

인터넷/게임(비중확대/유지)

새로운 밸류에이션, PGR 멀티플의 고안



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 인터넷 밸류에이션	4
III. 광고: 점진적인 회복세 예상	9
상반기보다는 나아질 하반기	9
NAVER: 트래픽 감소 우려는 기우	10
IV. 전자상거래: 기저효과 기대	12
하반기는 성장세 반등 전망	12
네이버 플러스스토어 견조한 성장	14
라이브커머스 고성장세 지속	16
V. 콘텐츠: 숏폼과의 경쟁 심화	17
웹툰: 관찰되는 산업 쇠퇴의 징후들	17
라이브 스트리밍: 업황 둔화 속 경쟁 격화	19
VI. 게임: 새로운 밸류에이션 툴(PGR) 고안	20
기존 밸류에이션 방식의 한계와 필요 보완점	20
시기총액/LTM 게임 총매출 밸류에이션	24
VII. 하반기 게임 키워드	42
앱수수료 인하	42
여전히 중요한 중국 시장	44
인건비 부담 완화	45
Global Company Analysis	48
NAVER	49
카페24	56
크래프톤	60
넷마블	63
시프트업	68
위메이드	71

I. Investment Summary

상반기보다 나아지는 하반기

상반기 국내 온라인 광고 성장률은 3~4% 수준으로 추정되며 하반기에는 5% 이상의 성장률을 보여줄 전망이다. 정치 불확실성 해소에 따라 기존에 보류되고 있었던 광고비 집행이 추가로 있을 것이다. 하반기 국내 전자상거래 GMV YoY 성장률은 11%를 기록하며 성장세 반전(상반기 4%)에 성공할 전망이다. 기저효과가 강하게 발생할 수 있는 구간이다. 정부에서 내수 경기 활성화를 위한 정책들을 예고하고 있기에 소비 진작을 기대해 볼 수 있다.

게임 업종의 하반기 키워드 3개는 1) 앱수수료 인하, 2) 중국 시장, 3) 인건비 부담 완화다. 앱수수료 인하 가능성이 높아짐에 따라 수혜주 가리기가 필요한 시점이다. 고성장을 지속하고 있는 중국 시장에서 잠재력을 가진 게임사에 대해서도 지속적인 관심이 필요하다.

하반기 인터넷 투자전략

인터넷 대형주 Top Pick으로 NAVER(투자 의견: 매수, TP: 310,000원)를 추천한다. 최근 생성형 AI 검색 성장에 따른 쿼리 감소 우려가 주가에 과도하게 반영되었다고 판단한다. 플러스스토어 앱 고성장세가 지속되는 가운데 다음 실적 발표에서 트래픽과 쿼리에 대한 우려를 해소시킬 수 있다면 리레이팅이 본격화될 것이다.

인터넷 중소형주 Top Pick으로 카페24(투자 의견: 매수, TP: 80,000원)를 추천한다. 3분기부터 GMV 성장률 가속화가 본격적으로 관찰되면서 모멘텀은 다시금 발생할 전망이다. 하반기는 소비 진작 정책 효과도 기대해볼 수 있다. 유튜브쇼핑의 폭발적인 GMV 성장은 유저의 구매 전환율을 급상승시킬 수 있는 인앱결제 업데이트 이후에 나올 것으로 판단한다.

하반기 게임 투자전략

하반기 게임 업종 대형주 Top Pick으로 넷마블(투자 의견: 매수, TP: 75,000원)을 추천한다. 실적 모멘텀에 신작 모멘텀이 더해질 수 있는 구간이다. 자체 IP 기반 신작 성과가 나타나고 있어 지급수수료 부담이 감소하고 있는 부분이 긍정적이다. 하반기 기대작 문길, 7대죄 오리진 출시에 따른 가파른 수익성 개선이 기대된다.

차선호주로 시프트업(투자 의견: 매수, TP: 80,000원)을 추천한다. 25F P/E 14배로 밸류에이션 매력이 충분하다. 2분기 및 하반기 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다. 니케 중국 흥행의 장기화, 스텔라블레이드 중국 안착에 성공할 경우 중장기 리레이팅도 기대할 수 있다. 게임 내 매출 외에도 중국 내 굿즈 판매를 통한 IP 매출도 본격화될 전망이다.

중소형주 Top Pick으로 위메이드(투자 의견: 매수, TP: 38,000원)를 추천한다. 장기간 진행된 디레이팅으로 주가 하방은 제한적이나 신작 흥행 성과에 따른 큰 폭의 업사이드를 기대할 수 있는 구간이다. 신작 모멘텀이 본격적으로 발생할 것이다. 또한 중국 게임 시장의 고성장세가 지속됨에 따라 중국 잠재력이 높은 게임사에 대한 리레이팅을 예상한다.

II. 인터넷 밸류에이션

하반기 밸류에이션 양극화 심화 전망

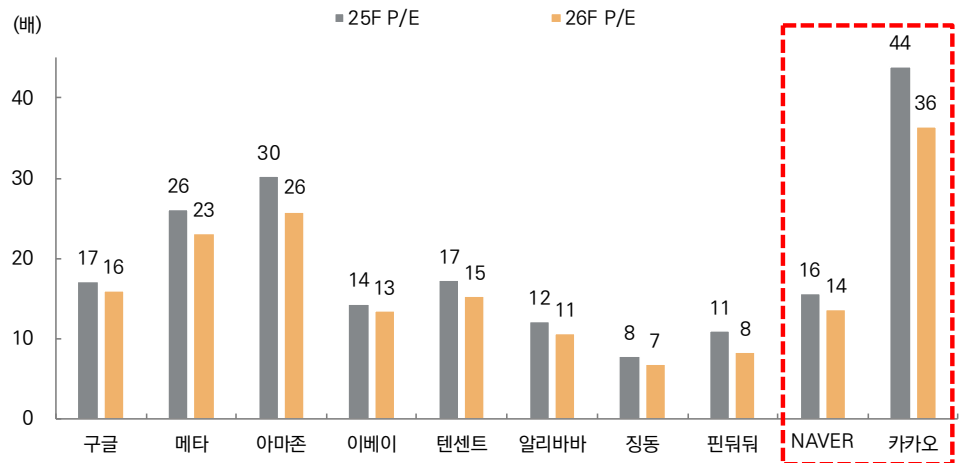
NAVER와 카카오로 대표되는 국내 플랫폼 기업의 밸류에이션은 오랜기간 동안 글로벌 인터넷 기업 대비 높은 수준을 유지해왔으나 22년 이후 디레이팅을 겪으며 밸류에이션 부담이 과거보다 크게 낮아졌다. NAVER와 카카오는 25F P/E 16배, 44배(블룸버그 컨센서스)에서 거래 중이다. 인터넷 기업의 밸류에이션은 급변하고 있는 현대인의 소비 트렌드를 해당 기업이 얼마나 잘 쫓아갈 수 있느냐가 결정하게 될 것이다.

NAVER는 쿼리에 대한 우려 해소와 커머스 부문의 성장성 증명이 하반기 리레이팅의 키를 쥐고 있다. 25F P/E 16배로 밸류에이션 부담이 낮다. 글로벌 인터넷 기업들과 비교해도 낮은 수준에 속한다. 다만 리레이팅을 위해서는 이후 실적발표에서 견조한 트래픽 지표(쿼리, 체류시간 등)에 대한 발표와 GMV 성장세의 확연한 가속화 등이 확인될 필요가 있다.

카카오의 경우 신규 AI 서비스에 대한 기대감이 반영되면서 글로벌 기업들 대비 높은 밸류에이션에서 거래되고 있다. 연내 출시를 목표로 개발 중인 AI 에이전트의 성공 여부에 따라 플랫폼의 본질적인 경쟁력인 체류시간이 반등할 가능성이 존재하기 때문이다. 해당 서비스에 대한 윤곽은 2분기 실적 발표에서 구체화될 것으로 보인다.

SOOP은 국내에서의 점유율 상승과 글로벌에서의 가파른 트래픽 증가가 이어지지 않는다면 하반기 디레이팅이 이어질 가능성이 높다. 카페24는 하반기 GMV 성장세의 유의미한 가속화가 나타나며 리레이팅이 이어질 전망이다. 하반기 전자상거래 시장 성장을 반등이 기대되는 점도 긍정적인 부분이다.

그림 1. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 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)	30,261	15.6	13.6	2.5	2.3	1.1	1.0	9.0	8.0	19.2	20.0
카카오	19,435	43.8	36.4	2.4	2.3	1.8	1.7	14.5	13.4	6.6	7.5
쿠팡	69,966	88.6	39.7	1.5	1.3	10.3	8.2	25.4	18.3	3.1	4.4
SOOP	994	9.1	8.2	2.1	1.9	2.1	1.7	3.5	3.2	27.0	26.8
Alphabet (US)	2,782,705	17.1	15.9	6.2	5.6	5.1	4.1	11.8	10.5	39.0	39.1
Amazon	2,990,474	30.2	25.9	3.2	2.9	6.0	5.0	13.8	11.7	11.2	12.3
Meta	2,351,207	26.1	23.1	9.3	8.2	7.4	5.9	17.7	14.6	39.5	39.5
Shopify	182,679	76.0	59.9	12.3	10.3	10.7	9.1	68.9	52.7	16.7	18.3
eBay	48,313	14.4	13.5	3.3	3.2	6.1	4.7	11.6	11.0	28.0	28.2
Snap	19,195	30.8	22.4	2.4	2.2	6.2	5.7	27.2	18.7	3.8	6.4
Yahoo Japan (JP)	35,702	21.7	19.1	1.8	1.7	1.2	1.1	7.7	7.1	15.5	16.2
Rakuten	16,578	-	127.2	0.7	0.6	2.0	1.4	0.5	0.4	2.2	5.2
Mercari	4,018	24.4	19.9	2.2	2.0	4.8	3.9	15.9	13.2	12.9	14.7
Tencent (CN)	816,797	17.3	15.3	5.9	5.4	3.7	3.2	15.2	13.6	32.7	34.2
Alibaba	387,408	12.2	10.7	1.9	1.8	1.9	1.8	6.8	6.1	15.5	16.3
JD	65,842	7.8	6.9	0.3	0.3	1.3	1.1	4.0	3.4	3.0	3.4
Baidu	40,455	8.9	6.6	1.6	1.5	0.7	0.7	1.2	1.1	15.6	18.7
Weibo	3,152	5.4	5.2	1.3	1.3	0.6	0.6	3.8	3.7	30.1	30.7
PDD	192,296	11.0	8.4	2.3	2.0	2.5	1.9	7.1	5.2	22.7	25.9
KuaiShou	40,521	10.4	8.8	1.5	1.4	2.5	2.0	6.8	5.8	13.7	15.5
Huya	1,191	30.6	23.8	1.0	1.0	0.9	0.9	14.3	4.8	0.0	2.0
Bilibili	10,611	25.7	18.1	1.8	1.7	3.3	2.8	13.0	9.7	6.0	8.5
DouYu	272	-	22.3	0.4	0.4	0.7	0.7	-	-	-1.1	1.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

커버리지 실적 전망

표 2. NAVER 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,882	3,019	3,167	9,671	10,738	11,855	13,244
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	10.4%	11.2%	9.7%	17.6%	11.0%	10.4%	11.7%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,077	1,083	1,120	3,589	3,946	4,293	4,611
검색	696	731	753	768	754	794	815	833	2,725	2,950	3,195	3,478
디스플레이	202	235	230	252	217	253	246	272	846	919	987	1,071
기타	7	12	15	44	42	31	22	15	18	78	110	63
커머스	703	719	725	775	788	825	891	981	2,547	2,923	3,485	4,161
커머스 광고	265	280	279	308	308	323	334	367	1,107	1,132	1,332	1,550
중개 및 판매	391	391	400	414	424	445	494	544	1,269	1,596	1,908	2,298
멤버십	48	47	46	54	55	57	63	69	171	195	245	313
핀테크	354	368	385	401	393	409	429	442	1,355	1,508	1,673	1,896
콘텐츠	446	420	463	467	459	434	479	485	1,733	1,796	1,857	1,944
웹툰	395	383	424	428	423	400	445	451	1,503	1,629	1,720	1,814
스노우	36	22	21	26	23	22	22	22	169	105	89	84
기타	16	15	18	14	13	12	12	12	60	62	49	46
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	136	137	140	447	564	548	632
NCP/웍스(B2B)	111	118	123	127	120	121	123	126	415	479	490	570
클로바/랩스	6	6	22	51	15	15	14	14	32	84	58	62
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,349	2,388	2,554	8,182	8,758	9,573	10,487
개발/운영비용	636	683	657	689	688	729	708	749	2,573	2,664	2,875	3,086
파트너	913	917	938	1,022	974	979	1,002	1,092	3,534	3,790	4,048	4,332
인프라	170	172	178	185	189	198	209	222	596	705	818	951
마케팅	367	367	417	448	430	444	468	491	1,480	1,599	1,833	2,119
영업이익	439	473	525	542	505	532	632	613	1,489	1,979	2,282	2,757
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	12.6%	20.2%	13.0%	14.1%	32.9%	15.3%	20.8%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.5%	20.9%	19.3%	15.4%	18.4%	19.2%	20.8%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	380	452	440	1,012	1,923	1,697	2,017
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	13.2%	15.0%	13.9%	10.5%	17.9%	14.3%	15.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 카카오 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,988	2,005	1,921	1,957	1,864	1,936	1,965	2,120	7,557	7,872	7,885	8,820
(% YoY)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.1%	-6.3%	-3.4%	2.3%	8.3%	11.1%	4.2%	0.2%	11.8%
플랫폼부문	955	955	943	1,047	993	1,024	1,022	1,116	3,554	3,901	4,156	4,608
1) 특비즈	516	508	501	557	553	541	538	608	1,982	2,082	2,241	2,516
2) 포털비즈	85	88	76	83	74	77	70	77	344	332	298	277
3) 플랫폼 기타	354	360	366	407	366	406	414	432	1,228	1,487	1,617	1,815
콘텐츠부문	1,033	1,050	978	910	871	912	943	1,004	4,003	3,971	3,729	4,211
1) 뮤직	468	511	471	470	438	513	502	519	1,724	1,920	1,972	2,125
2) 스토리	227	216	219	203	213	207	215	203	922	864	837	840
3) 게임	243	233	234	163	145	114	147	201	1,010	873	607	905
4) 미디어	95	90	55	74	75	77	80	81	347	313	313	342
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,829	1,843	1,935	7,096	7,411	7,366	8,113
인건비	479	481	459	498	479	484	489	493	1,860	1,917	1,944	2,020
매출연동비	820	797	748	654	701	741	740	790	2,986	3,018	2,972	3,365
외주/인프라비	202	196	194	288	206	213	217	236	835	880	872	992
마케팅비	89	108	105	103	87	99	101	103	406	406	389	432
상각비	198	207	211	246	206	213	217	234	751	862	870	973
기타	80	82	74	93	80	79	79	80	258	329	318	330
영업이익	120	134	131	75	105	107	122	185	461	460	520	707
(% YoY)	92.2%	18.5%	5.0%	-53.1%	-12.4%	-20.1%	-6.3%	145.2%	-19.1%	-0.1%	12.9%	36.0%
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	5.5%	6.2%	8.7%	6.1%	5.8%	6.6%	8.0%
지배주주순이익	74	101	106	-226	169	82	93	136	-1,013	55	480	528
NPM	3.7%	5.1%	5.5%	-11.5%	9.1%	4.2%	4.7%	6.4%	-13.4%	0.7%	6.1%	6.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 카페24 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	65.4	74.5	75.5	87.1	71.2	79.0	80.6	91.7	302.5	322.6	364.1	432.0	521.8
(% YoY)	2.7%	4.9%	19.3%	19.2%	8.9%	6.1%	6.8%	5.2%	11.6%	6.6%	12.9%	18.7%	20.8%
EC플랫폼	57.1	66.4	66.8	78.5	62.8	70.5	72.1	83.1	268.8	288.5	329.4	396.2	484.9
결제솔루션	23.1	26.5	25.8	29.6	27.0	30.4	30.9	36.4	105.0	124.7	158.1	217.9	299.1
EC솔루션	6.9	7.6	7.7	9.3	7.9	8.4	8.3	9.9	31.5	34.6	36.3	38.1	40.0
비즈니스솔루션	3.3	3.3	3.3	3.4	2.4	2.4	2.3	2.3	13.3	9.4	9.4	9.5	9.6
공급망서비스	15.7	18.8	19.2	23.7	14.3	17.3	17.9	20.1	77.3	69.5	70.2	70.9	71.6
마케팅솔루션	8.1	10.1	10.8	12.6	11.2	12.1	12.6	14.4	41.6	50.3	55.3	59.8	64.5
인프라	8.4	8.1	8.7	8.6	8.5	8.5	8.5	8.6	33.7	34.1	34.7	35.8	36.9
영업비용	62.2	66.6	67.6	74.1	65.3	67.5	67.5	71.4	270.5	271.7	285.0	320.3	356.0
인건비	24.1	24.0	23.7	24.9	25.2	25.2	25.1	25.9	96.7	101.4	106.2	110.5	114.9
지급수수료	14.3	16.2	17.9	18.3	14.7	15.1	15.4	15.8	66.7	61.0	69.6	94.2	127.5
감가상각비	7.1	6.9	6.8	6.7	6.8	6.8	6.7	6.5	27.6	26.9	25.8	31.3	28.4
통신비	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	18.5	19.0	19.4	19.8	20.2
기타	12.1	14.9	14.6	19.4	13.8	15.7	15.5	18.3	61.1	63.4	64.0	64.6	65.1
영업이익	3.3	7.8	7.8	13.0	6.0	11.5	13.2	20.3	31.9	50.9	79.1	111.7	165.7
(% YoY)	흑전	181.6%	흑전	132.8%	82.1%	47.0%	67.7%	56.2%	-	59.4%	55.4%	41.2%	48.4%
영업이익률	5.0%	10.5%	10.4%	14.9%	8.4%	14.5%	16.3%	22.1%	10.6%	15.8%	21.7%	25.9%	31.8%
지배주주순이익	1.4	7.2	5.9	11.3	5.3	10.0	11.3	17.0	25.8	43.6	64.9	89.4	132.6
순이익률	2.1%	9.7%	7.8%	12.9%	7.4%	12.6%	14.0%	18.6%	8.5%	13.5%	17.8%	20.7%	25.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. SOOP 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	94	101	106	112	108	120	122	129	348	413	479	522
(% YoY)	29.8%	17.1%	20.2%	11.3%	14.1%	18.0%	16.0%	15.3%	10.4%	18.9%	15.8%	9.0%
플랫폼 서비스	79	83	83	82	85	88	88	87	259	327	348	370
기부경제선물	76	80	80	80	82	86	85	85	249	316	339	361
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	9	9	9
플랫폼-기타	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	1	1
광고	15	18	22	28	22	30	34	40	83	82	127	148
플랫폼광고	2	3	4	4	3	4	5	5	15	13	16	18
콘텐츠형광고	8	9	10	18	11	12	12	20	54	46	55	62
광고기타	5	5	8	6	7	15	18	15	14	23	55	67
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	6	5	4	4
영업비용	66	68	82	84	75	87	91	104	257	300	357	390
인건비	22	23	23	24	25	30	30	30	77	92	114	126
지급수수료 (중계권+기타)	6	6	9	9	8	9	10	10	25	30	37	40
지급수수료 (광고)	6	7	8	15	6	8	10	17	36	36	41	48
과금수수료	12	14	14	13	14	15	15	15	39	53	58	62
회선사용료	4	4	5	5	5	5	5	5	14	18	20	21
BJ지원금	2	3	3	3	2	2	4	4	7	11	12	13
콘텐츠제작비	2	2	3	3	4	4	5	5	20	9	18	19
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	7	7	7	20	21	26	28
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
행사비	1	1	0	4	0	0	1	4	2	5	5	5
기타	4	4	12	4	5	6	7	7	18	24	25	27
영업이익	29	33	24	28	33	33	31	25	90	114	122	132
(% YoY)	55.2%	40.9%	9.0%	5.3%	14.8%	-0.9%	30.1%	-9.1%	9.6%	25.7%	7.5%	8.0%
영업이익률	30.2%	32.8%	22.6%	24.9%	30.4%	27.6%	25.4%	19.6%	26.0%	27.5%	25.5%	25.3%
지배주주순이익	25	27	24	25	27	27	25	21	75	101	99	109
순이익률	26.1%	27.1%	22.6%	22.6%	24.8%	22.2%	20.5%	16.0%	21.4%	24.5%	20.7%	20.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

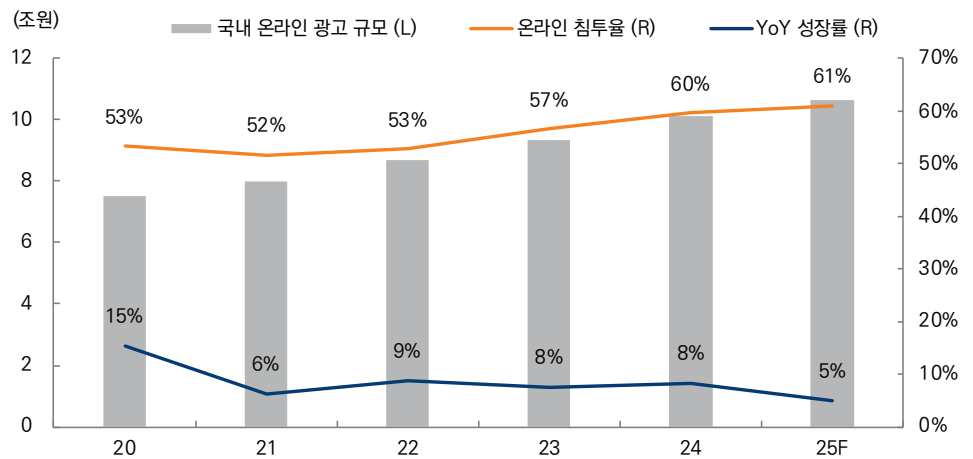
III. 광고: 점진적인 회복세 예상

상반기보다는 나아질 하반기

상반기 국내 온라인 광고 성장률은 3~4% 수준으로 추정되며 하반기에는 5% 이상의 성장률을 보여줄 전망이다. 업황의 드라마틱한 반등이 있을 것으로 보이지는 않으나 정치 불확실성 해소에 따라 기존에 보류되고 있었던 광고비 집행이 추가로 있을 것이다.

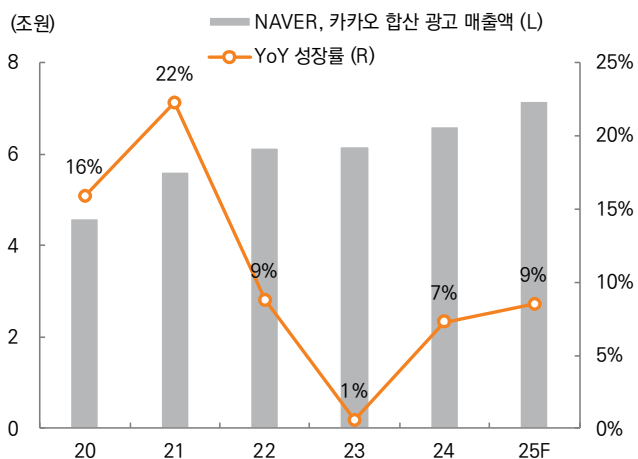
하반기 NAVER는 지속적으로 시장 성장률을 상회할 것으로 예상되나 카카오톡은 부진이 길어질 전망이다. 1분기 NAVER의 서치플랫폼 YoY 성장률은 12%, 커머스 광고는 16%를 기록했으나 카카오의 특비즈 광고 성장률은 3%로 성장률 하락세가 지속되었다. 광고 단가로 직결되는 플랫폼 체류시간 추이도 NAVER는 반등 추세가 관찰되고 있다. 카카오는 오픈시와 공동 개발 중인 AI 서비스(연내 출시) 이후 반등이 나타날 전망이다.

그림 2. 국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



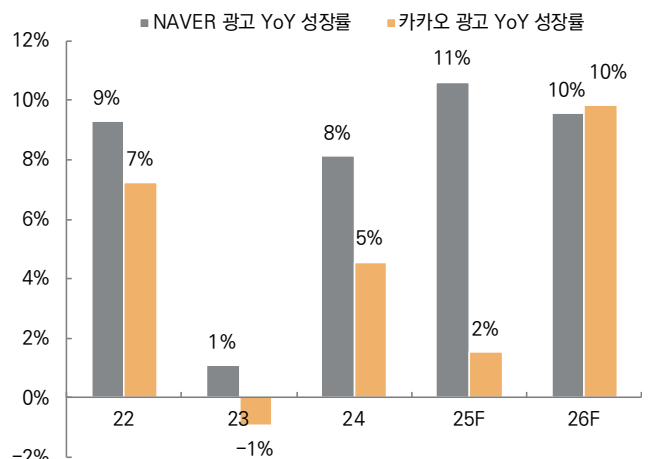
자료: Kobaco, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. NAVER, 카카오 합산 광고 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. NAVER, 카카오 광고 YoY 성장률



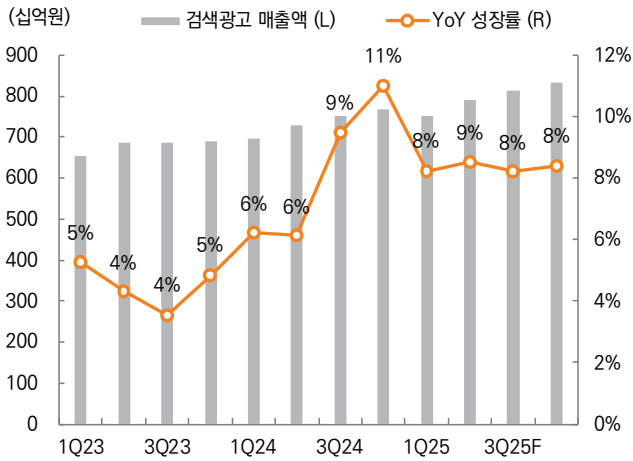
자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER: 트래픽 감소 우려는 기우

하반기 NAVER 서치플랫폼 성장률은 8%로 시장을 상회하는 성과를 기록할 전망이다. AI를 활용한 지면 최적화와 홈피드 체류시간 증대가 안정적인 광고 성장을 견인할 것이다. 유저에 대한 타겟팅 고도화가 용이한 지면 내에서의 체류시간 증대는 광고 단가 상승으로 이어진다. NAVER의 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액 성장세가 가속화되고 있다.

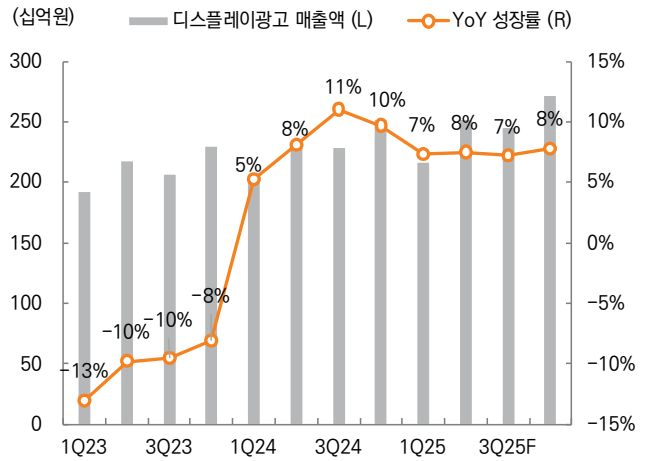
고무적인 부분은 수년간 감소세를 보였던 NAVER 플랫폼 월간 체류시간이 반등 추세를 보이고 있다는 점이다. 4월 NAVER 체류시간은 YoY 9% 증가한 것으로 추정된다. 커머스 별도 앱 출시 이후 NAVER 체류시간 감소가 불가피할 것이라는 우려가 기우였음을 보여주고 있다. 맞춤형 콘텐츠를 제공하는 홈피드 성과가 지속 중이다.

그림 5. NAVER 검색 광고 분기 매출액



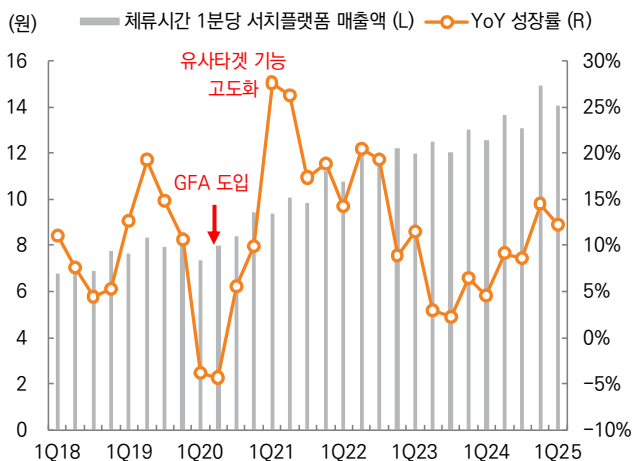
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. NAVER 디스플레이 광고 분기 매출액



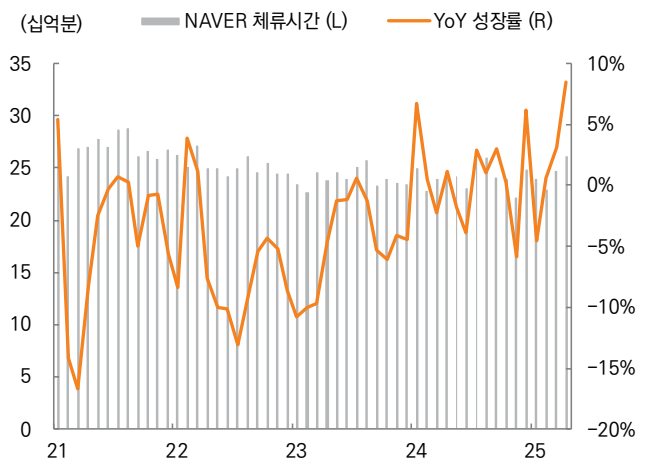
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. NAVER 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. NAVER 월간 체류시간

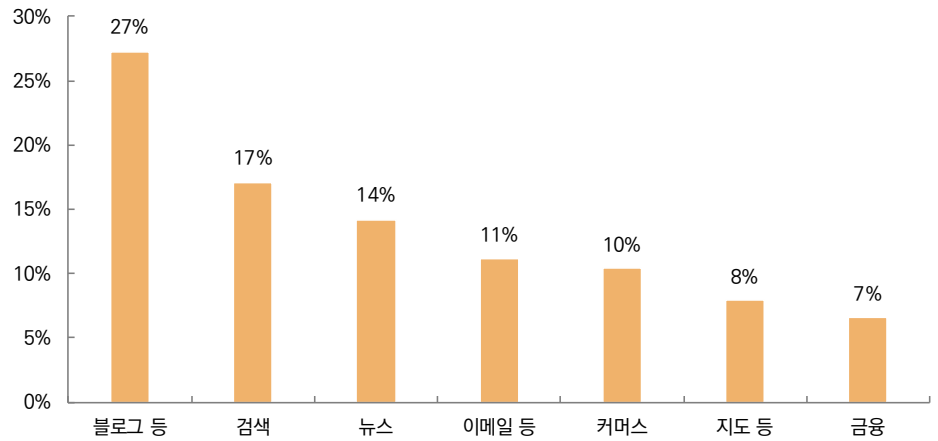


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

생성형 AI 플랫폼에 대한 이용이 증가하면서 기존 주요 검색엔진의 쿼리 감소가 이어질 것이라는 우려가 존재하나 NAVER에 대한 현재 우려는 과도하다는 판단이다. 글로벌 최대 검색 엔진 구글의 경우 쿼리 감소가 진행중에 있는 것으로 추정된다. 국내 구글 쿼리 월평균 추이를 계산하면 10~15% 정도의 YoY 쿼리 감소가 나타나고 있다.

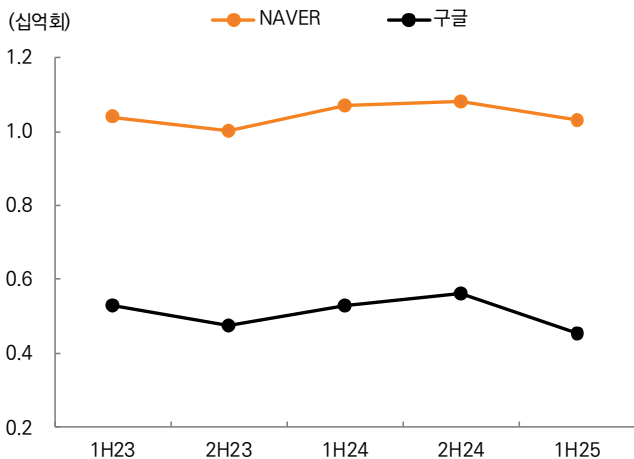
NAVER의 경우 구글과 달리 쿼리 감소가 없이 건조한 모습을 보이고 있다. NAVER의 경우 구글과 다르게 검색을 목적으로 이용하는 경우가 17%에 불과하다. NAVER 이용자들은 83%의 시간을 검색을 제외한 버티컬 서비스를 이용하는 목적으로 NAVER 플랫폼을 이용한다. 챗GPT의 성능이 좋다고 해도 NAVER의 커뮤니티 기능(블로그, 카페 등), 뉴스, 이메일, 지도, 금융 등의 기능을 이용하는 시간을 줄이지는 않는다.

