

게임

2008년 앱 마켓 등장 이후의 최대 호재

- 구글 앱 수수료가 기존 30%에서 최대 20%까지 인하될 예정
- 양 플랫폼의 앱 수수료 인하 이후 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승할 전망
- 90% 이상의 높은 모바일 게임 매출 비중을 가진 넷마블이 최대 수혜주

구글, 전격적인 앱 수수료 인하 발표

구글 앱 수수료가 기존 30%에서 최대 20%까지 인하될 예정이다. 신규 수수료 정책은 26년 6월 서구권(EU, 미국)을 시작으로 9월 호주, 12월 한국/일본, 27년 9월 나머지 지역에 도입될 예정이다. 구글은 2008년 안드로이드 마켓을 출시한 이후 실질적인 앱 수수료를 30%로 유지해왔다.

기존 인앱결제 수수료는 서비스 수수료와 결제 수수료로 분리된다. 앱 내에서 결제가 발생했을 경우 20%의 서비스 수수료가 적용되며, 구글 결제 시스템을 사용할 경우에는 추가로 5%의 결제 수수료가 부과된다. 연 매출 첫 100만 달러까지는 서비스 수수료가 10%로 유지되며, 정기 구독 수수료는 10%로 책정된다.

게임사 전반 27년 이후 급격한 이익 개선 전망

이번 구글의 전격적인 앱 수수료 인하 정책 발표로 인해 iOS의 EU 외 지역에서의 수수료 인하도 임박했다고 판단한다. 양 플랫폼에서의 앱 수수료 인하가 현실화된다면 공헌이익률 증대에 따른 게임사들의 즉각적인 수익성 개선이 이어질 것이다. 양 플랫폼의 앱 수수료 인하 이후 게임사들의 영업이익률은 평균 7%p 상승할 전망이다.

앱 수수료 인하는 구글과 애플처럼 30% 수수료 정책을 고수하고 있는 PC, 콘솔 플랫폼 수수료 인하까지 이어질 가능성이 높다. 이번 앱 수수료 인하는 오랜기간 유저들의 불만이 쌓여온 PC, 콘솔 플랫폼의 현 수수료 정책에 직격탄으로 작용할 것이다. 전체 플랫폼의 수수료가 인하될 경우 게임사들의 영업이익률은 평균 10%p 상승할 전망이다.

앱 수수료 인하에 따른 이익 민감도가 높은 기업에 주목

이번 정책 변화의 최대 수혜주는 넷마블이다. 게임사 중 1) 지급수수료 규모가 압도적으로 크고, 2) 모바일 매출 비중이 90% 이상이며, 3) 인앱결제 매출 비중이 70% 이상인 넷마블이 가장 큰 폭의 이익 상승을 경험할 전망이다. 구글 수수료 인하로 27년 천억원 규모의 지급수수료 절감이 예상되며, iOS도 인하될 경우 천억원 수준이 추가로 절감될 전망이다.

넷마블 외에도 수수료 정책 변화에 따른 이익 민감도가 높은 기업으로 위메이드, 네오위즈를 주목할 필요가 있다. iOS까지 전격적으로 수수료를 인하할 경우 위메이드의 영업이익률은 8%p, 네오위즈의 영업이익률은 6%p 상승할 전망이다. 위메이드와 네오위즈 모두 자체 결제 체제를 갖추고 있기에 자체 결제 비중 상승도 가파를 전망이다.

표 1. 모바일 지급수수료 17% 가정 시 주요 게임사 실적 변화 (25년 기준)

(십억원)

	넷마블	엔씨소프트	위메이드	카카오게임즈	시프트업	네오위즈	펄어비스
전체 매출	2,835	1,507	614	465	294	433	366
모바일(자체 결제 제외)	2,296	839	386	351	167	196	45
비중	81%	56%	63%	75%	57%	45%	12%
모바일 지급수수료(30%)	689	252	116	105	0	59	13
모바일 지급수수료(17%)	390	143	66	60	-32	33	8
기존 영업이익	353	16	11	-40	181	60	-15
기존 영업이익률	12%	1%	2%	-9%	62%	14%	-4%
신규 영업이익	651	125	61	6	213	85	-9
신규 영업이익률	23%	8%	10%	1%	65%	20%	-2%
영업이익 증가액	299	109	50	46	32	25	6
영업이익률 상승폭 (p)	11%	7%	8%	10%	4%	6%	2%
영업이익 증가액/시가총액	8%	2%	6%	4%	2%	5%	0%
순이익 증가액	224	82	38	34	24	19	4
순이익 증가액x12	2,687	981	452	410	285	229	52
순이익 증가액x12/시가총액	68%	22%	58%	35%	16%	44%	1%

