

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 6. 21 (수)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

2023년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

7. 전기전자/IT부품장비_OLD & NEW
8. 인터넷/게임_NEW ERA

칼럼의 재해석

マイクロソフト, Azure government 클라우드에 오픈AI 모델 제공

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 전기전자/IT 부품장비
Analyst 양승수
02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2023년 5월 25일 발간된
[2023년 하반기 전망 시리즈 7 – 전기전자/IT부품장비: OLD&NEW] 입

2023년 하반기 전망 시리즈 7 (해설판)

[전기전자/IT부품장비] OLD&NEW

- ✓ 스마트폰 시장은 1) 프리미엄 스마트폰 선호도 상승 2) 리퍼비시폰 출하량 증가로 인해 구조적으로 출하량이 감소하는 국면에 진입
- ✓ 하반기 신모델 출시 모멘텀도 부족하기 때문에 기대했던 스마트폰 수요의 평균으로의 회귀는 어렵다고 판단. 올해 연간 스마트폰 출하량 전망치를 11.4억대로 하향 조정
- ✓ 다만 프리미엄 시장에서 높은 입지를 확보하고 있는 아이폰15와 점진적인 입지 확대가 예상되는 폴더블은 상대적으로 견고한 수요를 예상
- ✓ 스마트폰 시장의 성장이 한계에 도달했기 때문에 신규 수요 창출이 가능한 새로운 디바이스에 대한 니즈 증가
- ✓ 휴대성, 핸즈프리, 실시간성에서 스마트폰의 단점을 보완해주는 XR디바이스를 Next 디바이스로 주목
- ✓ Vision Pro의 출시와 Quest 3 판매 확대가 이뤄지는 2024년부터 2027년까지 XR디바이스 시장은 연평균 44.2% 고성장 전망. 수혜부품은 1) 3D 센싱 카메라 2) 광학렌즈
- ✓ 전장 부품 시장은 부진한 IT 수요 환경에서 점진적으로 매력도가 높아질 전망
- ✓ 전장부품 중 1) 옵션 채택률 상승 및 화소수 증가를 통한 P,Q 동반 상승이 가능한 전장 카메라와 2) Q 상승과 함께 과정적 지위를 통한 가격 방어가 가능한 리드프레임 선호

Part 1 한계에 봉착한 스마트폰, 돌파구는 프리미엄 시장

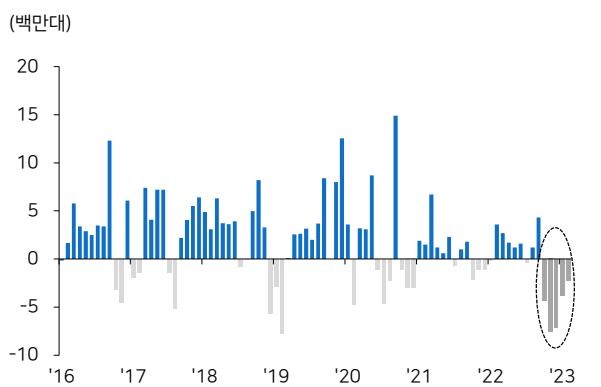
1Q23 글로벌 스마트폰 출하량은 2.7억대(-9.1% QoQ, -14.2% YoY) 기록했다. 지속적인 재고조정 및 수요 부진으로 모든 세트 업체들의 출하량이 전년 대비 감소했다. 연초 리오프닝에 따른 회복을 기대했던 중국 스마트폰의 출하량도 5월 첫 째주까지 -3.8% YoY 역성장하였다. 2022년 중국 스마트폰 출하량이 2021년 대비 -23.7% YoY 역성장했다는 점을 감안했을 때, 극심한 스마트폰 출하 부진 환경이 지속되고 있다.

2022년 스마트폰 시장은 러시아·우크라이나 전쟁, 중국의 제로 코로나 정책으로 인한 비정상적인 수요 환경으로 인해 극심한 재고 문제가 발생하였다. 이로 인해 세트업체들은 하반기부터 생산량 및 출하량 조정을 통한 공격적인 채널재고 조정을 진행하였고, 채널 재고 하락 추세가 지속되며 세트 업체별 채널 재고 조정은 마무리 국면에 진입한 것으로 파악된다.

재고조정이 마무리 국면에 진입함에 따라 선행적으로 재고 조정이 이뤄진 부품업체들은 실수요 반등으로 인한 재고 축적 수요를 기대하였다. 다만 상반기 내 스마트폰 수요 환경의 회복이 나오지 않아 기대했던 Re-stocking 수요는 미발생한

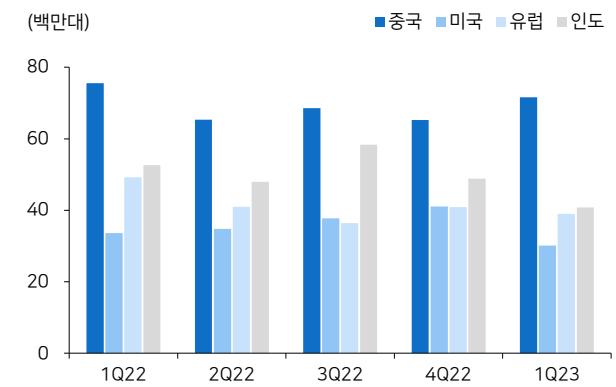
상황이다. 1Q23 판매량 기준 판매량 기준 중국(-5.2% YoY), 미국(-10.4% YoY), 유럽(-20.7% YoY), 인도(-22.5% YoY) 모두 역성장했기 때문이다. 지속적인 수요 부진을 감안했을 때, 작년 발생했던 스마트폰 수요의 하락이 일시적 요인이 아닌 구조적 변화에 기인했다고 판단한다.

그림1 월별 스마트폰 채널재고의 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 지역별 스마트폰 판매량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

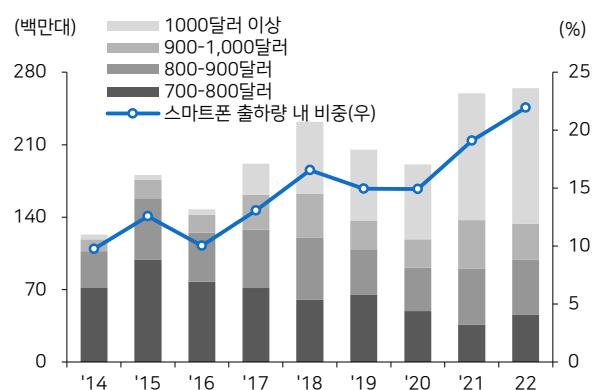
2023년 스마트폰 연간 출하량 전망치를 하향 조정하는 이유

1) 프리미엄 스마트폰 선호 지속 상승 → 교체주기 증가

경기 침체와 고물가로 인해 소비자들의 소비 형태는 1) 프리미엄 선호 + 2) 합리적인 소비로 양분화되고 있다. 세트 업체들도 상대적으로 가격 전가가 용이한 플래그십 판매에 집중하는 상황이다. 이로 인해 작년 글로벌 스마트폰 출하량이 11.8% 역성장 했음에도 불구하고 프리미엄 스마트폰 출하량은 1.8% 소폭 성장하였다.

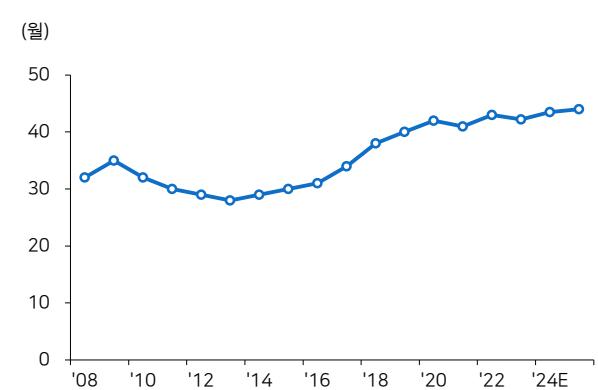
프리미엄 스마트폰에 대한 선호도 상승은 스마트폰 교체주기의 증가로 연결되며 스마트폰 교체 주기는 작년 기준 역대 최장인 43개월로 추정된다. 향후 프리미엄 위주의 수요환경 지속과 스마트폰 교체 수요에 비우호적인 EU집행위원회의 탈착식 배터리 의무화 정책으로 스마트폰 교체주기는 지속 증가할 것으로 전망한다.

