 영상 플랫폼은 쇠퇴하고 있다.

표 13. 아시아 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브 주요 지표

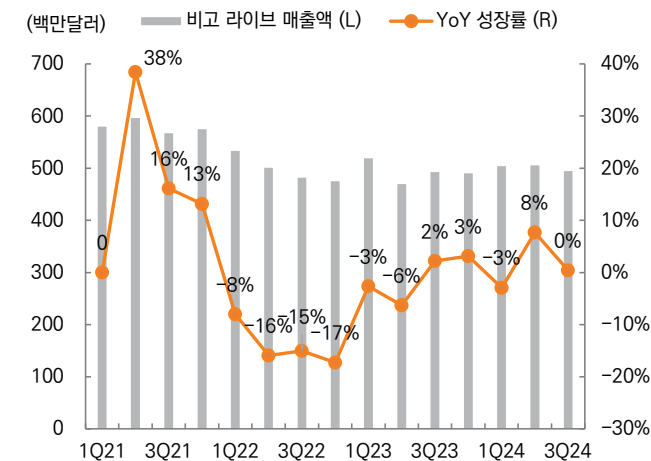
(백만달러)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
비고 라이브 부문 매출액	581	598	569	576	535	503	483	476	520	471	494	491	505	507	496
YoY 성장률	-	38%	16%	13%	-8%	-16%	-15%	-17%	-3%	-6%	2%	3%	-3%	8%	0%
MAU (백만명)	29.1	29.5	31.0	32.2	31.7	32.6	35.4	36.8	37.7	38.5	40.3	38.4	37.1	37.7	36.5
YoY 성장률	-	0%	11%	12%	9%	11%	14%	14%	19%	18%	14%	4%	-2%	-2%	-9%
유료 유저 수 (백만명)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
YoY 성장률	-	12%	13%	3%	-13%	-8%	-1%	3%	8%	6%	7%	8%	6%	8%	1%
Pay ratio 추정	5.7%	5.4%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%
ARPU 추정 (달러)	6.7	6.8	6.1	6.0	5.6	5.1	4.6	4.3	4.6	4.1	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5
YoY 성장률	-	38%	5%	1%	-16%	-24%	-26%	-28%	-18%	-21%	-10%	-1%	-1%	10%	11%

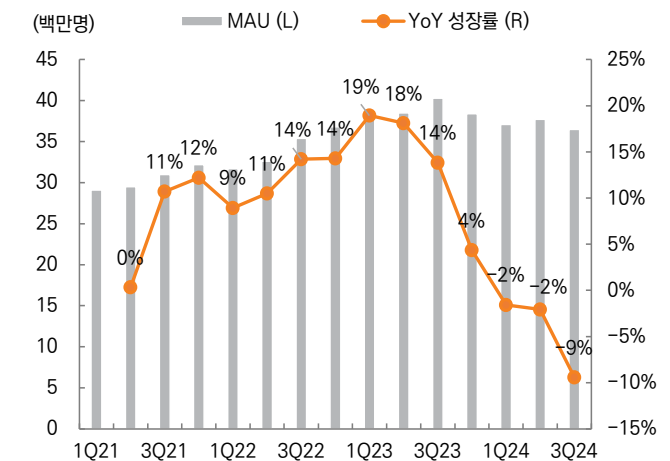
자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 44. 비고 라이브 분기 매출액 추이

그림 45. 비고 라이브 MAU 추이

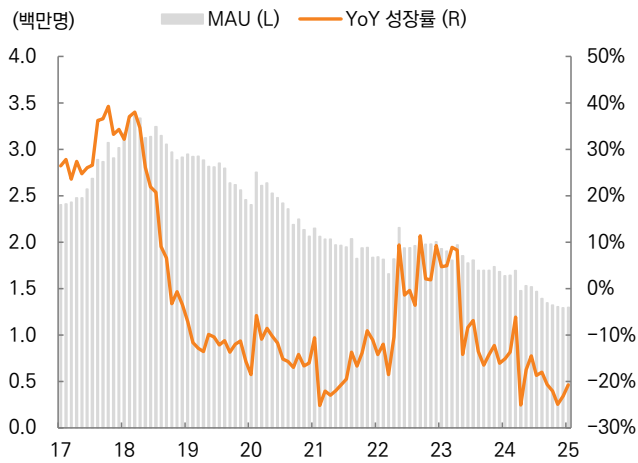


자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터



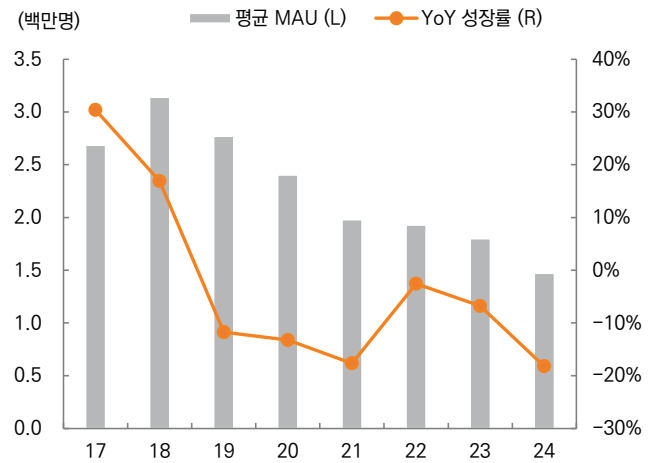
자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. Douyu MAU 추이



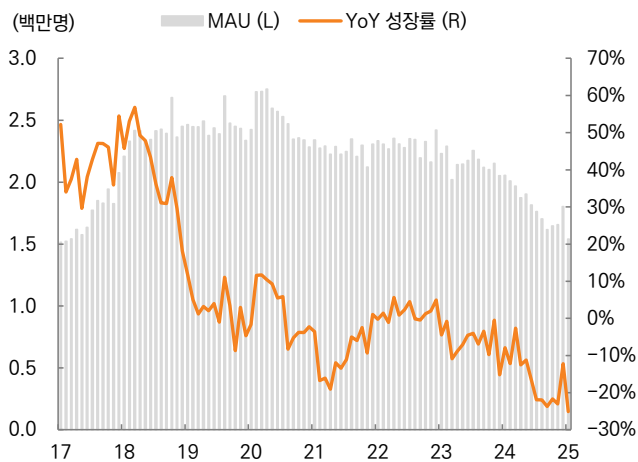
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. Douyu 연평균 MAU 추이



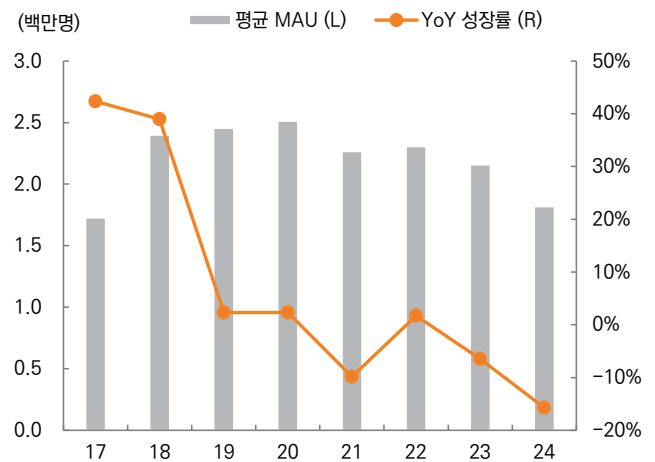
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. Huya MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. Huya 연평균 MAU 추이



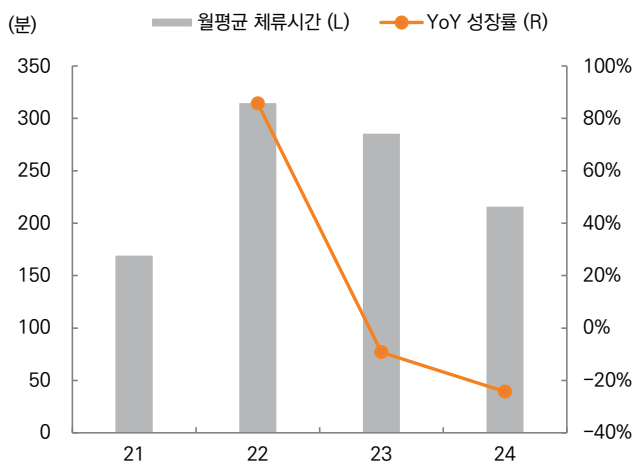
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

평균 체류시간 감소세 관찰

이용자 수 감소와 동시에 이용자당 평균 체류시간 역시도 감소하고 있는 점이 라이브 스트리밍 업황을 급격히 악화시키고 있다. 숏폼의 진격이 본격화된 21년을 기점으로 대부분의 라이브 스트리밍 플랫폼의 이용자당 체류시간은 감소세가 나타나고 있다.

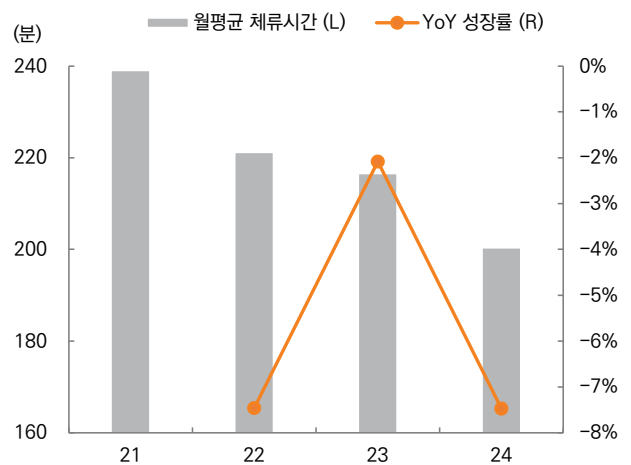
트위치 이용자의 월평균 이용시간은 22년 315분에서 24년 216분으로 2년만에 31% 감소했다. 아시아 지역의 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브 역시도 체류시간의 감소세가 지속되고 있다. 24년 1~3분기 실적에서 분기 평균 MAU 역성장세 심화도 관찰되었다. Huya는 최근 3년간 체류시간 하락세가 가속화되고 있다.

그림 50. 트위치 인당 월평균 체류시간



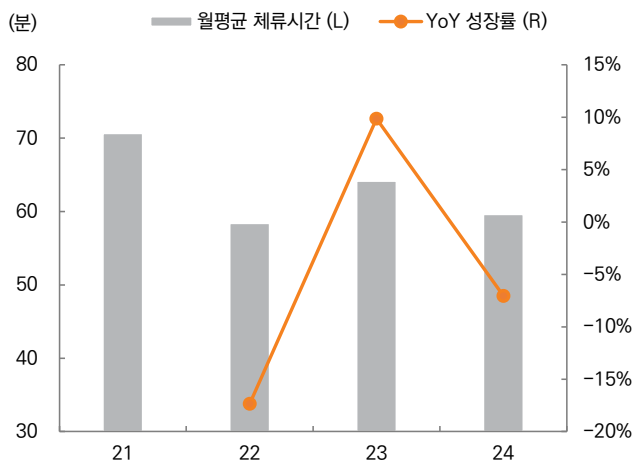
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 비고 라이브 인당 월평균 체류시간



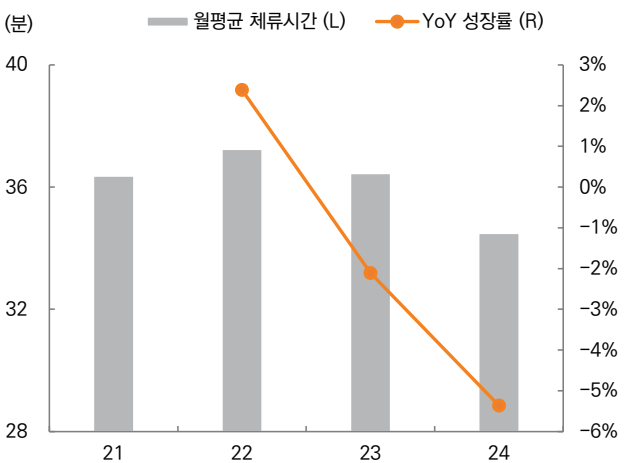
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. Douyu 인당 월평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. Huya 인당 월평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

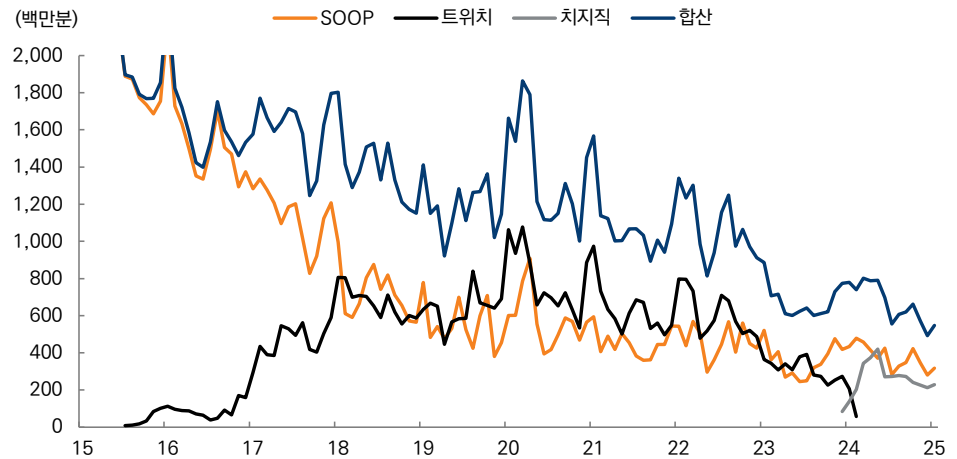
국내도 위험 징후는 뚜렷. 위기의 SOOP

국내 시장도 가파른 트래픽 위축 관찰 중

24년 2월 트위치가 국내 서비스를 종료한 이후 치지직과 SOOP의 치열한 경쟁에만 시선이 집중되어 있다보니 간과되고 있던 부분이 있다. 국내 라이브 스트리밍 시장도 글로벌 못지않은 성장 둔화세가 나타나고 있다는 점이다. 이는 SOOP, 트위치, 치지직을 합산한 지표로 과거부터의 추이를 그려보면 명확해진다.

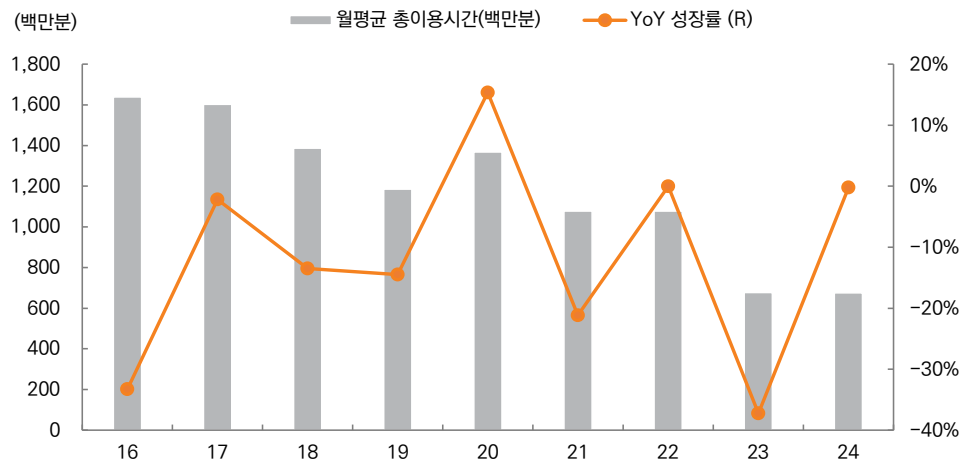
치지직이 등장하기 이전에도 SOOP과 트위치의 체류시간 감소는 오랜기간 이어지고 있었다. 숏폼 콘텐츠가 범람하기 시작한 21년을 기점으로 국내 스트리밍 플랫폼들의 이용시간은 급감하기 시작했다. 24년 국내 주요 스트리밍 플랫폼의 합산 월평균 체류시간은 20년 대비 절반 미만까지 감소했다.

그림 54. SOOP, 트위치, 치지직 월간 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

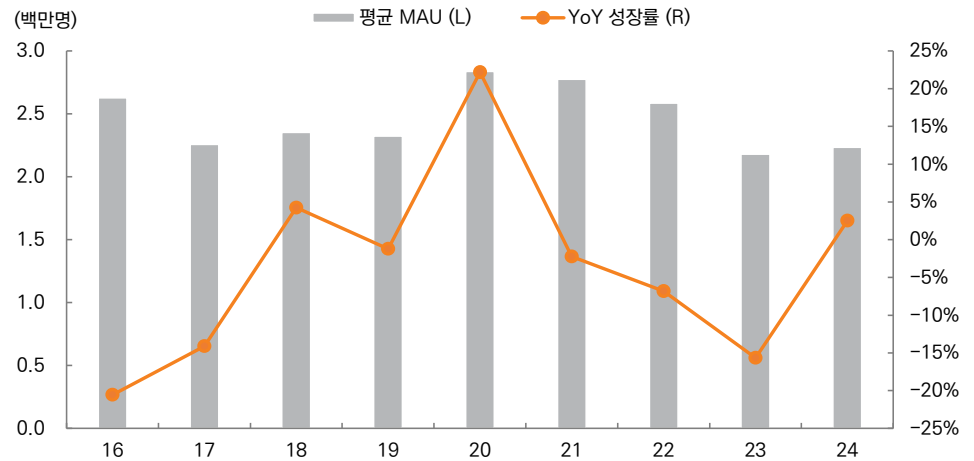
그림 55. SOOP, 트위치, 치지직 합산 월평균 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

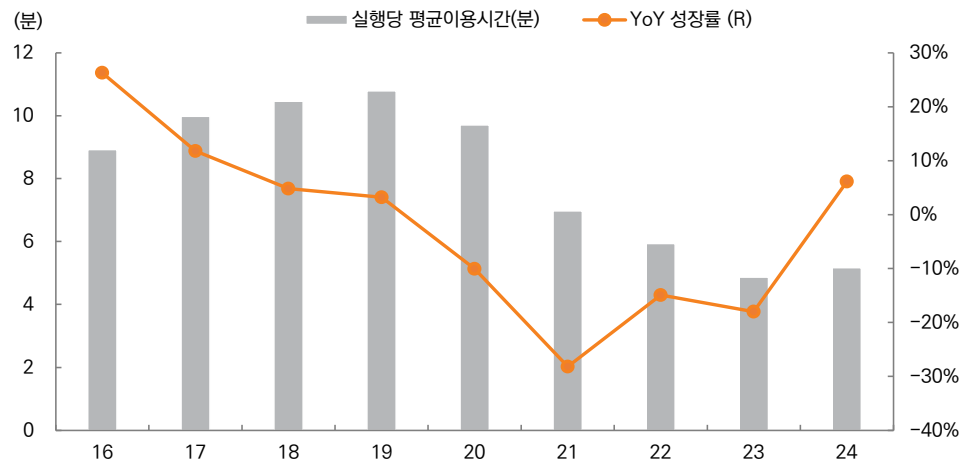
3대 플랫폼(합산) 평균 MAU(안드로이드) 20년 280만명을 고점으로 24년 220만명 수준까지 감소했다. 전체적인 유저 수 감소 외에도 앱 체류시간 감소도 동반으로 나타나고 있다. 실행당 평균 체류시간이 10분을 넘겼던 17~19년과 달리 현재 실행당 평균 체류시간은 5분에 불과하다. 이는 장시간 라이브 스트리밍을 보는 것에 대해 유저들이 이전보다 피로해하고 있음을 의미한다.

그림 56. SOOP, 트위치, 치지직 합산 평균 MAU 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. SOOP, 트위치, 치지직 실행당 평균 이용시간 추이(안드로이드)



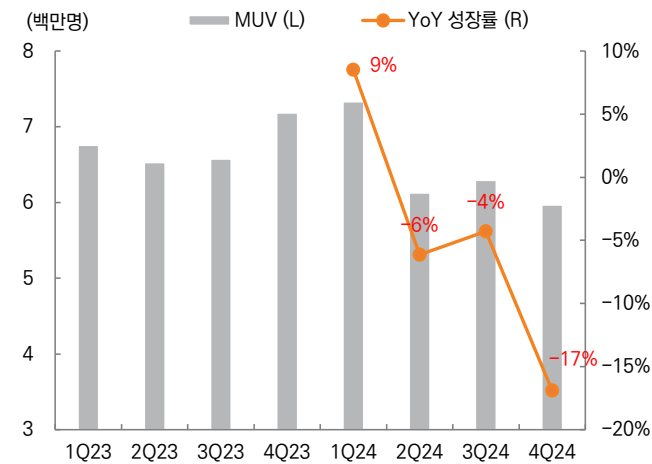
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

트래픽 위기에 봉착한 SOOP

트래픽 감소에 따른 SOOP의 탑라인 성장성 둔화는 불가피하다는 판단이다. 4분기 SOOP 평균 MUV는 600만명(-17% YoY)으로 감소세가 가속화(1Q: 9%, 2Q: -6%, 3Q: -4%)되었다. 이는 1년만에 120만명이 감소한 수치다. 치지직과의 경쟁에서 뚜렷한 트래픽 우위를 보여주고 있지 못하기에 MUV는 1분기에도 YoY 10% 이상 역성장할 것으로 예상된다.

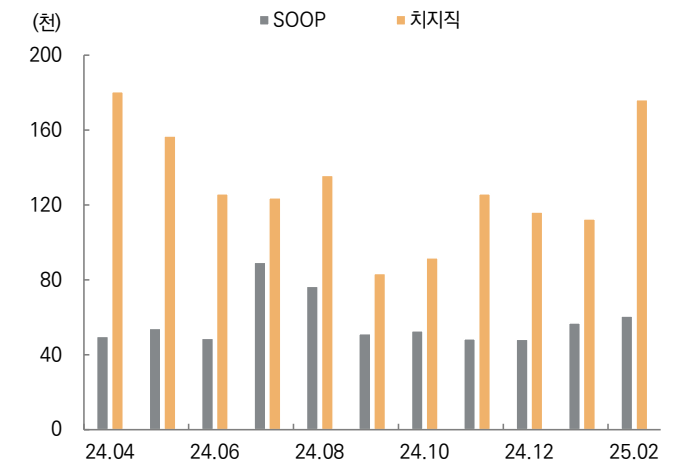
단기간 내 글로벌에서의 고성장 가능성도 높지는 않다는 판단이다. 로컬 스트리밍 플랫폼으로 성장하기 위한 대규모 투자는 늦어지고 있다. 별개로 선정적 콘텐츠의 글로벌 동시 송출에 대한 시장의 기대감이 존재하나 1) 타 글로벌 플랫폼 대비 수위가 약할 수밖에 없는 점, 2) 그로 인해 낮은 수준에 머무를 결제 유저 비중, 3) 국내 크리에이터들의 타 글로벌 플랫폼으로의 진출도 열려 있는 점을 고려 시 SOOP이 가진 해자는 크지 않다는 판단이다.

그림 58. SOOP 분기 MUV 추이 (개정 후)



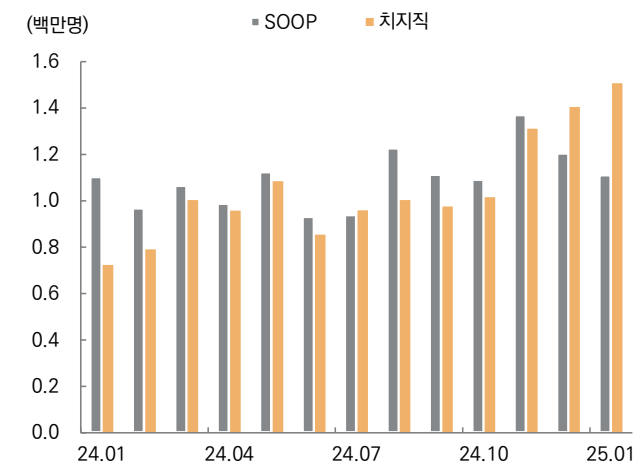
자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. SOOP, 치지직 국내 월간 다운로드 추이



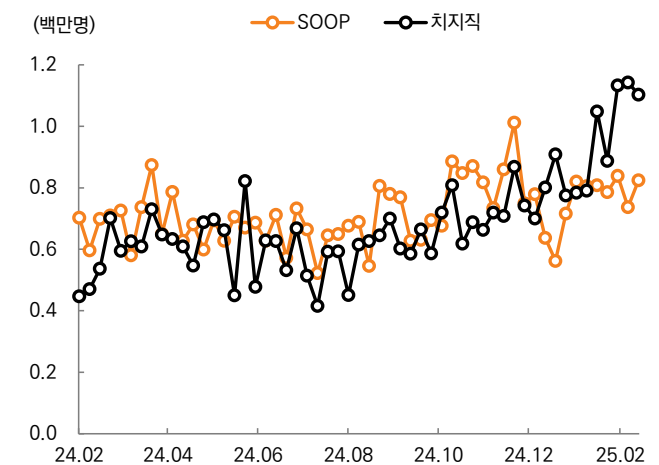
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. SOOP, 치지직 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. SOOP, 치지직 WAU (안드로이드)



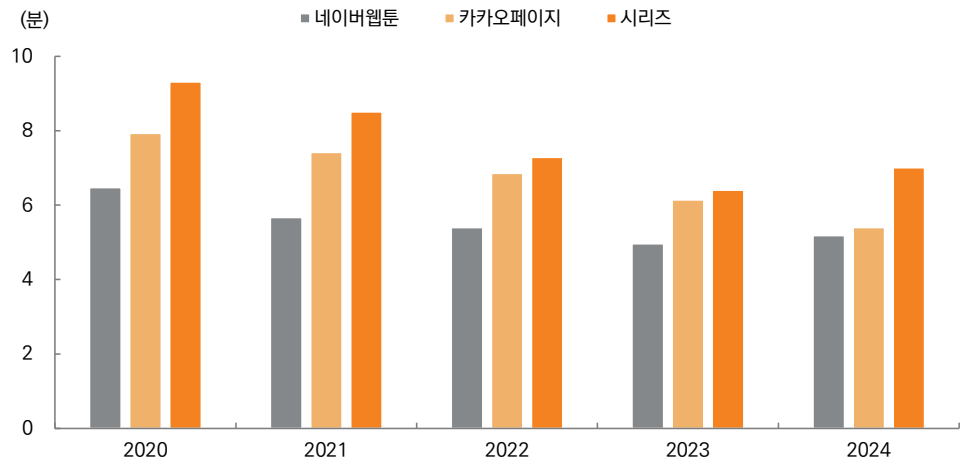
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

도파민 분비량에서 밀리는 웹툰/웹소설

숏폼의 등장으로 웹툰/웹소설 산업도 위기를 맞고 있다. 도파민을 뿜어내주는 짧은 콘텐츠를 연속적으로 시청하는 것이 가능해짐에 따라 스크롤을 내리면서 웹툰을 보는 행위 자체가 피로해졌다. 이는 웹소설도 마찬가지다. 모든 회차가 도파민이 넘칠 수 없는 웹툰/웹소설은 짧은 시간 안에 즐길 콘텐츠 순위에서 숏폼에게 밀리고 있다. 주요 웹툰/웹소설 플랫폼의 실행당 평균 이용시간은 숏폼 등장 전과 비교해 25% 가량 감소했다.

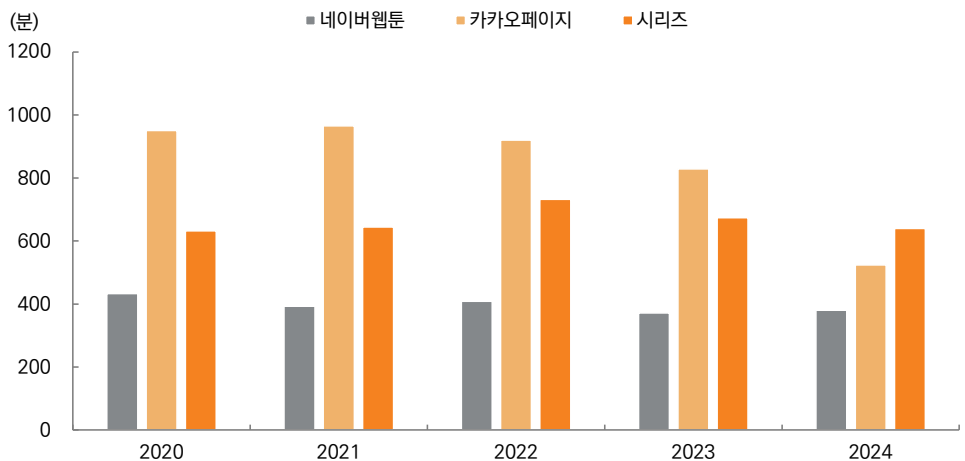
BM 측면에서는 대부분의 웹툰/웹소설 플랫폼들이 주요 수익모델로 삼아온 유료화 모델에 대해 유저들이 이전보다 부담을 느끼고 있는 상황이다. 숏폼의 경우 유저들을 자연스럽게 광고에 노출시키면서 얻는 광고 수익이 메인 BM이다. 광고를 과도하게 노출시키지 않기 때문에 숏폼 유저들은 콘텐츠 소비에 대한 비용 부담이 높다고 느끼지 않는다. 숏폼에 익숙해질수록 부분 유료화 BM에 대한 일반 유저들의 거부감이 커지게 된다.

그림 62. 국내 웹툰 플랫폼 실행당 평균 이용시간



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 국내 웹툰 플랫폼 인당 월평균 이용시간

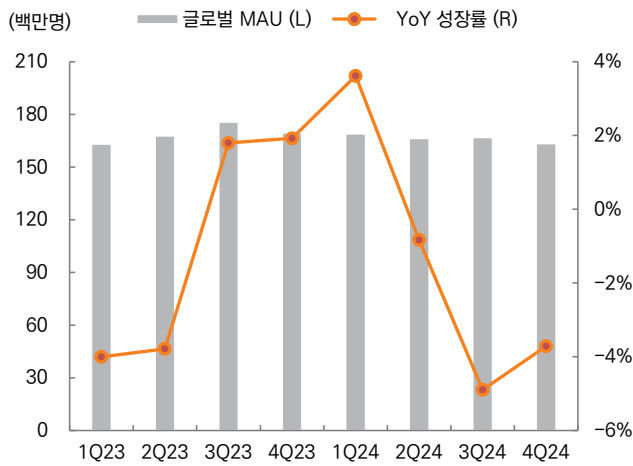


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

숏폼의 역습에 따른 웹툰/웹소설 산업의 위기는 이미 지표에서 선명하게 나타나고 있다. 글로벌 최대 웹툰/웹소설 플랫폼인 네이버웹툰의 MAU는 3Q24를 기점으로 역성장에 접어들었다. 일본을 제외한 전반적인 지역에서의 이용자 감소가 발생 중인 것으로 추정된다.

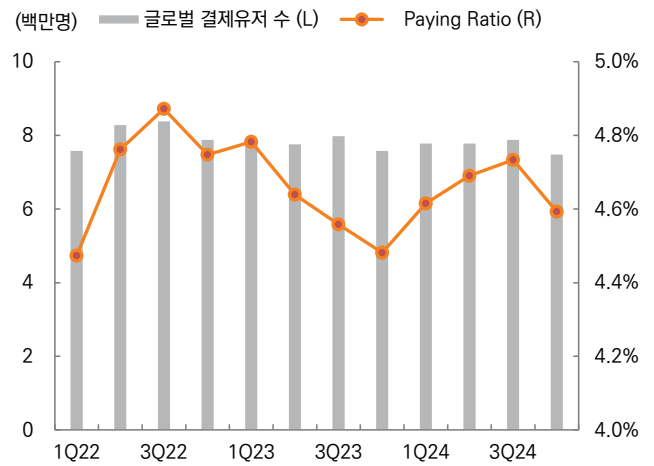
부분 유료화 BM도 한계에 부딪히기 시작하면서 이용자 수, 결제유저 수, 결제 유저 비중의 동반 하락이 관찰되고 있다. 과거 4.9% 수준이었던 글로벌 결제 유저 비중은 4분기 4.6%까지 하락했다. 국내는 결제유저 수가 22년 이후 감소세를 보이면서 결제 유저 비중도 17.3%에서 14.7%까지 급격히 하락했다.