그림 9. NAVER 이용시간 비중



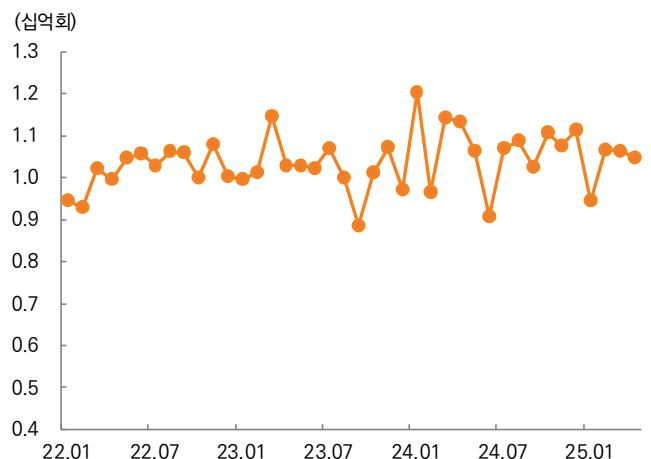
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. NAVER, 구글 국내 월평균 쿼리(PC)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. NAVER 월간 쿼리 수 추이(PC)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

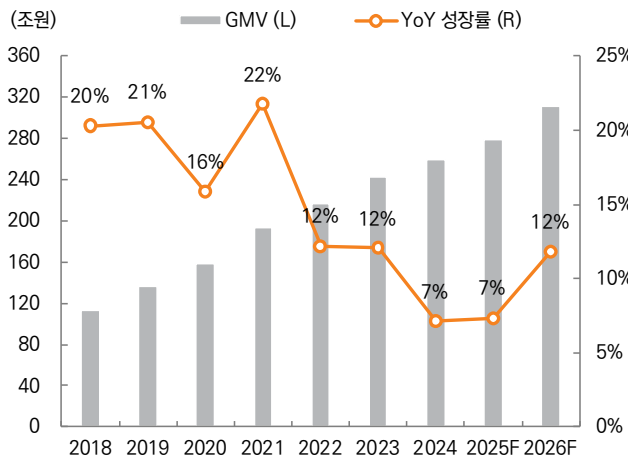
IV. 전자상거래: 기저효과 기대

하반기는 성장세 반등 전망

하반기 국내 전자상거래 GMV YoY 성장률은 11%를 기록하며 성장세 반전(상반기 4%)에 성공할 전망이다. 기저효과가 강하게 발생할 수 있는 구간이다. 작년에는 7월 티메프 사태가 발생하면서 성장률이 상반기 11%에서 하반기 4%로 급감한 바 있다. 또한 정부에서 내수 경기 활성화를 위한 정책들을 예고하고 있기에 하반기 소비 진작을 기대해 볼 수 있다.

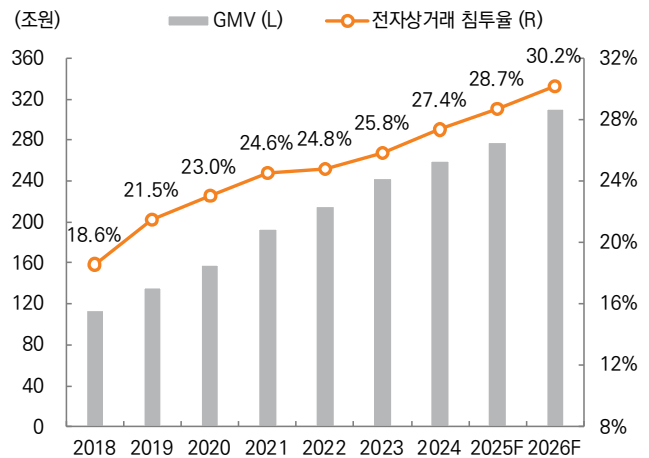
전체 소매판매액 성장세는 YoY 1~2% 수준에 그치고 있으나 전자상거래 시장 침투율의 지속적인 상승이 전자상거래 시장 성장을 견인하고 있다. 25년 전자상거래 시장 침투율은 28.7%까지 증가(24년: 27.4%)할 전망이다.

그림 12. 국내 전자상거래 시장 규모(연간)



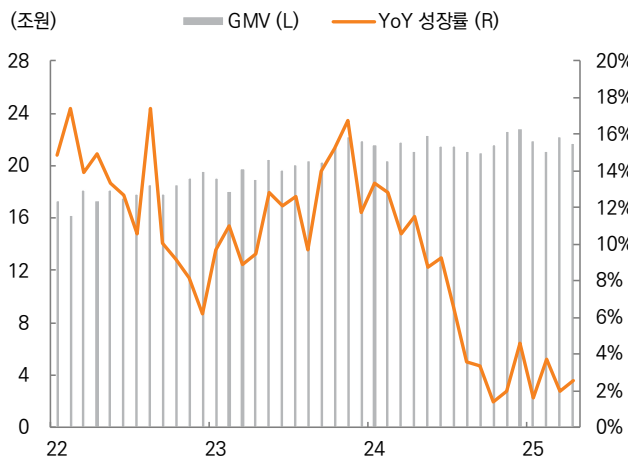
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 국내 전자상거래 시장 침투율(연간)



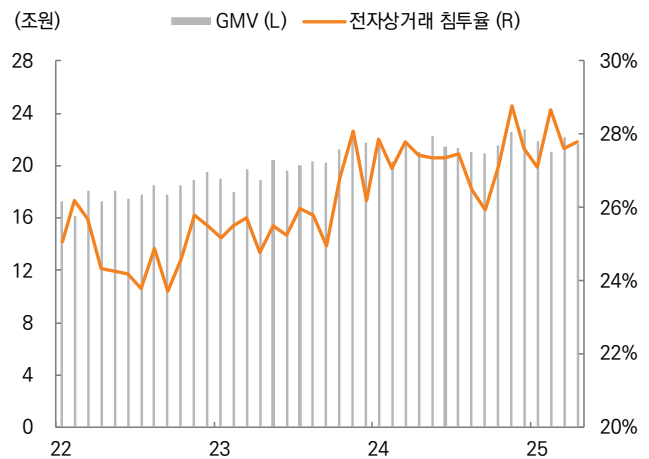
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 국내 전자상거래 시장 규모(월간)



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

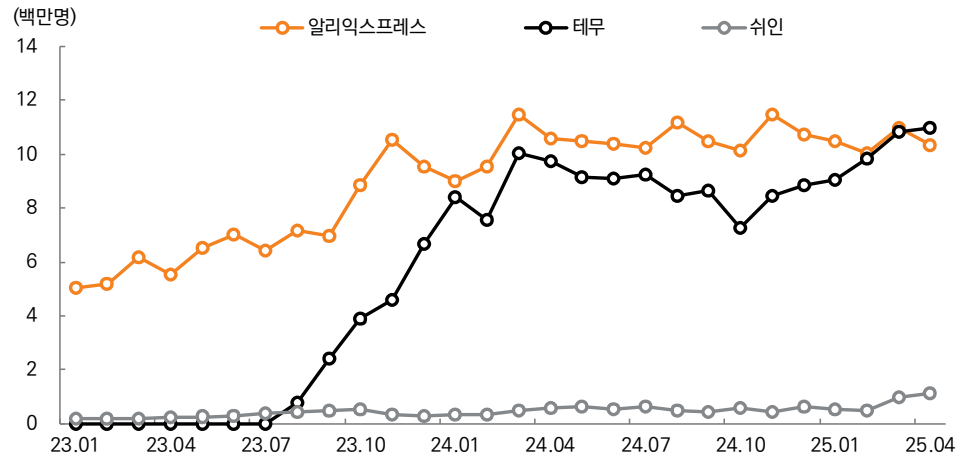
그림 15. 국내 전자상거래 시장 침투율(월간)



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

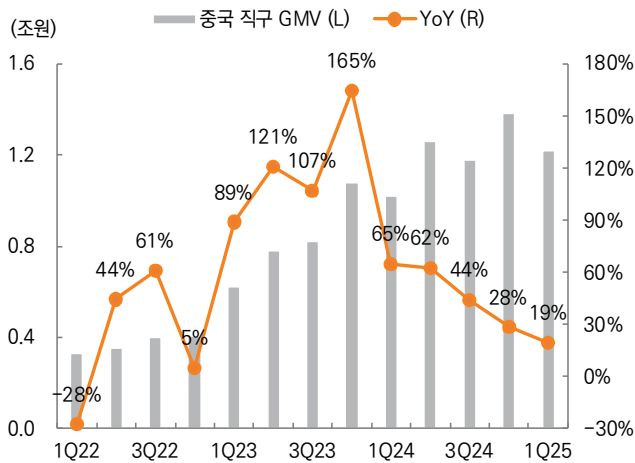
작년 상반기 국내를 강타한 중국 직구 플랫폼 열풍은 다소 잠잠해졌으나 알리익스프레스와 테무는 여전히 높은 트래픽을 유지 중에 있다. 알리익스프레스는 1,000만명 수준의 MAU를 유지 중이고 테무는 작년 하반기에는 부진한 모습을 보였으나 1,100만명 수준의 MAU 회복에 성공했다. 1분기 중국 직구 GMV는 1.2조원으로 YoY 성장률이 19%까지 하락(3Q: 44%, 4Q: 28%)했다. 25년 중국 직구 GMV는 5.6조원으로 15% 성장할 전망이다.

그림 16. 중국 직구 플랫폼 국내 MAU



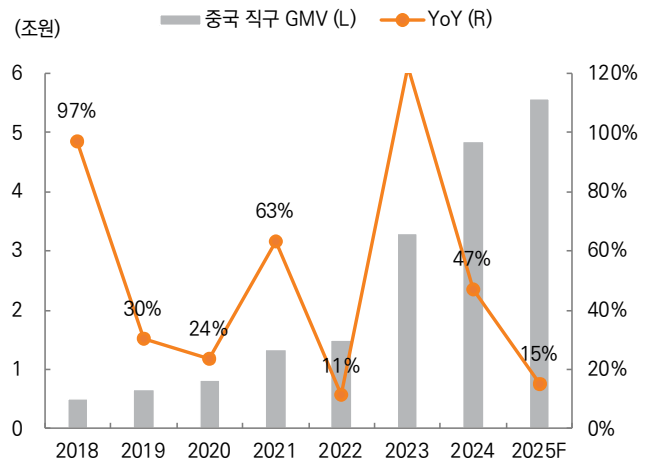
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 중국 직구 분기 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 중국 직구 연간 GMV



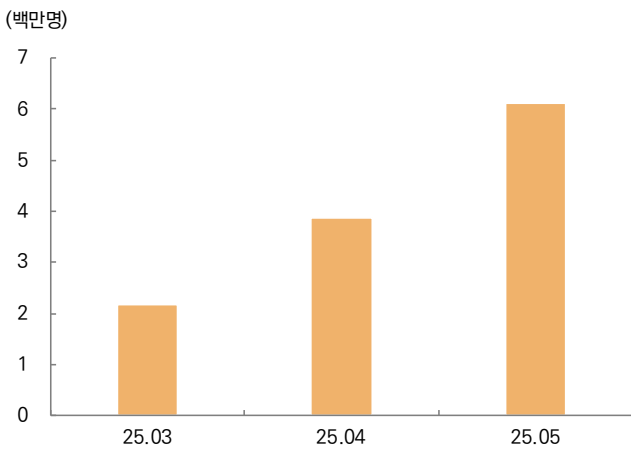
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

네이버 플러스스토어 견조한 성장

3/12일 출시한 플러스스토어 앱의 고속 성장이 지속되고 있다. 5월 MAU는 600만명을 돌파한 것으로 추정된다. 월간 200만명 수준의 MAU 증가 추세다. 출시 3달이 넘어감에도 주간 다운로드 수가 50만건 이상이 유지되고 있다. 하반기에도 월간 100만명 이상의 MAU 증가세가 지속되면서 1,000만명 이상의 MAU 도달에 문제가 없을 전망이다.

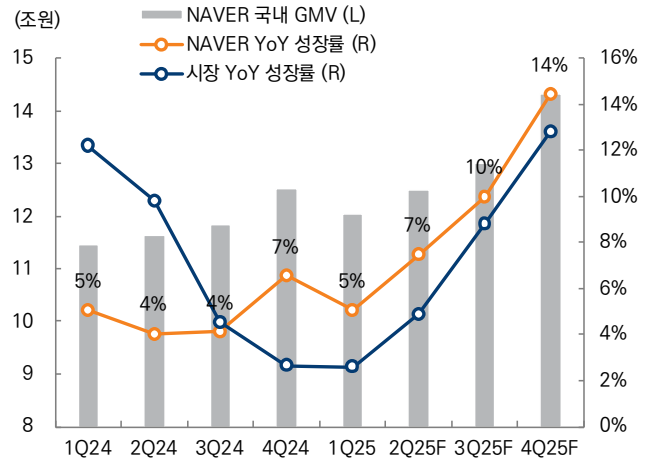
커머스 앱의 고속 성장에 힘입어 NAVER GMV도 하반기 가파른 상승세를 보일 전망이다. NAVER 하반기 국내 GMV는 27조원(+12% YoY)을 기록하며 시장 점유율은 19% 수준까지 회복할 전망이다. 커머스 앱 성장이 더해지면서 NAVER의 하반기 커머스 광고 성장률은 20%에 달할 것이다. 6월 스마트스토어 수수료 인상 효과가 발생하기 시작함에 따라 중개 및 판매 매출도 하반기 28% 성장할 전망이다.

그림 19. 플러스스토어 앱 MAU



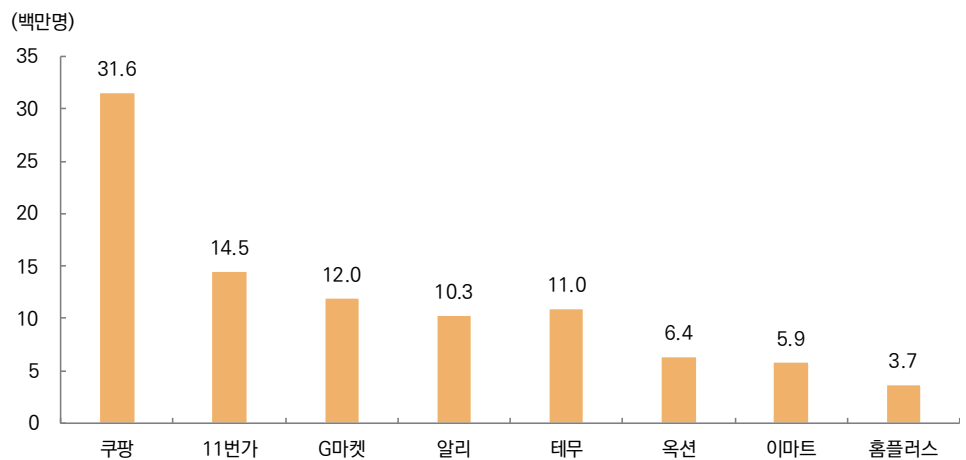
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. NAVER 분기 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

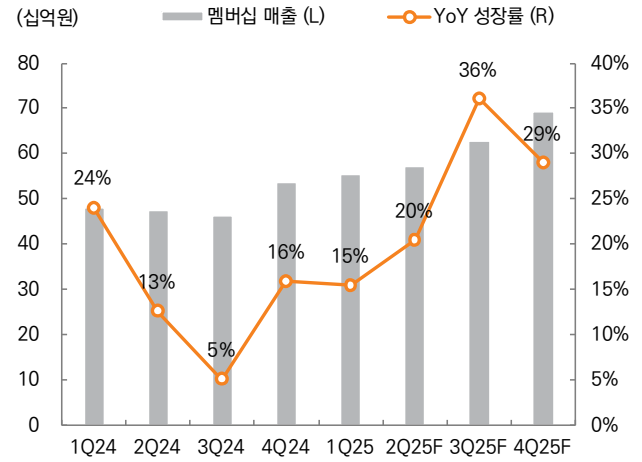
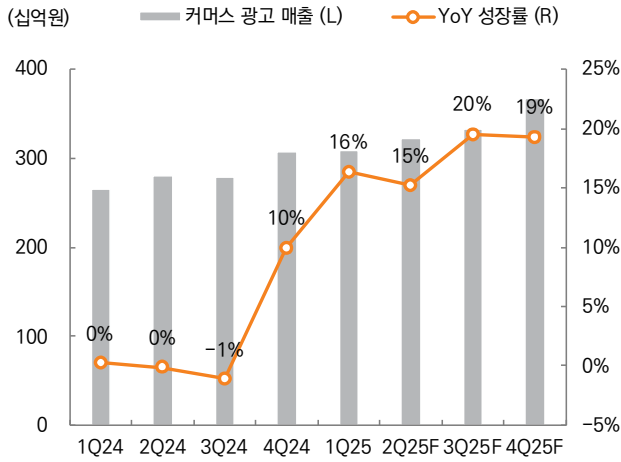
그림 21. 국내 주요 쇼핑앱 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. NAVER 커머스 광고 분기 매출 전망

그림 23. NAVER 중개 및 판매 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. NAVER 커머스 주요 지표 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	63,768	64,959	63,546	67,159	65,427	68,142	69,138	75,755	216,175	242,207	259,432	278,462	311,260
YoY 성장률	12.2%	9.8%	4.5%	2.7%	2.6%	4.9%	8.8%	12.8%	12.2%	12.0%	7.1%	7.3%	11.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	12,800	13,283	13,695	15,022	41,700	47,900	50,300	54,801	62,918
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	4.9%	7.1%	9.6%	13.8%	18.1%	14.9%	5.0%	8.9%	14.8%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,028	12,504	13,012	14,328	41,700	45,196	47,436	51,872	59,927
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	5.0%	7.5%	10.0%	14.4%	18.1%	8.4%	5.0%	9.4%	15.5%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	773	779	684	694	2,626	2,704	2,864	2,929	2,990
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	26.5%	3.0%	5.9%	2.3%	2.1%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	18.4%	18.4%	18.8%	18.9%	19.3%	18.7%	18.3%	18.6%	19.3%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	788	825	891	981	1,801	2,547	2,923	3,485	4,161
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	14.7%	22.8%	26.5%	22.1%	41.4%	14.8%	19.2%	19.4%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	308	323	334	367	1,078	1,107	1,132	1,332	1,550
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	15.2%	19.5%	19.3%	14.3%	2.6%	2.3%	17.7%	16.4%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	424	445	494	544	604	1,269	1,596	1,908	2,298
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	13.7%	23.6%	31.6%	30.5%	110.0%	25.8%	19.6%	20.4%
멤버십 매출	48	47	46	54	55	57	63	69	119	171	195	245	313
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	15.4%	20.4%	36.1%	29.0%	72.5%	44.1%	14.1%	25.2%	27.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	6.16%	6.21%	6.51%	6.53%	4.32%	5.32%	5.81%	6.36%	6.61%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.41%	2.43%	2.44%	2.44%	2.59%	2.31%	2.25%	2.43%	2.46%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.31%	3.35%	3.61%	3.62%	1.45%	2.65%	3.17%	3.48%	3.65%

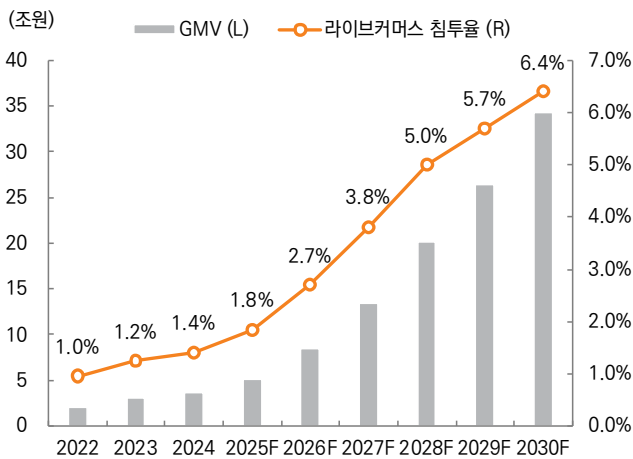
자료: 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 고성장세 지속

전자상거래 업황 부진 속에서도 라이브커머스 시장은 YoY 30% 이상의 고성장세를 유지하고 있는 것으로 추정된다. 25년 국내 라이브커머스 시장 규모는 5.1조원(+40% YoY), 라이브커머스 침투율은 1.8%까지 상승(24년: 1.4%)할 전망이다.

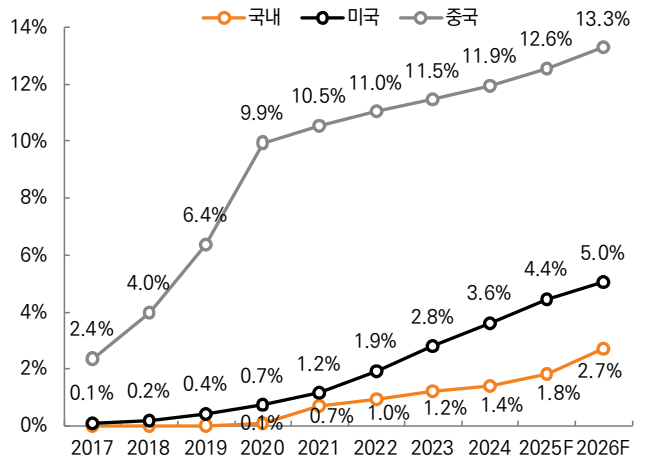
쇼핑 단위시간 감소 트렌드가 본격화되면서 일일이 리뷰를 보고 구매하는 방식은 퇴보할 것이다. 소비자들은 다수의 일반인 리뷰가 아닌 특정 카테고리 제품을 전문적으로 추천해주는 사람의 영상을 보고 구매하는 방식으로 변화해나갈 가능성이 높다. 모든 카테고리에 대한 전문가가 존재하는 유튜브 플랫폼의 라이브커머스 잠재력이 가장 크다는 판단이다.

그림 24. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



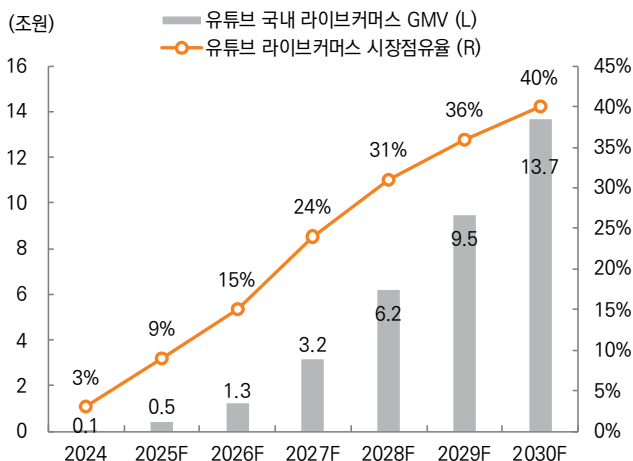
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 전망



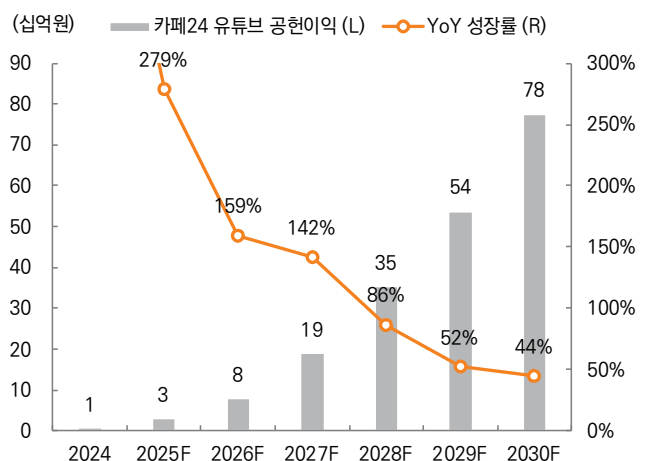
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익의 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

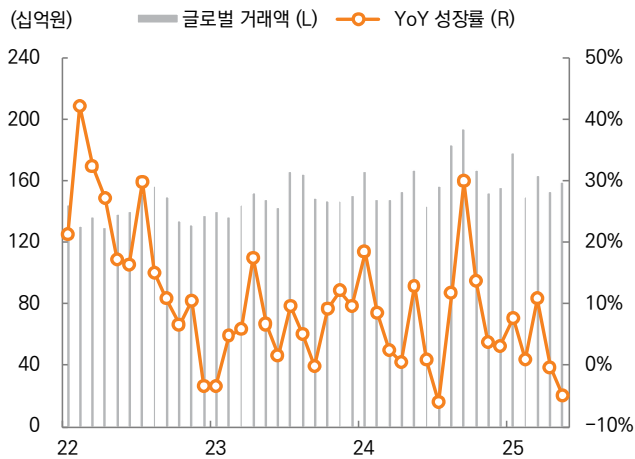
V. 콘텐츠: 숏폼과의 경쟁 심화

웹툰: 관찰되는 산업 쇠퇴의 징후들

웹툰 산업의 성장세 둔화가 지속됨에 따라 NAVER와 카카오의 웹툰 플랫폼들은 하반기 역 성장이 우려되는 상황이다. 1분기 네이버웹툰 글로벌 매출액은 YoY 5% 성장에 그치며 둔 화세가 심화(3Q: +13%, 4Q: +10%)되었다. 상황이 보다 심각한 카카오의 1분기 스토리 매 출액은 YoY 6% 역성장했다. 이는 6개 분기 연속 역성장이다.

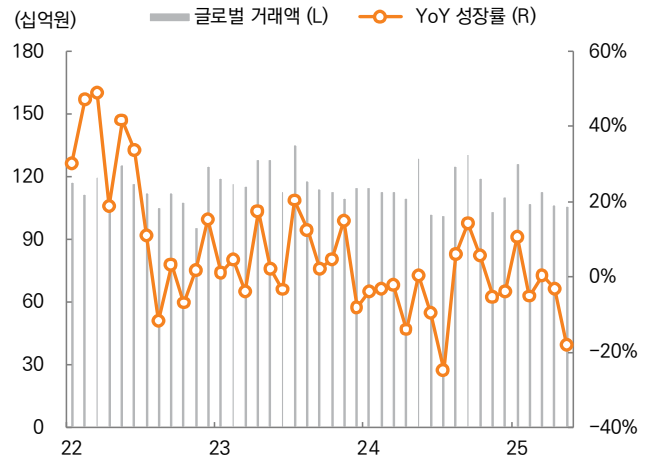
양 플랫폼 모두 국내에서의 유저 이탈이 지속중이며 60% 이상으로 가장 큰 거래액 비중을 차지하는 일본에서의 부진도 지속되고 있다. 웹툰/웹소설은 여가시간에 즐길만한 콘텐츠 경 쟁에서 패배하고 있다. 단위시간당 도파민 분비량에서 숏폼에 밀릴 수밖에 없다. 부분 유료 화 BM도 유저들이 이전보다 부담스럽게 느끼고 있는 상황이다.

그림 28. 네이버 웹툰 글로벌 월거래액



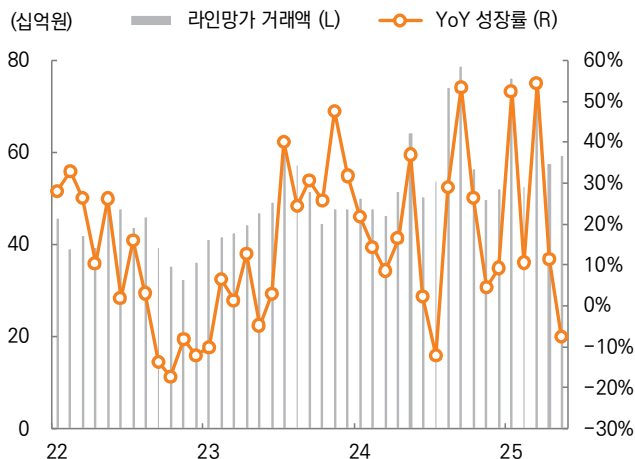
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 29. 카카오 웹툰 글로벌 월거래액



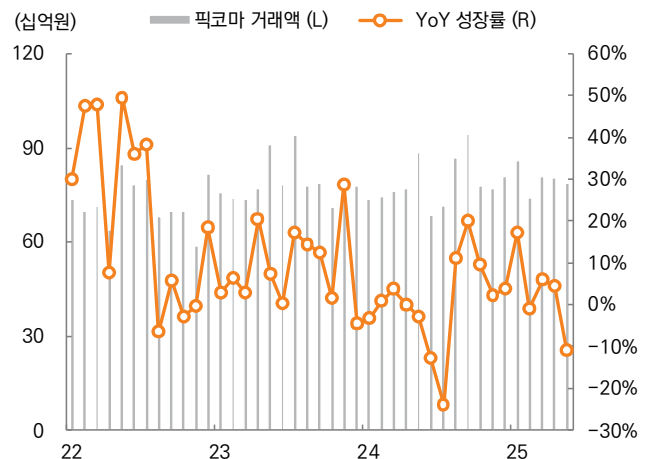
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 라인망가 월거래액



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 픽코마 월거래액

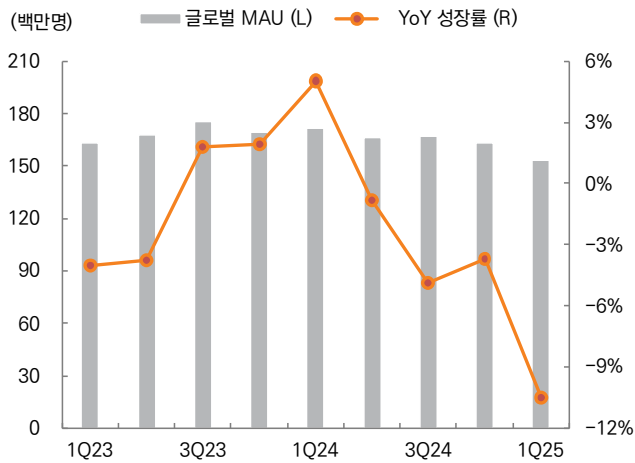


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

웹툰 산업 쇠퇴의 징후는 글로벌 최대 웹툰 플랫폼인 네이버웹툰의 글로벌 유저 수(Q) 역성장세 심화에서도 관찰된다. 1분기 네이버웹툰 글로벌 유저 수는 YoY 11% 감소했다. 국내는 10% 역성장했으며 국내와 일본을 제외한 기타 지역도 13% 역성장했다.

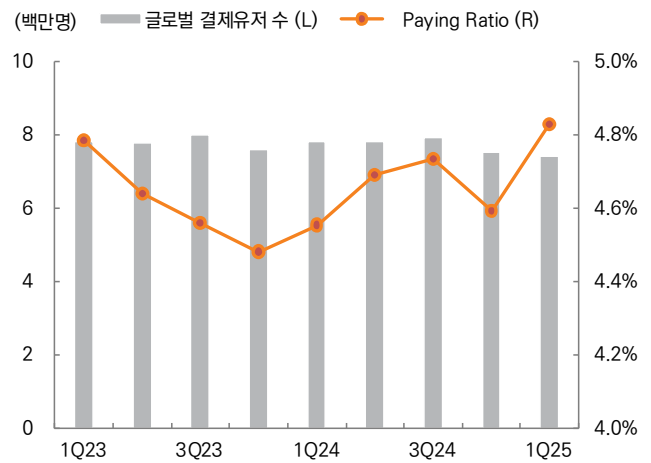
특히 국내의 경우 결제 유저 수 감소도 가파르게 이루어짐에 따라 결제 유저 비중이 2년만에 17%에서 14%까지 급감했다. 숏폼 유행이 본격화되면서 웹툰 부분 유료화 BM의 한계가 노출되고 있다. 구독 또는 광고 BM으로의 전환이 불가피한 상황으로 보인다.

그림 32. 네이버웹툰 글로벌 MAU



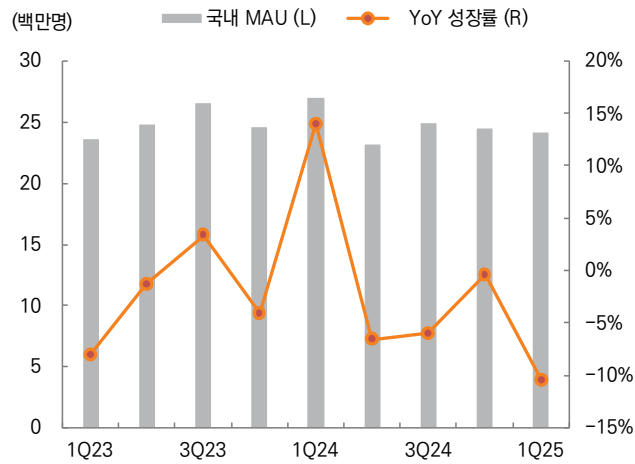
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 네이버웹툰 글로벌 결제유저 수, Paying Ratio



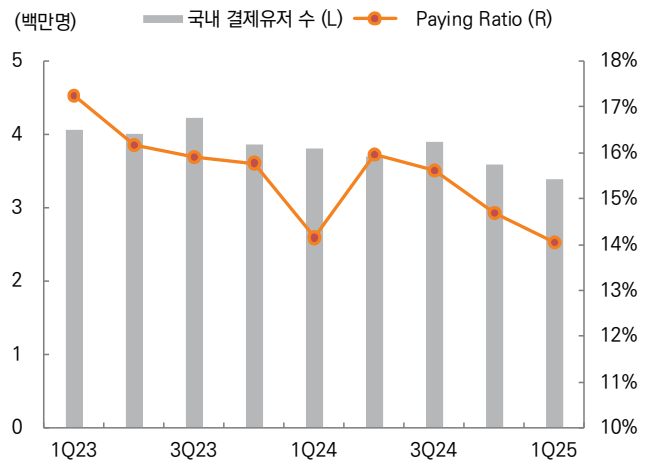
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 네이버웹툰 국내 MAU



자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 네이버웹툰 국내 결제유저 수, Paying Ratio



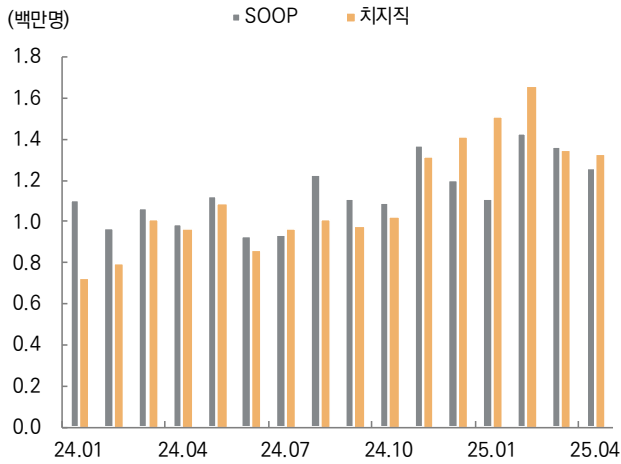
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

라이브 스트리밍: 업황 둔화 속 경쟁 격화

라이브 스트리밍 업황도 하반기 성장 둔화가 가속화될 전망이다. 숏폼을 찾게 만드는 도파민 중독이 라이브 스트리밍 산업도 위축시키고 있다는 판단이다. 5분 이상의 영상을 보는 것도 힘들어하는 사람들이 급증하고 있다. 사람들이 숏폼에 중독되며 영화 산업이 쇠퇴하고 있는 것과 같이 장시간 시청을 기반으로 하는 라이브 스트리밍 산업 쇠퇴도 불가피하다.