그림3 글로벌 프리미엄 스마트폰 출하량 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 스마트폰 교체 주기 추이 및 전망



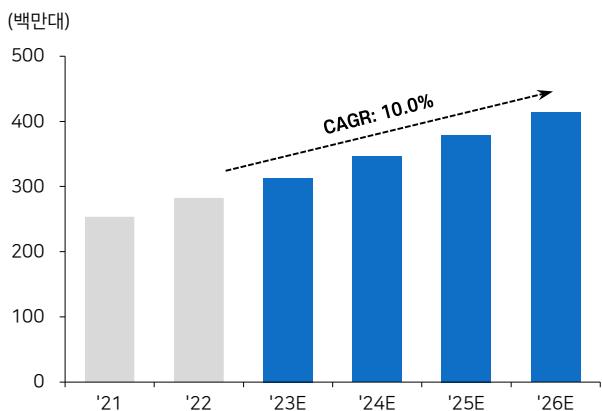
자료: 메리츠증권 리서치센터

2) 리퍼비시폰의 성장

합리적인 소비의 하나로 가성비가 뛰어난 '리퍼비시폰'으로도 수요가 향하고 있다. '리퍼비시폰'은 중고 스마트폰을 회수해 재판매하는 제품으로, 사용자가 스마트폰을 반납하면 외관이나 내부 부품 등을 교체해 재포장한 뒤 다시 판매하는 방식으로 기존 스마트폰 대비 가격이 30~50% 저렴하다. 2022년 글로벌 스마트폰 시장의 11.8% 역성장에도 불구하고 리퍼비시폰 출하량은 전년대비 11.5% 성장했으며 2026년까지 연평균 10.0% 성장이 예상된다.

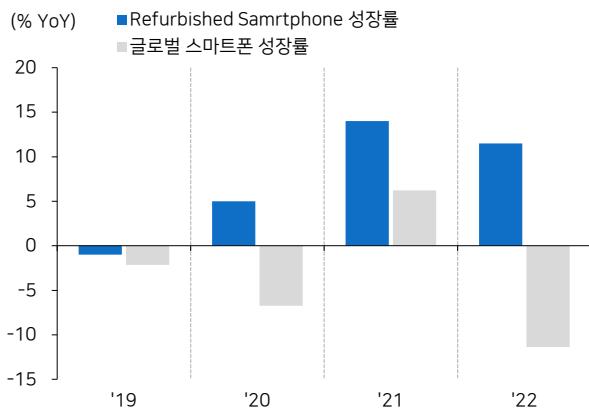
특히 인도와 중남미 지역에서 각각 19%, 18% 성장하면서 신흥국 중심의 중저가 스마트폰에 대한 수요를 리퍼비시폰이 잠식 중인 것으로 파악된다. 브랜드 별로는 애플의 아이폰이 49%의 시장점유율을 기록 중인데 아이폰의 높은 가격이 부담스러운 신흥 시장 및 청소년 소비자들 중심으로 리퍼비시폰의 침투율 증가가 예상된다. 향후 해당 소비자들의 교체 수요가 애플로 나올 수 있다는 점을 감안했을 때, 리퍼비시폰 내 애플의 성장은 애플 중심으로 스마트폰 시장의 재편되는데 일조하고 있다.

그림5 글로벌 리퍼비시 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 글로벌 스마트폰 vs 리퍼비시폰 출하량 성장을 비교



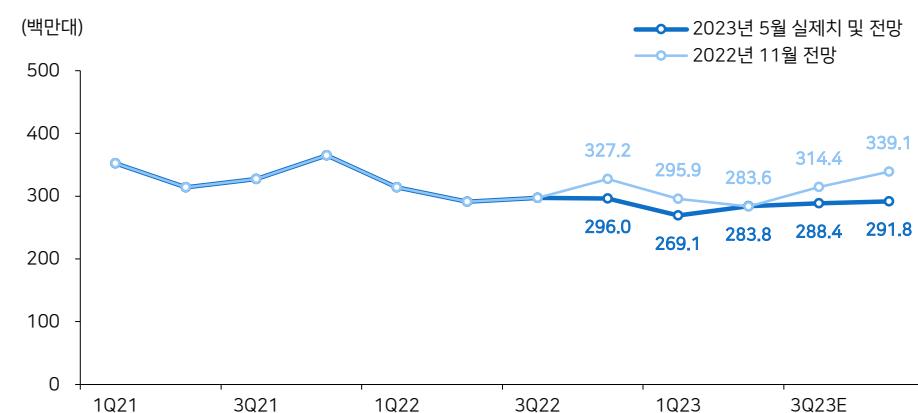
자료: 메리츠증권 리서치센터

3) 하반기 신모델 출시 모멘텀도 상반기 대비 부재 → 스마트폰 출하량 전망치 하향 조정

올해 3~5월 중국 세트업체들은 중국 리오프닝 특수를 노린 다수의 신모델을 출시하였다. 실제로 신모델 출시로 인한 셀인 재고 축적으로 중화권 향 일부 부품업체들은 QoQ 기준 매출이 증가하고 있다. 그러나 반대로 생각해보면 전년대비 다수의 신모델이 상반기에 집중되었기 때문에, 하반기는 신모델 출시 모멘텀이 상대적으로 부재할 전망이다. 실제로 작년 말 기준 예상했던 올해 세트업체별 기대작들 중 아이폰15와 Z폴드5/Z플립5를 제외한 대다수 기대작들은 이미 출시 완료된 상황이다.

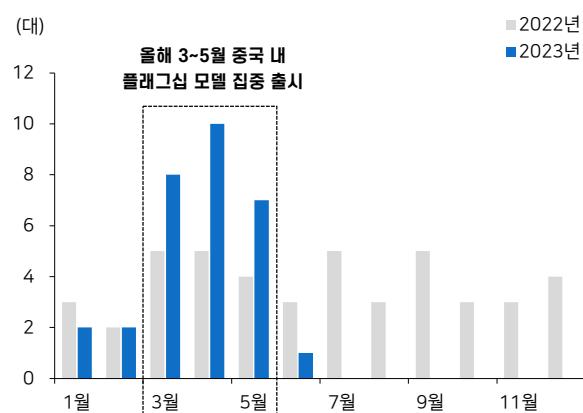
종합적으로 부진한 수요 환경의 지속으로 작년 연말 예상했던 스마트폰 수요의 평균으로의 회귀는 어렵다고 판단한다. 판매 부진의 영향을 반영하여 2023년 스마트폰 연간 출하량을 전년 대비 4.5% 감소한 11.4억대로 전망한다(기준 예상치 Flat YoY). 2024년 출하량도 교체주기의 증가와 리퍼비시 폰의 성장을 반영, 보수적인 전망을 유지한다(11.5억대, +0.5% 성장 예상) 다만 프리미엄 시장에서의 높은 입지를 보유하고 있는 아이폰15와 점진적인 입지 확대가 예상되는 폴더블은 상대적으로 견고한 수요를 예상하며 부진하는 스마트폰 시장으로 인해 새로운 IT 디바이스의 출현에 대한 니즈가 더욱 증가할 전망이다.

