

# 게임 (비중확대/유지)

## 30% 앱수수료 체제의 붕괴 임박

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

<b>I. Investment Summary</b>	<b>3</b>
<b>II. 밸류에이션 및 투자전략</b>	<b>6</b>
밸류에이션	6
투자 매력도: 중국, 일본, 국내 순	8
국내 게임사 투자전략	9
<b>III. 글로벌 게임시장 현황</b>	<b>12</b>
동영상 플랫폼과의 경쟁 강도 심화	12
중국 시장은 고속 성장	13
<b>IV. 중국 게임사의 약진</b>	<b>14</b>
판호 발급 증가와 내수 시장 내 우위 유지	14
적극적인 AI 도입과 개발 생산성 향상	16
내수, 글로벌 동시 공략으로 고성장세 유지	17
<b>V. 생성형 AI 도입 현황</b>	<b>21</b>
게임 내 도입 본격화	21
급격한 생산성 증대(Q↑)	25
비용 효율화(C↓)	28
<b>VI. 플랫폼 수수료 인하</b>	<b>32</b>
붕괴가 임박한 30% 수수료 정책	32
국내 게임사 수수료 인하 수혜 양상	37
순수 게임 개발사도 상당한 수혜	40
PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 것	42
<b>Global Company Analysis</b>	<b>44</b>
넷마블	45
엔씨소프트	51
시프트업	57
네오위즈	64

## I. Investment Summary

### 키워드: 경쟁 심화, AI 상용화, 앱수수료 인하

게임과 동영상 플랫폼과의 경쟁이 격화됨에 따라 26년에도 전체 게임 시장 성장률은 3% 수준에 그칠 전망이다. 더 적은 노력을 들이고 도파민을 맛보려는 행태가 심화됨에 따라 하드코어 게임에 대한 유저 이탈이 이어지고 있다. 다만 생성형 AI 상용화에 따른 수익성 개선이 본격화됨에 따라 글로벌 게임사들의 이익 고성장은 지속될 전망이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 자체 결제가 실질적으로 허용됨에 따라 유저의 자체 결제 이용 비중의 급격한 상승을 예상한다. 엔씨는 11월 리니지M, 2M, W의 자체결제를 전격적으로 도입했다. 엔씨 모바일 유저의 자체 결제 비중은 26년말 과반 이상이 될 전망이다.

### 중국 게임사에 대한 관심 필요

글로벌 게임사 투자 매력도는 1) 중국 게임사, 2) 일본 게임사, 3) 국내 게임사 순이다. 일본 게임사는 건조한 성장을 지속 중이며 미래 실적에 대한 가시성도 높으나 밸류에이션 부담이 존재한다. 연이은 인수 합병으로 인해 서구권 게임사는 선택지 자체가 제한적이다. 국내 게임사는 26년 실적에 대한 가시성이 낮으며 신작 공백이 우려되는 구간이다.

1) 적극적인 정부 지원, 2) 중국 게임 시장 고성장 수혜, 3) 적극적인 AI 도입에 따른 생산성 증대 효과가 나타나고 있는 중국 게임사의 투자 매력도가 가장 높다. 탑라인, 바텀라인 고속 성장이 26년에도 지속될 전망이다. 중국 게임사들의 26F 평균 P/E는 16배 수준으로 25배 수준을 이미 받고 있는 일본 게임사 대비 매력적이다. 중국 및 글로벌에서의 성과를 입증하고 있는 넷이즈, 플랫폼 사업까지 영위하는 XD에 대한 관심을 가져볼 시기가.

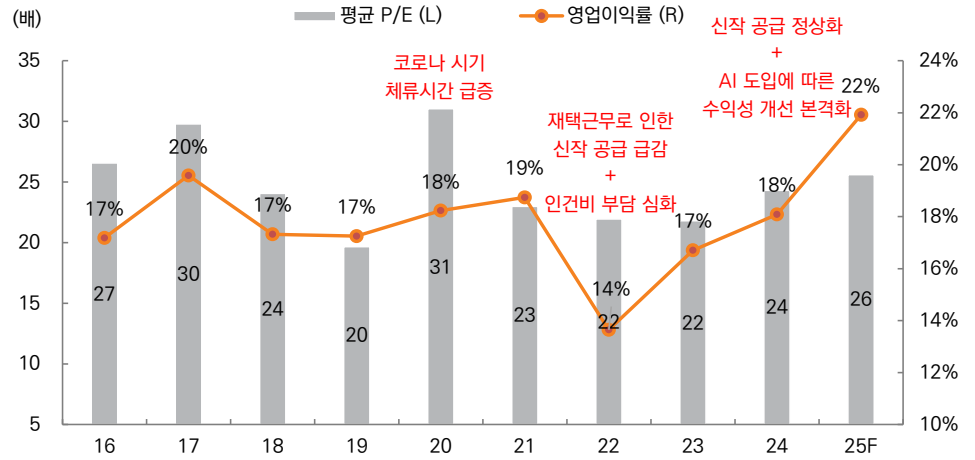
### 국내 앱수수료 절감만이 희망

국내 게임사는 잦은 연기로 인해 26년 실적에 대한 가시성이 중국, 일본 게임사보다 낮다. 또한 단일 IP에 대한 의존도가 높은 게임사가 대부분으로 1) 동종 장르 글로벌 흥행작 등장에 따른 유저 이탈 가능성, 2) 라이프사이클 정점 통과에 따른 매출 및 트래픽의 가파른 하향 안정화 가능성이 존재한다. 그렇기에 다양한 파이프라인을 갖춘 일본, 중국 게임사의 밸류에이션을 바로 따라잡기에는 무리가 있다.

앱수수료 인하가 유일한 희망이다. 앱수수료가 17%까지 하락할 경우 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승할 전망이다. 구글, 애플의 30% 수수료를 체제에 금이 가기 시작함에 따라 자체 결제로의 전환이 잇따를 것이다. 업종 Top Pick으로는 수수료 절감의 효과가 가장 크게 나타날 넷마블을 지속 제시한다. 1) 앱수수료 인하 최대 수혜, 2) 높은 실적 가시성과 낮은 밸류에이션, 3) 임박한 7대최 오리진 출시 모멘텀이 투자포인트다.

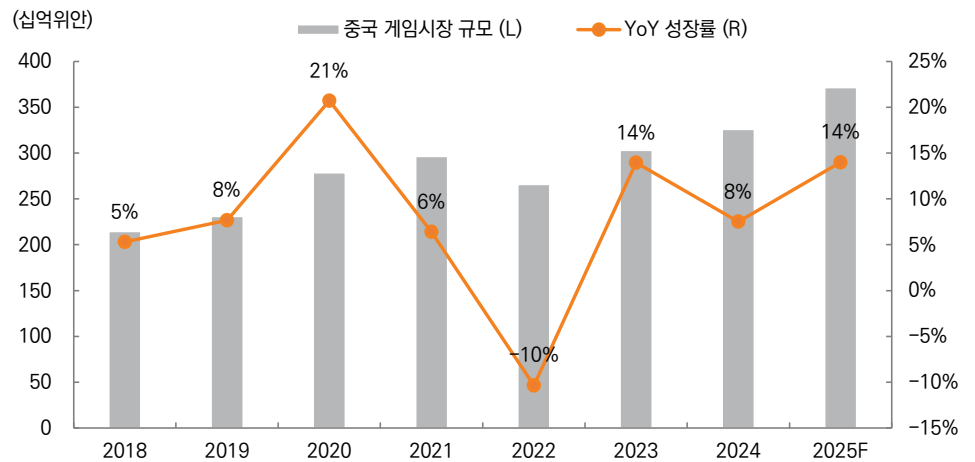
### Key Chart

그림 1. 글로벌 주요 게임사 P/E, 영업이익률 추이



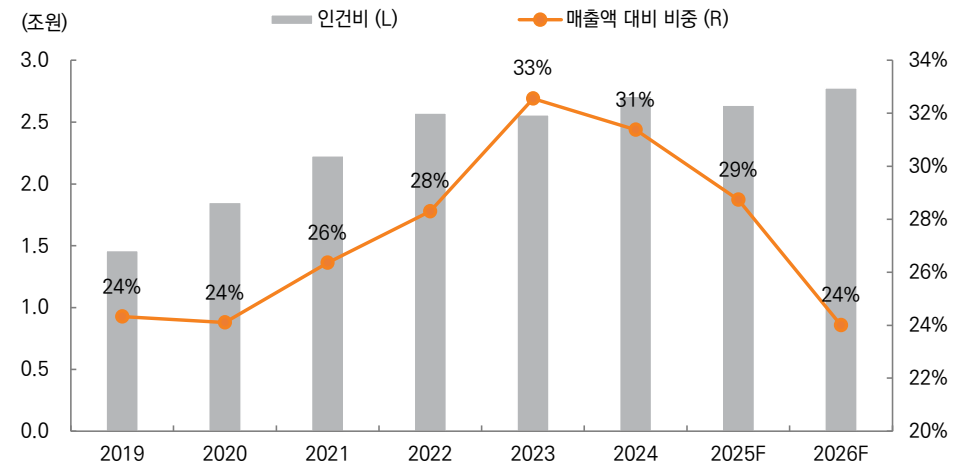
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 중국 게임 시장 규모 추이



자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 국내 주요 6개 게임사 합산 연간 인건비, 매출액 대비 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

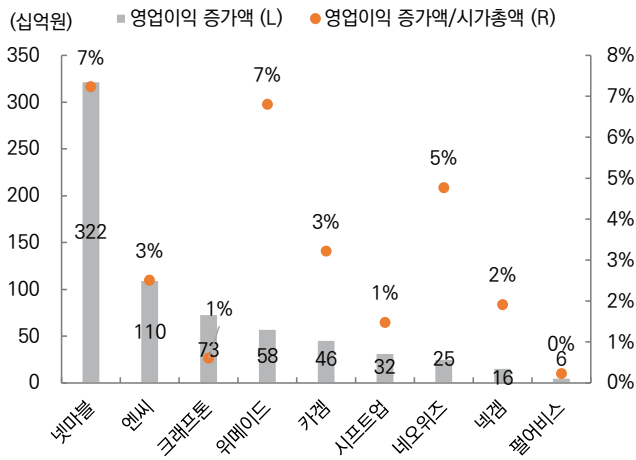
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

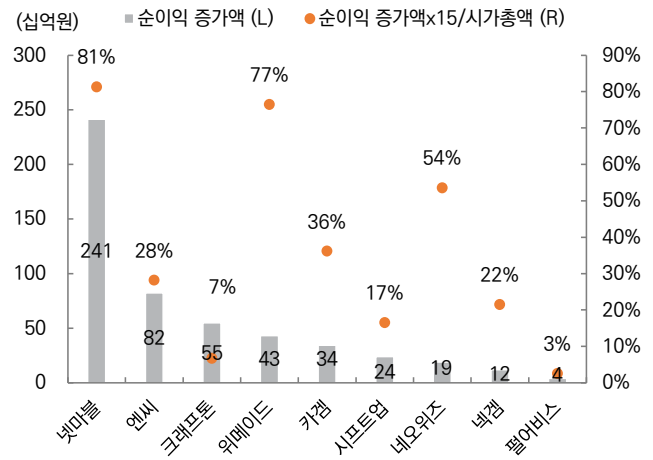
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 5. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

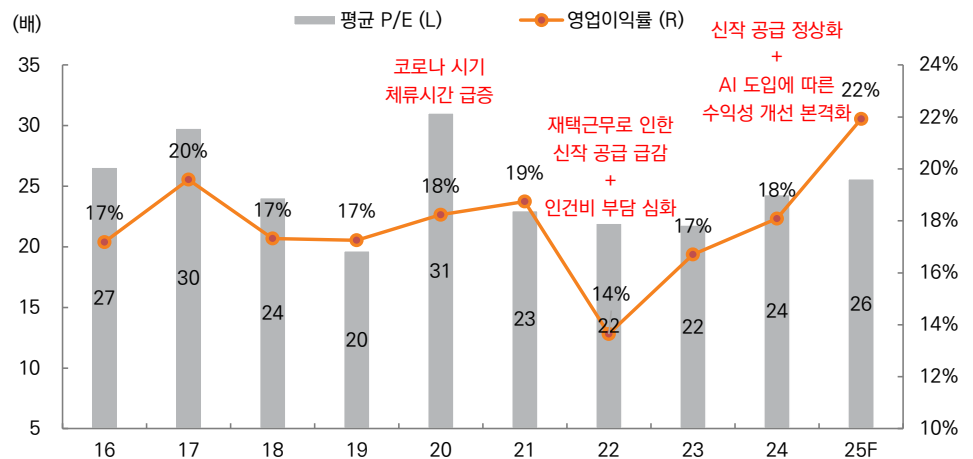
## II. 밸류에이션 및 투자전략

### 밸류에이션

글로벌 게임사 전반의 밸류에이션은 20년 코로나 시기 사람들의 실내 체류시간 급증에 따른 수혜로 리레이팅이 되었으나, 22~23년 재택근무 영향에 따른 신작 공급 감소 및 인건비 부담 심화로 디레이팅이 발생하였다. 24년 이후로는 생성형 시가 본격적으로 활용되기 시작하면서 수익성 개선 본격화에 따른 점진적 리레이팅이 이어지고 있다.

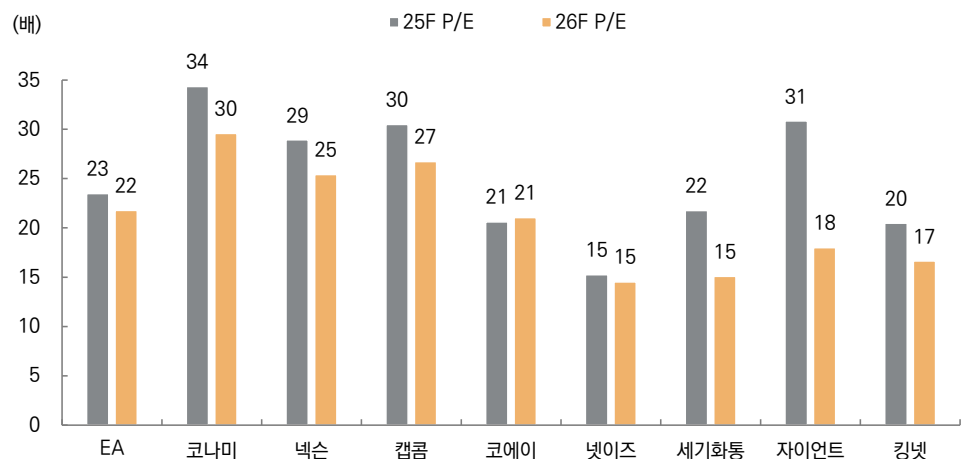
숏폼 플랫폼과의 경쟁이 심화됨에 따라 산업 성장세 둔화는 불가피해 보이나 생성형 AI 상용화로 게임사들의 이익 고성장세는 지속될 전망이다. 또한 게임사들의 마진을 급격하게 개선시킬 수 있는 앱수수료 인하가 가시권으로 들어오고 있다. 26년에도 글로벌 게임 업종의 점진적인 리레이팅이 발생할 전망이다.

그림 6. 글로벌 주요 게임사 P/E, 영업이익률 추이



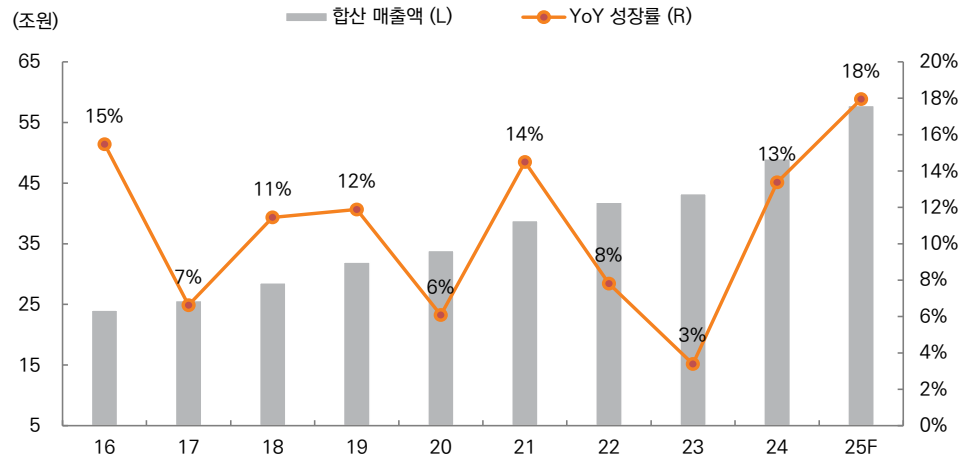
주: 글로벌 주요 10개 게임사 EA, 코나미, 넥슨, 반다이남코, 캡콤, 사이버에이전트, 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터랙티브로 계산  
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 주요 게임사 25F, 26F P/E



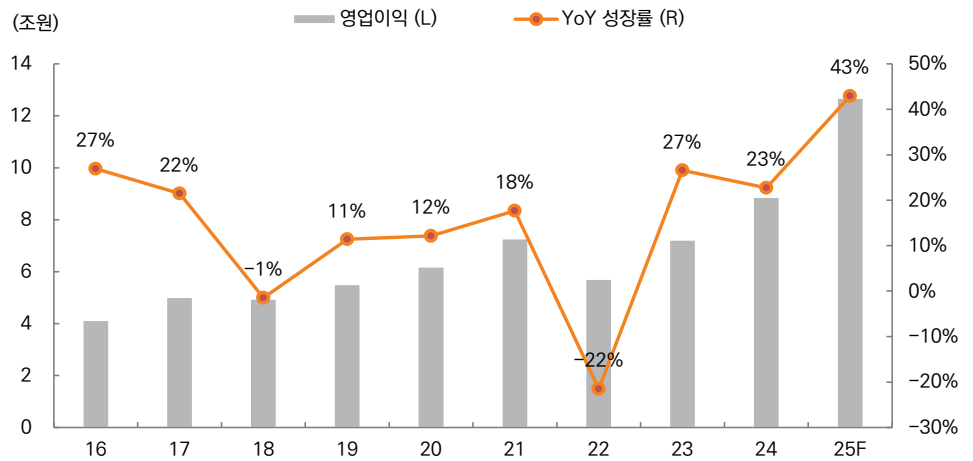
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 8. 글로벌 주요 게임사 합산 매출액, YoY 성장률 추이**



주: 글로벌 주요 10개 게임사 EA, 코나미, 넥슨, 반다이남코, 캡콤, 사이버에이전트, 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터테인먼트로 계산  
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 9. 글로벌 주요 게임사 합산 영업이익, YoY 성장률 추이**



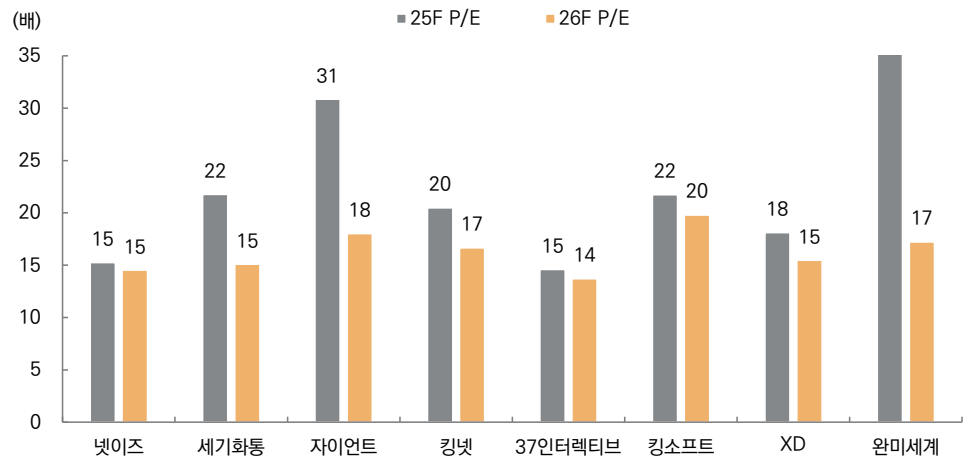
주: 글로벌 주요 10개 게임사 EA, 코나미, 넥슨, 반다이남코, 캡콤, 사이버에이전트, 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터테인먼트로 계산  
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### 투자 매력도: 중국, 일본, 국내 순

글로벌 게임사 투자 매력도는 1) 중국 게임사, 2) 일본 게임사, 3) 국내 게임사 순이다. 일본 게임사는 견조한 성장을 지속 중이며 미래 실적에 대한 가시성도 높으나 밸류에이션 부담이 존재한다. 연이은 인수 합병으로 인해 서구권 게임사는 선택지 자체가 제한적이다. 국내 게임사는 26년 실적에 대한 가시성이 낮으며 신작 공백이 우려되는 구간이다.

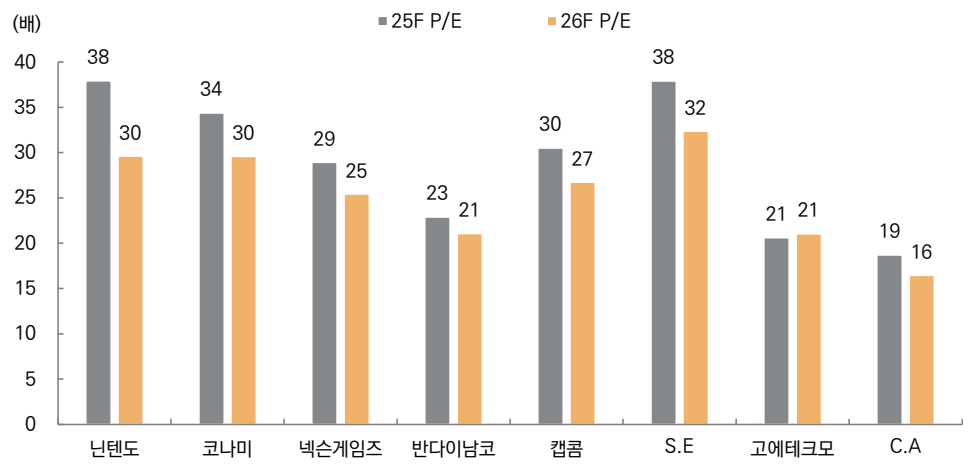
1) 적극적인 정부 지원, 2) 중국 게임 시장 고성장 수혜, 3) 적극적인 AI 도입에 따른 생산성 증대 효과가 나타나고 있는 중국 게임사의 투자 매력도가 가장 높다. 탑라인, 바텀라인 고속 성장이 26년에도 지속될 전망이다. 중국 게임사들의 26F 평균 P/E는 16배 수준으로 25배 수준을 이미 받고 있는 일본 게임사 대비 매력적이다. 중국 및 글로벌에서의 성과를 입증하고 있는 넷이즈, 플랫폼 사업까지 영위하는 XD에 대한 관심을 가져볼 시기다.

그림 10. 중국 주요 게임사 25F, 26F P/E



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 일본 주요 게임사 25F, 26F P/E



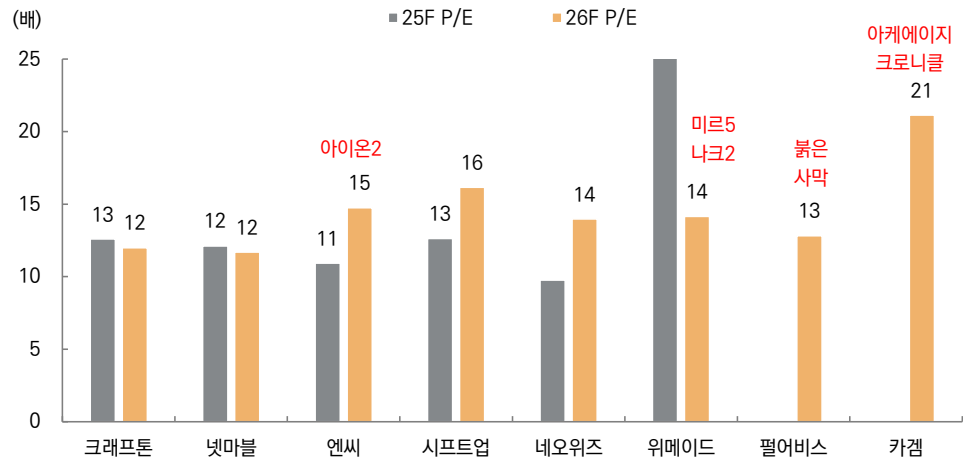
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

### 국내 게임사 투자전략

국내 게임사는 잦은 연기로 인해 26년 실적에 대한 가시성이 중국, 일본 게임사보다 낮다. 또한 단일 IP에 대한 의존도가 높은 게임사가 대부분으로 1) 동종 장르 글로벌 흥행작 등장에 따른 유저 이탈 가능성, 2) 라이프사이클 정점 통과에 따른 매출 및 트랙픽의 가파른 하향 안정화 가능성이 존재한다. 그렇기에 다양한 파이프라인을 갖춘 일본, 중국 게임사의 밸류에이션을 바로 따라잡기에는 무리가 있다.