그림 64. 네이버웹툰 글로벌 MAU



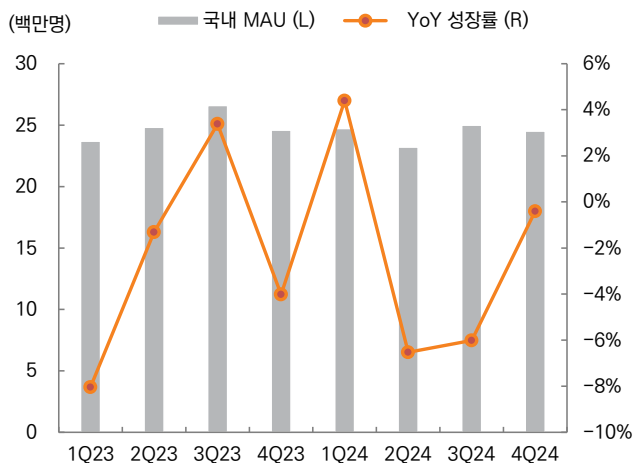
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 네이버웹툰 글로벌 결제유저 수, Paying Ratio



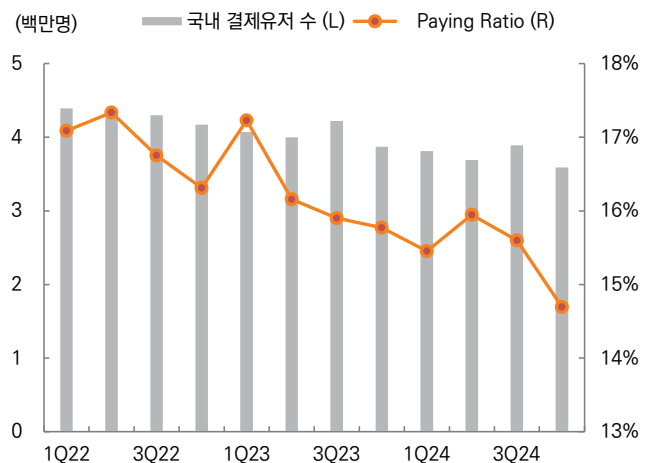
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 네이버웹툰 국내 MAU



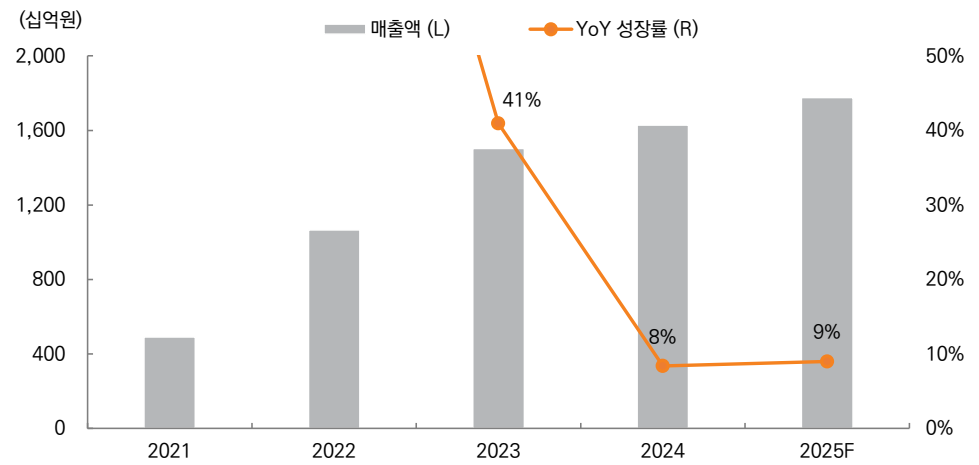
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 네이버웹툰 국내 결제유저 수, Paying Ratio



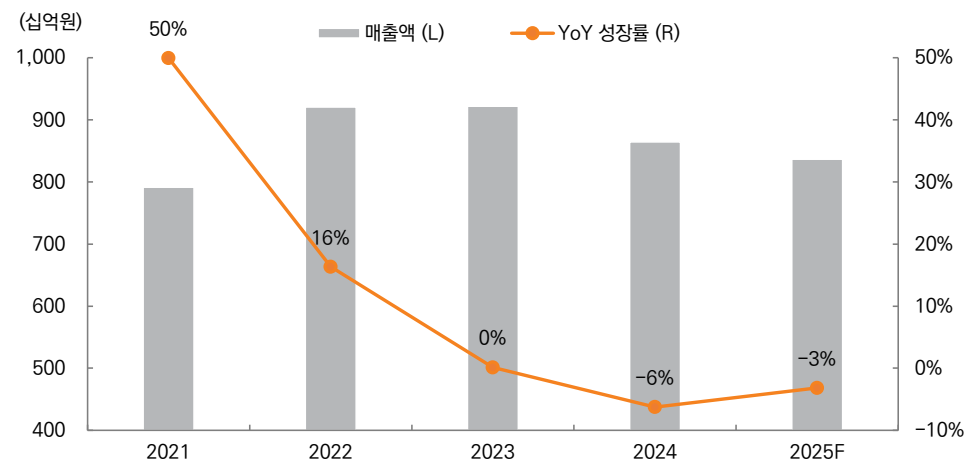
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. NAVER 웹툰 연간 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 카카오 웹툰 연간 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

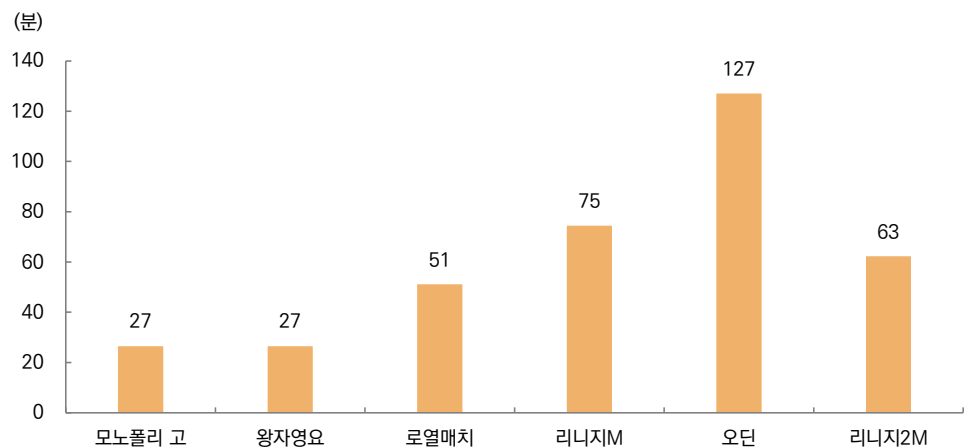
VII. 게임도 변화의 바람

감소하는 게임 평균 체류 시간

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

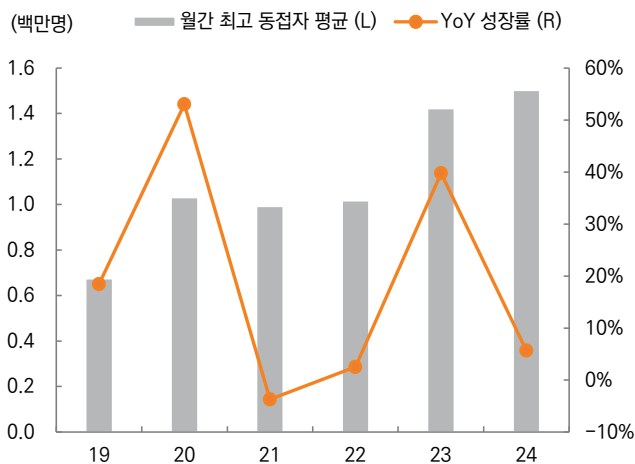
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던 대작들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 70. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



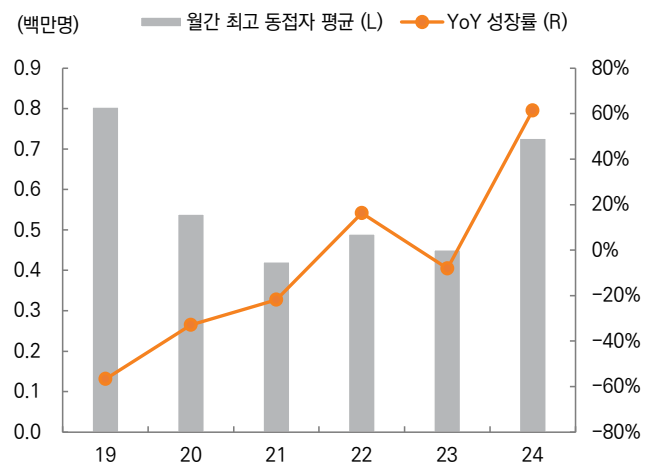
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



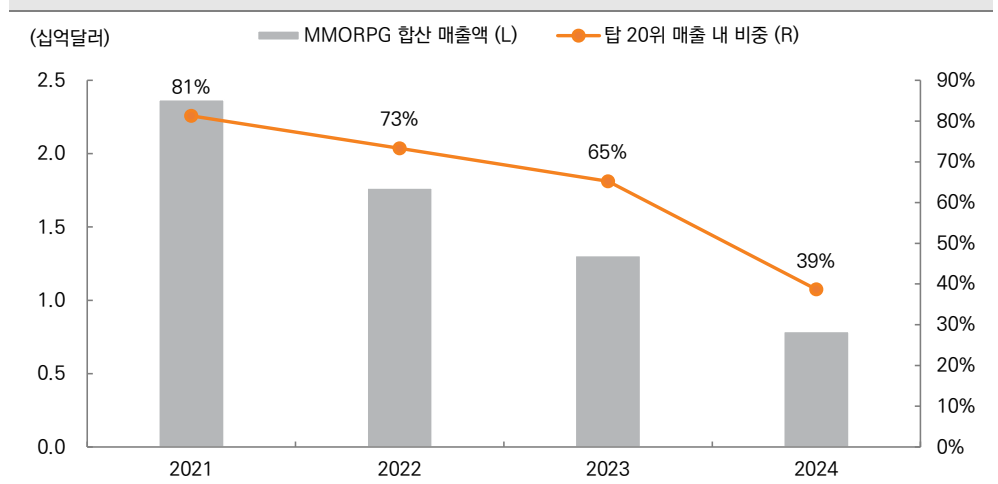
자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

트렌드 변화. 쇠퇴하는 MMORPG

게이머들의 성향 변화는 MMORPG의 몰락을 이끌고 있다. 도파민에 중독된 유저들은 이전처럼 MMORPG 게임에 1시간 이상 접속하는 것 자체를 부담스럽게 느끼고 있다. 게임을 하는 양상이 더욱 개인적으로 변화함에 따라 게임 내 유저들과 긴밀한 관계를 쌓아야 하는 게임에 대한 기피 현상도 나타나고 있다.

MMORPG에 대한 선호도가 압도적으로 높았던 국내 시장도 MMORPG에 대한 기피 현상이 여실히 드러나고 있다. 21년 연간 매출 상위 20위 모바일 게임 내 MMORPG 비중은 81%에 달했으나 24년에는 39%까지 하락했다. 불과 3년 사이의 일이다.

그림 73. 국내 매출 상위 20위 게임 내 MMORPG 합산 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 21~24년 국내 연간 매출 상위 20위 모바일 게임

	2021	2022	2023	2024
1	리니지2M	리니지W	리니지M	리니지M
2	리니지M	리니지M	오딘	라스트워
3	오딘	오딘	나이트 크로우	WOS
4	리니지W	리니지2M	리니지W	오딘
5	기적의 검	던파M	리니지2M	버섯커키우기
6	쿠키런킹덤	히어로즈테일즈	EA FC Mobile Soccer	로열매치
7	제2의나라	EA FC Online M	아키에이지 워	리니지W
8	원신	원신	원신	리니지2M
9	세븐나이츠2	히트2	EA FC Online M	브롤스타즈
10	라이즈오브킹덤즈	로블록스	WOS	EA FC Mobile Soccer
11	바람의나라: 연	우마무스메	붕괴: 스타레일	니케
12	블소 레볼루션	라이즈오브킹덤즈	데블M	로블록스
13	V4	블소 레볼루션	Roblox	EA FC Online M
14	그랑사가	기적의 검	니케	운빨존많겜
15	리니지2 레볼루션	EA FC Mobile Soccer	세븐나이츠 키우기	붕괴: 스타레일
16	EA FC Online M	탕탕특공대	히트2	로드나인
17	삼국지전략판	블레이드&소울2	탕탕특공대	나혼렘
18	카러플	뮤오리진3	로열매치	원신
19	뮤 아크엔젤	쿠키런킹덤	프라시아 전기	나이트 크로우
20	메이플스토리M	리니지2 레볼루션	블소 레볼루션	아키에이지 워

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

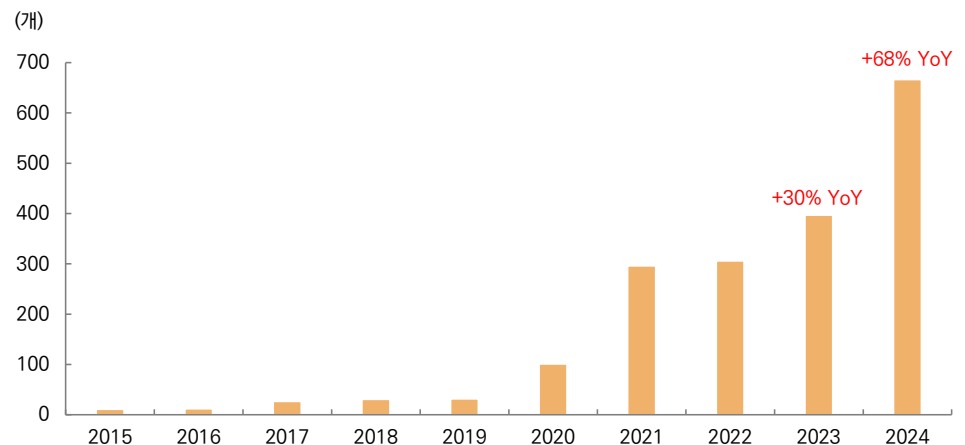
방치형, 분재 게임의 약진

현대인들이 스마트폰에 중독되며 눈과 뇌가 피로해지면서 나타나고 있는 결과가 방치형 게임의 약진이다. 모바일 플랫폼에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 심상찮다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 블루아카이브, 니케와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 1일 플레이 시간은 30분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

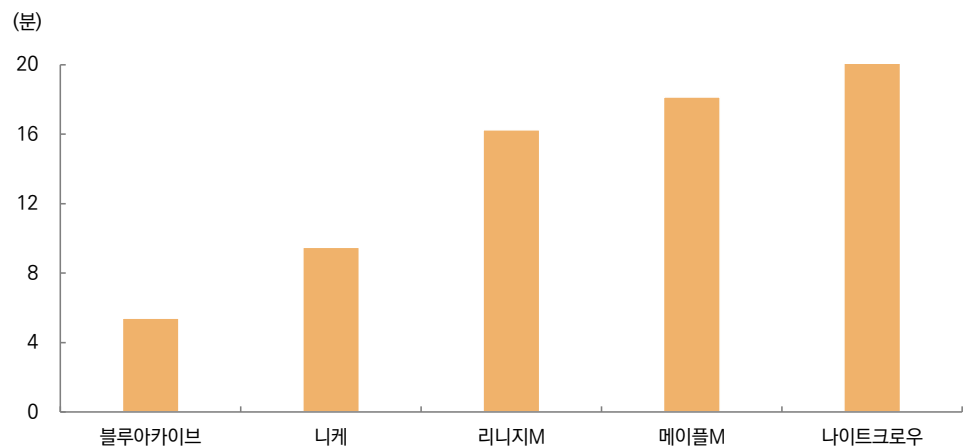
방치형 게임은 서브컬처와 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 분재 게임으로 불리기도 하는데 이는 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다. 사람들의 성향 변화에 따라 분재 게임들의 1일 필요 플레이 시간도 매년 줄어드는 추세에 있다.

그림 74. 스팀 연도별 방치형 게임 신작 수



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 국내 주요 모바일 게임 실행당 평균 이용시간



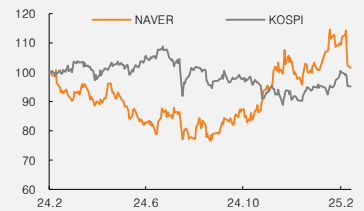
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 310,000원
현재주가(25/3/4)	205,500원
상승여력	50.9%

영업이익(24F,십억원)	1,979
Consensus 영업이익(24F,십억원)	1,967
EPS 성장률(24F,%)	88.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	17.1
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	32,559
발행주식수(백만주)	158
유동주식비율(%)	85.6
외국인 보유비중(%)	48.5
베타(12M) 일간수익률	0.27
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.9	30.5	7.0
상대주가	-7.7	33.2	13.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

강력한 커머스 모멘텀 임박

도파민 중독과 쇼핑 단위 시간의 감소

숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

쇼핑 단위 시간의 감소는 이미 본격화되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. AI 추천 기능이 강화될 동사의 쇼핑 앱 별도 출시는 쇼핑 단위 시간 감소라는 트렌드에 부합한다.

신규 앱 출시 이후 커머스 성장 가속화 전망

3/12일 신규 커머스 앱 출시로 1) 검색부터 구매까지 이어지는 유저 동선 및 시간 단축, 2) AI 기반 상품 추천 기능 고도화가 이어지면서 GMV 성장세가 가속화될 전망이다. 24년 5%에 불과했던 GMV YoY 성장률은 12%까지 상승하면서 전자상거래 시장 성장률을 상회할 전망이다.

24년 19.6%까지 감소했던 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율은 25년 20.3%까지 회복할 것이다. 1) 기존 커머스 유저의 UX/UI 최적화와 2) 신규 광고 인벤토리 확장으로 25년 커머스 광고 YoY 성장세도 14%로 가속화될 전망이다. 25년 커머스 매출액 전망치를 2% 상향한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 310,000원으로 상향

인터넷 업종 대형주 Top Pick 의견을 유지하며 커머스 부문 매출액 상향에 따른 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 290,000원에서 310,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 상향한다. 25F P/E 19배에서 거래 중이다.

상반기 예정된 커머스 별도 앱 출시 이후 모멘텀이 본격화될 전망이다. 신규 앱 출시에 따른 마케팅비 증가는 불가피한 부분이나 고성장세 회복이 예상되는 커머스 광고 부문 호조가 이를 상쇄할 것이다. 하반기 가파른 트래픽 증가세를 보여주면서 쿠팡에 이은 국내 MAU 2위 커머스 앱이 될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	8,220	9,671	10,738	11,991	13,590
영업이익 (십억원)	1,305	1,489	1,979	2,328	2,871
영업이익률 (%)	15.9	15.4	18.4	19.4	21.1
순이익 (십억원)	760	1,012	1,878	1,698	2,131
EPS (원)	4,634	6,180	11,632	10,719	13,452
ROE (%)	3.3	4.4	7.6	6.4	7.5
P/E (배)	38.3	36.2	17.1	19.2	15.3
P/B (배)	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,822	2,953	3,036	3,180	9,671	10,738	11,991	13,590
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	11.7%	13.1%	11.8%	10.2%	17.6%	11.0%	11.7%	13.3%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,022	1,099	1,111	1,157	3,589	3,946	4,389	4,914
검색	696	731	753	768	772	812	838	856	2,725	2,950	3,278	3,673
디스플레이	202	235	230	252	224	262	257	285	846	919	1,028	1,172
기타	7	12	15	44	26	25	16	16	18	78	83	69
커머스	703	719	725	775	777	822	831	907	2,547	2,923	3,338	3,963
커머스 광고	265	280	279	308	300	318	321	354	1,107	1,132	1,294	1,537
중개 및 판매	391	391	400	414	419	444	444	481	1,269	1,596	1,789	2,099
멤버십	48	47	46	54	58	60	66	72	171	195	256	327
핀테크	354	368	385	401	396	413	433	446	1,355	1,508	1,688	1,881
콘텐츠	446	420	463	467	465	454	503	508	1,733	1,796	1,930	2,102
웹툰	395	383	424	428	426	416	464	470	1,503	1,629	1,776	1,954
스노우	36	22	21	26	26	25	25	25	169	105	101	97
기타	16	15	18	14	14	13	13	13	60	62	53	51
클라우드	117	125	145	178	162	164	158	162	447	564	646	731
NCP/웍스(B2B)	111	118	123	127	129	132	135	137	415	479	534	622
클로바/랩스	6	6	22	51	33	32	23	24	32	84	112	109
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,297	2,382	2,411	2,572	8,182	8,758	9,662	10,719
개발/운영비용	636	683	657	689	680	717	690	740	2,573	2,664	2,827	3,110
파트너	913	917	938	1,022	991	995	1,019	1,111	3,534	3,790	4,116	4,501
인프라	170	172	178	185	183	194	201	213	596	705	792	934
마케팅	367	367	417	448	443	475	501	509	1,480	1,599	1,928	2,174
영업이익	439	473	525	542	525	571	625	608	1,489	1,979	2,328	2,871
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	19.4%	20.8%	19.0%	12.1%	14.1%	32.9%	17.6%	23.3%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.6%	19.3%	20.6%	19.1%	15.4%	18.4%	19.4%	21.1%
지배주주순이익	511	338	520	509	382	416	455	445	1,012	1,878	1,698	2,131
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	13.5%	14.1%	15.0%	14.0%	10.5%	17.5%	14.2%	15.7%

자료: 미래셋증권 리서치센터

표 16. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	11,931	13,398	11,991	13,590	1%	1%	11,852	12,932	1%	5%	커머스 부문 매출액 추정치 상향
영업이익	2,193	2,623	2,328	2,871	6%	9%	2,276	2,584	2%	11%	
지배주주순이익	1,588	1,948	1,698	2,131	7%	9%	1,883	2,139	-10%	0%	
영업이익률	18.4%	19.6%	19.4%	21.1%	-	-	19.2%	20.0%	-	-	
순이익률	13.3%	14.5%	14.2%	15.7%	-	-	15.9%	16.5%	-	-	

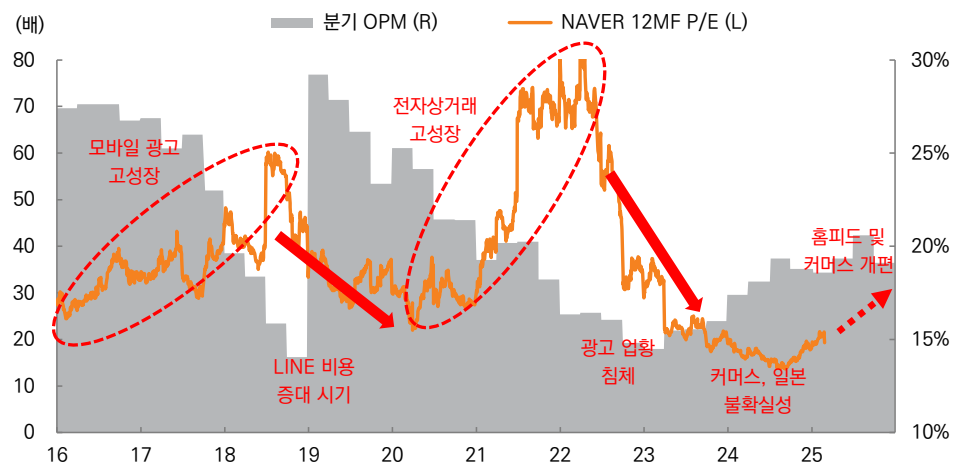
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 밸류에이션

구분	내용	비고
2025년 지배주주순이익 (십억원)	1,698	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	49,131	
주식 수 (천주)	158,437	
목표주가 (원)	310,000	
현재주가 (원)	205,500	
상승여력	50.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



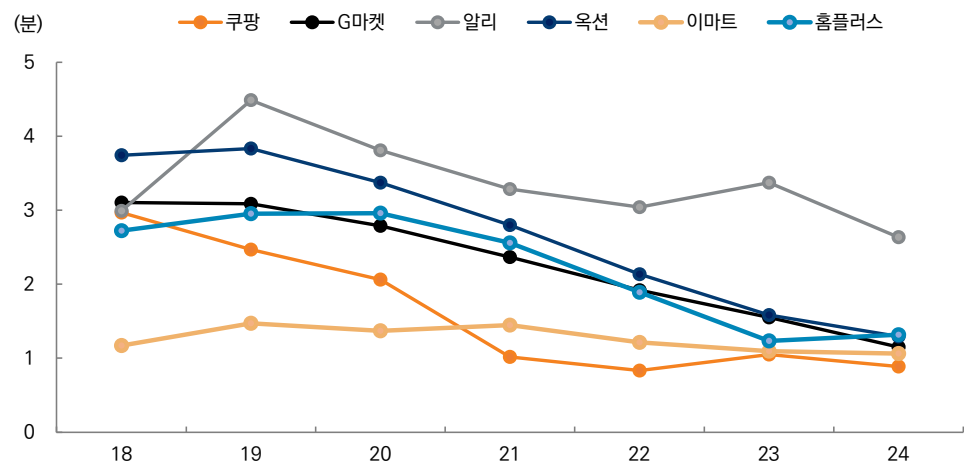
자료: 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 단위 시간 감소로 이어질 도파민 중독

도파민 중독은 쇼핑 단위 시간의 감소로 이어질 전망이다. 숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

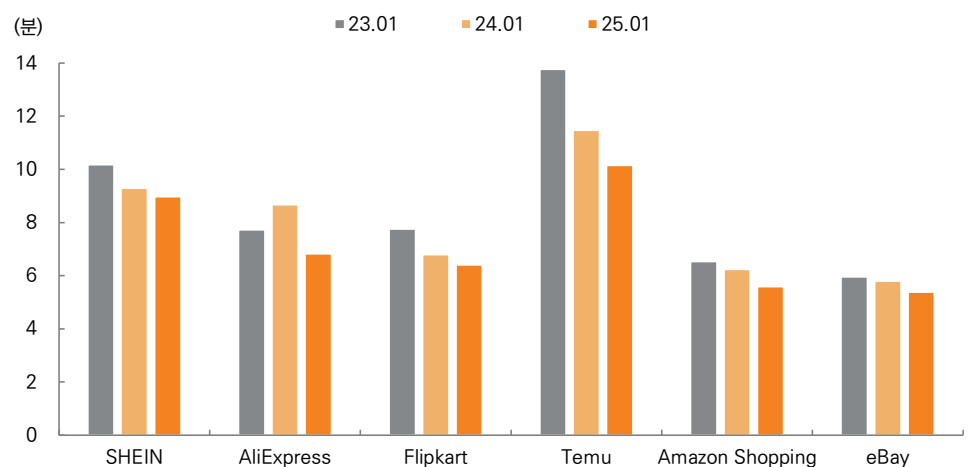
쇼핑 단위 시간의 감소 양상은 이미 국내와 글로벌에서 관찰되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. 글로벌도 국내와 크게 다르지 않다. 아마존 쇼핑, 알리익스프레스, 이베이, 테무 등 주요 글로벌 커머스 플랫폼의 일평균 체류시간도 22년 이후 연 5% 이상의 감소세를 보이고 있다.

그림 77. 국내 주요 커머스 앱 실행당 평균 체류시간



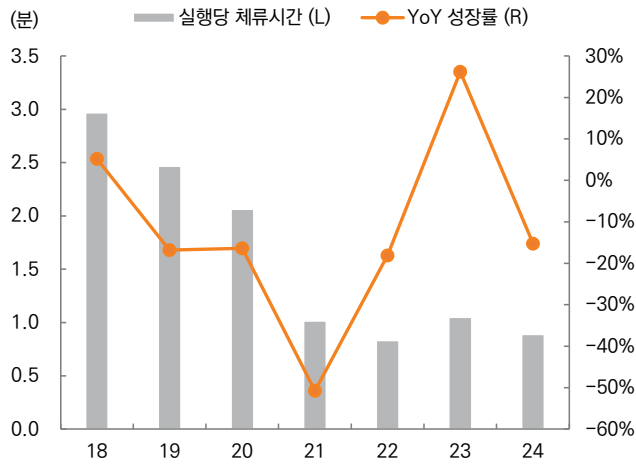
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 글로벌 주요 커머스 플랫폼 일평균 체류시간



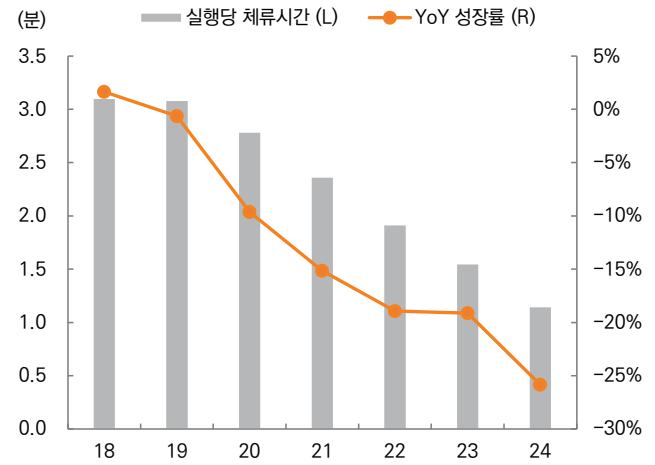
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 쿠팡 앱 실행당 평균 체류시간 추이



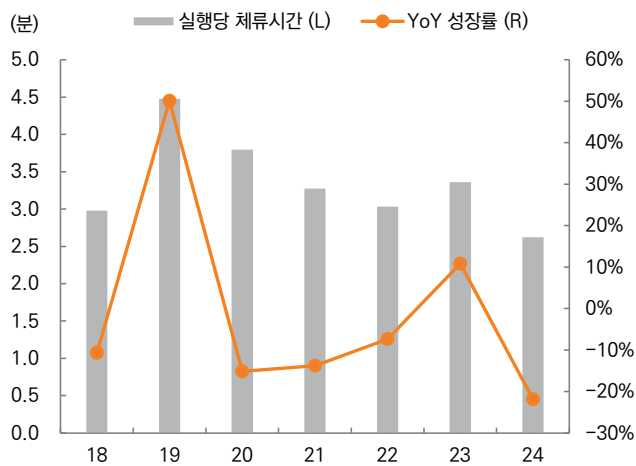
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. G마켓 앱 실행당 평균 체류시간 추이



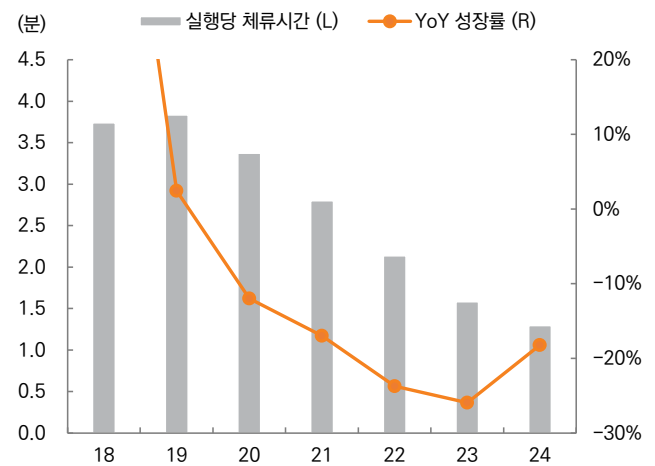
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 국내 알리익스프레스 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 옥션 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

신규 앱 출시 이후 커머스 성장 가속화 전망

3/12일 신규 커머스 앱 출시로 1) 검색부터 구매까지 이어지는 유저 동선 및 시간 단축, 2) AI 기반 상품 추천 기능 고도화가 이어지면서 GMV 성장세가 가속화될 전망이다. 24년 5%에 불과했던 GMV YoY 성장률은 12%까지 상승하면서 전자상거래 시장 성장률을 상회할 전망이다. 24년 19.6%까지 감소했던 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율은 25년 20.3%까지 회복할 것이다. 1) 기존 커머스 유저의 UX/UI의 최적화와 2) 신규 광고 인벤토리 확장으로 25년 커머스 광고 YoY 성장세도 14%로 가속화될 전망이다.