그림7 메리츠 스마트폰 출하량 전망치 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

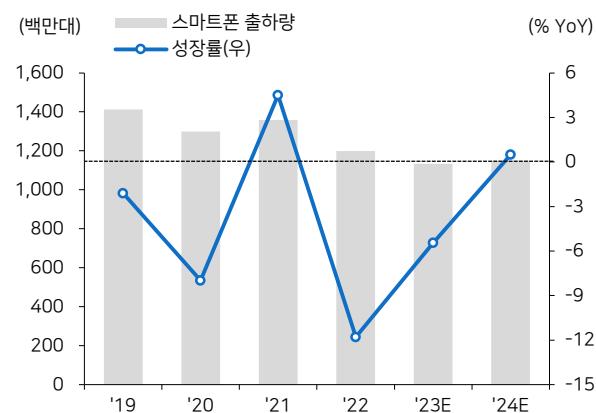
그림8 중국 세트업체 플래그십 스마트폰 출시 모델 수 추이



주: 하반기 출시 계획은 미정

자료: Electrorates, 메리츠증권리서치센터

그림9 연도별 스마트폰 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

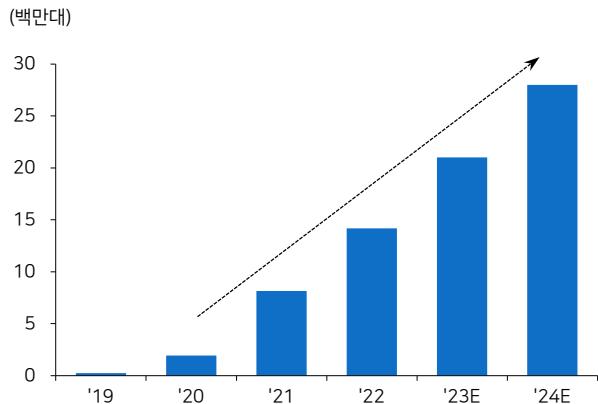
Part 2 하반기 기대요인은 폴더블과 아이폰15

올해는 반전을 기대하는 폴더블

올해 글로벌 폴더블 스마트폰 출하량 2,100만대(+48.0% YoY) 전망한다. 세트업체 별로 삼성전자 1,500만대(+33.5% YoY, 랠리시 290만대/신모델 1,210만대), 중화권 세트업체 550만대(+100.7% YoY), 구글 및 기타 업체 50만대를 예상한다. 출하량이 큰 폭으로 늘어나는 핵심 이유는 중화권 업체들의 적극적인 폴더블 시장 참전이다. 중국 스마트폰 시장 내 프리미엄 스마트폰의 점유율은 1Q18 9.6%에서 4Q22 24.2%까지 지속 상승하였다. 동시에 화웨이의 반사수혜를 입은 애플이 프리미엄 수요를 흡수하면서 중국 프리미엄 시장 내 애플의 선호도가 지속적으로 상승하는 상황이다. 결국 바 타입의 스마트폰 내에서 경쟁력이 악화된 중화권 세트업체들이 경쟁력 강화와 자국 내 점유율 회복을 위해 다수의 폴더블 스마트폰 신작 출시를 시작하였다. 중화권 세트업체들의 적극적인 폴더블 스마트폰 신작 출시로 폴더블 스마트폰 모델은 작년 19개에서 올해 37개로 증가할 전망이다.

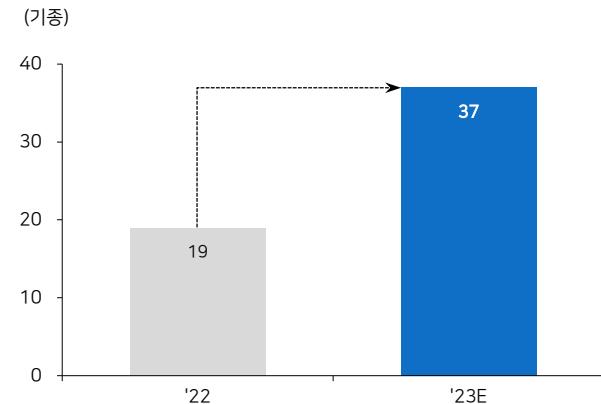
삼성전자의 판매 호조도 예상되는데 전작과 달리 이번 신작에서는 소비자들의 불만사항 개선이 이뤄지기 때문이다. 올해 삼성전자 폴더블 시리즈의 가장 큰 변화는 물방울 타입의 힌지 적용과 플립의 외부 디스플레이 확대이다. 물방울 타입 힌지 적용 효과는 1) 제로캡 형태의 폴딩 구현으로 두께가 얇아지고(Z폴드4 14.2mm → Z폴드5 13.4mm 예상) 2) 부드러운 곡선이 적용돼 내부 주름이 전 모델 대비 개선될 전망이다. Z플립5의 경우 기존 1.9인치였던 외부 디스플레이가 3.4인치로 확대되는데, 이를 통해 앱 실행, 음악 제어, 사진 촬영 등의 작업이 외부 디스플레이로 가능하기 때문에 사용성이 극대화될 전망이다. Z폴드의 단점이었던 휴대성도 무게 경량화(Z폴드4 263g → Z폴드5 250g)를 통해 일정 부분 개선이 이뤄지고, 기능적인 측면에서 캘럼의 스냅드래곤 8 Gen 2 탑재를 통한 성능 개선이 기대된다. 종합적으로 소비자 사용 측면에서 의미 있는 개선이 이뤄진다는 측면에서 올해 폴더블 수요 성장에 긍정적인 영향이 기대된다.

그림10 글로벌 폴더블 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 폴더블 스마트폰 모델 수 추이



자료: DSCC, 메리츠증권 리서치센터

출시 타이밍이 기가 막힌 아이폰15

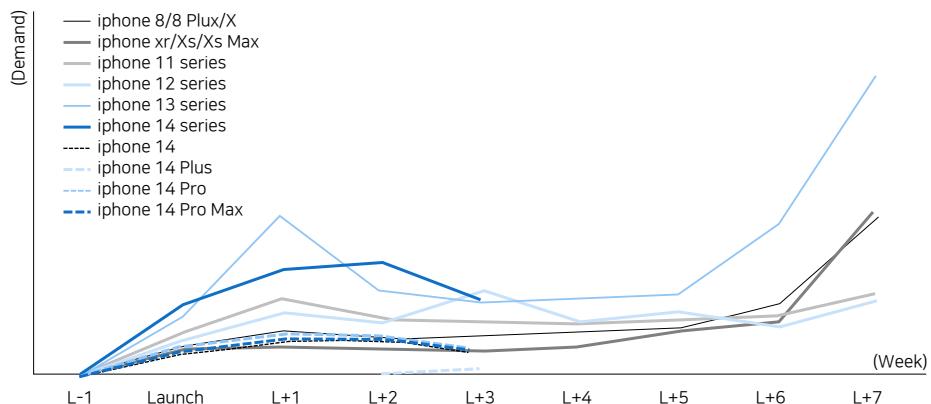
올해 3,4분기 아이폰15 출하량은 7,850만대(+20.0% YoY)를 전망하며, 흥행에 성공했던 아이폰13 대비(7,397만대) 해서도 6.1% 늘어날 것으로 예상한다. IT 디바이스 수요둔화 환경이 지속됨에도 불구하고 아이폰15의 양호한 출하량을 예상하는 이유는 1) 아이폰14 이연수요 2) 아이폰 12 교체수요 3) 아이폰8/X의 업그레이드 수요를 기대하기 때문이다. 아이폰15의 출하량 호조로 '23년 애플의 연간 출하량은 다른 스마트폰 세트업체 대비 상대적으로 양호한 2.22억대(-1.8% YoY)를 전망한다.

중국 판매량 기준 아이폰14는 아이폰14플러스의 늦은 출시에도 불구하고 출시 초기에는 아이폰13 대비 높은 판매량을 기록하였다. 그만큼 기대감이 높았던 모델이었으나 아이폰 수요의 성수기인 4Q22에 폭스콘 정저우 공장 가동 중단으로 공급·수요의 불균형이 발생하였다. 이로 인해 사라진 대기수요가 이연수요로 올해 상반기에 나타날 것 기대했으나 1~3월 아이폰14의 판매량은 3,958만대로 전년 1~3월 아이폰 13 대비 12.6% 오히려 감소하였다. 이는 매크로 환경의 악화와 동시에 USB C Type, 폴리드줌 적용, 일반 모델의 Dynamic island 적용 등의 아이폰15의 스펙 변화가 구체적으로 알려졌기 때문이다. 당사는 올해 상반기 나타나지 않은 아이폰14의 이연수요가 하반기 아이폰15에서 일부 나타날 것으로 전망한다.

또한 아이폰12는 출시 후 3개월간 판매량 5,486만대(아이폰13 4,421만대)을 기록하며 아이폰6 이후 6년 만에 슈퍼사이클에 성공한 모델이다. 일년 누적 판매량 기준으로는 늦은 출시(10~11월)에도 불구하고 1억 5,000만대를 돌파하였다. 6년 만에 바뀐 디자인, 제품 다변화(첫 미니 모델 출시), 5G 폰이라는 상징성, 화웨이 몰락으로 교체 수요가 대거 집중되었는데, 장기화된 스마트폰의 교체주기를 감안해도, 아이폰12의 일부 교체수요 물량이 15에 등장할 시점이다.

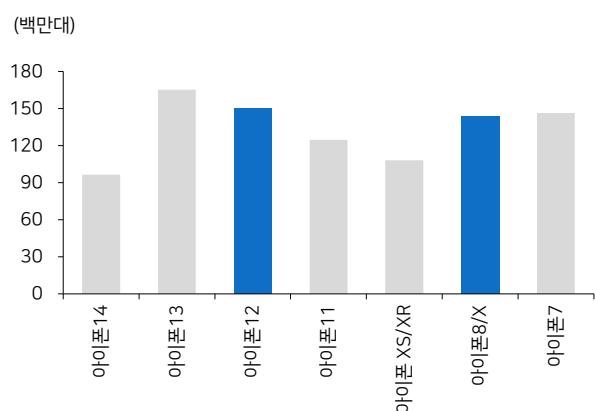
마지막으로 Apple은 6월 5일 WWDC에서 당사 예상대로 아이폰8/X 모델의 iOS17 업데이트 지원을 중단하였다. 이 중 아이폰X 모델은 OLED로의 처음 전환이 이뤄졌던 모델로 높은 출하량을 기록했기 때문에 평년보다 높은 업그레이드 수요를 예상한다. 기존 예상했던 아이폰14 이연 수요, 아이폰12 교체 수요와 함께 아이폰15 잠재 수요에 추가 반영될 전망이다.