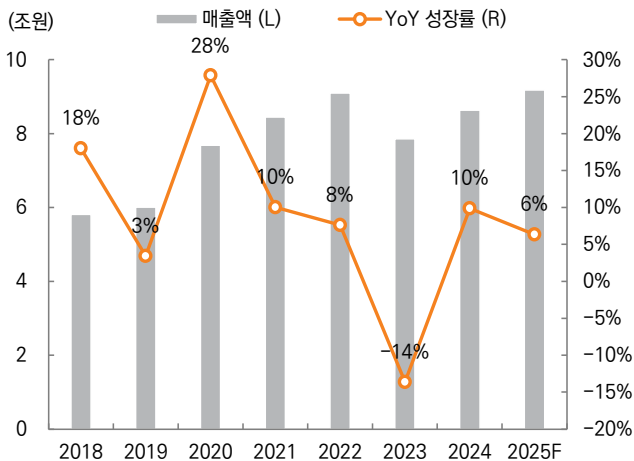
그래도 앱수수료 인하가 현실화될 경우 큰 폭의 이익 개선은 가능할 전망이다. 구글, 애플의 공고했던 30% 수수료율 체제에 금이 가기 시작함에 따라 자체 결제로의 전환이 잇따를 것이다. 업종 Top Pick으로는 수수료 절감의 효과가 가장 크게 나타날 넷마블을 지속 제시한다. 1) 앱수수료 인하 최대 수혜, 2) 높은 실적 가시성과 낮은 밸류에이션, 3) 임박한 7대 좌 오리지 출시 모멘텀이 투자포인트다.

그림 12. 국내 주요 게임사 25F, 26F P/E



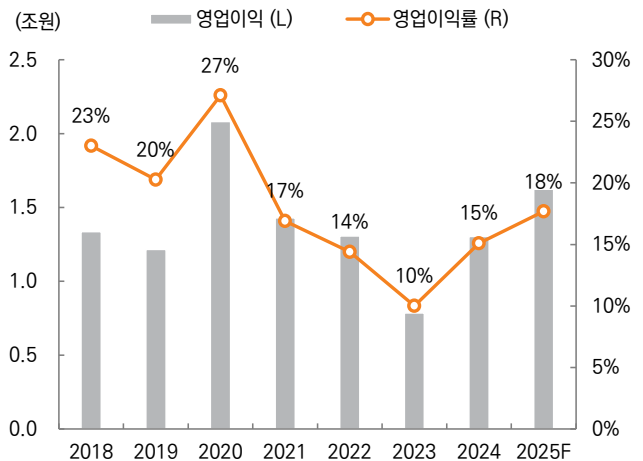
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 국내 주요 6개 게임사 합산 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 국내 주요 6개 게임사 연간 영업이익, 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 주요 게임사 기대작 타임라인

	1H25	2H25	2026	시기미정
크래프톤	3/28 인조이	-	팰월드 모바일 서브노티카2	블랙버짓 눈물을 마시는 새
시프트업	5/22 니케 중국 6/11 스텔라블레이드 PC	-	-	스텔라 블레이드2 스피릿
엔씨소프트	-	11/19 아이온2(MMO)	브레이커스 타임테이커스 신더시티 아이온2 글로벌 린M, 2M 중국, 린W 동남아	호라이즌 스틸 프론티어스
넷마블	3/22 RF 온라인 넥스트 5/15 세븐나이츠 리버스 5/21 왕좌의 게임	8/26 뱀피르(MMO) 9/18 세븐나이츠 리버스 글로벌 11/25 나훈랩 PC/콘솔	1/28 7대죄 오리진 몬칼: STAR DIVE 프로젝트 SOL 이블베인 상그릴라 프론티어	-
카카오게임즈	1/21 발할라 서바이벌(로그라이크)	9/24 가디스오더(액션RPG)	프로젝트 Q(MMO) 프로젝트 C(수집형 RPG) 프로젝트 OQ(MMO) 아키에이지 크로니클(MMO) 크로노오디세이(MMO)	프로젝트 S(루트슈터) 검술명가 막내아들(액션RPG)
펄어비스	-	-	3/20 붉은사막	도깨비 플랜8
위메이드	1/16 로스트소드 2/20 이미르 국내	10/28 이미르 글로벌 미르M 중국	미르5 나이트크로우2	미르4 중국
넥슨게임즈	-	-	던전앤파이터: 아라드	프로젝트DX(듀랑고 IP) 프로젝트RX(서브컬처) 우치 더 웨이퍼러(액션어드벤처)
네오위즈	6/7일 P의거짓 DLC	-	-	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 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)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

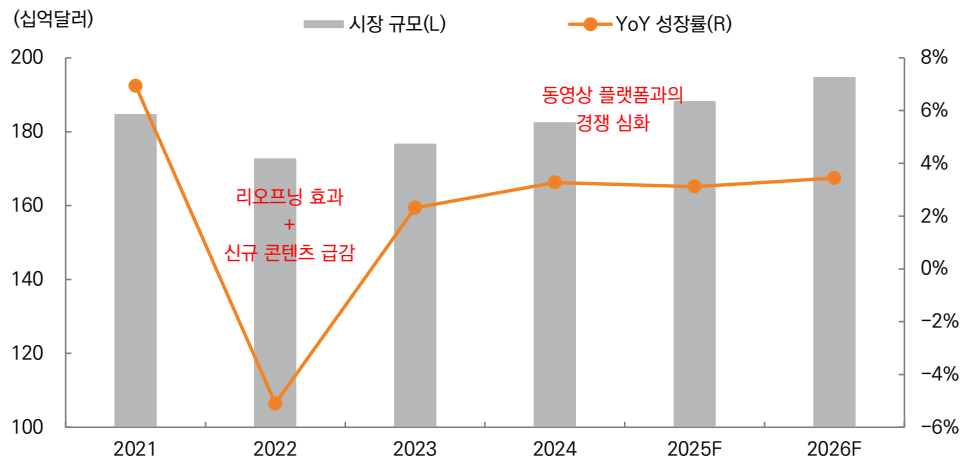
### III. 글로벌 게임시장 현황

#### 동영상 플랫폼과의 경쟁 강도 심화

게임 산업의 성장세 둔화가 관찰되고 있으며 YoY 성장률은 3%대에 그치고 있는 것으로 추정된다. 26년에도 저성장세가 이어질 전망이다. 24년 이후 신작 공급이 정상화되고 있으나 시장 성장률이 과거처럼 하이 싱글 이상으로 올라올 기미는 보이지 않는다. 21년 이후 숏폼이 본격적으로 유행하면서 게임과 동영상 플랫폼과의 경쟁이 격화되고 있다.

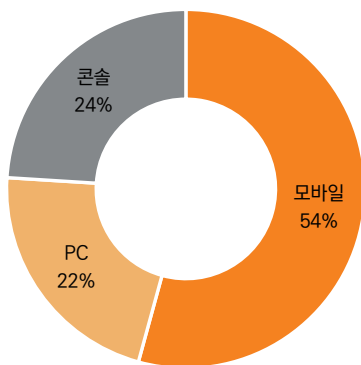
더 적은 노력을 들이고 도파민을 맛보려는 행태가 심화됨에 따라 하드코어 게임에 대한 유저 이탈이 이어지고 있는 것으로 추정된다. 게임 산업 내 플랫폼별 비중은 모바일 54%, 콘솔 24%, PC 22% 수준이다. 지역별로는 미국(26%), 중국(26%), 중국 제외 아시아(20%), 유럽(18%)순이다.

그림 15. 글로벌 게임 시장 규모 전망



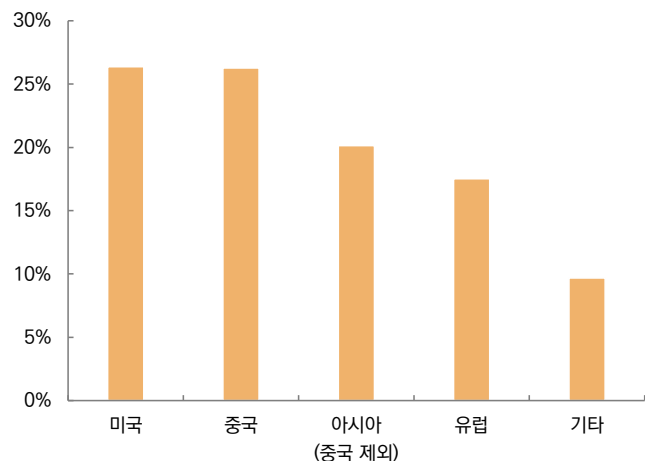
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 글로벌 게임 시장 플랫폼 비중



자료: 뉴주, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 글로벌 게임 시장 지역 비중



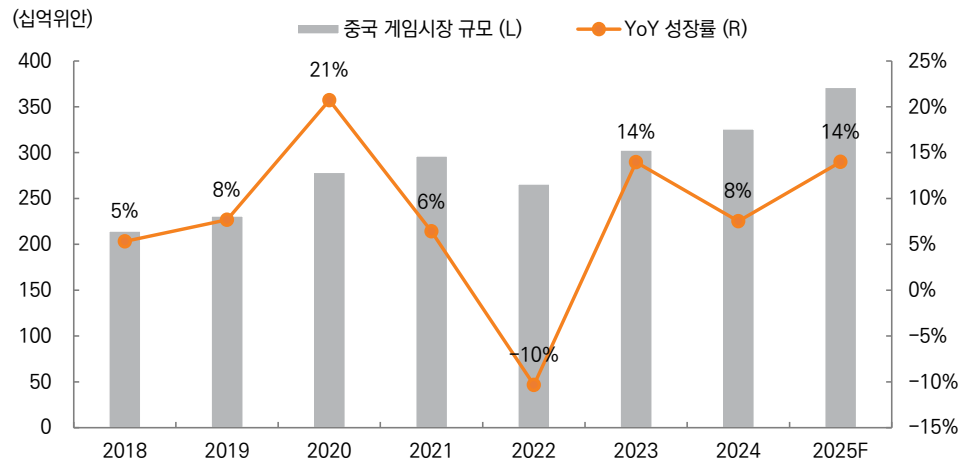
자료: 뉴주, 미래에셋증권 리서치센터

### 중국 시장은 고속 성장

글로벌 게임 시장과 달리 중국 게임 시장은 고속 성장을 지속하고 있다. 25년 중국 게임 시장은 14% 성장할 전망이다. 플랫폼 측면에서 모바일 게임 시장 성장세는 과거 대비 둔화되었으나 콘솔 시장의 고성장이 지속되고 있다. 중국 콘솔 시장은 중국 게임사들이 오픈과 같은 AAA급 대형 신작을 내기 시작하면서 성장세가 가속화되고 있다.

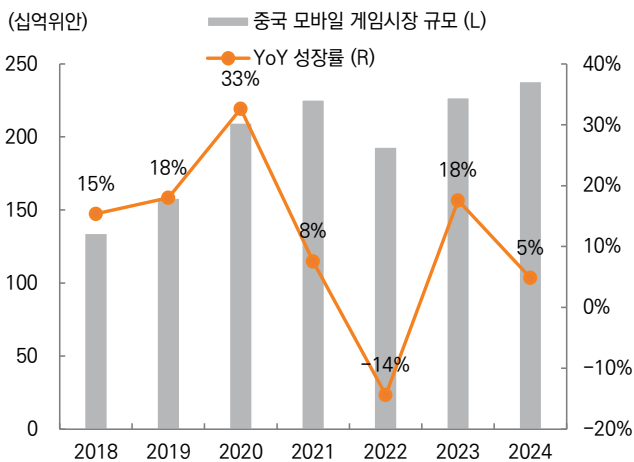
모바일 게임 시장 내에서는 미니게임의 성장세가 뚜렷하게 나타나고 있다. 모바일 게임 시장 내 미니게임 매출 비중은 20년 7% 수준에서 25년 20% 수준까지 확대될 전망이며 YoY 20% 이상의 성장세를 유지 중인 것으로 추정된다. 미니게임은 위챗, 틱톡과 같은 슈퍼앱 내에서 설치 없이 이용이 가능하다. 짧은 시간에 만족감을 얻으려는 트렌드가 심화됨에 따라 미니게임의 고성장이 지속이 예상된다.

그림 18. 중국 게임 시장 규모 추이



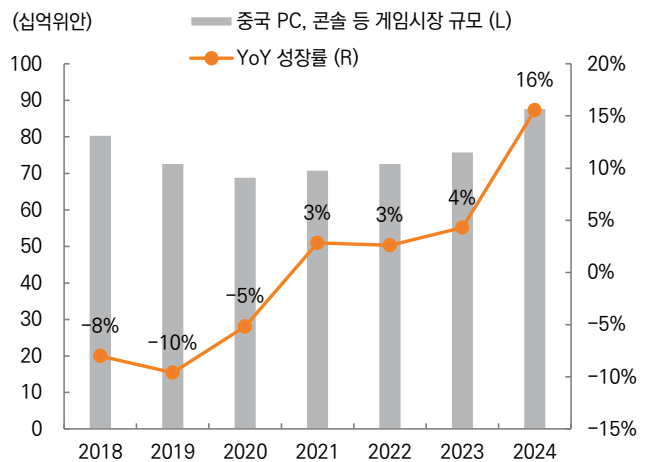
자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 중국 모바일 게임 시장 규모



자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 중국 PC, 콘솔 게임 시장 규모



자료: 中国音数协游戏工委, 미래에셋증권 리서치센터

## IV. 중국 게임사의 약진

### 판호 발급 증가와 내수 시장 내 우위 유지

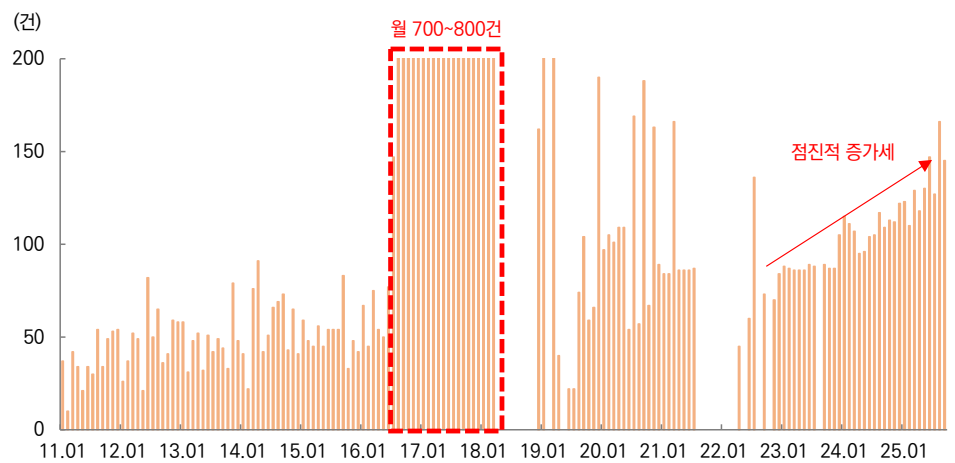
중국 게임사들의 고속 성장 배경에는 글로벌 최대 시장으로 성장하고 있는 중국 시장에서의 압도적인 우위가 존재한다. 중국에 게임을 출시하려면 중국 게임사는 내자판호를, 해외 게임사는 외자판호를 발급받아야 한다. 정부 차원에서의 게임 산업 진흥 정책이 본격화되면서 23년 이후 내자판호 발급 건수가 급격하게 상승하고 있다.

24년 내자판호 발급 수는 1,300여건으로 YoY 34% 증가(23년은 YoY 109% 증가)했다. 25년에도 20% 이상의 성장세가 나타나고 있으며 내자판호 발급 수는 1,600건에 달할 것으로 예상된다. 23년 이후 연간 외자판호 발급 수가 100개 수준에 머물러 있는 것과는 확연히 다른 양상이 나타나고 있다.

중국 게임사의 내수 시장에서의 우위는 1) 퍼블리셔와 2) 출시 시기의 차이에서 나타난다. 해외 게임사의 경우 외자판호를 획득한다고 해도 퍼블리셔는 중국 퍼블리셔를 이용해야만 한다. 개발사와 퍼블리셔의 분리는 일원화된 운영을 어렵게 만드는 요소다.

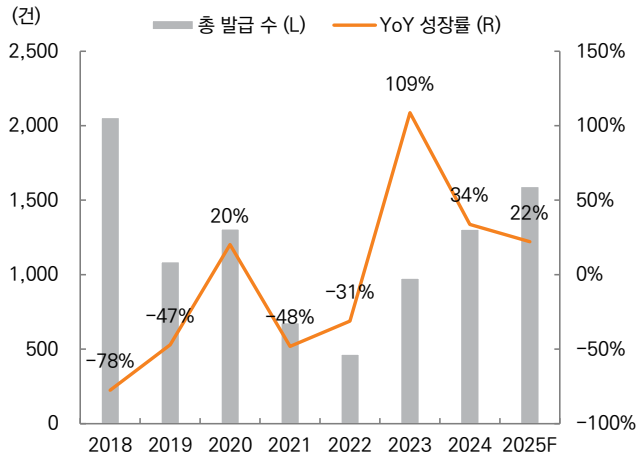
또한 외자판호로 들어오는 게임의 경우 글로벌에 출시된 후 짧아도 1년 이상은 지난 후에야 중국에 출시가 가능하다. 중국용 빌드를 별도로 만들고 외자판호를 신청하고 발급까지 받는 과정이 필요하기 때문이다. 1년 이상의 출시 시기 격차는 신작의 가장 큰 경쟁력인 콘텐츠의 참신함을 소실시킨다. 대부분의 중국 진출작이 실패하고 있는 이유에 해당한다.

그림 21. 중국 판호 수 추이



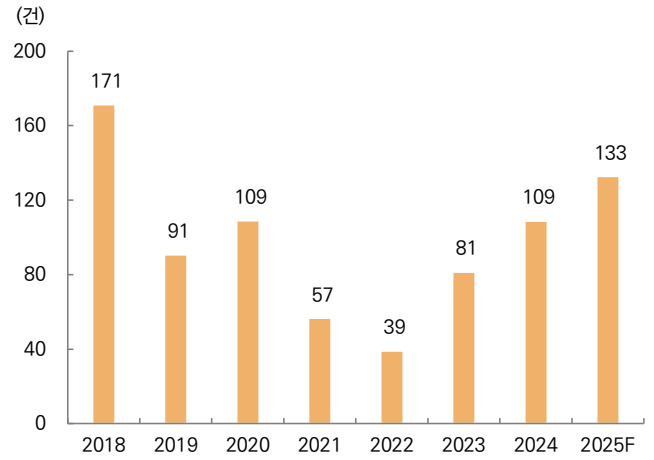
자료: 중국 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 내자판호 연간 발급 수



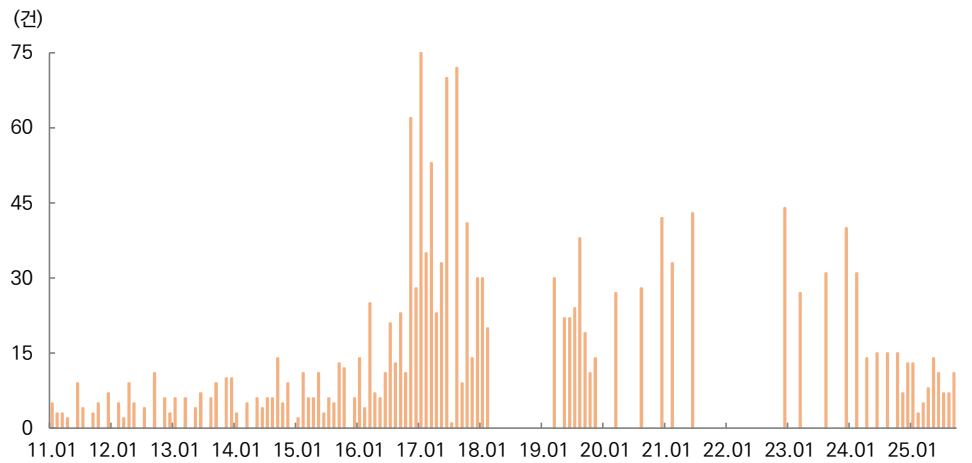
자료: 중국 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 내자판호 월 평균 발급 수



자료: 중국 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. 외자판호 월간 발급 수



자료: 중국 국가신문출판서, 미래에셋증권 리서치센터

### 적극적인 AI 도입과 개발 생산성 향상

중국 게임사들은 AI 상용화에서 한발 앞서 나가고 있다. 텐센트, 넷이즈, 37인터랙티브 등 주요 기업들은 이미 개발 파이프라인 전반에 AI를 본격적으로 도입해 아트·프로그래밍·시스템 설계의 효율성을 극대화하고 있다. 텐센트의 'VISVISE' 툴은 캐릭터 스키닝과 애니메이션 제작 시간을 수일에서 몇 시간으로 단축시켰고, 넷이즈는 AI 기반 자동 도시 생성 시스템을 도입해 맵 제작 속도를 90% 이상 개선했다. AI 상용화로 개발비 절감과 출시 주기 단축이 동시에 이루어지는 구조를 만들어내고 있다.

AI 도입은 조직 구조에도 변화를 일으키고 있다. 텐센트는 AI 툴 도입으로 아트·모델링 작업의 70~90%가 자동화되었고, 이에 따라 일부 부문에서는 인력 재편과 구조조정이 진행되고 있다. 호요버스는 AI로 붕괴: 스타레일의 캐릭터 스킵 배치 테스트 작업을 기존 2시간에서 5분으로 단축시켰다. 37인터랙티브는 2D 아트 에셋의 80%, 3D 보조 에셋의 30%, 광고 영상의 70% 이상을 AI가 제작 중이다. 중국 게임 업계 전반에서 단순 반복 업무 중심의 직무 축소와 AI 기술 인력 강화가 동시에 일어나고 있다.

중국 게임업계의 장시간 근무 문화는 글로벌 경쟁사들과의 격차를 더욱 벌리는 요인으로 작용하고 있다. 여전히 다수의 중국 개발사에서는 996 근무제(오전 9시부터 오후 9시까지, 주 6일 근무)가 관행적으로 유지되고 있으며, 프로젝트 막바지에는 주당 70시간을 넘는 초과 근무가 흔하다. 이러한 강도 높은 노동 환경은 단기적으로는 개발 속도를 극대화하고, AI·자동화 툴을 빠르게 내재화하는 데 기여해오고 있다.

표 4. 중국 주요 게임사 AI 적용 현황

게임사	AI 적용 현황
텐센트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 인게임 NPC 훈련에 AI 적용</li> <li>- 'GiiNEX' AI 엔진 활용해 3D, 3D, 내러티브 생성 효율화</li> <li>- AI 코딩 도구를 활용하여 코딩 시간 40% 단축, R&amp;D 효율 16% 향상</li> <li>- 강화학습으로 화영년자 에이전트 훈련 시간 및 필요 자원을 90%까지 절약</li> </ul>
호요버스	<ul style="list-style-type: none"> <li>- '에코' 플랫폼 개발 파이프라인 전반에 적용</li> <li>- 2D → 3D 자동화, 테스트 플레이 자동화 등</li> <li>- 인게임 캐릭터 얼굴 표정 및 행동패턴 개선, NPC 대사 효율화</li> <li>- 붕괴: 스타레일의 캐릭터 스킵 배치 관련 테스트 작업을 2시간에서 5분으로 단축</li> </ul>
넷이즈	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 'FUMO 엔진'이라는 AI 기반 안티치트 활용</li> <li>- AI 강화 매치메이킹 시스템 통해 매칭 최적화</li> <li>- 디자인, 그래픽, 코딩 등 전반에 걸쳐 광범위하게 사용 중</li> </ul>
37인터랙티브	<ul style="list-style-type: none"> <li>- LLM '샤오치'를 개발, 내부 개발 및 운영에 통합</li> <li>- 2D 아트 에셋의 80%, 3D보조 에셋의 30%, 광고 영상의 70% 이상을 AI가 제작</li> </ul>
릴리스 게임즈	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 아마존 'Bedrock'과 엔트로픽 '클로드' 활용하여 운영 및 게임 관리 프로세스 효율화</li> <li>- 게임 관리 중 반복적 업무 노동력 50% 절감</li> <li>- 게임 개발 전반에 걸친 효율성 20% 향상</li> <li>- 개발자 용 내부 챗봇을 통한 데이터베이스 열람 제공</li> </ul>

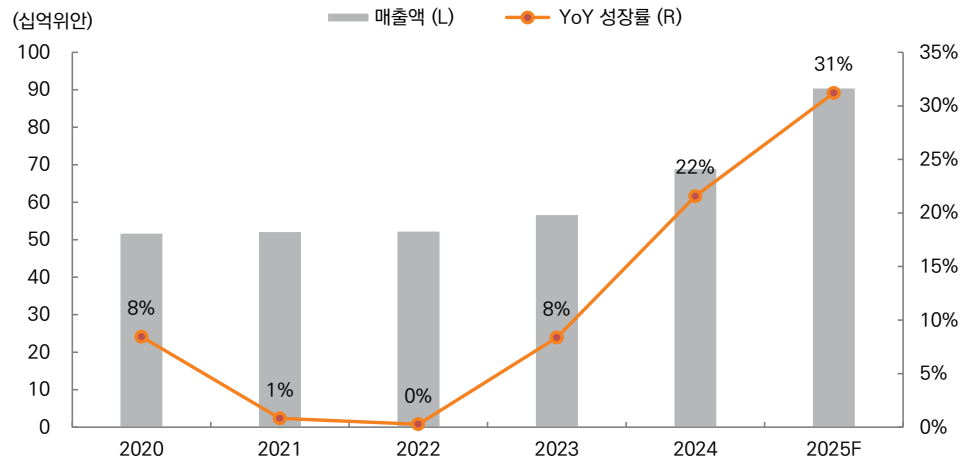
자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 내수, 글로벌 동시 공략으로 고성장세 유지

중국 게임사들은 내수 시장뿐 아니라 글로벌을 동시에 공략하면서 고성장세를 이어나가고 있다. 산업 성장세 둔화와 함께 탑라인 성장세 감소를 겪고 있는 대다수 글로벌 게임사들과 달리 중국 게임사는 탑라인 성장세가 가속화되고 있다. 중국 주요 7개 게임사 25년 합산 매출액 YoY 성장률은 31%에 달할 전망이다.