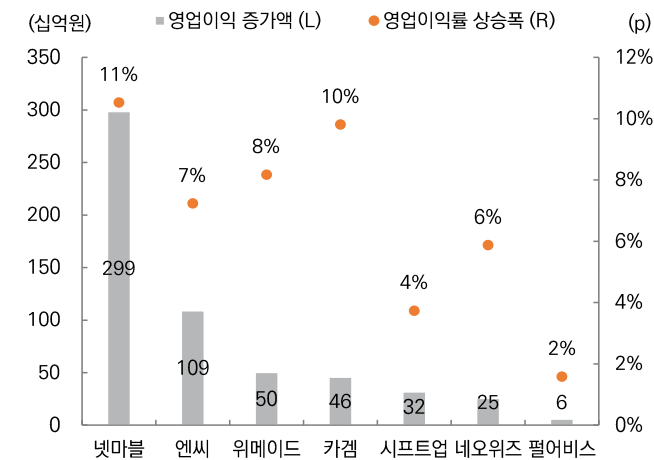
주1: 출시 예정 신작의 흥행 불확실성에 따른 변동성을 제거하기 위해 26년이 아닌 25년 실적으로 추정함.

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

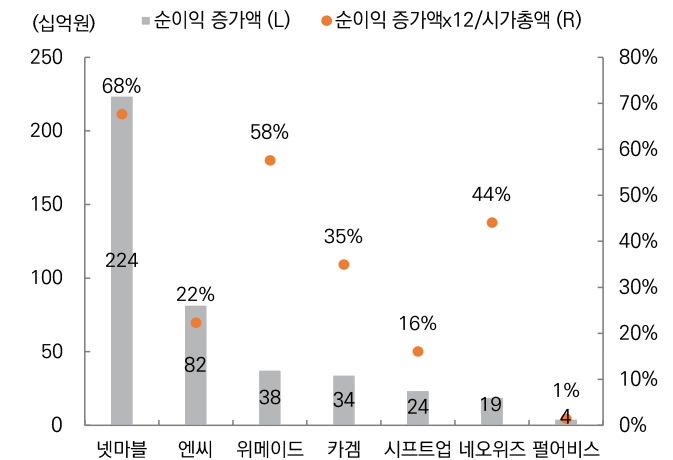
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 앱 수수료 17% 가정 시 25년 영업이익, 영업이익률 변화