그림12 아이폰 출시 후 중국 내 주간 판매량 추이



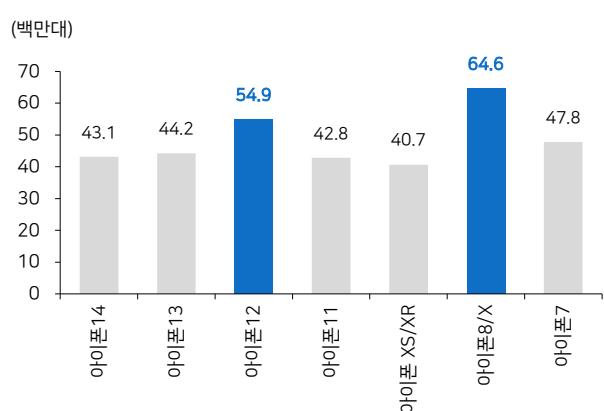
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 아이폰 모델별 12개월 판매량 추이



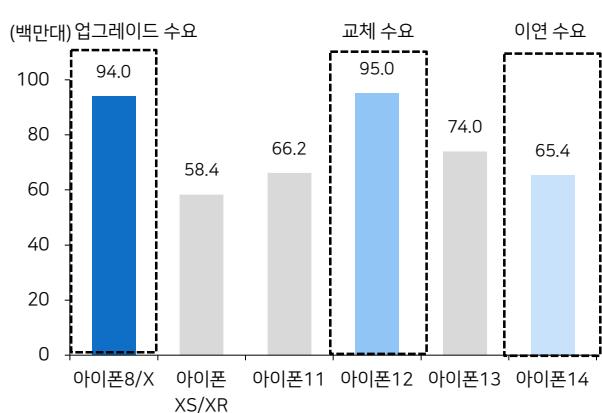
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 아이폰 모델 별 출시 후 3개월 판매량 추이



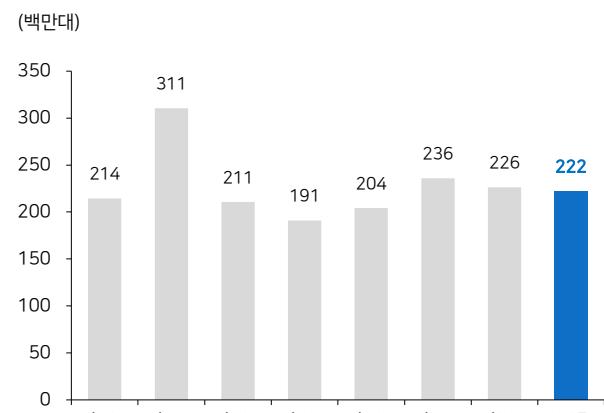
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림15 아이폰 출시 후 2개 분기 누적 출하량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림16 아이폰 전모델 합산 글로벌 출하량 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 3 New Device

새로운 디바이스가 필요한 시점, 애플의 시도에 주목

시대별로 IT 디바이스 및 플랫폼 시장을 선점한 기업은 막대한 부를 차지했다. 막대한 부를 차지한 원동력은 소비자들의 일상 속 IT디바이스 내 체류시간을 늘려왔기 때문이다. PC → PC+인터넷 → 모바일 + 인터넷 → 스마트폰을 통해 IT 디바이스내 소비자들의 체류시간은 점진적으로 증가해왔다.

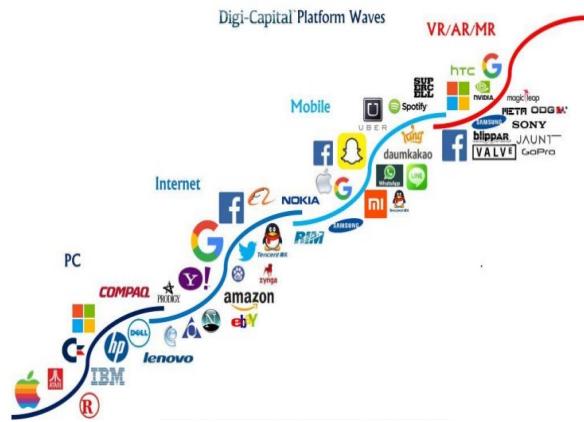
다만 기존 개인형 디바이스 시장의 성장은 한계에 봉착했는데 2010년대 성장을 주도했던 스마트폰의 성장이 한계에 도달했기 때문이다. 이에 따라 기업들이 원하는 이상적인 New IT 디바이스는 스마트폰의 체류시간의 한계를 해결해주는 디바이스이다. 스마트폰 체류시간의 한계점은 ① 정보량과 휴대성의 딜레마 ② 핸즈프리 ③ 실시간성 3가지이다. 안경 형태의 XR 디바이스는 두손이 자유롭고, 즉각적으로 반응이 가능하기 때문에 휴대성, 핸즈프리, 실시간성에서 스마트폰 체류시간의 단점 보완이 가능하기 때문에 Next 디바이스로 주목받고 있다.

2022년 XR디바이스 출하량은 882.7만대(-20.7% YoY)를 기록, Meta의 신제품 흥행 실패와 Apple 및 Sony 등의 주요 업체들의 줄시 지연으로 2022년은 2021년대비 역성장했다 다만 과거 200~300만대 수준에서 연간 1,000만대 규모의 시장으로 성장했다는 점에서 성장 국면의 초입에 진입했다고 판단한다. 메타가 2014년 2.3억달러에 인수한 VR 기기 제조사 오클러스(Oculus)는 2022년 기준 전세계 XR 기기 출하량의 82.1%를 점유 중이다 (2020년 이후 누적 판매량 1,925만대 추정) 2020년 10월 4일 중저가형 오클러스 퀘스트 2를 통해 XR기기 대중화에서 앞서나갔지만 작년 4분기에 출시한 Quest Pro의 흥행 실패로 Quest 2 출시 이후 처음으로 점유율 50% 이하로 감소했다.

WWDC 행사에서 공개된 'Vision Pro'는 Apple의 MR관련 기술(5,000개의 특허)과 향후 AR 시장에 대한 관점(공간 컴퓨팅 + B2B)을 선보였다는 점에서 긍정적이다. 또한 Apple 디바이스 간 호환성을 고려했을 때, 현재의 애플워치나 맥북처럼 유의미한 시장 규모를 형성할 가능성이 높다고 판단한다. 다만 상대적으로 높은 가격과 스마트폰 대체가 아닌 공간컴퓨팅을 표명했다는 점에서 부품업체 입장에서 아이폰(연 2.1억대) 같은 볼륨매출은 기대하기 어려울 전망이다. 또한 Apple Vision Pro의 내년 출시를 반영, 2023년 XR디바이스 출하량은 900.3만대 (+2.0% YoY)로 전망한다.

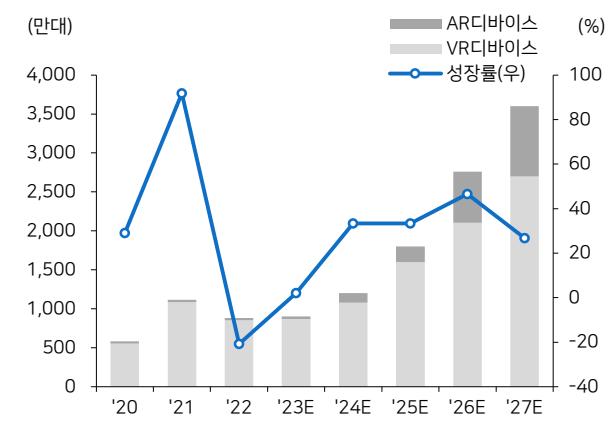
그럼에도 불구하고 당사는 1) 리퍼비쉬폰 성장+교체주기 증가 등 스마트폰 시장이 구조적 한계에 봉착하였고 2) XR디바이스 시장은 교체주기에 의존하는 스마트폰과 다르게 유의미한 신규수요가 지속 창출이 가능하다는 점에서 긍정적인 관점을 유지한다. Vision Pro가 출시되고, Quest 3 판매 확대가 이뤄지는 2024년부터 2027년까지 XR디바이스 시장은 연평균 44.2% 성장을 전망하는데, 1) 향후 Apple의 보급형 제품 출시 2) 삼성, 구글 등의 빅테크 업체들의 추가적인 시장 진입 3) 2026년부터 본격적인 AR글라스 제품의 출시가 예상되기 때문이다.