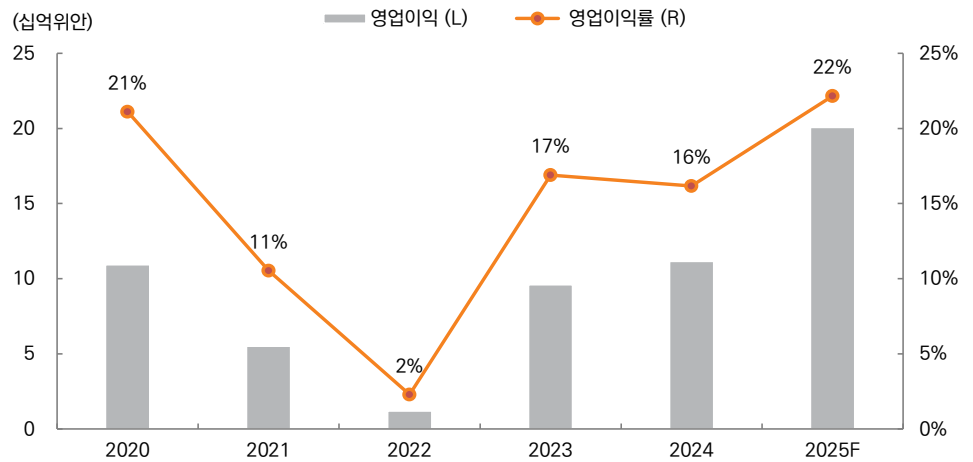
수익성 역시도 급격하게 개선되고 있다. 중국 주요 7개 게임사 합산 25년 합산 영업이익 YoY 성장률은 80%에 달하며, 영업이익률은 22%까지 상승(24년: 16%)할 전망이다. 매출 고성장에 AI 도입에 따른 비용 구조 개선까지 더해진 결과다. 적극적인 AI 도입으로 26년에도 수익성 개선 흐름이 이어질 전망이다.

그림 25. 중국 주요 7개 게임사 합산 매출액, YoY 성장률 추이



주: 7개 게임사는 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터랙티브, 킹소프트, XD, 완미세계, 텐센트, 넷이즈는 규모 왜곡으로 제외  
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

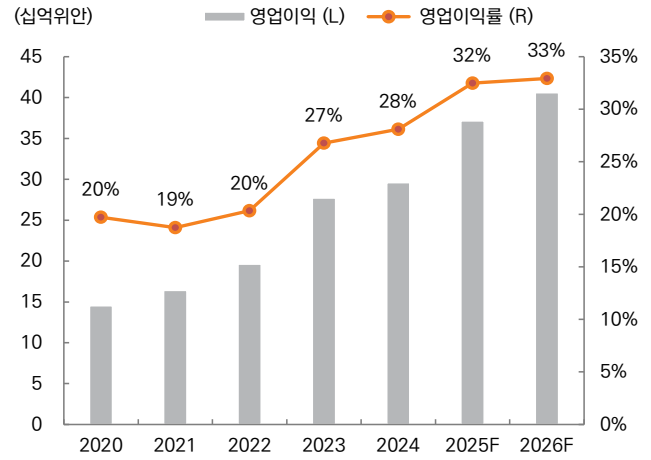
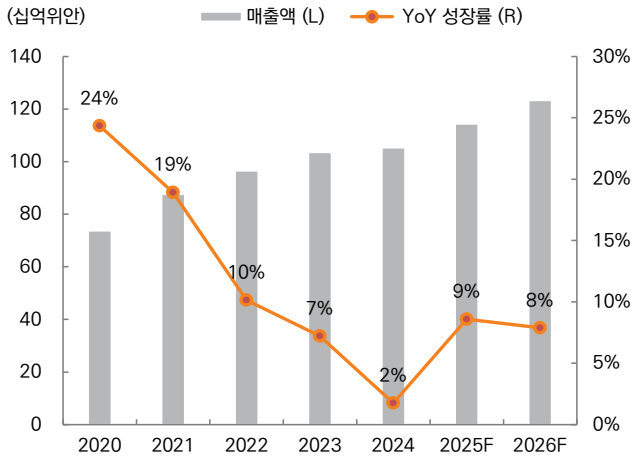
그림 26. 중국 주요 7개 게임사 합산 영업이익, 영업이익률 추이



주: 7개 게임사는 세기화통, 자이언트, 킹넷, 37인터랙티브, 킹소프트, XD, 완미세계, 텐센트, 넷이즈는 규모 왜곡으로 제외  
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 넷이즈 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 28. 넷이즈 연간 영업이익, 영업이익률 전망

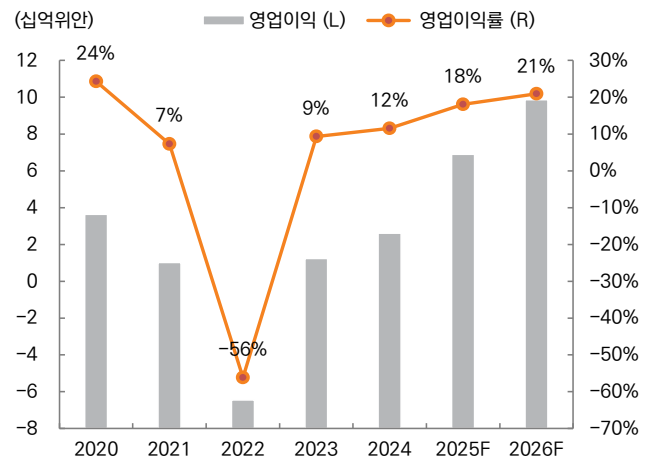
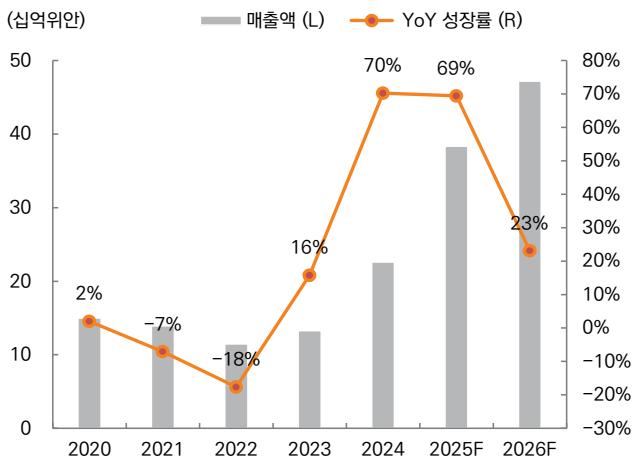


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 세기화통 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 30. 세기화통 연간 영업이익, 영업이익률 전망

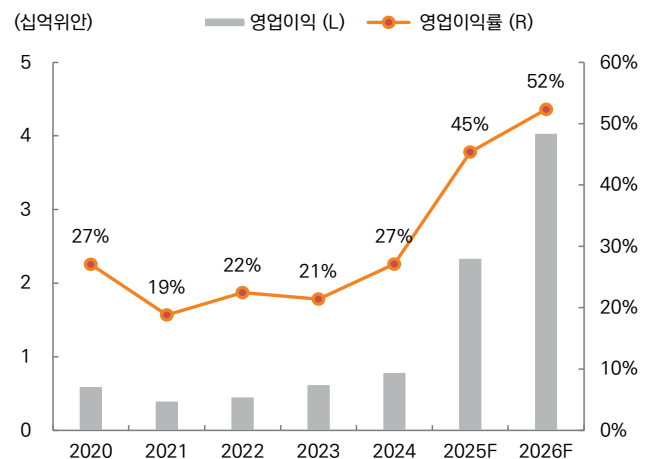
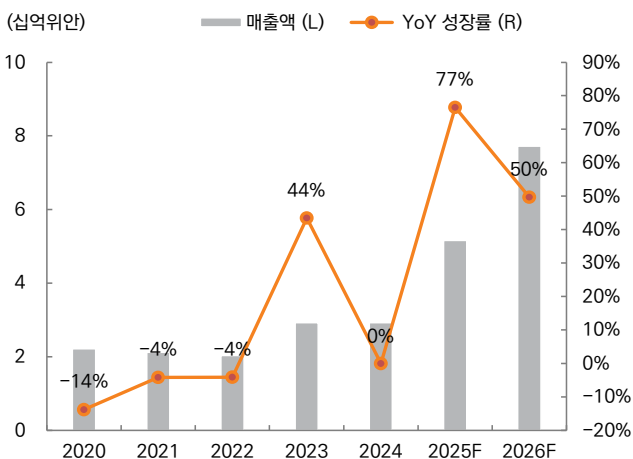


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 자이언트네트워크 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 32. 자이언트네트워크 연간 영업이익, 영업이익률 전망

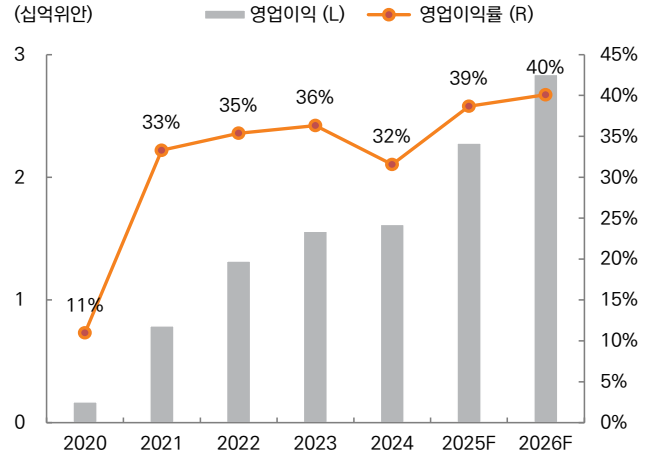
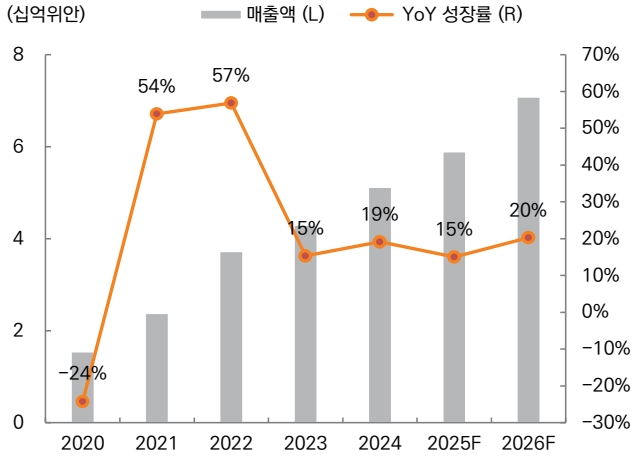


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 킹넷네트워크 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 34. 킹넷네트워크 연간 영업이익, 영업이익률 전망

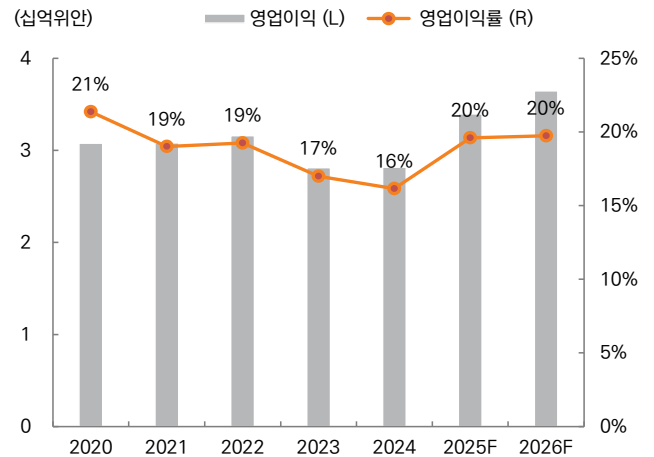
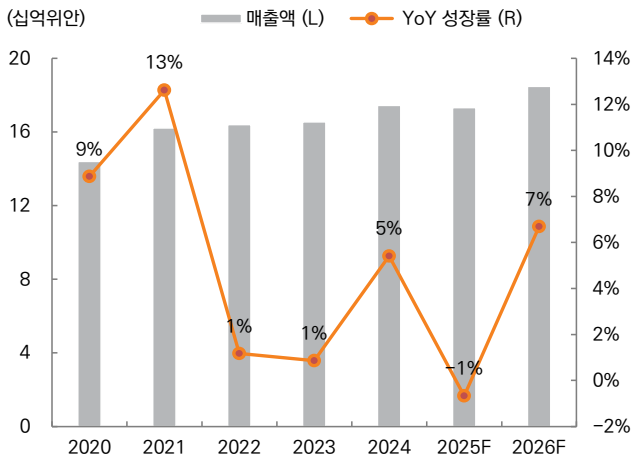


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 37인터랙티브 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 36. 37인터랙티브 연간 영업이익, 영업이익률 전망

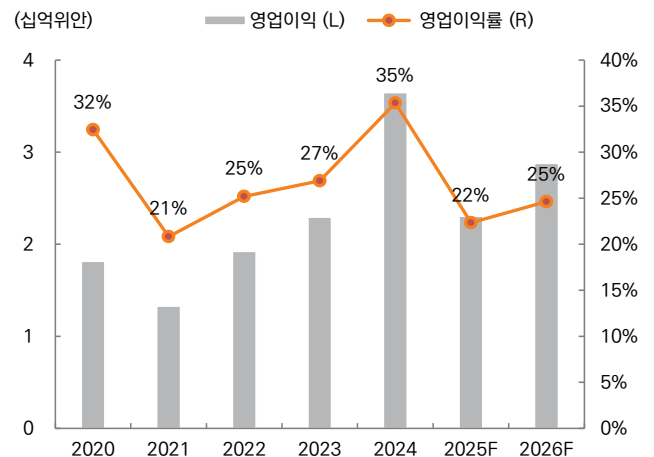
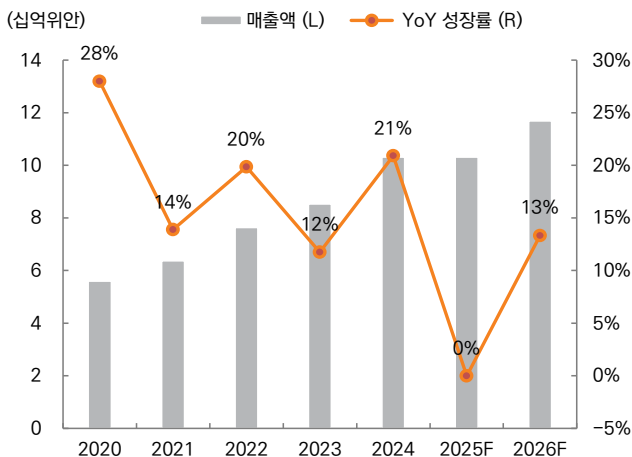


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 킹소프트 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 38. 킹소프트 연간 영업이익, 영업이익률 전망

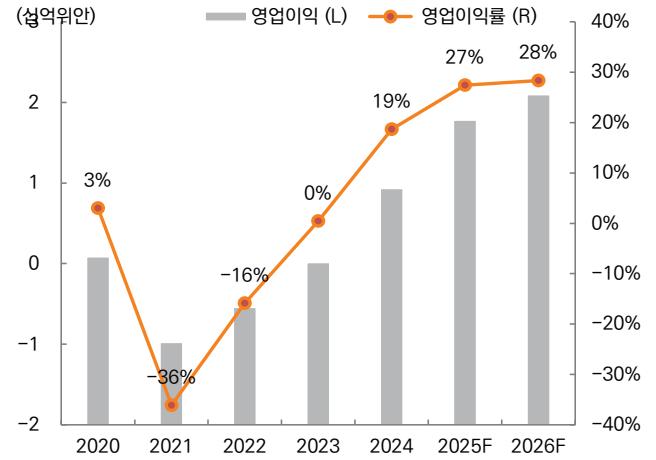
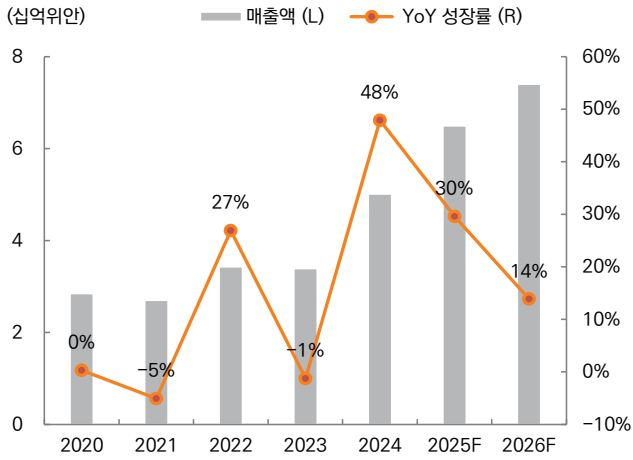


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. XD 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 40. XD 연간 영업이익, 영업이익률 전망

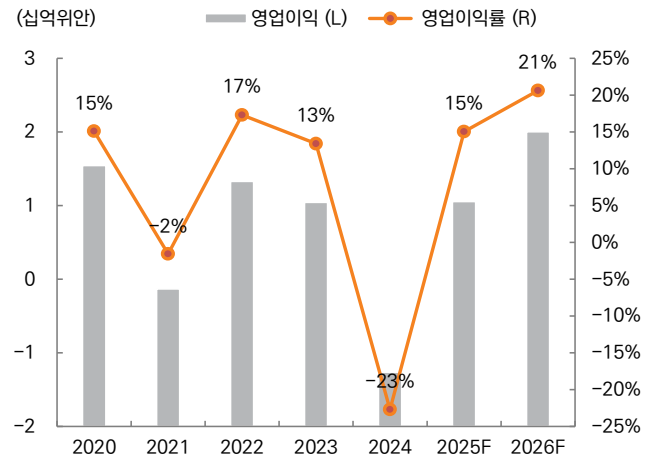
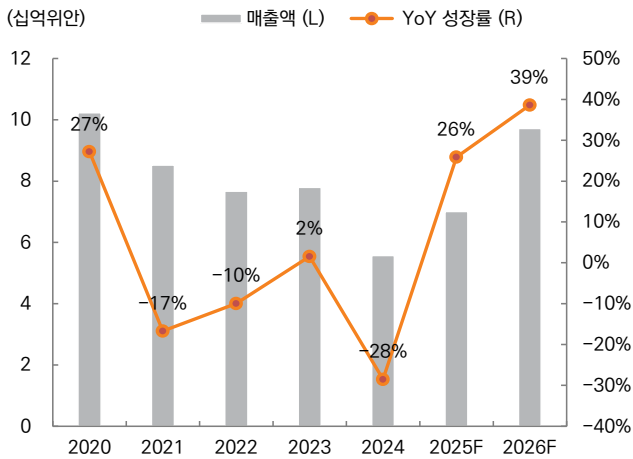


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 완미세계 연간 매출액, YoY 성장률 전망

그림 42. 완미세계 연간 영업이익, 영업이익률 전망



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

## V. 생성형 AI 도입 현황

### 게임 내 도입 본격화

#### NPC 적용

생성형 AI의 게임 내 NPC 적용이 본격화되고 있다. 과거 NPC는 미리 정해진 대사와 행동 트리를 따라 움직이는 캐릭터에 불과했으나 최근에는 생성형 AI가 적용된 자율적 사고와 대화가 가능한 캐릭터로 진화하고 있다. 유비소프트의 NEO NPC 프로젝트는 NPC가 플레이어의 행동과 과거 대화를 기억하며 실시간으로 대사를 생성하는 구조를 도입했다. 넷이즈는 이미 역수한에서 생성형 AI NPC를 도입하여 서비스하고 있기도 하다. NPC가 AI 동료로 적극 활용될 가능성도 높아지고 있다. 엔비디아 Ace for Games에서는 PUBG 시연을 통해 AI 동료가 전략 추천 및 차량 운전까지 수행하는 장면이 공개되었다.

그림 43. 유비소프트 NEO NPC 인게임 구현



자료: 유비소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. PUBG Ally 인게임 구현



자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

### 전투, 보스전의 양상 변화

생성형 AI의 도입은 전투와 보스전의 구조 자체도 변화시키고 있다. 과거의 전투 시스템이 개발자가 미리 설계한 패턴과 알고리즘에 의존했다면 최근에는 AI가 플레이어의 행동 데이터를 실시간으로 분석하고 그에 맞춰 전략·패턴·대사·스킬 AI 로직을 즉석에서 조정한다. AI가 유저의 회피 습관이나 자원 소모 패턴을 학습해 보스의 공격 주기를 바꾸거나 플레이어의 전투 스타일에 맞춰 속성 조합을 재편성하는 식이다.

이러한 적응형 AI는 보스전의 예측 가능성을 낮추어 매 플레이마다 다른 전략을 요구하게 만들며 플레이어에게 매번 새로운 도전과 전투경험을 제공한다. 특히 NVIDIA의 ACE 시스템이나 넷이즈의 역수한같은 사례처럼 AI 동료가 플레이어의 행동을 인식해 자율적으로 지원하거나 플레이어가 전투 도중 지시를 내리면 그에 따라 전략을 수정하는 형태도 점차 많아질 것이다.

유저의 데이터를 기반으로 실시간 학습되는 보스를 구축한다면 유저 실력에 따른 맞춤형 전투 난이도를 제공할 수 있다. 이러한 시스템은 난이도가 과도하게 높거나 낮아 생기는 실력-난이도 간 괴리를 줄여, 전투의 몰입도와 성취감을 동시에 높인다. 적절한 수준에서 이루어지는 동적 난이도 조정은 플레이어가 '이길 수도, 질 수도 있는 긴장감'을 지속적으로 느끼게 해 이탈률 감소와 장기 플레이 유도에도 기여할 것이다.

그림 45. AI 기반의 보스전이 적용될 미르5 사례



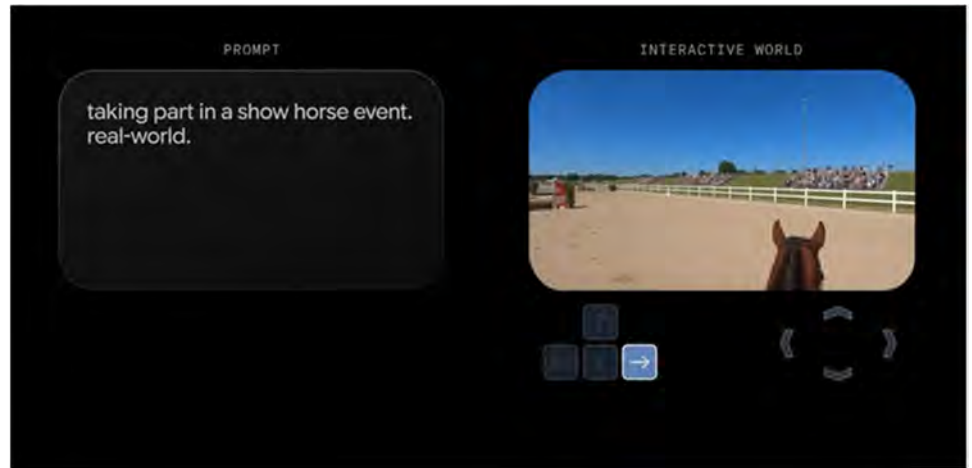
자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

### 맵, 환경의 자동 생성

생성형 AI는 단순히 캐릭터나 대사 생성에 머무르는 것이 아니라 게임 세계 그 자체를 창조하는 단계로 나아가고 있다. 과거 개발자가 직접 모델링하던 지형, 오브젝트 등을 최근에는 AI가 자동화하면서 개발의 효율성과 콘텐츠 다양성이 향상되고 있다. AI 스타트업 디카트가 24년 10월에 출시한 실시간 오픈월드 게임 오아시스가 대표적이다. 오아시스는 AI가 게임 엔진 없이 실시간으로 장면과 지형을 생성해 마인크래프트와 유사한 경험을 제공한다.

답마인드의 Genie 3는 이러한 세계 자동 생성 기술이 한 단계 더 진화하고 있음을 보여주는 대표적 사례다. Genie 3는 단순한 이미지 생성이 아닌, 텍스트 한 줄만으로 플레이어가 직접 탐험하고 상호작용할 수 있는 3D 환경을 실시간으로 만들어내는 월드모델이다. 유저가 “눈 덮인 산속 마을에서 해가 지는 장면을 보여줘”와 같은 문장을 입력하면, AI가 즉시 해당 지형·조명·날씨·오브젝트를 생성하고, 그 안을 자유롭게 이동할 수 있다.

그림 46. 자연어로 상호작용 가능한 월드를 생성하는 Genie3



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 스토리, 세계관의 생성

생성형 AI는 개발자가 일방적으로 만들어 놓은 서사를 소비하는 것에서 벗어나 유저가 실시간으로 세계관을 공동으로 만들어갈 수도 있게 만들고 있다. 과거의 게임은 모든 대사·이벤트·엔딩이 사전에 고정되어 있었지만 최근에는 LLM과 월드모델이 결합되면서, 유저의 대화나 행동이 곧 서사를 재구성하는 입력값으로 작동한다. 이는 개발자가 모든 시나리오를 미리 작성하지 않아도, 플레이어의 선택에 따라 매번 다른 세계가 펼쳐지는 구조를 가능하게 한다.