그림 2. 앱 수수료 17% 가정 시 25년 순이익의 변화

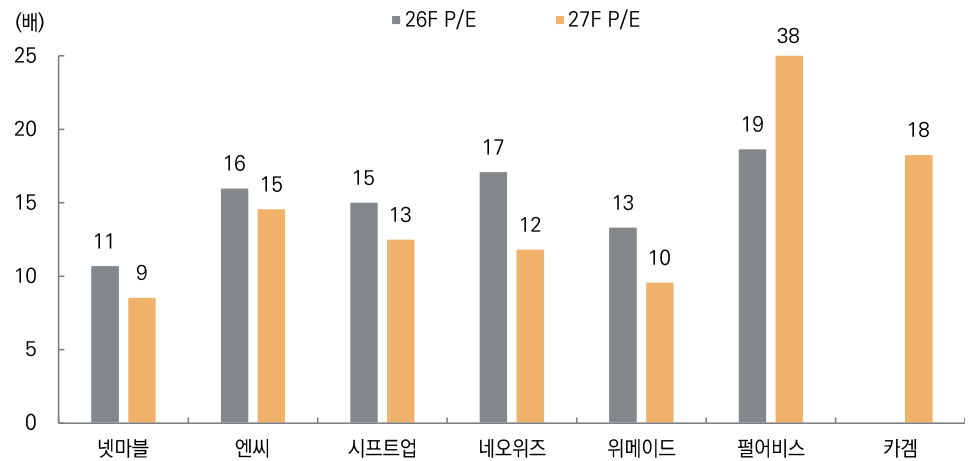


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



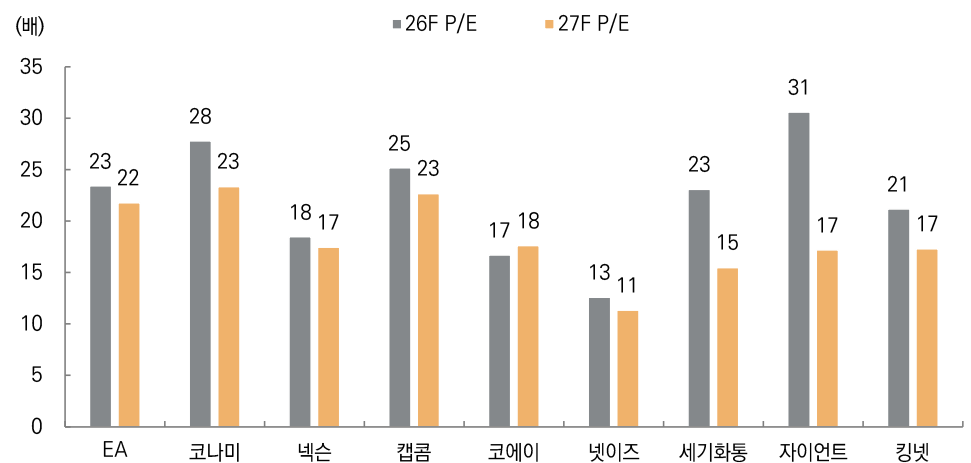
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 국내 주요 게임사 26F, 27F P/E



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 글로벌 주요 게임사 26F, 27F P/E (블룸버그 컨센서스)

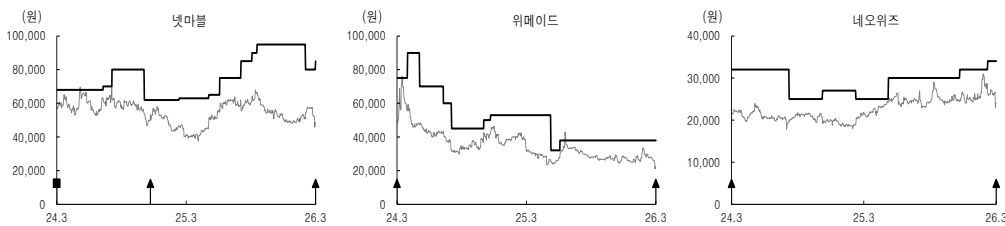


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
넷마블 (251270)					2025.05.14	매수	32,000	-21.00	-13.91
2026.03.06	매수	85,000	-	-	2024.11.25	매수	53,000	-33.41	-12.45
2026.02.06	매수	80,000	-31.40	-27.63	2024.11.06	매수	50,000	-18.80	-16.30
2025.09.22	매수	95,000	-44.10	-31.37	2024.08.07	매수	45,000	-24.56	-10.89
2025.09.08	매수	90,000	-28.96	-24.44	2024.07.15	매수	60,000	-37.13	-32.33
2025.08.08	매수	85,000	-29.55	-26.82	2024.05.09	매수	70,000	-38.62	-31.07
2025.06.09	매수	75,000	-19.42	-14.93	2024.04.05	매수	90,000	-45.80	-36.78
2025.05.09	매수	65,000	-20.10	-14.00	2024.01.24	매수	75,000	-26.54	1.47
2025.02.14	매수	63,000	-32.95	-24.92	네오위즈 (095660)				
2024.11.25	매수	62,000	-18.45	-6.45	2026.02.11	매수	34,000	-	-
2024.11.08	Trading Buy	62,000	-20.59	-18.39	2025.11.26	매수	32,000	-18.17	-3.28
2024.08.09	Trading Buy	80,000	-26.43	-21.00	2025.05.13	매수	30,000	-17.23	-3.33
2024.07.15	Trading Buy	70,000	-10.67	-0.86	2025.02.12	매수	25,000	-11.89	-2.40
2024.02.08	Trading Buy	68,000	-13.32	2.06	2024.11.12	매수	27,000	-28.41	-24.26
위메이드 (112040)					2024.08.12	매수	25,000	-16.47	-12.80
2025.06.09	매수	38,000	-	-	2024.02.14	매수	32,000	-33.49	-23.59

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

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

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