그림17 소비자들의 체류 시간 ↑ = 기업가치 상승으로 연결



자료: Yolo Development

그림18 글로벌 XR 디바이스 시장 전망



자료: 메리츠증권 리서치센터

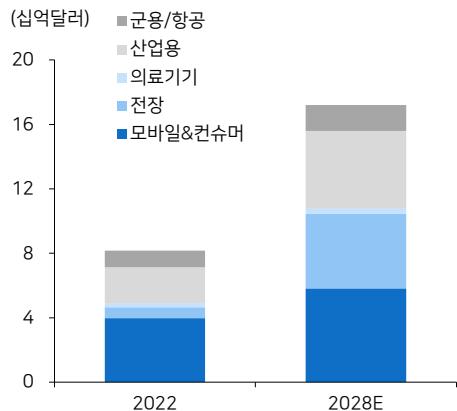
수혜 부품 ① 카메라모듈

기존 스마트폰은 전면+후면으로 4~6개의 카메라가 사용된다. 반면 XR 디바이스의 경우 내부카메라(Eye-tracking, 헤드트레킹, Face Tracking), 외부카메라(패스 쓰루카메라), 3D 센싱(3D ToF, Lidar), 6DoF 지원카메라 등 다양한 센서와 내외부 카메라가 탑재된다. 메타의 Quest Pro의 경우 컨트롤러를 제외하고 10개의 카메라모듈과 센서가 탑재되었다. 이번에 출시된 애플의 Vision Pro의 경우 센서와 카메라모듈이 총 17개 탑재되었다. 향후 등장할 AR글라스의 경우도 최소 15개 이상의 센서·카메라모듈 탑재가 예상된다.

그러나 스마트폰에 주로 사용되는 2D카메라 공급 업체 입장에서는 XR디바이스 시장이 아직은 스마트폰 대비 볼륨매출이 나오지 않기 때문에, 매력도가 낮다. 카메라모듈 중에서는 3D 센싱 카메라의 활용도가 높아질 전망인데 XR 디바이스는 사용자의 행동을 Tracking하거나, 전방에 대한 맵핑이 필요하기 때문이다. 3D 센싱 카메라는 SL 방식과 ToF 방식이 존재하는데, 실시간 대응성과 거리감이 중요한 XR디바이스에서 SL카메라보다 ToF 카메라의 활용도가 높아질 전망이다. Yole Development에 따르면 3D 센싱 시장은 2022년 82억 달러의 수익 창출(4억 900만개 모듈 출하)에서 2028년 기준 172억 달러 규모의 시장으로의 성장이 예상된다.

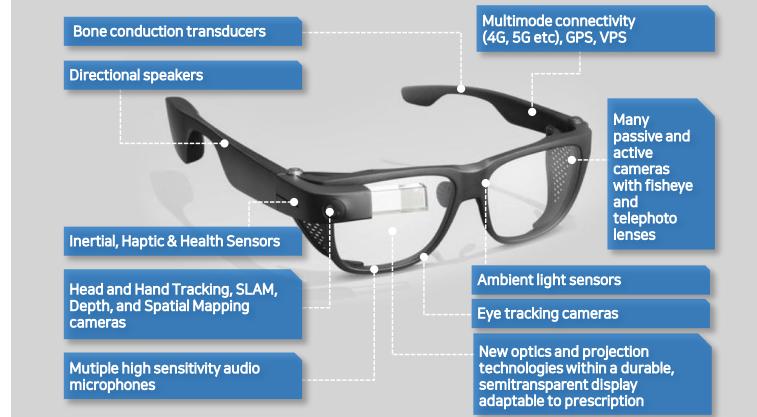
카메라모듈 FPCB 공급업체의 수혜도 예상되는데, 기존 스마트폰 (5~10개) 대비 탑재량(대당 15~25개 예상)과 면적 증가가 이뤄지기 때문이다. Prismark에 따르면 2021년 이후 역성장중인 FPCB 시장은 XR 디바이스 향 보급 확대로 2027년 까지 재성장이 이뤄질 전망이다.

그림19 3D 센싱 카메라 현황 및 전망



자료: YoleIntelligence, 메리츠증권리서치센터

그림20 AR글래스에 사용될 센서·카메라모듈 전망



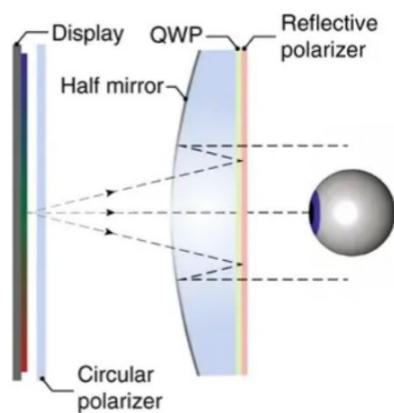
자료: Qualcomm, 언론, 메리츠증권 리서치센터

수혜부품 ② 광학렌즈

렌즈는 카메라모듈의 하나 부품으로 스마트폰에 사용될 때는 낮은 단가와 중국 업체들과의 경쟁 심화로 주목 받지 못하였다. 그러나 XR 디바이스에서는 눈과 화면 사이에 렌즈를 넣어, 렌즈를 통해 실제 디스플레이의 깊이 보다 이미지가 더 멀리 있는 것처럼 느끼게 유도하는 부품으로 사용되며 높은 기술력이 요구되기 때문에 단가가 높은 것으로 파악된다.

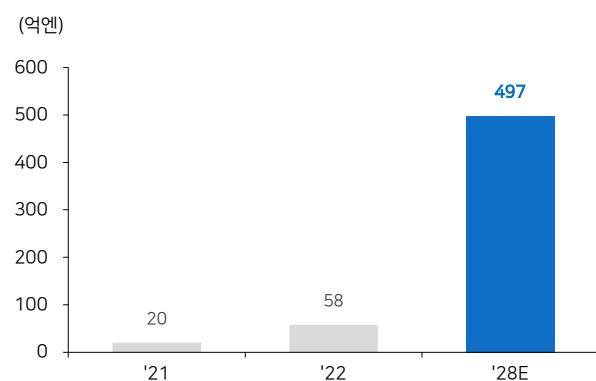
기존 VR디바이스에는 프레넬 렌즈가 많이 사용되었으나 디스플레이와 렌즈 사이에 필수적인 캡이 생긴다는 단점이 존재한다. 이런 단점을 해결하기 위해 Folded/Array 광학 방식의 렌즈 개발이 진행되어 왔고, 대표적인 방식이 팬케이크 렌즈 방식이다. 편광 기반 반사를 사용하여 광학 경로를 작은 공간으로 접는 방식으로 하프 미러에 두 번의 빛의 입사가 일어나기 때문에 낮은 광효율이 단점이었으나, 최근 OLEDoS등 높은 휘도를 보유한 디스플레이의 등장으로 점진적인 사용 확대가 이뤄질 전망이다. 후지카메라종합연구소에 따르면 2028년까지 VR디바이스의 확대와 고단가의 팬케이크 렌즈로의 전환으로 16배 성장할 전망이다.

그림21 팬케이크 렌즈 방식 개요



자료: Nature

그림22 VR용 접안렌즈 시장 전망



자료: 후지카메라종합연구소, 메리츠증권 리서치센터

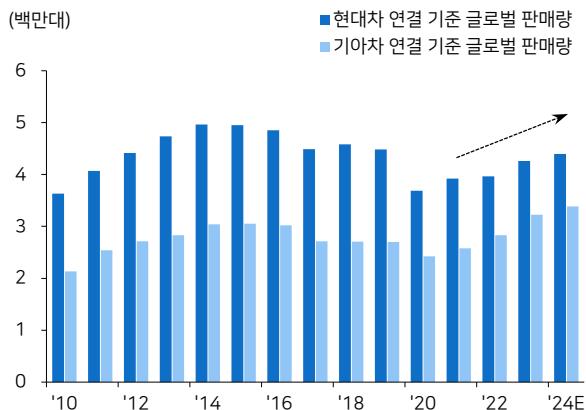
Part 4 여전히 견고한 전장

1~4월 누적 완성차 출하량은 전년 동기 대비 5.3% 성장하며 IT 세트 대비 양호한 수요 환경을 입증하였다. 1Q23 기준 전기차(BEV+PHEV) 판매량 또한 전년 동기 대비 31.7% 성장하며 견고한 수요가 유지되고 있다. 이에 따라 전장용 카메라모듈, MLCC, PCB 공급 업체 모두 IT용 부품 공급업체 대비 상대적으로 양호한 실적을 시현하였다.