Inworld AI는 언어모델과 캐릭터 시뮬레이션 엔진을 결합해 NPC가 플레이어와의 경험을 기억하고 그에 따라 새로운 대화 흐름이나 퀘스트 분기를 즉시 생성할 수 있게 했다. 유저가 “나는 사막의 도시를 탐험하고 싶어”라고 말하면 AI는 즉시 해당 지역 설정과 등장인물, 주요 목표를 구성해 플레이 가능한 퀘스트로 전개한다. Latitude의 AI 던전2는 완전히 개방된 텍스트 기반 인터랙션을 통해, 플레이어의 입력 문장을 토대로 AI가 실시간으로 세계와 사건을 확장한다.

그림 47. Inworld AI가 생성한 NPC



자료: Inworld AI, 미래에셋증권 리서치센터

### 급격한 생산성 증대(Q ↑)

#### 아트 생산성 향상

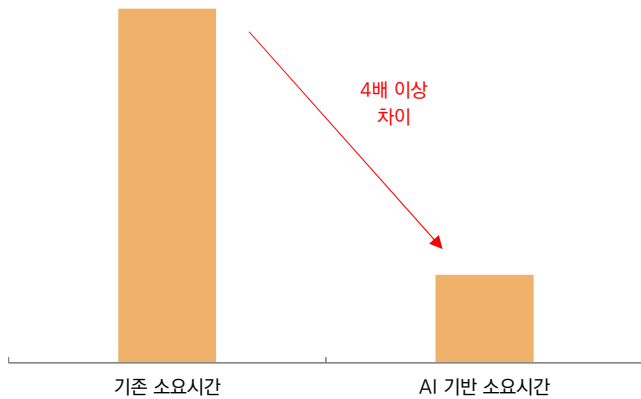
생성형 AI의 도입은 아트 작업에서 가시적인 생산성 향상을 이끌어내고 있다. 개발사가 수작업으로 처리하던 캐릭터 콘셉트, 배경 디자인, 오브젝트 구도 설계가 AI 이미지 생성 엔진을 통해 수일 단위에서 수분 단위로 단축되고 있으며 이는 아트팀의 인력 구조와 프로덕션 파이프라인 전반을 재편하고 있다.

넷이즈는 24년부터 AI 아트 엔진을 본격 도입했으며 장면 디자인 효율을 70% 개선, 애니메이션 제작 효율을 30% 향상시켰다. 텐센트는 자체 개발 엔진을 통해 아트 작업 효율을 대폭 향상시켰다. 2~3일 정도 걸리던 캐릭터 스킨 작업은 몇 분 수준으로, 3~7일 정도 걸리던 스켈레탈 애니메이션 제작은 10초만에 제작이 가능해졌다. 37인터랙티브는 2D 에셋의 80%, 3D 보조에셋의 30%, 광고 영상의 70% 이상을 AI가 제작하고 있다.

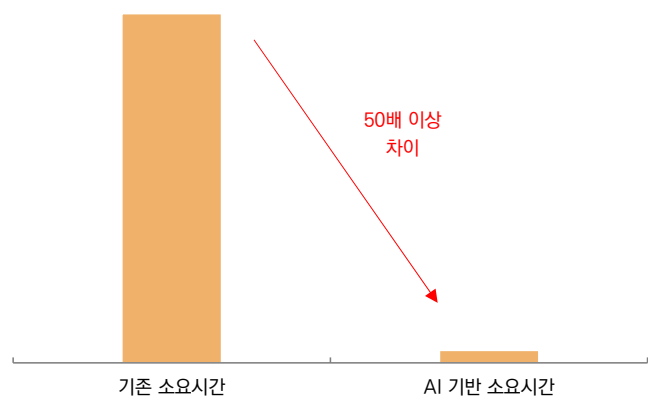
국내 게임사들도 AI 툴을 활발히 사용하고 있다. 크래프톤은 직원의 95% 이상이 작업에 AI를 활용하고 있다. 엔씨소프트는 자체 모델 바르코를 이용하여 다국어 음성 더빙과 같은 현지화 작업에 필요한 시간을 90% 이상 절감하고 있다. 넷마블은 음성 합성 기술을 통해 애니메이션 제작을 효율화하고 있다. 넥슨은 음성 생성 기능을 통해 영상 콘텐츠 작업 시간을 50배 이상 단축했다.

그림 48. AI 일러스트 생산성 비교 (중국)

그림 49. 도시 및 건물 모델링 시간 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 텐센트, 미래에셋증권 리서치센터

### 코딩 효율성 향상

AI가 게임 제작의 핵심 도구 역할을 하기 시작함에 따라 코드 작성 과정이 근본적으로 변화하고 있다. 과거에는 개발자가 직접 프로그래밍 언어를 통해 캐릭터 동작, 물리 로직, UI 인터랙션 등을 구현해야 했지만 현재는 자연어 명령을 코드로 변환하는 생성형 AI 도구가 이를 자동화하고 있다.

대표적으로 에픽게임즈의 UEFN, 로블록스의 코드 어시스트는 개발자가 “플레이어가 문에 접근하면 자동으로 열리게 해줘”와 같은 문장을 입력하면 AI가 즉시 해당 기능을 구현하는 스크립트를 작성해주는 기능을 제공한다. 이러한 ‘노코드(No-Code)·로우코드(Low-Code)’ 접근은 복잡한 프로그래밍 지식이 없어도 게임 로직을 설계할 수 있도록 하여, 개발 효율성과 접근성을 동시에 높이고 있다.

특히 프로토타이핑 단계에서는 AI 자동화의 효과가 두드러진다. 기존에는 엔진 레벨에서 오브젝트 상호작용, 카메라 제어, UI 이벤트 등을 일일이 코딩해야 했으나 AI 보조 시스템이 이러한 반복 구문을 실시간으로 생성·수정함으로써 기획에서 실행까지의 리드타임이 수십 일에서 수일 수준으로 단축되고 있다. 중소형 게임 프로젝트는 이로 인해 개발 기간이 30~40% 수준 단축된 것으로 추정된다.

그림 50. 에픽게임즈의 UEFN 구동 모습



자료: 유니소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 주석으로 명령시, 코드를 자동 생성하는 코드 어시스트

```

1  local greenSphere = Instance.new("Part")
2  greenSphere.Shape = Enum.PartType.Ball
3  greenSphere.Color = Color3.fromRGB(0, 200, 200)
4  greenSphere.Size = Vector3.new(2, 2, 2)
5  greenSphere.Position = Vector3.new(0, 10, 0)
6  greenSphere.Anchored = true
7  greenSphere.Parent = workspace
8
9  -- Create 10 greenSphere objects
10 for i = 1, 10 do
11     local newSphere = greenSphere:Clone()
12     newSphere.Position = Vector3.new(0, 10, 0)
13     newSphere.Parent = workspace
14 end
    
```

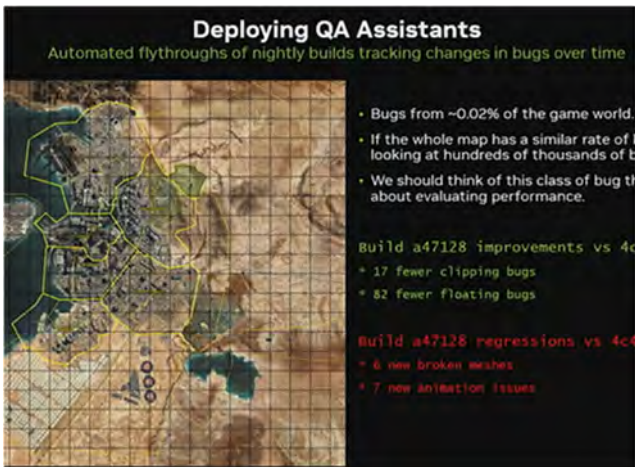
자료: 로블록스, 미래에셋증권 리서치센터

### QA 및 테스트 자동화

AI 도입은 게임 개발의 마지막 단계인 품질 보증(QA) 및 테스트 공정에도 혁신적인 효율화를 가져오고 있다. 기존에는 테스터가 직접 수백 시간 플레이하며 버그를 탐지하거나 밸런스를 점검해야 했지만 최근에는 강화학습 및 시뮬레이션 기반의 AI 테스터가 이를 대체하고 있다. 텐센트는 AI가 실제 플레이어 로그와 행동 패턴을 학습해 버그 가능성이 높은 구간을 스스로 탐색하도록 하면서 테스트 효율을 90% 이상 향상시켰으며 QA 단계 비용도 45% 절감시켰다.

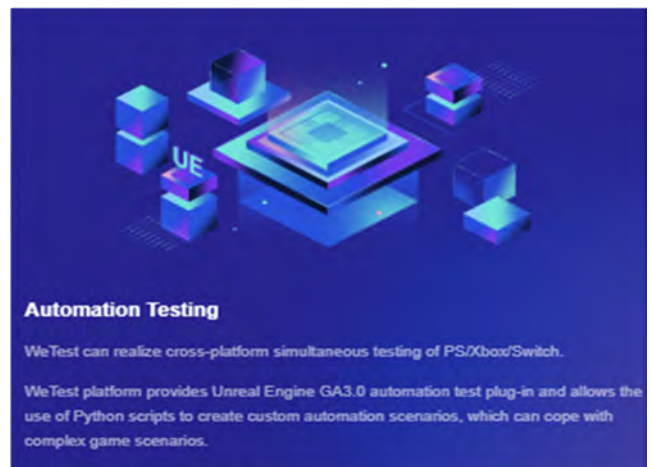
엔비디아의 에이스 툴킷도 게임 테스트 환경에서 활용 범위를 넓혀가고 있다. AI 시뮬레이션 캐릭터가 게임 월드를 자율적으로 탐색하며 충돌 감지, 경로 탐색 오류, 상호작용 비정상 패턴을 식별하고 자동 리포트하는 시스템이다. 이를 통해 QA 사이클 타임이 기존 10시간에서 1시간 남짓으로 단축되었다. AI 테스터는 '사후 버그 발견' 단계를 '사전 버그 예측'으로 전환시키는 역할을 하고 있다.

그림 52. 사이버펑크2077에 적용된 엔비디아 QA 어시스트



자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 텐센트 WeTest가 제공하는 자동 QA



자료: 텐센트, 미래에셋증권 리서치센터

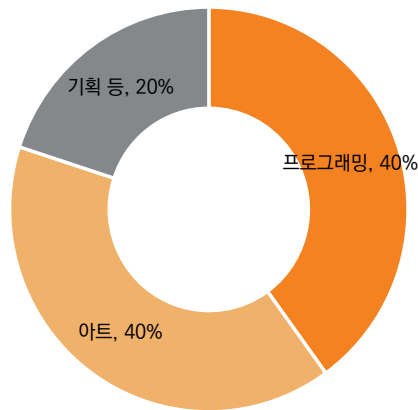
### 비용 효율화(C↓)

생성형 AI 도입에 따라 게임 전반의 제작비 규모는 감소할 전망이다. 트리플A(AAA)급으로 분류되는 대형 프로젝트의 경우, 개발 규모와 퀄리티 경쟁 심화로 인해 제작비가 지속적으로 상승하는 추세를 보여왔다. 일반적으로 천억원 이상이 개발비로 투여되며, 오픈월드 기반의 대작 타이틀은 수천억원이 소요되기도 한다.

개발비 비중을 세부적으로 살펴보면 아트가 약 40%, 프로그래밍이 40%, 기획 및 QA 등 기타 영역이 약 20% 수준으로 추정된다. 즉, 개발 인력과 리소스의 대부분이 기술 구현력과 시각적 완성도를 높이기 위한 과정에 집중되어 있다. 이로 인해 게임 개발 주기가 평균 3~5년 이상으로 장기화되고, 프로젝트 리스크 또한 확대되는 구조가 지속되어 왔다.

생성형 AI 도입을 통한 생산성 혁신은 아트와 프로그래밍 부문의 비용을 드라마틱하게 절감시켜 전체 제작비 부담을 큰 폭으로 완화시킬 전망이다. 아트에 AI를 적극적으로 도입하고 있는 중국 게임사의 경우 일러스트 관련 비용은 이미 4분의 1 수준으로 감소한 것으로 추정된다. 시안 작업 기간도 수개월에서 수주 단위로 단축되는 등 실질적인 효율화가 이미 이뤄지고 있다.

그림 54. 게임 제작비 비중 추정

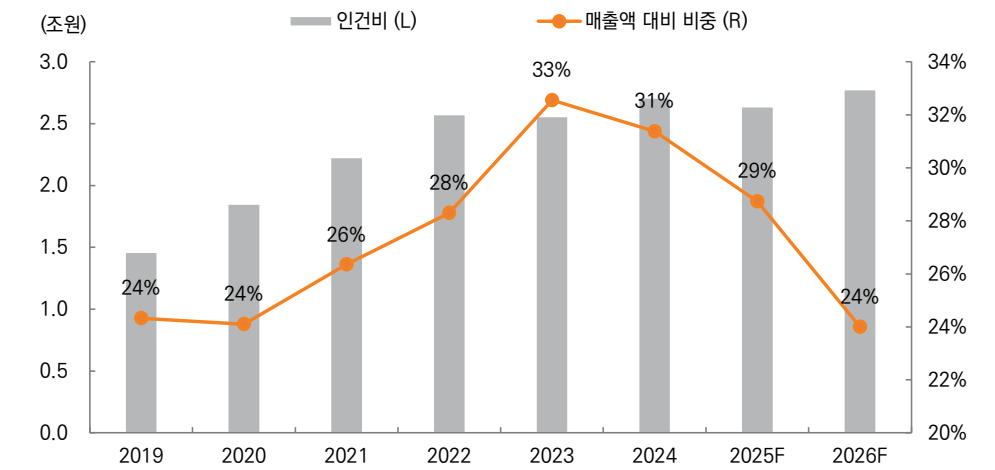


자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI 도입 본격화에 따라 프로그래밍 비용의 감소는 이미 관찰되고 있다. AI 코드 생성과 자동화 툴의 확산은 게임 개발 현장의 인력 구조를 근본적으로 바꾸고 있기 때문이다. 과거에는 대규모 프로그래머 팀이 필수적이던 코드·스크립트 작업이 이제는 소수의 핵심 개발자 + AI 보조 시스템으로 대체 가능하게 변화하고 있다. 24년 이후 글로벌 게임 업계에서는 AI 도입으로 인한 중복 직무 축소에 따라 개발자 10명 중 1명이 구조조정 대상이 된 것으로 추정된다.

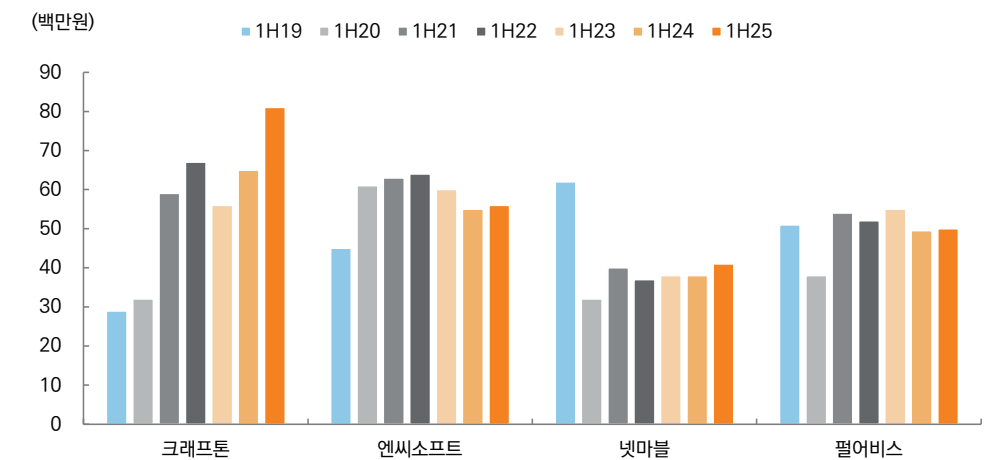
수요 감소에 따른 게임 개발자들의 임금도 하향 압력을 받고 있는 상황이다. 단순 코딩 작업 및 리소스 수급을 시가 대체하기 시작하며 고급 개발 인력에 대해서만 수요가 집중되고 있다. 더 적은 개발자로 효율적으로 일할 수 있게 되면서 IT 업계 내 신규 개발자 수요는 지속적으로 감소할 가능성이 높다. 인터넷/게임 기업들의 경우 이미 1) 인건비 상승세 일단락, 2) 신규 인력 채용 감소, 3) 근속 연수 증가 현상이 나타나고 있다.

**그림 55. 국내 주요 6개 게임사 합산 연간 인건비, 매출액 대비 비중**



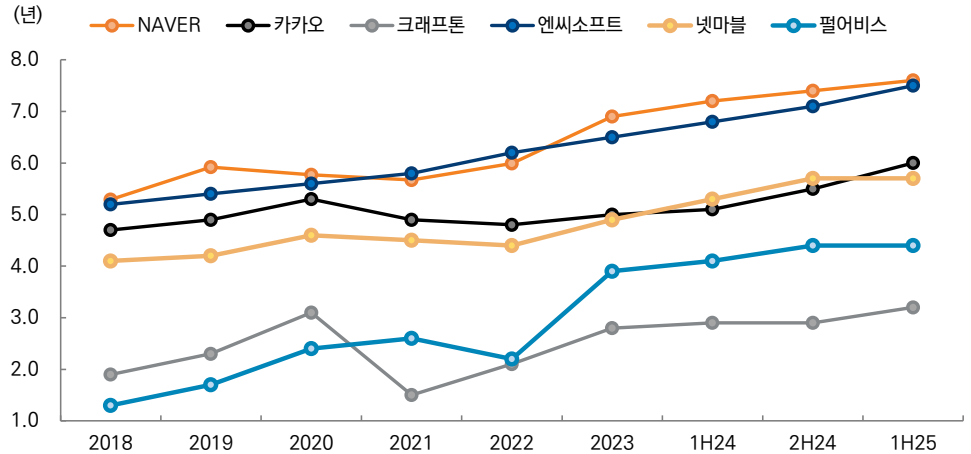
자료: 미래에셋증권 리서치센터

**그림 56. 주요 게임사 1인 평균 급여액 추이 (반기)**



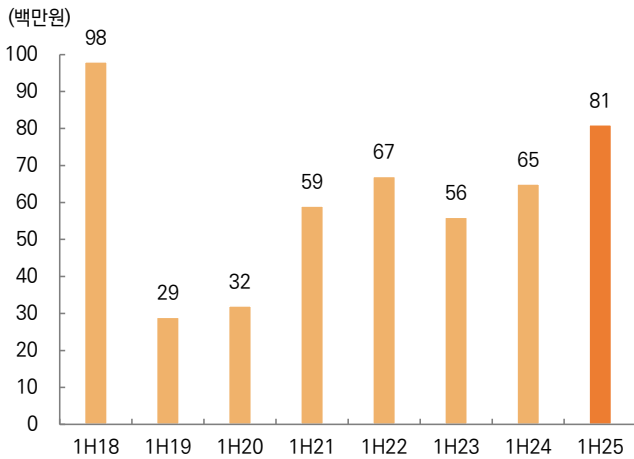
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 국내 주요 인터넷/게임사 평균 근속 연수 추이



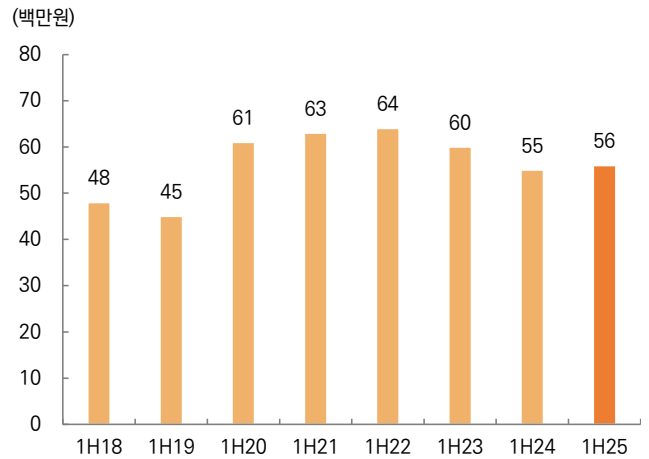
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 크래프톤 1인 평균 급여액 추이(반기)



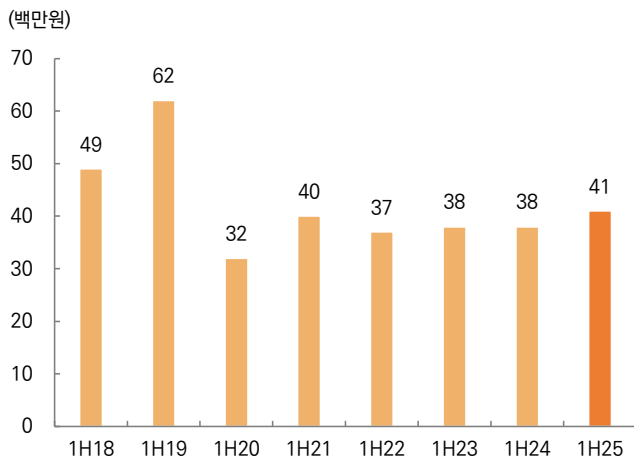
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 엔씨소프트 1인 평균 급여액 추이(반기)



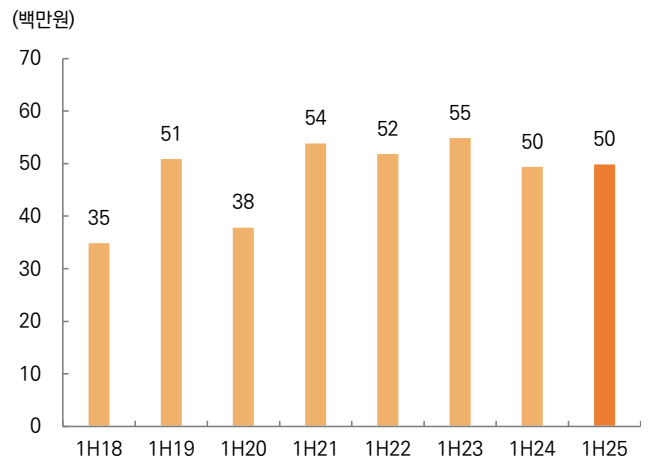
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 넷마블 1인 평균 급여액 추이(반기)



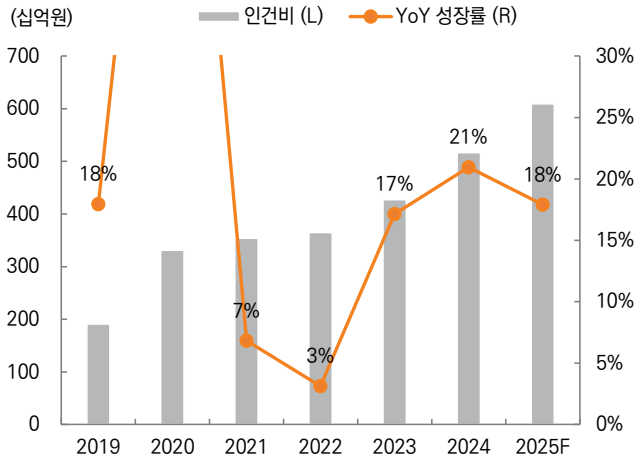
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 펠어비스 1인 평균 급여액 추이(반기)



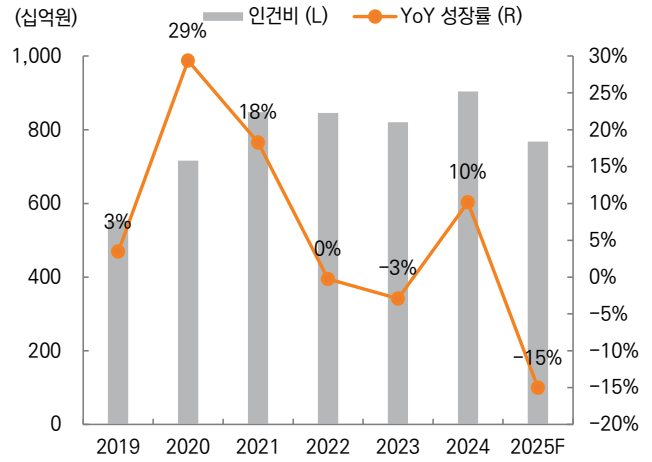
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 크래프톤 연간 인건비 추이



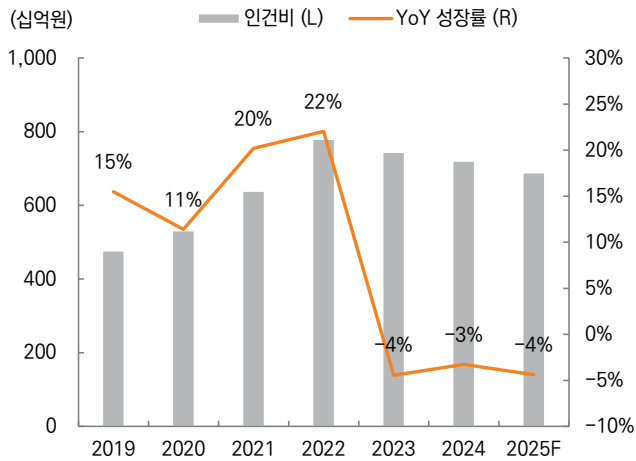
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 엔씨소프트 연간 인건비 추이



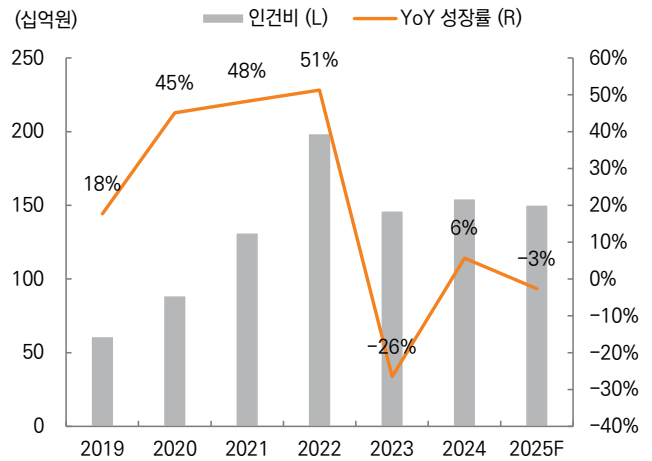
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 넷마블 연간 인건비 추이



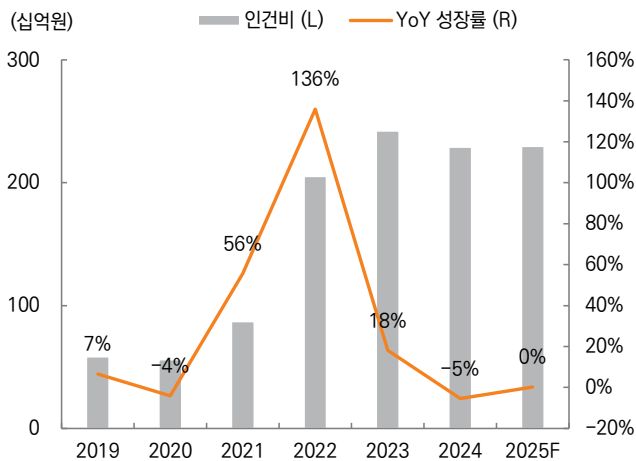
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 카카오게임즈 연간 인건비 추이



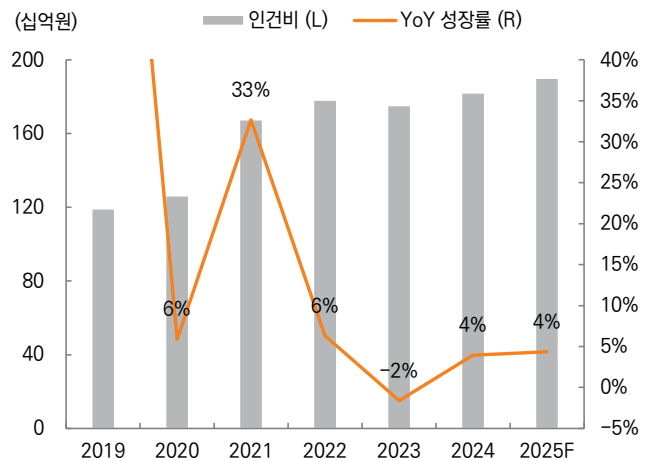
자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 위메이드 연간 인건비 추이



자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 펠어비스 연간 인건비 추이



자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

## VI. 플랫폼 수수료 인하

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

게임 플랫폼은 개발자에게 게임을 유통할 수 있는 오픈 마켓을 제공하고 발생하는 매출에 대해서 일정 부분의 수수료를 대가로 수취한다. 세부 조건에 따라 차이가 있지만 구글, 애플 등 주요 플랫폼은 수수료로 30%를 수취해왔다. 보다 낮은 수수료를 선언하는 플랫폼들도 등장하긴 했으나 압도적인 점유율로 구글과 애플이 양분한 오픈마켓 시장에서 유의미한 성장을 하는 데는 실패했다.