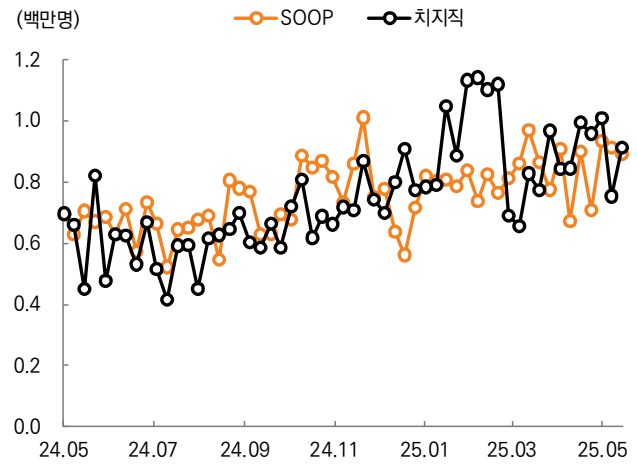
라이브 스트리밍 산업은 쇠퇴기로 접어들어가는 가운데 국내 경쟁 양상은 더욱 심화되고 있다. 오랜기간 국내 1위 라이브 스트리밍 위치를 지켜온 SOOP은 신생 플랫폼 치지직과 접전을 지속 중이다. SOOP의 하반기 기부경제선물 매출액 성장률은 7%에 불과할 전망이다. SOOP 글로벌은 여전히 유의미한 이용자 수 증가를 보여주고 있지 못하고 있다.

그림 36. SOOP, 치지직 MAU (안드로이드)



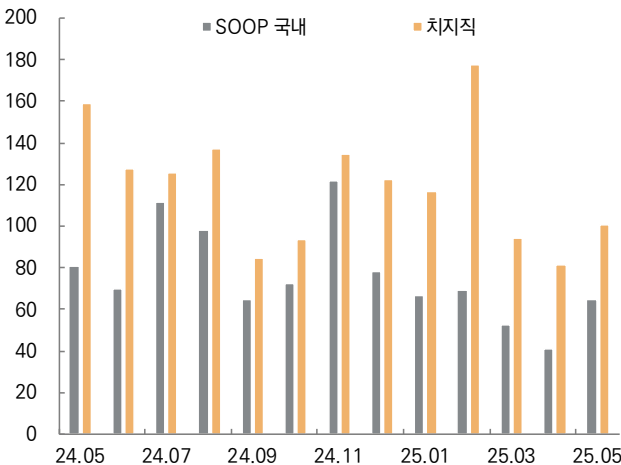
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. SOOP, 치지직 WAU (안드로이드)



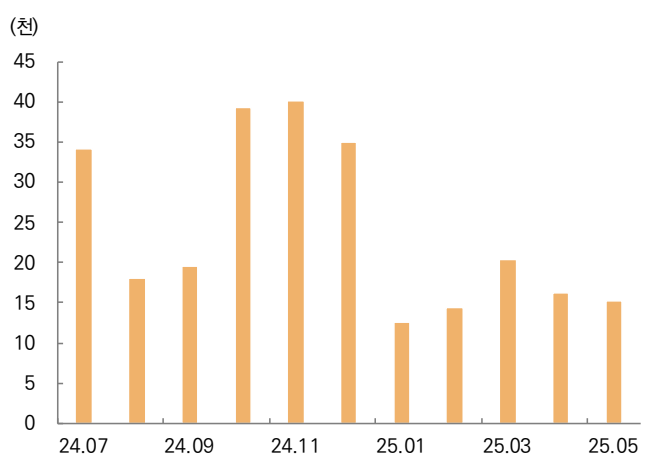
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. SOOP, 치지직 국내 월간 다운로드



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. SOOP 글로벌 월간 다운로드



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

VI. 게임: 새로운 밸류에이션 툴(PGR) 고안

기존 밸류에이션 방식의 한계와 필요 보완점

게임주 투자 전략은 크게 4가지가 존재한다. 1) 신작 출시 전 모멘텀 플레이, 2) 신작 출시 이후의 성과 기반 플레이, 3) 기존 IP 매출 반등 또는 비용 구조 개선에 따른 실적 턴어라운드 플레이, 4) 모멘텀 소멸에 따른 디레이팅 속 락바텀 진입 플레이 등이 대표적이다.

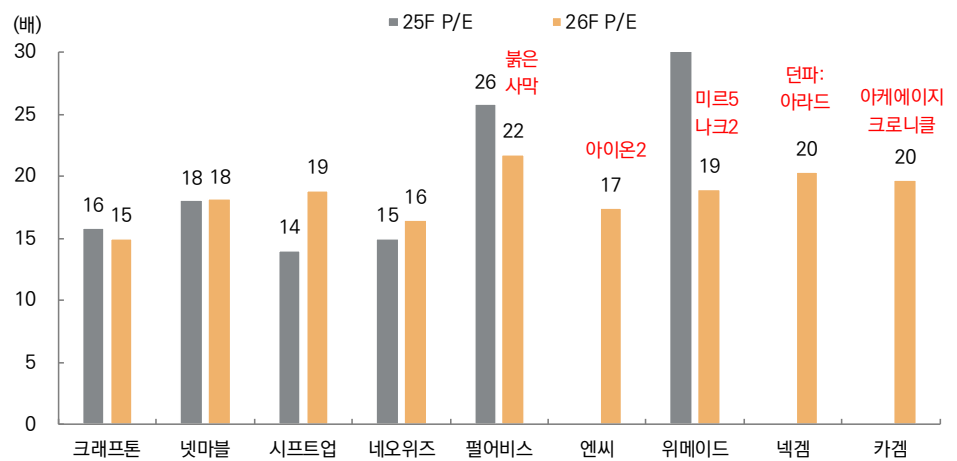
위 투자 방식들의 단기 및 중장기 목표주가를 산정하기 위한 밸류에이션으로 일반적으로 12MF PER 방식이 사용되나 해당 밸류에이션의 한계도 명확히 존재한다. 출시 예정 주요 신작에 대한 가정치를 반영한 Forward PER 밸류에이션 방식은 게임사의 미래 기업가치를 평가하는 데 있어서는 여전히 강력한 방법이나 주요 신작에 대한 구간별 밸류에이션 프리미엄을 계산하거나 모멘텀 소실 구간에서의 기업가치 락바텀 판단에는 한계가 존재한다.

국내 게임사 Forward PER 밸류에이션의 한계

1) 신작에 대한 정성적 추정에서 오는 멀티플의 과도한 변동성

다수의 국내 게임사들이 낮은 이익 체력(적자 기업이 과반 이상)을 가진 상태로 대형 신작을 준비 중에 있다보니 기대작에 대한 일매출 가정에 따라 Forward PER이 과도하게 변동되는 모습을 보이고 있다. 글로벌 주요 게임사들의 경우 이미 글로벌에서 연속성을 가진 IP들을 기반으로 충분한 이익을 내는 상황 속에서 Hit ratio가 증명된 IP의 시리즈화에 힘쓰는 경우가 많다보니 Forward PER 변동성이 상대적으로 낮다.

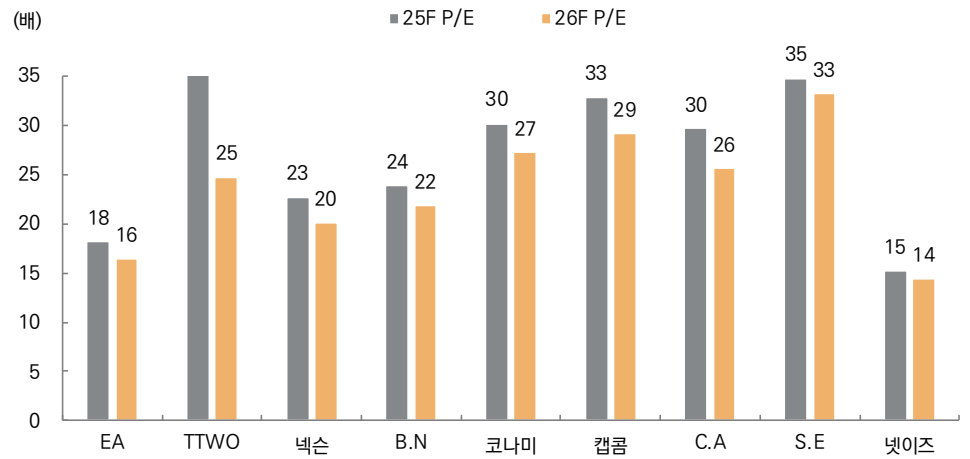
그림 40. 국내 주요 게임사 25F, 26F P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터

차트에서 볼 수 있듯 25F, 26F 기준 PER 밸류에이션이 유의미하게 형성되는 경우는 기존 작 매출이 견조하게 버텨주고 있는 크래프톤, 넷마블, 시프트업, 넷마블 정도에 불과하다. 펠어비스, 엔씨소프트, 위메이드, 넥셈게임즈, 카카오게임즈는 신작 성공에 대한 가정이 없이는 P/E 밸류에이션 형성 자체가 어렵다.

그림 41. 글로벌 주요 게임사 25F, 26F P/E (블룸버그 컨센서스)



주: B.N=반다이남코, C.A=사이버에이전트, S.E=스퀘어에닉스
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

또한 국내 게임사들의 경우 기존 IP만으로는 확장의 한계가 존재한다는 판단으로 신규 IP 대작을 준비하는 경우가 많다. 그리고 일매출 가정치에 정량적 요소보다는 정성적 요소가 주로 반영되다 보니 일매출 추정치의 최대, 최소 격차가 크게 형성되곤 한다. 신작 매출 추정에 있어 정성적인 요소가 주로 반영되는 이유는 게임 업종만의 특성에 기인한다.

신작 추정에 있어 정성적 분석이 주로 이루어지는 이유는 게임 산업이 전체 업종 중에서도 설비 투자의 총규모(게임 업종 내에서는 투여 개발 인력, 개발비를 통칭)가 제품(게임)의 결과값(품질과 판매량)으로 이어지지 않는 업종에 속하기 때문이다. 게임은 설비 투자 규모와 결과의 양의 상관관계가 가장 약한 업종에 해당한다. 바이오 업종도 유사한 어려움이 있으나 임상 1상, 2상, 3상의 존재가 있기에 신약 출시 수년 전부터 임상 결과를 기반으로 한 정량적 추정이 가능하다.

그러나 게임은 진행 중인 파이프라인에 대한 최소한의 정량적 추정이 가능한 요소가 유저의 사전 관심도(사전예약자 수, 위시리스트, 키워드 트렌드), 베타서비스(비공개 및 공개 CBT, OBT) 반응, 평점(메타크리틱 등) 및 주요 게임쇼 수상 정도로 제한적이다. 또한 해당 요소들에 대한 유의미한 관찰이 가능해지는 시기도 신작 출시전 3개월 이내(긴 경우는 6개월)인 경우가 많기에 그 전의 추정치들은 정성적 요소들로만 이뤄지는 경우가 많다. 사전예약자 수를 공개하지 않고, 베타서비스를 하지 않고, 게임쇼들에 출품하지 않고 출시를 진행하는 경우도 다수 존재한다.

그리고 신작 게임의 흥행은 단순히 준비된 제품의 품질(게임 퀄리티)이 결정 짓는 것이 아닌 출시 이후의 퍼블리싱 및 라이브 서비스 역량도 큰 영향을 끼치기에 앞서의 사전 지표들이 결과로 이어지지 않는 경우가 태반이다. 오히려 대규모 자본이 들어가지 않고 사전 마케팅이 없었음에도 유저들의 입소문을 타고 글로벌 흥행을 하는 경우도 많다.

2) 신작 출시 구간의 밸류에이션 프리미엄 계산 한계

Forward PER 밸류에이션은 신작 모멘텀 구간 속에서 해당 기업에 대해 신작 기대감이 어느 정도 프리미엄으로 작용했는지 계산하는 데 있어 한계가 존재한다. 해당 신작의 출시가 다가올수록 신작 매출 가정치에 변화를 주는 요소들(유저들의 사전 관심도, 베타서비스 퀄리티와 그에 대한 평가 등)이 급격하게 늘어나기 때문이다.

특정 구간에서의 밸류에이션 프리미엄에 대한 계산의 어려움은 게임 업종에서 가장 많이 사용되고 있는 투자 전략인 신작에 대한 모멘텀 플레이를 함에 큰 애로사항으로 작용한다. 신작 모멘텀 플레이는 일반적으로 신작 출시 6개월 전에 진입하여 출시 직전까지 발생하는 밸류에이션 프리미엄의 정도에 따라 비중을 줄여나가는 방식이기 때문이다.

과거 주요 신작 출시 구간의 히스토리컬 Forward PER을 기준으로 계산하는 방식도 존재하나 일반적으로 신작의 흥행 결과가 1) 업종 내 경쟁 격화로 낮아진 신작 성공 확률, 2) 해당 신작 매출에 대해 공격적으로 반영된 시장 추정치들의 존재로 컨센서스를 크게 하회하는 경우가 많아 과거 신작의 출시 구간의 밸류에이션 프리미엄을 계산하는 데 무리가 있다.

3) 히스토리컬 멀티플 사용의 한계

추가로 국내 게임사들의 경우 타겟 PER 결정에 있어 히스토리컬 멀티플을 사용하기 어렵다는 문제도 존재한다. 영속성을 확보한 기존 IP를 통해 안정적인 이익을 내고 있는 글로벌 주요 게임사들과 달리 국내 게임사들은 기존작으로는 유의미한 이익 규모를 내고 있지 못하는 경우가 많다.

표 7. 주요 게임사 연간 영업이익 추이

(십억원)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F
크래프톤(21년 상장)	27	300	359	774	651	752	768	1,182	1,349
넷마블(17년 상장)	510	242	203	272	151	-109	-68	216	247
시프트업(24년 상장)	-	-	-	-	-19	18	111	153	245
엔씨소프트	585	615	479	825	375	559	137	-109	-67
펄어비스(17년 상장)	65	168	151	157	43	16	-16	-12	119
넥슨게임즈(22년 합병)	-	-	-	-	-	5	12	39	-35
카카오게임즈(20년 상장)	39	47	35	67	112	176	75	19	-10
위메이드	6	-36	-9	-12	97	-86	-110	7	46
네오위즈	11	23	33	60	21	20	32	33	49

주1: 적자 또는 낮은 이익 규모로 유의미한 PER 밸류에이션 추정이 불가능한 구간을 붉은 음영 처리

주2: 미상장, 합병 등의 이유로 PER 밸류에이션 추정이 불가능한 구간은 푸른 음영 처리

자료: 미래에셋증권 리서치센터

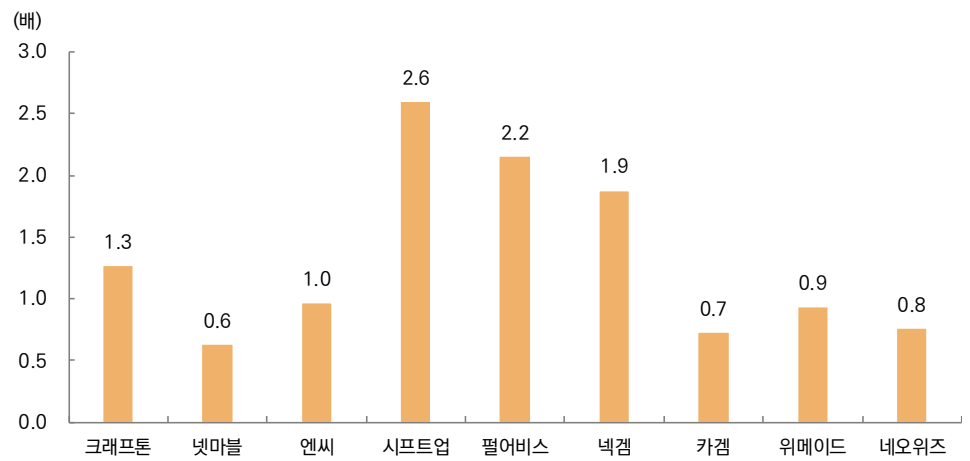
과거부터 안정적인 이익을 내오며 PER 멀티플 밴드가 형성된 엔씨소프트와 네오위즈를 제외하면, 상장이 비교적 최근에 되었거나(크래프톤, 카카오게임즈, 시프트업), 합병이 되었거나(넥슨게임즈), 긴 적자구간을 겪은(넷마블, 펄어비스, 위메이드) 기업들이 대다수이기 때문에 히스토리컬 PER 산정 자체가 어렵다.

게임사 PBR 밸류에이션의 한계

22~24년 크래프톤을 제외한 대다수 게임사들의 실적 악화와 끊임없는 주가 하락을 겪던 시기 락바텀 확인을 위한 방식으로 PBR 밸류에이션이 대두됐으나 해당 방식도 한계는 명확히 존재한다. 22년 이후 최저 시총 구간에서의 주요 게임사 당해년도 PBR은 0.6배부터 2배 이상까지로 제각기의 양상을 보인다.

게임사의 기업가치는 '보유 IP의 가치와 신규 IP를 창출해낼 수 있는 개발력의 합'으로도 표현이 가능하다. PBR 방식으로는 IP와 개발력이라는 비정형 자산에 대한 적절한 계산이 이뤄지지 않는다. 또한 보유하고 있는 타 기업 지분도 할인율이라는 변수로 인해서 적절한 가치 산정에 어려움이 존재한다.

그림 42. 주요 게임사 22년 이후 최저 시총 시기 당해년도 PBR



자료: 미래에셋증권 리서치센터

시가총액/LTM 게임 총매출 밸류에이션

Forward PER 밸류에이션 방식을 보완할 게임주 밸류에이션 방식으로 시가총액/LTM 게임 총매출(이하 'PGR', Price to Gross game revenue Ratio)을 제시한다. 해당 밸류에이션은 기존 IP의 가치를 최우선 기준으로 둔 평가 방식이다. 모든 게임사의 기업 가치는 현재 발생하고 있는 IP 매출액의 배수로 설명이 가능하다는 것이 골자다.

LTM 게임 총매출은 1) 각 게임사가 가진 IP의 최근 12개월 총매출을 기준으로 계산하며, 2) 시프트업, 넥슨게임즈와 같은 순수 개발사의 경우에도 총매출을 기반으로 추정, 3) 라이선스 및 IP 매출의 경우 30% 마진율을 가진 게임으로 총매출을 역산하여 도출한다.

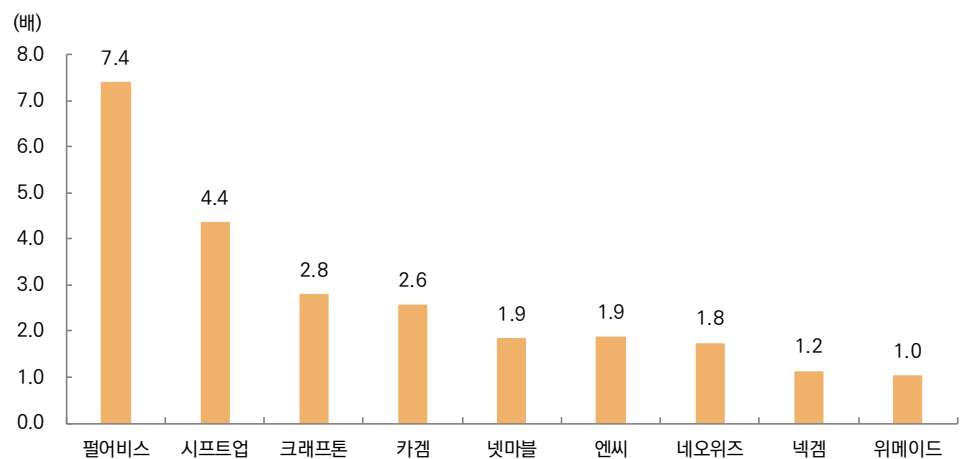
PGR 밸류에이션의 장점

1) 멀티플 변동성의 제거와 비교의 용이성

PGR은 신작에 대한 일매출 추정치에 따라 과도한 멀티플 변동성을 보이는 Forward PER 방식과 달리 현재 발생되고 있는 게임의 총매출을 기반으로 도출하기에 정성적 변수에 따른 멀티플의 변동성이 제거된다. 그 결과 해당 게임사의 현 시점 PGR 멀티플을 도출해 국내 및 해외 게임사들과 직관적으로 비교하는 것이 가능해진다.

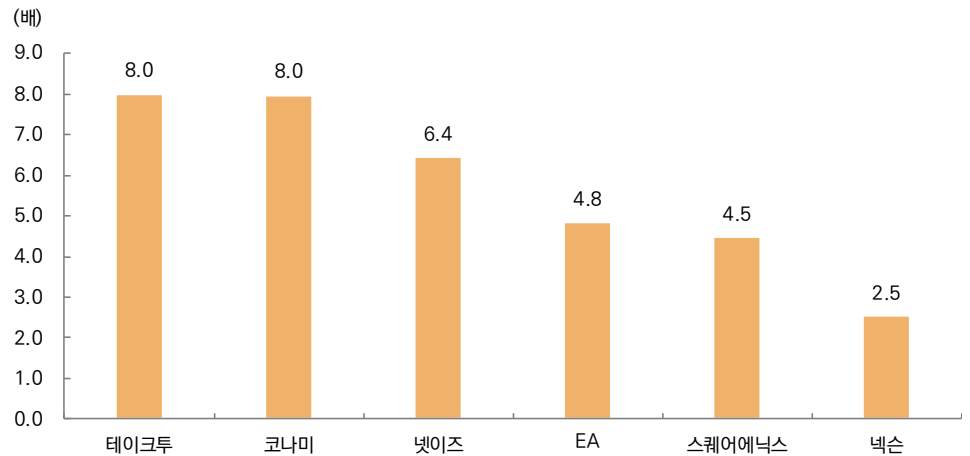
국내 주요 게임사 9곳의 평균 PGR은 2.8배를 기록하고 있다. 펠어비스와 시프트업이 평균을 각 170%, 60% 상회하고 있다. 크래프톤과 카카오게임즈는 평균 수준을 기록 중이다. 넷마블, 엔씨소프트, 네오위즈는 약 30%, 넥슨게임즈와 위메이드는 약 60% 할인된 수준에서 거래되고 있다. 영속성을 지닌 IP를 가지고 꾸준한 성장을 해오고 있는 글로벌 주요 게임사들은 현재 5~6배 수준에서 거래 중이다. 펠어비스는 테이크투, 코나미와 유사한 수준으로 글로벌에서도 최상위 PGR에 해당한다.

그림 43. 국내 주요 게임사 PGR 현황



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 글로벌 주요 게임사 PGR 현황



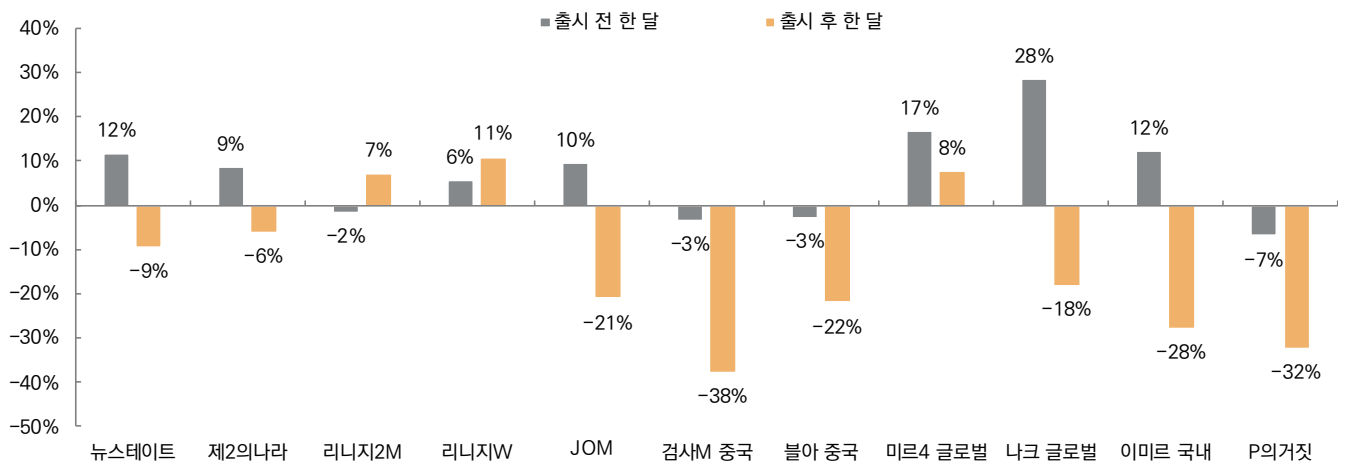
주: 게임 외 매출 비중이 유의미할 경우 시가총액에 대한 보정 후 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

2) 신작 출시 구간의 밸류에이션 프리미엄 계산 용이

신작에 대한 가정치를 이용하지 않고 기존 IP 매출을 기반으로 추정하기에 신작 출시 구간에서의 밸류에이션 프리미엄이 어느 정도로 작용하고 있는지에 대한 계산이 용이하다. Forward PER 방식의 경우 신작 출시가 다가오면서 관찰되는 변수들에 따라 일매출 가정치가 변하고 그에 따라 멀티플 변동성이 높기 때문에 밸류에이션 프리미엄 계산이 어렵다.

또한 신작 출시 전뿐만 아니라 출시 이후 멀티플의 활용에서도 용이하다. 신작 초기 성과가 컨센서스를 상회/부합/하회했는지에 따라 어느 정도의 PGR 멀티플 변동을 겪었는지에 대한 다양한 케이스들이 존재하기 때문이다. 예를 들어 기대감을 모았던 기대작이 흥행에 실패했을 경우 실적 및 신작 모멘텀 소실에 따른 멀티플 조정은 어디까지 가능할지에 대한 답을 생각해 보는 것이 가능해진다. 락바텀 구간 판단에 특히 용이하다.

그림 45. 주요 게임 출시 전후 PGR 멀티플 변화 예시



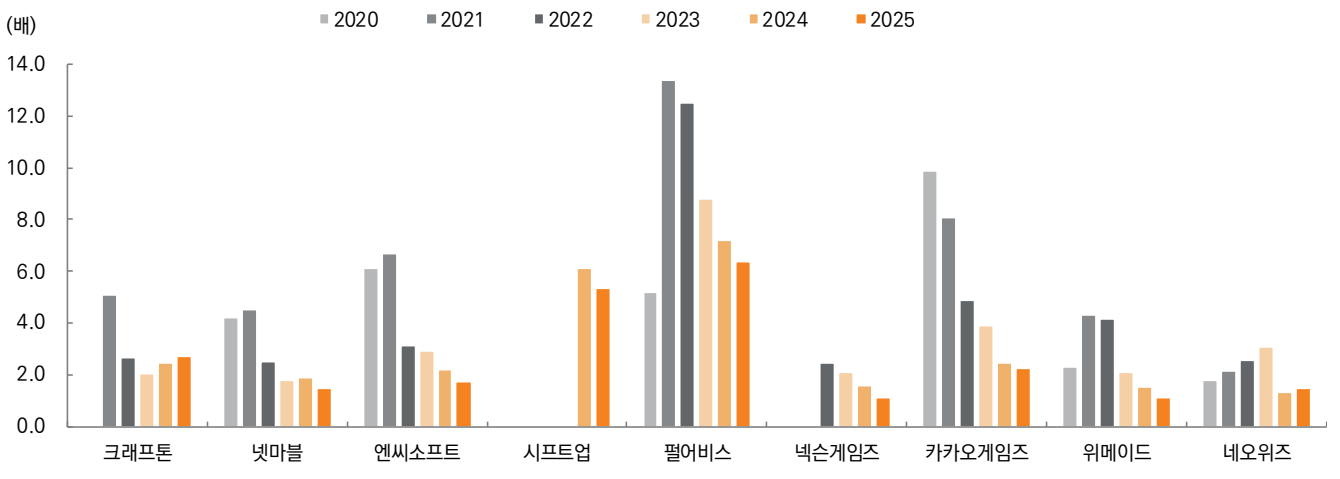
자료: 미래에셋증권 리서치센터

3) 히스토리컬 멀티플 사용이 용이

PGR 밸류에이션은 게임사의 과거 모든 구간에서 멀티플 설명이 가능하다는 장점을 갖는다. 이는 국내 게임사들이 상장이 비교적 최근에 되었거나 긴 적자구간을 겪은 이유 등으로 인해 히스토리컬 PER을 사용하기 어려운 점을 보완해준다. 연간 단위로 볼 경우 기업들의 PGR 멀티플의 방향성을 결정짓는 주요 요인들에 대한 판단이 보다 쉽게 가능해진다.

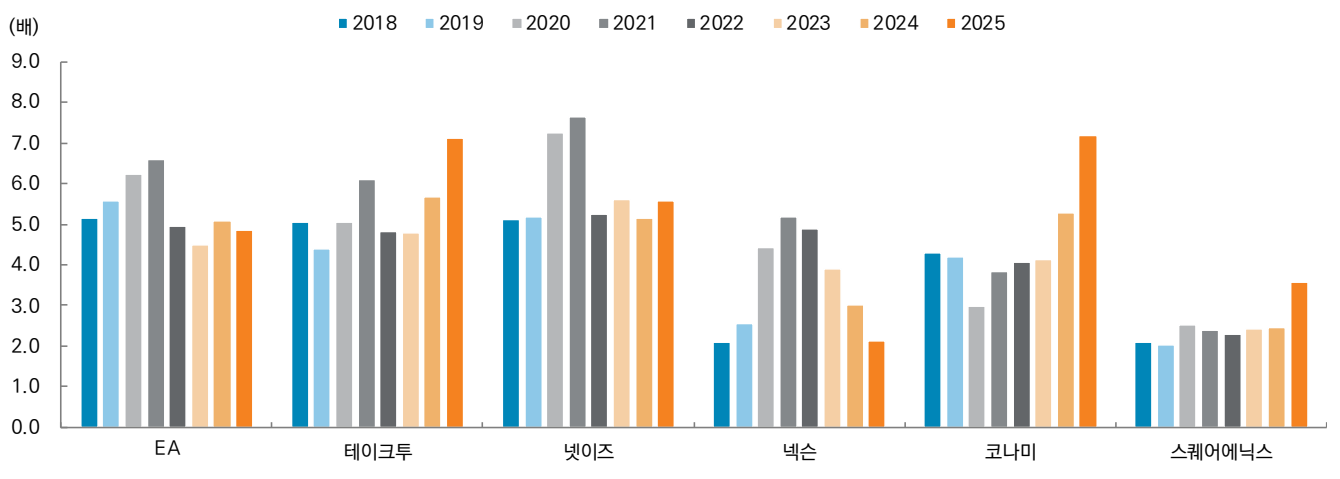
PGR의 방향성을 결정짓는 주 요소는 게임사의 1) 영업 레버리지, 2) Hit ratio, 3) 기존 IP의 안정성이다. 안정적인 PGR 추이를 보여주는 글로벌과 달리 국내가 21년 이후 감소세를 겪는 이유는 IP의 영속성을 확보하지 못한 상황 속에서 Hit ratio는 감소하고 인건비 부담 증대로 영업 레버리지가 더욱 낮아졌기 때문이다.

그림 46. 국내 주요 게임사 연평균 PGR 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 글로벌 주요 게임사 연평균 PGR 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

각 게임사에 대한 PGR 해석

1) 크래프톤

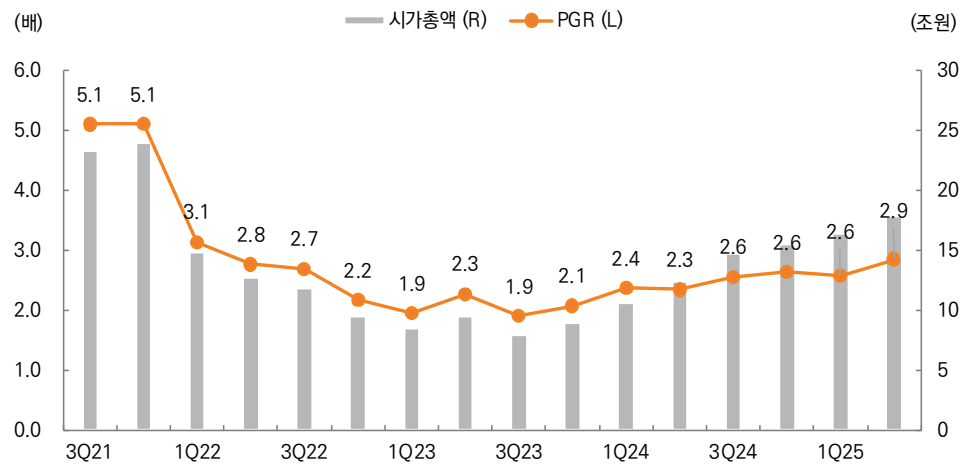
크래프톤은 PGR 2.8배로 국내 주요 9개 게임사 평균 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 PGR 대비로는 18% 할증된 수준이다. 동사가 가진 낮은 Hit ratio에도 불구하고 펠어비스, 시프트업 다음으로 높은 PGR을 기록 중인 이유는 PUBG IP의 영속성이 입증되고 있기 때문이다.

상장 초기였던 21년 하반기 PGR 고점 5.9배를 기록했다. 상장 이후 기대작 뉴스테이트(21년 11월 출시) 흥행 실패에 따른 Hit ratio 감소 및 화평정영 인도 서비스 중단(22년 7월)이 발생하면서 22년 평균 PGR은 2.7배까지 하락했다.

1) 칼리스토 프로토콜(22년 12월 출시) 흥행 실패에 따른 추가 Hit ratio 하락, 2) 화평정영 중국 역성장세 가속화, 3) PUBG PC 트랙픽 역성장이 이어지면서 23년 평균 PGR은 2.0배까지 하락했다. 24년부터 PUBG IP의 안정적인 라이브 서비스 역량을 입증하며 P, Q의 동반 상승을 이끌어냈고 PGR 2.8배까지 리레이팅되었다.