완성차 출하량은 Fleet 업계의 수요 정상화와 부품 공급 정상화에 따른 대기 수요 소화로 본격적인 총 수요의 YoY 확장을 전망한다. 특히 국내 전장부품 업체와 실적관련성이 높은 현대기아차가 다른 완성차 업체 대비 BEV 양산이 빨랐기 때문에 Fleet 수요정상화의 상대적 수혜강도가 높을 전망이다. 이를 통해 전장 부품 업체들의 안정적인 수요 확대가 기대된다. 또한 전장 관련 장비 업체들의 작년 연말 ~ 1분기 실적 호조를 감안했을 때, 앞단의 전장부품업체들 또한 순차적인 매출 인식을 통한 외형 성장을 예상한다.

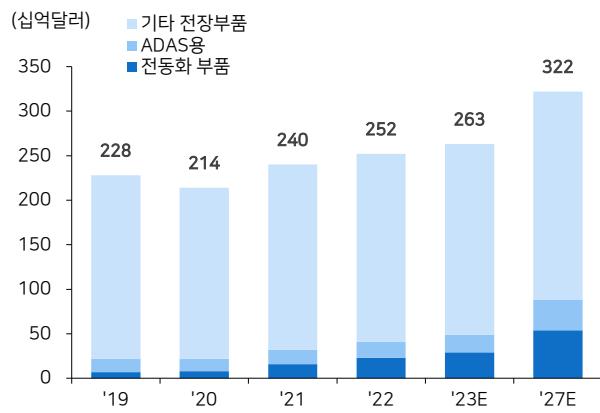
종합적으로 Prismask에 따르면 전장부품시장은 올해 4.4% 추가 성장하고, 2027년 까지 322억 달러 규모의 시장으로 성장할 전망이다. 전장부품 중 1) 옵션 채택률 상승 및 화소수 증가를 통한 P,Q 동반 상승이 가능한 전장 카메라와 2) Q 상승과 함께 과점적 지위를 통한 가격 방어가 가능한 전장용 리드프레임을 선호한다.

그림23 Fleet 시장 중심 현대기아차 글로벌 수요 성장 시작



자료: 현대차, 기아차 매리츠증권 리서치센터

그림24 전장부품 시장 전망



자료: Prismask, 매리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 5월 26일 발간된

[2023년 하반기 전망 시리즈 8 – 인터넷/게임: NEW ERA] 입



▲ 인터넷/게임
Analyst 이효진
02. 6454-4864
hyojinlee@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 8 (해설판)

[인터넷/게임] NEW ERA

- ✓ Chat GPT가 생성 AI 시대 앞당기며 플랫폼 사업자들의 기존 비즈니스 시장 지위 변화 촉발
- ✓ 국지적/가변적 데이터 확보, 커머스 중심 B2B 클라우드를 라인-야후재팬으로 확대 가능한 네이버 outperform 지속 예상
- ✓ 국내 중심 모바일 보다는 글로벌 PC/콘솔 타깃 신작 유리. 글로벌 마케팅 협력으로 성공 가능성이 높일 수 있는 엔씨소프트, 페어비스 추천

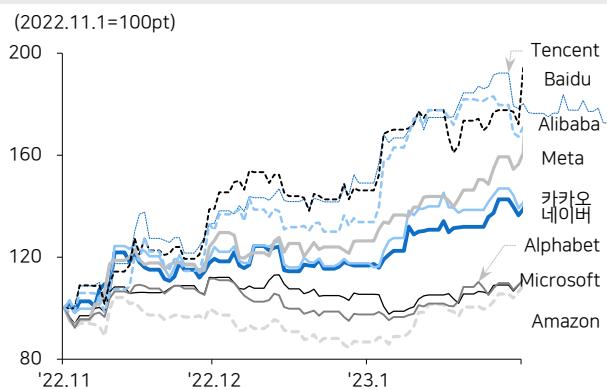
Part 1 Platform 신기술 따라 웃고 울고

1Q23 Review

1분기 네이버/카카오는 예상된 부진한 실적을 기록했지만 상반기 주가를 움직인 요인은 실적은 아니었다. 2월까지 네이버/카카오의 강한 주가 흐름의 배경은 1) global peer 상승에 따른 밸류에이션 영향, 2) chat GPT가 일으킨 플랫폼 산업에 대한 관심 증가가 주요했다. 마이크로소프트 Bing 내 chat GPT 도입은 3월로 예정되어 있었으나 예상보다 빠른 2월 7일 이루어지며 네이버/카카오 모두 2월 상반월까지 강한 흐름을 보였다.

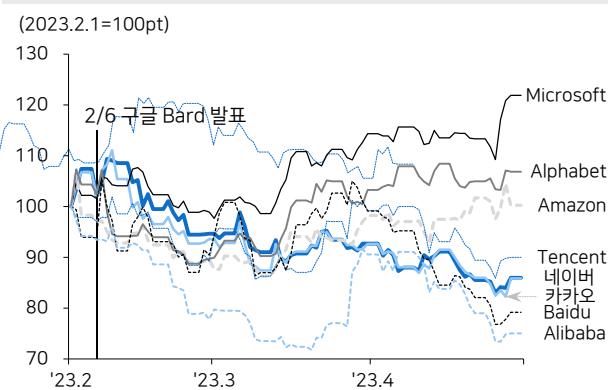
그러나 마이크로소프트의 chat GPT 도입에 대응해 구글이 내놓은 바드가 잘못된 답변을 내며 시장의 신기술에 대한 기대감은 실망으로 바뀌었고 이후 4월까지 MS, 구글을 제외한 업체들의 주가는 실망감을 소화하며 부진한 흐름을 보였다.

그림1 연말 중국 플랫폼 강세가 연초 미국 플랫폼으로 번져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 바드 공개 후 주가는 높았던 기대 소화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2Q23, What's new

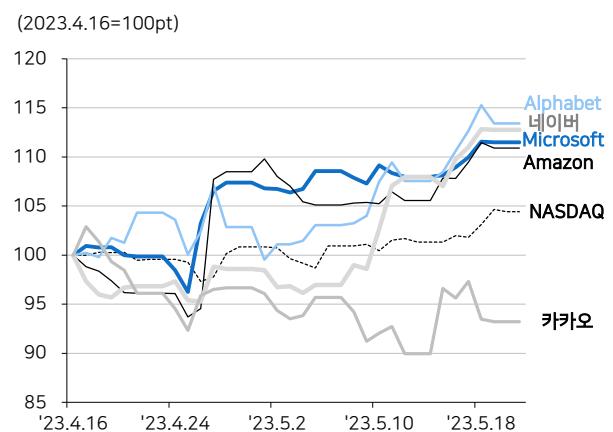
당사는 지난 4월 발간한 <미래를 준비하는 우리의 자세>를 통해 마이크로소프트의 1분기 실적을 기점으로 네이버에 대한 시장의 관심이 높아질 것이라고 주장한 바 있다. 이는 2월 7일 이후 chat GPT가 뉴빙에 도입되며 관련 실적이 처음으로 공개되는 시기로, 네이버는 초기대 AI 모델을 보유해 이에 대응 가능한 업체이기 때문이다. 구글이 DA 하락을 SA 상승으로 방어하고 있는데, 불리한 광고 시장 속에서 마이크로소프트의 방어는 주목할 만한 부분이다. 실제로 4월 26일 마이크로소프트의 실적이 발표되며 네이버와 카카오의 주가 흐름은 본격적으로 차별화되기 시작했다.

표1 MS/구글 광고 실적 추이

(십억달러)	2021				2022				2023
	3월	6월	9월	12월	3월	6월	9월	12월	3월
MS 서치광고	2.2	2.3	2.7	3.1	2.9	2.9	2.9	3.2	3
% YoY	11.7	46.1	36.7	28.4	32.8	25.2	10.2	5.2	3.4
구글 광고	44.7	50.4	53.1	61.2	54.7	56.3	54.5	59	54.5
% YoY	32.3	68.9	43.2	32.6	22.3	11.6	2.5	-3.6	-0.2

자료: Microsoft, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

그림3 마이크로소프트 실적 기점으로 주가 반응 본격화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

초거대 AI, 투자자들의 다음 고민은?