공고하게 유지되어 왔던 30% 수수료 체계는 각국의 규제 강화와 법원 판결, 그리고 개발자와 소비자들의 압박 속에서 근본적인 변화를 맞이하고 있다. 특히 EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 자체 결제가 실질적으로 허용됨에 따라 유저의 자체 결제 이용 비중의 급격한 상승을 예상된다. 엔씨는 11월 리니지M, 2M, W의 자체결제를 전격적으로 도입했다. 엔씨 모바일 유저의 자체 결제 비중은 26년말 과반 이상이 될 전망이다.

표 5. 구글 플레이스토어 30% 수수료를 관련 충돌 주요 타임라인

타임라인	내용	수수료율
게임사 인앱 결제 강제 정책 (2012)	- 입점된 게임 앱 한정 인앱 결제 강제 - 비게임앱에 대한 인앱 결제 강제 조치 부재	- 게임사 한정 수수료 최대 30% - 다른 앱의 수수료 면제
수수료 적용 범위 확대 (2021)	- 구글은 애플과 달리 게임 개발사에 대해서만 인앱 결제 30% 수수료 부과 - 애플과 확연한 매출 차이로 인해 수수료 적용 범위를 모든 앱으로 확대 - 앱스토어, 스팀 등과 동일 수수료를 적용	- 기본 수수료 최대 30% - 게임 → 모든 앱 으로 확대
한국 전기통신사업법 시행 (2021)	- 21년 9월, 세계 최초 인앱 결제 강제 금지 조치 - 이용자 스스로 구글 인앱 결제 또는 외부 결제 중 선택 가능	- 한국 한정 외부 사이트 결제 수수료율 26%
구독앱 수수료 인하 (2022)	- 구독형 결제 앱 (음악, OTT 등)의 수수료 15%로 인하 - 가입 시기에 상관없이 일률적으로 15% 수수료 적용	- 1년차부터 일률적으로 15%
에픽게임즈 사태 (2020~)	- 구글의 수수료 정책에 반발한 에픽게임즈가 자체 결제 시스템 구축 - 구글이 에픽게임즈의 '포트나이트'를 플레이스토어에서 퇴출 - 20년 에픽게임즈가 구글에 반독점법 소송제기, 1심 에픽게임즈 승리 - 3년간 구글의 차별행위 금지 조치 (24년 11월 ~ 27년 11월) - 외부 결제링크 제시 허용 명령, 개발자들의 앱 가격 설정 자유 보장 명령 - '프로젝트 허그'가 앱 배포 시장 경쟁을 방해했다 결론	- 외부 결제 허용
EU DMA 시행 (2024)	- DMA 시행으로 빅테크의 외부 결제 서비스 허용 강제 - 제3자 결제, 외부 결제 등 선택 적용 가능	- 외부 결제 허용
에픽게임즈와의 합의안 (2025)	- 에픽게임즈가 구글의 합의안을 받아들임 - 외부 앱스토어 설치 허용, 외부 결제 허용, 인앱 결제 수수료 9~20%로 제한 - 법원은 시장 환경, 경쟁 구도 등 의미 있는 변화가 없다는 이유로 승인 보류 - 내달, 또는 내년 1월에 증거 청문회를 통해 공익성에 대한 의는 진행 예정	- 인앱 수수료 9~20%로 인하 - 외부 결제 허용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 애플 앱스토어 30% 수수료를 관련 충돌 주요 타임라인

타임라인	내용	수수료율
인앱 결제 강제 정책 (2011)	- 11년 2월, 앱스토어에 입점된 모든 앱에 대하여 인앱 결제를 강제 정책 시작	- 최대 30% 수수료 강제
구독앱 2년차 수수료 인하 (2016)	- 구독형 결제 앱 (음악, OTT 등)의 수수료를 2년차부터 15%로 인하 - '스포티파이'의 인앱 구독 수수료 30% 반발의 결과	- 2년차 이하 수수료: 30% - 2년차 이상 수수료: 15% - 최대 30% 수수료 유지
프리미엄 비디오 파트너 프로그램 (2016)	- 애플TV 콘텐츠 공급 및 OTT 서비스 확장을 위해 적용 - 애플의 핵심 기능과 서비스 연동하는 OTT 앱 및 플랫폼 수수료 인하	- 파트너 프로그램 대상 수수료: 15%
소규모 개발사 한정 수수료 인하 (2020)	- 소규모 개발사에 대한 수수료를 인하 결정	- 소규모 개발사 수수료: 15% - 최대 30% 수수료 유지
게임 클라우드 서비스와 분쟁 (2020)	- MS 엑스클라우드 페이스북 게이밍과의 분쟁 - 게임 클라우드의 게임들이 개별적으로 앱스토어에 등록되지 않은 점 지적 - 클라우드 서비스 등록 제한 - 이로 인해 엑스클라드는 전용앱 없이 웹브라우저로만 이용가능	- 최대 30% ~ 15% 기조 유지
뉴스 파트너 프로그램 (2021)	- 애플뉴스+ 서비스 내 언론사 확장을 위해 적용 - 애플뉴스+에 콘텐츠 제공하는 언론사는 인앱 결제 수수료 인하	- 파트너 프로그램 대상 수수료: 15%
한국 전기통신사업법 시행 (2021)	- 21년 9월, 세계 최초 인앱 결제 강제 금지 조치 - 외부 사이트 결제 수수료 26% 책정	- 한국 한정 외부 사이트 결제 수수료율 최대 26%
에픽게임즈 사태 (2020-2024)	- 애플의 수수료 정책에 반발한 에픽게임즈가 자체 결제 시스템 구축 - 앱스토어가 에픽게임즈의 '포트나이트'를 앱스토어에서 퇴출 - 20년 에픽게임즈가 애플에 반독점법 소송제기 - 1,2심 애플 승리 (10개 쟁점 중 9개 승소) - 인앱 결제 강제 금지 조치 - 수수료 30% 및 나머지 항목에 대해서도 강제성을 규제하는 권고를 받음	- 외부 결제 허용
EU DMA 시행 (2024)	- DMA 시행으로 빅테크의 외부 결제 서비스 허용 강제 - 24년 3월, 제3자 마켓플레이스를 통해 아이폰용 앱 제공 가능해짐 - 에픽게임즈의 '포트나이트'가 앱스토어 재등록 - 24년 8월, 핵심 기술 수수료(설치당 0.5 유로)의 위법성 조사 진행 - EU에서 외부 결제 허용 후 필수 조치라는 평가 - 25년 3월 위반 여부 확정 시 연간 총 매출의 10% 과징금 부과 가능	- EU 한정 최대 수수료율 17% - 이외 국가들 최대 30%~15% 기조 유지
미니 앱 수수료 인하 (2025)	- 워챗이 수수료를 절감하고자 미니 앱 내 결제를 외부 결제 유도 - 애플은 이를 저지하려고 했으나 수수료율을 인하하는 방향으로 합의 - 인앱 구매 시스템 등 요건 충족하는 경우에 한해 낮은 수수료를 적용	- 일정 요건 충족하는 미니앱의 경우 15% 적용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

**표 7. 국내외 주요 기업 외부 결제 도입 시도 및 현황**

기업	주요 내용
엔씨소프트	- 11월부터 자체 플랫폼 '퍼플'을 기반으로 모바일 자체 결제 시스템 도입 예정 - 리니지M, 리니지2M은 적용 시작, 리니지W는 11월 말일 적용 예정 - 아이온2는 출시와 함께 적용
넥슨	- 던파, V4 등 크로스 플랫폼 게임의 PC 버전에서 우회 결제를 할 수 있도록 서비스 - 모바일에서 인앱 결제를 하는 대신, PC에서 외부 결제를 사용해 결제하면 구매 내역 연동
카카오게임즈	- 오딘 등 모바일 게임에서의 자체 결제 시스템의 기술적 기반은 준비 완료 - 정책적 불확실성이 존재, 상황 변화 지켜보며 도입 준비
라인게임즈	- 자사 PC 게임 플랫폼 '플로어'를 기반으로 우회 결제 가능 - 언더샘버와 같은 크로스 플랫폼 게임의 경우 자체 결제 시스템 이용 가능
에픽게임즈	- 20년 8월 포트나이트 내 '에픽 다이렉트 페이먼트' 기습 도입 - 이후 애플, 구글과의 법정 공방으로 이어짐
스포티파이	- 앱 내 구독 결제 기능을 완전히 제거, 홈페이지에 접속해 구독 가입 강제 - EU 집행위원회에 애플을 반독점 혐의로 제소
로블록스	- 월마트, 타겟, 세븐일레븐 등 오프라인 소매점에서 로블록스 기프트 카드 판매
나이언틱	- 나이언틱 웹 스토어를 런칭하여 운영, - 포켓몬고 내 재화인 포켓코인을 웹에서 구매할 경우 보너스 코인 추가 지급
스코플리	- 모노폴리 내 상품을 공식 웹사이트를 통해 판매 - 앱 내 결제 대비 더 많은 보너스 및 웹 전용 패키지 판매
사이게임즈	- 'DMM Game Player'라는 PC 클라이언트 지원, PC에서 외부 결제 사용 가능 - PC 플랫폼에서 결제시 더 많은 상품 지급
믹시	- 잡지, 음반, 상품 등에 시리얼 코드 포함하여 판매하는 방식을 적용 - 애플이 가이드라인 위반으로 간주, 금지 조치
미호요	- 원신 출시 당시 주요 안드로이드 앱마켓에 등록 거부 - 자사 공식 홈페이지를 통해 직접 Apk 파일을 다운로드, 결제는 간편결제 시스템을 직접 연동

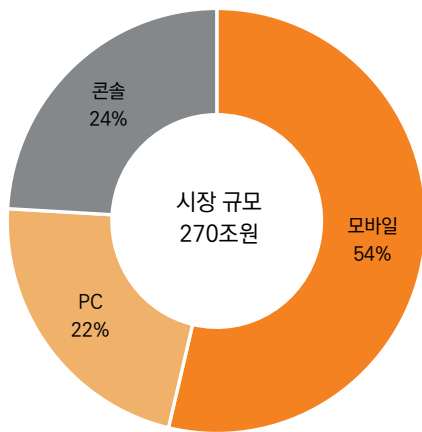
자료: 미래에셋증권 리서치센터

수수료 인하가 현실화된다면 산업 측면에서는 어떤 변화가 발생할까? 결론부터 이야기하자면 산업 내 신작 공급에 있어 14%~26% 수준의 확대가 있을 것으로 예상된다. 실제와는 괴리가 있을 것이나 탐다운 방식의 추정을 위해 러프한 가정들을 사용해본다.

25년 기준 글로벌 게임 시장 규모는 270조원 규모로 추정된다. 270조원의 시장을 디바이스별로 구분하면 모바일 시장이 135조원, PC가 60조원, 콘솔이 65조원 규모다. 주체별로 개략적으로 구분하면 270조원의 시장에서 애플, 구글, 스팀 등 플랫폼이 81조원을, 게임사(퍼블리셔+개발사)가 189조원(공헌이익)을 가져간다.

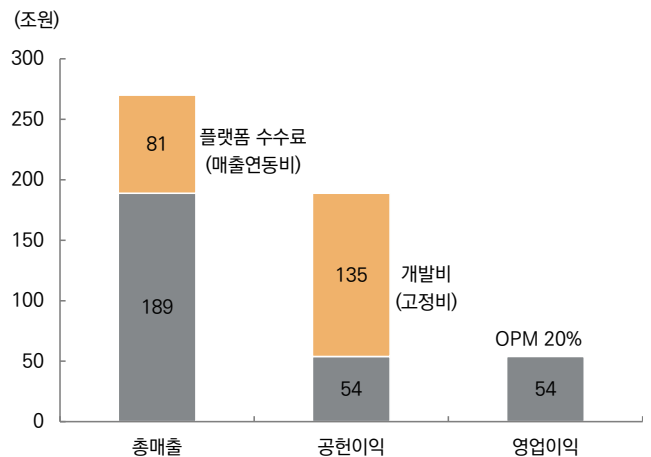
게임사의 관점으로 들어가보자. 게임사는 270조원의 전체 시장을 총매출로 인식한다고 가정한다. 미국, 중국, 일본 등 글로벌 주요 상장 게임사들의 평균 영업이익률은 20% 수준(합산 매출액과 영업이익으로 자체 추정)이며 이는 54조원 규모다. 비용은 216조원으로 역산 가능하다. 앞서 추산한 플랫폼 수수료 81조원(매출연동비)을 제외하면 135조원(고정비)이 남는다. 이는 인건비, 마케팅비 등을 포함한 광의의 개발비로 볼 수 있다.

그림 68. 글로벌 게임 시장 디바이스별 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 69. 게임사 총매출, 공헌이익, 영업이익의 구조 가정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

1) 모바일 수수료가 기존 30%에서 17%로 감소한다면 모바일 플랫폼 수수료는 기존 44조 원 수준에서 25조원까지 19조원이 감소한다. 게임사가 영입이익률을 고정시킨다고 가정한다면 가용 개발비는 135조원에서 154조원까지 상향(+14%)된다. 2) 모바일을 넘어 PC, 콘솔 수수료까지 17%로 감소한다면 전체 플랫폼 수수료는 81조원에서 46조원까지 35조원이 감소한다. 가용 개발비는 135조원에서 170조원까지 확대(+26%) 가능하다.

트리플A 게임을 만드는 데 들어가는 비용은 천억원 이상이 발생한다. 19조원의 모바일 플랫폼 수수료 절감액이 온전히 신작 개발로 들어간다면 190개의 신규 파이프라인이 탄생하게 된다. 전체 플랫폼의 수수료가 17%로 인하된다면 350개의 신규 파이프라인을 기대할 수도 있는 것이다. 공급 측면에서의 유의미한 확대를 기대하는 근거다.

**표 8. 플랫폼별 수수료 인하 케이스에 따른 가용 개발비 변화 추정** (조원)

	전체	모바일	PC	콘솔
시장 규모	270	145	60	65
플랫폼 수수료(30%)	81	44	18	20
플랫폼 수수료(17%)	46	25	10	11
감소폭	35	19	8	8
기존 개발비	135	73	30	33
신규 가용 개발비	170	91	38	41
전체 개발비 변동폭	26%	14%	6%	6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

### 국내 게임사 수수료 인하 수혜 양상

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 앱 수수료 인하는 퍼블리셔와 개발사 모두에게 큰 수혜로 이어진다. 25년 실적을 기준으로 모바일 수수료율을 17%로 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업 이익률은 평균 7%p 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일(자체 결제 제외) 매출 비중이 90%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선이 예상된다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 넷마블의 올해 예상 지급수수료 7,400억원은 4,200억원까지 감소, 영업이익률은 12%p 상승했을 전망이다. 모바일 매출 비중이 그 다음으로 높은 카카오게임즈와 위메이드도 10%p의 영업이익률 상승이 발생했을 것이다. '순이익 증가액x15/시가총액'으로 계산한 민감도는 넷마블(81%), 위메이드(78%), 네오위즈(53%), 카카오게임즈(37%) 순으로 높다.

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

표 9. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

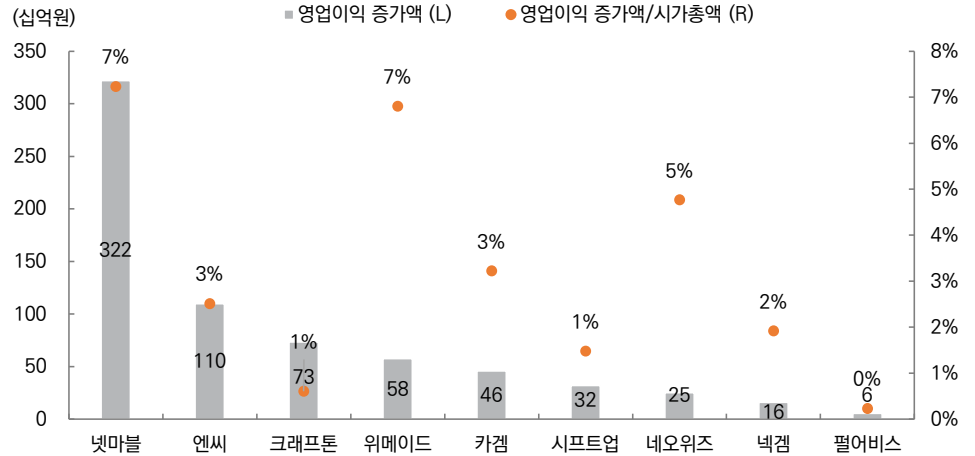
	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외) 비중	2,476 90%	844 55%	1,859 54%	443 74%	353 77%	168 56%	195 46%	84 47%	42 12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

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

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

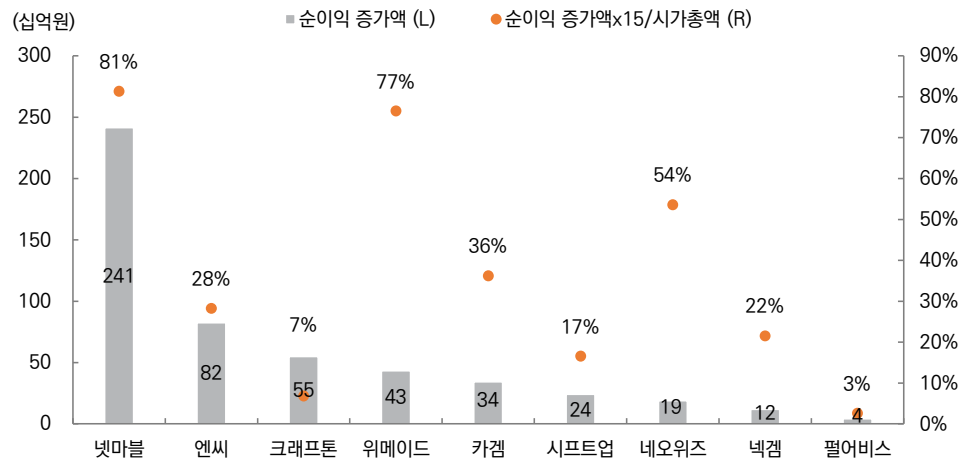
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 모바일 수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

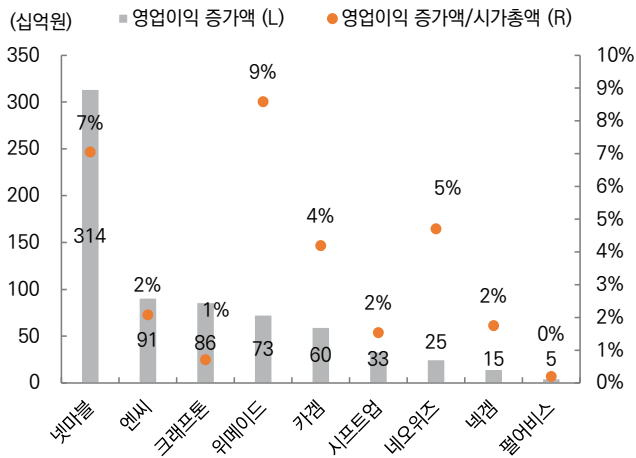
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기에 지급수수료 미발생.

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

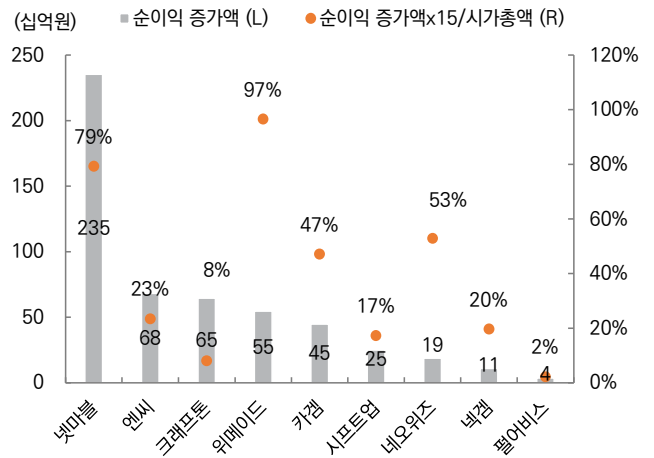
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 73. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 순수 게임 개발사도 상당한 수혜

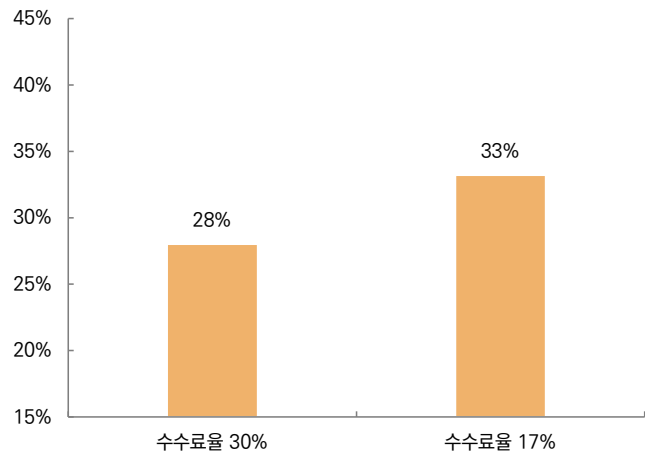
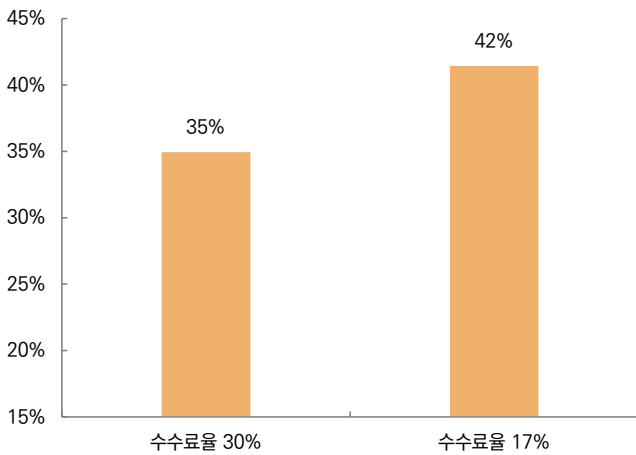
앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

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

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

그림 74. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상

그림 75. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

**표 11. 개발사 수수료 시나리오별 순매출 인식률 변화**

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

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

앱 수수료 인하시 가장 큰 이익 개선 효과가 기대되는 기업은 모바일 비중이 높고 직접 퍼블리싱을 하는 게임사다. 그러나 MMORPG 매출 비중이 높은 국내 게임사들의 경우 1) 기존작 매출 하향 안정화가 빠르게 이루어지고 있는 동시에, 2) 차기 MMORPG 신작에 대한 흥행 가능성을 높게 보기 어려운 것도 사실이다. 앱 수수료 인하가 있더라도 기존작, 신작 흥행 성과에 따라 26년, 27년 실적이 큰 폭으로 개선되지 않을 수도 있다는 의미다.