히스토리컬 PGR 저점은 23년 10월에 기록한 1.6배다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 10조 2,000억원이 산출된다. 신규 대형 IP의 등장 전까지는 PUBG PC, 모바일의 Q(유저 수) 추이가 PGR 멀티플 방향성을 결정지을 것이다.

그림 48. 크래프톤 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 크래프톤 분기 및 연간 실적 전망

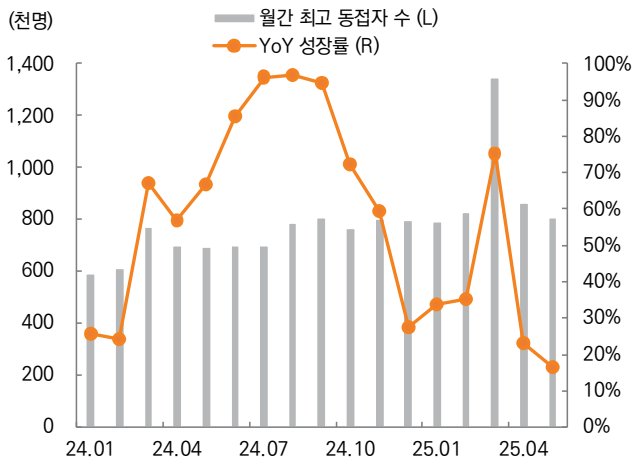
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	666	707	719	618	874	717	811	686	1,911	2,710	3,087	3,418
(% YoY)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	1.4%	12.7%	11.0%	3.1%	41.8%	13.9%	10.7%
PC	244	191	274	233	324	244	326	272	584	942	1,165	1,237
(% YoY)	37%	63%	126%	39%	33%	28%	19%	17%	26%	61%	24%	6%
모바일	402	500	425	362	532	455	467	396	1,245	1,690	1,849	1,969
(% YoY)	16%	104%	38%	6%	32%	-9%	10%	9%	-1%	36%	9%	6%
콘솔	11	9	12	12	13	13	13	13	56	44	51	188
기타	8	7	8	10	5	5	5	6	26	34	22	24
영업비용	355	375	395	402	417	409	449	464	1,143	1,527	1,738	1,980
인건비	121	130	133	133	148	158	166	170	427	517	642	769
앱수수료/매출원가	86	78	101	85	105	88	106	93	227	349	392	453
지급수수료	61	76	80	98	84	90	93	108	259	316	375	404
광고선전비	12	21	30	38	23	20	28	39	66	101	110	120
주식보상비용	42	35	14	11	18	15	17	14	28	102	63	70
기타	32	35	36	38	39	39	39	40	136	141	156	163
영업이익	311	332	324	215	457	307	362	222	768	1,182	1,349	1,438
(% YoY)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-7.4%	11.6%	3.0%	2.2%	54.0%	14.1%	6.6%
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	42.9%	44.7%	32.4%	40.2%	43.6%	43.7%	42.1%
지배주주순이익	350	342	122	492	372	257	298	193	595	1,306	1,120	1,183
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	35.8%	36.8%	28.1%	31.1%	48.1%	36.2%	34.6%

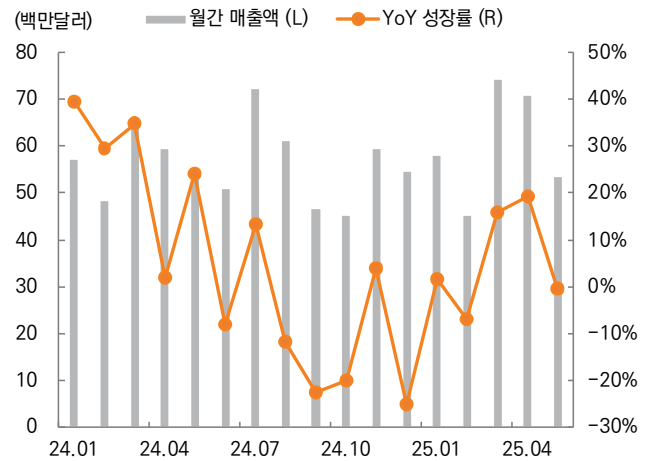
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. PUBG PC 월간 최고 동점자 수 추이

그림 50. PUBG 모바일 월매출 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

2) 넷마블

넷마블은 PGR 1.9배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 33% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 18% 할인된 수준이다. 과거 대비 업황이 좋지 않은 MMORPG와 성장성이 높지 않은 카지노 장르 비중이 높기에 절대적으로 높은 PGR을 기록하고 있지는 못하나 1) 높아진 Hit ratio와 꾸준한 신작 성과, 2) 비용 구조 개선에 따른 레버리지 효과 발생이 본격화되며 PGR 상승이 이어지고 있다.

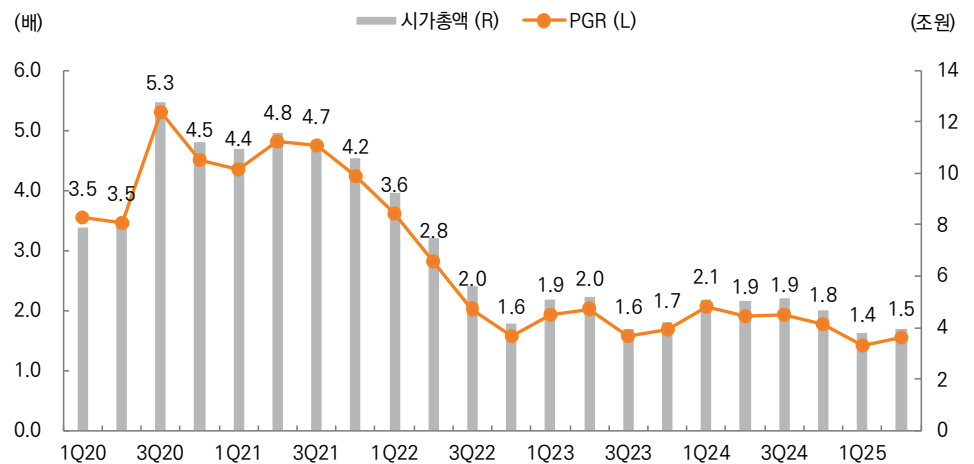
상장 초기였던 17년 하반기 PGR 고점 7.1배를 기록했다. 16년 말 출시한 동사의 메가 히트작 리니지2 레볼루션이 17년까지는 견조한 흐름을 보였으나 18년 이후 급격한 하향 안정화가 진행되기 시작하면서 18년 평균 PGR은 5.4배까지 하락했다.

19~21년 PGR은 4.3배 수준을 안정적으로 유지했다. 해당 시기에는 블&소 레볼루션(18년 12월 출시), 일곱개의대죄: 그랜드크로스(19년 6월 출시), 제2의나라(21년 6월 출시) 등 신규 IP 흥행에 성공했다. 또한 국내 MMORPG 시장 성장이 계속되던 시기로 기존작의 하향 안정화도 완만하게 진행되던 구간이다.

22~23년은 1) 주요 신작들의 연기(나혼렘, 아스달연대기 등), 2) 기존 주요 IP(리니지, 블&소, 7대죄, 제2의나라) 매출의 가파른 하향세, 3) 차입금 급증에 따른 재무 부담 증대, 4) 비대해진 인건비 부담 등의 영향으로 PGR 1.8배 수준까지 하락하였다. 24년 신작 성과(나혼렘)가 나타나기 시작하고 비용 최적화도 지속되면서 PGR 반등이 시작되었다.

히스토리컬 PGR 저점은 1.2배로 3번을 기록(22년 10월, 23년 11월, 25년 3월)하며 동사의 락바텀 지점을 확인한 바 있다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 3조 2,000억원이 산출된다.

그림 51. 넷마블 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 넷마블 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	694	650	688	2,502	2,664	2,656	2,742
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-11.2%	0.4%	6.0%	-6.4%	6.5%	-0.3%	3.2%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	63	54	89	269	253	262	273
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	47	33	38	-	280	169	135
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	27	26	25	150	131	108	93
레이븐2	-	31	39	32	31	22	17	17	-	103	87	58
RF온라인	-	-	-	-	19	63	38	28	-	-	148	100
제2의나라	18	14	10	9	7	6	6	6	93	51	26	22
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	10	87	58	40	34
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	48	48	47	206	190	194	185
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	51	52	237	217	204	220
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	194
기타	299	314	281	292	270	306	316	327	1,254	1,185	1,219	1,429
영업비용	582	671	582	614	574	611	586	601	2,571	2,448	2,372	2,426
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	237	980	947	923	926
인건비	180	183	179	179	172	174	175	175	745	720	696	711
마케팅비	102	144	105	121	114	124	116	118	487	470	473	511
기타	73	82	73	83	69	71	71	70	460	311	281	278
영업이익	4	111	66	35	50	83	63	87	-68	216	284	316
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.9%	-25.1%	-3.2%	148.1%	적지	흑전	31.6%	11.4%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.0%	9.8%	12.7%	-2.7%	8.1%	10.7%	11.5%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	81	66	85	-256	26	307	316
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	11.6%	10.2%	12.3%	-10.2%	1.0%	11.6%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

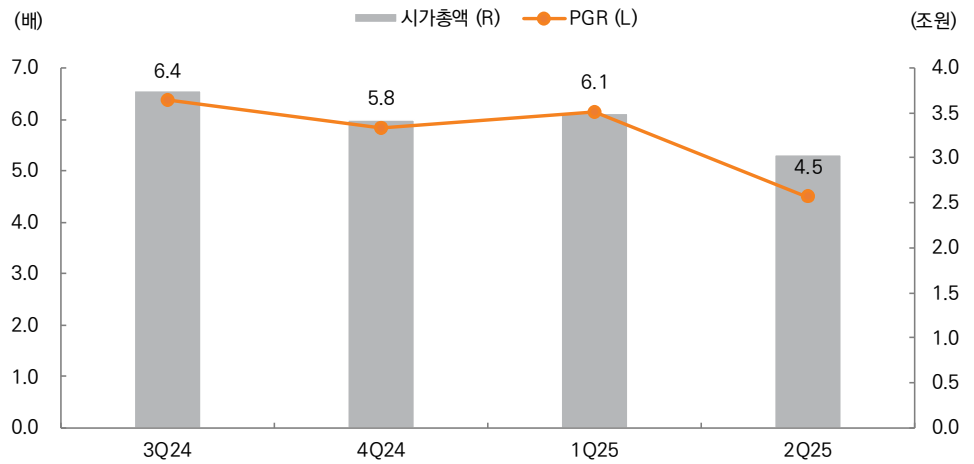
3) 시프트업

시프트업은 PGR 4.4배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 58% 할증된 수준에서 거래 중이다. 국내에서는 펠어비스(PGR 7.4배) 다음으로 높은 PGR을 갖고 있으며 일본 및 미국 등 글로벌 주요 게임사들과 유사한 수준에서 거래 중이다. 상장 초기였던 24년 3분기 PGR 고점 6.1배를 기록했다.

동사가 국내 게임사들 중에서 높은 PGR을 받는 이유는 1) 주요 IP인 니케의 안정적인 글로벌 성과, 2) 스텔라블레이드 흥행을 통해 해소한 One IP 리스크 해소, 3) 글로벌에서 통하는 수준의 콘솔 개발 역량 입증, 4) 압도적으로 높은 영업 레버리지 효과에 기인한다.

니케 중국 성과 입증과 스텔라블레이드 PC 성공이 이어진다면 추가적인 리레이팅이 가능한 구간이다. 글로벌 팬층을 공고하게 확보한 두 IP의 존재는 후속작의 성과를 더욱 기대케 하는 부분이다. 차기 기대작으로 스텔라블레이드 후속작과 프로젝트 스피릿을 준비 중이다.

그림 52. 시프트업 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

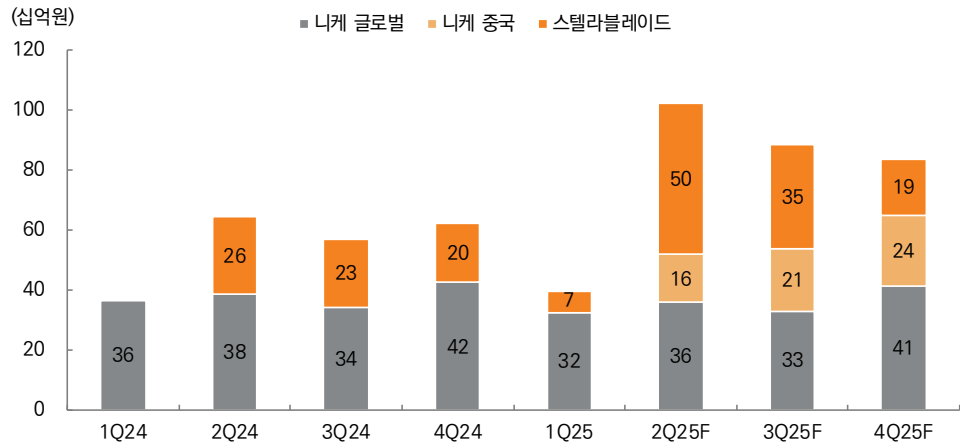
표 10. 시프트업 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	105	92	87	169	224	327	293	402
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	61%	58%	38%	155%	33%	46%	-10%	37%
니케	36	38	34	42	32	52	54	65	164	152	202	224	214
글로벌	36	38	34	42	32	36	33	41	164	152	142	138	135
중국	0	0	0	0	0	16	21	24	0	0	60	86	79
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	50	35	19	0	68	111	51	33
프로젝트 스파릿	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	13	19	23
영업비용	11	20	22	17	16	25	19	21	58	71	81	98	113
인건비	9	17	19	10	10	18	12	14	49	55	54	70	81
변동비	1	1	1	5	2	4	4	4	5	7	14	15	19
고정비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	9	13	12	13
영업이익	26	45	36	46	26	80	73	67	111	153	246	196	289
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	78%	104%	45%	508%	37%	61%	-20%	47%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	76%	79%	76%	66%	68%	75%	67%	72%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	67	61	56	107	148	211	157	231
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	64%	66%	64%	63%	66%	65%	54%	57%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 시프트업 주요 게임 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

4) 엔씨소프트

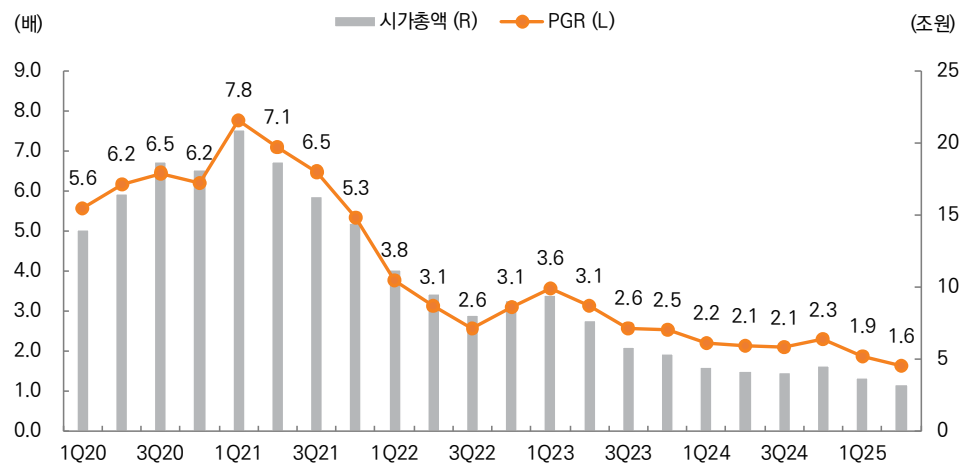
엔씨소프트는 PGR 1.9배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 32% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 14% 할인된 수준이다. 과거 대비 업황이 좋지 않은 MMORPG에 대한 높은 비중과 낮은 Hit ratio로 인해 타 게임사 대비 낮은 수준의 PGR을 유지하고 있다.

21년 상반기 PGR 고점 8.5배를 기록했다. 21년은 16년부터 이어진 모바일 MMORPG 고성장 구간의 끝자락이다. MMORPG 매출은 22년 이후 급격히 감소하기 시작한다. 21년 상반기 높은 PGR을 유지할 수 있던 배경에는 1) 리니지M(17년 6월 출시), 리니지2M(19년 11월 출시)의 연속적 흥행에 따른 Hit ratio 증가, 2) 강력한 매출이 기대되는 대형 신작(리니지W, 21년 11월 출시) 라인업의 존재가 있었다.

21년 11월 출시한 리니지W의 글로벌 흥행 성과를 끝으로 이후 출시하는 모든 게임에서 유의미한 매출 성과를 거두지 못하며 Hit ratio는 드라마틱하게 떨어졌고 기존작 하향세도 심화됨에 따라 PGR은 2배 미만까지 떨어지게 되었다.

히스토리컬 PGR 저점은 1.5배로 비교적 최근인 25년 4월에 기록하였다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 2조 9,000억원이 산출된다. 지난 실적 발표에서 26년도에 대한 가이드언스를 강력하게 제공함에 따라 아이온2 출시 연기 불확실성이 감소한 상황이다. 4년만에 출시하는 모바일 대작인만큼 출시전까지 리레이팅이 예상되는 구간이다.

그림 54. 엔씨소프트 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	398	369	402	409	360	343	341	337	1,780	1,578	1,380	1,901
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	-7.0%	-15.3%	-17.8%	-30.8%	-11.3%	-12.5%	37.7%
PC	91	86	81	93	83	75	74	73	360	352	304	282
리니지	24	25	26	23	22	22	22	22	97	98	88	84
리니지2	23	21	20	21	19	19	19	19	87	85	75	72
아이온	14	13	12	11	8	8	8	8	68	50	33	30
B&S	4	4	3	14	14	6	6	6	24	25	33	22
길드워2	25	23	19	25	19	19	19	19	85	93	76	73
모바일	249	218	253	216	206	200	199	197	1,200	937	803	1,362
리니지M	105	107	159	122	113	112	110	107	496	493	442	389
리니지2M	56	42	43	41	38	37	36	35	263	183	145	127
리니지W	83	65	47	49	53	49	47	46	414	244	195	169
B&S2	6	3	4	4	3	2	2	2	27	17	10	8
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	574
기타	0	0	0	0	0	0	4	8	0	0	11	96
기타	24	27	30	27	26	26	26	26	75	108	104	106
로열티	33	38	38	74	45	43	41	40	144	182	169	151
영업비용	372	360	416	539	355	341	351	400	1,643	1,687	1,447	1,656
인건비	203	188	201	314	187	182	184	186	823	906	739	746
마케팅비	7	17	49	55	13	18	26	75	85	128	132	144
D&A	28	28	27	26	25	24	24	23	112	108	96	133
지급수수료	95	82	105	98	94	79	78	77	434	380	328	479
기타	67	73	61	71	35	39	39	39	189	272	152	154
영업이익	26	9	-14	-129	5	1	-10	-64	137	-109	-67	245
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	-84.5%	적지	적지	-75.4%	적전	적지	흑전
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	0.4%	-3.0%	-18.9%	7.7%	-6.9%	-4.9%	12.9%
지배주주순이익	57	71	-27	-7	38	9	0	-40	212	94	7	215
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	2.5%	0.0%	-11.9%	11.9%	6.0%	0.5%	11.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

5) 펠어비스

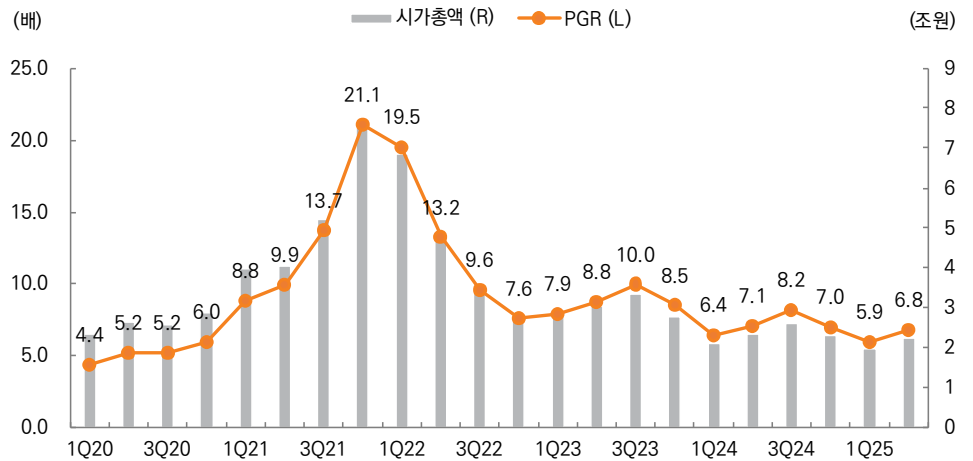
펠어비스는 PGR 7.4배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 168% 할증된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 2% 할인된 수준이다. 글로벌에서도 최상위 멀티플을 받고 있는 테이크투, 코나미 등과 유사한 수준이다. 붉은사막의 흥행 가능성에 대한 기대감이 고밸류에이션을 유지시켜주고 있다.

17년 상장 이후 검은사막M 국내(18년 2월 출시), 검은사막M 글로벌(19년 11월 출시)의 연이은 흥행에 성공하면서 18~20년 PGR 5~6배 수준을 유지했다. 이후 붉은사막에 대한 기대감이 본격적으로 발생하면서 밸류에이션이 급증하기 시작했다.

21년 하반기 PGR 고점 25.7배를 기록했다. 국내 게임주 업황이 가장 좋았고 붉은사막에 대한 기대감이 고조되었던 시기다. 20배를 넘어서는 PGR은 글로벌에서도 유례를 찾아보기 힘든 수준의 높은 멀티플이다. 이후 붉은사막의 끊임없는 연기 일정이 이어지고, 검은사막 IP의 하향세가 관찰되면서 PGR은 6~7배 수준까지 하락하였다.

히스토리컬 PGR 저점은 3.8배로 20년 3월에 기록하였다. 19년 11월 검은사막 글로벌 출시도 완료되면서 당분간 신작 모멘텀을 기대할 수 없는 구간이었다. 붉은사막도 개발 초기 시기에 해당한다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 1조 2,000억원이 산출된다. 붉은사막이 흥행이 실패할 경우 디레이팅이 불가피할 것이다.

그림 55. 펠어비스 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 펠어비스 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	85	82	79	96	84	81	78	324	333	342	566	587
(% YoY)	-0.4%	4.3%	-6.4%	13.4%	-2.1%	-1.3%	-2.2%	238.6%	-13.5%	2.7%	65.4%	3.7%
검은사막	67	60	54	68	61	59	56	54	253	249	230	204
EVE	18	22	21	23	22	22	21	21	73	83	87	80
붉은사막	0	0	0	0	0	0	0	249	0	0	249	302
도깨비 등 신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타	1	0	5	5	0	0	0	0	8	10	1	1
영업비용	85	88	89	94	89	92	95	171	350	355	447	439
인건비	46	46	43	47	49	50	50	50	175	182	199	202
지급수수료	17	18	17	18	17	17	18	70	69	71	122	127
마케팅비	6	7	9	12	7	10	13	36	32	34	66	48
D&A	6	6	6	6	6	6	6	6	26	25	25	25
기타	10	10	13	10	9	9	9	9	48	43	36	36
영업이익	1	-6	-9	2	-5	-11	-18	153	-16	-12	119	148
(% YoY)	-46.1%	적지	적전	흑전	적전	적지	적지	-	적전	적지	흑전	24.2%
영업이익률	0.7%	-7.1%	-11.6%	2.3%	-6.3%	-14.1%	-22.6%	47.2%	-4.9%	-3.6%	21.0%	25.2%
지배주주순이익	13	9	-8	46	0	-9	-13	115	15	60	94	111
순이익률	15.0%	11.2%	-9.8%	48.3%	0.6%	-10.6%	-17.0%	35.4%	4.6%	17.6%	16.5%	18.9%

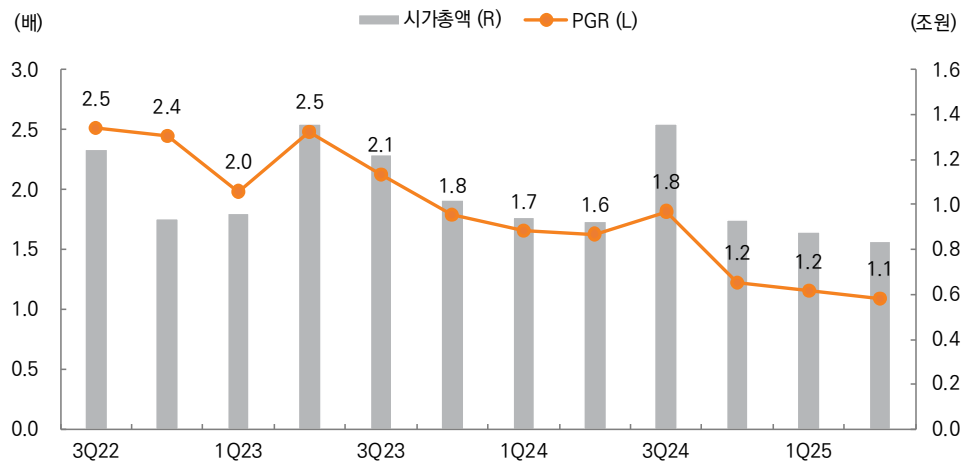
자료: 미래에셋증권 리서치센터

6) 넥슨게임즈

넥슨게임즈는 PGR 1.2배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 58% 할인된 수준에서 거래 중이다. 22년 3월 합병 이후 2배 이상의 PGR을 유지했다. 22~23년에는 블루아카이브 매출 역주행이 이어지면서 IP 파워가 지속적으로 상승했다. 22년 3분기 출시한 히트2도 흥행에 성공하면서 다변화된 장르에서의 개발 역량을 입증하게 된다.

23년 6월 고점 PGR 3.0배를 기록했다. 블루아카이브 글로벌 매출 상승 속 중국 확장 기대감이 반영되던 시기다. 23년 8월 출시한 블루아카이브 중국의 흥행 실패와 24년 이후 블루아카이브 글로벌 매출의 하향세가 관찰되기 시작하면서 PGR은 점진적으로 하락하였다. 히스토리컬 PGR 저점은 25년 4월 기록한 1.0배다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 7,600억원이 산출된다.

그림 56. 넥슨게임즈 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 넥슨게임즈 분기 및 연간 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	52.6	43.6	111.5	48.3	51.3	45.6	49.9	42.7	193.3	256.1	189.5	286.4
(% YoY)	0.9%	0.4%	97.4%	17.3%	-2.5%	4.6%	-55.2%	-11.8%	46.0%	32.5%	-26.0%	51.1%
모바일	37.3	29.8	33.2	21.2	24.9	20.2	24.1	18.0	152.4	121.6	87.2	80.2
PC/콘솔	14.7	12.5	76.7	24.8	24.4	23.4	23.8	22.6	39.4	128.6	94.1	197.6
기타	0.6	1.3	1.6	2.3	2.0	2.0	2.1	2.1	1.5	5.8	8.2	8.5
영업비용	50.2	52.0	64.7	50.5	56.2	55.7	56.2	56.7	181.3	217.3	224.8	234.5
인건비	31.9	31.7	44.9	28.5	32.9	33.2	33.6	33.9	119.7	137.0	133.6	141.7
지급수수료	3.3	3.7	3.1	4.9	4.0	4.1	4.1	4.1	10.7	15.0	16.3	16.9
D&A	2.8	3.6	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.2	7.8	14.4	16.6	17.3
기타	12.2	13.0	12.7	13.0	15.2	14.3	14.4	14.4	43.1	50.9	58.3	58.5
영업이익	2.5	-8.4	46.8	-2.1	-4.9	-10.1	-6.2	-14.0	12.0	38.7	-35.3	51.9
(% YoY)	-80.6%	적전	390.4%	적지	-	적지	적전	적지	133.0%	222.5%	적전	흑전
영업이익률	4.7%	-19.4%	42.0%	-4.4%	-9.5%	-22.2%	-12.5%	-32.8%	6.2%	15.1%	-18.6%	18.1%
지배주주순이익	-0.2	-11.0	39.7	2.9	-0.3	-7.7	-4.6	-10.8	11.3	31.4	-23.4	43.2
NPM	-0.4%	-25.2%	35.6%	6.1%	-0.7%	-16.9%	-9.2%	-25.3%	5.8%	12.3%	-12.4%	15.1%

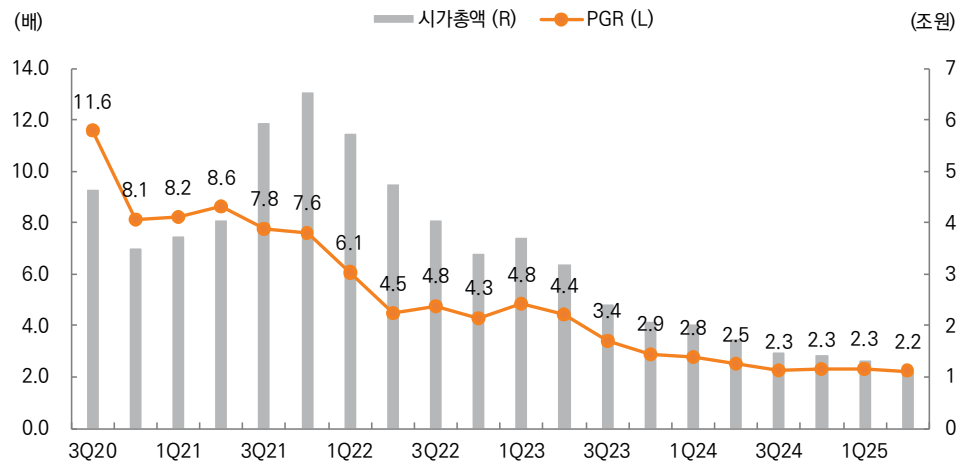
자료: 미래에셋증권 리서치센터

7) 카카오게임즈

카카오게임즈는 PGR 2.6배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 7% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 PGR과 유사한 수준에서 거래 중이다. 상장 초기였던 20년 하반기 PGR 고점 14.7배를 기록했다. 20년 7월 출시한 가디언테일즈 흥행이 이어지면서 높은 밸류에이션으로 상장을 완료하였다. 21년 6월 출시한 오딘도 흥행에 성공하면서 20~21년 8배 수준의 PGR을 유지한다.

그러나 이후 출시하는 대부분의 신작에서 유의미한 규모의 흥행에 실패하면서 Hit ratio가 감소, 오딘 매출의 하향세 본격화로 끊임없는 디레이팅을 겪게 된다. 히스토리컬 PGR 저점은 25년 4월 기록한 2.0배다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 1조 800억원이 산출된다. 25년 하반기 크로노오디세이, 26년 아키에이지 크로니클 출시를 준비하고 있다.

그림 57. 카카오게임즈 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 카카오게임즈 분기 및 연간 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	178	153	163	133	123	114	147	201	726	627	584	905
(% YoY)	4.8%	-17.4%	-17.4%	-23.2%	-31.1%	-25.3%	-9.9%	50.6%	-36.8%	-13.6%	-6.8%	54.8%
모바일	163	136	129	113	96	93	126	153	675	540	467	520
PC	16	16	34	21	27	22	21	48	51	87	118	385
영업비용	164	152	155	137	135	128	153	178	650	608	595	817
인건비	40	38	39	38	40	39	39	39	146	155	157	163
지급수수료	95	84	82	68	62	57	80	105	344	329	304	513
마케팅비	8	8	14	10	13	13	13	13	53	41	51	58
기타	21	22	20	21	20	20	20	20	106	83	82	82
영업이익	14	1	8	-4	-12	-14	-6	22	75	19	-10	87
(% YoY)	70.5%	-94.7%	-74.0%	적전	적전	적전	적전	흑전	-57.1%	-74.6%	적전	흑전
영업이익률	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-12.5%	-4.0%	11.1%	10.4%	3.1%	-1.8%	9.7%
지배주주순이익	1	-9	-4	-96	-23	-11	-5	18	-229	-109	-21	70
순이익률	0.5%	-6.2%	-2.5%	-72.4%	-18.7%	-10.0%	-3.2%	8.9%	-31.5%	-17.4%	-3.7%	7.7%

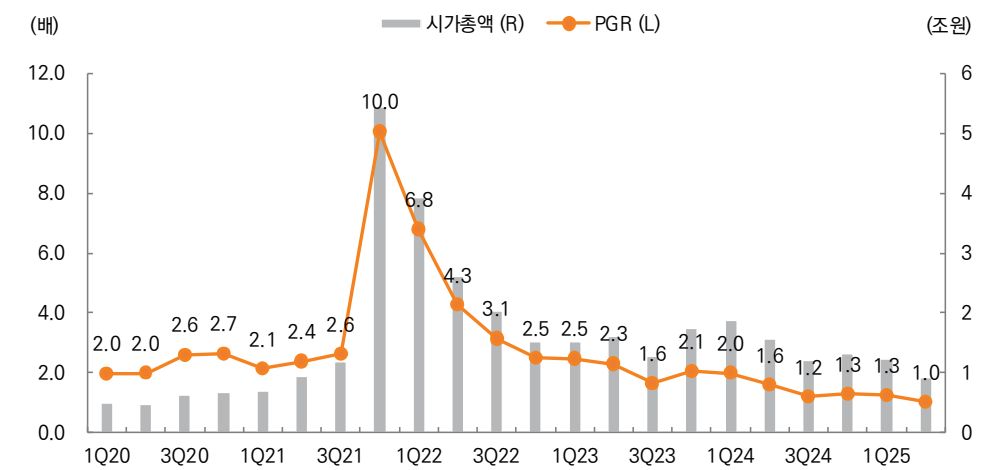
자료: 미래에셋증권 리서치센터

8) 위메이드

위메이드는 PGR 1.0배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 62% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 32% 할인된 수준이다. 절대적인 저평가 구간에 접어들었다. 히스토리컬 PGR 저점은 0.9배로 현재와 큰 차이가 없다.