네이버는 하반기 서치 GPT를 공개할 예정이다. 초거대 AI를 이용하는 검색의 경우 비용이 크게 상승함을 고려했을 때 베타 서비스 대상 구간은 동사의 수익화가 가장 용이한 영역일 것으로 추정된다. 여기서 시장의 고민은 초거대 AI 사용에 따른 비용 증가가 클 것으로 예상되는 데 반해 검색 시장을 제외하면 이렇다 할 수익원이 포착되지 않는다는 점이다.

힌트는 1분기 MS 실적에서 엿볼 수 있다. MS는 chat GPT의 검색엔진 및 클라우드 내 우선 권한을 보유하고 있으며 1분기 말, 클라우드 내 chat GPT 서비스 도입을 시작했다. MS에 따르면 도입으로 인한 시장 점유율 상승 효과는 이미 포착되고 있으며 AI 서비스로 인한 클라우드 매출 성장률은 1%p 상승했다고 한다.

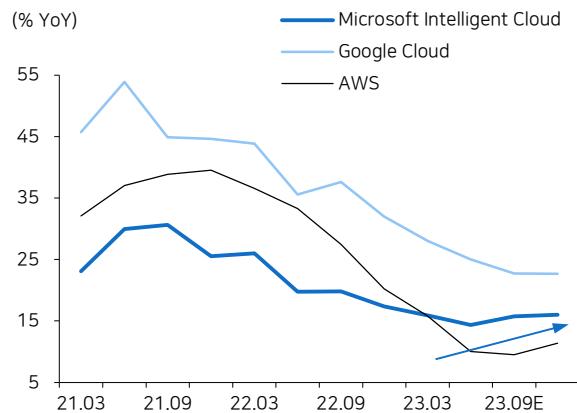
투자자들은 생성 AI가 어떤 신규 시장을 형성할 것인지에 대해 고민하고 있었으나 신기술의 가장 중요한 변화는 기존 비즈니스의 시장 지위가 바뀌는 것이다. 즉, 관련 기술을 보유한 사업자의 시장 지위가 상승하며 기존 흐름이 깨지는 형태가 예상된다.

그림4 신기술이 가져올 변화는 기존 비즈니스의 시장
지위 변화

For Intelligent Cloud, we expect revenue to grow between 15% and 16% in constant-currency, or \$23.6 billion to \$23.9 billion. Revenue will continue to be driven by Azure, which as a reminder, can have quarterly variability, primarily from our per-user business and from in-period revenue recognition, depending on the mix of contracts. In Azure. We expect revenue growth to be 26% to 27% in constant-currency including roughly one point from AI services growth continues to be driven by our Azure consumption business.

자료: Microsoft 실적 발표 발췌

그림5 Chat GPT 매개로 신규 고객 빠르게 확보하며
MS 반등 가장 빨라



주: Microsoft Intelligent Cloud는 Azure 외 기타 클라우드 서비스 포함

자료: Bloomberg 컨센서스, 메리츠증권 리서치센터

네이버도 초거대 AI 활용해 기존 비즈니스 강화에 초점

네이버 또한 검색뿐만 아니라 하이퍼클로바를 B2B 서비스에도 선보일 예정이라고 밝힌 바 있다. 이에는 쇼핑 추천, 셀러툴, 여행/예약 등 고객 서비스와 결합할 수 있는 하이브리드 클라우드(B2B)가 해당된다. 네이버는 스마트스토어/브랜드스토어 서비스를 통해 많은 셀러를 보유하고 있는데, 셀러의 상품 등록을 위한 문구에 생성 AI 기능이 구독 서비스로 제공되는 등 다양한 형태가 가능하다. 범용적 클라우드로 글로벌 유수의 클라우드 사업자들과 맞대응하고자 한다면 쉽지 않겠지만 동사의 강점에 해당하는 커머스 영역에서 B2B 하이브리드 서비스를 제공한다면 승산이 있을 것으로 예상한다.

특히 범네이버 계열인 라인-야후재팬의 통합 범인 또한 자체 초거대 AI를 보유하는 방향이 아닌 네이버의 하이퍼클로바를 통해 데이터를 학습시켰다. 네이버는 4월 야후재팬 쇼핑검색 및 로컬 검색에 자체 기술을 도입하기 시작했는데, 이에 생성 AI 기술이 더해진다면 일본의 디지털화에도 속도가 붙으며 이에 따른 수혜를 동사가 공유할 수 있을 것이다.

시장 점유율의 큰 흐름이 변하는 데에는 외부 충격이 필요하며 오랜만에 기술(여기서는 생성 AI 기술)이 이 역할을 할 기회를 얻었다는 것에 주목할 시기다. 국내에서의 성공 경험을 일본, 나아가 동남아 시장까지 확대할 수 있는 좋은 기회가 될 것으로 예상한다.

그림6 하이브리드 클라우드로 활용될 네이버의 신기술 B2B 전략



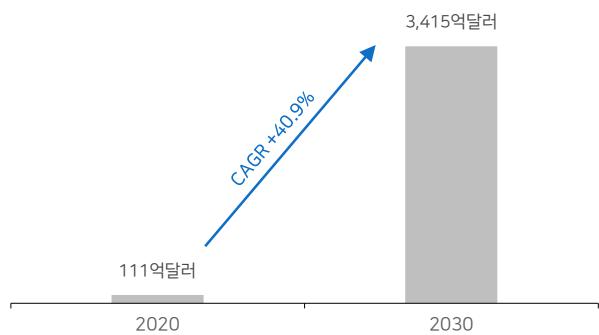
자료: NAVER

AI 기술 관심 고조는 투자 비용의 자본화로 밸류에이션 높게 지탱할 것

Allied Market Research에 따르면 생성 AI의 핵심인 자연어 처리 시장 규모는 2030년까지 연평균 41% 성장이 전망되는데, 이는 인건비로 지출되던 비용이 기술 이용 지출로 대체됨을 의미한다. 오랜만에 변화를 야기할 수 있는 새로운 기술이 등장한 시기로 상반기 점화된 플랫폼에 대한 시장의 관심은 계속될 것으로 판단한다.

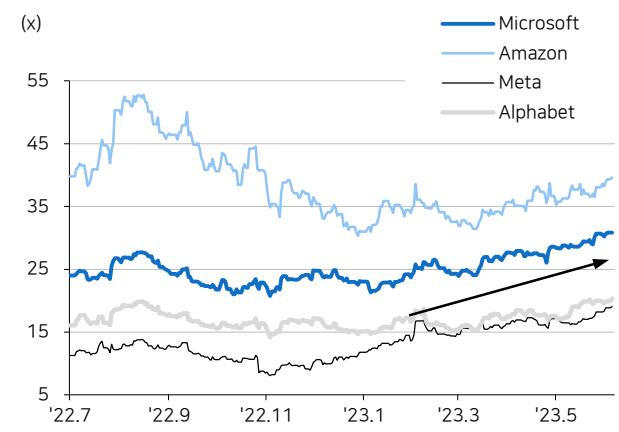
2023년/2024년 단기간 이익으로 연결될 고리는 다소 자연 가능하나 단기 이익보다는 기술 확보에 따른 장기 시장 점유율 변화에 주목하며 당분간 플랫폼의 높은 밸류에이션을 지탱할 것이다. 산업 내 큰 변화가 없을 때에는 단순 PER 계산을 통해 기업 가치에 대한 접근이 이루어진다. 하지만 지금은 초기대 AI 관련 투자 비용을 자본화하며 표면적 밸류에이션은 높은 상태를 유지할 것으로 예상된다.

그림7 자연어 처리 시장 2030년까지 CAGR 41% 성장: 기업과 사회가 인건비로 지출하던 비용의 산업화 의미



자료: Allied Market Research, 메리츠증권 리서치센터

그림8 생산성 향상을 위한 각자의 생성 AI 기술 발표하며 밸류에이션 상승세 진입



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2H23 전망

광고

1) 네이버

2022년 6월부터 광고 경기가 악화된 점을 고려했을 때 상반기 부진했던 광고 경기는 하반기 개선될 것으로 예상한다. SA의 경기 방어적 성장세와 DA의 경기 민감도가 드러나는 실적이 전망된다. 네이버는 스포츠/이스포츠 대회 유치를 통해 트래픽 확보 전략을 취하고 있으며 이를 통해 카카오가 이끌던 관심사 위주의 오픈채팅 시장에 진입하고자 하는 것으로 보인다. 더불어 네이버카페에 '커뮤니케이션 애드' 상품을 출시했는데 이에 대한 소비자 반응을 체크하고 있는 중이다.