표 18. NAVER 커머스 주요 지표 추정

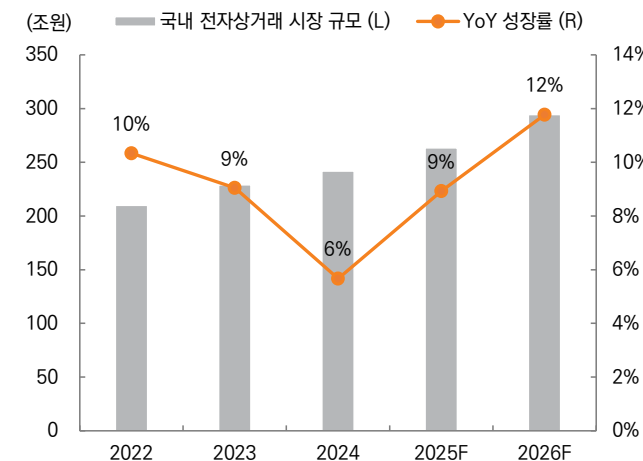
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	59,729	60,737	59,039	62,331	62,119	65,596	65,415	70,309	209,879	228,861	241,836	263,439	294,450
YoY 성장률	10.8%	8.6%	3.0%	1.0%	4.0%	8.0%	10.8%	12.8%	10.3%	9.0%	5.7%	8.9%	11.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	13,295	14,037	13,969	15,044	41,700	47,900	50,300	56,344	64,820
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	9.0%	13.2%	11.7%	14.0%	18.1%	14.9%	5.0%	12.0%	15.0%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,515	13,242	13,271	14,336	41,700	45,196	47,436	53,364	61,714
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	9.3%	13.8%	12.2%	14.5%	18.1%	8.4%	5.0%	12.5%	15.6%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	780	795	697	708	2,626	2,704	2,864	2,980	3,106
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	4.0%	4.0%	4.1%	4.1%	26.5%	3.0%	5.9%	4.1%	4.2%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	19.2%	19.2%	20.0%	20.1%	20.1%	20.2%	20.3%	20.4%	19.9%	19.7%	19.6%	20.3%	21.0%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	777	822	831	907	1,801	2,547	2,923	3,338	3,963
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	10.5%	14.4%	14.6%	17.0%	22.1%	41.4%	14.8%	14.2%	18.7%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	300	318	321	354	1,078	1,107	1,132	1,294	1,537
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	13.4%	13.6%	15.1%	15.0%	14.3%	2.6%	2.3%	14.3%	18.8%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	419	444	444	481	604	1,269	1,596	1,789	2,099
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	7.2%	13.5%	11.1%	16.3%	30.5%	110.0%	25.8%	12.1%	17.4%
멤버십 매출	48	47	46	54	58	60	66	72	119	171	195	256	327
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	20.7%	26.0%	42.3%	34.9%	72.5%	44.1%	14.1%	31.0%	27.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	5.85%	5.86%	5.95%	6.03%	4.32%	5.32%	5.81%	5.92%	6.11%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.26%	2.27%	2.30%	2.35%	2.59%	2.31%	2.25%	2.30%	2.37%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.15%	3.17%	3.18%	3.20%	1.45%	2.65%	3.17%	3.17%	3.24%

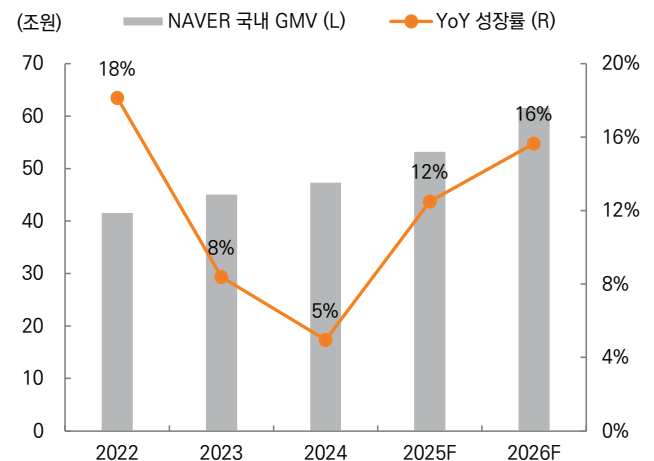
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. 국내 전자상거래 시장 전망

그림 84. NAVER 국내 GMV 전망

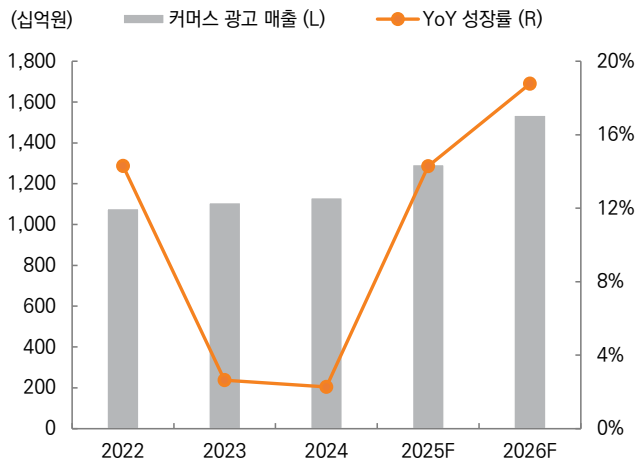


자료: 미래에셋증권 리서치센터



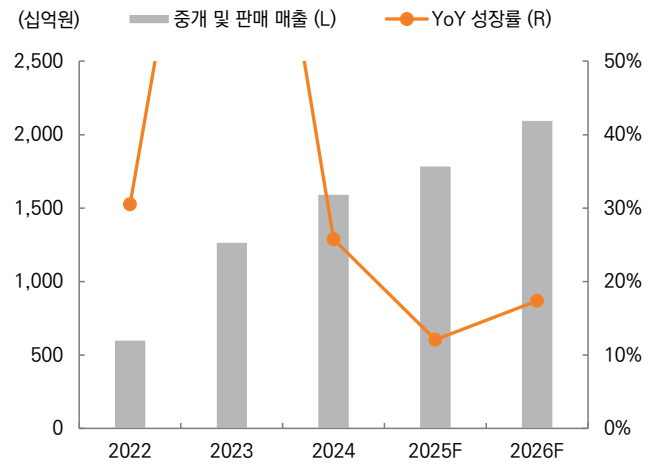
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 커머스 광고 매출 전망



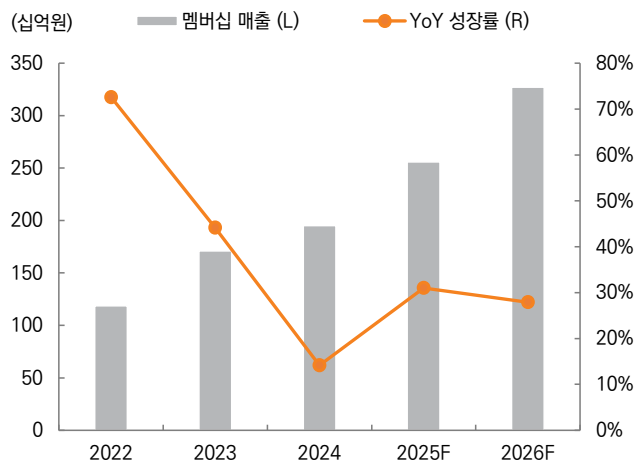
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 중개 및 판매 매출 전망



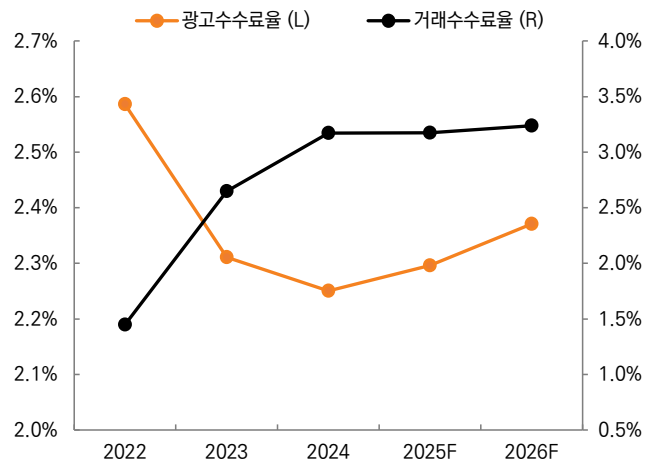
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 멤버십 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 광고수수료, 거래수수료 전망



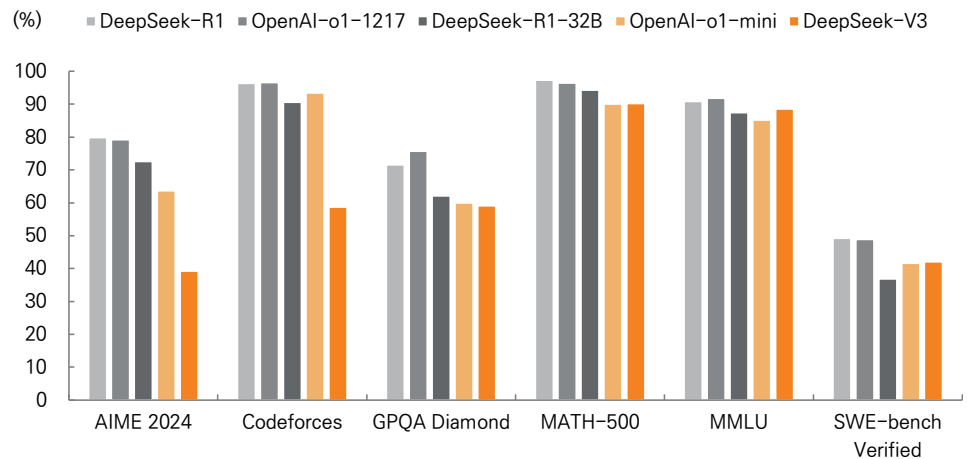
자료: 미래에셋증권 리서치센터

저비용 고성능 AI 모델의 가능성 대두

1월 20일 딥시크-R1 모델이 공개된 이후 저비용 고성능 AI 모델의 가능성이 대두되고 있다. 딥시크-R1의 경우 오픈AI의 o1 모델의 추론 능력 이상을 보여주나 운영 비용은 90~95% 가량 저렴하다. 딥시크는 1~2월 챗GPT를 뛰어넘는 트래픽을 기록 중이다.

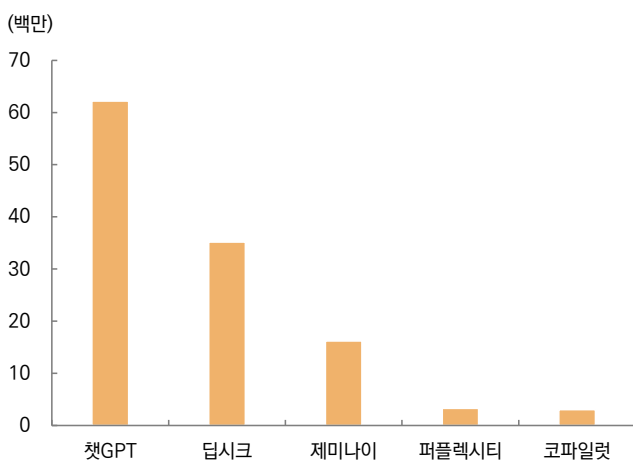
구글이 2월 출시한 제미나이2.0의 플래시라이트(Flash-Lite) 모델도 저비용 고성능 AI의 흐름을 보여준다. 제미나이2.0 플래시라이트 모델의 운영 비용은 입력 기준으로 100만 토큰당 0.019달러에 불과해 딥시크 모델과 큰 차이가 나지 않는다. 운영 비용의 드라마틱한 감소는 B2C AI 서비스의 침투율을 대폭 높여줄 것으로 기대된다.

그림 89. 딥시크-R1 벤치마크 퍼포먼스



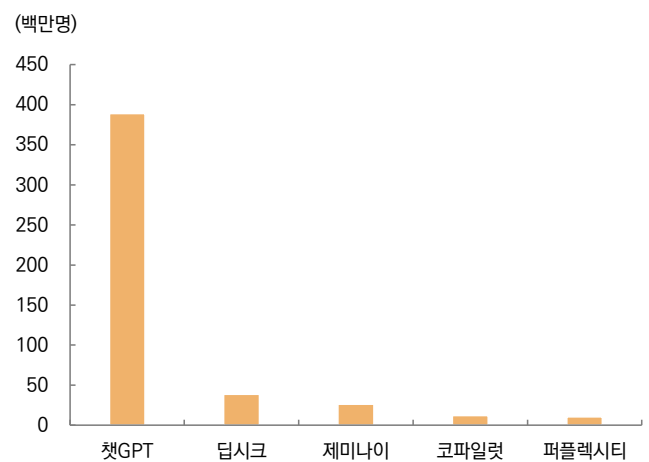
자료: 딥시크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 글로벌 주요 AI 앱 월간 다운로드(2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 글로벌 주요 AI 앱 MAU 비교(2월)



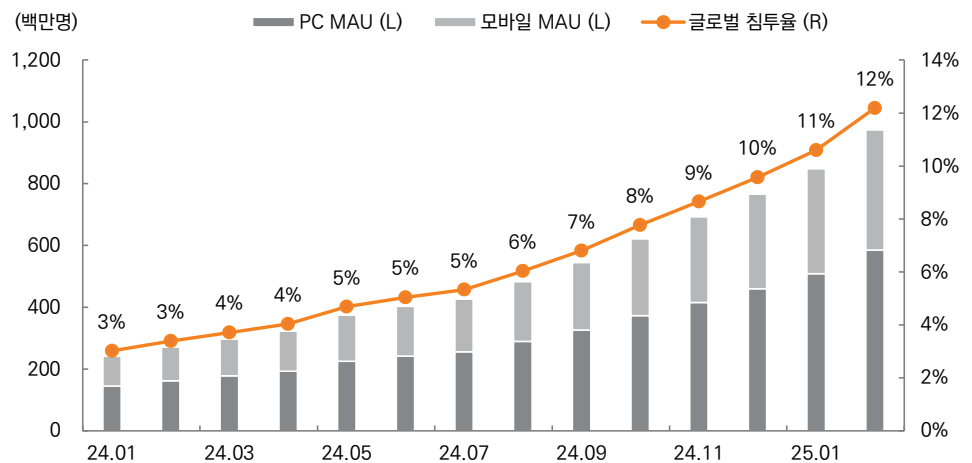
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

결국 올라오는 것은 퍼스트파티 데이터의 가치

현재 AI 모델들이 겪고 있는 수익화 측면에서의 어려움을 고려할 시 향후 오픈소스를 활용한 저비용 고성능 AI 모델이 메인 트렌드가 될 가능성이 높다고 판단한다. 현재 글로벌에서 압도적인 성과를 보여주고 있는 챗GPT의 경우 글로벌 유저 침투율은 10%를 넘어선 수준으로 추정되나 향후 30%의 침투율을 가져가더라도 현재의 수익 모델로는 BEP를 장담하기 어렵다. 저비용 고성능 AI 모델이 주류가 될 경우 1) AI 파운데이션 모델 개발에서 연 1조 원 미만의 다소 애매한 투자 비용을 투입하고, 2) 글로벌 빅테크 대비 크게 못 미치는 성능을 보여주던 국내 파운데이션 모델 개발사들의 비용 부담은 점차 감소할 가능성이 높다.

인프라(AI 파운데이션 모델) 측면에서의 비용이 드라마틱하게 낮아질 경우 B2C AI 서비스의 침투율 상승은 가속화될 것이다. 그렇게 다음 스테이지로 넘어갈 경우 질 좋은 퍼스트파티 데이터를 어떠한 플랫폼이 많이 갖고 있는지 여부가 더욱 중요해진다. 1) 어떤 특정한 데이터를 학습시킬 수 있는가에서 B2C AI 서비스의 질이 결정될 것이기에 파운데이션 모델 개발사에 대한 데이터 당 판매 단가(P)의 상승이 이어질 것이며, 2) 이용자의 행동 데이터가 많은 플랫폼일 수록 AI 서비스 접목 효과가 강력하기 때문이다.

그림 92. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 19. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

(백만달러)

	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02
침투율	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
MAU (백만명)	241	271	297	323	375	403	427	483	544	622	692	766	848	975
PC (백만명)	145	163	178	194	225	242	256	290	326	373	415	460	509	585
모바일 (백만명)	97	108	119	129	150	161	171	193	218	249	277	306	339	390
WAU (백만명)	121	135	149	161	187	202	213	241	272	311	346	383	424	488
결제 유저 수 (백만명)	8	10	11	13	16	18	19	23	27	32	36	41	47	55
Pay Ratio	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
매출액	73	87	102	117	144	164	185	221	263	311	359	411	471	561
B2C	55	66	76	88	108	123	138	166	197	233	269	308	353	421
B2B	18	22	25	29	36	41	46	55	66	78	90	103	118	140

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

플랫폼 가입자 수와 MAU가 가장 중요한 지표였던 과거와는 달리 AI 시대에는 플랫폼 체류시간과 유저의 행동 빈도 및 다양성이 보다 중요한 지표로 작용하게 된다. AI 서비스를 다르게 표현하면 개인에 대한 최적화 서비스이며 최적화의 정도를 결정하는 것은 유저의 행동데이터이기 때문이다. AI 접목의 측면에서 유튜브와 인스타가 압도적인 수익화 효율을 발휘하고 있는 이유는 유저의 관심사를 좁힐 수 있는 행동 데이터를 유저의 동영상 시청에서 수집하기 때문이다.

미국 최대 온라인 커뮤니티 레딧의 데이터 가치가 재평가 받고 있는 부분도 눈여겨 볼 필요가 있다. 방대한 이용자 게시글이 쌓여있는 레딧은 AI 모델 개발사에 대한 데이터 판매를 시작했으며 현재 구글, 오픈AI 등에 데이터를 유료로 제공 중에 있다. 또한 지난 12월에는 AI 기반 답변 서비스 레딧 앤서(Reddit Answers)를 출시하기도 했다. 이는 AI가 레딧 게시물에서 정보를 찾아 사용자의 질문에 답변하는 방식으로 이루어지며 검색 광고가 신규로 추가될 예정이다.

표 20. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

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

자료: 미래에셋증권 리서치센터

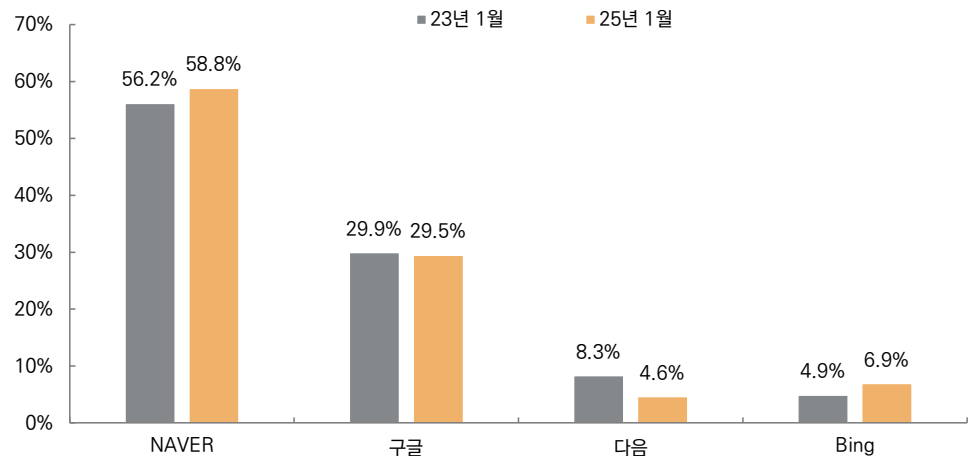
NAVER 데이터의 가치 상승을 기대

개인 최적화를 위해 중요한 행동데이터를 생각해보면 1) 일반 검색, 2) 커머스 검색 및 구매, 3) 콘텐츠 선호도 데이터가 존재한다. NAVER의 경우 국내 최대 검색 플랫폼으로 압도적인 일반 검색 데이터를 보유하고 있으며 과거 수년간 점유율 감소를 거쳤던 것과는 달리 현재 안정적인 1위 쿼리 점유율을 유지하고 있다.

커머스 부문에서도 쿠팡과 함께 양대 사업자로서 다량의 커머스 데이터를 쌓아올리고 있다. 글로벌에서도 검색과 커머스 양 부문에서 주요 사업자로 군림하면서 데이터를 동시에 쌓는 플랫폼을 찾기는 어렵다. 또한 홈페이지 화면에 대한 가파른 트래픽 상승이 이어지고 있다. NAVER는 유저들의 콘텐츠 선호도에 대한 데이터를 착실하게 쌓아올리고 있다.

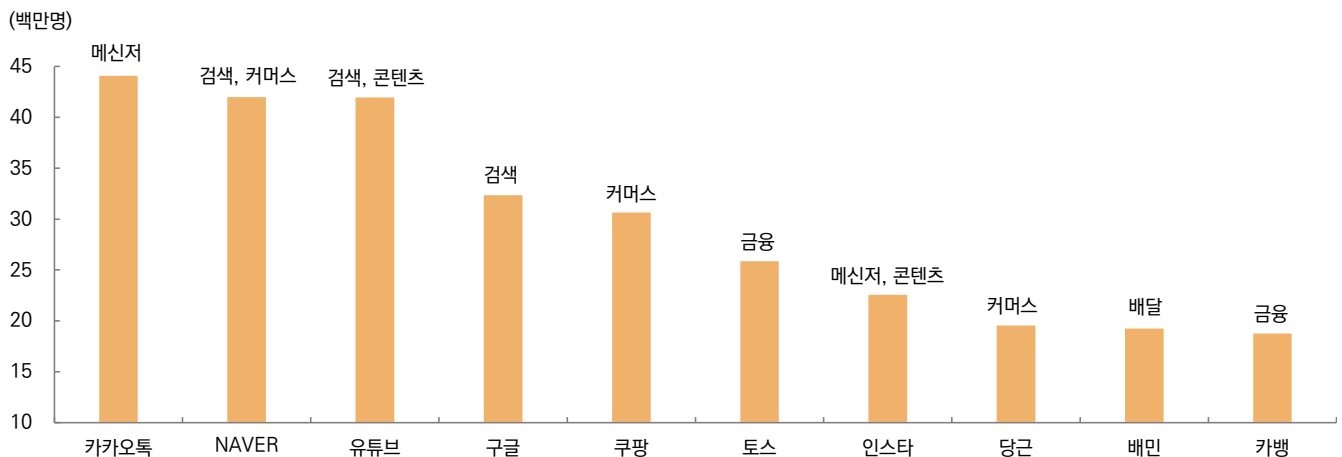
동사도 4천만 이상의 MAU를 가진 국내 초대형 플랫폼이기에 글로벌 AI 업체와의 파트너십 가능성도 존재한다는 판단이다. 지배적인 글로벌 B2C 서비스를 NAVER에 이식하는 것도 강력한 시너지 효과가 기대된다. 데이터 판매도 신규 BM이 될 수 있을 것이다.

그림 93. 국내 검색 엔진 PC 쿼리 점유율



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 국내 MAU 상위 10대 플랫폼 비교(앱 기준)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	9,671	10,738	11,991	13,590
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,991	13,590
판매비와관리비	8,182	8,758	9,662	10,719
조정영업이익	1,489	1,979	2,328	2,871
영업이익	1,489	1,979	2,328	2,871
비영업손익	-8	267	111	148
금융손익	-26	-1	36	72
관계기업등 투자손익	267	232	39	40
세전계속사업손익	1,481	2,246	2,439	3,019
계속사업법인세비용	496	384	683	815
계속사업이익	985	1,862	1,756	2,204
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	985	1,862	1,756	2,204
지배주주	1,012	1,878	1,698	2,131
비지배주주	-27	-16	58	73
총포괄이익	724	2,099	1,756	2,204
지배주주	749	2,170	1,816	2,278
비지배주주	-24	-71	-59	-74
EBITDA	2,071	2,509	2,839	3,371
FCF	1,362	1,113	1,846	2,220
EBITDA 마진율 (%)	21.4	23.4	23.7	24.8
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.4	21.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.5	17.5	14.2	15.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	7,028	9,381	11,130	13,268
현금 및 현금성자산	3,576	4,835	6,379	8,271
매출채권 및 기타채권	1,683	1,788	1,934	2,119
재고자산	15	15	15	15
기타유동자산	1,754	2,743	2,802	2,863
비유동자산	28,710	28,718	28,618	28,564
관계기업투자등	17,589	17,297	17,297	17,297
유형자산	2,742	2,872	2,771	2,712
무형자산	3,446	3,657	3,657	3,662
자산총계	35,738	38,099	39,748	41,832
유동부채	6,306	6,082	6,146	6,211
매입채무 및 기타채무	1,313	1,248	1,273	1,298
단기금융부채	1,011	1,470	1,475	1,480
기타유동부채	3,982	3,364	3,398	3,433
비유동부채	5,194	5,072	5,090	5,112
장기금융부채	3,168	3,638	3,638	3,638
기타비유동부채	2,026	1,434	1,452	1,474
부채총계	11,500	11,154	11,235	11,323
지배주주지분	23,206	25,930	27,439	29,362
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	26,703	28,212	30,136
비지배주주지분	1,032	1,016	1,074	1,147
자본총계	24,238	26,946	28,513	30,509

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,002	1,713	2,196	2,600
당기순이익	985	1,862	1,756	2,204
비현금수익비용가감	1,327	871	1,114	1,199
유형자산감가상각비	528	470	451	440
무형자산상각비	54	60	60	60
기타	745	341	603	699
영업활동으로 인한자산및부채의변동	360	-679	-71	-104
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	43	-98	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	347	0	0	0
법인세납부	-682	-384	-683	-815
투자활동으로 인한 현금흐름	-950	-1,667	-468	-505
유형자산처분(취득)	-633	-600	-350	-380
무형자산감소(증가)	-51	-271	-60	-65
장단기금융자산의 감소(증가)	402	-1,075	-58	-60
기타투자활동	-668	279	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-110	833	-184	-203
장단기금융부채의 증가(감소)	-18	225	5	5
자본의 증가(감소)	-314	180	0	0
배당금의 지급	-62	-119	-189	-208
기타재무활동	284	547	0	0
현금의 증가	852	1,259	1,544	1,892
기초현금	2,724	3,576	4,835	6,379
기말현금	3,576	4,835	6,379	8,271

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

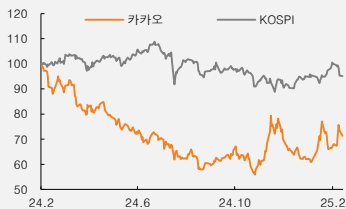
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	36.2	17.1	19.2	15.3
P/CF (x)	15.9	11.7	11.3	9.6
P/B (x)	1.5	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	18.0	12.1	10.5	8.3
EPS (원)	6,180	11,632	10,719	13,452
CFPS (원)	14,117	16,929	18,116	21,478
BPS (원)	148,137	168,297	177,823	189,961
DPS (원)	1,205	1,270	1,397	1,537
배당성향 (%)	18.4	10.2	11.9	10.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	17.6	11.0	11.7	13.3
EBITDA증가율 (%)	11.0	21.1	13.2	18.7
조정영업이익증가율 (%)	14.1	32.9	17.6	23.3
EPS증가율 (%)	33.4	88.2	-7.9	25.5
매출채권 회전율 (회)	18.9	19.9	20.2	22.7
재고자산 회전율 (회)	824.3	721.4	797.6	895.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.8	5.0	4.5	5.4
ROE (%)	4.4	7.6	6.4	7.5
ROIC (%)	28.8	26.2	35.4	43.9
부채비율 (%)	47.4	41.4	39.4	37.1
유동비율 (%)	111.5	154.3	181.1	213.6
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-8.3	-13.4	-18.9
조정영업이익/금융비용 (x)	11.7	15.3	17.6	21.7

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 54,000원
현재주가(25/3/4)	41,900원
상승여력	28.9%

영업이익(24F,십억원)	491
Consensus 영업이익(24F,십억원)	503
EPS 성장률(24F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	113.9
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	18,590
발행주식수(백만주)	444
유동주식비율(%)	74.7
외국인 보유비중(%)	27.5
베타(12M) 일간수익률	0.27
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	55,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	2.4	22.7	-21.1
상대주가	0.5	25.2	-16.6



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

카카오

다가오는 반전의 시간

글로벌 AI 모델들의 플랫폼이 될 전망

글로벌 AI 모델 업체들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고를 신규 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다. 주요 로컬 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자를 유저로 유입시킬 수 있기 때문이다.

1) 채팅방 안으로 챗GPT 기능이 들어갈 수도 있고, 2) 챗GPT를 포함한 주요 AI 애플리케이션들이 새로운 탭에 입점할 수도 있을 것이다. 유료 AI 서비스에서 구독 매출이 발생할 경우와 신규 인벤토리 활용에 따른 광고 매출이 발생하는 경우 오픈AI와 수익을 분배하는 방식도 가능할 것이다. 신규 탭에서의 상단 광고도 기대되는 부분이나 AI 챗봇과의 채팅방 내에서의 광고 BM도 강력한 모델이 될 수도 있다.

26년 이후 카카오톡 체류시간 반전 예상

오픈AI와 공동 개발 중인 AI 에이전트의 도입으로 카카오톡 체류시간의 반등과 특비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 체류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다.

이는 AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 체류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다. AI 에이전트 기능의 도입으로 26년 이후 카카오톡의 체류시간은 28년까지 연 5% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 특비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 연 15% 이상으로 회복될 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 54,000원으로 상향

특비즈 광고 매출액 상향에 따른 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 51,000원에서 54,000원(타겟 P/E 42배 유지)으로 상향한다. 오픈AI와의 협력이 본격화되면서 카카오톡의 중장기 성장성에 대한 기대감을 가질 수 있게된 부분이 긍정적이다.

AI 에이전트의 출시 효과가 가시화될 26년 이후 유저 체류시간(Q)과 광고 단가(P)의 동반 상승이 이어질 것으로 기대한다. 공동 개발 중인 AI 서비스에 대한 윤곽이 구체화될 3분기 이후 강력한 모멘텀을 예상한다. 카카오톡이 보유한 MAU 파워를 고려 시 오픈AI 외 업체와도 추가적인 협력 가능성도 열려 있다고 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	6,799	7,557	7,874	8,264	9,326
영업이익 (십억원)	569	461	491	526	759
영업이익률 (%)	8.4	6.1	6.2	6.4	8.1
순이익 (십억원)	1,358	-1,013	149	412	570
EPS (원)	3,049	-2,276	336	929	1,286
ROE (%)	13.6	-10.3	1.5	4.0	5.3
P/E (배)	17.4	-	113.9	45.1	32.6
P/B (배)	2.4	2.5	1.7	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,988	2,005	1,921	1,959	1,968	2,025	2,064	2,207	7,557	7,874	8,264	9,326
(% YoY)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.0%	-1.0%	1.0%	7.4%	12.6%	11.1%	4.2%	5.0%	12.9%
플랫폼부문	955	955	943	1,049	1,035	1,033	1,030	1,123	3,554	3,903	4,220	4,702
1) 특비즈	522	514	507	563	551	544	542	608	1,982	2,106	2,245	2,536
2) 포털비즈	85	88	76	83	81	84	73	80	344	332	319	313
3) 플랫폼 기타	348	354	360	403	402	404	415	435	1,228	1,464	1,656	1,853
콘텐츠부문	1,034	1,050	978	910	934	992	1,034	1,084	4,003	3,971	4,044	4,624
1) 뮤직	468	511	471	470	484	538	511	533	1,724	1,920	2,065	2,259
2) 스토리	227	216	219	203	210	207	216	207	922	864	840	869
3) 게임	243	233	234	163	160	164	219	252	1,010	873	794	1,088
4) 미디어	95	90	55	74	80	84	88	93	347	313	345	409
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,852	1,854	1,892	1,937	2,055	7,096	7,382	7,738	8,568
인건비	479	481	459	467	471	476	481	487	1,860	1,886	1,915	2,001
매출연동비	820	797	748	744	743	760	787	862	2,986	3,108	3,151	3,575
외주/인프라비	202	196	194	199	202	210	216	233	835	791	861	1,011
마케팅비	89	108	105	103	104	106	107	109	406	406	427	451
상각비	198	207	211	246	247	254	259	277	751	862	1,038	1,172
기타	80	82	74	94	87	86	86	87	258	330	346	359
영업이익	120	134	131	107	114	133	127	152	461	491	526	759
(% YoY)	92.2%	18.5%	5.0%	-33.7%	-5.2%	-0.6%	-3.0%	42.2%	-19.1%	6.6%	6.9%	44.4%
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	5.4%	5.8%	6.6%	6.1%	6.9%	6.1%	6.2%	6.4%	8.1%
지배주주순이익	74	101	106	-132	91	104	100	117	-1,013	149	412	570
NPM	3.7%	5.1%	5.5%	-6.7%	4.6%	5.2%	4.8%	5.3%	-13.4%	1.9%	5.0%	6.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	8,254	9,273	8,264	9,326	0%	1%	8,267	8,942	0%	4%	특비즈 광고 매출액 상향
영업이익	522	728	526	759	1%	4%	556	694	-5%	9%	
지배주주순이익	409	539	412	570	1%	6%	402	518	3%	10%	
영업이익률	6.3%	7.9%	6.4%	8.1%	-	-	6.7%	7.8%	-	-	
순이익률	5.0%	5.8%	5.0%	6.1%	-	-	4.9%	5.8%	-	-	

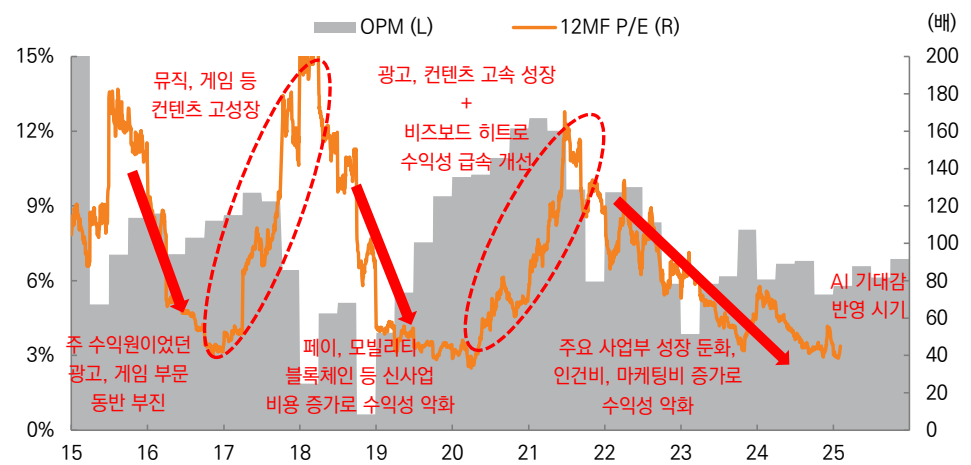
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 12MF P/E, OPM 추이

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	570	
Target P/E (배)	42	25년 12MF 평균 P/E 오픈AI와의 협력 강화를 통한 AI 신사업 기대감 반영 구간
목표 시가총액 (십억원)	23,955	
주식 수 (천주)	443,662	
목표주가 (원)	54,000	
현재주가 (원)	41,900	
상승여력	28.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 12MF P/E, OPM 추이



주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

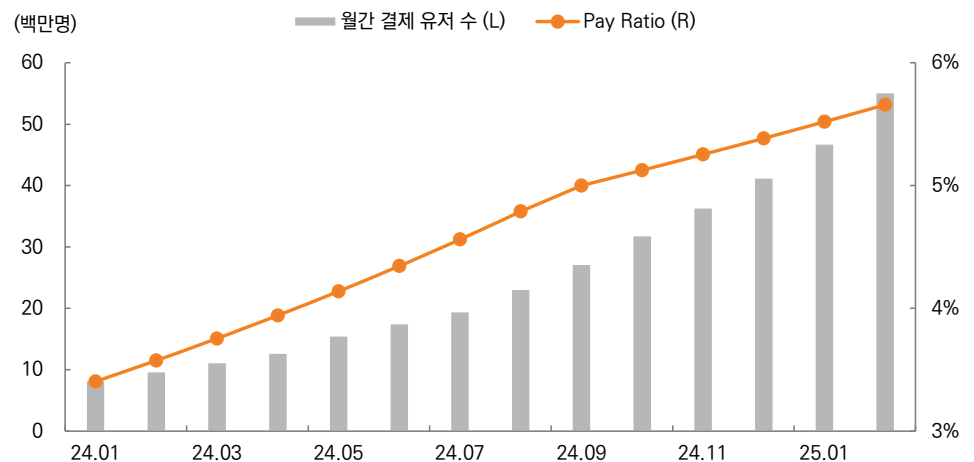
플랫폼의 역할이 강화될 카카오(feat. 오픈AI)

카카오톡은 글로벌 B2C AI 서비스들의 주요 유통 플랫폼으로 성장 가능한 잠재력을 보유하고 있다. 오픈AI, 구글, 퍼플렉시티 등 글로벌 주요 AI 파운데이션 모델 개발사들이 AI 서비스를 본격적으로 시작한지 2년이 넘어가는 시점이나 수익 모델에서 명확한 답을 찾은 곳은 아직 전무한 상황이다.