21년 하반기 PGR 고점 14.6배를 기록했다. 해당 시기는 21년 8월 출시한 미르4 글로벌 흥행이 본격화되고, 가상자산 열풍에 따른 위믹스 사업이 부각받던 시기다. P2E와 관련한 사업을 하기 전에는 2.0~2.5배 수준의 PGR을 유지했다. 22년 이후 위믹스와 관련한 사업들이 좌초되기 시작하면서 디레이팅이 1.0배 수준까지 발생했으나 해당 기간 동안 게임 부문의 매출 규모와 Hit ratio는 꾸준히 상승했다. 미르M 중국, 이미르 글로벌, 미르5 등의 출시가 다가오는 시기로 리레이팅이 기대되는 구간이다.

그림 58. 위메이드 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 위메이드 분기 및 연간 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	161	171	214	165	142	122	173	209	605	712	647	731
(% YoY)	71.8%	7.6%	-9.0%	41.4%	-12.1%	-28.6%	-19.1%	26.9%	30.6%	17.6%	-9.2%	13.0%
게임	152	166	128	110	139	119	120	156	480	557	534	617
라이선스	1	2	84	52	1	1	51	51	111	138	104	104
블록체인	7	2	1	1	1	1	1	1	9	11	4	4
기타	1	1	2	1	1	1	1	1	5	5	5	6
영업비용	199	196	163	148	153	143	146	158	716	705	601	647
인건비	63	60	59	48	55	55	55	56	242	229	221	225
지급수수료	96	97	72	62	54	48	48	59	307	327	208	233
마케팅비	15	15	13	15	18	14	16	17	73	58	65	78
D&A	5	5	5	6	12	12	12	12	23	21	47	49
세금과 공과	4	3	2	3	2	2	2	2	7	12	8	10
기타	17	17	12	14	13	13	13	13	64	59	51	53
영업이익	-38	-24	52	17	-11	-21	27	51	-110	7	46	84
(% YoY)	적지	적지	14.1%	흑전	적지	적지	-46.9%	197.1%	적지	흑전	549.1%	82.7%
영업이익률	-23.3%	-14.1%	24.2%	10.3%	-8.0%	-17.1%	15.9%	24.2%	-18.2%	1.0%	7.1%	11.5%
지배주주순이익	-56	4	42	198	-22	-19	20	38	-200	188	17	59
순이익률	-34.6%	2.4%	19.6%	120.2%	-15.8%	-15.3%	11.5%	18.4%	-33.1%	26.5%	2.7%	8.0%

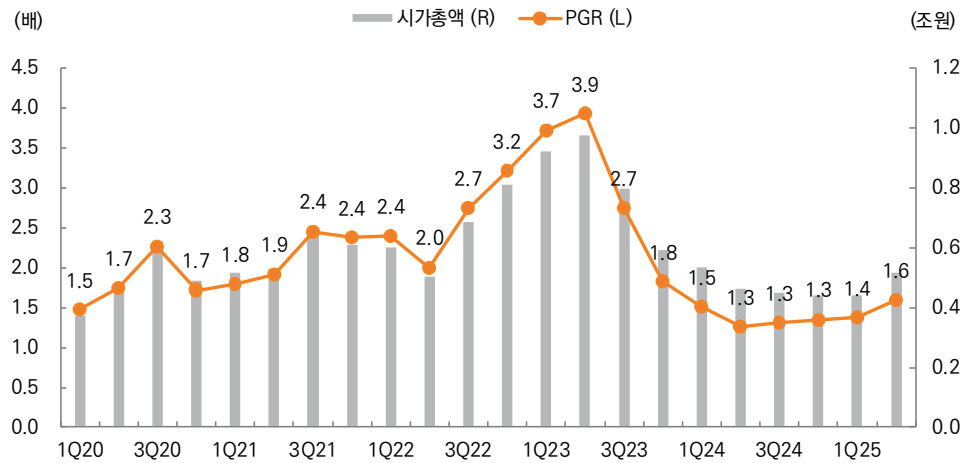
자료: 미래에셋증권 리서치센터

9) 네오위즈

네오위즈는 PGR 1.8배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 36% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 9% 할인된 수준이다. 성장성이 높지 않은 고평류 게임의 비중이 높았던 이유로 오랜기간 저평가 구간이 지속되었으나 P의거짓의 글로벌 성과 입증과 함께 리레이팅이 이루어졌다.

P의거짓 출시 기대감이 강하게 반영되던 23년 2분기 PGR 고점 4.5배를 기록하였다. P의거짓 출시 이후 신작 모멘텀 소실로 디레이팅이 이어졌다. 히스토리컬 PGR 저점은 1.1배로 3번을 기록(24년 4월, 8월, 25년 2월)하며 동사의 락바텀 지점을 확인한 바 있다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 3,600억원이 산출된다.

그림 59. 네오위즈 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 네오위즈 분기 및 연간 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	97.1	87.0	93.1	89.6	89.0	90.9	101.0	97.8	365.6	366.8	378.8	390.8
(% YoY)	41.6%	24.0%	-20.7%	-18.1%	-8.3%	4.5%	8.5%	9.2%	24.1%	0.3%	3.3%	3.2%
PC/콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	38.2	45.7	42.2	172.1	156.3	162.6	154.2
모바일	44.2	40.3	45.7	43.0	45.3	44.1	45.6	47.1	153.3	173.2	182.2	202.0
기타	8.3	9.5	10.6	9.0	7.3	8.5	9.7	8.5	40.2	37.3	34.0	34.7
영업비용	82.2	82.3	86.7	82.7	78.8	81.7	84.6	84.3	334.0	333.9	329.4	347.0
인건비	40.0	39.7	38.2	39.3	37.0	37.4	37.8	38.2	152.9	157.2	150.4	160.4
지급수수료	22.5	22.5	25.7	23.7	24.5	24.9	27.8	26.9	86.8	94.4	104.1	105.7
마케팅비	8.3	8.3	10.4	8.0	5.6	7.8	7.3	7.6	48.8	35.1	28.3	30.5
D&A	4.2	4.2	5.0	4.0	5.1	4.8	4.8	4.9	18.8	17.3	19.6	19.4
기타	7.2	7.6	7.4	7.7	6.6	6.8	6.8	6.8	26.7	29.9	27.0	27.2
영업이익	14.8	4.7	6.5	6.9	10.2	9.2	16.4	13.5	31.6	32.9	49.4	43.8
(% YoY)	1085.2%	흑전	-68.1%	-54.2%	-31.1%	94.1%	154.4%	96.7%	61.5%	4.2%	50.1%	-11.4%
영업이익률	15.3%	5.5%	6.9%	7.7%	11.5%	10.1%	16.3%	13.8%	8.6%	9.0%	13.0%	11.2%
지배주주순이익	17.9	7.8	1.4	-24.7	7.3	7.4	13.2	10.8	48.7	2.4	38.6	35.0
순이익률	18.4%	9.0%	1.5%	-27.5%	8.2%	8.1%	13.0%	11.1%	13.3%	0.7%	10.2%	9.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 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)	17,658	14.7	13.4	5.5	4.9	2.2	1.9	9.0	8.3	44.3	43.1
시프트업	2,951	14.7	16.4	9.6	9.9	4.6	3.8	10.1	11.3	70.8	64.8
넷마블	4,796	25.7	23.2	1.7	1.7	0.9	0.8	14.6	13.8	8.5	8.9
엔씨소프트	3,762	31.1	15.9	2.4	2.0	1.1	1.0	16.1	8.1	4.1	12.1
넥슨게임즈	881	-	23.1	4.1	3.0	2.9	2.6	128.0	10.8	-6.2	15.7
위메이드	937	15.1	10.0	1.3	1.2	2.0	1.8	11.2	8.6	10.8	14.1
플레이비스	2,413	23.2	20.9	4.7	4.6	2.6	2.3	16.8	17.2	19.3	19.1
카카오게임즈	1,378	-	41.8	2.3	1.8	1.0	1.0	40.0	19.4	0.9	7.8
NHN	741	15.5	10.8	0.3	0.3	0.5	0.5	2.5	2.3	4.5	4.6
네오위즈	576	14.4	15.0	1.5	1.4	1.1	1.0	5.7	5.6	12.3	11.1
컴투스	503	18.5	12.3	0.7	0.6	0.5	0.5	11.8	8.2	4.1	6.4
더블유게임즈	1,083	6.6	6.0	1.6	1.4	0.8	0.7	2.7	2.5	35.4	35.7
웹젠	493	10.6	7.8	2.5	2.1	0.7	0.6	0.4	0.3	22.6	25.3
Electronic Arts (US)	50,605	18.2	16.4	4.8	4.5	5.5	5.0	14.3	13.2	30.2	31.5
Take Two Interactive	56,886	85.3	24.7	7.0	4.5	18.0	12.8	57.9	20.7	11.1	21.6
Nintendo (JP)	148,323	40.1	28.6	7.4	6.6	4.8	4.4	33.5	23.1	18.8	24.9
Nexon	20,357	22.7	20.1	4.9	4.5	2.0	1.9	12.4	11.3	27.0	26.8
Bandai Namco	28,612	23.8	21.8	2.4	2.2	3.6	3.3	12.9	11.7	13.7	14.2
Konami	27,727	30.2	27.3	6.2	5.8	5.0	4.5	17.4	15.9	27.0	27.4
Capcom	21,790	32.9	29.2	12.1	11.0	6.8	5.8	26.4	23.3	40.4	41.5
Cyber Agent	7,365	29.7	25.6	0.9	0.9	4.1	3.7	12.8	11.7	5.7	6.1
Square Enix	10,615	34.8	33.2	3.5	3.4	3.1	2.9	16.8	16.2	13.6	14.1
Tencent (CH)	816,797	15.3	13.8	5.4	5.0	3.2	2.7	13.6	12.1	34.2	35.1
NetEase	109,099	15.2	14.4	5.0	4.7	3.6	3.1	11.2	10.6	32.5	32.0
Kingsoft	7,946	16.9	14.1	3.2	2.8	1.4	1.3	5.1	4.3	31.3	32.6
Ubisoft (FR)	2,119	-	18.5	0.7	0.7	0.7	0.7	3.5	3.0	0.7	9.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

VII. 하반기 게임 키워드

앱수수료 인하

국내외에서 애플과 구글의 과도한 앱수수료에 대한 비판과 소송들이 이어짐에 따라 앱수수료 인하의 가능성이 커지고 있다고 판단한다. 앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 앱 수수료 인하는 퍼블리셔와 개발사 모두에게 큰 수혜로 이어진다. 24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 24년 지급수수료는 3천억원 가량이 감소했을 것이다. 모바일 매출 비중이 그 다음으로 높은 카카오게임즈와 위메이드도 700억원 수준의 이익 증가가 가능했을 것이다. 영업이익 증가액을 시총으로 나누어 추정한 이익민감도는 넷마블(7%), 위메이드(7%), 카카오게임즈(5%) 순으로 높다.

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

표 18. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	카카오게임즈	위메이드	시프트업	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,664	1,578	2,710	627	712	224	256	342
모바일 비중	92%	59%	62%	86%	73%	68%	48%	21%
모바일 지급수수료(30%)	736	281	164	162	156	0	0	22
모바일 지급수수료(17%)	417	159	93	92	88	-29	-23	12
기존 영업이익	199	19	1,258	11	-41	147	42	-25
기존 OPM	7%	1%	46%	2%	-6%	65%	16%	-7%
신규 영업이익	518	141	1,330	81	27	175	65	-16
신규 OPM	19%	9%	49%	13%	4%	69%	23%	-5%
영업이익 증가액	319	122	71	70	68	29	23	9
OPM 상승폭	12%	8%	3%	11%	9%	4%	7%	3%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	0%	5%	7%	1%	3%	0%
순이익 증가액	239	91	53	53	51	22	17	7
순이익 증가액x15	3,590	1,370	799	790	760	324	260	107
순이익 증가액x15/시가총액	75%	37%	5%	57%	81%	11%	29%	4%

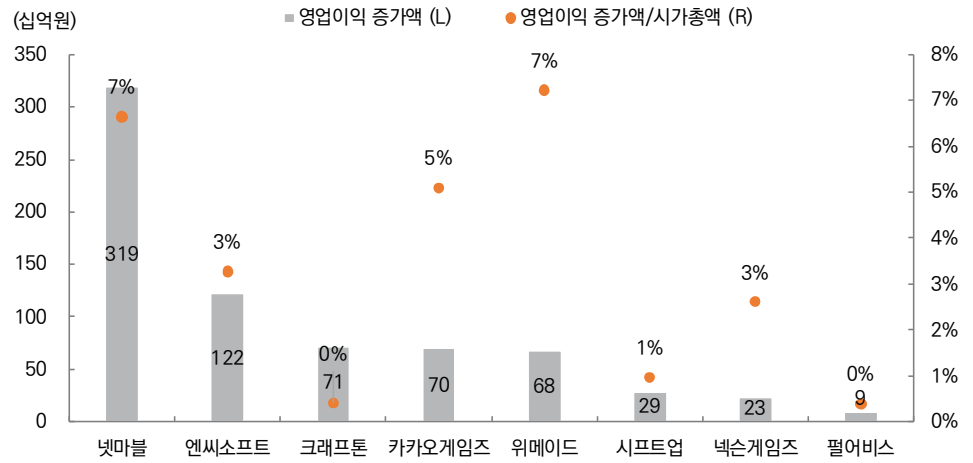
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

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

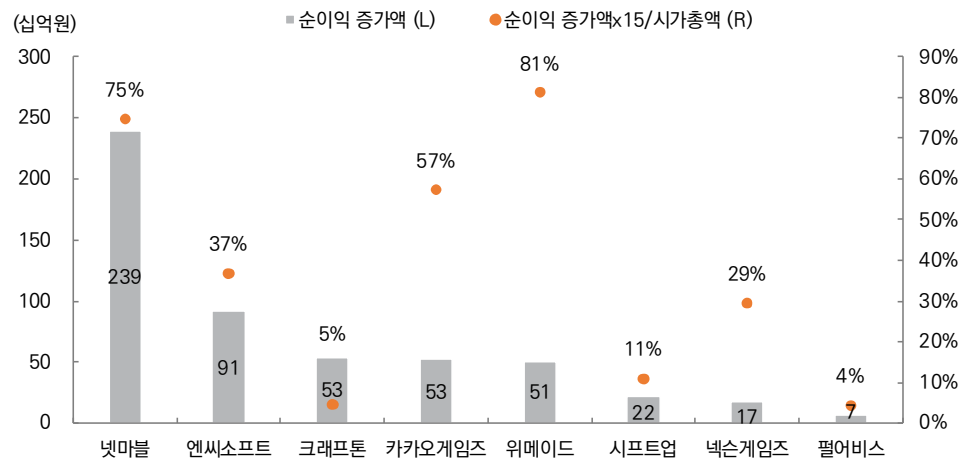
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 60. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



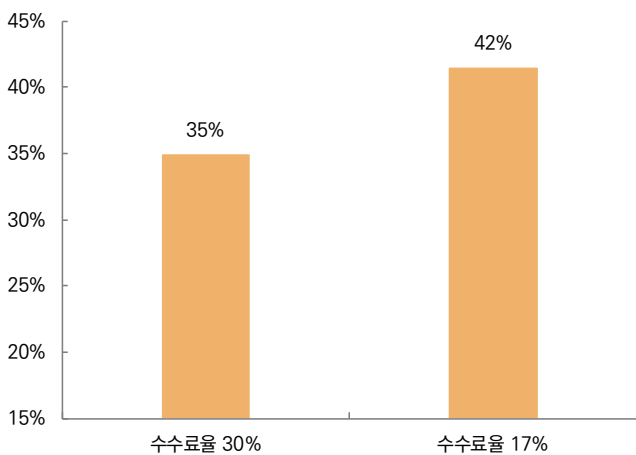
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

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



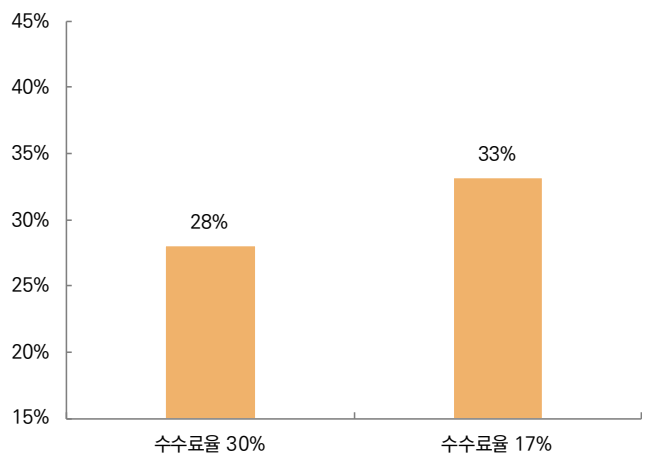
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 62. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료를 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 63. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료를 변화 양상



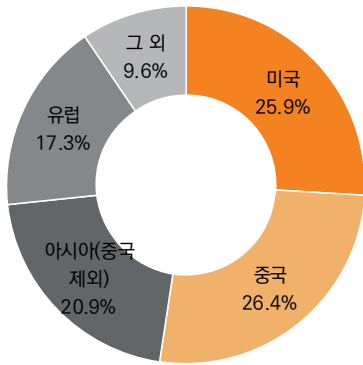
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

여전히 중요한 중국 시장

여전히 공략이 어려운 시장이지만 향후 중국 시장에서 유의미한 매출을 올릴 수 있는 기업이 보다 높은 밸류에이션을 누리게 될 것이다. 글로벌 게임 시장에서 중국이 차지하는 비중은 26%를 넘어섰다. 중국은 미국을 제치고 세계 최대 게임 시장이 되었다. 4%대 성장에 머물러있는 글로벌, 국내 게임 시장과 달리 7~8% 수준의 성장이 지속되고 있다.

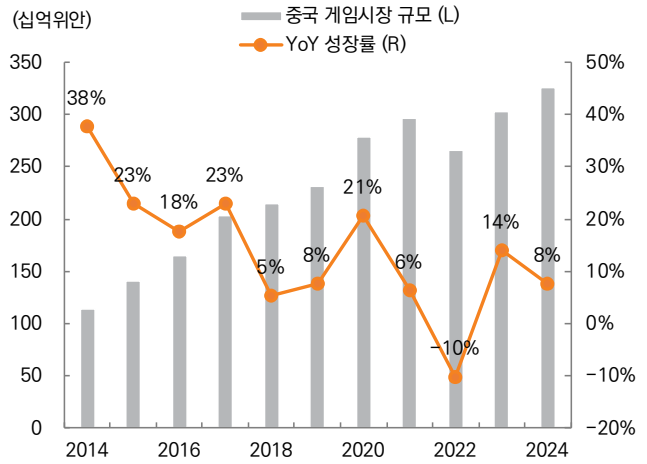
중국이 뚫기가 어려운 시장인 것은 맞지만 IP가 안착에만 성공한다면 두터운 팬층이 공고히 쌓이면서 장기적인 흥행을 가져갈 수 있는 지역이기도 하다. 중국에서 증명된 IP로 중장기 확장 가능성이 있는 기업들에 주목할 필요가 있다. 크래프톤(PUBG), 시프트업(니케), 스텔라블레이드, 위메이드(미르)가 대표적이다.

그림 64. 글로벌 게임시장 지역별 비중(24년 기준)



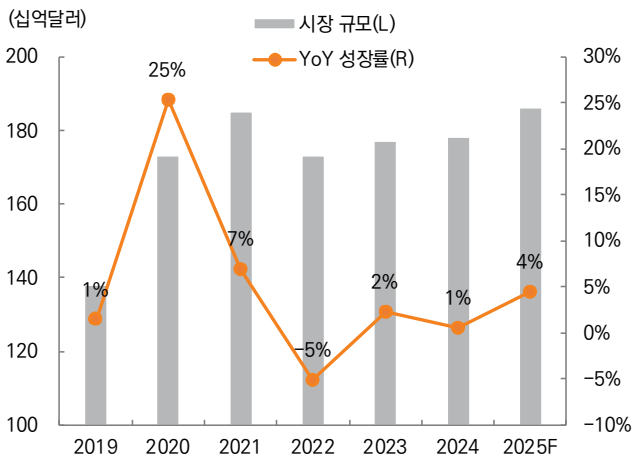
자료: 뉴주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 중국 게임 시장 규모 추이



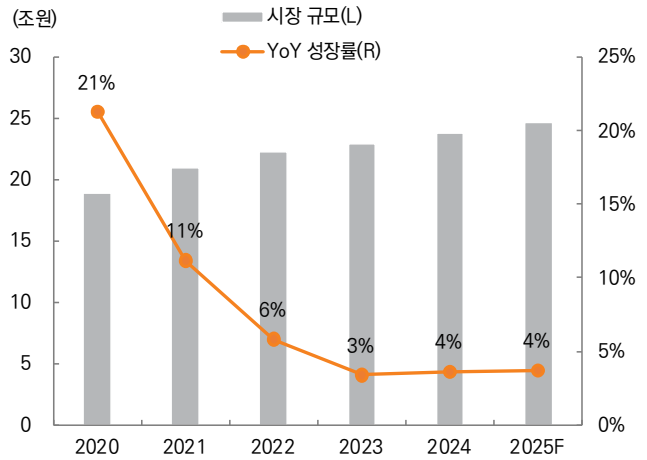
자료: 중국음수협게임공단, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 글로벌 게임 시장 규모 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 67. 국내 게임 시장 규모 추이

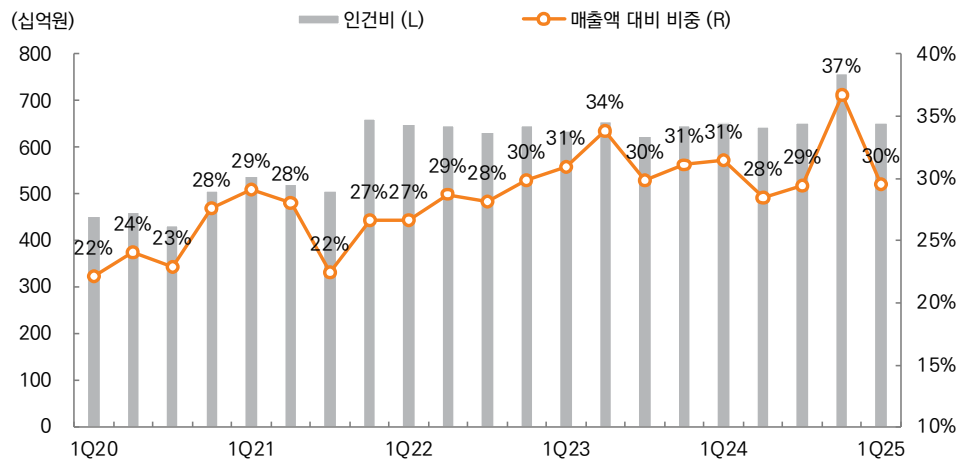


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

인건비 부담 완화

구조적 개선으로 레버리지 효과가 극대화되고 있는 기업들에 대한 주목이 필요한 시기다. 국내와 해외 기업의 밸류에이션 격차는 IP의 차이에서 오는 부분도 있으나 영업 레버리지의 차이도 큰 영향을 끼치고 있다. 코로나 기간을 거치면서 국내 게임사들의 인건비는 연봉 인상과 과도한 인력 채용으로 부담스러운 수준에 이르렀다. 체질개선을 위한 구조조정 작업으로 인건비 부담이 감소하고 있으나 여전히 20년 대비로는 확연히 높은 수준이다.

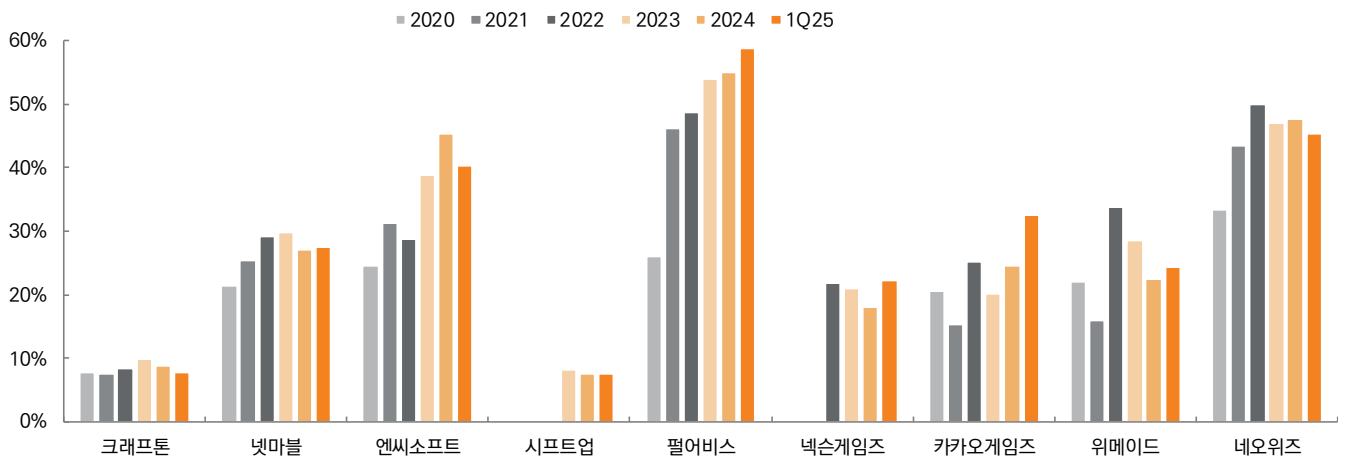
그림 68. 주요 6개 게임사 분기 매출액 대비 인건비 비중 추이



주: 순수 개발사를 제외한 6개사. 크래프톤, 넷마블, 엔씨소프트, 펠어비스, 카카오게임즈, 위메이드
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

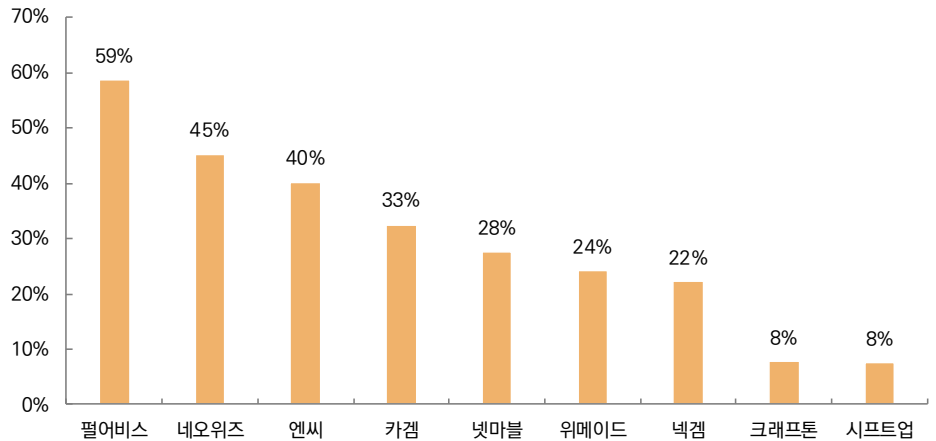
적극적인 체질개선 작업을 통해 인건비 부담이 지속적으로 낮아지고 있는 기업으로는 넷마블과 위메이드가 대표적이다. 넷마블은 비대해진 인력 구조를 감소시키면서 매출액 대비 인건비 비중은 27%(24년 기준)까지 하락시켰다. 코로나 이전 시기였던 20~21% 수준까지 지속적인 감소가 예상된다. 위메이드도 강도 높은 체질 개선 작업을 통해 인건비 부담이 40%대에서 32%(24년 기준)까지 감소했다. 두 기업 모두 신작 성과에 따른 영업 레버리지 효과를 기대해볼 수 있는 구간이다.

그림 69. 주요 9개 게임사 보정 총매출 대비 인건비 비중 추이



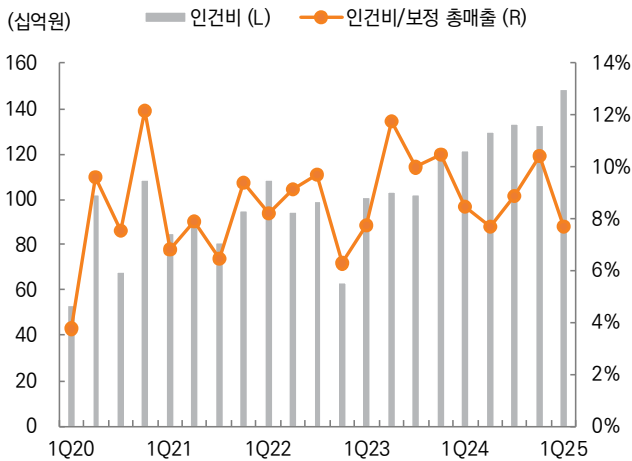
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 주요 9개 게임사 보정 총매출 대비 인건비 비중



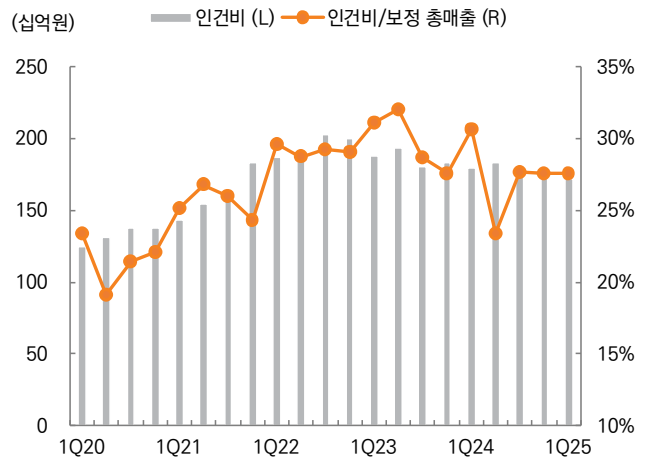
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 크래프톤 인건비, 보정 총매출 대비 비중



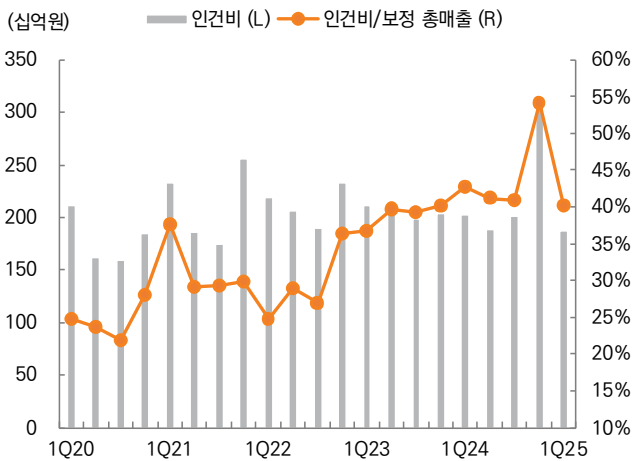
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 넷마블 인건비, 보정 총매출 대비 비중



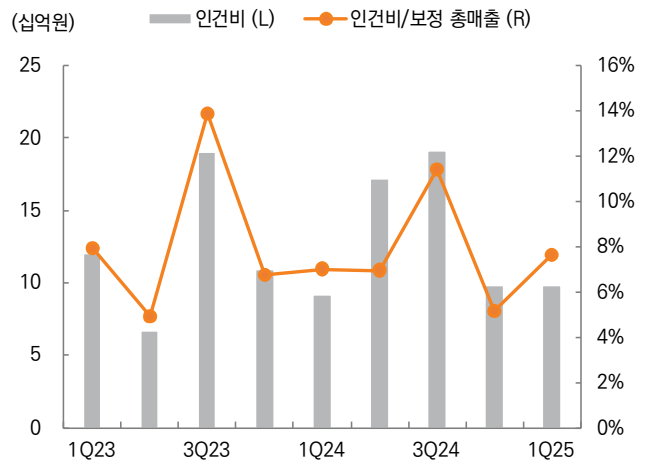
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 엔씨소프트 인건비, 보정 총매출 대비 비중



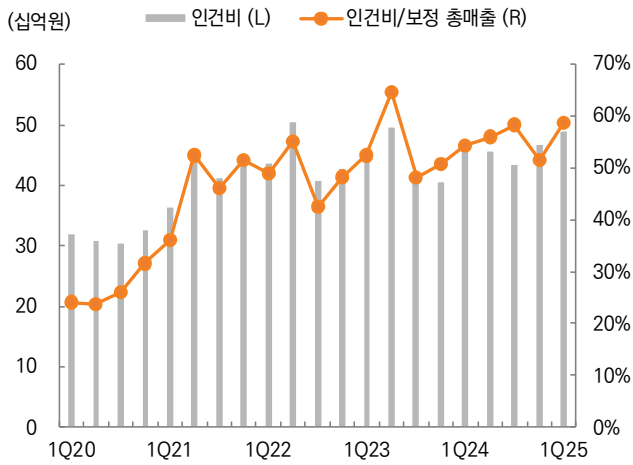
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 시프트업 인건비, 보정 총매출 대비 비중



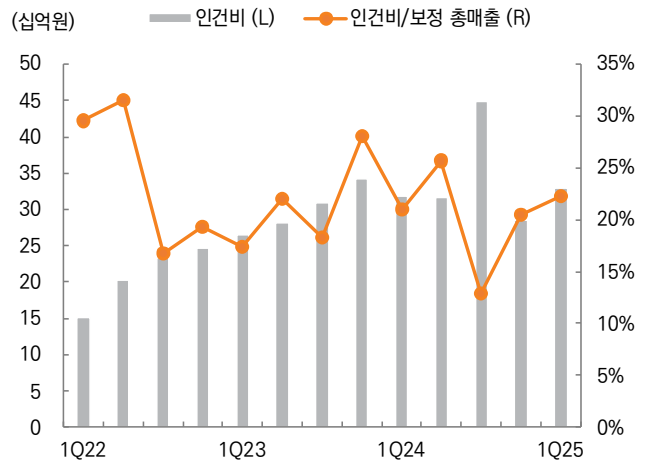
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 펠어비스 인건비, 보정 총매출 대비 비중



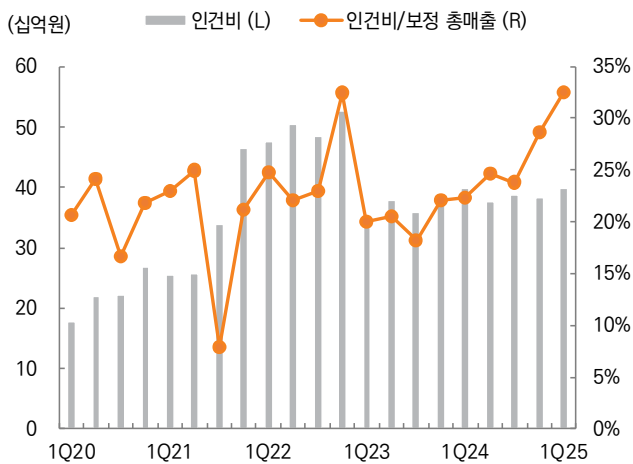
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 넥슨게임즈 인건비, 보정 총매출 대비 비중



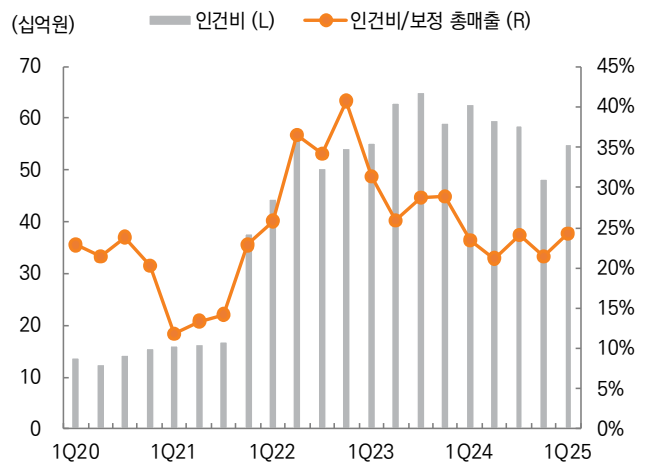
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 카카오게임즈 인건비, 보정 총매출 대비 비중



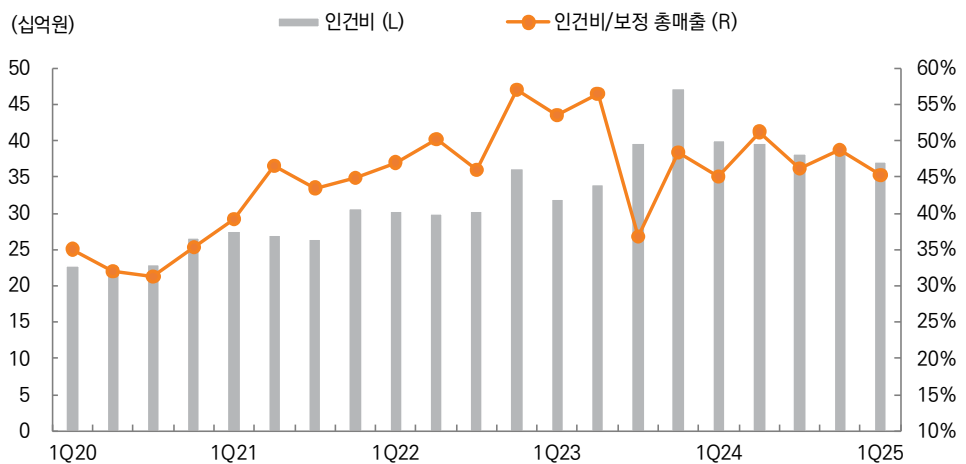
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 위메이드 인건비, 보정 총매출 대비 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 네오위즈 인건비, 보정 총매출 대비 비중



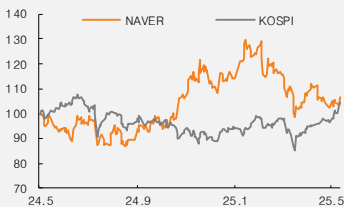
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	310,000원
현재주가(25/6/5)	191,200원
상승여력	62.1%

영업이익(25F, 십억원)	2,282
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,275
EPS 성장률(25F, %)	-10.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.7
P/E(25F, x)	17.8
MKT P/E(25F, x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	30,293
발행주식수(백만주)	158
유동주식비율(%)	85.0
외국인 보유비중(%)	48.5
베타(12M) 일간수익률	0.32
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	232,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.1	-6.3	8.0
상대주가	-11.8	-18.6	3.3



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

035420 · 인터넷

NAVER

하반기가 기대되는 이유

트래픽 성장세에 따른 광고 호조 기대

하반기 서치플랫폼 성장률은 8%로 시장을 상회하는 성과를 기록할 전망이다. 타겟팅 고도화가 용이한 홈페이지 내에서의 체류시간 증대가 광고 단가 상승으로 이어지는 중이다. 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액 성장세가 가속화되고 있다.