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

### PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 것

모바일 플랫폼 수수료 인하는 PC, 콘솔 수수료 인하까지 이어질 가능성이 높다. 스팀, 플레이스테이션, 엑스박스, 닌텐도 등 주요 PC, 콘솔 플랫폼의 수수료는 애플, 구글과 동일한 30% 수준이다. 스팀의 경우 매출 규모에 따라 수수료율을 차등 적용해 1) 연매출 100만 달러 미만 게임은 30%, 2) 연매출 100만달러 이상 5천만달러 미만 게임은 25%, 3) 연매출 5천만달러 이상 게임은 20%의 수수료를 부여하고 있다.

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

표 12. PC 플랫폼 수수료 인하 관련 타임라인

플랫폼/시기	내용
에픽게임즈 스토어 12% 수수료 도입 (18년 12월)	- 업계 후발주자로서 공격적인 수수료율 정책 채택 및 기존 수수료율에 대한 비판 의지 표명 - 외부 결제 허용, 12% 수수료율 도입 - 입점 게임의 언리얼 엔진 사용 수수료 면제 - 19년 2월 유비소프트가 인기 게임 '더 디비전'의 후속작을 에픽게임즈 스토어에 독점 출시 - '메트로 엑소더스', '월드워Z' 등 인기작 독점 출시
스팀 수수료율 인하 (18년 12월)	- 연매출 기준 수수료 차등 책정 방안 도입 - \$10M 이하 30%, \$10M 이상 \$50M 이하 25%, \$50M 이상 20% 적용 - 수수료율 인하에도 불구하고, 매출 \$50M 이상 게임은 극소수 - 인디게임의 노출도 높이기 위한 스팀 의존도를 고려한다면, 실효성이 없는 조치라는 비판
디스크드 스토어 수수료율 인하 (18년 12월)	- 18년 스토어 베타 런칭 후 수수료율 30% 책정 - 이후 에픽게임즈 및 스팀과의 차별화를 위해 10% 수수료율 도입 - 이후 출시 1년차 게임 스토어 서비스 철수
MS Xbox 반독점 소송 (21년 4월)	- 소비자 집단이 MS가 30%라는 높은 수수료율을 부과하는 것에 대해 반독점 소송 제기 - 23년 1월 소송 기각 - 하드웨어를 저마진으로 판매, 소프트웨어로 수익성을 확보하는 콘솔 특징을 인정
MS 스토어 수수료율 인하 (21년 8월)	- 외부 결제 허용, 게임 30% → 12%, 비게임 15%, 외부 결제 수수료율 0% 적용 - 당시 반독점 소송 중이었던 애플/구글과는 반대로 자발적인 수수료 인하 - 외부 결제 허용을 통해 이미지 제고
밸브(스팀) 반독점 소송 (22년 5월)	- 올파이어 게임즈, 스팀 수수료 30%, PMFN(플랫폼 최혜국 대우)를 근거로 소송 제기 - 스팀이 다른 스토어와 스팀의 판매 가격을 맞추는 것을 강요 - 해당 정책 위반, 밸브의 일방적인 게임키 해지 및 권한 취소 사례 존재 - 21년 11월 1심은 기각, 항소심은 승소하여 현재 1심을 다시 진행 중

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. PC 플랫폼 수수료율 현황

PC 플랫폼	기본 수수료율	외부 결제	기타
스팀	30%	일부 허용 (F2P 게임, 외부 키 결제 등)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 게임 최초 등록시 \$100의 등록 수수료, 총 수익 \$1,000 달성 시 리쿰</li> <li>- 매출 규모에 따라 수수료율 차등 적용</li> <li>- 연간 수익 100만 달러 이하: 30%</li> <li>- 연간 수익 100만 달러 ~ 5,000만 달러: 25%</li> <li>- 연간 수익 5,000만 달러 초과: 20%</li> <li>- 언리얼 엔진 사용 게임 개발사의 경우, 5%의 엔진 수수료 추가 납부</li> <li>- 외부 키 결제 등 사용 시 가격 평등 조항 적용한다는 의혹</li> </ul>
에픽게임즈 스토어	12%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 후발주자로서 공격적인 수수료 정책 채택</li> <li>- 개발자 혜택 프로그램 '나우 온 에픽'</li> <li>- 기존 출시 게임이라도 신규 입점시 수수료 6개월 면제</li> <li>- 언리얼 엔진 수수료 면제</li> <li>- 개발자 친화적 환경 조성, 독점 계약 체결 시 예상 매출액 선금지원</li> <li>- 구글, 애플, 스팀의 높은 수수료율 지속적 비판</li> </ul>
MS 스토어	게임 :12% 이외: 15%	허용	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 앱 서비스 종류에 따른 수수료 적용</li> <li>- 외부 결제 건 (앱 자체 결제 또는 서드파티 결제)에 대한 수수료 면제</li> </ul>
헵블 스토어	15%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기부 형식의 게임 판매 가능</li> <li>- 게임 구매 시, 유저가 개발자, 헵블 스토어, 자선 단체 판매액 배분 비율 조정 가능</li> <li>- 소비자 대상 구독형 요금제 판매, 게임 및 게임 구매에 대한 할인 제공</li> </ul>
GOG	30%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- DRM-Free (디지털 저작권 관리 제거)로 런처를 통한 실행이나 다운로드가 불필요</li> <li>- 개발자 친화적 환경 조성, 선금지원 시스템 구축</li> </ul>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 콘솔 플랫폼 수수료율 현황

콘솔 플랫폼	기본 수수료율	외부 결제	기타
PlayStation Store	30%	금지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출 규모, 독점 계약, PS 협력 게임에 대한 예외 케이스 제외하면 기본 수수료 일괄 적용</li> <li>- 게임 매출, 게임 내 구매, 구독 서비스 (PS Plus)에 대한 수수료 부과</li> <li>- PSN 계정, 소니의 내부 결제 시스템을 통한 결제만 허용</li> </ul>
Xbox Store	30%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 게임, DLC, 게임 내 구매, 구독 서비스 (Xbox Game Pass)에 기본 수수료 일괄 적용</li> </ul>
Nintendo eShop	30%		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 게임, DLC, 게임 내 구매에 기본 수수료 일괄 적용</li> </ul>

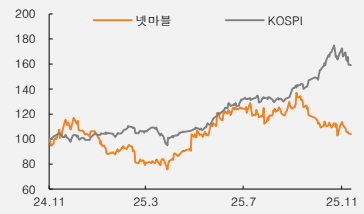
자료: 미래에셋증권 리서치센터

# **Global Company Analysis**

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>95,000원</b>
현재주가(25/11/24)	51,600원
상승여력	84.1%

영업이익(25F,십억원)	360
Consensus 영업이익(25F,십억원)	341
EPS 성장률(25F,%)	1,329.9
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	12.1
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSPI	3,846.06
시가총액(십억원)	4,435
발행주식수(백만주)	86
유동주식비율(%)	36.7
외국인 보유비중(%)	27.5
베타(12M) 일간수익률	0.72
52주 최저가(원)	37,500
52주 최고가(원)	68,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.5	2.2	3.7
상대주가	-3.1	-31.1	-32.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

# 넷마블

## 앱 수수료 인하의 최대 수혜주

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료가 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

### 앱 수수료 인하 민감도 가장 높은 기업

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 25년 실적을 기준으로 모바일 인앱 결제 수수료율 17%를 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

모바일 매출(자체 결제 제외) 비중이 90%에 달하는 넷마블의 경우 드라마틱한 수익성 개선이 기대된다. 앱 수수료율이 17%였다면 넷마블의 올해 지급수수료는 3,200억원 수준이 절감(7,400억원→4,200억원)되었을 것이다. 지급수수료 절감에 따른 영업이익률 개선폭은 12%p에 달한다.

### 투자 의견 '매수', 목표주가 95,000원 유지

게임 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 밸류에이션 매력에 높은 구간으로 26F 11.7배에 불과하며 4분기 실적 모멘텀도 기대할 수 있는 상황이다. 동사의 최대 기대작 7대작 오리진 출시(1월 28일)가 가시권으로 다가오기 시작함에 따라 강력한 신작 모멘텀을 기대할 수 있는 구간이다.

게임사 전반이 기존작 하향 안정화와 낮아진 신작 Hit ratio로 인해 부진한 실적을 겪는 가운데 동사는 돋보이는 이익 성장을 이어갈 전망이다. 자체 결제가 가능한 신작 비중이 높아짐에 따라 지급수수료율도 지속적으로 감소할 것이다. 앱 수수료 인하가 현실화될 경우에도 업종 내 가장 큰 폭의 이익 개선이 기대된다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,502	2,664	2,761	2,840	2,975
영업이익 (십억원)	-68	216	360	450	536
영업이익률 (%)	-2.7	8.1	13.0	15.8	18.0
순이익 (십억원)	-256	26	367	380	451
EPS (원)	-2,975	298	4,266	4,424	5,245
ROE (%)	-4.9	0.5	6.7	6.7	7.4
P/E (배)	-	173.3	12.1	11.7	9.8
P/B (배)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8

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

표 15. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

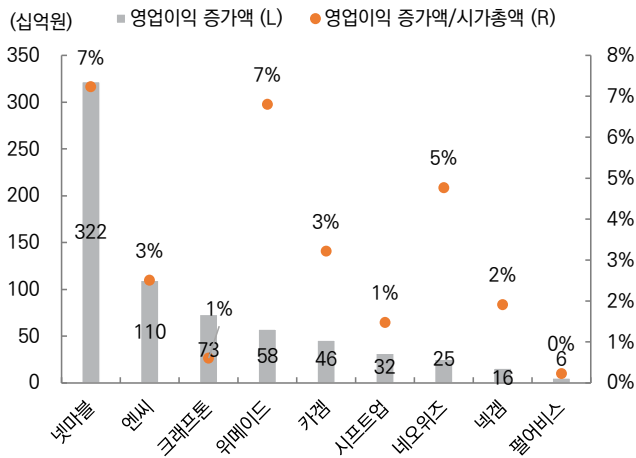
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

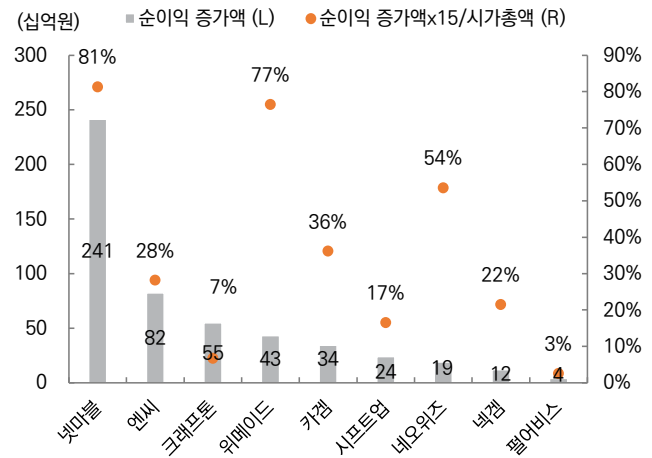
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 77. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

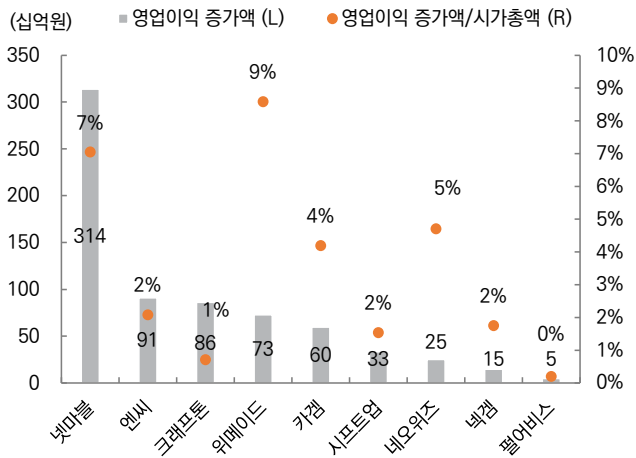
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기에 지급수수료 미발생.

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

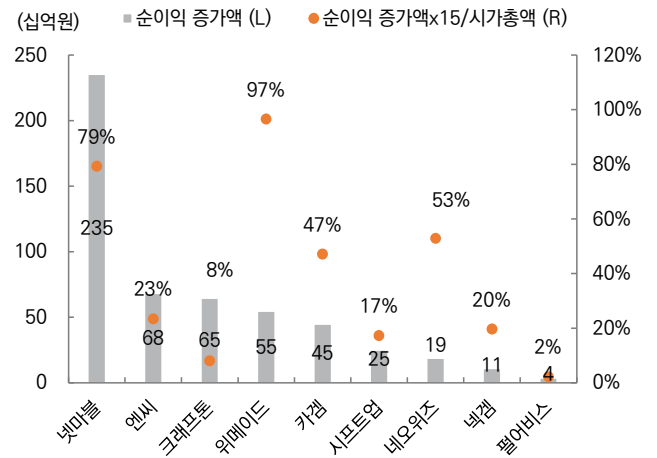
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 79. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>585</b>	<b>782</b>	<b>647</b>	<b>649</b>	<b>624</b>	<b>718</b>	<b>696</b>	<b>724</b>	<b>2,502</b>	<b>2,664</b>	<b>2,761</b>	<b>2,840</b>
(% YoY)	-2.9%	29.6%	2.7%	-2.5%	6.6%	-8.2%	7.5%	11.5%	-6.4%	6.5%	3.7%	2.9%
마블 콘테스트 오브 챔피언스	47	70	52	84	56	65	49	81	269	253	251	248
잭팟월드(Jackpot World)	59	55	52	52	50	50	49	49	237	217	198	202
랏처 슬롯(Lotsa Slots)	53	47	45	52	50	50	49	49	206	197	198	194
캐시프렌지(Cash Frenzy)	53	47	45	45	50	43	49	49	206	190	191	192
나 혼자만 레벨업	-	156	84	39	50	43	28	48	-	280	169	127
세븐나이츠 리버스	-	-	-	-	-	93	84	59	-	-	235	106
RF온라인	-	-	-	-	19	65	35	22	-	-	140	60
뱀피르	-	-	-	-	-	-	63	81	-	-	144	113
일곱개의대죄: 그랜드 크로스	41	31	26	32	31	29	28	27	150	131	115	100
레이븐2	-	31	39	32	31	29	21	36	-	103	117	102
리니지2 레볼루션	18	16	14	11	10	11	10	8	87	58	39	28
제2의나라	18	14	10	9	7	6	7	5	93	51	26	19
기타	299	314	281	292	270	234	227	209	1,254	1,185	939	1,347
<b>영업비용</b>	<b>582</b>	<b>671</b>	<b>582</b>	<b>614</b>	<b>574</b>	<b>617</b>	<b>605</b>	<b>606</b>	<b>2,571</b>	<b>2,448</b>	<b>2,401</b>	<b>2,390</b>
지급수수료	227	263	225	232	219	242	225	232	980	947	918	893
인건비	180	183	179	179	172	175	170	171	745	720	689	694
마케팅비	102	144	105	121	114	135	145	139	487	470	534	551
기타	73	82	73	83	69	64	65	64	460	311	261	252
<b>영업이익</b>	<b>4</b>	<b>111</b>	<b>66</b>	<b>35</b>	<b>50</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>118</b>	<b>-68</b>	<b>216</b>	<b>360</b>	<b>450</b>
(% YoY)	흑전	흑전	흑전	87.0%	1247.2%	-9.1%	38.8%	234.8%	적지	흑전	66.8%	25.2%
영업이익률	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	14.1%	13.1%	16.3%	-2.7%	8.1%	13.0%	15.9%
<b>지배주주순이익</b>	<b>0</b>	<b>170</b>	<b>22</b>	<b>-166</b>	<b>76</b>	<b>160</b>	<b>38</b>	<b>93</b>	<b>-256</b>	<b>26</b>	<b>367</b>	<b>380</b>
순이익률	-0.1%	21.7%	3.5%	-25.6%	12.1%	22.3%	5.4%	12.9%	-10.2%	1.0%	13.3%	13.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 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)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트워크	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트워크	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트워크	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷마블 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>2,664</b>	<b>2,761</b>	<b>2,840</b>	<b>2,975</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>2,664</b>	<b>2,761</b>	<b>2,840</b>	<b>2,975</b>
<b>판매비와관리비</b>	<b>2,448</b>	<b>2,401</b>	<b>2,390</b>	<b>2,439</b>
<b>조정영업이익</b>	<b>216</b>	<b>360</b>	<b>450</b>	<b>536</b>
<b>영업이익</b>	<b>216</b>	<b>360</b>	<b>450</b>	<b>536</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-140</b>	<b>111</b>	<b>68</b>	<b>74</b>
금융손익	-89	-65	-42	-29
관계기업등 투자손익	109	170	104	97
세전계속사업손익	76	471	518	610
계속사업법인세비용	73	94	130	153
계속사업이익	3	377	389	458
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>3</b>	<b>377</b>	<b>389</b>	<b>458</b>
지배주주	26	367	380	451
비지배주주	-22	10	9	7
<b>총포괄이익</b>	<b>352</b>	<b>377</b>	<b>389</b>	<b>458</b>
지배주주	371	398	411	483
비지배주주	-20	-21	-22	-26
EBITDA	370	499	580	659
FCF	270	653	473	529
EBITDA 마진율 (%)	13.9	18.1	20.4	22.2
영업이익률 (%)	8.1	13.0	15.8	18.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.0	13.3	13.4	15.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>1,115</b>	<b>1,248</b>	<b>1,651</b>	<b>2,105</b>
현금 및 현금성자산	578	708	1,105	1,553
매출채권 및 기타채권	294	296	299	303
재고자산	2	2	2	2
기타유동자산	241	242	245	247
<b>비유동자산</b>	<b>7,062</b>	<b>6,861</b>	<b>6,826</b>	<b>6,809</b>
관계기업투자등	2,439	2,529	2,555	2,580
유형자산	340	439	428	422
무형자산	3,245	2,953	2,904	2,867
<b>자산총계</b>	<b>8,177</b>	<b>8,109</b>	<b>8,476</b>	<b>8,913</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,348</b>	<b>1,770</b>	<b>1,780</b>	<b>1,791</b>
매입채무 및 기타채무	130	123	124	125
단기금융부채	636	756	756	756
기타유동부채	582	891	900	910
<b>비유동부채</b>	<b>1,355</b>	<b>750</b>	<b>753</b>	<b>757</b>
장기금융부채	1,057	447	447	447
기타비유동부채	298	303	306	310
<b>부채총계</b>	<b>2,703</b>	<b>2,521</b>	<b>2,534</b>	<b>2,547</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>5,416</b>	<b>5,520</b>	<b>5,866</b>	<b>6,282</b>
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,055	3,055	3,055
이익잉여금	1,145	1,478	1,824	2,241
<b>비지배주주지분</b>	<b>58</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>84</b>
<b>자본총계</b>	<b>5,474</b>	<b>5,588</b>	<b>5,943</b>	<b>6,366</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>288</b>	<b>821</b>	<b>528</b>	<b>589</b>
당기순이익	3	377	389	458
비현금수익비용가감	382	263	266	269
유형자산감가상각비	53	69	66	65
무형자산감가상각비	101	70	64	58
기타	228	124	136	146
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-35	305	9	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	-94	-130	-153
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>37</b>	<b>113</b>	<b>-71</b>	<b>-81</b>
유형자산처분(취득)	-17	-168	-55	-60
무형자산감소(증가)	21	222	-15	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-35	-1	-1	-1
기타투자활동	68	60	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-221</b>	<b>-524</b>	<b>-34</b>	<b>-34</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-148	-490	0	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	-34	-34	-34
기타재무활동	-78	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>148</b>	<b>130</b>	<b>397</b>	<b>448</b>
기초현금	430	578	708	1,105
기말현금	578	708	1,105	1,553

자료: 넷마블, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.3	12.1	11.7	9.8
P/CF (x)	11.5	6.9	6.8	6.1
P/B (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	14.9	9.8	7.7	6.1
EPS (원)	298	4,266	4,424	5,245
CFPS (원)	4,482	7,441	7,618	8,453
BPS (원)	67,728	68,935	72,962	77,809
DPS (원)	417	417	417	417
배당성향 (%)	1,062.3	9.1	8.8	7.5
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	6.5	3.7	2.9	4.7
EBITDA증가율 (%)	216.4	34.8	16.4	13.5
조정영업이익증가율 (%)	흑전	66.8	25.2	19.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,329.9	3.7	18.6
매출채권 회전율 (회)	10.0	9.9	10.1	10.5
재고자산 회전율 (회)	1,100.6	1,296.7	1,320.6	1,369.4
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.0	4.6	4.7	5.3
ROE (%)	0.5	6.7	6.7	7.4
ROIC (%)	0.3	9.1	11.8	14.4
부채비율 (%)	49.4	45.1	42.6	40.0
유동비율 (%)	82.7	70.5	92.7	117.5
순차입금/자기자본 (%)	18.4	6.7	-0.4	-7.4
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	4.1	6.2	7.3

# 엔씨소프트

## 지급수수료율 급감 기대

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

### 지급수수료 감소 본격화

동사는 11월부터 모바일 자체 결제 시스템을 전격적으로 도입했다. 리니지M, 2M은 11월 12일부터 자체 결제가 가능해졌다. 11월 19일 출시한 아이온2도 자체 결제가 가능하게 출시되었으며 PC 결제 비중이 90%를 상회하는 것으로 추정된다. 26년말 동사의 모바일 게임 자체 결제 비중은 50%에 도달할 전망이다.

모바일에서의 자체 결제 도입에 따른 지급수수료 절감 효과는 26년 천억원 이상을 예상한다. 동사는 유저들에게 추가 보상을 주는 방식으로 자체 결제 유저 비중을 올려나갈 것이다. 매출액 대비 지급수수료 비중은 26년 15%까지 감소(25년: 23%)할 것이다.

### 투자 의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

자체 결제 도입에 따른 신작 레버리지 효과가 커진 부분이 긍정적이다. 전면적인 인앱 수수료 인하가 진행될 경우 지급수수료율 감소세가 가속화될 전망이다. 앱 수수료가 현재 30%에서 17%로 감소될 경우 동사는 천억원 수준의 지급수수료가 추가로 절감될 것으로 예상된다.

단기적으로는 아이온2의 트래픽을 기반으로 한 플레이를 할 시기로 판단한다. 유저 트래픽과 직결되는 서버 수의 증가 추세를 관찰할 필요가 있다. 아이온2는 출시 초반 잡음이 존재했으나 빠른 소통과 함께 게임이 안정화 국면으로 넘어가고 있다. 당사에서는 4분기 일평균 매출액 18억원, 26년 일평균 매출액 10억원을 가정한다.

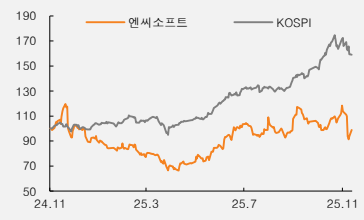
투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>280,000원</b>
현재주가(25/11/24)	202,500원
상승여력	38.3%

영업이익(25F,십억원)	35
Consensus 영업이익(25F,십억원)	36

EPS 성장률(25F,%)	302.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	11.7
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSPI	3,846.06

시가총액(십억원)	4,363
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	77.6
외국인 보유비중(%)	30.3
베타(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	135,800
52주 최고가(원)	244,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.5	34.3	-6.5
상대주가	2.0	-9.5	-39.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,780	1,578	1,537	1,799	1,795
영업이익 (십억원)	137	-109	35	323	357
영업이익률 (%)	7.7	-6.9	2.3	18.0	19.9
순이익 (십억원)	212	94	373	274	303
EPS (원)	9,663	4,291	17,254	12,727	14,050
ROE (%)	6.6	3.0	11.6	7.8	8.0
P/E (배)	24.9	42.7	11.7	15.9	14.4
P/B (배)	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.8	1.0	1.0

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

표 19. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

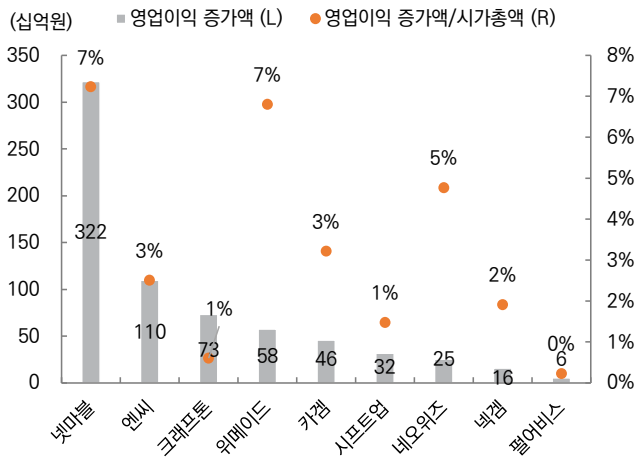
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

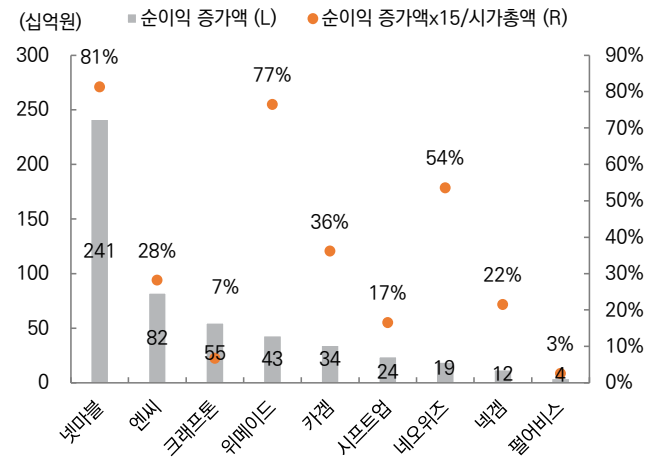
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 81. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

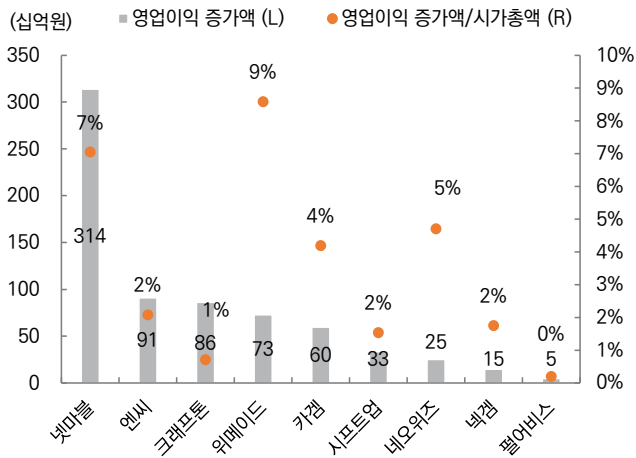
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기에 지급수수료 미발생.