압도적인 글로벌 1위 AI 서비스 챗GPT의 경우도 구독모델을 통한 수익화에는 어려움을 겪고 있다. 챗GPT는 작년 한 해 동안 3배 이상의 성장을 하면서 글로벌 MAU가 7억명을 넘어선 것으로 추정된다. 그러나 전세계 인구의 10% 가량이 사용하는 서비스가 되었음에도 비용을 충당하지 못하는 상황이다. 구독 매출이 주인 오픈AI의 24년 매출은 30~40억 달러 수준이나 비용은 70억 달러 이상이 발생 중인 것으로 추정된다.

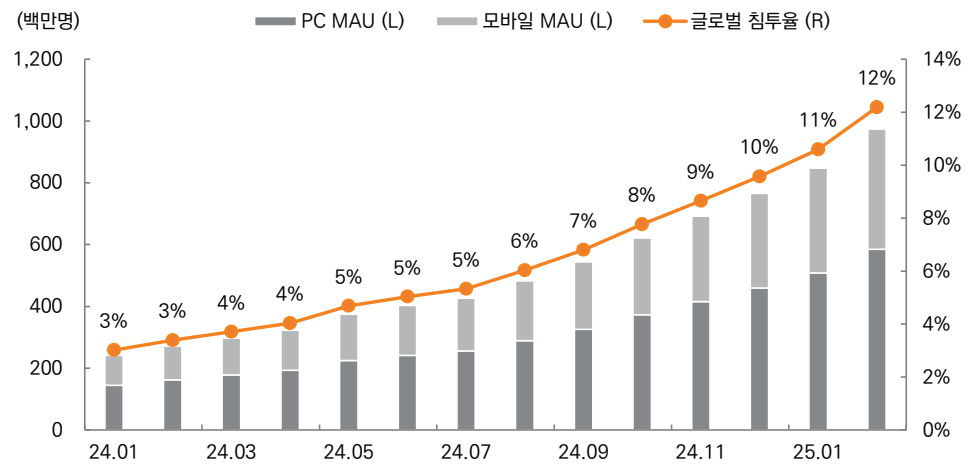
구독 모델 중심의 AI 챗봇 서비스의 한계가 나타나고 있다고 판단하며 글로벌 AI 업체들의 수익 다각화 작업이 이어질 것으로 예상된다. AI가 사무적인 작업을 함에 있어 큰 도움을 주고 있는 것은 맞지만 일반인들에게 유료 모델을 구독할 정도의 체감상의 차이를 가져다 주고 있지는 못하기 때문이다. 현재 가장 성공한 AI B2C 서비스인 챗GPT조차 결제 유저 비중이 5% 수준에 불과한 것으로 추정된다.

그림 96. 챗GPT 결제 지표 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 97. 챗GPT MAU, 침투율 추이 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. 챗GPT 주요 지표 자체 추정

(백만달러)

	24.01	24.02	24.03	24.04	24.05	24.06	24.07	24.08	24.09	24.10	24.11	24.12	25.01	25.02
침투율	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%
MAU (백만명)	241	271	297	323	375	403	427	483	544	622	692	766	848	975
PC (백만명)	145	163	178	194	225	242	256	290	326	373	415	460	509	585
모바일 (백만명)	97	108	119	129	150	161	171	193	218	249	277	306	339	390
WAU (백만명)	121	135	149	161	187	202	213	241	272	311	346	383	424	488
결제 유저 수 (백만명)	8	10	11	13	16	18	19	23	27	32	36	41	47	55
Pay Ratio	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
매출액	73	87	102	117	144	164	185	221	263	311	359	411	471	561
B2C	55	66	76	88	108	123	138	166	197	233	269	308	353	421
B2B	18	22	25	29	36	41	46	55	66	78	90	103	118	140

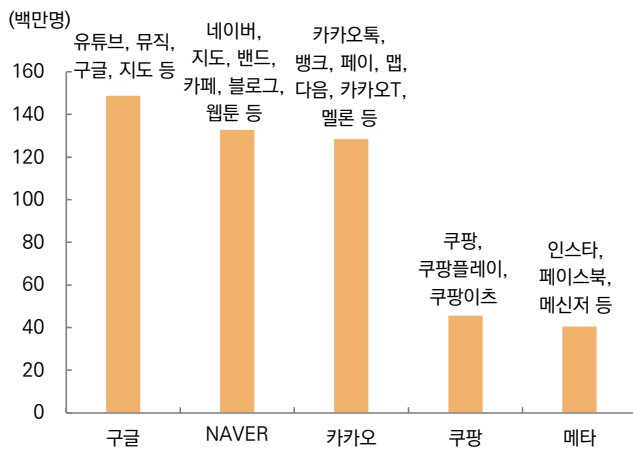
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 AI 개발사들은 1) 글로벌에서의 침투율을 가파르게 올리고, 2) 광고 수익을 새로운 BM으로 가져가기 위해서 거대 MAU를 보유한 로컬 메신저와의 파트너십을 확대할 가능성이 높다. 주요 로컬 메신저 플랫폼에 글로벌 AI B2C 서비스가 온보딩될 경우 AI 서비스 자체에 대해서는 호의적이나 별도의 앱 설치까지는 의지가 없던 이용자층을 유저로 유입시킬 수 있기 때문이다. 메신저 플랫폼 입장에서는 체류시간 증대를 꾀할 수 있다.

오픈시가 카카오와 전격적인 파트너십을 지난 2월 발표한 것도 이러한 흐름의 일부이다. 이번 협력으로 오픈시는 국내 침투율을 높일 수 있는 기회를 카카오는 정체된 플랫폼 체류 시간을 반전시킬 수 있는 기회를 얻을 수 있을 것으로 보인다. 카나나같은 별도 출시 예정 앱에 대한 접목 효과는 큰 기대가 안되는 부분이나 카카오톡 본체에 대한 챗GPT 이식이 본격화될 경우 상당한 시너지 효과가 기대된다.

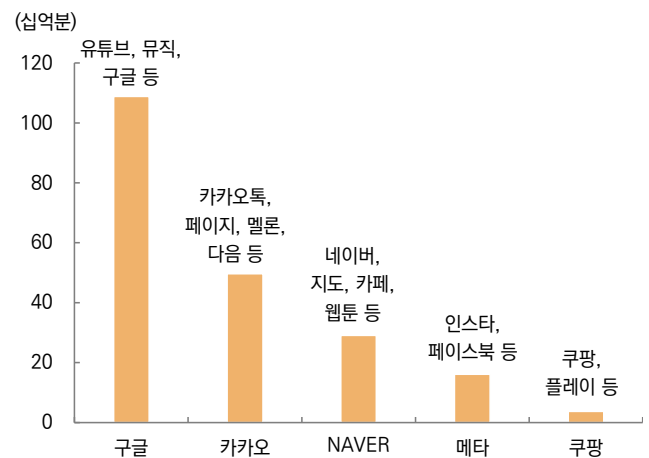
카카오는 주요 앱 합산 MAU가 1억명이 넘는 국내 3대 플랫폼(구글, NAVER, 카카오)에 해당하며 이용시간 기준으로는 구글에 이은 2위 플랫폼이다. 카카오는 메신저/커머스(카카오톡), 콘텐츠(카카오페이지), 뮤직(멜론), 모빌리티(카카오T), 검색(다음), 금융(카카오페이,뱅크), 게임(카카오게임즈) 등 플랫폼 중에서도 가장 다변화된 B2C 서비스를 제공하고 있는 업체이기에 AI 에이전트와의 폭발적인 시너지 효과가 기대된다.

그림 98. 플랫폼별 주요 앱 국내 MAU 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 99. 플랫폼별 주요 앱 국내 월간 총 이용시간 합산 수치 비교



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오톡 채류시간의 반전과 광고 성장세 가속화 전망

여러가지를 상상해 볼 수 있을 것이다. 1) 기존 카카오톡 채팅방 내에 챗GPT 어시스턴트 기능이 들어갈 수도 있고, 2) 챗GPT를 포함한 주요 AI 애플리케이션들이 새로운 탭에 입점할 수도 있을 것이다. 수익화 측면에서도 고도화가 예상되는데 유료 AI 서비스에서 구독 매출이 발생할 경우와 신규 인벤토리 활용에 따른 광고 매출이 발생하는 경우 오픈AI와 수익을 분배하는 방식도 가능할 것이다. 특히 광고의 경우 신규 탭에서의 상단 광고도 기대되는 부분이나 AI 챗봇과의 채팅방 내에서의 광고 BM도 강력한 모델이 될 수도 있다.

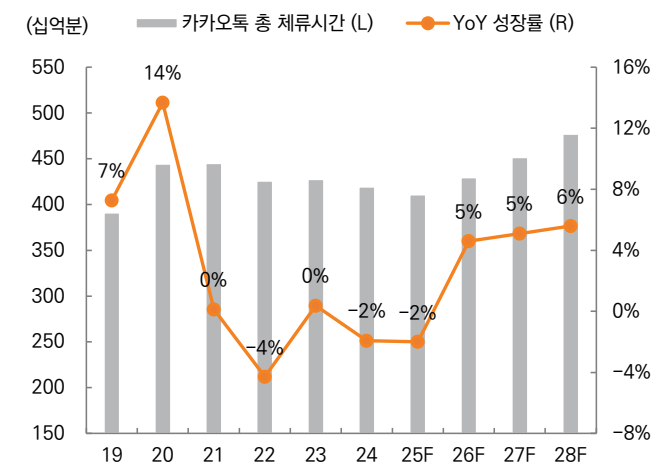
오픈AI와 공동 개발 중인 AI 에이전트의 도입으로 카카오톡 채류시간의 반등과 특비즈 광고 매출액 성장률의 가속화가 이어질 전망이다. 카카오톡의 실행당 평균 채류시간은 1.1분에 불과하나 챗GPT의 경우 1.8분에 달한다. 이는 AI 에이전트 기능이 카카오톡에 성공적으로 자리잡을 경우 유의미한 채류시간 증대가 이어질 수 있음을 의미한다. AI 에이전트 기능의 도입으로 26년 이후 카카오톡의 채류시간은 28년까지 연 5% 이상씩 증대될 것으로 예상하며 특비즈 광고 매출액 YoY 성장률은 15% 이상으로 회복될 것이다.

표 25. AI 에이전트 도입을 반영한 카카오톡 주요 지표 전망

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
카카오톡 총 채류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	411	430	452	477
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	-2%	5%	5%	6%
개인간 채팅 추정 채류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 채류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 에이전트를 통한 신규 채류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	21	46	74
특비즈 광고 매출액 (십억원)	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,281	1,472	1,702	1,988
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	7%	15%	16%	17%
채류시간 1분당 광고 매출액 (원)	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.1	3.4	3.8	4.2
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	9%	10%	10%	11%
카카오톡 실행당 평균 채류시간 (분)	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.08	1.13	1.19	1.25

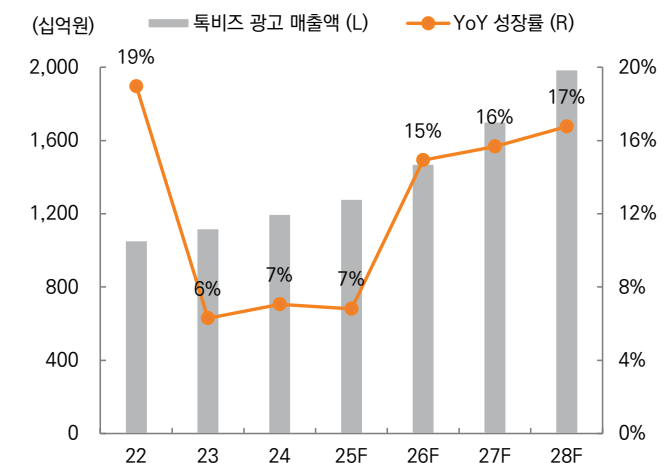
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 100. 카카오톡 연간 총 채류시간 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 101. 카카오톡 특비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 26. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱(1~50위)

	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
1	카카오톡	44.1	메신저	1	YouTube	84.4	콘텐츠, 검색
2	네이버	42.1	검색, 커머스	2	런처	68.1	기기
3	YouTube	42.0	콘텐츠, 검색	3	카카오톡	30.7	메신저
4	Google	32.4	검색	4	네이버	18.5	검색, 커머스
5	Google Chrome	31.0	검색	5	Instagram	14.0	콘텐츠, 메신저
6	쿠팡	30.7	커머스	6	인터넷 브라우저	11.3	검색
7	캘린더	28.4	계획	7	YouTube Music	11.1	음악
8	네이버지도	26.2	지도	8	뮤직 플레이어	9.6	음악
9	토스	25.9	금융	9	Google Chrome	9.0	검색
10	Instagram	22.6	콘텐츠, 메신저	10	토스	8.2	금융
11	당근	19.6	커머스	11	멜론	7.9	음악
12	배달의민족	19.3	배달	12	TikTok-Lite	7.7	콘텐츠
13	카카오뱅크	18.8	금융	13	캐시워크	4.9	앱테크
14	PASS	18.4	인증	14	InCallUI	4.6	기기
15	밴드	17.8	메신저	15	메시지	4.5	통신
16	Gmail	15.9	메일	16	FLO - 플로	4.3	음악
17	KB국민은행 스타뱅킹	15.9	금융	17	다음	4.1	검색
18	T map	15.3	지도	18	T map	4.1	지도
19	카카오페이	14.1	금융	19	SKT 에이닷 전화	4.0	통신
20	11번가	13.9	커머스	20	전화	3.8	통신
21	SKT 에이닷 전화	13.7	통신	21	Netflix	3.8	콘텐츠
22	Facebook	13.5	콘텐츠, 메신저	22	OK캐쉬백	3.6	금융
23	Netflix	12.9	콘텐츠	23	당근	3.3	커머스
24	네이버 카페	12.0	검색	24	Alwayz	3.2	커머스
25	KB Pay	12.0	금융	25	지니 뮤직	3.2	음악
26	카카오맵	11.9	지도	26	쿠팡	3.2	커머스
27	신한 SOL페이	11.4	금융	27	ROBLOX	3.1	게임
28	신한 SOL뱅크	11.4	금융	28	X	3.1	콘텐츠, 메신저
29	다음	11.0	검색	29	권한 관리자	2.9	기기
30	SmartThings	10.9	기기	30	네이버 웹툰	2.8	콘텐츠
31	G마켓	10.8	커머스	31	갤러리	2.7	사진
32	AliExpress	10.5	커머스	32	카카오페이지	2.6	콘텐츠
33	모바일 T world	10.3	통신	33	무선 긴급 경보	2.2	기기
34	삼성카드	10.1	금융	34	Google Play 스토어	2.2	검색
35	스타벅스	9.7	음식료	35	KBS kong	2.1	라디오
36	카카오 T	9.7	모빌리티	36	네이버 지도	2.1	지도
37	현대카드	9.6	금융	37	Facebook	2.0	콘텐츠, 메신저
38	Google 지도	9.4	지도	38	알람/시계	2.0	계획
39	캐시워크	9.2	앱테크	39	삼성 게임 런처	1.8	기기
40	Temu	9.0	커머스	40	ReVanced Extended	1.7	기타
41	쿠팡이츠	9.0	배달	41	MBC mini	1.7	라디오
42	T멤버십	8.9	금융	42	SERIES	1.7	콘텐츠
43	우리WON뱅킹	8.9	금융	43	기본 화면 보호기	1.7	기기
44	네이버 블로그	8.9	검색	44	네이버 카페	1.6	검색
45	Samsung S Health	8.7	건강	45	Syrup Wallet	1.5	앱테크
46	하나원큐	8.7	금융	46	CBS레인보우	1.5	라디오
47	삼성카드 마이홈	8.6	금융	47	Spotify Music	1.4	음악
48	네이버 웹툰	8.2	콘텐츠	48	Brawl Stars	1.4	게임
49	ISP/페이북	7.9	금융	49	Google	1.4	검색
50	코레일톡+	7.8	모빌리티	50	밴드	1.4	메신저

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 국내 월간 순 이용자 수, 총 이용시간 상위 앱(51~100위)

	앱 이름	순이용자수 (백만명)	목적	순위	앱 이름	총이용시간 (십억분)	목적
51	TikTok 틱톡	7.7	콘텐츠	51	TikTok 틱톡	1.4	콘텐츠
52	NH스마트뱅킹	7.4	금융	52	Royal Match	1.3	게임
53	YouTube Music	7.2	음악	53	OK캐쉬백	1.3	금융
54	티빙 TVING	7.1	콘텐츠	54	업비트 Upbit	1.3	코인
55	X	7.1	콘텐츠, 메신저	55	카카오 T 택시 기사용	1.1	모빌리티
56	케이뱅크	7.0	금융	56	빗썸	1.1	코인
57	다음 카페	7.0	검색	57	L.POINT	1.1	금융
58	OK캐쉬백	6.9	금융	58	웨이브	1.1	콘텐츠
59	네이버 파파고	6.9	번역	59	티빙 TVING	1.0	콘텐츠
60	롯데카드	6.8	금융	60	NAVER VIBE	1.0	음악
61	올리브영	6.7	커머스	61	카메라	1.0	사진
62	하나멤버스	6.7	금융	62	전략적 팀 전투	1.0	게임
63	멜론	6.7	음악	63	다음 카페	1.0	검색
64	하나카드	6.4	금융	64	Temu	1.0	커머스
65	NH코뱅	6.4	금융	65	카카오뱅크	0.9	금융
66	쿠팡플레이	6.2	배달	66	Android Auto	0.9	기기
67	마이 케이티	6.2	통신	67	YouTube	0.9	콘텐츠, 검색
68	배달 요기요	6.2	배달	68	FM 라디오	0.8	라디오
69	Google 포토	6.2	사진	69	컴투스프로야구2021	0.8	게임
70	무신사	6.1	커머스	70	Samsung Notes	0.8	계획
71	이마트	6.0	커머스	71	AliExpress	0.8	커머스
72	NH올원뱅크	6.0	금융	72	제타	0.8	콘텐츠
73	업비트 Upbit	6.0	코인	73	배달의민족	0.8	배달
74	네이버 MYBOX	5.9	클라우드	74	캘린더	0.8	계획
75	GS SHOP	5.8	커머스	75	사진 스크린세이버	0.7	사진
76	한컴오피스 viewer	5.8	문서	76	피망 뉴맛고	0.7	게임
77	옥션	5.8	커머스	77	하나멤버스	0.7	금융
78	카카오페이지	5.5	콘텐츠	78	KB증권 M-able	0.7	금융
79	국세청 홈택스	5.4	세금	79	알송 모바일	0.7	음악
80	네이버페이	5.3	금융	80	머니워크	0.7	앱테크
81	Google 드라이브	5.0	클라우드	81	디자이너사이드	0.7	콘텐츠, 검색
82	신한 슈퍼SOL	5.0	금융	82	WOS	0.7	게임
83	Facebook Messenger	4.7	메신저	83	카카오내비	0.7	지도
84	CJ온스타일	4.7	커머스	84	캐시닥	0.6	앱테크
85	당신의 U+	4.6	통신	85	캐시피드	0.6	앱테크
86	롯데ON	4.6	커머스	86	Pi Browser	0.6	코인
87	해피포인트	4.6	금융	87	스피킹맥스 2.0	0.6	영어
88	KT 멤버십	4.6	통신	88	11번가	0.6	커머스
89	우리동네GS	4.6	커머스	89	G마켓	0.6	커머스
90	i-ONE Bank	4.5	금융	90	텔레그램	0.6	메신저
91	Samsung Gear	4.4	기기	91	쿠팡플레이	0.6	콘텐츠
92	미래에셋증권 m.Stock	4.3	금융	92	나라면	0.5	앱테크
93	빗썸	4.2	코인	93	Discord	0.5	메신저
94	오늘의집	4.2	커머스	94	미래에셋증권 m.Stock	0.5	금융
95	홈플러스	4.2	커머스	95	카카오맵	0.5	지도
96	에이블리	4.2	커머스	96	꿈의 마을	0.5	게임
97	CJ ONE	4.1	커머스	97	시간표 타임스프레드	0.5	계획
98	우리카드	4.1	금융	98	KB국민은행 스타뱅킹	0.5	금융
99	야놀자	4.0	숙박	99	연락처	0.5	기기
100	Discord	4.0	메신저	100	IdleOutpost	0.5	게임

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	7,557	7,874	8,264	9,326
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,874	8,264	9,326
판매비와관리비	7,096	7,382	7,738	8,568
조정영업이익	461	491	526	759
영업이익	461	491	526	759
비영업손익	-2,109	-358	57	48
금융손익	27	44	68	88
관계기업등 투자손익	4	-432	-40	-69
세전계속사업손익	-1,648	133	583	807
계속사업법인세비용	168	176	175	242
계속사업이익	-1,817	-44	408	565
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	-44	408	565
지배주주	-1,013	149	412	570
비지배주주	-804	-193	-4	-6
총포괄이익	-1,715	-44	408	565
지배주주	-884	-22	210	291
비지배주주	-831	-21	198	274
EBITDA	1,222	1,196	1,083	1,237
FCF	766	1,466	863	874
EBITDA 마진율 (%)	16.2	15.2	13.1	13.3
영업이익률 (%)	6.1	6.2	6.4	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	-13.4	1.9	5.0	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,943	9,399	10,166	10,952
현금 및 현금성자산	5,269	6,351	7,063	7,765
매출채권 및 기타채권	1,094	851	882	943
재고자산	139	93	98	102
기타유동자산	2,441	2,104	2,123	2,142
비유동자산	15,090	15,174	14,900	14,767
관계기업투자등	2,941	2,941	2,971	3,000
유형자산	1,322	1,356	1,153	1,052
무형자산	5,689	5,262	5,153	5,080
자산총계	25,180	25,887	26,380	27,033
유동부채	6,245	7,480	7,580	7,683
매입채무 및 기타채무	1,794	2,203	2,269	2,337
단기금융부채	1,923	2,287	2,291	2,295
기타유동부채	2,528	2,990	3,020	3,051
비유동부채	3,737	3,301	3,313	3,325
장기금융부채	2,577	2,131	2,131	2,131
기타비유동부채	1,160	1,170	1,182	1,194
부채총계	11,321	11,820	11,932	12,046
지배주주지분	9,764	10,165	10,550	11,093
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,840	9,119	9,119	9,119
이익잉여금	1,922	2,044	2,430	2,973
비지배주주지분	4,095	3,902	3,898	3,893
자본총계	13,859	14,067	14,448	14,986

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,341	2,000	1,033	1,084
당기순이익	-1,817	-44	408	565
비현금수익비용가감	3,001	793	620	587
유형자산감가상각비	489	500	373	310
무형자산상각비	271	205	184	167
기타	2,241	88	63	110
영업활동으로 인한자산및부채의변동	248	1,339	68	41
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-108	100	-16	-16
재고자산 감소(증가)	43	46	-5	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	364	7	7	8
법인세납부	-303	-176	-175	-242
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,780	-721	-269	-330
유형자산처분(취득)	-561	-534	-170	-210
무형자산감소(증가)	-135	222	-75	-95
장단기금융자산의 감소(증가)	-512	191	-24	-25
기타투자활동	-572	-600	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1,020	166	-23	-23
장단기금융부채의 증가(감소)	300	-86	4	4
자본의 증가(감소)	723	279	0	0
배당금의 지급	-55	-27	-27	-27
기타재무활동	52	0	0	0
현금의 증가	553	962	712	702
기초현금	4,836	5,389	6,351	7,063
기말현금	5,389	6,351	7,063	7,765

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

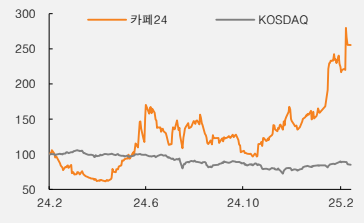
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	113.9	45.1	32.6
P/CF (x)	20.4	22.6	18.1	16.1
P/B (x)	2.5	1.7	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	21.1	14.4	16.7	14.1
EPS (원)	-2,276	336	929	1,286
CFPS (원)	2,662	1,687	2,316	2,596
BPS (원)	21,951	22,913	23,782	25,007
DPS (원)	61	61	61	61
배당성향 (%)	-1.5	-61.4	6.6	4.7
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	11.2	4.2	5.0	12.9
EBITDA증가율 (%)	6.1	-2.1	-9.5	14.2
조정영업이익증가율 (%)	-19.1	6.6	6.9	44.4
EPS증가율 (%)	적전	흑전	177.0	38.3
매출채권 회전율 (회)	14.2	13.8	15.6	17.1
재고자산 회전율 (회)	50.6	68.0	86.8	93.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-7.5	-0.2	1.6	2.1
ROE (%)	-10.3	1.5	4.0	5.3
ROIC (%)	7.5	-2.5	7.8	11.9
부채비율 (%)	81.7	84.0	82.6	80.4
유동비율 (%)	143.2	125.7	134.1	142.6
순차입금/자기자본 (%)	-18.0	-25.9	-30.2	-33.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	2.9	3.2	4.6

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 78,000원
현재주가(25/3/4)	62,500원
상승여력	24.8%

영업이익(24F, 십억원)	32
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	25
EPS 성장률(24F, %)	148.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	31.8
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSDAQ	737.90
시가총액(십억원)	1,516
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	27.5
베타(12M) 일간수익률	0.86
52주 최저가(원)	15,080
52주 최고가(원)	68,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.3	106.3	192.1
상대주가	12.5	104.6	245.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

카페24

미래에 대한 청사진을 그려볼 시기

라이브커머스 시장의 고속 성장

24년 국내 라이브커머스 시장은 3.6조원 규모에서 30년 32조원(침투율 6.4%) 규모로 성장할 전망이다. 25년에서 30년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 46%로 14% 수준의 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다.

쇼핑 단위 시간 감소가 본격화되면서 오랜기간 고착화된 일일이 리뷰를 보고 구매하는 방식은 퇴보할 것이다. 소비자들은 점차 1) 마침 필요하고 관심을 가질만한 상품을 시가 찾아오면 구매하고, 2) 일반인 리뷰가 아닌 특정 카테고리 제품을 전문적으로 추천해주는 사람의 영상을 보고 구매하는 방식으로 변화해나갈 가능성이 높다.

유튜브쇼핑의 성장과 동사의 수혜 시나리오

유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 28년까지 31%로 증가하며 선두인 네이버의 아성을 넘어서고, 30년에는 40%에 달할 전망이다. 유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 30년 13조원에 이를 것이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 2.6% 수준까지 상승할 전망이다.

카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 전망이다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 9.7조원, 공헌이익은 780억원을 예상한다. 유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 전용스토어 침투율을 현재 2% 수준으로 추정된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 78,000원으로 상향

GMV 성장세 가속화를 반영한 25F GMV 전망치 조정과 타겟 멀티플 상향(25F EV/GMV 0.06배→0.12배)에 따라 목표주가를 기존 40,000원에서 78,000원으로 상향하며 인터넷 업종 내 중소형주 Top Pick 의견을 유지한다. 타겟 멀티플 0.12배는 플랫폼 사업 지역 확장 기대감이 발생한 19년 EV/GMV 평균이다.

효율화된 비용 구조에 탑라인 성장이 가속화되면서 가파른 실적 개선이 나타나고 있는 점도 긍정적이다. 25F 매출액, 영업이익을 4%, 51% 상향한다. 25F 영업이익률은 16.3%로 상승(24년: 10.6%)할 것이다. 전용스토어 침투율을 가파르게 높여줄 유튜브 인앱결제 업데이트 이후 모멘텀이 강력하게 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	266	278	302	342	388
영업이익 (십억원)	-21	-3	32	56	89
영업이익률 (%)	-7.9	-1.1	10.6	16.4	22.9
순이익 (십억원)	-37	10	26	45	71
EPS (원)	-1,664	429	1,066	1,839	2,928
ROE (%)	-19.6	6.1	13.5	19.1	24.3
P/E (배)	-	65.3	31.8	34.0	21.3
P/B (배)	1.5	3.7	3.8	5.8	4.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

GMV 성장세 가속화를 반영한 25F GMV 전망치 조정과 타겟 멀티플 상향(25F EV/GMV 0.06배→0.12배)에 따라 목표주가를 기존 40,000원에서 78,000원으로 상향하며 인터넷 업종 내 중소형주 Top Pick 의견을 유지한다. 타겟 멀티플 0.12배는 플랫폼 사업 지역 확장 기대감이 발생한 19년 EV/GMV 평균이다.

동사의 가장 중요한 지표인 GMV 성장세가 지난 4분기 가속화되었을 뿐만 아니라 시장 성장률과의 격차를 확대했다는 점이 고무적인 부분이다. 동사의 4분기 GMV YoY 성장률은 11%로 1%에 그친 시장 성장률을 10% 상회(2분기 2%, 3분기 6% 상회)했다. 25년 전자상거래 시장 내 동사의 점유율은 5.7%까지 확대(23년 4.9%, 24년 5.1%)될 전망이다.

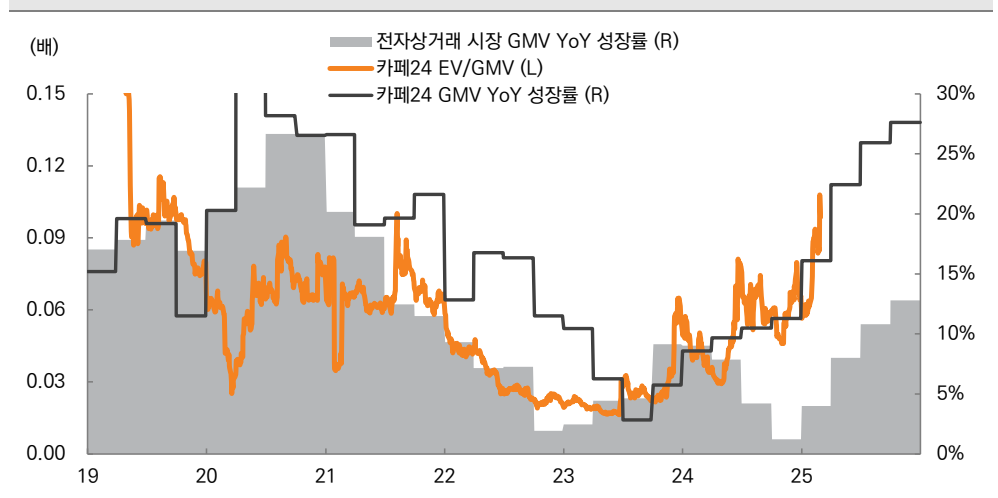
효율화된 비용 구조에 탑라인 성장이 가속화되면서 가파른 실적 개선이 나타나고 있는 점도 긍정적이다. 25F 예상 매출액을 4%, 영업이익은 51% 상향한다. 25F 영업이익률은 16.3%로 상승(23년: 0.6%, 24년 10.5%)할 것이다. 전용스토어 침투율을 가파르게 높여줄 유튜브쇼핑 인앱결제 업데이트 이후 모멘텀이 강력하게 발생할 전망이다.