고무적인 부분은 수년간 감소세를 보였던 NAVER 플랫폼 월간 체류시간이 반등 추세를 보이고 있다는 점이다. 4월 NAVER 체류시간은 YoY 9% 증가한 것으로 추정된다. 커머스 별도 앱 출시 이후 NAVER 체류시간 감소가 불가피할 것이라는 우려가 기우였음을 보여주고 있다.

하반기가 더욱 기대되는 커머스

하반기 국내 전자상거래 GMV YoY 성장률은 11%를 기록하며 성장세 반전(상반기 4%)에 성공할 전망이다. 기저효과가 강하게 발생할 수 있는 구간이다. 작년에는 7월 티메프 사태가 발생하면서 성장률이 상반기 11%에서 하반기 4%로 급감한 바 있다. 내수 경기 활성화를 위한 정부 정책도 기대해볼 수 있는 상황이다.

커머스 앱 성장에 힘입어 NAVER 하반기 국내 GMV는 27조원(+12% YoY)을 기록하고 시장 점유율은 19% 수준까지 회복할 것이다. 하반기 커머스 광고 성장률은 20%에 달할 것이다. 6월 스마트스토어 수수료 인상 효과가 발생하기 시작함에 따라 중개 및 판매 매출도 하반기 28% 성장할 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 310,000원 유지

인터넷 업종 내 대형주 Top Pick 의견 및 목표주가 310,000원을 유지한다. 25F P/E 18배에서 거래 중이다. 최근 생성형 AI 검색 성장에 따른 쿼리 감소 우려가 주가에 과도하게 반영되었다고 판단한다. 최근 2년간 동사의 쿼리는 감소하고 있지 않다. NAVER 이용자들은 버티컬 서비스에 머무르는 시간 비중이 80% 이상이다.

플러스스토어 앱 고성장이 지속되는 가운데 다음 실적 발표에서 트래픽과 쿼리에 대한 우려를 해소시킬 수 있다면 리레이팅이 본격화될 것이다. 플러스스토어 앱의 고속 성장이 지속되고 있다. 5월 MAU는 600만명을 돌파한 것으로 추정된다. 하반기 1,000만명 이상의 MAU 도달에 문제가 없을 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	11,855	13,244	14,056
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,282	2,757	3,018
영업이익률 (%)	15.4	18.4	19.2	20.8	21.5
순이익 (십억원)	1,012	1,923	1,697	2,017	2,296
EPS (원)	6,180	11,913	10,714	12,731	14,493
ROE (%)	4.4	7.9	6.5	7.2	7.7
P/E (배)	36.2	16.7	17.8	15.0	13.2
P/B (배)	1.5	1.2	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7

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

표 19. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,882	3,019	3,167	9,671	10,738	11,855	13,244
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	10.4%	11.2%	9.7%	17.6%	11.0%	10.4%	11.7%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,077	1,083	1,120	3,589	3,946	4,293	4,611
검색	696	731	753	768	754	794	815	833	2,725	2,950	3,195	3,478
디스플레이	202	235	230	252	217	253	246	272	846	919	987	1,071
기타	7	12	15	44	42	31	22	15	18	78	110	63
커머스	703	719	725	775	788	825	891	981	2,547	2,923	3,485	4,161
커머스 광고	265	280	279	308	308	323	334	367	1,107	1,132	1,332	1,550
중개 및 판매	391	391	400	414	424	445	494	544	1,269	1,596	1,908	2,298
멤버십	48	47	46	54	55	57	63	69	171	195	245	313
핀테크	354	368	385	401	393	409	429	442	1,355	1,508	1,673	1,896
콘텐츠	446	420	463	467	459	434	479	485	1,733	1,796	1,857	1,944
웹툰	395	383	424	428	423	400	445	451	1,503	1,629	1,720	1,814
스노우	36	22	21	26	23	22	22	22	169	105	89	84
기타	16	15	18	14	13	12	12	12	60	62	49	46
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	136	137	140	447	564	548	632
NCP/웍스(B2B)	111	118	123	127	120	121	123	126	415	479	490	570
클로바/랩스	6	6	22	51	15	15	14	14	32	84	58	62
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,349	2,388	2,554	8,182	8,758	9,573	10,487
개발/운영비용	636	683	657	689	688	729	708	749	2,573	2,664	2,875	3,086
파트너	913	917	938	1,022	974	979	1,002	1,092	3,534	3,790	4,048	4,332
인프라	170	172	178	185	189	198	209	222	596	705	818	951
마케팅	367	367	417	448	430	444	468	491	1,480	1,599	1,833	2,119
영업이익	439	473	525	542	505	532	632	613	1,489	1,979	2,282	2,757
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	12.6%	20.2%	13.0%	14.1%	32.9%	15.3%	20.8%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.5%	20.9%	19.3%	15.4%	18.4%	19.2%	20.8%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	380	452	440	1,012	1,923	1,697	2,017
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	13.2%	15.0%	13.9%	10.5%	17.9%	14.3%	15.2%

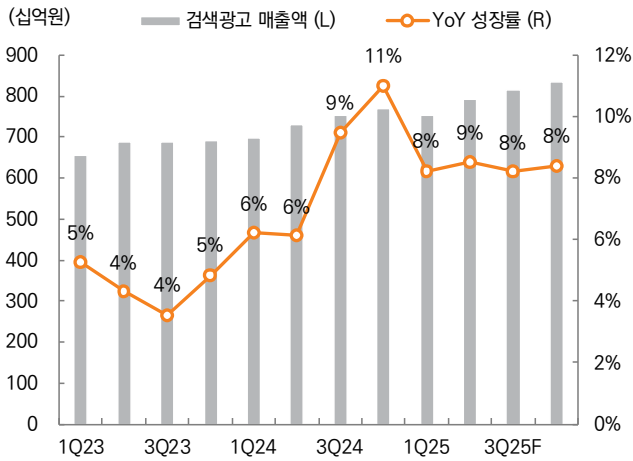
자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER: 트래픽 감소 우려는 기우

하반기 Naver 서치플랫폼 성장률은 8%로 시장을 상회하는 성과를 기록할 전망이다. AI를 활용한 지면 최적화와 홈페이지 체류시간 증대가 안정적인 광고 성장을 견인할 것이다. 유저에 대한 타겟팅 고도화가 용이한 지면 내에서의 체류시간 증대는 광고 단가 상승으로 이어진다. Naver의 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액 성장세가 가속화되고 있다.

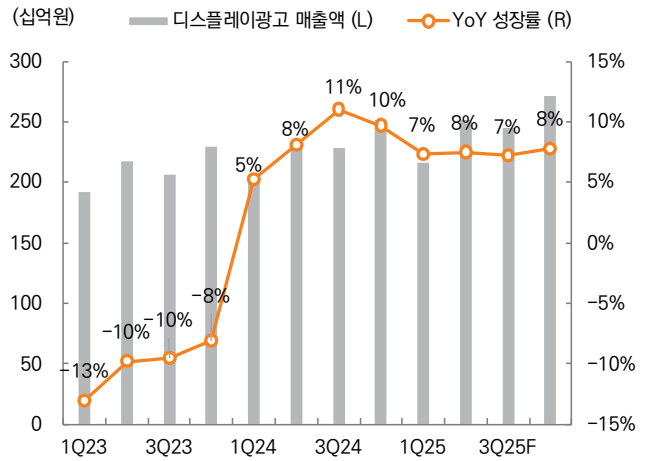
고무적인 부분은 수년간 감소세를 보였던 Naver 플랫폼 월간 체류시간이 반등 추세를 보이고 있다는 점이다. 4월 Naver 체류시간은 YoY 9% 증가한 것으로 추정된다. 커머스 별도 앱 출시 이후 Naver 체류시간 감소가 불가피할 것이라는 우려가 기우였음을 보여주고 있다. 맞춤형 콘텐츠를 제공하는 홈페이지 성과가 지속 중이다.

그림 80. Naver 검색 광고 분기 매출액



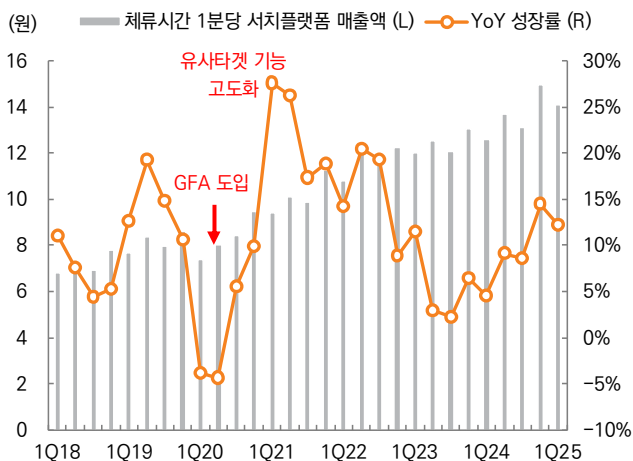
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 81. Naver 디스플레이 광고 분기 매출액



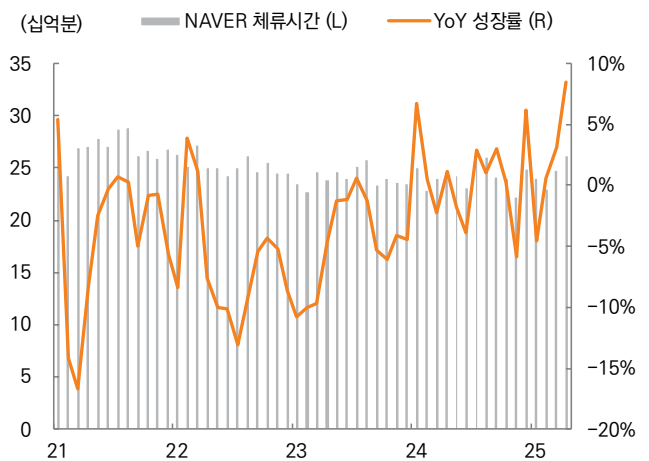
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 82. Naver 체류시간 1분당 서치플랫폼 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 83. Naver 월간 체류시간

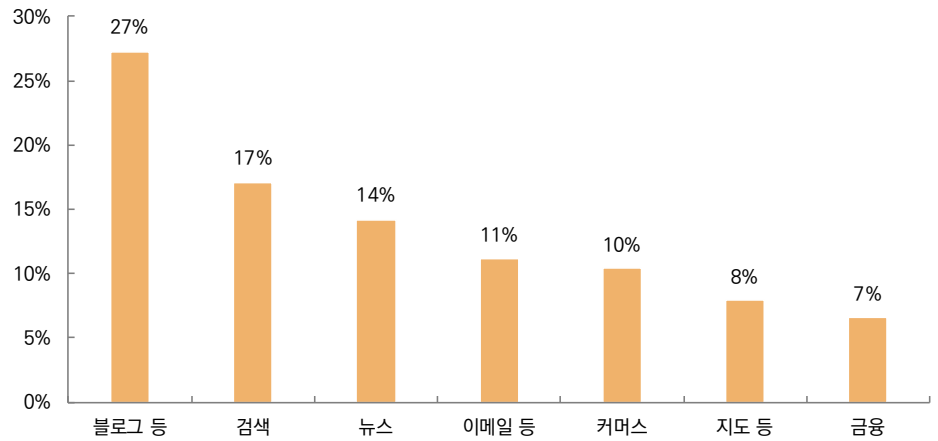


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

생성형 AI 플랫폼에 대한 이용이 증가하면서 기존 주요 검색엔진의 쿼리 감소가 이어질 것이라는 우려가 존재하나 NAVER에 대한 현재 우려는 과도하다는 판단이다. 글로벌 최대 검색 엔진 구글의 경우 쿼리 감소가 진행중에 있는 것으로 추정된다. 국내 구글 쿼리 월평균 추이를 계산하면 10~15% 정도의 YoY 쿼리 감소가 나타나고 있다.

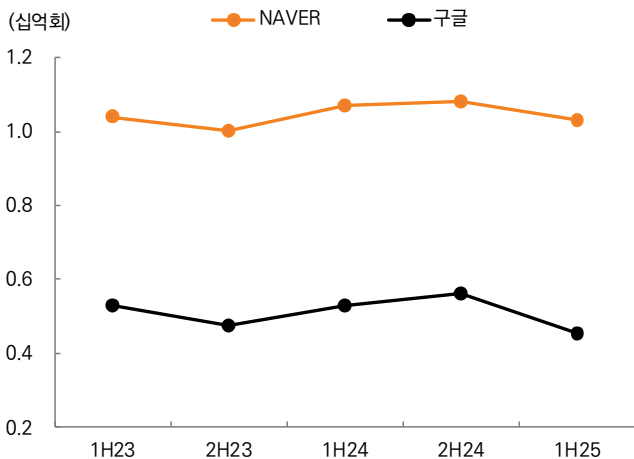
NAVER의 경우 구글과 달리 쿼리 감소가 없이 건조한 모습을 보이고 있다. NAVER의 경우 구글과 다르게 검색을 목적으로 이용하는 경우가 17%에 불과하다. NAVER 이용자들은 83%의 시간을 검색을 제외한 버티컬 서비스를 이용하는 목적으로 NAVER 플랫폼을 이용한다. 챗GPT의 성능이 좋다고 해도 NAVER의 커뮤니티 기능(블로그, 카페 등), 뉴스, 이메일, 지도, 금융 등의 기능을 이용하는 시간을 줄이지는 않는다.

그림 84. NAVER 이용시간 비중



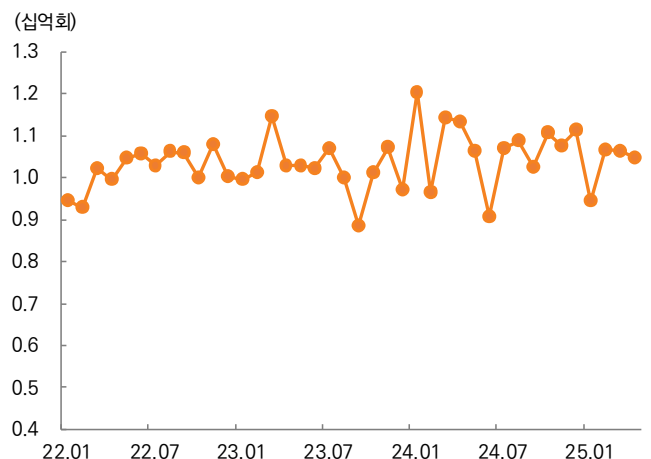
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. NAVER, 구글 국내 월평균 쿼리(PC)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. NAVER 월간 쿼리 수 추이(PC)



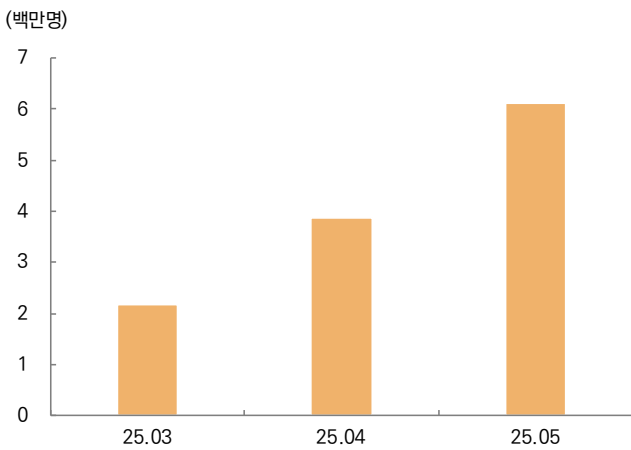
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

네이버 플러스스토어 견조한 성장

3/12일 출시한 플러스스토어 앱의 고속 성장이 지속되고 있다. 5월 MAU는 600만명을 돌파한 것으로 추정된다. 월간 200만명 수준의 MAU 증가 추세다. 출시 3달이 넘어감에도 주간 다운로드 수가 50만건 이상이 유지되고 있다. 하반기에도 월간 100만명 이상의 MAU 증가세가 지속되면서 1,000만명 MAU 도달에 문제가 없을 전망이다.

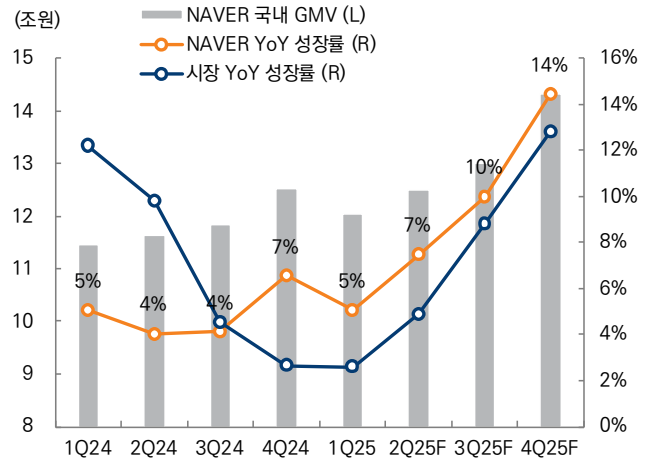
커머스 앱의 고속 성장에 힘입어 NAVER GMV도 하반기 가파른 상승세를 보일 전망이다. NAVER 하반기 국내 GMV는 27조원(+12% YoY)을 기록하며 시장 점유율은 19% 수준까지 회복할 전망이다. 커머스 앱 성장이 더해지면서 NAVER의 하반기 커머스 광고 성장률은 20%에 달할 것이다. 6월 스마트스토어 수수료 인상 효과가 발생하기 시작함에 따라 중개 및 판매 매출도 하반기 28% 성장할 전망이다.

그림 87. 플러스스토어 앱 MAU



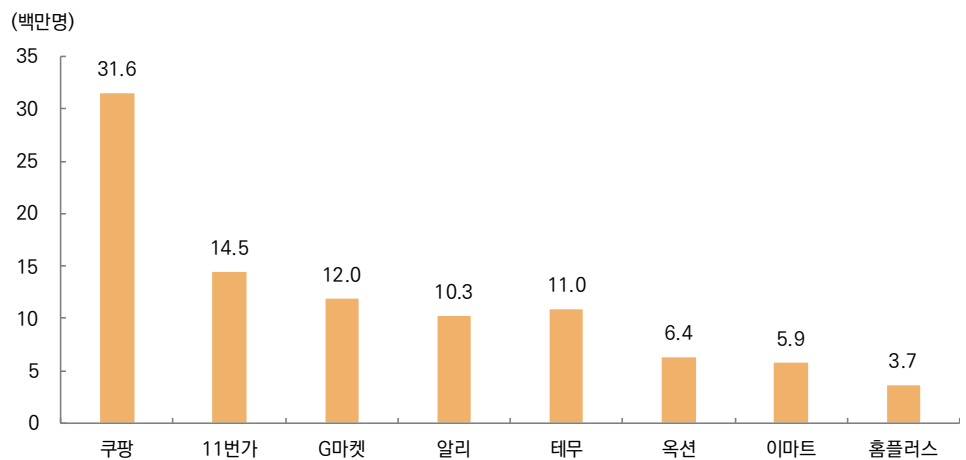
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. NAVER 분기 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

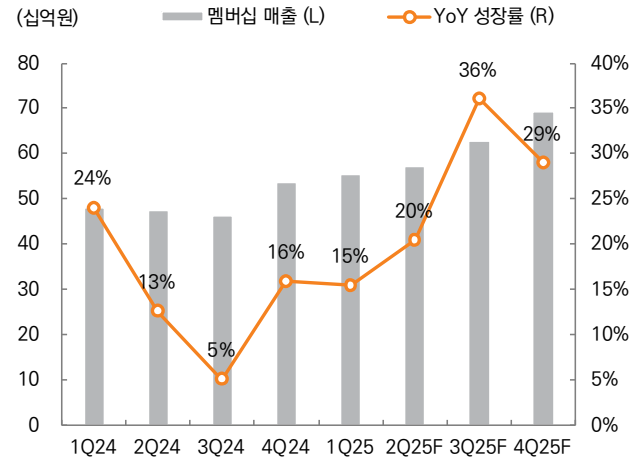
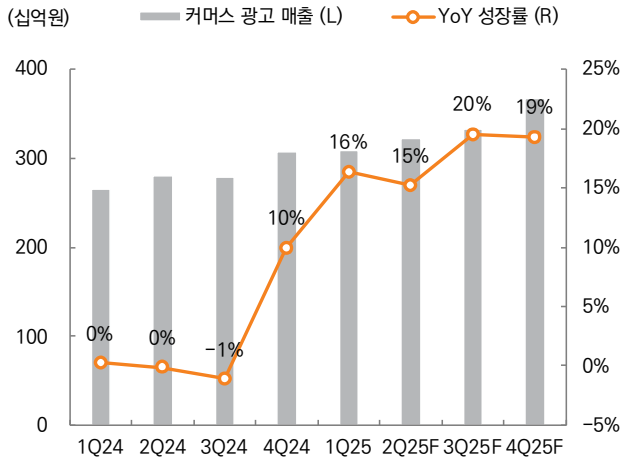
그림 89. 국내 주요 쇼핑앱 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. NAVER 커머스 광고 분기 매출 전망

그림 91. NAVER 중개 및 판매 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. NAVER 커머스 주요 지표 추정

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	63,768	64,959	63,546	67,159	65,427	68,142	69,138	75,755	216,175	242,207	259,432	278,462	311,260
YoY 성장률	12.2%	9.8%	4.5%	2.7%	2.6%	4.9%	8.8%	12.8%	12.2%	12.0%	7.1%	7.3%	11.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	12,800	13,283	13,695	15,022	41,700	47,900	50,300	54,801	62,918
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	4.9%	7.1%	9.6%	13.8%	18.1%	14.9%	5.0%	8.9%	14.8%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,028	12,504	13,012	14,328	41,700	45,196	47,436	51,872	59,927
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	5.0%	7.5%	10.0%	14.4%	18.1%	8.4%	5.0%	9.4%	15.5%
포슈마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	773	779	684	694	2,626	2,704	2,864	2,929	2,990
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	26.5%	3.0%	5.9%	2.3%	2.1%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	18.4%	18.4%	18.8%	18.9%	19.3%	18.7%	18.3%	18.6%	19.3%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	788	825	891	981	1,801	2,547	2,923	3,485	4,161
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	14.7%	22.8%	26.5%	22.1%	41.4%	14.8%	19.2%	19.4%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	308	323	334	367	1,078	1,107	1,132	1,332	1,550
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	15.2%	19.5%	19.3%	14.3%	2.6%	2.3%	17.7%	16.4%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	424	445	494	544	604	1,269	1,596	1,908	2,298
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	13.7%	23.6%	31.6%	30.5%	110.0%	25.8%	19.6%	20.4%
멤버십 매출	48	47	46	54	55	57	63	69	119	171	195	245	313
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	15.4%	20.4%	36.1%	29.0%	72.5%	44.1%	14.1%	25.2%	27.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	6.16%	6.21%	6.51%	6.53%	4.32%	5.32%	5.81%	6.36%	6.61%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.41%	2.43%	2.44%	2.44%	2.59%	2.31%	2.25%	2.43%	2.46%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.31%	3.35%	3.61%	3.62%	1.45%	2.65%	3.17%	3.48%	3.65%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	11,855	13,244	14,056
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	11,855	13,244	14,056
판매비와관리비	8,758	9,573	10,487	11,038
조정영업이익	1,979	2,282	2,757	3,018
영업이익	1,979	2,282	2,757	3,018
비영업손익	343	75	20	101
금융손익	69	120	160	201
관계기업등 투자손익	145	-66	-160	-121
세전계속사업손익	2,322	2,357	2,777	3,119
계속사업법인세비용	390	654	750	811
계속사업이익	1,932	1,703	2,027	2,308
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,703	2,027	2,308
지배주주	1,923	1,697	2,017	2,296
비지배주주	9	5	10	12
총포괄이익	2,631	1,703	2,027	2,308
지배주주	2,561	1,658	1,974	2,247
비지배주주	70	45	54	61
EBITDA	2,653	2,916	3,329	3,591
FCF	2,036	1,893	2,208	2,459
EBITDA 마진율 (%)	24.7	24.6	25.1	25.5
영업이익률 (%)	18.4	19.2	20.8	21.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	14.3	15.2	16.3

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,472	2,688	2,969
당기순이익	1,932	1,703	2,027	2,308
비현금수익비용가감	1,003	1,113	1,107	1,128
유형자산감가상각비	609	568	506	507
무형자산상각비	65	66	66	66
기타	329	479	535	555
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	152	135	88	88
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	10	0	0
재고자산 감소(증가)	-13	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-251	0	0	0
법인세납부	-608	-654	-750	-811
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-664	-636	-674
유형자산처분(취득)	-522	-579	-480	-510
무형자산감소(증가)	-24	-82	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-3	-91	-94
기타투자활동	1,430	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	-157	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	11	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-185	-204
기타재무활동	-454	0	0	0
현금의 증가	619	916	1,871	984
기초현금	3,576	4,196	5,112	6,982
기말현금	4,196	5,112	6,982	7,966

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	10,263	12,224	13,301
현금 및 현금성자산	4,196	5,112	6,982	7,966
매출채권 및 기타채권	1,565	1,534	1,534	1,534
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	3,595	3,686	3,779
비유동자산	28,793	29,557	29,533	30,655
관계기업투자등	17,406	18,141	18,141	19,252
유형자산	2,910	2,920	2,894	2,897
무형자산	3,657	3,673	3,672	3,676
자산총계	38,168	39,820	41,757	43,956
유동부채	6,092	7,728	7,793	7,858
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	2,729	2,733	2,738
기타유동부채	4,545	4,024	4,065	4,105
비유동부채	5,075	3,556	3,587	3,618
장기금융부채	3,258	1,660	1,660	1,660
기타비유동부채	1,817	1,896	1,927	1,958
부채총계	11,167	11,285	11,380	11,476
지배주주지분	25,460	26,989	28,821	30,913
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,494	29,326	31,418
비지배주주지분	1,541	1,546	1,556	1,568
자본총계	27,001	28,535	30,377	32,481

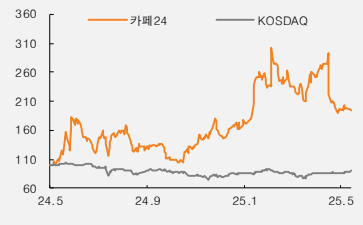
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	17.8	15.0	13.2
P/CF (x)	10.9	10.8	9.7	8.8
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	11.2	9.5	7.8	6.9
EPS (원)	11,913	10,714	12,731	14,493
CFPS (원)	18,180	17,771	19,784	21,683
BPS (원)	166,221	175,872	187,432	200,637
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	10.9	10.1	8.8
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	11.0	10.4	11.7	6.1
EBITDA증가율 (%)	28.1	9.9	14.2	7.8
조정영업이익증가율 (%)	32.9	15.3	20.8	9.4
EPS증가율 (%)	92.8	-10.1	18.8	13.8
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.0	28.3	30.0
재고자산 회전율 (회)	587.5	542.5	600.1	630.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	4.4	5.0	5.4
ROE (%)	7.9	6.5	7.2	7.7
ROIC (%)	39.7	40.7	49.4	55.7
부채비율 (%)	41.4	39.5	37.5	35.3
유동비율 (%)	153.9	132.8	156.9	169.3
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-14.2	-19.8	-21.8
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	23.0	27.7	30.3

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	80,000원
현재주가(25/6/5)	44,100원
상승여력	81.4%

영업이익(25F,십억원)	51
Consensus 영업이익(25F,십억원)	46
EPS 성장률(25F,%)	68.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	24.5
MKT P/E(25F,x)	10.2
KOSDAQ	756.23
시가총액(십억원)	1,070
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	22.0
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	23,700
52주 최고가(원)	68,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-29.3	27.3	82.6
상대주가	-32.5	12.9	105.4



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

카페24

하반기에도 성장 지속

하반기 전자상거래 업황 반전 예상

하반기 국내 전자상거래 GMV YoY 성장률은 11%를 기록하며 성장세 반전(상반기 4%)에 성공할 전망이다. 기저효과가 강하게 발생할 수 있는 구간이다. 작년에는 7월 티메프 사태가 발생하면서 성장률이 상반기 11%에서 하반기 4%로 급감한 바 있다. 또한 정부에서 내수 경기 활성화를 위한 정책들을 예고하고 있기에 하반기 소비 진작을 기대해 볼 수 있다.

전체 소매판매액 성장세는 YoY 1~2% 수준에 그치고 있으나 전자상거래 시장 침투율의 지속적인 상승이 전자상거래 시장 성장을 견인하고 있다. 25년 전자상거래 시장 침투율은 28.7%까지 증가(24년: 27.4%)할 전망이다.

D2C 수요 증가가 유튜브쇼핑 성장으로 이어질 전망

어려운 전자상거래 업황이 지속됨에 따라 셀러들의 D2C(소비자 대상 직접 판매) 판매에 대한 수요가 급증하고 있다. 오픈마켓을 거치는 경우 중개수수료가 필수적으로 발생하기 때문이다. 기존 자사몰 전략의 한계는 기존 유저들의 리텐션을 높게 가져가면서 신규 유저들 유입까지 하기 어렵다는 점에 있었다.

유튜브쇼핑은 셀러가 영상을 통해 생생한 소통을 하면서 구독자(잠재 충성고객)를 끌어모을 수 있기에 해당 한계를 극복하는 데 효과적이다. 카페24의 유튜브쇼핑 서비스를 이용하는 소신사장(구독자 86만)은 과거 스마트스토어와 자사몰 비중이 9:1이었다면 최근에는 5:5까지 자사몰 비중이 높아졌다고 밝히기도 했다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 80,000원 유지

인터넷 업종 내 중소형주 Top Pick 의견 및 목표주가 80,000원(타겟 EV/GMV 0.12배)을 유지한다. 25F EV/GMV 0.07배에서 거래 중이다. 3분기부터 GMV 성장을 가속화가 본격적으로 관찰되면서 모멘텀은 다시금 발생할 전망이다. 하반기는 소비 진작 정책에 의한 업황 반전도 기대해볼 수 있는 구간이다.