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

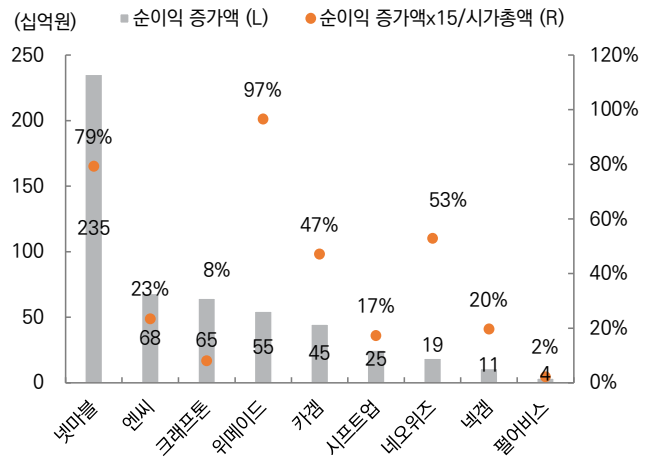
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 83. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>398</b>	<b>369</b>	<b>402</b>	<b>409</b>	<b>360</b>	<b>382</b>	<b>360</b>	<b>434</b>	<b>1,780</b>	<b>1,578</b>	<b>1,537</b>	<b>1,799</b>
(% YoY)	-16.9%	-16.2%	-5.0%	-6.5%	-9.5%	3.7%	-10.4%	6.1%	-30.8%	-11.3%	-2.6%	17.0%
PC	91	86	81	93	83	92	88	84	360	352	347	324
리니지	24	25	26	23	22	21	25	23	97	98	92	91
리니지2	23	21	20	21	19	23	22	21	87	85	85	83
아이온	14	13	12	11	8	13	9	9	68	50	39	34
B&S	4	4	3	14	14	19	14	13	24	25	60	49
길드워2	25	23	19	25	19	16	18	17	85	93	71	67
모바일	249	218	253	216	206	219	197	278	1,200	937	900	1,194
리니지M	105	107	159	122	113	121	105	109	496	493	448	404
리니지2M	56	42	43	41	38	48	47	45	263	183	178	165
리니지W	83	65	47	49	53	48	43	45	414	244	189	165
B&S2	6	3	4	4	3	2	1	1	27	17	7	4
아이온2	-	-	-	-	-	-	-	77	-	-	77	360
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	95
기타	24	27	30	27	26	29	28	28	75	108	112	115
로열티	33	38	38	74	45	42	47	44	144	182	178	166
<b>영업비용</b>	<b>372</b>	<b>360</b>	<b>416</b>	<b>539</b>	<b>355</b>	<b>367</b>	<b>368</b>	<b>412</b>	<b>1,643</b>	<b>1,687</b>	<b>1,502</b>	<b>1,476</b>
인건비	203	188	201	314	187	191	199	195	823	906	772	794
마케팅비	7	17	49	55	13	23	16	75	85	128	128	146
D&A	28	28	27	26	25	25	21	20	112	108	91	81
지급수수료	95	82	105	98	94	91	87	78	434	380	350	275
기타	67	73	61	71	35	37	43	45	189	272	161	180
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>9</b>	<b>-14</b>	<b>-129</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>-7</b>	<b>22</b>	<b>137</b>	<b>-109</b>	<b>35</b>	<b>323</b>
(% YoY)	-68.5%	-74.9%	적전	적전	-79.7%	70.5%	적지	흑전	-75.4%	적전	흑전	-
영업이익률	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	5.1%	7.7%	-6.9%	2.3%	18.0%
<b>지배주주순이익</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	<b>-27</b>	<b>-7</b>	<b>38</b>	<b>-35</b>	<b>347</b>	<b>24</b>	<b>212</b>	<b>94</b>	<b>373</b>	<b>274</b>
순이익률	14.4%	19.2%	-6.6%	-1.8%	10.5%	-9.3%	96.3%	5.6%	11.9%	6.0%	24.3%	15.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	1,550	1,893	1,537	1,799	-1%	-5%	1,565	2,022	-2%	-11%	아이온2 매출 조정 자체 결제 비중 조정
영업이익	31	323	35	323	13%	0%	36	326	-3%	-1%	
순이익	370	274	373	274	1%	0%	291	324	-	-15%	
영업이익률	2.0%	17.1%	2.3%	18.0%	-	-	2.3%	16.1%	-	-	
순이익률	23.9%	14.5%	24.3%	15.2%	-	-	18.6%	16.0%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 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)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>1,578</b>	<b>1,537</b>	<b>1,799</b>	<b>1,795</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>1,578</b>	<b>1,537</b>	<b>1,799</b>	<b>1,795</b>
판매비와관리비	1,687	1,502	1,476	1,438
<b>조정영업이익</b>	<b>-109</b>	<b>35</b>	<b>323</b>	<b>357</b>
영업이익	-109	35	323	357
<b>비영업손익</b>	<b>230</b>	<b>430</b>	<b>43</b>	<b>47</b>
금융손익	62	62	78	90
관계기업등 투자손익	4	356	-48	-56
세전계속사업손익	121	465	366	404
계속사업법인세비용	27	92	91	101
계속사업이익	94	373	274	303
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>94</b>	<b>373</b>	<b>274</b>	<b>303</b>
지배주주	94	373	274	303
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>48</b>	<b>373</b>	<b>274</b>	<b>303</b>
지배주주	48	372	274	302
비지배주주	0	1	1	1
EBITDA	0	147	422	448
FCF	23	452	327	342
EBITDA 마진율 (%)	0.0	9.6	23.5	25.0
영업이익률 (%)	-6.9	2.3	18.0	19.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.0	24.3	15.2	16.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>1,789</b>	<b>2,288</b>	<b>2,585</b>	<b>2,885</b>
현금 및 현금성자산	1,260	1,315	1,599	1,890
매출채권 및 기타채권	157	186	192	194
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	371	786	793	800
<b>비유동자산</b>	<b>2,165</b>	<b>2,052</b>	<b>2,004</b>	<b>1,977</b>
관계기업투자등	50	51	51	52
유형자산	998	1,018	968	935
무형자산	104	105	107	112
<b>자산총계</b>	<b>3,954</b>	<b>4,340</b>	<b>4,589</b>	<b>4,862</b>
<b>유동부채</b>	<b>322</b>	<b>597</b>	<b>603</b>	<b>609</b>
매입채무 및 기타채무	71	148	150	151
단기금융부채	46	48	49	49
기타유동부채	205	401	404	409
<b>비유동부채</b>	<b>568</b>	<b>335</b>	<b>335</b>	<b>336</b>
장기금융부채	336	248	248	248
기타비유동부채	232	87	87	88
<b>부채총계</b>	<b>890</b>	<b>931</b>	<b>938</b>	<b>945</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,059</b>	<b>3,403</b>	<b>3,647</b>	<b>3,912</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	3,474	3,819	4,062	4,327
<b>비지배주주지분</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>자본총계</b>	<b>3,064</b>	<b>3,408</b>	<b>3,652</b>	<b>3,917</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>107</b>	<b>581</b>	<b>372</b>	<b>397</b>
당기순이익	94	373	274	303
비현금수익비용가감	-7	129	100	90
유형자산감가상각비	106	108	96	88
무형자산상각비	3	3	3	4
기타	-116	18	1	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-43	96	-1	3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	20	-30	-2	-2
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-23	-92	-91	-101
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>1,294</b>	<b>-470</b>	<b>-57</b>	<b>-69</b>
유형자산처분(취득)	-83	-129	-45	-55
무형자산감소(증가)	41	-4	-6	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	987	-414	-6	-6
기타투자활동	349	77	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-523</b>	<b>-115</b>	<b>-31</b>	<b>-37</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-267	-86	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-64	-28	-31	-37
기타재무활동	-192	-1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>895</b>	<b>55</b>	<b>284</b>	<b>291</b>
기초현금	365	1,260	1,315	1,599
기말현금	1,260	1,315	1,599	1,890

자료: 엔씨소프트, 미래에셋증권 리서치센터

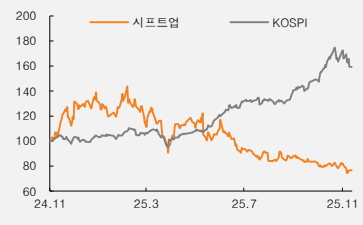
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	42.7	11.7	15.9	14.4
P/CF (x)	46.1	8.7	11.7	11.1
P/B (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	-	18.5	5.7	4.7
EPS (원)	4,291	17,254	12,727	14,050
CFPS (원)	3,975	23,223	17,358	18,206
BPS (원)	175,362	194,713	205,995	218,310
DPS (원)	1,460	1,606	1,927	1,927
배당성향 (%)	30.1	8.3	13.6	12.3
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	-11.3	-2.6	17.0	-0.2
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	188.2	6.1
조정영업이익증가율 (%)	적전	흑전	826.9	10.4
EPS증가율 (%)	-55.6	302.1	-26.2	10.4
매출채권 회전율 (회)	12.0	10.6	11.2	11.0
재고자산 회전율 (회)	1,759.7	1,453.6	1,684.4	1,664.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.3	9.0	6.1	6.4
ROE (%)	3.0	11.6	7.8	8.0
ROIC (%)	-7.3	6.0	25.6	29.5
부채비율 (%)	29.1	27.3	25.7	24.1
유동비율 (%)	555.1	383.5	429.1	474.1
순차입금/자기자본 (%)	-34.6	-48.5	-53.2	-57.2
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.6	5.2	54.8	60.4

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>54,000원</b>
현재주가(25/11/24)	36,750원
상승여력	46.9%

영업이익(25F,십억원)	188
Consensus 영업이익(25F,십억원)	189
EPS 성장률(25F,%)	6.5
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	12.7
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSPI	3,846.06
시가총액(십억원)	2,167
발행주식수(백만주)	59
유동주식비율(%)	55.7
외국인 보유비중(%)	36.8
베타(12M) 일간수익률	0.81
52주 최저가(원)	35,650
52주 최고가(원)	68,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.0	-26.9	-25.6
상대주가	-2.7	-50.8	-51.6



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

# 시프트업

## 개발사도 앱 수수료 인하 수혜 전망

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

### 개발사 순매출 인식률 증대

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

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

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 54,000원 유지

25F P/E 12.7배, 26F P/E 16.3배에서 거래 중으로 밸류에이션 부담이 높은 구간은 아니다. 주요 IP의 플랫폼 및 지역 확장이 일단락되고 신작 공백기에 접어들어 따라 단기적인 모멘텀은 부재하다. 니케가 출시 3년을 넘어가는 시점이기에 시장에는 매출 지속성에 대한 우려도 존재하나 여전히 견조한 트래픽을 기록 중이다.

동사는 국내에서 가장 강력한 27년 차기작을 갖춘 게임사다. 스텔라 블레이드가 500만장 이상의 최종 판매량 달성이 유력해짐에 따라 차기작 판매량에 대한 기대치도 높아지고 있다. 스텔라 블레이드 후속작, 프로젝트 스피릿 등 차기 신작에 대한 정보가 구체화되기 시작하면서 다시금 모멘텀이 발생할 전망이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	169	224	298	243	339
영업이익 (십억원)	111	153	188	148	227
영업이익률 (%)	65.7	68.3	63.1	60.9	67.0
순이익 (십억원)	107	148	170	133	190
EPS (원)	2,132	2,717	2,893	2,250	3,218
ROE (%)	86.4	31.3	20.6	14.0	17.1
P/E (배)	-	23.3	12.7	16.3	11.4
P/B (배)	-	4.8	2.3	2.0	1.7
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0

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

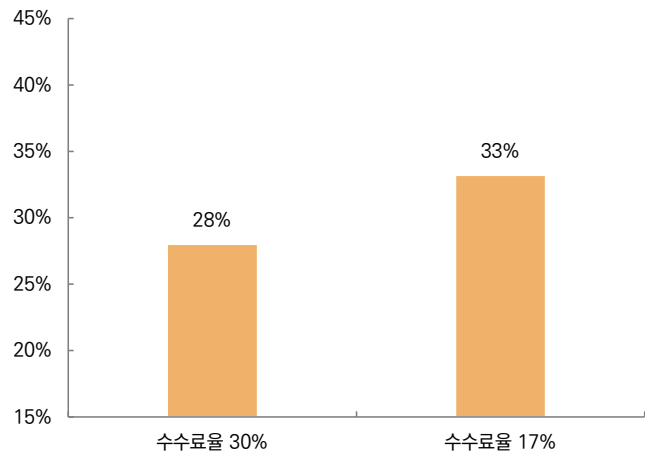
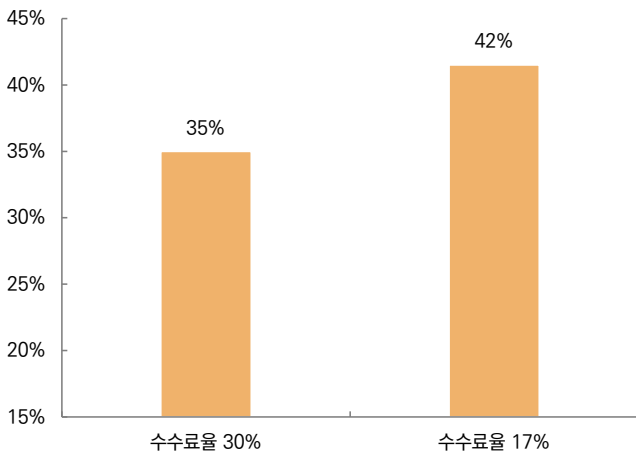
앱 수수료 인하와 관련해 아직까지는 퍼블리셔의 수혜만 논해지곤 하지만 개발사의 수혜에 대해서도 주목해볼 필요가 있다. 퍼블리셔와 개발사의 계약 구조는 일반적으로 게임 총매출액에서 각종 수수료(플랫폼, PG 수수료 등)를 제외한 금액을 일정 비율로 나눠 갖는 구조를 취하고 있다.

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

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

그림 84. 5:5 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상

그림 85. 4:6 분배 계약 시 개발사 수수료율 변화 양상



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

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

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

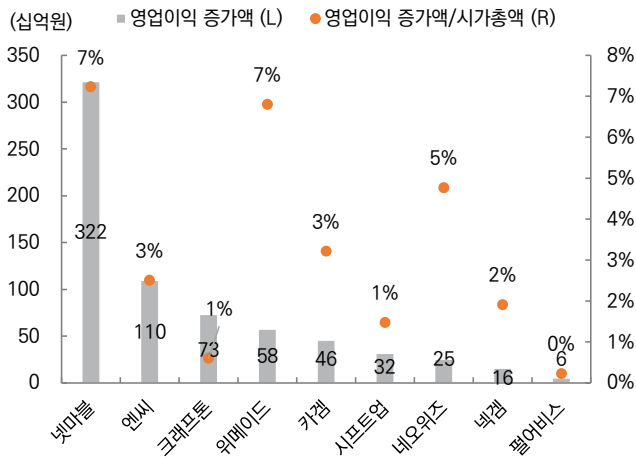
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

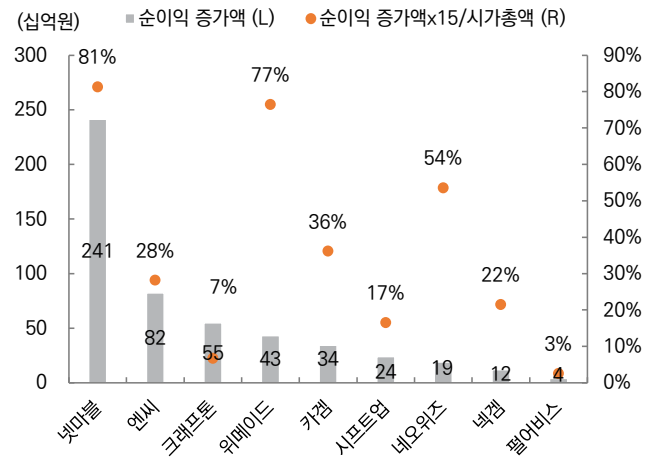
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 87. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 25. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

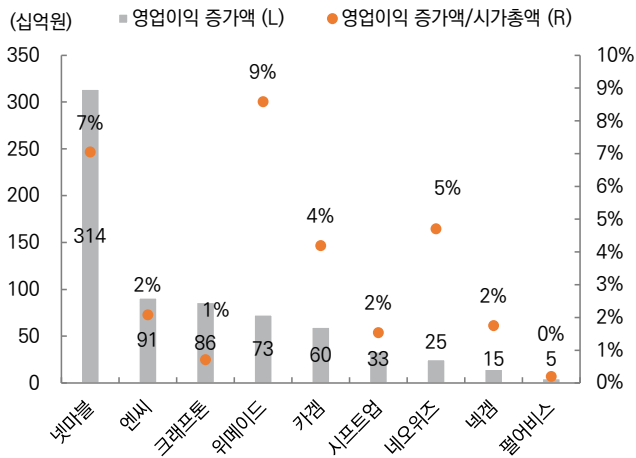
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기에 지급수수료 미발생.

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

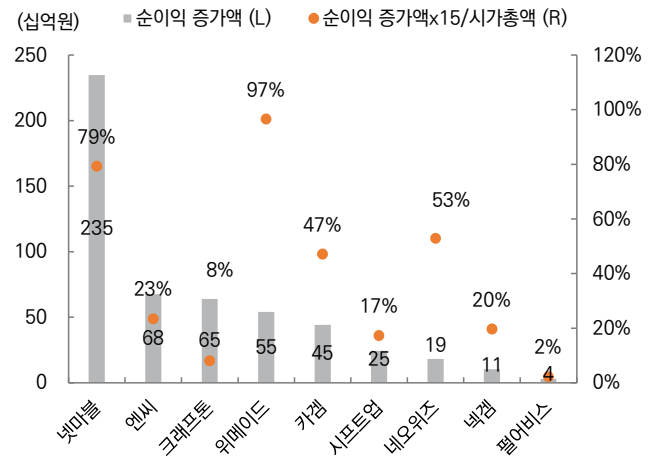
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 89. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

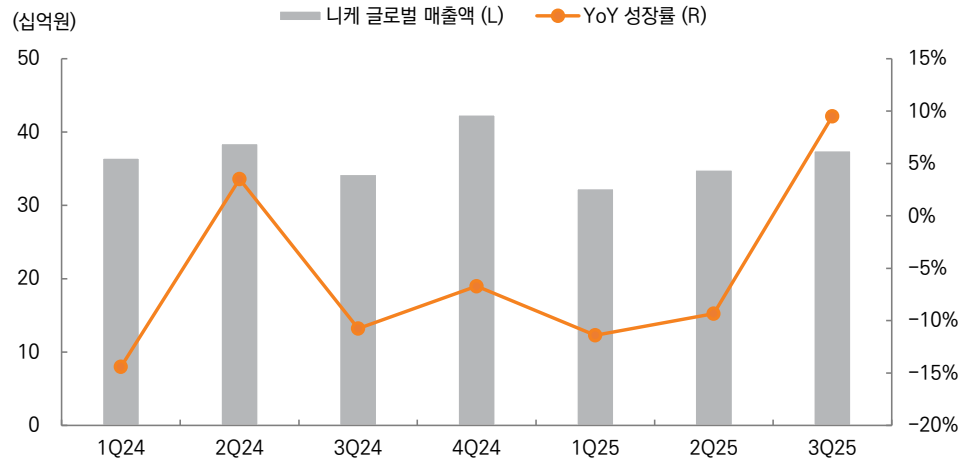
표 26. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>37</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>42</b>	<b>112</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>169</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
(% YoY)	-17%	64%	52%	39%	13%	72%	30%	7%	155%	33%	33%	-19%	39%
니케	36	38	34	42	32	45	44	46	164	152	168	175	162
글로벌	36	38	34	42	32	35	37	39	164	152	143	148	140
중국	0	0	0	0	0	10	7	8	0	0	25	27	22
스텔라 블레이드	0	26	23	20	7	66	28	19	0	68	120	56	31
신작	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	131
IP 수수료 등	1	1	1	2	3	2	3	3	4	4	10	12	14
<b>영업비용</b>	<b>11</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	<b>26</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>111</b>	<b>94</b>	<b>111</b>
인건비	9	17	19	10	10	16	14	14	49	55	55	63	72
변동비	1	1	1	5	2	25	10	8	5	7	45	22	29
고정비	2	2	3	3	4	2	2	2	4	9	11	9	10
<b>영업이익</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>36</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>68</b>	<b>50</b>	<b>44</b>	<b>111</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
(% YoY)	-13%	38%	120%	43%	1%	52%	39%	-5%	508%	37%	23%	-21%	53%
영업이익률	69%	69%	61%	73%	62%	61%	66%	64%	66%	68%	63%	61%	67%
<b>지배주주순이익</b>	<b>25</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>37</b>	<b>107</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
순이익률	66%	62%	40%	94%	64%	46%	72%	54%	63%	66%	57%	55%	56%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 니케 글로벌 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 27. 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)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

시프트업 (462870)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>224</b>	<b>298</b>	<b>243</b>	<b>339</b>
판매비와관리비	71	111	94	111
<b>조정영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>영업이익</b>	<b>153</b>	<b>188</b>	<b>148</b>	<b>227</b>
<b>비영업손익</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>10</b>
금융손익	7	14	17	20
관계기업등 투자손익	0	5	-1	-12
세전계속사업손익	179	208	165	237
계속사업법인세비용	31	39	33	47
계속사업이익	148	170	133	190
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>148</b>	<b>170</b>	<b>133</b>	<b>190</b>
지배주주	148	170	133	190
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	157	192	152	230
FCF	111	191	135	188
EBITDA 마진율 (%)	70.1	64.4	62.6	67.8
영업이익률 (%)	68.3	63.1	60.9	67.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	66.1	57.0	54.7	56.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>768</b>	<b>893</b>	<b>1,027</b>	<b>1,219</b>
현금 및 현금성자산	289	170	304	491
매출채권 및 기타채권	113	133	133	136
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	366	590	590	592
<b>비유동자산</b>	<b>36</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>101</b>
관계기업투자등	0	9	9	9
유형자산	3	3	2	2
무형자산	3	3	3	2
<b>자산총계</b>	<b>804</b>	<b>995</b>	<b>1,129</b>	<b>1,320</b>
<b>유동부채</b>	<b>29</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>102</b>
매입채무 및 기타채무	3	17	17	17
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	23	80	81	82
<b>비유동부채</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
장기금융부채	8	8	8	8
기타비유동부채	3	3	3	3
<b>부채총계</b>	<b>39</b>	<b>110</b>	<b>111</b>	<b>112</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	527	531	531	531
이익잉여금	219	389	522	711
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>764</b>	<b>885</b>	<b>1,017</b>	<b>1,207</b>

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>114</b>	<b>194</b>	<b>137</b>	<b>190</b>
당기순이익	148	170	133	190
비현금수익비용가감	16	27	18	29
유형자산감가상각비	3	3	3	2
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	12	23	14	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	19	1	-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	-39	-33	-47
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-368</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
유형자산처분(취득)	-3	-3	-2	-2
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-362	-8	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>427</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	433	4	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-5	-53	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>173</b>	<b>-119</b>	<b>134</b>	<b>188</b>
기초현금	116	289	170	304
기말현금	289	170	304	491

자료: 시프트업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	23.3	12.7	16.3	11.4
P/CF (x)	21.0	11.0	14.4	9.9
P/B (x)	4.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	21.8	7.6	8.7	4.9
EPS (원)	2,717	2,893	2,250	3,218
CFPS (원)	3,014	3,356	2,558	3,706
BPS (원)	13,104	15,905	18,156	21,374
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	33.1	-18.6	39.5
EBITDA증가율 (%)	38.2	22.1	-20.8	51.5
조정영업이익증가율 (%)	37.5	22.9	-20.9	53.1
EPS증가율 (%)	27.4	6.5	-22.2	43.0
매출채권 회전율 (회)	2.8	2.6	1.9	2.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	29.4	18.9	12.5	15.5
ROE (%)	31.3	20.6	14.0	17.1
ROIC (%)	144.3	143.9	119.2	181.2
부채비율 (%)	5.2	12.5	10.9	9.3
유동비율 (%)	2,687.2	895.7	1,020.0	1,198.4
순차입금/자기자본 (%)	-36.4	-80.2	-82.9	-85.4
조정영업이익/금융비용 (x)	130.5	177.2	145.2	221.7

# 네오위즈

## 밸류에이션 매력도 존재

### 붕괴가 임박한 30% 수수료 정책

애플과 구글의 30% 수수료 체계에 균열이 발생 중이다. EU의 디지털시장법(DMA) 발효 이후 외부 결제 허용이 본격화되었고, 미국에서도 반독점 소송에서 구글이 잇따라 패소하며 수수료 구조의 유지 명분이 약화되고 있다. 완전한 외부 결제 자유화 및 인앱 결제 수수료 인하(15~20% 수준)가 가시권으로 들어왔다는 판단이다.