표 28. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F GMV (십억원)	15,403	
Target EV/GMV (배)	0.123	2019년 EV/GMV 평균 전자상거래 시장 성장률 넘어서며 M/S 상승 발생한 구간
목표 시가총액 (십억원)	1,893	
주식 수 (천주)	24,253	
목표주가 (원)	78,000	
현재주가 (원)	62,500	
상승여력	24.8%	

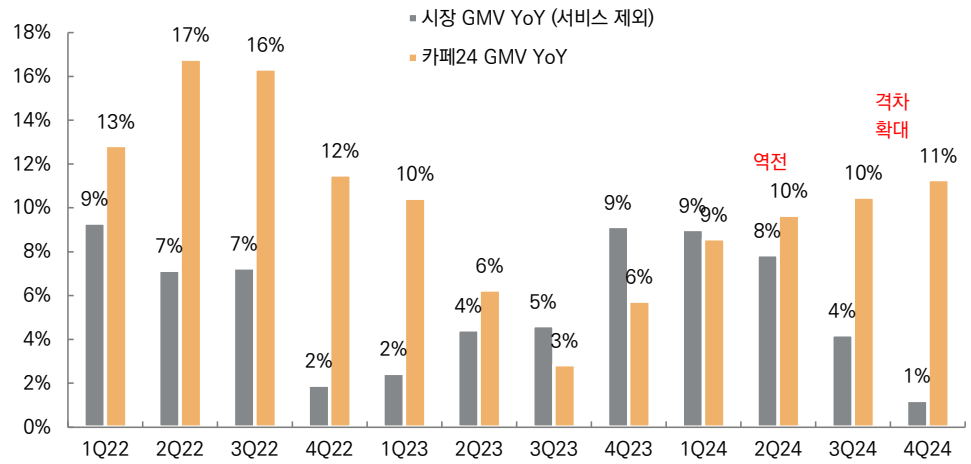
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 102. 카페24 EV/GMV, GMV YoY 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 국내 전자상거래 시장, 카페24 GMV 성장률 비교



자료: 카페24: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	65	74	75	87	75	85	86	97	302	342	388	452	535
(% YoY)	2.7%	4.9%	19.3%	19.2%	14.3%	13.9%	13.3%	11.8%	11.6%	13.2%	13.2%	16.5%	18.4%
EC플랫폼	57	66	67	79	66	76	77	89	269	308	352	415	497
결제솔루션	23	27	26	30	28	33	32	37	105	130	167	223	297
EC솔루션	7	8	8	9	8	8	8	10	32	34	36	38	40
비즈니스솔루션	3	3	3	3	3	3	3	3	13	13	13	13	14
공급망서비스	16	19	19	24	18	20	20	24	77	82	85	86	86
마케팅솔루션	8	10	11	13	10	12	12	14	42	47	51	55	60
인프라	8	8	9	9	9	9	9	9	34	35	36	37	38
영업비용	62	67	68	74	68	71	71	76	271	287	299	325	350
인건비	24	24	24	25	25	25	25	26	97	101	105	109	114
지급수수료	14	16	18	18	18	18	19	19	67	74	80	96	120
감가상각비	7	7	7	7	6	6	6	7	28	26	27	31	28
통신비	5	5	5	5	5	5	5	5	19	19	19	20	20
기타	12	15	15	19	14	17	16	20	61	66	68	68	69
영업이익	3	8	8	13	7	13	15	21	32	56	89	127	184
(% YoY)	흑전	178.6%	흑전	132.2%	98.2%	72.8%	87.2%	62.4%	-	74.7%	59.3%	43.1%	45.0%
영업이익률	5.0%	10.5%	10.3%	14.9%	8.7%	15.9%	17.1%	21.7%	10.6%	16.3%	22.9%	28.1%	34.4%
지배주주순이익	1	7	6	11	5	11	12	17	26	45	71	102	147
순이익률	2.1%	9.7%	7.8%	12.9%	7.0%	12.7%	13.7%	17.3%	8.5%	13.0%	18.3%	22.5%	27.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	331	368	343	388	4%	5%	333	367	3%	6%	결제솔루션, 마케팅솔루션 매출 상향
영업이익	37	54	56	89	51%	65%	41	50	36%	77%	
지배주주순이익	30	43	45	71	48%	65%	33	40	36%	77%	
영업이익률	11.2%	14.6%	16.3%	22.9%	-	-	12.3%	13.7%	-	-	
순이익률	9.1%	11.7%	13.0%	18.3%	-	-	9.9%	10.9%	-	-	

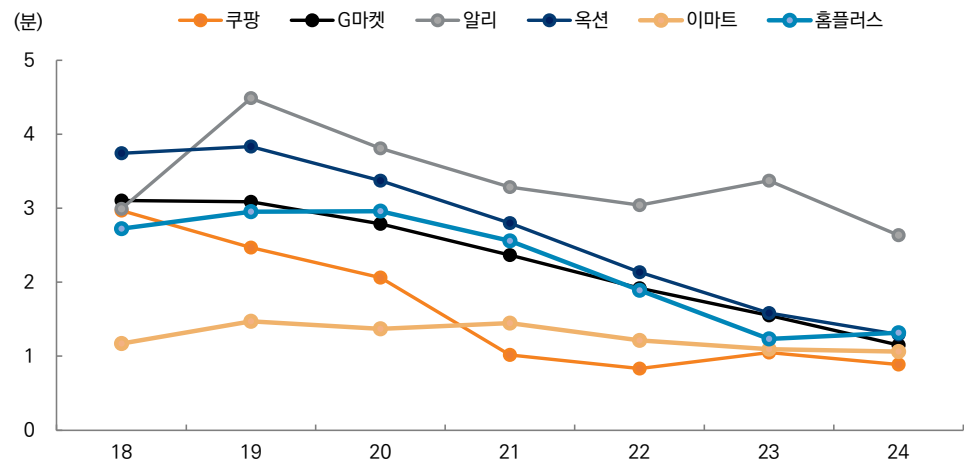
자료: 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 단위 시간 감소로 이어질 도파민 중독

도파민 중독은 쇼핑 단위 시간의 감소로 이어질 전망이다. 숏폼 시청에 따른 도파민 중독은 물품 구매까지 이어지는 일련의 행위(검색-리뷰 탐색-가격비교-구매 결정) 자체를 피로하게 느끼도록 만든다. 숏폼 시청 자체가 콘텐츠를 선택하는 것이 아닌 AI 기반 자동 추천을 그저 따라가는 것이기 때문이다. 현대인들은 쇼핑을 위한 정신적 여유도 이전만큼 없다.

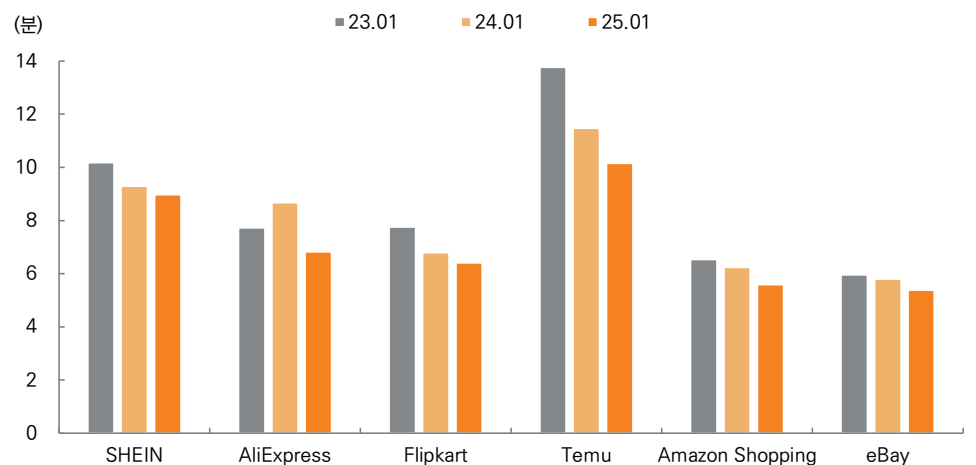
쇼핑 단위 시간의 감소 양상은 이미 국내와 글로벌에서 관찰되고 있다. 쿠팡을 비롯한 국내 커머스 앱 전반의 실행당 평균 체류시간은 불과 5년만에 절반 이하로 감소했다. 작년에도 10% 이상의 역성장을 기록한 플랫폼이 대부분이다. 글로벌도 국내와 크게 다르지 않다. 아마존 쇼핑, 알리익스프레스, 이베이, 테무 등 주요 글로벌 커머스 플랫폼의 일평균 체류시간도 22년 이후 연 5% 이상의 감소세를 보이고 있다.

그림 104. 국내 주요 커머스 앱 실행당 평균 체류시간



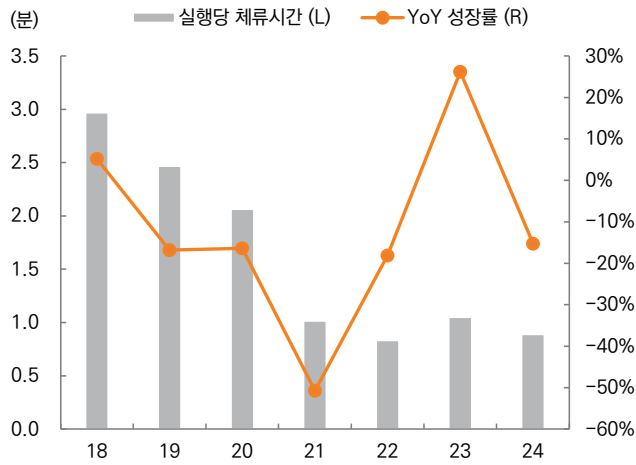
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 글로벌 주요 커머스 플랫폼 일평균 체류시간



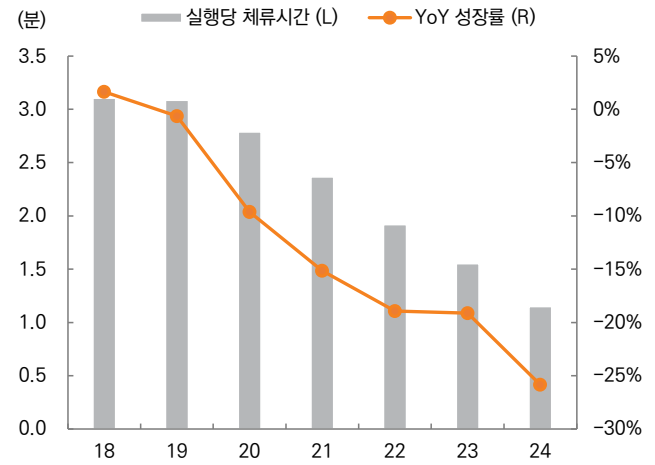
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 쿠팡 앱 실행당 평균 체류시간 추이



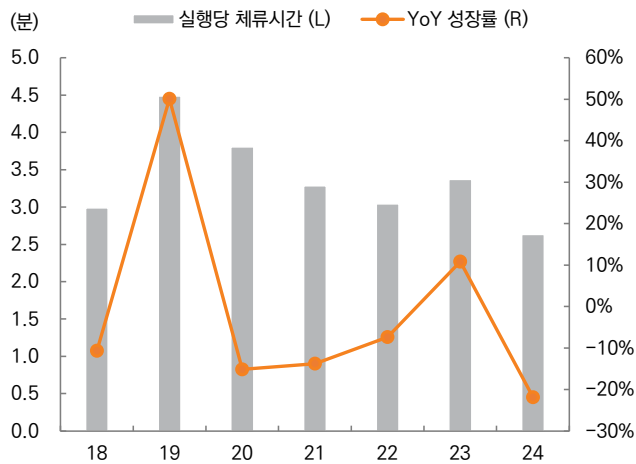
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. G마켓 앱 실행당 평균 체류시간 추이



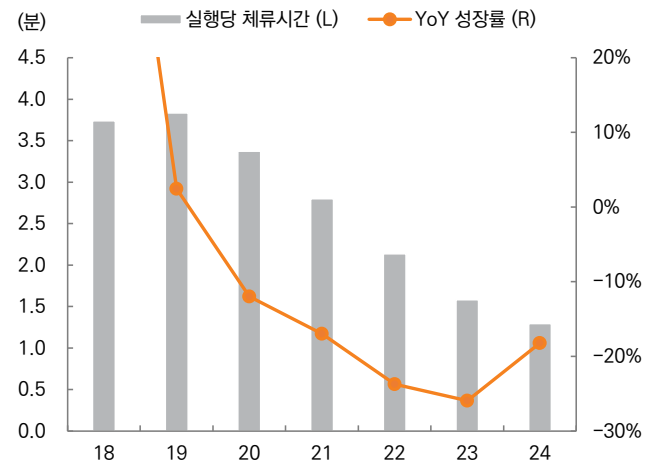
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 국내 알리익스프레스 앱 실행당 평균 체류시간 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 옥션 앱 실행당 평균 체류시간 추이



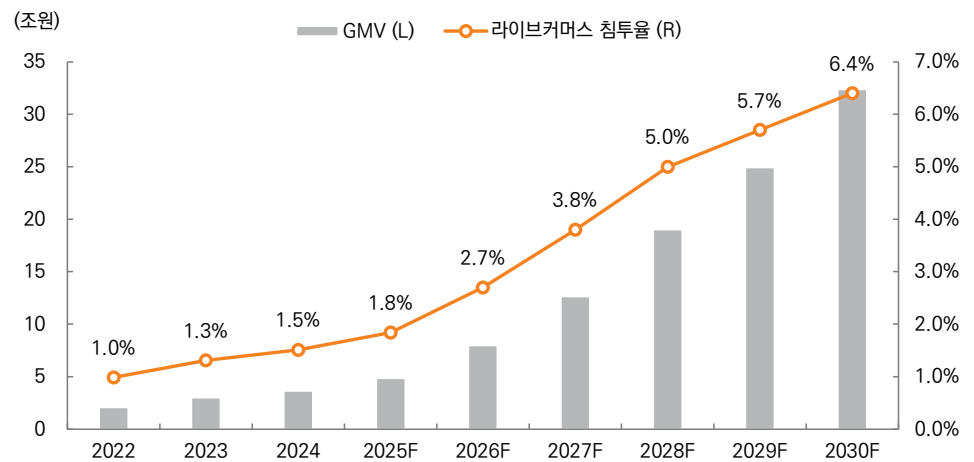
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 시장의 고속 성장

24년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3.6조원(전자상거래 시장 내 침투율은 1.5%)로 추정되며 30년까지 32조원(침투율 6.4%) 규모로 성장할 전망이다. 25년에서 30년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 46%로 14% 수준으로 예상되는 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다.

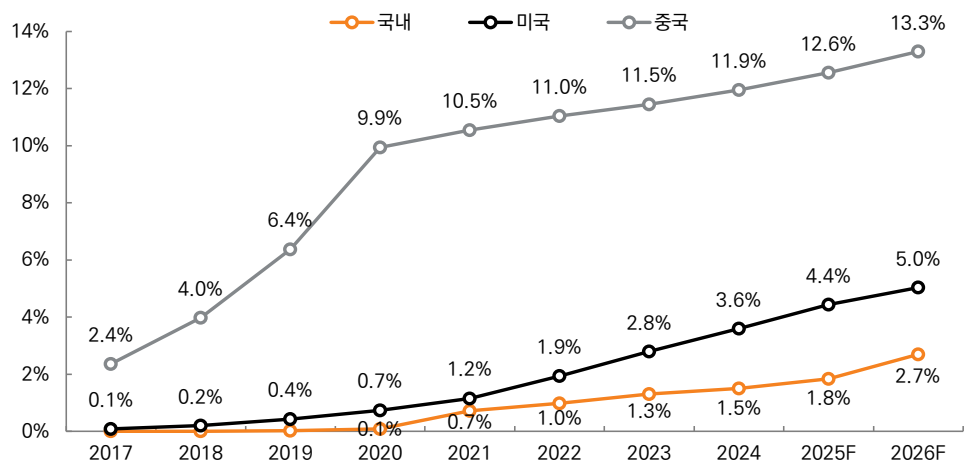
쇼핑 단위 시간 감소 트렌드가 본격화되면서 오랜기간 고착화된 일일이 리뷰를 보고 구매하는 방식은 퇴보할 것이다. 소비자들은 점차 1) 마침 필요하고 관심을 가질만한 상품을 AI가 찾아오면 구매하고, 2) 일반인 리뷰가 아닌 특정 카테고리 제품을 전문적으로 추천해주는 사람의 영상을 보고 구매하는 방식으로 변화해나갈 가능성이 높다.

그림 110. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 111. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 전망



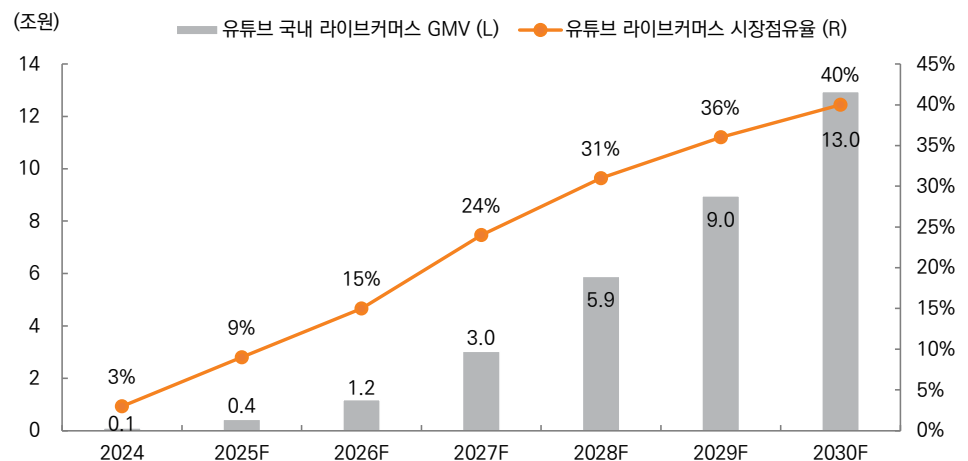
자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내는 유튜브쇼핑이 지배할 전망

유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 30년 13조원에 이를 전망이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 28년까지 31%로 증가하며 선두인 네이버 쇼핑 라이브의 아성을 넘어서고, 30년에는 40% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 2.6% 수준까지 상승할 전망이다.

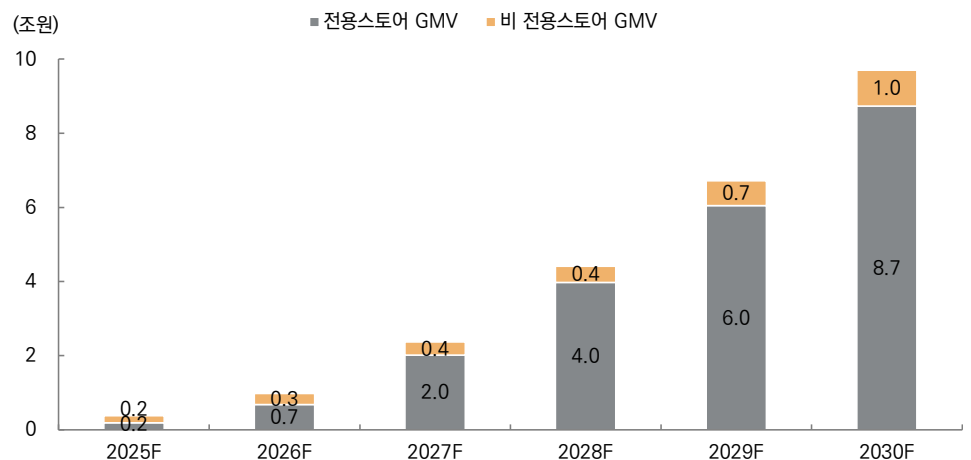
유튜브쇼핑의 고성장을 예상하는 이유는 라이브커머스 시장이 개화기를 지나 성장기에 접어들면서는 영상 콘텐츠 기반의 라이브커머스 플랫폼이 폭발적으로 성장하기 때문이다. 중국과 미국도 초기 시장은 커머스 업체들이 지배했으나 현재는 1위 커머스 업체를 제외하고는 다 순위권 밖으로 밀려난 상황이다. 글로벌에는 틱톡샵이라는 강력한 경쟁자가 존재하나 국내는 압도적인 트래픽 격차를 고려할 때 틱톡이 유의미한 경쟁자가 되기는 어렵다.

그림 112. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

폭발적인 성장이 예상되는 카페24

전용스토어 기능을 제공하는 카페24가 유튜브쇼핑 고성장의 가장 큰 수혜주다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 9.7조원, 공헌이익은 780억원을 예상한다. 카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 카페24의 유튜브쇼핑 내 GMV 점유율은 75% 이상이 될 것으로 전망한다.

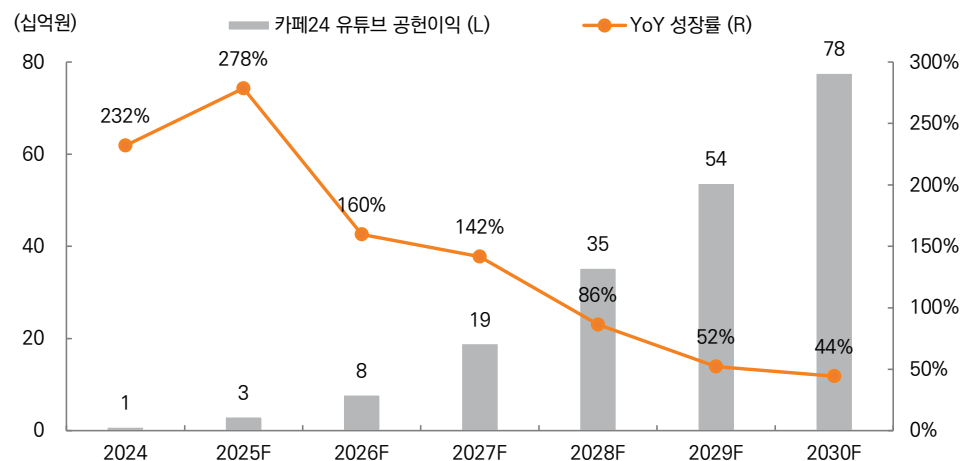
올해로 예상되는 유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 30년 유튜브쇼핑 전용스토어 GMV로 8.7조원을 예상한다. 인앱 결제 업데이트를 통해 유튜브쇼핑 유저의 편의성이 드라마틱하게 개선될 것으로 예상하며 외부 플랫폼으로 이동할 필요가 없는 전용스토어 내에서의 쇼핑이 각광받게 될 것이다.

표 31. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	229	242	263	294	333	380	437	506
YoY 성장률	9.0%	5.7%	8.9%	11.8%	13.0%	14.3%	15.0%	15.7%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	3.6	4.8	7.9	12.6	19.0	24.9	32.4
라이브커머스 침투율	1.3%	1.5%	1.8%	2.7%	3.8%	5.0%	5.7%	6.4%
YoY 성장률	45%	22%	33%	64%	59%	50%	31%	30%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.2	3.0	5.9	9.0	13.0
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	31%	36%	40%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.1%	2.6%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	298%	173%	154%	94%	52%	44%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.0	2.4	4.4	6.7	9.7
유튜브쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	86%	82%	78%	75%	75%	75%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	2%	5%	10%	15%	18%	21%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	4.0	6.0	8.7
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.7	1.0
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	0	1	5	16	43	83	126	182
YoY 성장률	-	-	-	204%	168%	93%	52%	44%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	35	54	78
YoY 성장률	-	-	-	160%	142%	86%	52%	44%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망

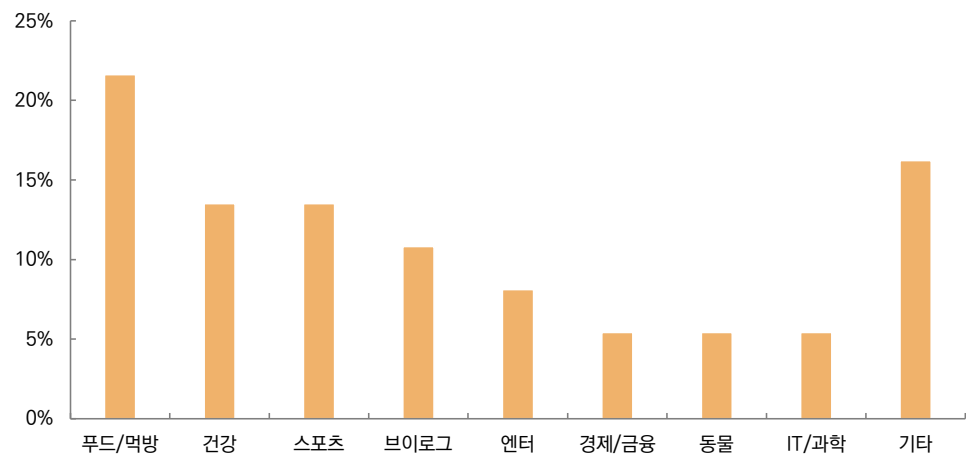


자료: 미래에셋증권 리서치센터

50만 이상의 구독자를 가진 1,800개 이상의 국내 유튜브 채널을 전수 조사한 결과 유튜브 쇼핑의 침투율은 10% 수준까지 상승한 것으로 추정된다. 24년 6월 출시한 카페24의 전용 스토어 침투율은 2% 수준으로 추정된다. 유튜브 스토어를 이용하는 셀러의 5분의 1 수준이 전용 스토어 기능을 이용하고 있는 것으로 보인다.

다양한 카테고리의 채널들이 유튜브쇼핑을 시도해보고 있는데 그 중에서도 눈에 띄는 영역은 음식 카테고리다. 전용스토어를 이용하는 3분의 1 이상의 채널들이 주력 상품으로 식품을 취급하는 것으로 추정된다. 푸드, 먹방, 건강과 관련한 콘텐츠를 다루는 크리에이터들은 밀키트, 건강식품 등을 팔고 있는데 콘텐츠와의 상관성이 높다보니 타 카테고리 대비 높은 구매 전환율을 보이고 있는 것으로 추정된다.

그림 115. 유튜브 전용스토어를 이용 중인 크리에이터 카테고리 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

유튜브쇼핑을 통한 성공 사례가 알려지기 시작하면서 크리에이터들의 참여가 본격화될 것으로 보인다. '1분요리 똑딱이형' 채널의 경우 첫 상품인 '똑딱 도가니탕'을 출시 첫 날 7천 팩, 3개월 누적으로는 5만팩을 판매했다. 1팩당 매출액을 7천원으로 가정하면 상품 1개의 3개월 매출이 3.5억원에 달한다. 푸드, 먹방, 건강 등 음식과 관련한 콘텐츠를 전문으로 하는 크리에이터들의 유튜브쇼핑 참여가 가속화될 전망이다.

유튜브쇼핑의 새로운 가능성을 보여주는 사례도 나타나고 있다. 구독자 100만 이상을 보유한 '전인구경제연구소 채널'도 전용스토어를 운영하고 있는데 실물 상품뿐만 아니라 서비스 상품을 판매하고 있다. 다양한 유형의 주식 강의를 수십만원의 가격대로 판매 중이다. 이는 유튜브쇼핑이 각종 서비스 상품으로까지 확장 가능성이 있음을 시사한다.

표 32. 전용스토어 기능을 이용 중인 주요 유튜브 채널

채널명	구독자수 (백만명)	카테고리	판매 상품 수
청담언니	5.5	푸드/먹방	9
1분요리 똑딱이형	2.9	푸드/먹방	6
나도Nado	2.8	푸드/먹방	4
자취요리신 simple cooking	2.0	푸드/먹방	4
히밥heebab	1.7	푸드/먹방	27
주부나라	1.6	푸드/먹방	2
후다닥요리	0.5	푸드/먹방	14
레시피 읽어주는 여자	1.0	푸드/먹방	13
꾸뽀KUPI	1.2	조립	30
픽플러스	0.7	자동차	8
데일리 버스킹	1.9	음악	30
꼰대희	1.7	엔터테인먼트	11
미미미누	1.7	엔터테인먼트	1
이스타TV	0.8	엔터테인먼트	4
더포스 수영	0.6	스포츠	15
꽂잡아윤기-Kwakyoongy	1.0	스포츠	9
모멘트핏 록코치	0.9	스포츠	3
벼약스핏	0.8	스포츠	20
고알레 GOALE	0.6	스포츠	30
세바시 강연 Sebasitalk	2.0	사회/문화	16
[THE SOY]루팡이네	2.3	동물	11
크집사	1.4	동물	13
재테크읽어주는 파일럿	1.0	경제/금융	18
전인구경제연구소	1.0	경제/금융	8
양띵 유튜브	1.7	게임	16
저라뎃 JUSTLIKETHAT	0.7	게임	7
건나물TV	1.1	건강	20
금단미인	0.7	건강	2
굿라이프	1.4	건강	9
이재성 박사의 식탁보감	1.3	건강	11
피부는민동성	0.5	건강	3
영알남YAN	1.2	vlog/라이프	6
윤시원	0.8	vlog/라이프	22
Joe튜브	0.7	vlog/라이프	2
찬이 KimCHAN	0.6	vlog/라이프	30
과학드림 [Science Dream]	1.1	IT/과학	4
이과형	0.6	IT/과학	4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	278	302	342	388
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	278	302	342	388
판매비와관리비	281	271	287	299
조정영업이익	-3	32	56	89
영업이익	-3	32	56	89
비영업손익	-15	2	0	0
금융손익	-3	-1	1	3
관계기업등 투자손익	0	3	-1	-3
세전계속사업손익	-18	34	56	89
계속사업법인세비용	-1	8	11	18
계속사업이익	-17	26	45	71
중단사업이익	19	-3	0	0
당기순이익	2	23	45	71
지배주주	10	26	45	71
비지배주주	-8	-2	0	0
총포괄이익	13	23	45	71
지배주주	21	37	70	112
비지배주주	-8	-13	-26	-41
EBITDA	32	55	72	101
FCF	28	33	56	76
EBITDA 마진율 (%)	11.5	18.2	21.1	26.0
영업이익률 (%)	-1.1	10.6	16.4	22.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	8.6	13.2	18.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	119	188	248	329
현금 및 현금성자산	31	96	152	228
매출채권 및 기타채권	41	43	47	52
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	46	48	48	48
비유동자산	203	153	139	130
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	60	40	28	21
무형자산	29	26	24	22
자산총계	322	341	387	459
유동부채	121	111	111	112
매입채무 및 기타채무	34	29	29	29
단기금융부채	41	41	42	42
기타유동부채	46	41	40	41
비유동부채	26	16	16	16
장기금융부채	19	8	8	8
기타비유동부채	7	8	8	8
부채총계	147	126	127	128
지배주주지분	170	212	256	327
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	235	235	235	235
이익잉여금	-22	4	49	120
비지배주주지분	5	3	3	3
자본총계	175	215	259	330

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	33	58	79
당기순이익	2	23	45	71
비현금수익비용가감	28	32	26	27
유형자산감가상각비	30	20	14	10
무형자산상각비	5	3	2	2
기타	-7	9	10	15
영업활동으로 인한자산및부채의변동	8	-13	-3	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-5	-3	-3
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	0	0	0
법인세납부	-1	-7	-11	-18
투자활동으로 인한 현금흐름	3	0	-2	-3
유형자산처분(취득)	-8	0	-2	-3
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-18	0	0	0
기타투자활동	30	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-41	2	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-33	-10	0	0
자본의 증가(감소)	0	1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	11	0	0
현금의 증가	-4	66	56	76
기초현금	35	31	96	152
기말현금	31	96	152	228

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

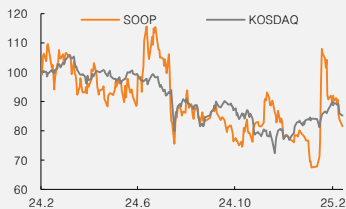
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	65.3	31.8	34.0	21.3
P/CF (x)	20.9	14.9	21.4	15.5
P/B (x)	3.7	3.8	5.8	4.6
EV/EBITDA (x)	19.6	13.3	19.1	12.9
EPS (원)	429	1,066	1,839	2,928
CFPS (원)	1,337	2,276	2,923	4,027
BPS (원)	7,659	8,852	10,690	13,619
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 (%)	4.5	8.8	13.2	13.2
EBITDA증가율 (%)	151.8	74.0	30.1	39.6
조정영업이익증가율 (%)	적지	흑전	74.5	59.3
EPS증가율 (%)	흑전	148.7	72.4	59.3
매출채권 회전율 (회)	9.4	9.6	9.7	10.2
재고자산 회전율 (회)	253.0	393.0	440.5	493.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.6	7.1	12.3	16.8
ROE (%)	6.1	13.5	19.1	24.3
ROIC (%)	-3.0	36.5	79.1	147.4
부채비율 (%)	84.3	58.8	49.1	38.8
유동비율 (%)	98.2	169.7	222.2	292.5
순차입금/자기자본 (%)	-6.5	-40.8	-55.2	-66.5
조정영업이익/금융비용 (x)	-0.6	8.4	16.1	25.6

투자의견(하향)	매도
목표주가(하향)	▼ 82,000원
현재주가(25/3/4)	96,600원
상승여력	-15.1%

영업이익(24F,십억원)	114
Consensus 영업이익(24F,십억원)	115
EPS 성장률(24F,%)	32.0
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	10.6
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSDAQ	737.90
시가총액(십억원)	1,110
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	66.4
외국인 보유비중(%)	36.5
베타(12M) 일간수익률	0.68
52주 최저가(원)	80,000
52주 최고가(원)	137,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.4	-3.5	-19.6
상대주가	3.8	-4.3	-4.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

SOOP

디레이팅 불가피. 투자의견 ‘매도’로 하향

산업 쇠퇴가 나타나고 있는 라이브 스트리밍

숏폼 유행 본격화에 따른 도파민 중독이 라이브 스트리밍 산업을 쇠퇴기로 이끌고 있다. 라이브 스트리밍 시장의 Q(총체류시간)는 '이용자 수 x 평균 체류시간'인데 두 요소 모두 하락세가 관찰되고 있다.

글로벌 1위 플랫폼 트위치는 21년을 고점으로 매년 MAU 하락세가 나타나고 있다. 24년 트위치 MAU는 YoY 12% 역성장하였다. 글로벌 2위 플랫폼 비고 라이브의 MAU의 YoY 역성장세도 분기 단위로 심화되고 있다. 트위치 유저의 24년 인당 월 평균 체류시간은 YoY 24% 감소, 비고 라이브는 7% 감소한 것으로 추정된다.

국내도 위험 징후는 뚜렷해지는 상황

숏폼 콘텐츠가 범람하기 시작한 21년을 기점으로 국내 스트리밍 플랫폼들의 이용시간은 급감하기 시작했다. 24년 국내 주요 스트리밍 플랫폼의 합산 월평균 체류시간은 20년 대비 절반 미만까지 감소했다. 국내도 숏폼의 유행 이후 라이브 스트리밍을 장시간 시청하는 것에 대한 유저들의 피로도가 급격히 상승한 것으로 추정된다.