유튜브쇼핑의 폭발적인 GMV 성장은 유저의 구매 전환율을 급상승시킬 수 있는 인앱결제 업데이트 이후에 나올 것으로 판단한다. 유튜브는 현재 구매 방식의 편의성 개선을 위해 유튜브에서 구입할 수 있는 방법을 도입할 계획임을 밝힌 바 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	271	302	323	364	432
영업이익 (십억원)	2	32	51	79	112
영업이익률 (%)	0.7	10.6	15.8	21.7	25.9
순이익 (십억원)	10	26	44	65	89
EPS (원)	429	1,066	1,799	2,675	3,685
ROE (%)	6.1	13.4	18.4	22.2	24.2
P/E (배)	65.3	31.8	24.5	16.5	12.0
P/B (배)	3.7	3.8	4.1	3.3	2.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 21. 카페24 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	65.4	74.5	75.5	87.1	71.2	79.0	80.6	91.7	302.5	322.6	364.1	432.0	521.8
(% YoY)	2.7%	4.9%	19.3%	19.2%	8.9%	6.1%	6.8%	5.2%	11.6%	6.6%	12.9%	18.7%	20.8%
EC플랫폼	57.1	66.4	66.8	78.5	62.8	70.5	72.1	83.1	268.8	288.5	329.4	396.2	484.9
결제솔루션	23.1	26.5	25.8	29.6	27.0	30.4	30.9	36.4	105.0	124.7	158.1	217.9	299.1
EC솔루션	6.9	7.6	7.7	9.3	7.9	8.4	8.3	9.9	31.5	34.6	36.3	38.1	40.0
비즈니스솔루션	3.3	3.3	3.3	3.4	2.4	2.4	2.3	2.3	13.3	9.4	9.4	9.5	9.6
공급망서비스	15.7	18.8	19.2	23.7	14.3	17.3	17.9	20.1	77.3	69.5	70.2	70.9	71.6
마케팅솔루션	8.1	10.1	10.8	12.6	11.2	12.1	12.6	14.4	41.6	50.3	55.3	59.8	64.5
인프라	8.4	8.1	8.7	8.6	8.5	8.5	8.5	8.6	33.7	34.1	34.7	35.8	36.9
영업비용	62.2	66.6	67.6	74.1	65.3	67.5	67.5	71.4	270.5	271.7	285.0	320.3	356.0
인건비	24.1	24.0	23.7	24.9	25.2	25.2	25.1	25.9	96.7	101.4	106.2	110.5	114.9
지급수수료	14.3	16.2	17.9	18.3	14.7	15.1	15.4	15.8	66.7	61.0	69.6	94.2	127.5
감가상각비	7.1	6.9	6.8	6.7	6.8	6.8	6.7	6.5	27.6	26.9	25.8	31.3	28.4
통신비	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	18.5	19.0	19.4	19.8	20.2
기타	12.1	14.9	14.6	19.4	13.8	15.7	15.5	18.3	61.1	63.4	64.0	64.6	65.1
영업이익	3.3	7.8	7.8	13.0	6.0	11.5	13.2	20.3	31.9	50.9	79.1	111.7	165.7
(% YoY)	흑전	181.6%	흑전	132.8%	82.1%	47.0%	67.7%	56.2%	-	59.4%	55.4%	41.2%	48.4%
영업이익률	5.0%	10.5%	10.4%	14.9%	8.4%	14.5%	16.3%	22.1%	10.6%	15.8%	21.7%	25.9%	31.8%
지배주주순이익	1.4	7.2	5.9	11.3	5.3	10.0	11.3	17.0	25.8	43.6	64.9	89.4	132.6
순이익률	2.1%	9.7%	7.8%	12.9%	7.4%	12.6%	14.0%	18.6%	8.5%	13.5%	17.8%	20.7%	25.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

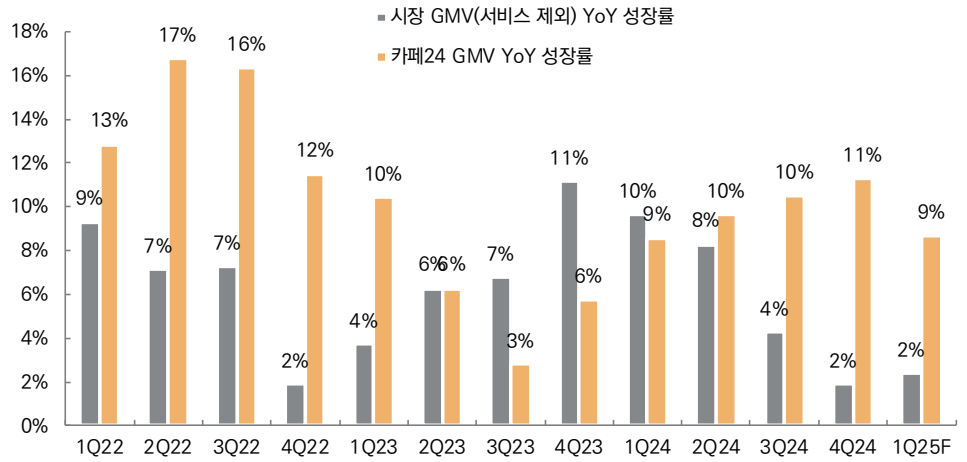
표 22. 카페24 주요 연간 지표 추정

(십억원, 배)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
GMV	5,196	6,032	7,689	9,346	10,683	11,344	12,486	14,361	17,556	22,222	28,205	35,231	43,876
(% YoY)	18.0%	16.1%	27.5%	21.6%	14.3%	6.2%	10.1%	15.0%	22.2%	26.6%	26.9%	24.9%	24.5%
매출액	165	217	247	276	279	271	302	323	364	432	522	622	747
(% YoY)		31.4%	13.9%	11.7%	1.1%	-2.9%	11.6%	6.6%	12.9%	18.7%	20.8%	19.3%	20.0%
영업이익	16	10	8	-20	-30	2	32	51	79	112	166	226	301
(% YoY)		-36.9%	-14.9%	적전	적지	흑전	-	59.4%	55.4%	41.2%	48.4%	36.5%	32.8%
OPM	9.4%	4.5%	3.4%	-7.2%	-10.6%	0.6%	10.6%	15.8%	21.7%	25.9%	31.8%	36.4%	40.3%
지배순이익	-28	7	7	-19	-37	10	26	44	65	89	133	181	241
EV/GMV	0.233	0.123	0.064	0.066	0.032	0.025	0.053	0.074	0.061	0.048	0.038	0.030	0.024
P/S	7.3	3.4	2.0	2.2	1.2	1.1	2.2	3.3	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
P/E	-	-	-	-	-	-	25.6	24.5	16.5	12.0	8.1	5.9	4.4

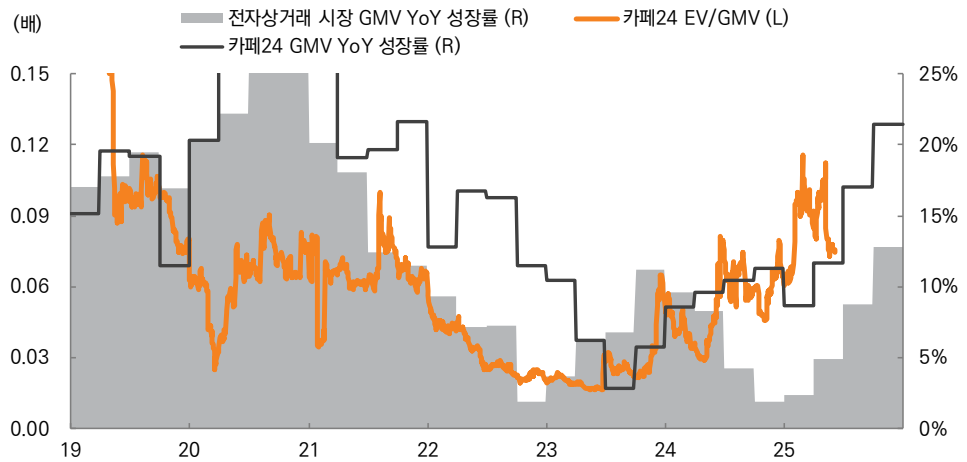
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 국내 전자상거래 시장, 카페24 GMV 성장률 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 카페24 EV/GMV, GMV YoY 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	302	323	364	432
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	302	323	364	432
판매비와관리비	271	272	285	320
조정영업이익	32	51	79	112
영업이익	32	51	79	112
비영업손익	2	4	2	0
금융손익	3	6	8	12
관계기업등 투자손익	0	-2	-7	-12
세전계속사업손익	34	55	81	112
계속사업법인세비용	8	11	16	22
계속사업이익	26	44	65	89
중단사업이익	-3	0	0	0
당기순이익	23	44	65	89
지배주주	26	44	65	89
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	18	44	65	89
지배주주	20	49	73	101
비지배주주	-2	-5	-8	-11
EBITDA	62	74	96	125
FCF	66	54	70	90
EBITDA 마진율 (%)	20.5	22.9	26.4	28.9
영업이익률 (%)	10.6	15.8	21.7	25.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	13.6	17.9	20.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	189	245	320	418
현금 및 현금성자산	30	84	153	242
매출채권 및 기타채권	56	57	62	69
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	103	104	105	107
비유동자산	153	142	133	126
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	44	35	26	20
무형자산	5	4	3	2
자산총계	342	387	453	544
유동부채	111	112	113	114
매입채무 및 기타채무	47	47	48	48
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	52	53	53	54
비유동부채	16	16	16	16
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	7	7	7	7
부채총계	127	128	129	130
지배주주지분	216	259	324	413
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	259	259	259	259
이익잉여금	5	48	113	203
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	216	259	324	413

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	71	66	78	96
당기순이익	23	44	65	89
비현금수익비용가감	35	28	25	24
유형자산감가상각비	26	22	16	12
무형자산상각비	4	1	1	1
기타	5	5	8	11
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	0	-4	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-3	-3	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	0	0	0
법인세납부	-1	-11	-16	-22
투자활동으로 인한 현금흐름	-61	-13	-9	-7
유형자산처분(취득)	-5	-12	-8	-6
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	-1	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-39	0	0	0
자본의 증가(감소)	26	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	4	0	0	0
현금의 증가	-1	54	69	90
기초현금	31	30	84	153
기말현금	30	84	153	242

예상 주당가치 및 valuation (요약)

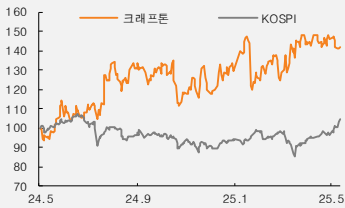
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.8	24.5	16.5	12.0
P/CF (x)	13.9	14.9	11.9	9.5
P/B (x)	3.8	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA (x)	11.6	12.3	8.7	6.0
EPS (원)	1,066	1,799	2,675	3,685
CFPS (원)	2,434	2,966	3,707	4,657
BPS (원)	9,011	10,810	13,485	17,171
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	11.6	6.6	12.9	18.7
EBITDA증가율 (%)	69.3	19.3	30.7	29.4
조정영업이익증가율 (%)	1,978.1	59.4	55.4	41.2
EPS증가율 (%)	148.7	68.7	48.7	37.8
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.3	8.6	9.5
재고자산 회전율 (회)	535.8	883.9	987.8	1,160.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.1	12.0	15.4	17.9
ROE (%)	13.4	18.4	22.2	24.2
ROIC (%)	50.4	207.1	545.3	1,041.4
부채비율 (%)	58.8	49.3	39.8	31.5
유동비율 (%)	170.2	218.2	282.7	365.7
순차입금/자기자본 (%)	-49.6	-62.3	-71.4	-77.9
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	66.9	103.5	146.0

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	500,000원
현재주가(25/6/5)	369,500원
상승여력	35.3%

영업이익(25F,십억원)	1,349
Consensus 영업이익(25F,십억원)	1,451
EPS 성장률(25F,%)	-14.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	15.8
MKT P/E(25F,x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	17,706
발행주식수(백만주)	47
유동주식비율(%)	55.9
외국인 보유비중(%)	42.2
베타(12M) 일간수익률	0.23
52주 최저가(원)	246,000
52주 최고가(원)	386,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.0	16.7	50.2
상대주가	-12.6	1.4	43.7



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

크래프톤

하반기 다시 되살아날 모멘텀

무난한 2분기 실적 예상

1년이 넘는 기간 동안 매분기 놀라운 실적 서프라이즈를 기록했지만 2분기는 무난한 실적을 기록할 것으로 보인다. 2분기 매출액 7,170억원(+1% YoY), 영업이익 3,070억원(-7% YoY)을 기록하며 컨센서스(매출액 7,460억원, 영업이익 3,230억원)를 소폭 하회할 전망이다.

PC 매출액은 YoY 28% 상승한 2,440억원을 기록할 전망이다. 4~5월 PUBG PC 월간 최고 동접자 수는 1~2월과 유사한 80만명 초반을 유지했다. 전년 동기 대비로는 16% 증가한 수치다. 모바일 매출액은 YoY 9% 감소한 4,550억원을 기록할 전망이다. 모바일 역성장은 작년 2분기 일회성으로 지급된 텐센트 성과급에 따른 기저효과에 기인한다. 기저효과 제거 시 14% 성장률을 기록할 전망이다.

하반기 다양한 업데이트로 분위기 반전 전망

하반기 아티스트 및 슈퍼카 콜라보 등 대형 업데이트들을 통해 성장을 이어나갈 전망이다. 작년에도 아이돌 콜라보(뉴진스), 슈퍼카 콜라보(람보르기니) 업데이트를 성공적으로 진행해 2, 3분기 실적 서프라이즈를 시현한 바 있다.

IP 콜라보 외에도 유저들이 콘텐츠를 직접 제작할 수 있도록 하는 프로젝트도 진행될 예정이다. UGC 콘텐츠가 활성화될 경우 이용자 수의 레벨업이 있을 전망이다. 연말에는 대규모 월드 업데이트를 통해 기존 맵을 새로운 방식으로 개편할 예정이다. 맵에 지형 파괴 시스템을 도입하여 플레이를 더욱 역동적으로 만들 계획이다.

투자의견 '매수', 목표주가 500,000원 유지

하반기 이후의 분위기 반전을 기대해볼 수 있는 시기다. 25F P/E 16배 수준으로 밸류에이션 매력도는 여전히 높다. 2분기는 쉬어갈 것으로 보이나 대형 업데이트 효과가 발생할 하반기 실적 반전이 있을 전망이다.

다만 성공적인 업데이트 진행에 따른 실적 성과만으로 리레이팅이 발생하기는 어려운 상황이다. 리레이팅을 위해서는 1) UGC 콘텐츠 도입 이후의 가파른 PUBG 유저 수 증가세 관찰, 2) 유의미한 매출 기대가 가능한 대형 신작 일정 구체화 등이 있어야 할 것으로 보인다. 연내 서브노티카2를 선보일 계획을 가지고 있다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,911	2,710	3,087	3,418	3,829
영업이익 (십억원)	768	1,182	1,349	1,438	1,590
영업이익률 (%)	40.2	43.6	43.7	42.1	41.5
순이익 (십억원)	595	1,306	1,119	1,183	1,295
EPS (원)	12,221	27,162	23,363	24,696	27,016
ROE (%)	11.2	21.1	15.2	13.9	13.2
P/E (배)	15.8	11.5	15.8	15.0	13.7
P/B (배)	1.7	2.2	2.2	1.9	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 23. 분기 및 연간 실적 전망

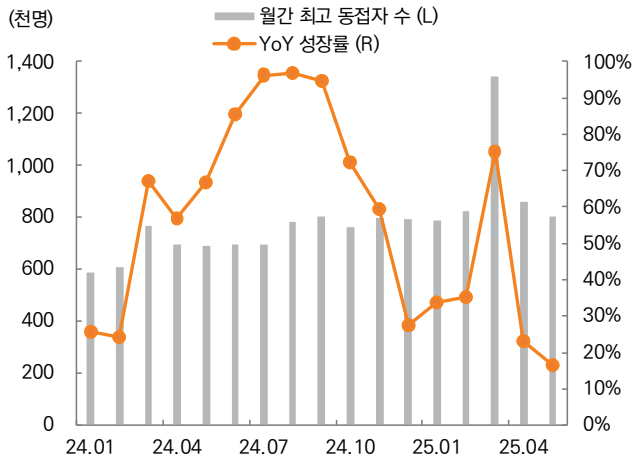
(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	666	707	719	618	874	717	811	686	1,911	2,710	3,087	3,418
(% YoY)	23.6%	82.7%	59.7%	15.5%	31.3%	1.4%	12.7%	11.0%	3.1%	41.8%	13.9%	10.7%
PC	244	191	274	233	324	244	326	272	584	942	1,165	1,237
(% YoY)	37%	63%	126%	39%	33%	28%	19%	17%	26%	61%	24%	6%
모바일	402	500	425	362	532	455	467	396	1,245	1,690	1,849	1,969
(% YoY)	16%	104%	38%	6%	32%	-9%	10%	9%	-1%	36%	9%	6%
콘솔	11	9	12	12	13	13	13	13	56	44	51	188
기타	8	7	8	10	5	5	5	6	26	34	22	24
영업비용	355	375	395	402	417	409	449	464	1,143	1,527	1,738	1,980
인건비	121	130	133	133	148	158	166	170	427	517	642	769
앱수수료/매출원가	86	78	101	85	105	88	106	93	227	349	392	453
지급수수료	61	76	80	98	84	90	93	108	259	316	375	404
광고선전비	12	21	30	38	23	20	28	39	66	101	110	120
주식보상비용	42	35	14	11	18	15	17	14	28	102	63	70
기타	32	35	36	38	39	39	39	40	136	141	156	163
영업이익	311	332	324	215	457	307	362	222	768	1,182	1,349	1,438
(% YoY)	9.7%	152.6%	71.4%	31.1%	47.3%	-7.4%	11.6%	3.0%	2.2%	54.0%	14.1%	6.6%
영업이익률	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	42.9%	44.7%	32.4%	40.2%	43.6%	43.7%	42.1%
지배주주순이익	350	342	122	492	372	257	298	193	595	1,306	1,120	1,183
순이익률	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	35.8%	36.8%	28.1%	31.1%	48.1%	36.2%	34.6%

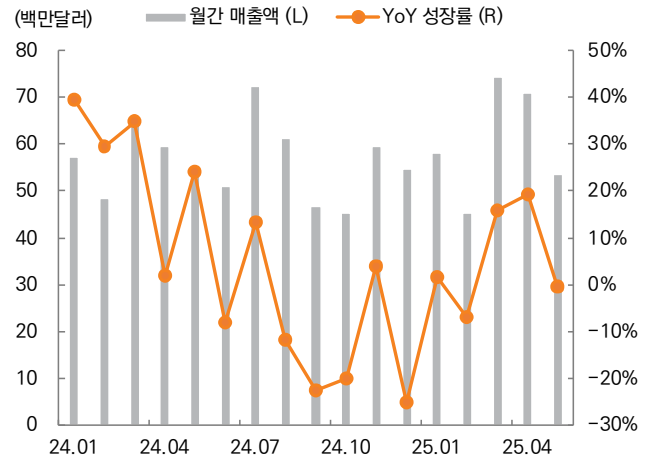
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. PUBG PC 월간 최고 동접자 수 추이

그림 95. PUBG 모바일 월매출 추이



자료: 스팀, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,710	3,087	3,418	3,829
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,710	3,087	3,418	3,829
판매비와관리비	1,527	1,738	1,980	2,239
조정영업이익	1,182	1,349	1,438	1,590
영업이익	1,182	1,349	1,438	1,590
비영업손익	541	146	140	136
금융손익	23	32	42	54
관계기업등 투자손익	-48	115	98	82
세전계속사업손익	1,723	1,495	1,578	1,726
계속사업법인세비용	420	377	394	432
계속사업이익	1,303	1,119	1,183	1,295
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,303	1,119	1,183	1,295
지배주주	1,306	1,119	1,183	1,295
비지배주주	-3	-1	0	0
총포괄이익	1,376	1,119	1,183	1,295
지배주주	1,380	1,122	1,186	1,298
비지배주주	-4	-3	-3	-3
EBITDA	1,289	1,498	1,565	1,704
FCF	888	1,223	1,248	1,339
EBITDA 마진율 (%)	47.6	48.5	45.8	44.5
영업이익률 (%)	43.6	43.7	42.1	41.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	48.2	36.2	34.6	33.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	5,004	6,059	7,256	8,534
현금 및 현금성자산	582	1,301	2,482	3,742
매출채권 및 기타채권	1,017	881	891	902
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	3,405	3,877	3,883	3,890
비유동자산	2,915	3,042	3,039	3,066
관계기업투자등	722	744	751	759
유형자산	240	330	281	250
무형자산	656	679	716	765
자산총계	7,919	9,102	10,295	11,600
유동부채	785	825	834	843
매입채무 및 기타채무	37	39	40	41
단기금융부채	78	107	108	108
기타유동부채	670	679	686	694
비유동부채	306	328	330	331
장기금융부채	120	175	175	175
기타비유동부채	186	153	155	156
부채총계	1,090	1,154	1,164	1,174
지배주주지분	6,828	7,947	9,130	10,425
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,478	1,478	1,478
이익잉여금	5,081	6,201	7,384	8,679
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	6,829	7,948	9,131	10,426

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	908	1,443	1,308	1,404
당기순이익	1,303	1,119	1,183	1,295
비현금수익비용가감	126	494	480	491
유형자산감가상각비	85	129	109	96
무형자산상각비	22	20	18	17
기타	19	345	353	378
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-276	175	-3	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-227	141	-9	-9
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-263	-377	-394	-432
투자활동으로 인한 현금흐름	-832	-214	-121	-137
유형자산처분(취득)	-20	-220	-60	-65
무형자산감소(증가)	-6	-43	-55	-66
장단기금융자산의 감소(증가)	-65	49	-6	-6
기타투자활동	-741	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-259	22	1	1
장단기금융부채의 증가(감소)	-6	22	1	1
자본의 증가(감소)	6	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-259	0	0	0
현금의 증가	-139	720	1,180	1,260
기초현금	721	582	1,301	2,482
기말현금	582	1,301	2,482	3,742

예상 주당가치 및 valuation (요약)

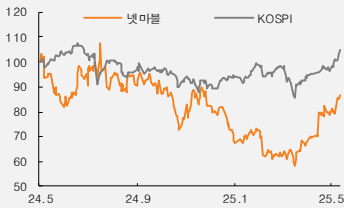
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	11.5	15.8	15.0	13.7
P/CF (x)	10.5	11.0	10.6	9.9
P/B (x)	2.2	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	11.2	8.6	7.5	6.1
EPS (원)	27,162	23,363	24,696	27,016
CFPS (원)	29,699	33,660	34,703	37,264
BPS (원)	144,190	167,517	192,213	219,229
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	41.8	13.9	10.7	12.0
EBITDA증가율 (%)	47.1	16.2	4.5	8.8
조정영업이익증가율 (%)	54.0	14.1	6.6	10.6
EPS증가율 (%)	122.3	-14.0	5.7	9.4
매출채권 회전을 (회)	3.2	3.3	3.9	4.4
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	18.1	13.1	12.2	11.8
ROE (%)	21.1	15.2	13.9	13.2
ROIC (%)	64.6	67.7	74.0	81.4
부채비율 (%)	16.0	14.5	12.7	11.3
유동비율 (%)	637.6	734.3	870.2	1,012.7
순차입금/자기자본 (%)	-7.5	-60.5	-65.6	-69.6
조정영업이익/금융비용 (x)	125.0	144.2	147.5	162.7

자료: 크래프톤, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 75,000원
현재주가(25/6/5)	55,900원
상승여력	34.2%

영업이익(25F, 십억원)	284
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	255
EPS 성장률(25F, %)	1,098.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.7
P/E(25F, x)	15.6
MKT P/E(25F, x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	4,805
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	24.5
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	69,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	23.8	1.3	-8.7
상대주가	12.7	-12.1	-12.6



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

넷마블

하반기 가장 매력적인 게임사

2분기 실적 서프라이즈 전망

매출액 6,940억원(-11% YoY), 영업이익 830억원(-25% YoY)으로 컨센서스(매출액 6,850억원, 영업이익 620억원)를 상회할 전망이다. 신작 2종의 건조한 매출이 2분기 호실적을 이끌 전망이다. 3/12일 출시된 RF온라인은 매출 순위 4~5위를 유지 중이다. 온기 반영되는 2분기 매출액 630억원(일평균 7억원)을 예상한다.

5/15일 출시한 세븐나이츠 리버스는 장기간 양대마켓 1위를 지켜오면서 기대 이상의 성과를 올리고 있다. RF온라인과 달리 PC 매출 비중도 유의미한 가운데 거두고 있는 고무적인 성과다. 2분기 매출액 590억원(일평균 13억원)을 예상한다. 나혼렘 매출은 1주년 효과가 반영되면서 전분기와 유사한 470억원을 기록할 전망이다.

앱수수료 인하 현실화 시 가장 큰 수혜주

국내외에서 애플과 구글의 과도한 앱수수료에 대한 비판과 소송들이 이어짐에 따라 앱수수료 인하의 가능성이 커지고 있다고 판단한다. 앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다.

24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 매출 비중이 92%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 24년 지급수수료는 3천억원 가량이 감소했을 것이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 75,000원으로 상향

세븐나이츠 리버스 흥행 성과를 반영한 25F 실적 조정으로 목표주가를 기존 65,000원에서 75,000원(타겟 P/E 21배 유지)으로 상향하며 하반기 게임 업종 Top Pick으로 제시한다. 25F P/E 16배에서 거래 중이다. 하반기 실적 모멘텀에 신작 모멘텀이 더해질 수 있는 구간이다.

자체 IP 기반 신작 성과가 나타나고 있어 지급수수료 부담이 감소하고 있는 부분이 긍정적이다. 지급수수료율은 23년 1분기 41%까지 기록한 바 있으나 현재 35% 수준까지 하락했다. 인건비, 지급수수료 부담이 감소한 상황 속에서 하반기 기대작 문길, 7대죄 오리진 출시에 따른 가파른 수익성 개선이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,656	2,742	2,778
영업이익 (십억원)	-68	216	284	316	335
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	10.7	11.5	12.1
순이익 (십억원)	-256	26	307	316	335
EPS (원)	-2,975	298	3,574	3,675	3,900
ROE (%)	-4.9	0.5	5.5	5.4	5.5
P/E (배)	-	173.3	15.6	15.2	14.3
P/B (배)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.7	0.7	0.7

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

표 24. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	585	782	647	649	624	694	650	688	2,502	2,664	2,656	2,742
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-11.2%	0.4%	6.0%	-6.4%	6.5%	-0.3%	3.2%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	63	54	89	269	253	262	273
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	47	33	38	-	280	169	135
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	27	26	25	150	131	108	93
레이븐2	-	31	39	32	31	22	17	17	-	103	87	58
RF온라인	-	-	-	-	19	63	38	28	-	-	148	100
제2의나라	18	14	10	9	7	6	6	6	93	51	26	22
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	10	87	58	40	34
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	48	48	47	206	190	194	185
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	51	52	237	217	204	220
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	194
기타	299	314	281	292	270	306	316	327	1,254	1,185	1,219	1,429
영업비용	582	671	582	614	574	611	586	601	2,571	2,448	2,372	2,426
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	237	980	947	923	926
인건비	180	183	179	179	172	174	175	175	745	720	696	711
마케팅비	102	144	105	121	114	124	116	118	487	470	473	511
기타	73	82	73	83	69	71	71	70	460	311	281	278
영업이익	4	111	66	35	50	83	63	87	-68	216	284	316
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1246.9%	-25.1%	-3.2%	148.1%	적지	흑전	31.6%	11.4%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	12.0%	9.8%	12.7%	-2.7%	8.1%	10.7%	11.5%
지배주주순이익	0	170	22	-166	76	81	66	85	-256	26	307	316
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	11.6%	10.2%	12.3%	-10.2%	1.0%	11.6%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주순이익 (십억원)	307	
Target P/E (배)	21	넥슨 2021년 P/E 평균 기준작 매출 하향 안정화 속 주요 신작 준비기
목표 시가총액 (십억원)	6,451	
주식 수 (천주)	85,954	
목표주가 (원)	75,000	
현재주가 (원)	55,900	
상승여력	34.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

PGR 밸류에이션으로 본다면

넷마블은 현재 PGR(시가총액/LTM 게임 총매출) 1.9배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 33% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 18% 할인된 수준이다. 과거 대비 업황이 좋지 않은 MMORPG와 성장성이 높지 않은 카지노 장르 비중이 높기에 절대적으로 높은 PGR을 기록하고 있지는 못하나 1) 높아진 Hit ratio와 꾸준한 신작 성과, 2) 비용 구조 개선에 따른 레버리지 효과 발생이 본격화되며 PGR 상승이 이어지고 있다. 하반기는 Hit ratio의 상승 속 앱수수료 인하에 따른 추가적인 수혜까지 기대할 수 있는 구간으로 2.5~3.0배 사이의 PGR 회복을 기대해볼 수 있다.

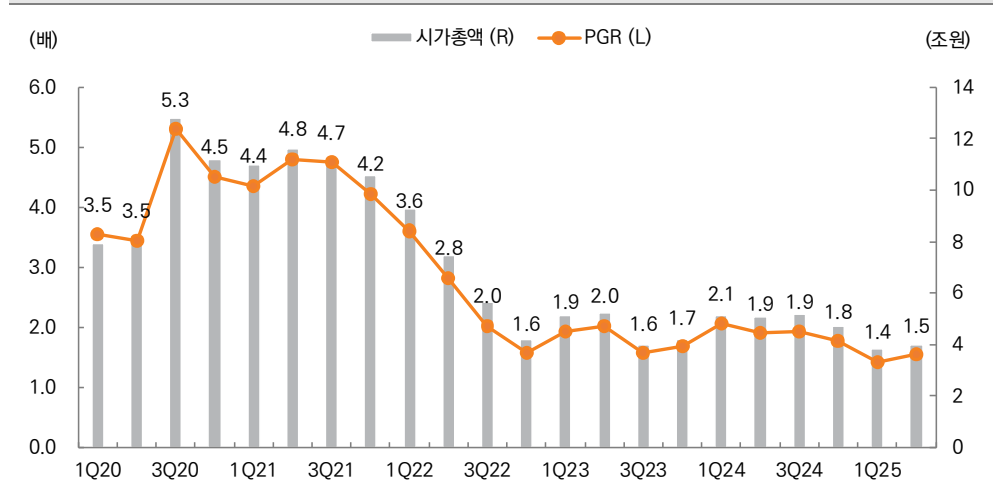
상장 초기였던 17년 하반기 PGR 고점 7.1배를 기록했다. 16년 말 출시한 동사의 메가 히트작 리니지2 레볼루션이 17년까지는 견조한 흐름을 보였으나 18년 이후 급격한 하향 안정화가 진행되기 시작하면서 18년 평균 PGR은 5.4배까지 하락했다.

19~21년 PGR은 4.3배 수준을 안정적으로 유지했다. 해당 시기에는 블&소 레볼루션(18년 12월 출시), 일곱개의대죄: 그랜드크로스(19년 6월 출시), 제2의나라(21년 6월 출시) 등 신규 IP 흥행에 성공했다. 또한 국내 MMORPG 시장 성장이 계속되던 시기로 기존작의 하향 안정화도 완만하게 진행되던 구간이다.

22~23년은 1) 주요 신작들의 연기(나혼렘, 아스달연대기 등), 2) 기존 주요 IP(리니지, 블&소, 7대죄, 제2의나라) 매출의 가파른 하향세, 3) 차입금 급증에 따른 재무 부담 증대, 4) 비대해진 인건비 부담 등의 영향으로 PGR 1.8배 수준까지 하락하였다. 24년 신작 성과(나혼렘)가 나타나기 시작하고 비용 최적화도 지속되면서 PGR 반등이 시작되었다.

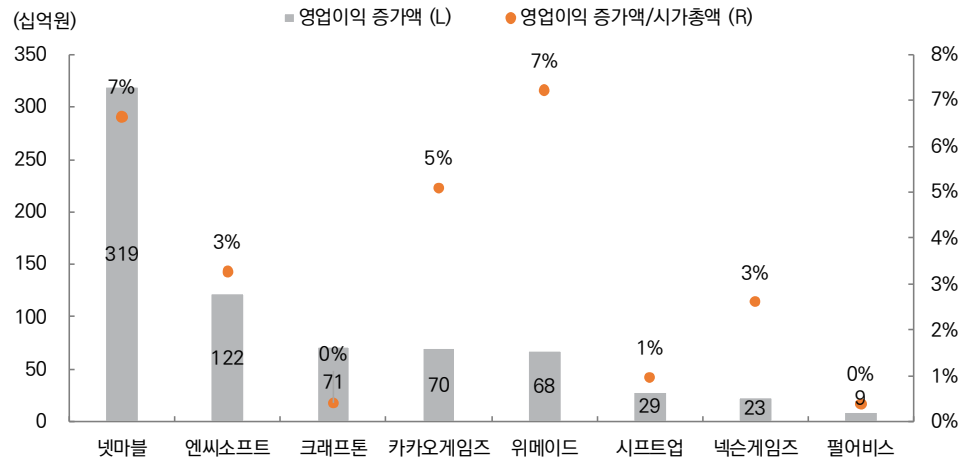
히스토리컬 PGR 저점은 1.2배로 3번을 기록(22년 10월, 23년 11월, 25년 3월)하며 동사의 락바텀 지점을 확인한 바 있다. 해당 멀티플로 현재 총매출 기준 락바텀을 계산할 시 3조 2,000억원이 산출된다.