26년 인앱 결제 수수료의 전격적인 인하가 있을 것으로 예상된다. 인앱 결제 수수료 인하 시점이 예상보다 늦어지더라도 플랫폼 수수료 인하 효과는 26년부터 본격적으로 관찰될 전망이다. 26년 대다수 게임사에서 모바일 게임 내 자체 결제 방식을 도입하고 유저들의 자체 결제 이용 비중이 급격하게 상승할 전망이다.

### 앱 수수료 인하 수혜 전망

앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것으로 보인다. 25년 실적을 기준으로 모바일 인앱 결제 수수료 17%를 가정하면 국내 주요 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승하게 된다. 특히 모바일 비중이 높은 게임사의 개선 폭이 높다.

브라운더스트2의 흥행으로 모바일 게임 비중이 다시금 높아지고 있는 동사도 앱 수수료 인하의 수혜가 예상된다. 25년 기준 동사의 모바일 게임 비중은 46%다. 만약 앱 수수료가 17%였다면 네오위즈의 올해 지급수수료는 250억원 가량 절감되며 영업이익률은 6%p 상승(15%→21%)했을 것이다.

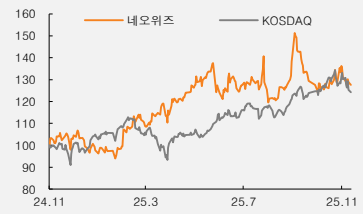
### 투자 의견 '매수', 목표주가 32,000원으로 상향

실적 기준연도 변경(25년→26년)으로 목표주가를 기존 30,000원에서 32,000원(타겟 P/E 17배 유지)으로 상향한다. 26F P/E 13배 수준으로 밸류에이션 부담이 낮다. 다만 주요 기대작 출시에는 긴 타임라인이 남아있는만큼 단기적인 리레이팅이 이어지기는 어려울 전망이다.

26년에도 신작보다는 실적 모멘텀에 주목할 필요가 있다. 브라운더스트2는 글로벌 팬덤의 확장이 지속됨에 따라 3주년 업데이트에서 지난 2주년 업데이트의 매출 고점을 넘길 가능성이 존재한다.

투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(상향)	<b>▲ 32,000원</b>
현재주가(25/11/24)	24,450원
상승여력	30.9%

영업이익(25F,십억원)	65
Consensus 영업이익(25F,십억원)	58
EPS 성장률(25F,%)	2,223.7
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	9.7
MKT P/E(25F,x)	13.5
KOSDAQ	856.44
시가총액(십억원)	534
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	52.6
외국인 보유비중(%)	19.0
베타(12M) 일간수익률	0.33
52주 최저가(원)	18,000
52주 최고가(원)	29,000
(%)	
절대주가	1M 0.8 6M -1.6 12M 22.6
상대주가	1M 4.0 6M -17.7 12M -3.1



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	366	367	425	402	433
영업이익 (십억원)	32	33	65	51	68
영업이익률 (%)	8.7	9.0	15.3	12.7	15.7
순이익 (십억원)	49	2	55	41	54
EPS (원)	2,209	109	2,529	1,883	2,478
ROE (%)	10.4	0.5	10.7	7.3	8.9
P/E (배)	12.1	173.6	9.7	13.0	9.9
P/B (배)	1.1	0.8	0.9	0.8	0.8
배당수익률 (%)	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 28. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 25년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,761	1,537	3,452	596	460	298	425	178	364
모바일(자체 결제 제외)	2,476	844	1,859	443	353	168	195	84	42
비중	90%	55%	54%	74%	77%	56%	46%	47%	12%
모바일 지급수수료(30%)	743	253	169	133	106	0	58	0	13
모바일 지급수수료(17%)	421	144	96	75	60	-32	33	-16	7
기존 영업이익	360	35	1,272	13	-47	188	65	-60	-5
기존 영업이익률	13%	2%	37%	2%	-10%	63%	15%	-34%	-1%
신규 영업이익	682	145	1,345	70	-1	220	91	-44	0
신규 영업이익률	25%	9%	39%	12%	0%	67%	21%	-23%	0%
영업이익 증가액	322	110	73	58	46	32	25	16	6
영업이익률 상승폭 (p)	12%	7%	2%	10%	10%	4%	6%	11%	2%
영업이익 증가액/시가총액	7%	3%	1%	7%	3%	1%	5%	2%	0%
순이익 증가액	241	82	55	43	34	24	19	12	4
순이익 증가액x15	3,621	1,235	824	648	516	360	285	179	62
순이익 증가액x15/시가총액	81%	28%	7%	77%	36%	17%	54%	22%	3%

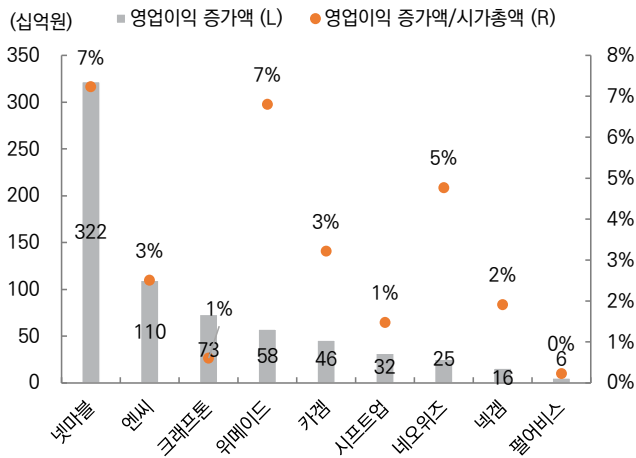
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기때 지급수수료 미발생.

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

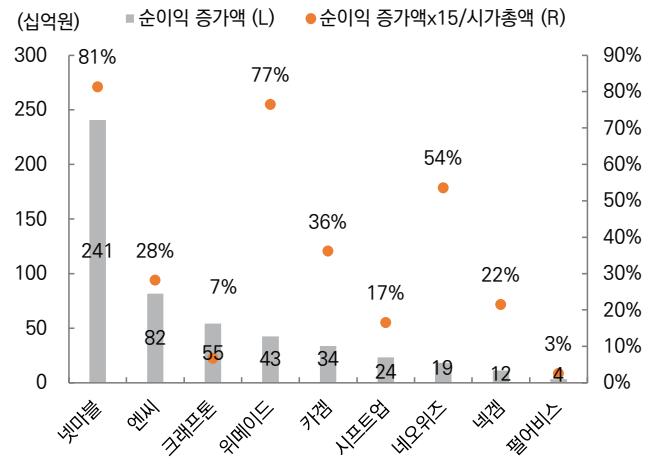
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 모바일 수수료 17%: 25년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 92. 모바일 수수료 17%: 25년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 26년 실적 변동 추정

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	크래프톤	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	넥슨게임즈	펄어비스
전체 매출	2,840	1,799	4,738	707	683	243	402	196	708
모바일(자체 결제 제외)	2,414	699	2,023	559	459	175	192	77	36
비중	85%	39%	43%	79%	67%	72%	48%	39%	5%
모바일 지급수수료(30%)	724	210	199	168	138	0	58	0	11
모바일 지급수수료(17%)	410	119	113	95	78	-33	33	-15	6
기존 영업이익	450	323	1,247	73	83	148	48	-57	226
기존 영업이익률	16%	18%	26%	10%	12%	61%	12%	-29%	32%
신규 영업이익	764	414	1,334	146	143	182	73	-43	231
신규 영업이익률	27%	23%	28%	21%	21%	66%	18%	-20%	33%
영업이익 증가액	314	91	86	73	60	33	25	15	5
영업이익률 상승폭 (p)	11%	5%	2%	10%	9%	5%	6%	9%	1%
영업이익 증가액/시가총액	7%	2%	1%	9%	4%	2%	5%	2%	0%
순이익 증가액	235	68	65	55	45	25	19	11	4
순이익 증가액x15	3,531	1,023	970	818	671	374	281	164	53
순이익 증가액x15/시가총액	79%	23%	8%	97%	47%	17%	53%	20%	2%

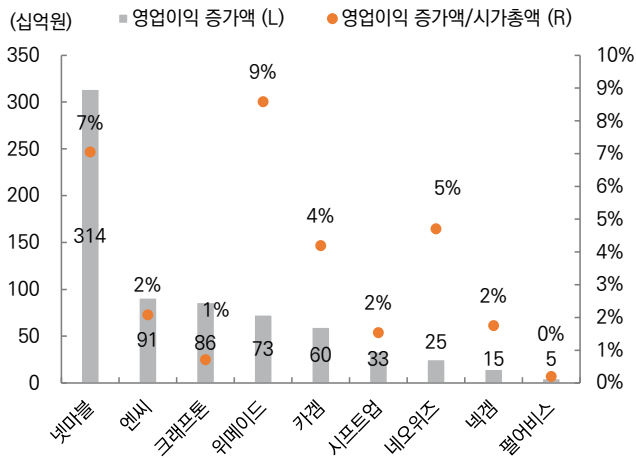
주1: 크래프톤의 모바일 매출의 상당 부분은 텐센트 서비스 지역에 대해서는 로열티로 수취하는 부분이기에 지급수수료 미발생.

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

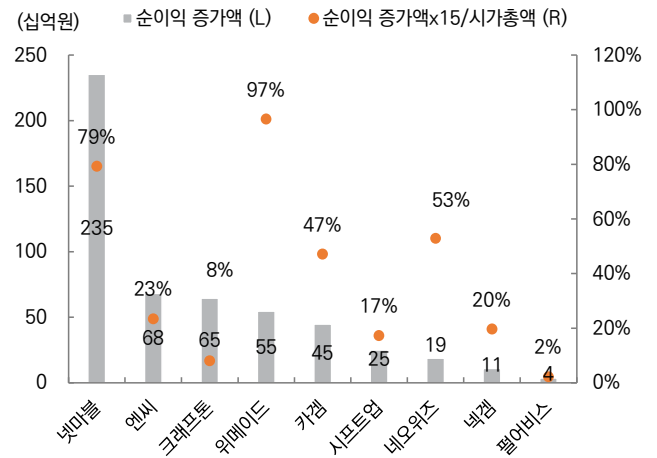
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 모바일 수수료 17%: 26년 영업이익 증가액, 시총 민감도

그림 94. 모바일 수수료 17%: 26년 순이익 증가액, 시총 민감도



자료: 미래에셋증권 리서치센터



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>97.1</b>	<b>87.0</b>	<b>93.1</b>	<b>89.6</b>	<b>89.0</b>	<b>110.0</b>	<b>127.4</b>	<b>98.8</b>	<b>365.6</b>	<b>366.8</b>	<b>425.3</b>	<b>401.7</b>
(% YoY)	41.6%	24.0%	-20.7%	-18.1%	-8.3%	26.4%	36.8%	10.3%	24.1%	0.3%	15.9%	-5.5%
PC/콘솔	44.6	37.2	36.9	37.6	36.4	57.5	58.7	43.5	172.1	156.3	196.1	174.6
모바일	44.2	40.3	45.7	43.0	45.3	44.0	58.5	46.8	153.3	173.2	194.6	192.2
기타	8.3	9.5	10.6	9.0	7.3	8.5	10.2	8.5	40.2	37.3	34.5	34.9
<b>영업비용</b>	<b>82.2</b>	<b>82.3</b>	<b>86.7</b>	<b>82.7</b>	<b>78.8</b>	<b>91.4</b>	<b>100.9</b>	<b>88.8</b>	<b>334.0</b>	<b>333.9</b>	<b>359.9</b>	<b>350.3</b>
인건비	40.0	39.7	38.2	39.3	36.6	41.8	36.6	37.5	152.9	157.2	152.6	156.2
지급수수료	22.5	22.5	25.7	23.7	24.8	30.7	45.3	32.0	86.8	94.4	132.8	136.3
마케팅비	8.3	8.3	10.4	8.0	5.6	8.3	8.4	8.6	48.8	35.1	30.9	33.4
D&A	4.2	4.2	5.0	4.0	5.6	3.5	3.4	3.4	18.8	17.3	16.0	13.8
기타	7.2	7.6	7.4	7.7	6.2	7.0	7.2	7.2	26.7	29.9	27.6	28.6
<b>영업이익</b>	<b>14.8</b>	<b>4.7</b>	<b>6.5</b>	<b>6.9</b>	<b>10.2</b>	<b>18.6</b>	<b>26.5</b>	<b>10.0</b>	<b>31.6</b>	<b>32.9</b>	<b>65.3</b>	<b>51.4</b>
(% YoY)	1085.2%	흑전	-68.1%	-54.2%	-31.1%	291.8%	309.5%	46.2%	61.5%	4.2%	98.4%	-21.3%
영업이익률	15.3%	5.5%	6.9%	7.7%	11.5%	16.9%	20.8%	10.2%	8.6%	9.0%	15.4%	12.8%
<b>지배주주순이익</b>	<b>17.9</b>	<b>7.8</b>	<b>1.4</b>	<b>-24.7</b>	<b>7.3</b>	<b>14.0</b>	<b>25.9</b>	<b>8.0</b>	<b>48.7</b>	<b>2.4</b>	<b>55.3</b>	<b>41.1</b>
순이익률	18.4%	9.0%	1.5%	-27.5%	8.2%	12.7%	20.4%	8.1%	13.3%	0.7%	13.0%	10.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 밸류에이션

구분	내용	비고
26F 지배주주순이익 (십억원)	41	
Target P/E (배)	17	24년 P/E 평균(일회성 손익 제외) 기준작 안정화 속 신작 출시 불확실성 존재 시기
목표 시가총액 (십억원)	700	
주식 수 (천주)	21,857	
목표주가 (원)	32,000	
현재주가 (원)	24,450	
상승여력	30.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 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)	12,109	12.7	10.4	3.8	3.2	1.6	1.4	6.7	6.2	41.1	37.5
시프트업	2,167	12.5	18.3	7.3	9.9	2291.1	2009.3	7.7	10.9	63.3	62.8
넷마블	4,452	14.2	14.3	1.6	1.5	0.8	0.7	10.3	9.2	11.9	13.0
엔씨소프트	4,373	18.2	14.5	2.8	2.2	1.3	1.2	20.4	7.0	2.2	14.8
펄어비스	2,393	-	15.9	7.0	3.9	3.0	2.5	-	11.8	-7.1	24.7
카카오게임즈	1,425	-	29.5	2.9	2.1	1.0	1.0	76.4	16.6	-6.8	7.5
더블유게임즈	1,113	7.9	6.5	1.6	1.4	0.9	0.8	3.5	3.1	32.0	32.0
넥슨게임즈	833	-	32.2	4.5	3.0	3.1	3.0	-	17.2	-12.9	9.5
위메이드	847	30.6	14.6	1.4	1.2	1.8	1.6	24.5	11.1	1.7	9.0
네오위즈	531	12.7	12.8	1.3	1.3	1.0	0.9	4.0	4.2	13.7	13.4
EA (US)	74,131	23.5	21.8	6.3	6.0	7.4	6.6	18.1	17.1	29.1	29.6
테이크투	64,259	70.6	30.2	6.7	4.8	13.7	10.8	46.3	22.8	12.9	18.6
닌텐도 (JP)	162,669	37.9	29.6	7.3	6.7	5.4	4.9	35.4	24.8	17.6	24.3
코나미	32,651	34.4	29.6	7.3	6.7	6.0	5.2	19.8	17.5	27.6	29.5
넥슨	28,976	30.5	26.8	6.6	6.1	2.9	2.7	15.9	14.9	29.7	29.6
반다이남코	27,816	22.9	21.1	2.3	2.2	3.4	3.1	12.1	11.1	13.7	14.3
캡콤	19,748	30.5	26.7	11.2	10.1	6.3	5.4	23.8	21.1	40.7	41.6
스퀘어에닉스	10,850	37.9	32.4	3.9	3.7	3.3	3.1	16.0	15.7	16.1	15.5
고에테크모홀딩스	6,744	20.7	21.1	8.0	7.8	2.9	2.7	18.5	19.5	37.9	37.0
사이버에이전트	6,610	18.7	16.5	0.8	0.7	3.1	2.7	7.8	7.4	8.2	8.4
디엔에이	2,784	9.2	11.5	1.9	2.0	1.0	0.9	6.5	8.2	21.0	20.0
경호	1,596	20.1	19.2	1.7	1.6	1.0	1.0	11.4	12.8	12.1	11.4
텐센트 (CH)	1,083,700	20.4	17.9	6.9	6.3	4.4	3.8	17.3	15.5	33.0	34.8
넷이즈	130,128	16.3	15.4	5.5	5.1	3.9	3.3	12.3	11.4	32.5	32.9
세기화통	25,984	22.1	15.4	3.3	2.6	4.3	3.4	15.1	10.5	18.0	20.9
자이언트네트웍	14,847	31.6	18.5	13.8	9.3	4.9	4.1	28.3	16.9	44.9	51.8
킹넷네트웍	9,494	21.0	17.1	7.8	6.4	5.2	4.2	17.6	14.4	38.7	40.1
37인터랙티브	9,398	15.0	14.1	2.6	2.4	3.2	2.9	12.0	11.3	19.6	19.7
킹소프트	7,877	22.5	20.5	3.7	3.2	1.5	1.3	6.7	5.4	22.3	24.6
XD	6,381	18.7	15.9	4.7	4.1	7.5	5.3	15.2	13.0	27.4	28.3
완미세계	6,137	37.0	17.8	4.2	3.0	4.1	3.5	20.6	11.6	15.1	20.6
지비터네트웍	6,469	19.0	16.5	5.2	4.6	5.4	4.7	11.4	10.2	39.7	39.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

네오위즈 (095660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>367</b>	<b>425</b>	<b>402</b>	<b>433</b>
매출원가	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>367</b>	<b>425</b>	<b>402</b>	<b>433</b>
판매비와관리비	334	360	350	365
<b>조정영업이익</b>	<b>33</b>	<b>65</b>	<b>51</b>	<b>68</b>
<b>영업이익</b>	<b>33</b>	<b>65</b>	<b>51</b>	<b>68</b>
<b>비영업손익</b>	<b>-28</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
금융손익	5	6	8	9
관계기업등 투자손익	-1	-2	-8	-9
세전계속사업손익	5	69	51	68
계속사업법인세비용	12	17	10	14
계속사업이익	-7	52	41	54
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-7</b>	<b>52</b>	<b>41</b>	<b>54</b>
지배주주	2	55	41	54
비지배주주	-9	-3	0	0
<b>총포괄이익</b>	<b>2</b>	<b>52</b>	<b>41</b>	<b>54</b>
지배주주	11	325	257	339
비지배주주	-9	-273	-216	-284
EBITDA	50	81	65	81
FCF	32	78	51	61
EBITDA 마진율 (%)	13.6	19.1	16.2	18.7
영업이익률 (%)	9.0	15.3	12.7	15.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.5	12.9	10.2	12.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>34</b>	<b>81</b>	<b>56</b>	<b>68</b>
당기순이익	-7	52	41	54
비현금수익비용가감	77	26	17	18
유형자산감가상각비	5	5	5	5
무형자산상각비	13	11	9	8
기타	59	10	3	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-26	14	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	-16	-17	-10	-14
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-16</b>	<b>-91</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>
유형자산처분(취득)	-1	-3	-5	-7
무형자산감소(증가)	6	-3	-5	-7
장단기금융자산의 감소(증가)	-33	-80	-2	-2
기타투자활동	12	-5	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	-20	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	0	0
기타재무활동	-10	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>44</b>	<b>52</b>
기초현금	130	117	100	144
기말현금	117	100	144	196

자료: 네오위즈, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
<b>유동자산</b>	<b>314</b>	<b>368</b>	<b>414</b>	<b>468</b>
현금 및 현금성자산	117	100	144	196
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	197	268	270	272
<b>비유동자산</b>	<b>306</b>	<b>308</b>	<b>304</b>	<b>305</b>
관계기업투자등	22	23	23	23
유형자산	87	86	86	89
무형자산	100	92	87	86
<b>자산총계</b>	<b>620</b>	<b>675</b>	<b>718</b>	<b>773</b>
<b>유동부채</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>82</b>
매입채무 및 기타채무	14	14	14	15
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	66	66	66	66
<b>비유동부채</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	17	21	21	21
<b>부채총계</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>106</b>	<b>107</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>487</b>	<b>543</b>	<b>584</b>	<b>638</b>
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	130	130	130	130
이익잉여금	421	476	517	571
<b>비지배주주지분</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
<b>자본총계</b>	<b>519</b>	<b>571</b>	<b>612</b>	<b>666</b>

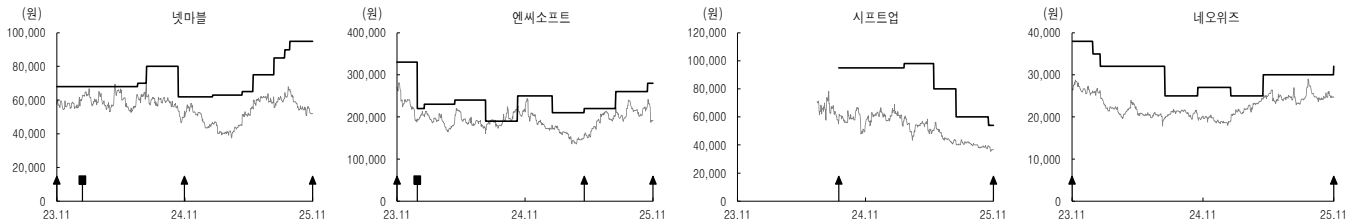
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	173.6	9.7	13.0	9.9
P/CF (x)	5.9	6.8	9.2	7.4
P/B (x)	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	4.4	3.0	3.0	1.8
EPS (원)	109	2,529	1,883	2,478
CFPS (원)	3,202	3,578	2,645	3,307
BPS (원)	24,813	27,341	29,224	31,702
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 (%)	0.3	15.9	-5.5	7.8
EBITDA증가율 (%)	-0.3	60.5	-18.8	23.8
조정영업이익증가율 (%)	4.2	98.4	-21.3	31.6
EPS증가율 (%)	-95.1	2,223.7	-25.6	31.6
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	2,567.9	2,589.2	2,421.6	2,583.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-1.1	8.0	5.9	7.3
ROE (%)	0.5	10.7	7.3	8.9
ROIC (%)	-24.8	29.8	26.5	35.3
부채비율 (%)	19.5	18.3	17.2	16.0
유동비율 (%)	387.4	456.5	508.4	569.4
순차입금/자기자본 (%)	-43.0	-55.7	-59.4	-62.6
조정영업이익/금융비용 (x)	63.0	469.8	369.2	485.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)					2024.05.10	Trading Buy	240,000	-20.51	-8.33
2025.09.22	매수	95,000	-	-	2024.02.13	Trading Buy	230,000	-17.44	-7.39
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44	2024.01.24	Trading Buy	220,000	-8.48	-3.18
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82	2023.11.27	매수	330,000	-29.29	-14.85
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93	2023.08.09	매수	340,000	-28.09	-19.85
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00	시프트업 (462870)				
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92	2025.11.12	매수	54,000	-	-
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45	2025.08.12	매수	60,000	-33.01	-27.00
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39	2025.06.09	매수	80,000	-42.16	-29.88
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00	2025.03.17	매수	98,000	-46.02	-38.06
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86	2024.09.11	매수	95,000	-37.11	-27.58
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06	네오위즈 (095660)				
2023.11.27	매수	68,000	-15.51	-9.26	2025.11.26	매수	32,000	-	-
2023.08.09	매수	58,000	-23.93	-4.31	2025.05.13	매수	30,000	-17.22	-3.33
엔씨소프트 (036570)					2025.02.12	매수	25,000	-11.89	-2.40
2025.11.11	매수	280,000	-	-	2024.11.12	매수	27,000	-28.41	-24.26
2025.08.12	매수	260,000	-18.45	-7.69	2024.08.12	매수	25,000	-16.47	-12.80
2025.05.14	매수	220,000	-15.00	-2.95	2024.02.14	매수	32,000	-33.49	-23.59
2025.02.12	Trading Buy	210,000	-25.64	-15.05	2024.01.24	매수	35,000	-25.75	-23.29
2024.11.05	Trading Buy	250,000	-20.68	-2.20	2023.11.27	매수	38,000	-29.58	-24.21
2024.08.06	Trading Buy	190,000	2.09	18.16	2023.08.11	매수	50,000	-38.50	-15.20

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



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
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 약화

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 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

\* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 엔씨소프트, 넷마블 을(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.