트래픽 감소에 따른 SOOP의 타라인 성장성 둔화는 불가피하다. 4분기 SOOP 평균 MUV는 600만명(-17% YoY)으로 감소세가 가속화되었다. 이는 1년만에 120만명이 감소한 수치다. 치지직과의 경쟁에서 뚜렷한 트래픽 우위를 보여주고 있지 못하기에 MUV는 1분기에도 YoY 10% 이상 역성장할 것으로 예상된다.

목표주가 82,000원으로 하향, 투자의견은 ‘매도’로 하향

업황의 급격한 악화 및 동사의 성장성 둔화를 고려한 타겟 멀티플 하향(25F 타겟 P/E 14.0배→8.7배)과 25F 실적 추정치 하향으로 목표주가를 82,000원으로 하향(기존 140,000원), 투자의견은 '매도'로 하향(기존 'Trading Buy')한다.

1) 숏폼의 등장 이후 Q 쇠퇴가 확인해지고 있는 국내 및 글로벌 라이브 스트리밍 시장 업황, 2) 강력한 경쟁자의 등장으로 국내 M/S 1위 마저도 위협받고 있는 상황, 3) 과도하게 반영된 글로벌 성공 가능성에 대한 기대감, 4) 매출 과대 계상 관련 의혹에 관한 금감원의 회계 감리도 진행되고 있는 대외적 불확실성을 고려 시 과거의 밸류에이션을 유지하기는 어렵다는 판단이다. 투자에 유의가 필요한 구간이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	315	348	429	467	523
영업이익 (십억원)	82	90	114	132	150
영업이익률 (%)	26.0	25.9	26.6	28.3	28.7
순이익 (십억원)	60	75	98	108	122
EPS (원)	5,197	6,489	8,565	9,435	10,654
ROE (%)	26.5	28.0	29.5	25.5	23.0
P/E (배)	13.7	13.2	10.6	10.2	9.1
P/B (배)	3.0	2.9	2.5	2.1	1.8
배당수익률 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션

라이브 스트리밍 업황의 급격한 악화 및 동사의 성장성 둔화를 고려한 타겟 멀티플 하향 (25F 타겟 P/E 14.0배→8.7배)과 25F 실적 추정치 하향으로 목표주가를 82,000원으로 하향(기준 140,000원), 투자 의견은 '매도'로 하향(기준 'Trading Buy')한다.

1) 숏폼의 등장 이후 Q 쇠퇴가 확인해지고 있는 국내 및 글로벌 라이브 스트리밍 시장 업황, 2) 강력한 경쟁자의 등장으로 국내 M/S 1위 마저도 위협받고 있는 상황, 3) 과도하게 반영된 글로벌 성공 가능성에 대한 기대감, 4) 매출 과대 계상 관련 의혹에 관한 금감원의 회계 감리도 진행되고 있는 대외적 불확실성을 고려 시 과거의 밸류에이션을 유지하기는 어렵다는 판단이다. 투자에 유의가 필요한 구간이다.

치지직과의 격차를 벌리면서 국내에서 압도적인 M/S를 되찾는 것과 동시에 글로벌에서의 폭발적인 트래픽 성장을 보여주지 못한다면 장기 디레이팅 구간의 초입이 될 가능성이 높다. 타겟 멀티플 8.7배는 글로벌 대형 라이브 스트리밍 업체 YY(비고라이브)의 23~24년 (비고라이브 MAU 성장성 둔화 시기) P/E 평균이다. 플랫폼의 Q(MAU) 역성장이 관찰되며 성장성이 둔화되고 있다는 점이 유사하다는 판단이다. P/E 8.7배는 16년 이후 동사 멀티플 최하단 구간에 해당하기도 한다.

여성 스트리머들의 글로벌 동시 송출 이후 발생한 폭발적인 글로벌 성장 가능성에 대한 시장의 기대도 과도하다는 판단이다. 로컬 스트리밍 플랫폼으로 성장하기 위한 대규모 투자는 늦어지고 있다. 선정적 콘텐츠의 글로벌 동시 송출에 대한 시장의 기대감이 존재하나 1) 타 글로벌 플랫폼 대비 수위가 약할 수밖에 없는 점, 2) 그로 인해 낮은 수준에 머무를 결제 유저 비중, 3) 국내 크리에이터들의 타 글로벌 플랫폼으로의 진출도 열려 있는 점을 고려 시 SOOP이 가진 해자는 크지 않다는 판단이다.

그림 116. 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	108	
Target P/E (배)	8.7	Joyy(비고라이브) 23~24년 P/E 평균 MAU 성장을 급격한 둔화 및 역성장 구간
목표 시가총액 (십억원)	944	
주식 수 (천주)	11,495	
목표주가 (원)	82,000	
현재주가 (원)	96,600	
상승여력	-15.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 34. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	95	107	110	118	104	115	119	129	348	429	467	523
(% YoY)	30.6%	22.9%	25.2%	17.2%	10.1%	7.5%	8.4%	9.8%	10.4%	23.4%	8.9%	11.8%
플랫폼 서비스	79	83	83	82	86	88	89	90	259	327	353	394
기부경제선물	76	80	80	80	83	86	86	87	249	316	342	384
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	9	9	10
플랫폼-기타	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	1
광고	15	23	26	34	18	25	29	38	83	98	110	123
플랫폼광고	2	3	4	4	3	3	4	4	15	13	14	16
콘텐츠형광고	8	14	14	23	10	16	17	27	54	60	70	81
광고기타	5	5	8	7	5	5	8	7	14	25	25	27
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	6	5	5	5
영업비용	66	73	86	89	75	82	85	94	257	315	336	373
인건비	22	23	23	24	26	26	26	27	77	92	105	119
지급수수료 (중계권+기타)	6	6	9	9	8	9	10	10	25	30	37	42
지급수수료 (광고)	7	12	12	20	9	12	14	18	36	51	54	58
과금수수료	12	14	14	13	14	14	14	14	39	53	56	63
회선사용료	4	4	5	5	5	5	5	5	14	19	20	21
BJ지원금	2	3	3	3	3	3	3	3	7	11	12	14
콘텐츠제작비	2	2	3	3	2	3	3	3	20	9	11	12
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	5	5	6	20	21	21	23
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
행사비	1	1	0	4	1	1	1	4	2	5	6	6
기타	4	4	12	3	3	3	4	4	18	24	14	15
영업이익	29	33	24	29	29	33	35	35	90	114	132	150
(% YoY)	55.2%	40.9%	9.0%	8.4%	2.2%	-1.0%	45.5%	21.4%	9.6%	26.6%	15.1%	13.8%
영업이익률	30.1%	31.3%	21.7%	24.3%	27.9%	28.8%	29.1%	26.9%	26.0%	26.6%	28.2%	28.6%
지배주주순이익	25	27	24	22	24	27	29	29	75	98	108	122
순이익률	25.9%	25.8%	21.7%	19.1%	23.2%	23.7%	23.9%	22.1%	21.4%	22.9%	23.2%	23.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 35. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	478	542	467	523	-2%	-4%	471	524	-1%	0%	기부경제선물 매출 하향
영업이익	138	162	132	150	-5%	-8%	131	148	0%	1%	
지배주주순이익	115	133	108	122	-6%	-8%	109	122	0%	0%	
영업이익률	29.0%	29.9%	28.2%	28.6%	-	-	27.9%	28.2%	-	-	
순이익률	24.0%	24.6%	23.2%	23.4%	-	-	23.0%	23.3%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

산업 쇠퇴가 나타나는 글로벌 라이브 스트리밍

과거 대비 지루해져버린 라이브 스트리밍

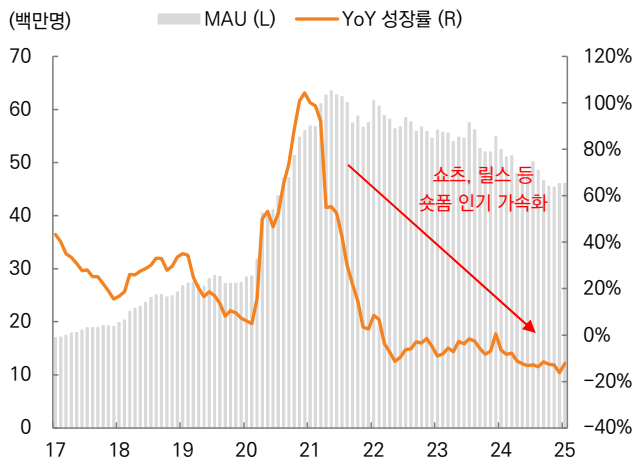
짧은 콘텐츠만을 찾게 만드는 도파민 중독이 라이브 스트리밍 산업을 쇠퇴기로 이끌고 있다는 판단이다. Q 측면에서의 라이브 스트리밍 시장 성장은 갈 수록 어려워질 전망이다. 21년 쇼폼이 등장하기 전 과거에는 사람들에게 콘텐츠를 느긋하게 즐길 수 있는 인내심이 있었다. 그러나 쇼폼 영상에 종속되고 도파민에 중독됨에 따라 5분 이상의 영상을 보는 것도 지루해하고 버거워하는 사람들이 급증하고 있다.

과거 스트리밍 유저들의 경우 짧게는 10분에서 길게는 30분 이상 라이브 영상을 시청하는데 무리가 없는 인내심을 지니고 있었으나 이제는 그렇지 않다. 도파민이 실시간으로 분비되지 않으면 재미가 농축된 짧은 영상을 찾아 떠난다. 결과적으로 Q의 감소가 다방면에서 관찰되고 있다. 라이브 스트리밍 시장의 Q(총체류시간)는 '이용자 수 x 평균 체류시간'인데 두 요소 모두 하락세가 관찰되고 있다.

이용자 수(Q) 감소세 관찰

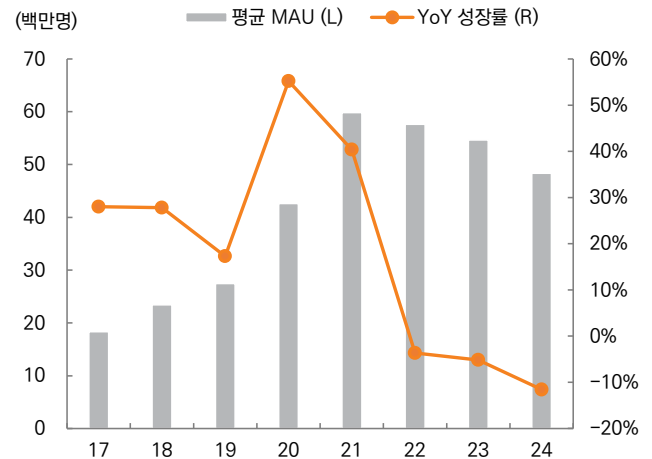
글로벌 스트리밍 플랫폼들의 MAU 감소세가 뚜렷하게 관찰되고 있다. 글로벌 최대 라이브 스트리밍 전용 플랫폼으로 꼽히는 트위치의 경우 21년을 고점으로 매년 하락세가 나타나고 있다. 24년 트위치 MAU는 YoY 12% 역성장하였다. 쇼츠와 릴스의 폭발적인 성장이 21년부터 시작된 것을 고려하면 쇼폼의 등장 이후 사람들이 라이브 스트리밍을 이전보다 덜 매력적인 콘텐츠로 느끼고 있다는 점을 알 수 있다.

그림 117. 트위치 MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 트위치 연평균 MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

트위치에 이은 글로벌 2위 라이브 스트리밍 플랫폼이자, 아시아 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브의 유저 지표도 하락세가 관찰되고 있다. 지난 3분기 비고 라이브의 MAU는 3,650만명(-9% YoY)으로 이용자 수(Q) 역성장세가 상반기 대비 확대되었다. Q 감소세를 상쇄할 정도의 ARPU(P) 상승세를 이어나가지 못함에 따라 22년 이후 유의미한 매출 성장을 보여주고 있지 못하다.

중국도 상황은 다르지 않다. 중국의 주요 라이브 스트리밍 업체인 Douyu와 Huya와 같은 플랫폼도 22년 이후 확연한 MAU 역성장세가 관찰되고 있다. 24년 Douyu의 MAU는 YoY 18% 역성장, Huya는 16% 역성장했다. 라이브 스트리밍 전용 플랫폼뿐만 아니라 빌리빌리와 같은 종합 영상 플랫폼의 유저 지표 감소세도 본격화되고 있다. 숏폼을 메인으로 하는 틱톡의 역습으로 대다수의 기존 영상 플랫폼은 쇠퇴하고 있다.

표 36. 아시아 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브 주요 지표

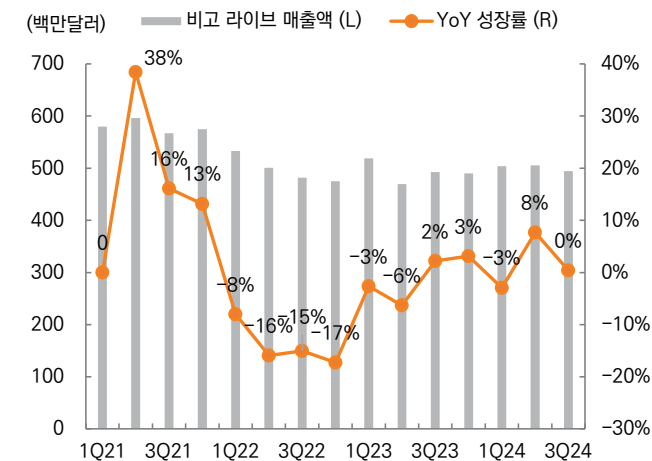
(백만달러)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
비고 라이브 부문 매출액	581	598	569	576	535	503	483	476	520	471	494	491	505	507	496
YoY 성장률	-	38%	16%	13%	-8%	-16%	-15%	-17%	-3%	-6%	2%	3%	-3%	8%	0%
MAU (백만명)	29.1	29.5	31.0	32.2	31.7	32.6	35.4	36.8	37.7	38.5	40.3	38.4	37.1	37.7	36.5
YoY 성장률	-	0%	11%	12%	9%	11%	14%	14%	19%	18%	14%	4%	-2%	-2%	-9%
유료 유저 수 (백만명)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6
YoY 성장률	-	12%	13%	3%	-13%	-8%	-1%	3%	8%	6%	7%	8%	6%	8%	1%
Pay ratio 추정	5.7%	5.4%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	4.4%	4.4%
ARPU 추정 (달러)	6.7	6.8	6.1	6.0	5.6	5.1	4.6	4.3	4.6	4.1	4.1	4.3	4.5	4.5	4.5
YoY 성장률	-	38%	5%	1%	-16%	-24%	-26%	-28%	-18%	-21%	-10%	-1%	-1%	10%	11%

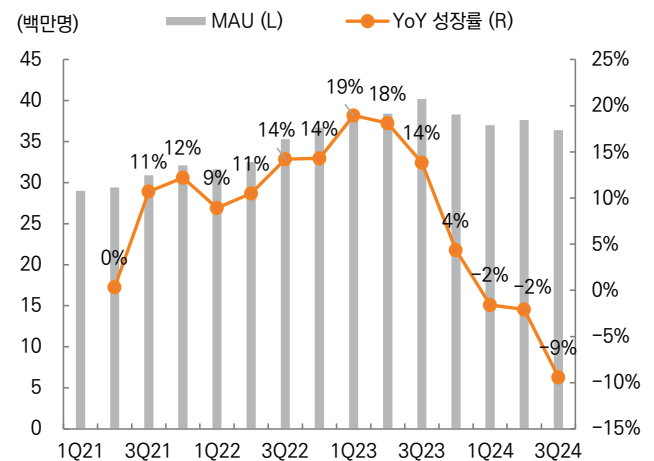
자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 비고 라이브 분기 매출액 추이

그림 120. 비고 라이브 MAU 추이

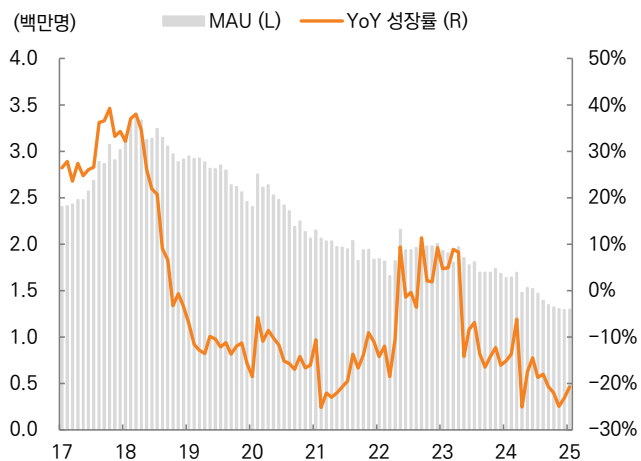


자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터



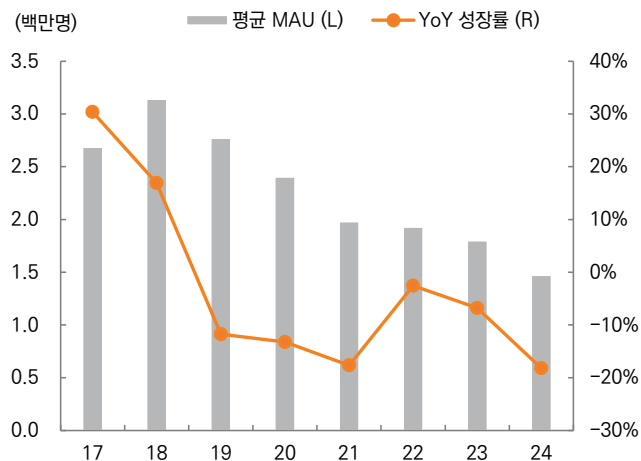
자료: Jooy, 실적 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. Douyu MAU 추이



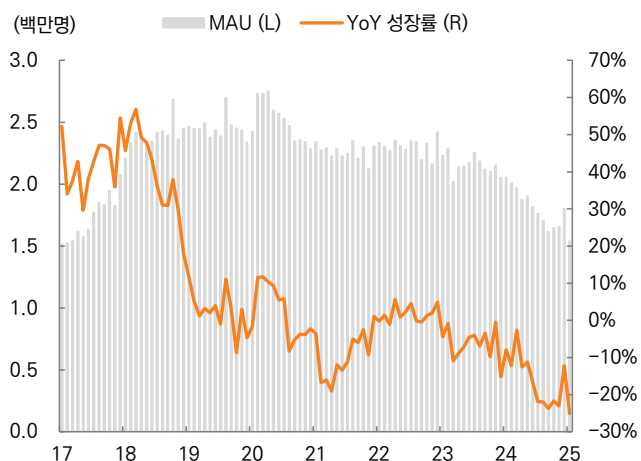
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. Douyu 연평균 MAU 추이



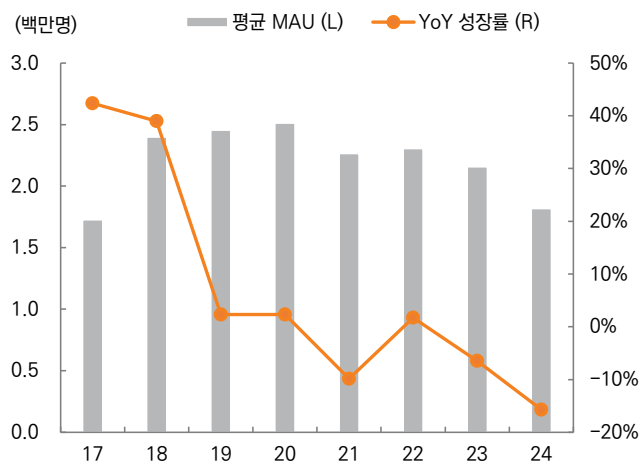
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. Huya MAU 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. Huya 연평균 MAU 추이



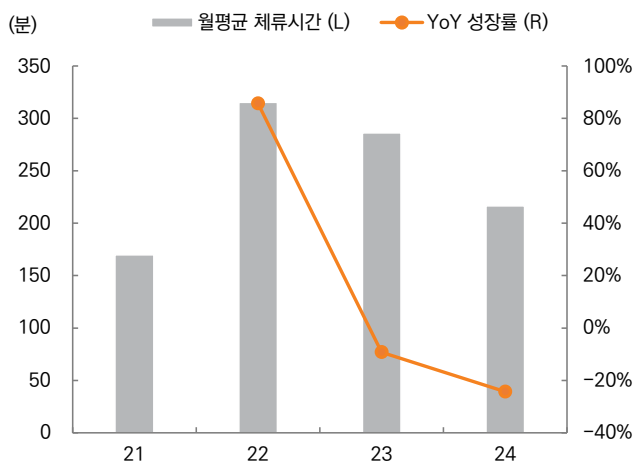
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

평균 체류시간 감소세 관찰

이용자 수 감소와 동시에 이용자당 평균 체류시간 역시도 감소하고 있는 점이 라이브 스트리밍 업황을 급격히 악화시키고 있다. 숏폼의 진격이 본격화된 21년을 기점으로 대부분의 라이브 스트리밍 플랫폼의 이용자당 체류시간은 감소세가 나타나고 있다.

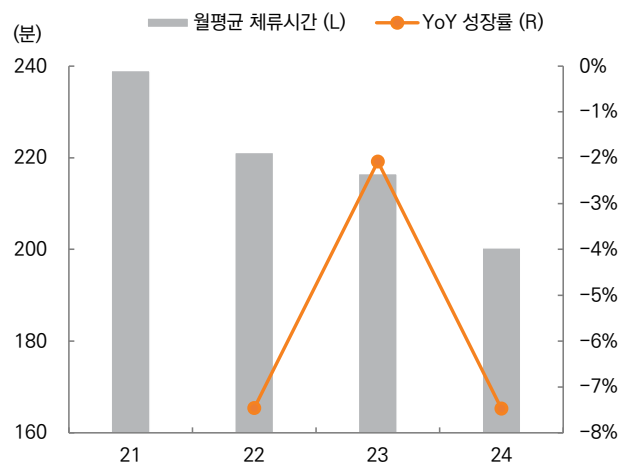
트위치 이용자의 월평균 이용시간은 22년 315분에서 24년 216분으로 2년만에 31% 감소했다. 아시아 지역의 최대 라이브 스트리밍 플랫폼 비고 라이브 역시도 체류시간의 감소세가 지속되고 있다. 24년 1~3분기 실적에서 분기 평균 MAU 역성장세 심화도 관찰되었다. Huya는 최근 3년간 체류시간 하락세가 가속화되고 있다.

그림 125. 트위치 인당 월평균 체류시간



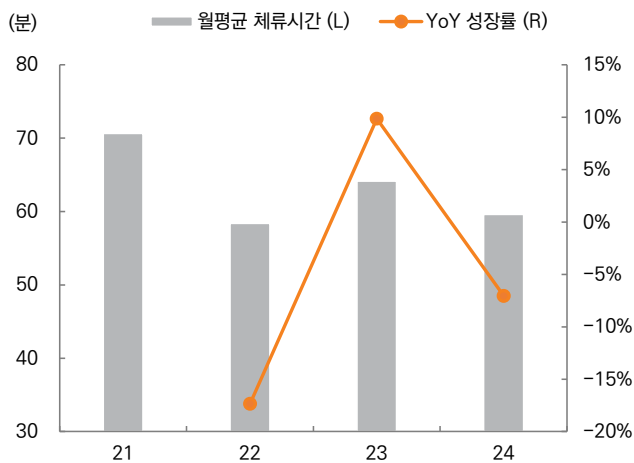
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 비고 라이브 인당 월평균 체류시간



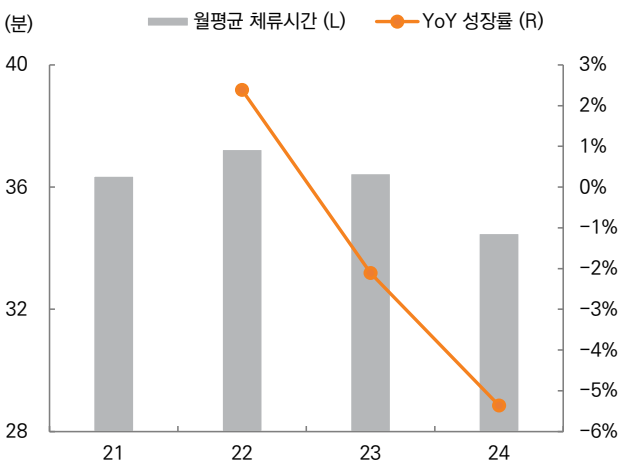
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 127. Douyu 인당 월평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 128. Huya 인당 월평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

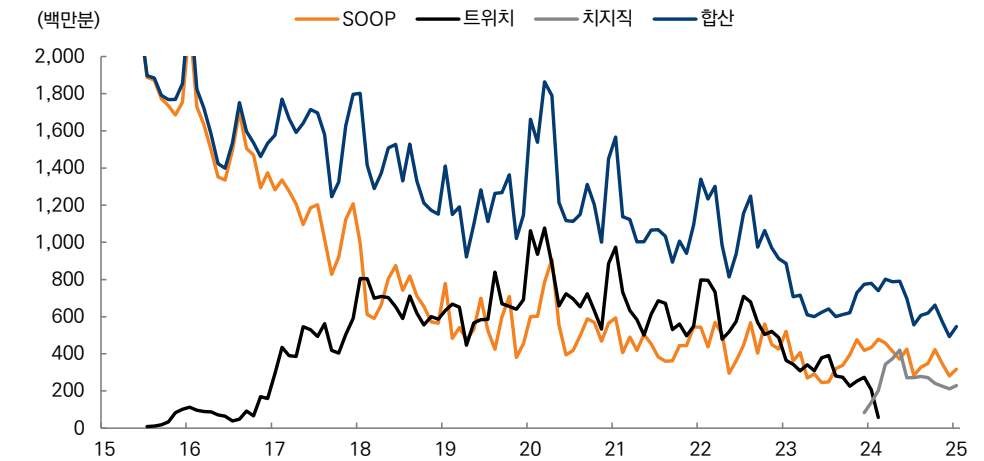
국내도 위험 징후는 뚜렷

국내 시장도 가파른 트래픽 위축 관찰 중

24년 2월 트위치가 국내 서비스를 종료한 이후 치지직과 SOOP의 치열한 경쟁에만 시선이 집중되어 있다보니 간과되고 있던 부분이 있다. 국내 라이브 스트리밍 시장도 글로벌 못지않은 성장 둔화세가 나타나고 있다는 점이다. 이는 SOOP, 트위치, 치지직을 합산한 지표로 과거부터의 추이를 그려보면 명확해진다.

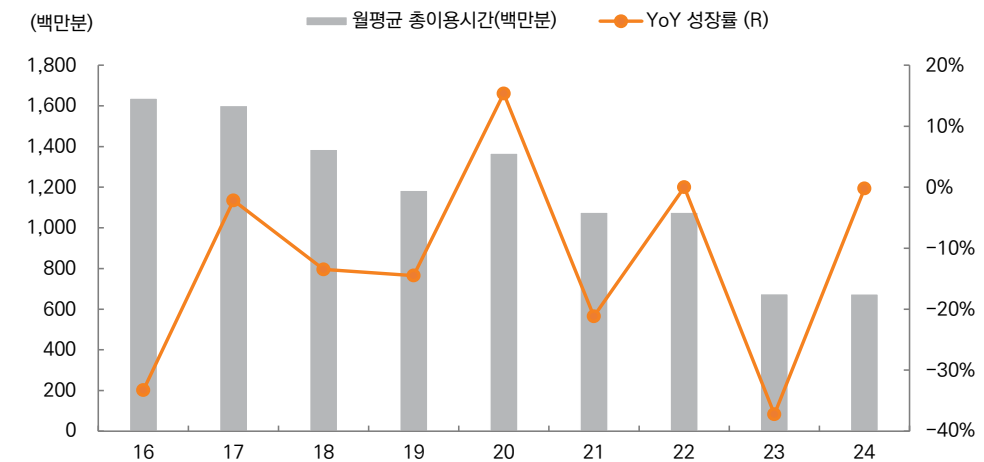
치지직이 등장하기 이전에도 SOOP과 트위치의 체류시간 감소는 오랜기간 이어지고 있었다. 숏폼 콘텐츠가 범람하기 시작한 21년을 기점으로 국내 스트리밍 플랫폼들의 이용시간은 급감하기 시작했다. 24년의 국내 주요 스트리밍 플랫폼의 합산 월평균 체류시간은 20년 대비 절반 미만까지 감소했다.

그림 129. SOOP, 트위치, 치지직 월간 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

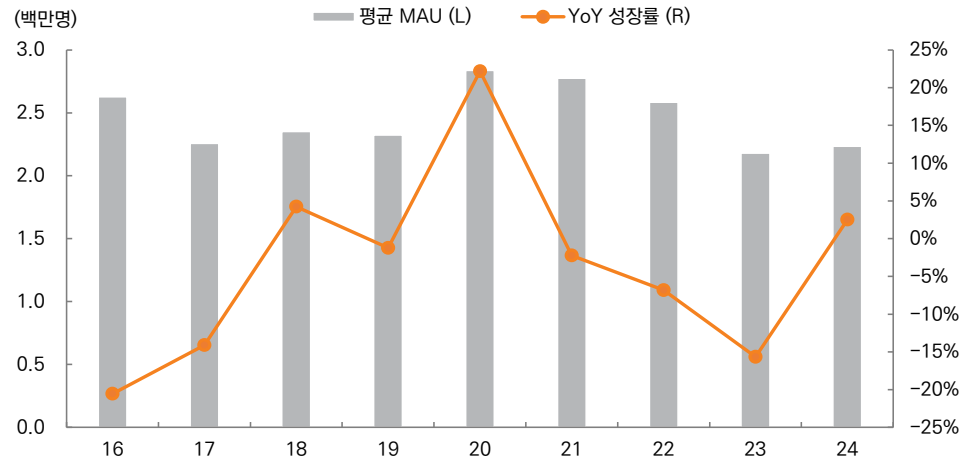
그림 130. SOOP, 트위치, 치지직 합산 월평균 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

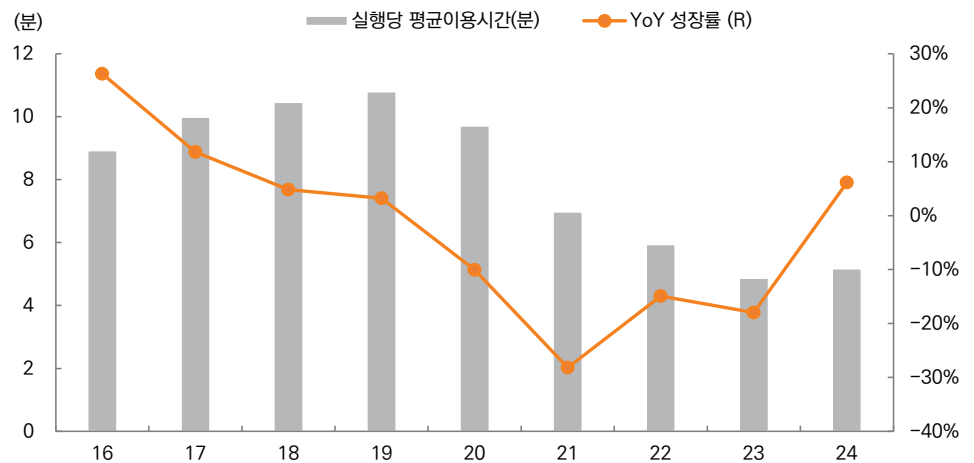
3대 플랫폼(합산) 평균 MAU(안드로이드) 20년 280만명을 고점으로 24년 220만명 수준까지 감소했다. 전체적인 유저 수 감소 외에도 앱 체류시간 감소도 동반으로 나타나고 있다. 실행당 평균 체류시간이 10분을 넘겼던 17~19년과 달리 현재 실행당 평균 체류시간은 5분에 불과하다. 이는 장시간 라이브 스트리밍을 보는 것에 대해 유저들이 이전보다 피로해하고 있음을 의미한다.

그림 131. SOOP, 트위치, 치지직 합산 평균 MAU 추이(안드로이드)



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. SOOP, 트위치, 치지직 실행당 평균 이용시간 추이(안드로이드)



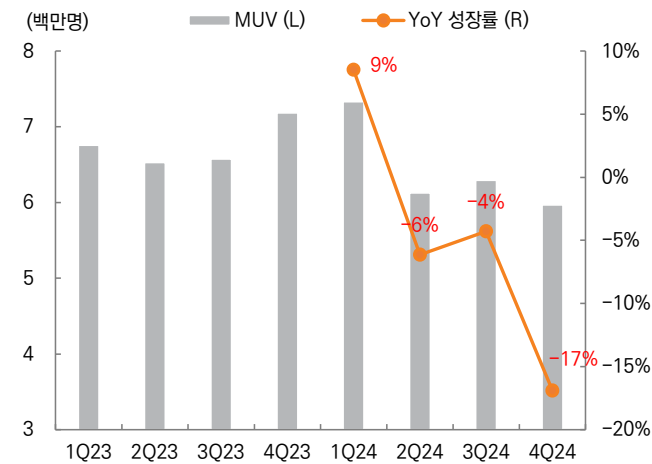
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

트래픽 위기에 봉착한 SOOP

트래픽 감소에 따른 SOOP의 탑라인 성장성 둔화는 불가피하다는 판단이다. 4분기 SOOP 평균 MUV는 600만명(-17% YoY)으로 감소세가 가속화(1Q: 9%, 2Q: -6%, 3Q: -4%)되었다. 이는 1년만에 120만명이 감소한 수치다. 치지직과의 경쟁에서 뚜렷한 트래픽 우위를 보여주고 있지 못하기에 MUV는 1분기에도 YoY 10% 이상 역성장할 것으로 예상된다.