그림 96. 넷마블 분기 PGR, 시가총액 추이



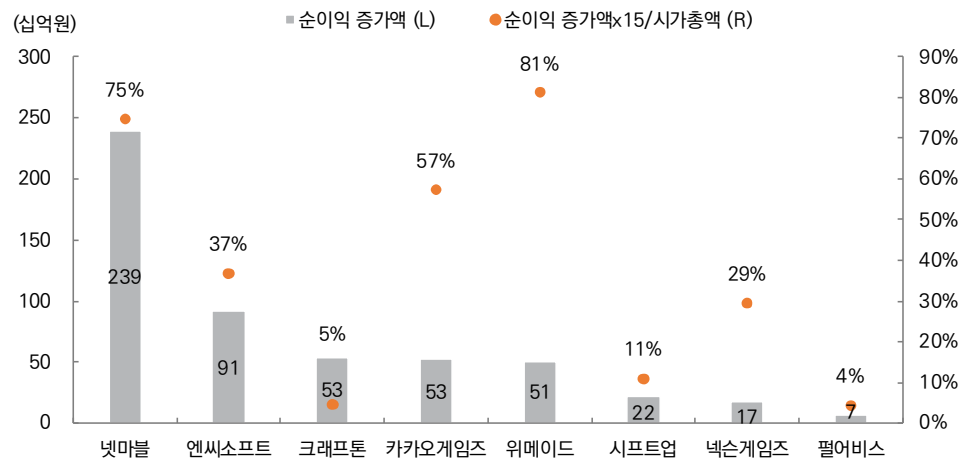
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 98. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 24년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,664	2,656	2,742	2,778
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,664	2,656	2,742	2,778
판매비와관리비	2,448	2,372	2,426	2,444
조정영업이익	216	284	316	335
영업이익	216	284	316	335
비영업손익	-140	122	105	112
금융손익	-89	-66	-46	-36
관계기업등 투자손익	109	183	145	142
세전계속사업손익	76	406	421	447
계속사업법인세비용	73	95	105	112
계속사업이익	3	312	316	335
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	3	312	316	335
지배주주	26	307	316	335
비지배주주	-22	5	0	0
총포괄이익	352	312	316	335
지배주주	371	329	334	354
비지배주주	-20	-17	-18	-19
EBITDA	370	411	443	462
FCF	270	554	395	410
EBITDA 마진율 (%)	13.9	15.5	16.2	16.6
영업이익률 (%)	8.1	10.7	11.5	12.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	11.6	11.5	12.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,115	1,378	1,705	2,041
현금 및 현금성자산	578	837	1,159	1,489
매출채권 및 기타채권	294	295	299	302
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	244	245	248
비유동자산	7,062	6,882	6,849	6,826
관계기업투자등	2,439	2,356	2,380	2,403
유형자산	340	403	458	518
무형자산	3,245	3,085	2,973	2,866
자산총계	8,177	8,261	8,554	8,867
유동부채	1,348	1,526	1,535	1,544
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	636	636	636
기타유동부채	582	767	775	783
비유동부채	1,355	983	986	989
장기금융부채	1,057	682	682	682
기타비유동부채	298	301	304	307
부채총계	2,703	2,509	2,521	2,533
지배주주지분	5,416	5,689	5,971	6,272
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,419	1,700	2,001
비지배주주지분	58	62	62	62
자본총계	5,474	5,751	6,033	6,334

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	288	617	450	470
당기순이익	3	312	316	335
비현금수익비용가감	382	253	243	239
유형자산감가상각비	53	0	0	0
무형자산상각비	101	127	127	127
기타	228	126	116	112
영업활동으로인한자산및부채의변동	-35	178	7	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-3	-3	-3
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-8	0	0
법인세납부	-29	-95	-105	-112
투자활동으로 인한 현금흐름	37	-31	-71	-81
유형자산처분(취득)	-17	-63	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	33	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-221	-409	-34	-34
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-375	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
현금의 증가	148	260	321	331
기초현금	430	578	837	1,159
기말현금	578	837	1,159	1,489

예상 주당가치 및 valuation (요약)

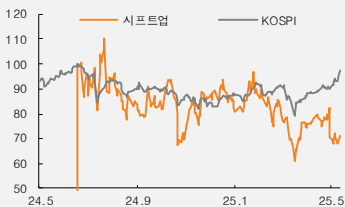
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	15.6	15.2	14.3
P/CF (x)	11.5	8.5	8.6	8.4
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	14.9	12.7	11.1	9.9
EPS (원)	298	3,574	3,675	3,900
CFPS (원)	4,482	6,567	6,497	6,681
BPS (원)	67,728	70,904	74,182	77,684
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	11.0	10.8	10.2
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	6.5	-0.3	3.2	1.3
EBITDA증가율 (%)	216.4	11.1	7.7	4.3
조정영업이익증가율 (%)	흑전	31.6	11.4	6.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,098.0	2.8	6.1
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.5	9.7	9.8
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,247.2	1,275.0	1,279.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	3.8	3.8	3.8
ROE (%)	0.5	5.5	5.4	5.5
ROIC (%)	0.3	6.6	7.6	8.2
부채비율 (%)	49.4	43.6	41.8	40.0
유동비율 (%)	82.7	90.3	111.1	132.2
순차입금/자기자본 (%)	18.4	6.2	0.6	-4.6
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	3.1	3.9	4.2

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 80,000원
현재주가(25/6/5)	50,500원
상승여력	58.4%

영업이익(25F,십억원)	246
Consensus 영업이익(25F,십억원)	212
EPS 성장률(25F,%)	32.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.7
P/E(25F,x)	14.0
MKT P/E(25F,x)	10.2
KOSPI	2,812.05
시가총액(십억원)	2,968
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	56.3
외국인 보유비중(%)	37.4
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	43,350
52주 최고가(원)	78,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.8	-11.6	0.0
상대주가	-17.0	-23.2	0.0



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

시프트업

대규모 업데이트 효과 기대

임박한 3가지 대형 이벤트

6/11일 니케 중국 첫 대규모 업데이트가 시작된다. 이번 업데이트는 글로벌 니케 기준으로는 반주년에 실시된 오버존 스토리 업데이트다. 지금까지 일반 캐릭터 1종(헬름)만 출시되었으나 뽑기 확률이 낮은 필그림 캐릭터 2종(도로시, 모더니아)이 추가될 예정이다. 출시 이후 가파른 매출 순위 상승을 예상된다.

6/12일에는 니케, 스텔라블레이드 쌍방향 콜라보 업데이트와 스텔라블레이드 PC 출시가 예정되어 있다. 이번 콜라보 업데이트로 니케는 니어 오토마타 콜라보 업데이트 당시의 매출을 뛰어넘을 것으로 기대된다. 스텔라블레이드는 사전 구매부터 돌풍을 일으켰기에 6월 내 100만장 판매는 무난하게 달성할 전망이다.

2분기 실적 서프라이즈 예상

매출액 1,050억원, 영업이익 800억원으로 컨센서스(매출액 912억원, 영업이익 669억원)를 각 15%, 20% 상회할 전망이다. 니케 글로벌 매출액이 360억원, 중국 매출액이 160억원(총매출 기준 일매출 14억원 가정)을 기록할 것이다. 스텔라블레이드 매출액은 500억원(PC 판매량 98만장 반영)을 기록할 전망이다.

니케 중국은 동사 및 퍼블리셔의 기대치를 충족시키는 성과를 기록 중인 것으로 추정된다. iOS 매출 순위가 낮다보니 초기 흥행에 실패한 것으로 보일 수 있으나 PC 매출 비중(30% 이상)이 높은 점에 대한 고려가 필요하다. 일반적인 중국 모바일 게임 iOS 매출 비중은 40% 수준이나 니케는 20% 초반에 불과한 상황이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 80,000원으로 하향

투자의견 '매수'를 유지하나 실적 기준 시점(25F→2H25~1H26F) 변경으로 목표주가를 98,000원에서 80,000원(타겟 P/E 24배 유지)으로 하향한다. 하반기 업종 내 차선호주로 제시한다. 25F P/E 14배로 밸류에이션 매력이 충분한 상황이다.

2분기 및 하반기 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다. 니케 중국 흥행의 장기화, 스텔라블레이드 중국 안착에 성공할 경우 중장기 리레이팅도 기대할 수 있다. 중국은 글로벌 최대 게임 시장이 되었으며 성장 잠재력은 여전하기 때문이다. 게임 내 매출 외에도 중국 내 굿즈 판매를 통한 IP 매출도 본격화될 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	327	293	402
영업이익 (십억원)	111	153	246	196	289
영업이익률 (%)	65.7	68.3	75.2	66.9	71.9
순이익 (십억원)	107	148	211	157	231
EPS (원)	2,132	2,717	3,609	2,690	3,948
ROE (%)	86.4	31.3	24.3	14.9	18.5
P/E (배)	-	23.3	14.0	18.8	12.8
P/B (배)	-	4.8	3.0	2.6	2.2
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

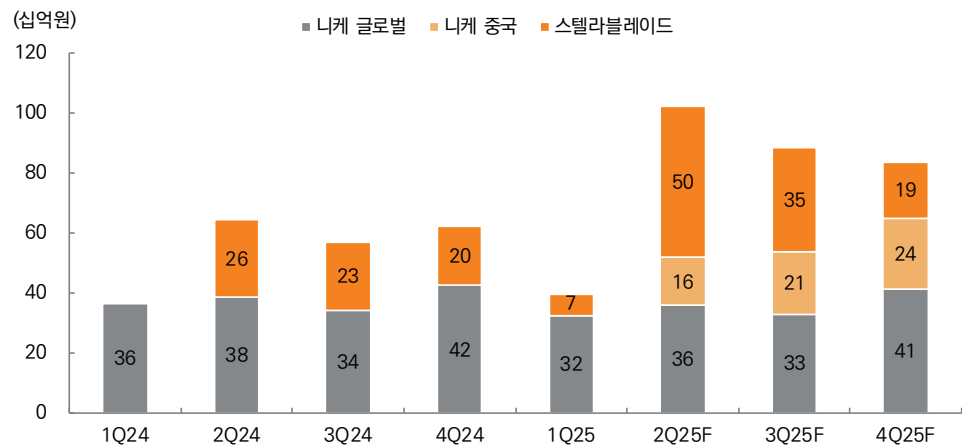
표 26. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	37	65	58	63	42	105	92	87	169	224	327	293	402
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	61%	58%	38%	155%	33%	46%	-10%	37%
니케	36	38	34	42	32	52	54	65	164	152	202	224	214
글로벌	36	38	34	42	32	36	33	41	164	152	142	138	135
중국	0	0	0	0	0	16	21	24	0	0	60	86	79
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	50	35	19	0	68	111	51	33
프로젝트 스파릿	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	3	3	4	4	4	13	19	23
영업비용	11	20	22	17	16	25	19	21	58	71	81	98	113
인건비	9	17	19	10	10	18	12	14	49	55	54	70	81
변동비	1	1	1	5	2	4	4	4	5	7	14	15	19
고정비	2	2	3	3	4	3	3	3	4	9	13	12	13
영업이익	26	45	36	46	26	80	73	67	111	153	246	196	289
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	78%	104%	45%	508%	37%	61%	-20%	47%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	76%	79%	76%	66%	68%	75%	67%	72%
지배주주순이익	25	40	23	60	27	67	61	56	107	148	211	157	231
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	64%	66%	64%	63%	66%	65%	54%	57%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 주요 게임 분기 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 밸류에이션

구분	내용	비고
2H25~1H26F 지배주주순이익 (십억원)	196	
Target P/E (배)	24	넥슨 2022년 P/E 평균 기존 IP 매출 반등+플랫폼 확장 시기
목표 시가총액 (십억원)	4,703	
주식 수 (천주)	58,782	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	50,500	
상승여력	58.4%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	224	327	293	402
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	224	327	293	402
판매비와관리비	71	81	98	113
조정영업이익	153	246	196	289
영업이익	153	246	196	289
비영업손익	26	16	1	0
금융손익	7	16	21	25
관계기업등 투자손익	0	-2	-21	-27
세전계속사업손익	179	262	197	289
계속사업법인세비용	31	51	39	58
계속사업이익	148	211	157	231
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	211	157	231
지배주주	148	211	157	231
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	148	211	157	231
지배주주	148	211	157	231
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	249	199	291
FCF	111	248	159	229
EBITDA 마진율 (%)	70.1	76.1	67.9	72.4
영업이익률 (%)	68.3	75.2	66.9	71.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	64.5	53.6	57.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	768	988	1,146	1,378
현금 및 현금성자산	289	356	514	742
매출채권 및 기타채권	113	86	86	90
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	546	546	546
비유동자산	36	35	35	34
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	3	2	2	2
무형자산	3	3	3	2
자산총계	804	1,023	1,181	1,412
유동부채	29	38	38	39
매입채무 및 기타채무	3	3	3	3
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	32	32	33
비유동부채	11	10	10	10
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	2	2	2
부채총계	39	48	48	49
지배주주지분	764	975	1,133	1,364
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	527	527	527
이익잉여금	219	430	587	818
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	764	975	1,133	1,364

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	114	250	161	231
당기순이익	148	211	157	231
비현금수익비용가감	16	37	20	34
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	34	17	31
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-44	35	0	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	24	-1	-1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-14	-51	-39	-58
투자활동으로 인한 현금흐름	-368	-3	-3	-2
유형자산처분(취득)	-3	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	427	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	0	0	0
현금의 증가	173	67	158	229
기초현금	116	289	356	514
기말현금	289	356	514	742

예상 주당가치 및 valuation (요약)

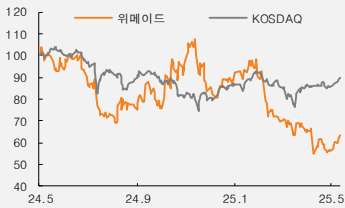
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	14.0	18.8	12.8
P/CF (x)	21.0	11.9	16.6	11.2
P/B (x)	4.8	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA (x)	21.8	8.4	9.7	5.8
EPS (원)	2,717	3,609	2,690	3,948
CFPS (원)	3,014	4,235	3,036	4,529
BPS (원)	13,104	16,678	19,367	23,315
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	32.9	45.8	-10.2	37.0
EBITDA증가율 (%)	38.2	58.6	-20.2	46.4
조정영업이익증가율 (%)	37.5	61.1	-20.4	47.4
EPS증가율 (%)	27.4	32.9	-25.5	46.8
매출채권 회전을 (회)	2.8	3.6	3.7	5.0
재고자산 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	29.4	23.1	14.3	17.8
ROE (%)	31.3	24.3	14.9	18.5
ROIC (%)	144.3	211.3	207.8	302.7
부채비율 (%)	5.2	4.9	4.3	3.6
유동비율 (%)	2,687.2	2,617.2	3,005.2	3,577.9
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-90.6	-91.9	-93.1
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	232.3	191.6	281.6

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 38,000원
현재주가(25/6/5)	27,550원
상승여력	37.9%

영업이익(25F, 십억원)	46
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	80
EPS 성장률(25F, %)	-90.9
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.7
P/E(25F, x)	54.3
MKT P/E(25F, x)	10.2
KOSDAQ	756.23
시가총액(십억원)	935
발행주식수(백만주)	34
유동주식비율(%)	60.0
외국인 보유비중(%)	8.5
베타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	23,650
52주 최고가(원)	46,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	16.5	-40.6	-36.3
상대주가	11.2	-47.3	-28.3



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

위메이드

과도한 저평가는 기회다

과도한 저평가 구간

위메이드는 현재 PGR(시가총액/LTM 게임 총매출) 1.0배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 62% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 32% 할인된 수준이다. 절대적인 저평가 구간에 접어들었다는 판단이다. 히스토리컬 PGR 저점은 0.9배로 현재와 큰 차이가 없다.

적극적인 체질 개선 작업을 통해 인건비, 지급수수료 부담이 크게 완화된 상황 속에서 연이은 신작 출시를 통한 가파른 수익성 개선이 기대되는 구간이다. 하반기 미드 나잇워커스, 미르M 중국 출시, 레전드 오브 이미르 글로벌 출시를 앞두고 있다. 미르5와 나이트크로우2 출시도 26년 이어질 전망이다.

앱수수료 인하 현실화 시 가장 큰 수혜주

국내외에서 애플과 구글의 과도한 앱수수료에 대한 비판과 소송들이 이어짐에 따라 앱수수료 인하의 가능성이 커지고 있다고 판단한다. 앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다.

24년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7% 상승하게 된다. 특히 모바일 매출 비중이 73%에 달하는 동사의 경우 드라마틱한 수익성 개선을 경험할 수 있다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 동사의 24년 지급수수료는 700억원 가량이 감소했을 것이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 38,000원으로 상향

신작 가정치를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 32,000원에서 38,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향하며, 하반기 업종 중소형주 Top Pick으로 제시한다. 26F P/E 16배 수준에서 거래 중이다. 장기간 진행된 디레이팅으로 주가 하방은 제한적이거나 신작 흥행 성과에 따른 큰 폭의 업사이드를 기대할 수 있는 구간이다.

미르M 중국, 이미르 글로벌, 미르5, 나이트크로우2 출시로 이어지는 신작 모멘텀이 본격적으로 발생할 것이다. 중국 게임 시장의 고성장이 지속됨에 따라 중국 잠재력이 높은 게임사에 대한 리레이팅을 예상한다. 중국에서 현재도 인기가 있는 IP를 가진 게임사는 제한적이다. 미르4 중국 진출 가능성도 여전히 존재하는 상황이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	605	712	647	731	732
영업이익 (십억원)	-110	7	46	84	59
영업이익률 (%)	-18.2	1.0	7.1	11.5	8.1
순이익 (십억원)	-200	188	17	59	39
EPS (원)	-5,931	5,552	507	1,727	1,145
ROE (%)	-63.9	55.6	3.9	12.3	7.4
P/E (배)	-	6.3	54.3	16.0	24.1
P/B (배)	7.8	2.7	2.1	1.8	1.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 28. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	161	171	214	165	142	122	173	209	605	712	647	731
(% YoY)	71.8%	7.6%	-9.0%	41.4%	-12.1%	-28.6%	-19.1%	26.9%	30.6%	17.6%	-9.2%	13.0%
게임	152	166	128	110	139	119	120	156	480	557	534	617
라이선스	1	2	84	52	1	1	51	51	111	138	104	104
블록체인	7	2	1	1	1	1	1	1	9	11	4	4
기타	1	1	2	1	1	1	1	1	5	5	5	6
영업비용	199	196	163	148	153	143	146	158	716	705	601	647
인건비	63	60	59	48	55	55	55	56	242	229	221	225
지급수수료	96	97	72	62	54	48	48	59	307	327	208	233
마케팅비	15	15	13	15	18	14	16	17	73	58	65	78
D&A	5	5	5	6	12	12	12	12	23	21	47	49
세금과 공과	4	3	2	3	2	2	2	2	7	12	8	10
기타	17	17	12	14	13	13	13	13	64	59	51	53
영업이익	-38	-24	52	17	-11	-21	27	51	-110	7	46	84
(% YoY)	적지	적지	14.1%	흑전	적지	적지	-46.9%	197.1%	적지	흑전	549.1%	82.7%
영업이익률	-23.3%	-14.1%	24.2%	10.3%	-8.0%	-17.1%	15.9%	24.2%	-18.2%	1.0%	7.1%	11.5%
지배주주순이익	-56	4	42	198	-22	-19	20	38	-200	188	17	59
순이익률	-34.6%	2.4%	19.6%	120.2%	-15.8%	-15.3%	11.5%	18.4%	-33.1%	26.5%	2.7%	8.0%

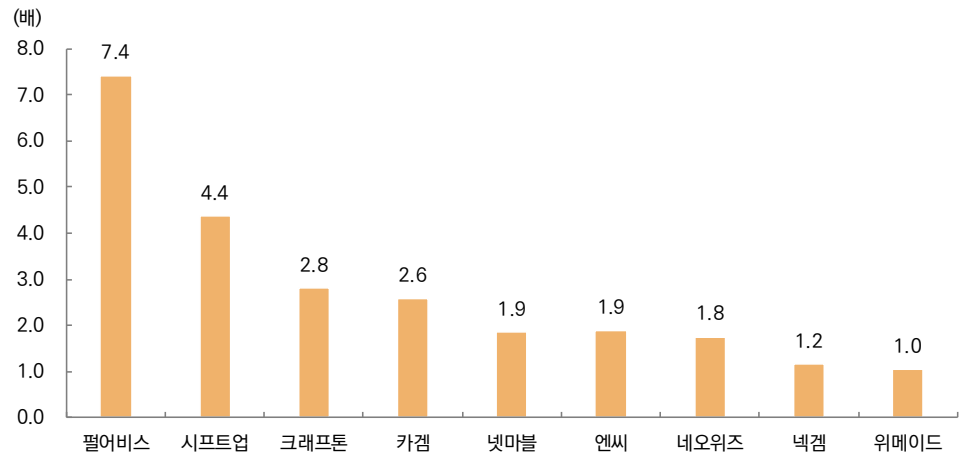
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	59	
Target P/E (배)	22	넥슨 2H22~1H23 P/E 평균 외자 판호 획득 통한 중국으로의 재진출 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,290	
주식 수 (천주)	33,948	
목표주가 (원)	38,000	
현재주가 (원)	27,550	
상승여력	37.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. 국내 주요 게임사 PGR 현황



자료: 미래에셋증권 리서치센터

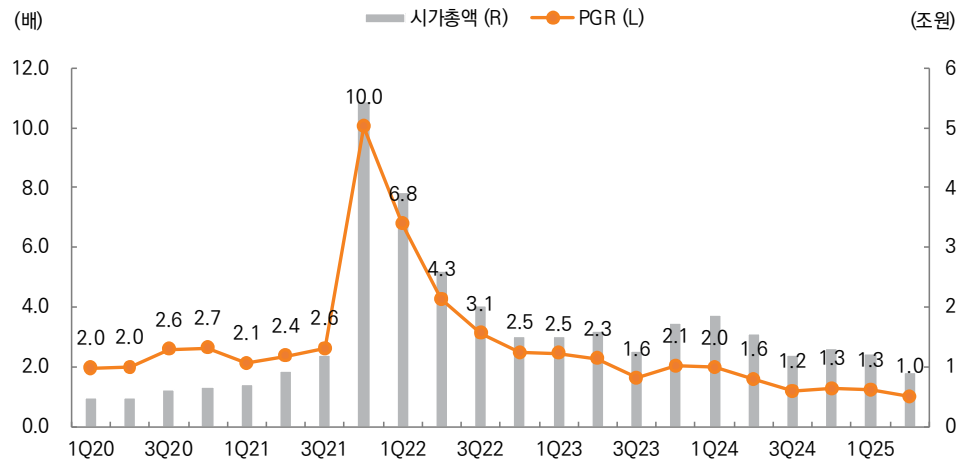
PGR 밸류에이션으로 본다면

위메이드는 현재 PGR(시가총액/LTM 게임 총매출) 1.0배로 국내 주요 9개 게임사 평균 대비 62% 할인된 수준에서 거래 중이다. 동사의 최근 2개년 평균 대비로는 32% 할인된 수준이다. 절대적인 저평가 구간에 접어들었다. 히스토리컬 PGR 저점은 0.9배로 현재와 큰 차이가 없다.

21년 하반기 PGR 고점 14.6배를 기록했다. 해당 시기는 21년 8월 출시한 미르4 글로벌 흥행이 본격화되고, 가상자산 열풍에 따른 위믹스 사업이 부각받던 시기다. P2E와 관련한 사업을 하기 전에는 2.0~2.5배 수준의 PGR을 유지했다.

22년 이후 위믹스와 관련한 사업들이 좌초되기 시작하면서 디레이팅이 1.0배 수준까지 발생했으나 해당 기간 동안 게임 부문의 매출 규모와 Hit ratio는 꾸준히 상승했다. 게임 부문에 대한 집중이 이어지면서 인건비의 매출액 대비 부담도 유의미하게 감소했다. 미르M 중국, 이미르 글로벌, 미르5 등의 출시가 다가오는 시기로 리레이팅이 기대되는 구간이다.

그림 101. 위메이드 분기 PGR, 시가총액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

위메이드 (112040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	712	647	731	732
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	712	647	731	732
판매비와관리비	705	601	647	673
조정영업이익	7	46	84	59
영업이익	7	46	84	59
비영업손익	149	-9	0	0
금융손익	-7	-5	-1	2
관계기업등 투자손익	24	-4	1	-2
세전계속사업손익	156	37	84	59
계속사업법인세비용	-26	12	17	12
계속사업이익	182	25	67	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	182	25	67	47
지배주주	188	17	59	39
비지배주주	-7	8	8	8
총포괄이익	134	25	67	47
지배주주	141	26	71	50
비지배주주	-7	-1	-4	-2
EBITDA	28	65	102	77
FCF	-82	182	100	79
EBITDA 마진율 (%)	3.9	10.0	14.0	10.5
영업이익률 (%)	1.0	7.1	11.5	8.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.4	2.6	8.1	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	551	741	843	816
현금 및 현금성자산	271	457	550	513
매출채권 및 기타채권	128	128	132	136
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	152	156	161	167
비유동자산	1,325	1,304	1,299	1,300
관계기업투자등	53	55	56	58
유형자산	115	107	105	104
무형자산	502	495	490	489
자산총계	1,876	2,045	2,143	2,115
유동부채	981	1,036	1,062	982
매입채무 및 기타채무	85	88	90	93
단기금융부채	230	232	233	129
기타유동부채	666	716	739	760
비유동부채	63	153	157	162
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	53	143	147	152
부채총계	1,044	1,188	1,219	1,144
지배주주지분	429	447	505	544
자본금	17	17	17	17
자본잉여금	165	165	165	165
이익잉여금	203	220	279	317
비지배주주지분	403	410	419	427
자본총계	832	857	924	971

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	-80	185	107	88
당기순이익	182	25	67	47
비현금수익비용가감	-99	36	36	27
유형자산감가상각비	12	10	10	10
무형자산상각비	9	9	9	9
기타	-120	17	17	8
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-75	140	21	23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-58	-4	-4	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-90	-12	-17	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	55	-4	-14	-19
유형자산처분(취득)	-2	-3	-7	-9
무형자산감소(증가)	2	-2	-4	-7
장단기금융자산의 감소(증가)	-38	1	-3	-3
기타투자활동	93	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-25	2	2	-104
장단기금융부채의 증가(감소)	-25	2	2	-104
자본의 증가(감소)	-7	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	7	0	0	0
현금의 증가	-44	186	93	-36
기초현금	315	271	457	550
기말현금	271	457	550	513

예상 주당가치 및 valuation (요약)

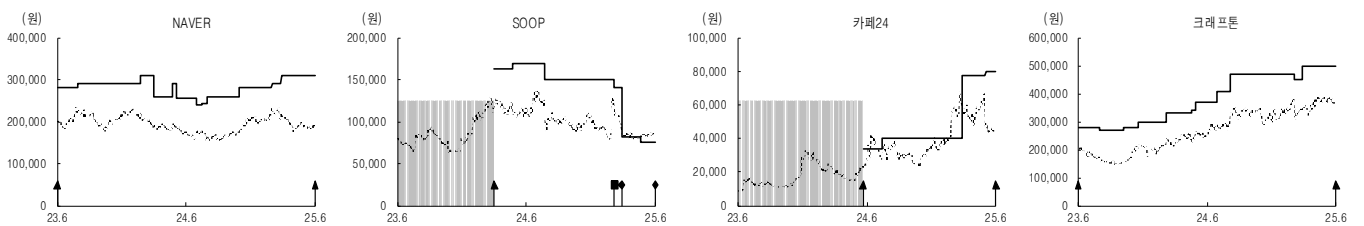
	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	6.3	54.3	16.0	24.1
P/CF (x)	14.4	15.4	9.1	12.5
P/B (x)	2.7	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA (x)	54.0	16.4	9.6	11.9
EPS (원)	5,552	507	1,727	1,145
CFPS (원)	2,441	1,792	3,042	2,199
BPS (원)	12,920	13,427	15,155	16,300
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	17.6	-9.2	13.0	0.2
EBITDA증가율 (%)	흑전	133.4	57.1	-24.3
조정영업이익증가율 (%)	흑전	549.1	82.7	-29.5
EPS증가율 (%)	흑전	-90.9	240.6	-33.7
매출채권 회전율 (회)	8.3	5.5	6.0	5.8
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	11.0	1.3	3.2	2.2
ROE (%)	55.6	3.9	12.3	7.4
ROIC (%)	-18.3	17.1	47.2	39.5
부채비율 (%)	125.5	138.7	131.9	117.8
유동비율 (%)	56.1	71.6	79.5	83.0
순차입금/자기자본 (%)	-10.7	-32.5	-40.2	-45.4
조정영업이익/금융비용 (x)	0.5	3.2	5.8	5.2

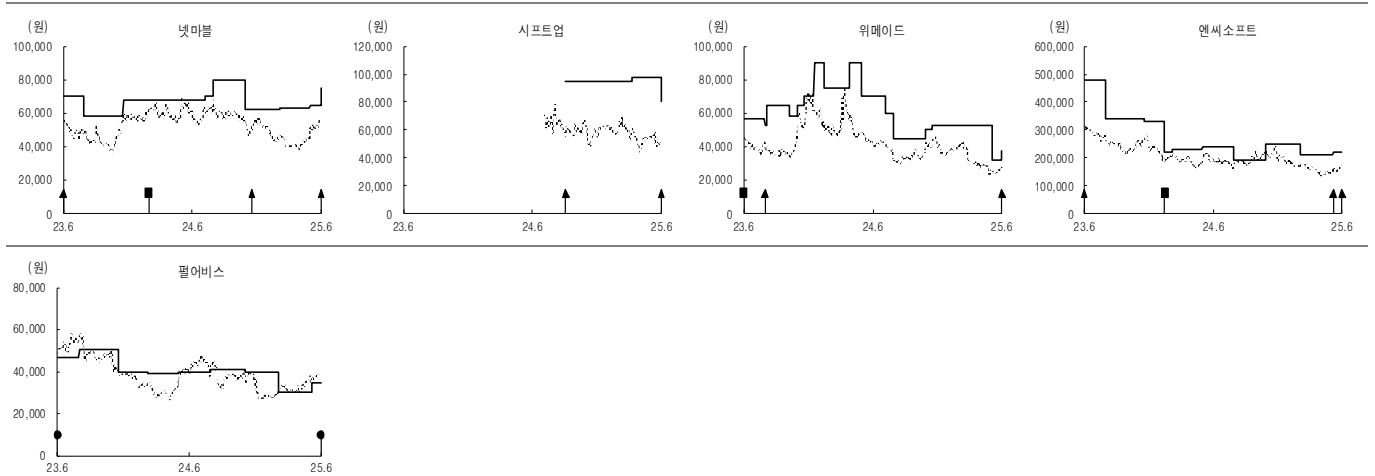
자료: 위메이드, 미래에셋증권 리서치센터

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26
2025.03.06	매수	310,000	-	-	2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17	2023.03.15	매수	70,000	-17.62	3.00
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	시프트업 (462870)				
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	2025.06.09	매수	80,000	-	-
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57	2025.03.17	매수	98,000	-46.02	-38.06
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04	2024.09.11	매수	95,000	-37.11	-27.58
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08	위메이드 (112040)				
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2025.06.09	매수	38,000	-	-
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2025.05.14	매수	32,000	-21.00	-13.91
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2024.11.25	매수	53,000	-33.41	-12.45
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2024.11.06	매수	50,000	-18.80	-16.30
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79	2024.08.07	매수	45,000	-24.56	-10.89
SOOP (067160)					2024.07.15	매수	60,000	-37.13	-32.33
2025.04.30	매도	75,000	-	-	2024.05.09	매수	70,000	-38.62	-31.07
2025.03.06	매도	82,000	1.15	6.10	2024.04.05	매수	90,000	-45.80	-36.78
2025.02.13	Trading Buy	140,000	-25.34	-22.14	2024.01.24	매수	75,000	-26.54	1.47
2024.07.31	매수	150,000	-34.28	-14.73	2023.12.26	매수	90,000	-36.05	-29.56
2024.04.30	매수	170,000	-30.91	-19.41	2023.11.27	매수	70,000	-6.64	2.14
2024.03.11	매수	163,000	-27.05	-21.78	2023.11.09	매수	65,000	-14.52	-8.00
카페24 (042000)					2023.10.17	매수	58,000	-32.20	-8.45
2025.05.12	매수	80,000	-	-	2023.08.14	매수	65,000	-44.48	-40.31
2025.03.06	매수	78,000	-28.76	-14.62	2023.08.09	매수	53,000	-29.10	-28.11
2024.07.23	매수	40,000	-9.74	71.25	2023.05.11	Trading Buy	57,000	-26.12	-16.75
2024.05.29	매수	34,000	-3.78	22.79	엔씨소프트 (036570)				
크라프톤 (259960)					2025.05.14	매수	220,000	-	-
2025.03.06	매수	500,000	-	-	2025.02.12	Trading Buy	210,000	-25.64	-15.05
2025.02.12	매수	450,000	-26.63	-23.56	2024.11.05	Trading Buy	250,000	-20.68	-2.20
2024.08.13	매수	470,000	-29.55	-18.51	2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16
2024.07.08	매수	410,000	-30.65	-28.17	2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2024.05.09	매수	370,000	-28.34	-19.73	2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2024.04.26	매수	340,000	-26.91	-23.53	2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2024.02.13	매수	330,000	-27.89	-21.21	2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2023.11.27	매수	300,000	-31.43	-25.67	2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2023.10.17	매수	280,000	-35.55	-25.00	2023.05.15	매수	480,000	-36.30	-19.06
2023.08.10	매수	270,000	-42.91	-39.59	펄어비스 (263750)				
2023.05.11	매수	280,000	-32.47	-26.61	2025.05.14	중립	35,000	-	-
넷마블 (251270)					2025.02.11	중립	30,000	8.82	27.33
2025.06.09	매수	75,000	-	-	2024.11.12	중립	40,000	-19.93	-0.25
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00	2024.08.08	중립	41,000	-7.49	10.61
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92	2024.05.10	중립	40,000	7.18	19.00
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45	2024.02.15	중립	39,000	-22.17	-9.23
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39	2023.11.27	중립	40,000	-9.02	-1.25
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00	2023.08.10	중립	51,000	-6.34	13.53
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86	2023.02.15	중립	47,000	2.22	23.83
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06					

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





투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가 상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트, 넷마블, 크래프톤, NAVER 울(을) 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.