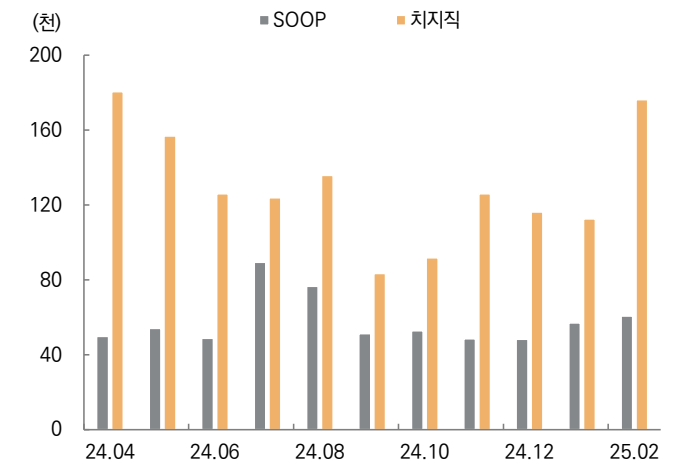
단기간 내 글로벌에서의 고성장 가능성도 높지는 않다는 판단이다. 로컬 스트리밍 플랫폼으로 성장하기 위한 대규모 투자는 늦어지고 있다. 별개로 선정적 콘텐츠의 글로벌 동시 송출에 대한 시장의 기대감이 존재하나 1) 타 글로벌 플랫폼 대비 수위가 약할 수밖에 없는 점, 2) 그로 인해 낮은 수준에 머무를 결제 유저 비중, 3) 국내 크리에이터들의 타 글로벌 플랫폼으로의 진출도 열려 있는 점을 고려 시 SOOP이 가진 해자는 크지 않다는 판단이다.

그림 133. SOOP 분기 MUV 추이 (개정 후)



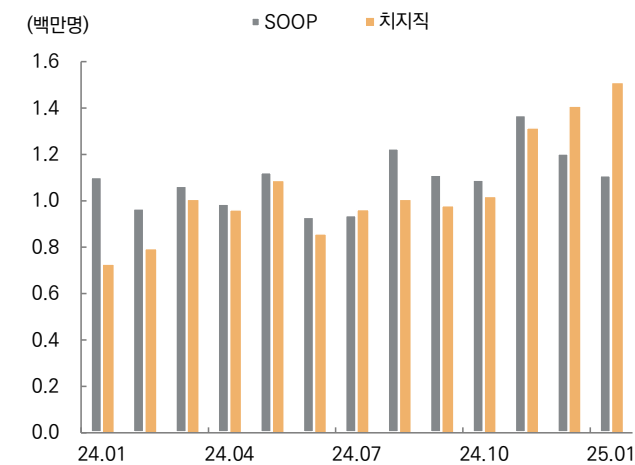
자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. SOOP, 치지직 국내 월간 다운로드 추이



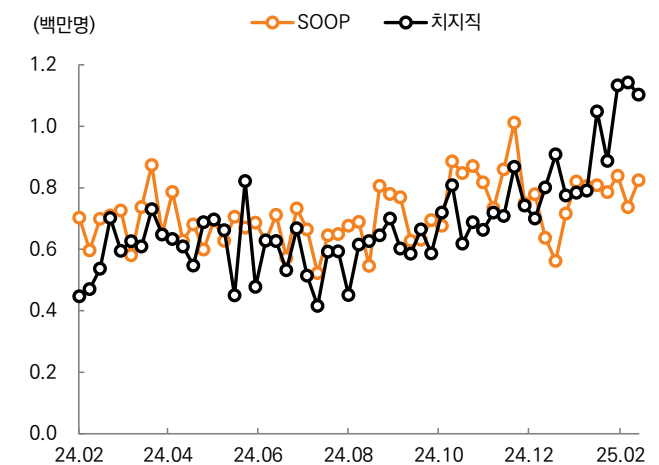
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. SOOP, 치지직 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. SOOP, 치지직 WAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

SOOP (067160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	348	429	467	523
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	348	429	467	523
판매비와관리비	257	315	336	373
조정영업이익	90	114	132	150
영업이익	90	114	132	150
비영업손익	6	14	8	8
금융손익	6	8	10	13
관계기업등 투자손익	0	6	-2	-4
세전계속사업손익	96	128	140	158
계속사업법인세비용	21	29	31	35
계속사업이익	75	99	109	123
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	75	99	109	123
지배주주	75	98	108	122
비지배주주	0	1	1	1
총포괄이익	73	99	109	123
지배주주	73	99	109	123
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	110	129	146	165
FCF	111	130	104	113
EBITDA 마진율 (%)	31.6	30.1	31.3	31.5
영업이익률 (%)	25.9	26.6	28.3	28.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.6	22.8	23.1	23.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	481	615	714	831
현금 및 현금성자산	136	224	311	413
매출채권 및 기타채권	110	129	139	153
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	234	261	263	264
비유동자산	97	96	97	98
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	36	36	36	37
무형자산	18	15	15	15
자산총계	578	711	811	930
유동부채	274	324	324	327
매입채무 및 기타채무	38	37	38	38
단기금융부채	10	13	9	9
기타유동부채	226	274	277	280
비유동부채	11	8	9	9
장기금융부채	6	3	3	3
기타비유동부채	5	5	6	6
부채총계	285	333	332	336
지배주주지분	291	376	475	589
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	66	66	66	66
이익잉여금	288	378	477	591
비지배주주지분	2	3	4	4
자본총계	293	379	479	593

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	120	143	118	128
당기순이익	75	99	109	123
비현금수익비용가감	44	36	35	37
유형자산감가상각비	19	13	13	14
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	24	22	21	22
영업활동으로 인한자산및부채의변동	12	29	-6	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-17	-29	-31	-35
투자활동으로 인한 현금흐름	-26	-17	-17	-18
유형자산처분(취득)	-9	-13	-14	-15
무형자산감소(증가)	0	2	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-16	-6	-2	-2
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-34	-14	-13	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	9	0	-4	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-8	-9	-9	-9
기타재무활동	-36	-5	0	0
현금의 증가	60	88	88	102
기초현금	77	136	224	311
기말현금	136	224	311	413

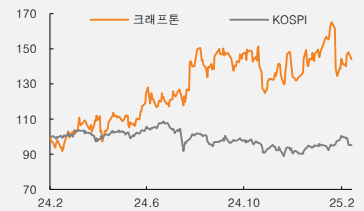
자료: SOOP, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	13.2	10.6	10.2	9.1
P/CF (x)	8.3	7.7	7.7	6.9
P/B (x)	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (x)	7.2	4.5	3.8	2.8
EPS (원)	6,489	8,565	9,435	10,654
CFPS (원)	10,336	11,734	12,542	13,951
BPS (원)	29,091	36,459	45,105	54,972
DPS (원)	850	850	850	850
배당성향 (%)	12.2	9.1	8.3	7.3
배당수익률 (%)	1.0	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	10.4	23.4	8.9	11.8
EBITDA증가율 (%)	11.1	16.7	13.5	12.6
조정영업이익증가율 (%)	9.6	26.6	15.1	13.8
EPS증가율 (%)	24.9	32.0	10.2	12.9
매출채권 회전율 (회)	15.7	17.7	19.0	20.8
재고자산 회전율 (회)	780.6	431.2	407.0	412.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.3	15.4	14.3	14.2
ROE (%)	28.0	29.5	25.5	23.0
ROIC (%)	-106.2	-95.9	-98.4	-123.1
부채비율 (%)	97.1	87.8	69.4	56.7
유동비율 (%)	175.4	189.5	220.7	254.1
순차입금/자기자본 (%)	-66.1	-122.0	-116.0	-111.0
조정영업이익/금융비용 (x)	113.6	104.4	139.5	186.6

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 500,000원
현재주가(25/3/4)	334,000원
상승여력	49.7%

영업이익(24F, 십억원)	1,182
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	1,230
EPS 성장률(24F, %)	122.3
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	11.5
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	16,001
발행주식수(백만주)	48
유동주식비율(%)	57.7
외국인 보유비중(%)	41.6
베타(12M) 일간수익률	0.58
52주 최저가(원)	213,000
52주 최고가(원)	383,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-7.9 7.6 53.6
상대주가	-9.6 9.8 62.4



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

259960 · 게임

크래프톤

시대적 변화에 발맞춰 가는 중

유저의 습성 변화에 맞게 변화 중

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시켜야 하는 게임을 기피하고 있으며 플레이 시간이 짧은 단판형 게임을 선호하고 있다. 게임 한 판에 소요되는 시간을 조절할 수 있는 PUBG는 이러한 트렌드에 맞춰 변화하기 쉽다.

PUBG는 블루존 페이지 단축, 아이템 스폰량 증가 등으로 한 판 소요시간이 지속 감소하고 있다. 또한 PUBG 맵 기반의 UGC가 출시될 경우 슈팅 장르를 선호하지 않는 사람들까지 잠재 유저층 확대가 가능해진다. 스타도 유저들이 직접 맵을 제작하는 유즈맵의 활성화 이후 더욱 큰 대중적 인기를 구가했음을 고려할 필요가 있다.

PUBG 여전한 성장. 1분기 서프라이즈 전망

25년에도 PUBG 모바일, PC 트랙픽은 코로나 이후 신고점을 갱신하고 있다. 25년 2월 PUBG PC 스팀 월간 최고 동접자는 82만명으로 YoY 35% 증가했다. 지난 분기 부진했던 모바일 중국 지역 매출도 정상화된 것으로 추정된다. 센서타워 지표 기준 1~2월 모바일 중국 매출액은 YoY 40% 이상 상승하였다.

1분기 PC 매출액을 8%, 모바일은 17% 상향한다. 1분기 매출액 8,300억원(+25% YoY), 영업이익 4,130억원(+33% YoY)으로 컨센서스를 각 10%, 17% 상회할 전망이다. 신규 맵 출시 효과에 따른 모바일 부문 호조가 서프라이즈를 견인할 것이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 500,000원으로 상향

PUBG PC, 모바일 호조를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 450,000원에서 500,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향한다. 25F P/E 14배에서 거래 중이다. 신규 IP 확보를 위한 대규모 투자 계획으로 인해 비용에 대한 부담이 발생한 것은 사실이나 PUBG의 견조한 성장이 이를 충분히 상쇄할 전망이다.

PUBG가 1) 유저의 게임 체류 시간 감소 트렌드에 맞춰 대응하기 쉬운 점, 2) UGC 출시를 통해 신규 유저층 확장도 가능하다는 점을 고려 시 Q 상승 여력은 충분하다. 그리고 타 장르 대비 확연하게 낮은 ARPU는 중장기 P 상승 여력이 충분하다는 것을 의미한다. 올해도 PUBG 성장 기반의 실적 모멘텀이 지속 발생할 것이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,854	1,911	2,710	3,066	3,410
영업이익 (십억원)	752	768	1,182	1,323	1,430
영업이익률 (%)	40.6	40.2	43.6	43.2	41.9
순이익 (십억원)	500	595	1,306	1,119	1,205
EPS (원)	10,194	12,221	27,162	23,364	25,156
ROE (%)	10.3	11.2	21.1	15.2	14.1
P/E (배)	16.5	15.8	11.5	14.3	13.3
P/B (배)	1.6	1.7	2.2	2.0	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	666	707	719	618	830	717	823	695	1,911	2,710	3,066	3,410
(% YoY)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	24.7%	1.4%	14.4%	12.6%	3.1%	41.8%	13.1%	11.2%
PC	244	191	274	233	302	220	307	256	584	942	1,084	1,228
(% YoY)	37%	63%	126%	39%	24%	15%	12%	10%	26%	61%	15%	13%
모바일	402	500	425	362	506	452	472	396	1,245	1,690	1,827	1,915
(% YoY)	16%	104%	38%	6%	26%	-10%	11%	9%	-1%	36%	8%	5%
콘솔	11	9	12	12	12	34	33	31	56	44	110	216
기타	8	7	8	10	11	11	11	12	26	34	45	51
영업비용	355	375	395	402	418	418	449	457	1,143	1,527	1,742	1,981
인건비	121	130	133	133	140	154	161	163	427	517	618	739
앱수수료/매출원가	86	78	101	85	98	90	109	96	227	349	392	462
지급수수료	61	76	80	98	80	83	86	105	259	316	353	374
광고선전비	12	21	30	38	46	40	40	41	66	101	167	186
주식보상비용	42	35	14	11	15	13	15	13	28	102	55	61
기타	32	35	36	38	39	39	39	39	136	141	156	158
영업이익	311	332	324	215	413	299	373	238	768	1,182	1,323	1,430
(% YoY)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	32.9%	-9.9%	15.0%	10.6%	2.2%	54.0%	11.9%	8.0%
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	49.7%	41.7%	45.4%	34.3%	40.2%	43.6%	43.2%	41.9%
지배주주순이익	350	342	122	492	341	256	312	211	595	1,306	1,119	1,205
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	41.0%	35.7%	37.9%	30.4%	31.1%	48.1%	36.5%	35.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	2,851	3,176	3,066	3,410	8%	7%	3,079	3,442	0%	-1%	PUBG PC, 모바일 매출 상향
영업이익	1,160	1,232	1,323	1,430	14%	16%	1,330	1,456	0%	-2%	
순이익	1,008	1,068	1,119	1,205	11%	13%	1,145	1,245	-2%	-3%	
영업이익률	40.7%	38.8%	43.2%	41.9%	-	-	43.2%	42.3%	-	-	
순이익률	35.3%	33.6%	36.5%	35.3%	-	-	37.2%	36.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 39. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	1,119	
Target P/E (배)	21	2H22 P/E 평균 기존 IP 성장세 둔화 속 신작 출시기
목표 시가총액 (십억원)	23,953	
주식 수 (천주)	47,908	
목표주가 (원)	500,000	
현재주가 (원)	334,000	
상승여력	49.7%	

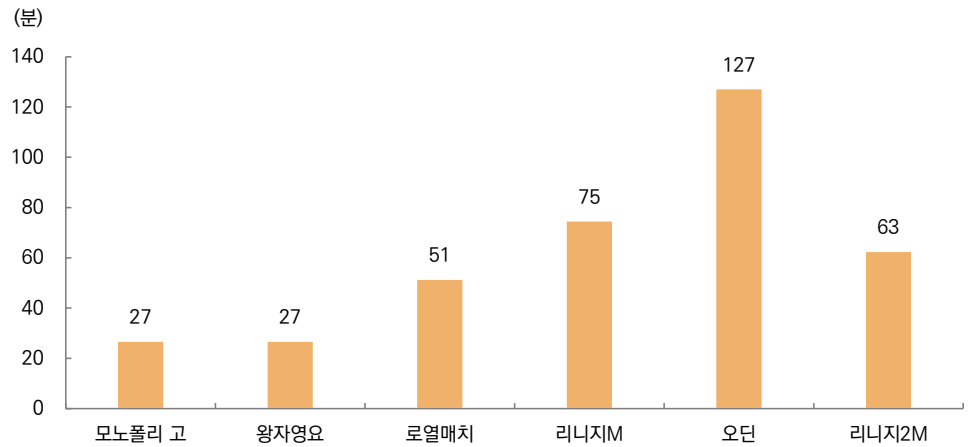
자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 게임 체류시간 감소 트렌드 관찰

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간이 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

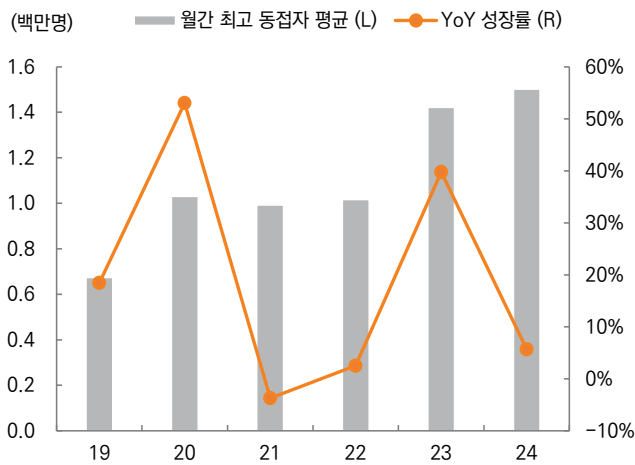
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던大作들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 137. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



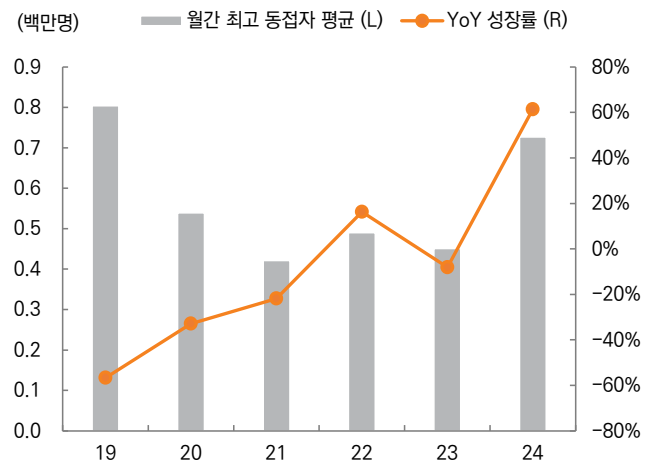
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

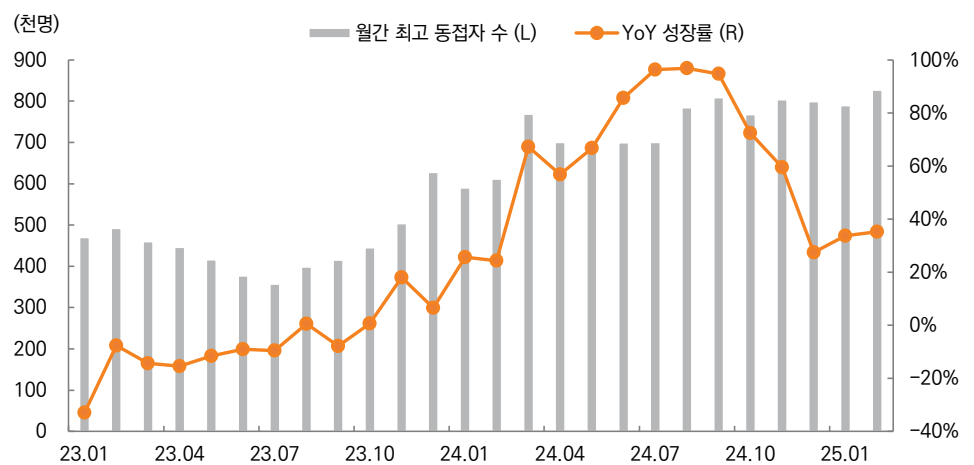
PUBG의 성장은 끝나지 않았다

게임 한 판에 소요되는 시간을 조절할 수 있는 PUBG는 게임 내 체류시간 감소라는 트렌드에 맞춰 변화하기 쉽다는 장점을 지니고 있다. 실제로 PUBG는 블루존 페이스 단축, 아이템 스폰량 증가 등으로 유저들이 과거보다 속도감 넘치는 플레이가 가능하도록 변화하고 있다. 한 판의 개념이 존재하지 않고 게임 내 체류시간이 인게임 매출액으로 직결되는 MMORPG는 이러한 유연한 대응이 불가능하다.

유저 트렌드에 맞는 속도감 변화에 IP 콜라보 효과까지 더해지며 PUBG 트래픽은 우상향 곡선을 그리고 있다. 24년 폭발적인 트래픽 성장의 결과로 25년 추가적인 트래픽 증가는 어려울 것으로 보였으나 25년에도 유저 트래픽은 코로나 이후 신고점을 갱신하고 있다. 25년 2월 PUBG PC 스팀 월간 최고 동접자는 82만명으로 YoY 35% 증가했다.

하반기 이후에도 추가적인 트래픽 상승이 가능할 전망이다. PUBG 맵 기반의 UGC(User Generated Contents)가 출시될 경우 슈팅 장르를 선호하지 않는 사람들까지 PUBG의 잠재 유저층으로 확대될 것으로 보인다. 출시 25년이 지났음에도 국내에서 통런하고 있는 스타크래프트도 유저들이 직접 맵을 제작하는 유즈맵의 활성화 이후 더욱 큰 인기를 구가했음을 고려할 필요가 있다.

그림 140. PUBG PC 월간 최고 동접자 수 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,911	2,710	3,066	3,410
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,066	3,410
판매비와관리비	1,143	1,527	1,742	1,981
조정영업이익	768	1,182	1,323	1,430
영업이익	768	1,182	1,323	1,430
비영업손익	61	541	169	177
금융손익	29	35	46	58
관계기업등 투자손익	-44	505	124	119
세전계속사업손익	829	1,723	1,492	1,607
계속사업법인세비용	235	420	373	402
계속사업이익	594	1,303	1,119	1,205
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	594	1,303	1,119	1,205
지배주주	595	1,306	1,119	1,205
비지배주주	-1	-3	0	0
총포괄이익	593	1,303	1,119	1,205
지배주주	594	1,305	1,121	1,207
비지배주주	-1	-2	-2	-2
EBITDA	876	1,282	1,415	1,517
FCF	628	1,281	1,150	1,226
EBITDA 마진율 (%)	45.8	47.3	46.2	44.5
영업이익률 (%)	40.2	43.6	43.2	41.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	31.1	48.2	36.5	35.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	3,964	5,004	6,082	7,225
현금 및 현금성자산	721	582	1,639	2,762
매출채권 및 기타채권	717	1,041	1,055	1,070
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,526	3,381	3,388	3,393
비유동자산	2,476	2,915	2,968	3,039
관계기업투자등	571	722	729	737
유형자산	257	240	228	222
무형자산	608	656	712	780
자산총계	6,440	7,920	9,049	10,264
유동부채	521	785	793	802
매입채무 및 기타채무	35	36	37	39
단기금융부채	73	73	74	75
기타유동부채	413	676	682	688
비유동부채	361	306	308	309
장기금융부채	131	165	165	165
기타비유동부채	230	141	143	144
부채총계	882	1,091	1,101	1,111
지배주주지분	5,555	6,828	7,947	9,153
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,472	1,472	1,472
이익잉여금	3,895	5,201	6,320	7,526
비지배주주지분	4	1	1	1
자본총계	5,559	6,829	7,948	9,154

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	662	1,336	1,205	1,286
당기순이익	594	1,303	1,119	1,205
비현금수익비용가감	324	484	419	430
유형자산감가상각비	77	72	68	66
무형자산상각비	31	27	25	22
기타	216	385	326	342
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-139	-66	-7	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-148	-307	-10	-10
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-62	0	0	0
법인세납부	-146	-420	-373	-402
투자활동으로 인한 현금흐름	-394	-373	-141	-156
유형자산처분(취득)	-34	-55	-55	-60
무형자산감소(증가)	25	-76	-80	-90
장단기금융자산의 감소(증가)	20	-23	-6	-6
기타투자활동	-405	-219	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-225	-32	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	1	1
자본의 증가(감소)	23	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-248	-33	0	0
현금의 증가	46	-139	1,057	1,123
기초현금	675	721	582	1,639
기말현금	721	582	1,639	2,762

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

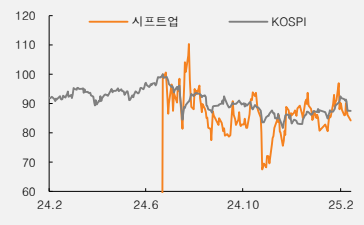
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	15.8	11.5	14.3	13.3
P/CF (x)	10.3	8.4	10.4	9.8
P/B (x)	1.7	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	10.0	8.8	8.0	6.7
EPS (원)	12,221	27,162	23,364	25,156
CFPS (원)	18,854	37,146	32,102	34,131
BPS (원)	114,849	142,531	165,892	191,048
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 (%)	3.1	41.8	13.1	11.2
EBITDA증가율 (%)	2.0	46.3	10.4	7.2
조정영업이익증가율 (%)	2.2	54.0	11.9	8.0
EPS증가율 (%)	19.9	122.3	-14.0	7.7
매출채권 회전율 (회)	3.1	3.2	3.0	3.3
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.5	18.1	13.2	12.5
ROE (%)	11.2	21.1	15.2	14.1
ROIC (%)	41.3	62.2	64.1	66.6
부채비율 (%)	15.9	16.0	13.8	12.1
유동비율 (%)	761.4	637.8	766.8	901.1
순차입금/자기자본 (%)	-11.6	-53.7	-59.5	-64.0
조정영업이익/금융비용 (x)	86.2	183.3	226.0	243.4

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	95,000원
현재주가(25/3/4)	59,800원
상승여력	58.9%

영업이익(24F,십억원)	149
Consensus 영업이익(24F,십억원)	148
EPS 성장률(24F,%)	22.8
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.2
P/E(24F,x)	24.2
MKT P/E(24F,x)	10.8
KOSPI	2,528.92
시가총액(십억원)	3,488
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	2.9
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	47,900
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.5	-1.0	0.0
상대주가	-0.4	1.0	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

시프트업

도파민 시대에 맞는 기업

게임 체류시간의 감소와 방치형 게임의 약진

숏폼의 유행으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시켜야 하는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

게임에 들일 수 있는 시간과 체력이 감소하면서 방치형 게임의 약진이 나타나고 있다. 모바일에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 관찰된다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임과 궁합이 잘 맞는 서브컬처

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는 데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 니케와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 시간은 하루 30분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

방치형 게임은 동사가 강점을 지닌 서브컬처와 특히 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 플레이할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다.

목표주가 95,000원, 업종 내 Top Pick 유지

투자의견 '매수', 업종 내 Top Pick으로 지속 추천한다. 도파민 중독에 따른 유저의 게임 체류 시간 감소라는 트렌드 변화에도 유연한 대응이 가능한 게임사라는 판단이다. 니케의 경우 유저와의 쌍방향 소통을 통해 유저가 피로를 호소하는 항목에 대해 수행 시간을 줄이는 방식 등으로 상시 업데이트를 진행해오고 있다.

단기적으로는 4~5월로 예상되는 니케 중국 출시를 앞두고 신작 모멘텀이 극대화될 전망이다. 출시 시기가 임박함에 따라 텐센트의 온, 오프라인 마케팅 강도가 강화되면서 사전예약자 수 증가세가 가속화될 것이다. 니케 중국 25년 일평균 매출액에 대한 가정치 10억원을 유지한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	65	169	220	377	316
영업이익 (십억원)	22	111	149	289	220
영업이익률 (%)	33.8	65.7	67.7	76.7	69.6
순이익 (십억원)	20	107	143	231	176
EPS (원)	421	2,132	2,618	3,960	3,018
ROE (%)	36.7	86.4	30.3	26.4	16.3
P/E (배)	-	-	24.2	15.1	19.8
P/B (배)	-	-	4.9	3.5	3.0
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	59	42	153	90	92	169	220	377	316	410
(% YoY)	-17%	64%	52%	29%	12%	135%	56%	55%	155%	30%	71%	-16%	30%
니케	36	38	34	44	32	71	58	71	164	153	231	261	255
글로벌	36	38	34	44	32	40	36	46	164	153	154	161	162
중국	0	0	0	0	0	31	22	25	0	0	77	100	92
스텔라 블레이드	0	26	23	14	8	81	31	19	0	63	140	49	17
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	4	4	5	6	7
영업비용	11	20	22	17	17	24	23	25	58	71	88	96	110
인건비	9	17	19	10	12	15	17	18	49	55	62	71	81
변동비	1	1	1	4	2	6	3	3	5	7	14	11	14
고정비	2	2	3	3	3	3	3	3	4	9	13	14	14
영업이익	26	45	36	42	25	129	67	67	111	149	289	220	300
(% YoY)	-13%	38%	120%	30%	-3%	188%	90%	59%	508%	34%	94%	-24%	36%
영업이익률	69%	69%	61%	71%	60%	85%	75%	73%	66%	68%	77%	70%	73%
지배주주순이익	25	40	23	54	20	104	54	53	107	143	231	176	240
순이익률	66%	62%	40%	91%	48%	68%	60%	58%	63%	65%	61%	56%	59%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	231	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	5,544	
주식 수 (천주)	58,335	
목표주가 (원)	95,000	
현재주가 (원)	59,800	
상승여력	58.9%	

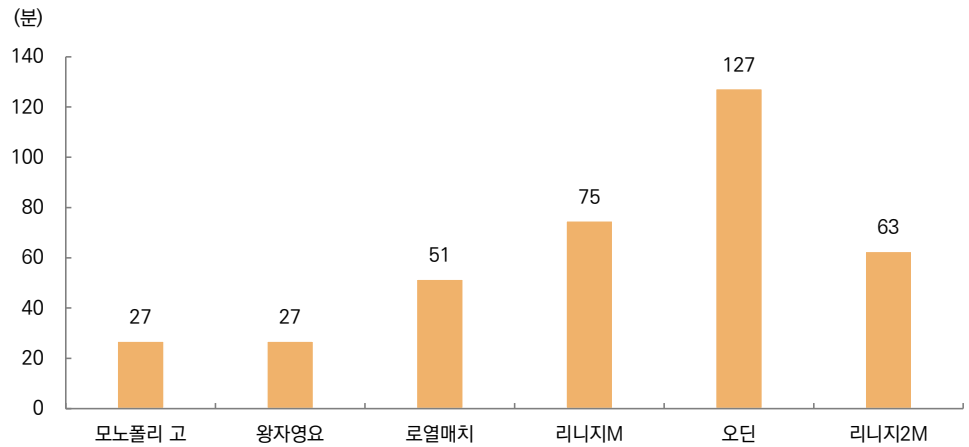
자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 게임 체류시간 감소 트렌드 관찰

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간이 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

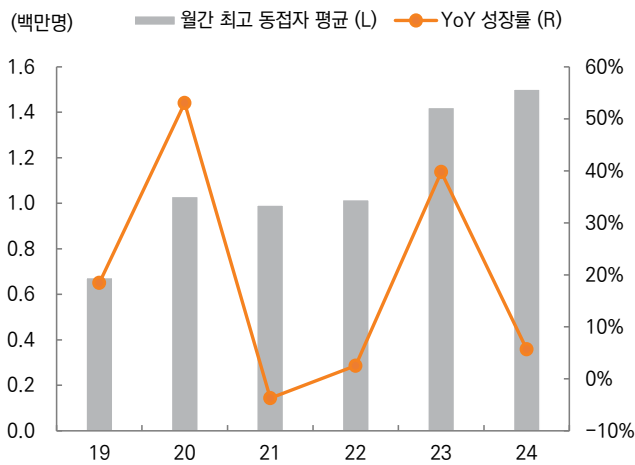
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던大作들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 141. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



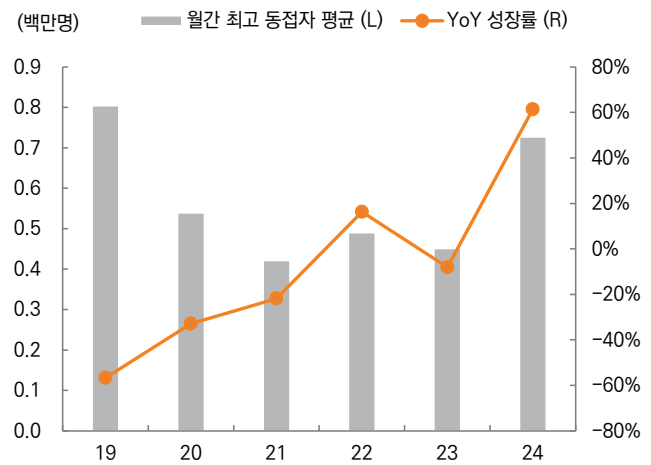
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 142. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 143. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



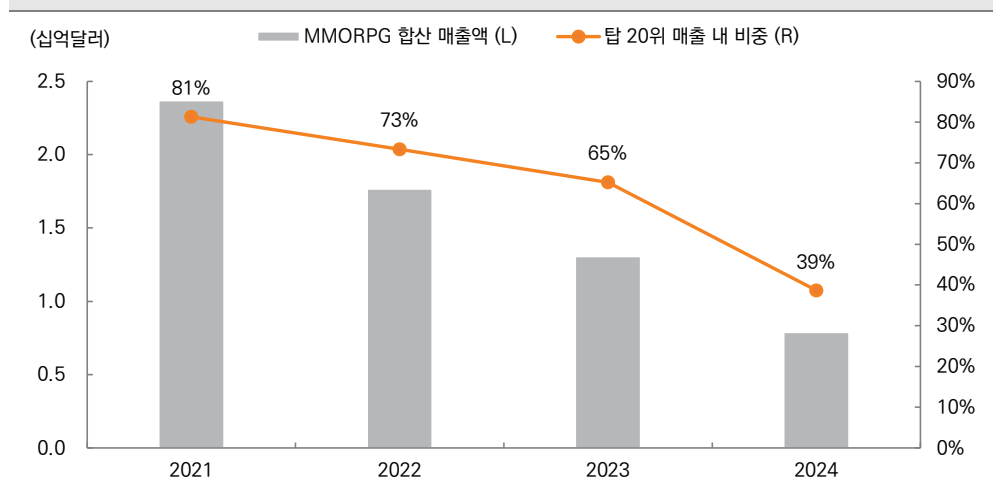
자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

트렌드 변화. 쇠퇴하는 MMORPG

게이머들의 성향 변화는 MMORPG의 몰락을 이끌고 있다. 도파민에 중독된 유저들은 이전처럼 MMORPG 게임에 1시간 이상 접속하는 것 자체를 부담스럽게 느끼고 있다. 게임을 하는 양상이 더욱 개인적으로 변화함에 따라 게임 내 유저들과 긴밀한 관계를 쌓아야 하는 게임에 대한 기피 현상도 나타나고 있다.

MMORPG에 대한 선호도가 압도적으로 높았던 국내 시장도 MMORPG에 대한 기피 현상이 여실히 드러나고 있다. 21년 연간 매출 상위 20위 모바일 게임 내 MMORPG 비중은 81%에 달했으나 24년에는 39%까지 하락했다. 불과 3년 사이의 일이다.

그림 144. 국내 매출 상위 20위 게임 내 MMORPG 합산 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 21~24년 국내 연간 매출 상위 20위 모바일 게임

	2021	2022	2023	2024
1	리니지2M	리니지W	리니지M	리니지M
2	리니지M	리니지M	오딘	라스트워
3	오딘	오딘	나이트 크로우	WOS
4	리니지W	리니지2M	리니지W	오딘
5	기적의 검	던파M	리니지2M	버섯커기우기
6	쿠키런킹덤	히어로즈테일즈	EA FC Mobile Soccer	로열매치
7	제2의나라	EA FC Online M	아키에이지 워	리니지W
8	원신	원신	원신	리니지2M
9	세븐나이츠2	히트2	EA FC Online M	브롤스타즈
10	라이즈오브킹덤즈	로블록스	WOS	EA FC Mobile Soccer
11	바람의나라: 연	우마무스메	붕괴: 스타레일	니케
12	블소 레볼루션	라이즈오브킹덤즈	데블M	로블록스
13	V4	블소 레볼루션	Roblox	EA FC Online M
14	그랑사가	기적의 검	니케	운빨존많겜
15	리니지2 레볼루션	EA FC Mobile Soccer	세븐나이츠 키우기	붕괴: 스타레일
16	EA FC Online M	탕탕특공대	히트2	로드나인
17	삼국지전략판	블레이드&소울2	탕탕특공대	나혼렘
18	카러플	뮤오리진3	로열매치	원신
19	뮤 아크엔젤	쿠키런킹덤	프라시아 전기	나이트 크로우
20	메이플스토리M	리니지2 레볼루션	블소 레볼루션	아키에이지 워

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

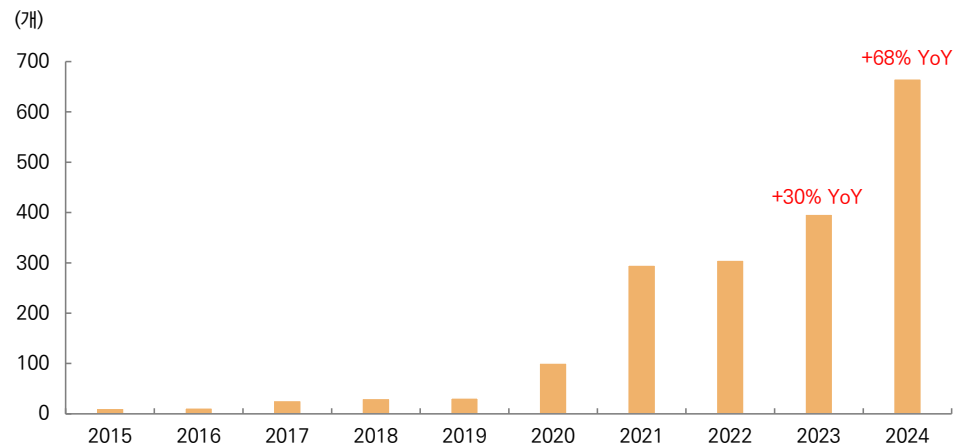
서브컬처와 궁합이 좋은 방치형 게임의 약진

현대인들이 스마트폰에 중독되며 눈과 뇌가 피로해지면서 나타나고 있는 결과가 방치형 게임의 약진이라는 판단이다. 모바일 플랫폼에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 심상찮다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 블루아카이브, 니케와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 1일 플레이 시간은 30분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

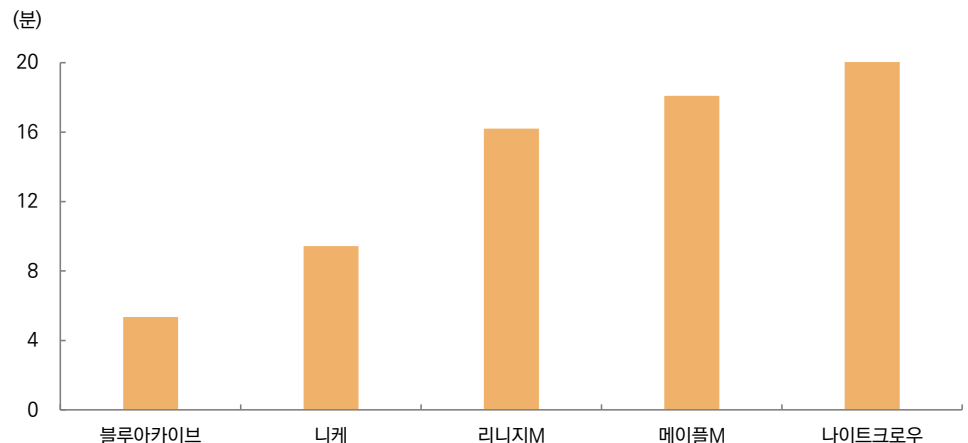
방치형 게임은 서브컬처와 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 분재 게임으로 불리기도 하는데 이는 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다. 그리고 사람들의 성향 변화에 따라 분재 게임들의 1일 필요 플레이 시간도 매년 줄어드는 추세에 있다.

그림 145. 스팀 연도별 방치형 게임 신작 수



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 146. 국내 주요 모바일 게임 실행당 평균 이용시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	169	220	377	316
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	169	220	377	316
판매비와관리비	58	71	88	96
조정영업이익	111	149	289	220
영업이익	111	149	289	220
비영업손익	3	24	0	0
금융손익	0	2	7	10
관계기업등 투자손익	0	21	-7	-10
세전계속사업손익	114	173	289	220
계속사업법인세비용	8	30	58	44
계속사업이익	107	143	231	176
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	107	143	231	176
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	107	143	231	176
지배주주	107	143	231	176
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	114	151	291	222
FCF	100	-183	228	173
EBITDA 마진율 (%)	67.5	68.6	77.2	70.3
영업이익률 (%)	65.7	67.7	76.7	69.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	63.3	65.0	61.3	55.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	177	765	996	1,171
현금 및 현금성자산	116	289	516	688
매출채권 및 기타채권	60	61	61	62
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1	415	419	421
비유동자산	27	36	36	37
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	1	3	3	4
무형자산	1	3	3	3
자산총계	204	801	1,032	1,208
유동부채	11	29	30	30
매입채무 및 기타채무	1	2	2	2
단기금융부채	3	5	5	5
기타유동부채	7	22	23	23
비유동부채	12	11	11	11
장기금융부채	10	9	9	9
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	23	40	41	41
지배주주지분	181	760	991	1,168
자본금	10	12	12	12
자본잉여금	96	529	529	529
이익잉여금	71	214	445	621
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	181	760	991	1,168

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	-180	229	175
당기순이익	107	143	231	176
비현금수익비용가감	14	29	53	36
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	27	51	34
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-10	-324	-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	-30	-58	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	4	-11	-3	-3
유형자산처분(취득)	0	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-1	-3	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	3	0	0	0
기타투자활동	2	-5	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	438	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	13	1	0	0
자본의 증가(감소)	33	436	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-46	1	0	0
현금의 증가	104	173	227	172
기초현금	12	116	289	516
기말현금	116	289	516	688

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

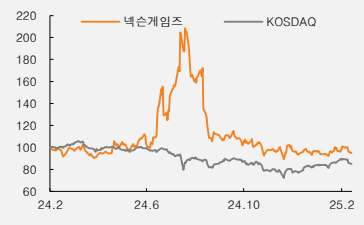
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	24.2	15.1	19.8
P/CF (x)	-	20.1	12.3	16.4
P/B (x)	-	4.9	3.5	3.0
EV/EBITDA (x)	-	22.2	10.0	12.3
EPS (원)	2,132	2,618	3,960	3,018
CFPS (원)	2,416	3,159	4,874	3,640
BPS (원)	3,568	13,036	16,996	20,015
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	30.4	71.5	-16.2
EBITDA증가율 (%)	386.2	32.4	93.2	-23.5
조정영업이익증가율 (%)	400.7	33.8	94.3	-23.8
EPS증가율 (%)	406.7	22.8	51.2	-23.8
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.7	6.2	5.1
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	28.4	25.2	15.7
ROE (%)	86.4	30.3	26.4	16.3
ROIC (%)	183.0	56.8	56.4	42.5
부채비율 (%)	12.6	5.3	4.1	3.5
유동비율 (%)	1,582.3	2,602.5	3,354.9	3,908.0
순차입금/자기자본 (%)	-57.6	-46.0	-58.2	-64.1
조정영업이익/금융비용 (x)	126.6	80.4	148.5	112.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	20,000원
현재주가(25/3/4)	13,350원
상승여력	49.8%

영업이익(24F, 십억원)	39
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	178.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	68.2
P/E(24F, x)	28.0
MKT P/E(24F, x)	10.8
KOSDAQ	737.90
시가총액(십억원)	879
발행주식수(백만주)	66
유동주식비율(%)	33.8
외국인 보유비중(%)	4.6
베타(12M) 일간수익률	0.61
52주 최저가(원)	12,560
52주 최고가(원)	29,350

(%)	1M	6M	12M
절대주가	0.8	-20.2	-3.0
상대주가	-1.7	-20.9	14.8



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

225570 · 게임

넥슨게임즈

여전히 높은 잠재력을 보유

게임 체류시간의 감소와 방치형 게임의 약진

숏폼의 유행으로 게임 내 평균 체류시간도 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시켜야 하는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

게임에 들일 수 있는 시간과 체력이 감소하면서 방치형 게임의 약진이 나타나고 있다. 모바일에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 관찰된다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임과 궁합이 잘 맞는 서브컬처

방치형 게임은 하루 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는데 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 블루아카이브와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 시간은 하루 20분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

방치형 게임은 동사가 강점을 지닌 서브컬처와 특히 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 플레이할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다.

투자 의견 '매수', 목표주가 20,000원 유지

주요 신작 타임라인을 고려해 실적 기준연도를 26년으로 변경(기존 25년)하나 기존 주요작 매출 트렌드를 반영한 26F 실적 하향 조정으로 목표주가는 20,000원(타겟 P/E 24배 유지)을 유지한다. 26F P/E 16배에서 거래 중이다.

유저의 게임 체류 시간 감소라는 트렌드 변화에도 유연한 대응이 가능한 게임사라는 판단이다. 블루아카이브는 유저의 피로도를 낮춰주는 업데이트들을 통해 장기 흥행을 이어오고 있다. 주가 모멘텀은 동사의 기대작인 프로젝트 DW(던파 IP), 프로젝트 DX(듀랑고 IP)의 출시 일정 구체화 이후 다시금 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	132	193	256	203	299
영업이익 (십억원)	5	12	39	-14	67
영업이익률 (%)	3.8	6.2	15.2	-6.9	22.4
순이익 (십억원)	6	11	31	-11	54
EPS (원)	107	172	478	-169	820
ROE (%)	2.6	4.5	10.9	-3.6	16.4
P/E (배)	121.3	87.2	28.0	-	16.3
P/B (배)	3.2	3.3	2.5	2.6	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	53	44	112	48	55	46	52	50	193	256	203	299
(% YoY)	0.9%	0.4%	97.4%	17.3%	3.7%	6.6%	-53.8%	4.0%	46.0%	32.5%	-20.8%	47.6%
모바일	37	30	33	21	33	26	32	21	152	122	111	107
PC/콘솔	15	12	77	25	20	18	17	28	39	129	83	183
기타	1	1	2	2	2	2	2	2	1	6	9	9
영업비용	50	52	65	50	53	54	54	55	181	217	217	232
인건비	32	32	45	28	31	31	32	32	120	137	126	138
지급수수료	3	4	3	5	5	5	5	5	11	15	21	22
D&A	3	4	4	4	4	4	4	4	8	14	17	17
기타	12	13	13	13	13	13	13	14	43	51	54	55
영업이익	2	-8	47	-2	1	-7	-3	-5	12	39	-14	67
(% YoY)	-80.6%	적전	390.4%	적지	-53.2%	적지	적전	적지	133.0%	222.5%	적전	흑전
영업이익률	4.7%	-19.4%	42.0%	-4.4%	2.1%	-16.1%	-5.6%	-9.3%	6.2%	15.1%	-6.8%	22.5%
지배주주순이익	0	-11	40	3	1	-6	-2	-4	11	31	-11	54
NPM	-0.4%	-25.2%	35.6%	6.1%	1.7%	-12.9%	-4.5%	-7.4%	5.8%	12.3%	-5.5%	18.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	268	359	203	299	-24%	-17%	259	342	-22%	-12%	기존작 매출 하향 안정화 반영
영업이익	62	132	-14	67	-	-49%	39	77	-	-12%	
순이익	54	106	-11	54	-	-49%	30	62	-	-13%	
영업이익률	23.0%	36.7%	-6.8%	22.5%	-	-	15.2%	22.4%	-	-	
순이익률	20.2%	29.4%	-5.5%	18.0%	-	-	11.6%	18.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 45. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	54	
Target P/E (배)	24	넥슨 22년 평균 P/E. 신작 출시 통한 플랫폼 다변화 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,317	
주식 수 (천주)	65,860	
목표주가 (원)	20,000	
현재주가 (원)	13,350	
상승여력	49.8%	

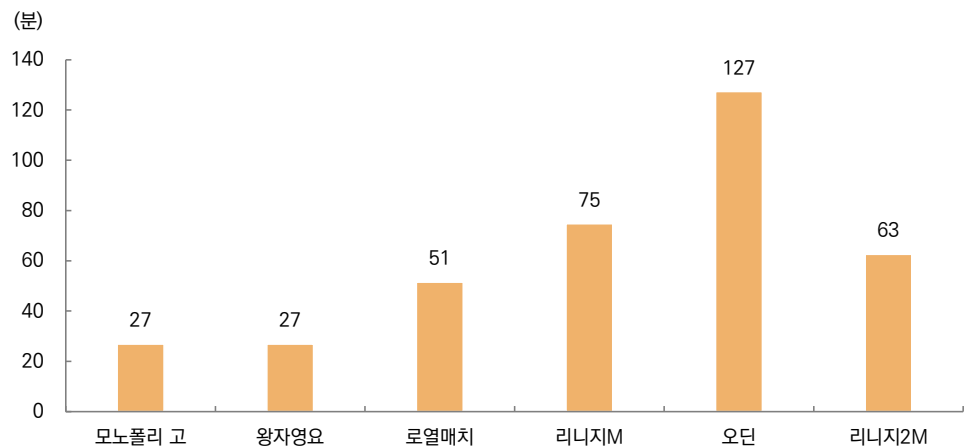
자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 게임 체류시간 감소 트렌드 관찰

숏폼의 약진으로 게임 내 평균 체류시간이 감소하고 있다. 도파민에 중독된 게이머들은 오랜 시간 캐릭터를 성장시키고 최종 콘텐츠를 즐기는 게임을 기피하고 있다. 그 결과 플레이 시간이 짧은 단판형 게임이 유저들에게 선호되고 있다. 모바일에서도 24년 글로벌 매출 1위를 기록한 모노폴리 고의 경우 판당 소요 시간이 10분 미만에 불과하다.

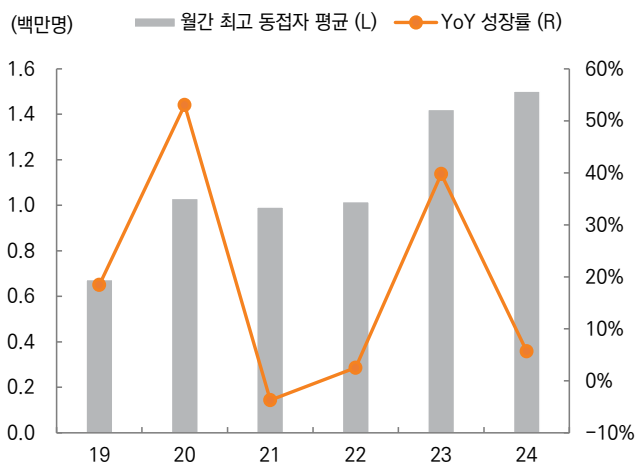
PC/콘솔은 23, 24년에 초기반응이 폭발적이었던大作들이 다수 쏟아졌지만 대부분의 게임이 급격한 트래픽 하향과 함께 자취를 감췄다. 오히려 유저들의 성향 변화를 잘 수용한 라이브 서비스 게임들의 견조한 성장이 눈에 띄었다. 스팀 동점자 1위, 2위에 위치하는 카운터 스트라이크와 PUBG는 24년에도 안정적인 유저 수 증가를 이어갔다.

그림 147. 글로벌 주요 모바일 게임 일평균 체류시간 비교



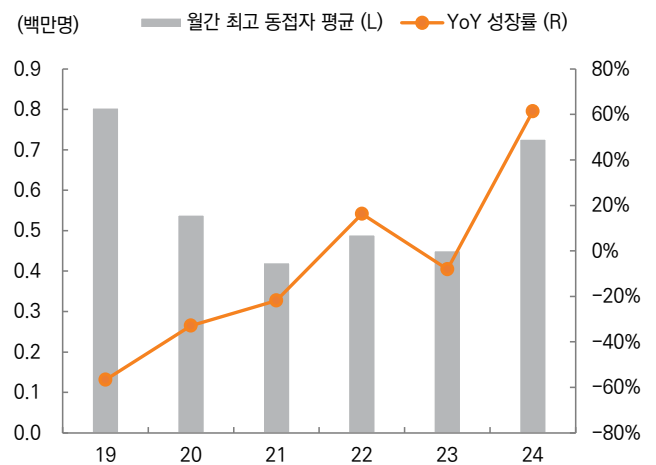
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 148. 카운터 스트라이크 스팀 월간 최고 동점자 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. PUBG 스팀 월간 최고 동점자 추이



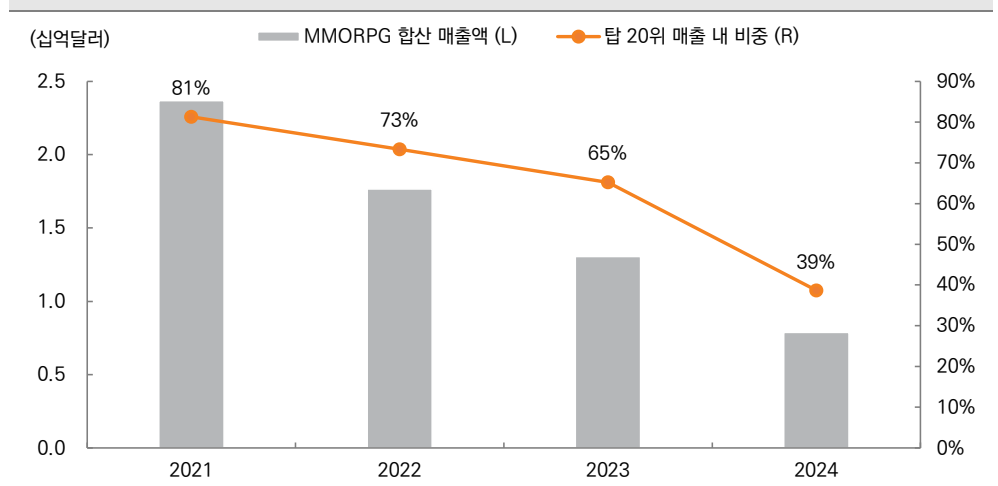
자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

트렌드 변화. 쇠퇴하는 MMORPG

게이머들의 성향 변화는 MMORPG의 몰락을 이끌고 있다. 도파민에 중독된 유저들은 이전처럼 MMORPG 게임에 1시간 이상 접속하는 것 자체를 부담스럽게 느끼고 있다. 게임을 하는 양상이 더욱 개인적으로 변화함에 따라 게임 내 유저들과 긴밀한 관계를 쌓아야 하는 게임에 대한 기피 현상도 나타나고 있다.

MMORPG에 대한 선호도가 압도적으로 높았던 국내 시장도 MMORPG에 대한 기피 현상이 여실히 드러나고 있다. 21년 연간 매출 상위 20위 모바일 게임 내 MMORPG 비중은 81%에 달했으나 24년에는 39%까지 하락했다. 불과 3년 사이의 일이다.

그림 150. 국내 매출 상위 20위 게임 내 MMORPG 합산 매출액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 46. 21~24년 국내 연간 매출 상위 20위 모바일 게임

	2021	2022	2023	2024
1	리니지2M	리니지W	리니지M	리니지M
2	리니지M	리니지M	오딘	라스트워
3	오딘	오딘	나이트 크로우	WOS
4	리니지W	리니지2M	리니지W	오딘
5	기적의 검	던파M	리니지2M	버섯커기우기
6	쿠키런킹덤	히어로즈테일즈	EA FC Mobile Soccer	로열매치
7	제2의나라	EA FC Online M	아키에이지 워	리니지W
8	원신	원신	원신	리니지2M
9	세븐나이츠2	히트2	EA FC Online M	브롤스타즈
10	라이즈오브킹덤즈	로블록스	WOS	EA FC Mobile Soccer
11	바람의나라: 연	우마무스메	붕괴: 스타레일	니케
12	블소 레볼루션	라이즈오브킹덤즈	데블M	로블록스
13	V4	블소 레볼루션	Roblox	EA FC Online M
14	그랑사가	기적의 검	니케	운빨존많겜
15	리니지2 레볼루션	EA FC Mobile Soccer	세븐나이츠 키우기	붕괴: 스타레일
16	EA FC Online M	탕탕특공대	히트2	로드나인
17	삼국지전략판	블레이드&소울2	탕탕특공대	나혼렘
18	카러플	뮤오리진3	로열매치	원신
19	뮤 아크엔젤	쿠키런킹덤	프라시아 전기	나이트 크로우
20	메이플스토리M	리니지2 레볼루션	블소 레볼루션	아키에이지 워

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

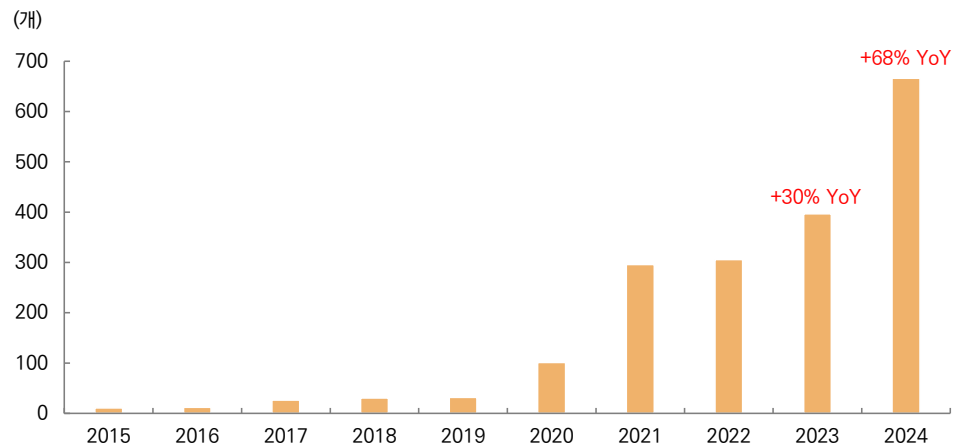
서브컬처와 궁합이 좋은 방치형 게임의 약진

현대인들이 스마트폰에 중독되며 눈과 뇌가 피로해지면서 나타나고 있는 결과가 방치형 게임의 약진이라는 판단이다. 모바일 플랫폼에서는 이미 20년부터 방치형 게임의 인기가 관찰되었다면 최근에는 PC에서도 방치형 게임의 인기가 심상찮다. 스팀 내 방치형 게임 신작 수는 23년 YoY 30% 증가하였고, 24년에는 YoY 68% 증가하며 폭발적인 증가세를 보이고 있다.

방치형 게임의 경우 하루에 한 번 접속해 숙제를 하고 방치해두기만 해도 게임을 진행하는데 큰 문제가 없어 미드, 하드코어 게임 대비 피로감이 적고 소요 시간도 낮다. 블루아카이브와 같은 방치형 게임을 즐기는 데 필요한 1일 플레이 시간은 20분 미만이다. 1일 과제를 하면서도 다른 콘텐츠를 병행하는 데 무리가 없어 심리적인 부담이 적다.

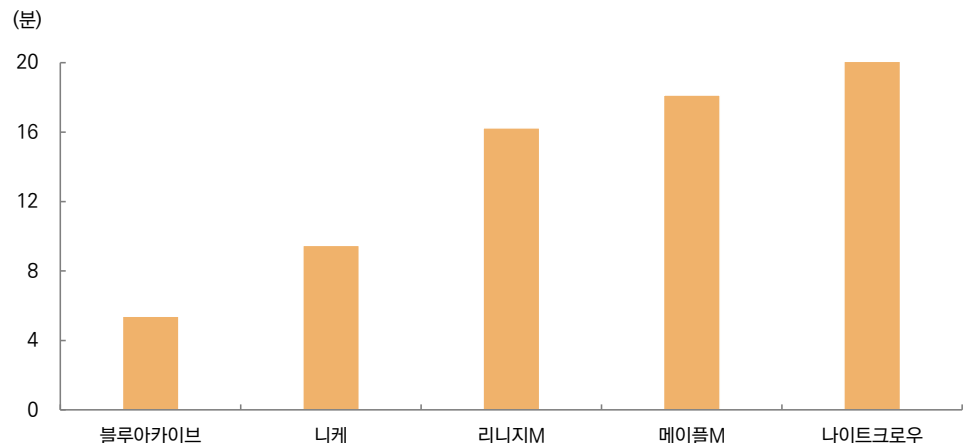
방치형 게임은 서브컬처와 궁합이 잘 맞는다. 방치형 게임은 분재 게임으로 불리기도 하는데 이는 하루에 한 번 키우는 식물에 물을 주듯이 할 수 있기 때문이다. 그리고 기왕이면 예쁜 식물을 키우고 싶어하는 것이 인간의 심리다. 그리고 사람들의 성향 변화에 따라 분재 게임들의 1일 필요 플레이 시간도 매년 줄어드는 추세에 있다.

그림 151. 스팀 연도별 방치형 게임 신작 수



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터

그림 152. 국내 주요 모바일 게임 실행당 평균 이용시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

넥슨게임즈 (225570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	193	256	203	299
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	193	256	203	299
판매비와관리비	181	217	217	232
조정영업이익	12	39	-14	67
영업이익	12	39	-14	67
비영업손익	4	5	0	0
금융손익	4	3	1	2
관계기업등 투자손익	0	2	-1	-2
세전계속사업손익	16	44	-14	67
계속사업법인세비용	4	12	-3	13
계속사업이익	11	31	-11	54
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	11	31	-11	54
지배주주	11	31	-11	54
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	11	31	-11	54
지배주주	11	31	-11	54
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	51	-2	79
FCF	33	-13	-1	67
EBITDA 마진율 (%)	11.4	19.9	-1.0	26.4
영업이익률 (%)	6.2	15.2	-6.9	22.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.7	12.1	-5.4	18.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	237	292	289	358
현금 및 현금성자산	111	163	159	222
매출채권 및 기타채권	33	35	34	36
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	93	94	96	100
비유동자산	130	195	188	184
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	59	98	92	87
무형자산	35	36	36	37
자산총계	367	486	477	543
유동부채	66	61	61	62
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	57	52	52	53
비유동부채	38	113	114	126
장기금융부채	17	91	91	91
기타비유동부채	21	22	23	35
부채총계	104	174	176	187
지배주주지분	263	313	301	355
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	99	99	99	99
이익잉여금	153	185	174	228
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	263	313	301	355

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	37	2	71
당기순이익	11	31	-11	54
비현금수익비용가감	36	22	8	23
유형자산감가상각비	8	10	10	9
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	26	10	-4	12
영업활동으로 인한자산및부채의변동	-7	-6	2	6
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	-12	3	-13
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	93	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	8	74	0	0
자본의 증가(감소)	-141	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	131	19	0	0
현금의 증가	-3	52	-4	63
기초현금	115	111	163	159
기말현금	111	163	159	222

자료: 넥슨게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

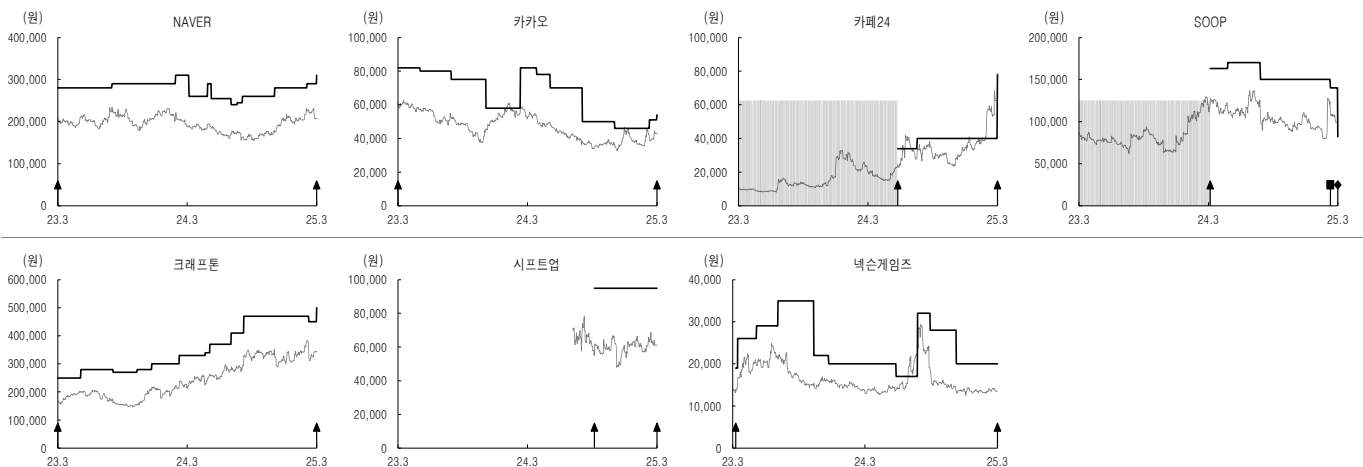
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	87.2	28.0	-	16.3
P/CF (x)	21.0	16.5	-	11.5
P/B (x)	3.3	2.5	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	37.7	14.2	-	8.5
EPS (원)	172	478	-169	820
CFPS (원)	715	810	-55	1,162
BPS (원)	4,505	5,256	5,087	5,907
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	32.5	-20.8	47.6
EBITDA증가율 (%)	116.2	137.9	적전	흑전
조정영업이익증가율 (%)	133.0	222.4	적전	흑전
EPS증가율 (%)	60.9	178.1	적전	흑전
매출채권 회전율 (회)	6.8	8.5	6.7	9.8
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	7.4	-2.3	10.6
ROE (%)	4.5	10.9	-3.6	16.4
ROIC (%)	12.0	28.4	-9.1	49.1
부채비율 (%)	39.6	55.6	58.2	52.7
유동비율 (%)	358.7	481.7	472.0	580.4
순차입금/자기자본 (%)	-66.2	-48.6	-49.4	-59.8
조정영업이익/금융비용 (x)	10.1	10.2	-2.2	10.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2025.03.06	매도	82,000	-	-
2025.03.06	매수	310,000	-	-	2025.02.13	Trading Buy	140,000	-24.07	-22.14
2025.02.07	매수	290,000	-23.00	-20.17	2024.07.31	매수	150,000	-34.28	-14.73
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	2024.04.30	매수	170,000	-30.91	-19.41
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	2024.03.11	매수	163,000	-27.05	-21.78
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57	크래프톤 (259960)				
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04	2025.03.06	매수	500,000	-	-
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08	2025.02.12	매수	450,000	-26.95	-23.67
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2024.08.13	매수	470,000	-29.55	-18.51
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2024.07.08	매수	410,000	-30.65	-28.17
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2024.05.09	매수	370,000	-28.34	-19.73
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2024.04.26	매수	340,000	-26.91	-23.53
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79	2024.02.13	매수	330,000	-27.89	-21.21
카카오 (035720)					2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67
2025.03.06	매수	54,000	-	-	2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00
2025.02.13	매수	51,000	-20.73	-12.84	2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59
2024.11.07	매수	46,000	-14.87	1.30	2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61
2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20	2023.02.09	매수	250,000	-28.18	-18.80
2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71	시프트업 (462870)				
2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36	2024.09.11	매수	95,000	-	-
2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41	넥슨게임즈 (225570)				
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34	2024.11.13	매수	20,000	-	-
2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38	2024.09.02	매수	28,000	-45.89	-36.14
2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17	2024.07.29	매수	32,000	-22.34	-8.28
2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60	2024.05.31	매수	17,000	1.35	30.88
2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50	2023.11.27	매수	20,000	-28.26	-18.50
2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73	2023.10.17	매수	22,000	-29.02	-23.00
카페24 (042000)					2023.07.10	매수	35,000	-49.17	-35.00
2025.03.06	매수	78,000	-	-	2023.05.12	매수	29,000	-26.50	-14.14
2024.07.23	매수	40,000	-10.63	71.25	2023.03.21	매수	26,000	-25.43	-13.85
2024.05.29	매수	34,000	-3.78	22.79	2023.03.15	매수	19,000	-26.00	-22.74
SOOP (067160)									

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

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

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