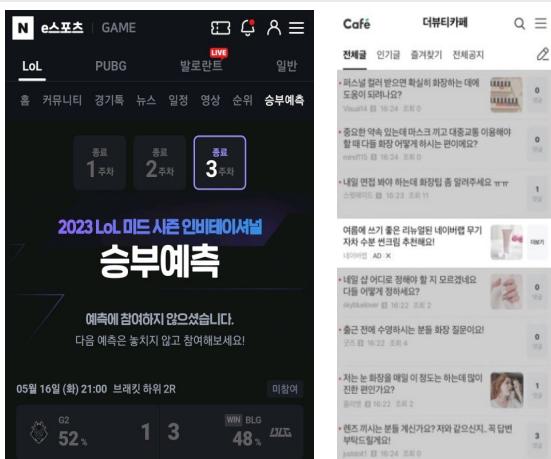
네이버의 하반기 및 2024년 광고 매출 성장률은 오는 하반기 공개 예정인 서치 GPT에 대한 광고주 및 소비자 반응이 결정할 것이다.

2) 카카오

카카오는 광고 지면 확대가 CPM 하락을 상쇄하는 실적을 전망한다. 2H22 친구탭에 더해 2023년 5월 카카오톡 내 세번째 탭을 기준 뷰탭에서 오픈채팅탭으로 변경했는데, 동사에 따르면 관련 매출은 기준 뷰탭 대비 3배 남짓 증가가 예상된다. 비즈보드 매출의 경우 1Q23 YoY -8%가 추정되는데, 2H22 친구탭 내 광고 지면이 추가된 점을 고려할 때 effective CPM은 20~30% 하락할 것으로 추정된다.

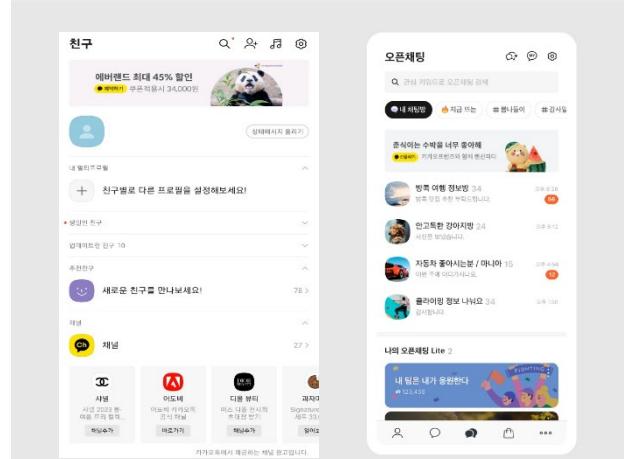
유의미한 반전을 위해서는 카카오톡 자체적인 트래픽/체류시간 증가가 필요하다. 관련하여 최근 반등 지표가 확인되었으며 이 추이가 유지될 경우 단기 상승으로 이어질 것으로 기대된다. 반면 포털비즈는 자체 동력이 확인되기 전까지 현재의 두 자릿수 감소세 유지가 전망된다.

그림9 대회 유치로 트래픽 제고& 신규 광고 상품 공개



자료: NAVER

그림10 카카오톡 광고 지면 확대 효과가 이끄는 광고



자료: 카카오

커머스

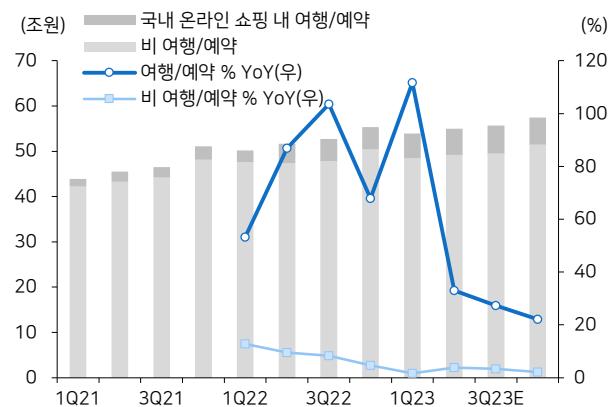
1분기 국내 온라인 쇼핑 거래액은 전년동기 대비 7% 성장한 53.9조원을 기록하며 단 자릿수로 내려 앉았다. 2010년대 온라인 침투율이 꾸준하게 높여온 데 더해 코로나 언택트 전환이 마무리 단계에 접어든 영향이다.

1) 네이버

네이버는 1) 오프라인 상품군의 침투율을 높이고 2) 2% 언더인 take rate의 점진적 상승을 통해 시장 대비 높은 성장을 구가 중이다. 전제 성장은 둔화되고 있으나 오프라인 활동 증대로 여행/예약 온라인 거래액은 빠르게 증가 중이며, 1분기 동 부문 국내 거래액은 5.5조원으로 YoY 2배 성장, 네이버의 카테고리 거래액도 1.5조원을 달성하며 YoY 2배 성장을 기록했다.

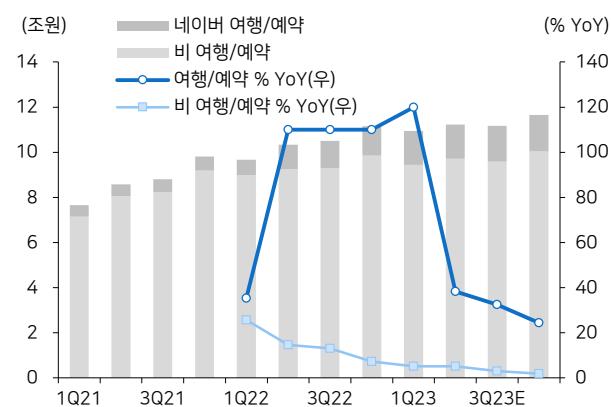
여행/예약 비중의 증가는 take rate에도 긍정적인 영향을 미친다. 기존 상품군이 2% 내외인데 반해 여행/예약은 대기업/프랜차이즈 위주로 5~10% 혹은 이를 상회하기 때문이다. 네이버의 시장을 상회하는 거래액 증가율에 더해 take rate 상승 효과까지 더해지며 2023년 중개/판매 매출은 YoY 36% 증가할 것으로 기대된다.

그림11 국내 온라인 쇼핑 내 여행/예약 및 非 여행/예약 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림12 네이버 온라인 쇼핑 내 여행/예약 및 非 여행/예약 추이



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

2) 카카오

카카오는 총매출 인식 상품군 비중을 높이는 방식으로 대응 중이다. 2H22이후 커머스 전략이 총매출 인식 상품군 위주로 변경되며 매출 성장률은 거래액 대비 높은 성장률을 기록 중이다. 재고 부담이 크지만 다행히 관련 상품군의 폐기율이 낮게 유지되며 수익성 개선에도 영향을 준 것으로 추정된다. 다만 해당 효과는 하반기에 희석될 것이며 기저 효과 종료로 거래액 수준의 성장으로 회귀가 전망된다.

동사는 오픈채팅이 관심사 위주임에 기반해 버티컬 신규 서비스를 준비 중이다. 아직 서비스의 구체적인 모습이 공개되지 않았지만, 서비스 내 커머스가 안착된다면 새로운 성장 동력으로 작용할 수 있다.

콘텐츠

콘텐츠 산업은 광폭의 성장 뒤 다소 주춤해진 상황으로 다음 성장을 위해서는 노동 집약적 성격의 input 생산성 향상이 필요하다.

최근 웹소설 시장에 AI 표지 논란이 점화되고 있다. 기존 프리랜서 일러스트레이터에게 맡기던 표지를 미드저니, 노벨 AI 등 생성 AI를 이용해 대체하고 있기 때문이다. 인간의 창작물을 동의 없이 모아 짜집기하는 형태라며 비판 받고 있으나 특정 일러스트레이터가 자신의 그림만으로만 학습한 AI를 사용하는 등 절충안이 도출될 것으로 예상한다.

네이버는 <2022 컴퓨터 비전 및 패턴 인식 컨퍼런스 학술대회>에서 '자동 배경 분리'와 장면을 웹툰처럼 바꿔주는 '웹툰미' 기술 등 웹툰 전용 편집 AI 기술을 발표한 바 있다. 이처럼 기존 네이버의 방향성은 웹툰 작가들의 반복적이고 고된 노동을 줄이는 기술 개발에 집중되어 있었다. 그러나 이미지 생성 AI가 가져올 변화는 소비자 반응이 포착되는 웹소설의 웹툰화 같이, 기존에는 원화가 스케줄에 맞추기 위해 제작이 지연되었던 등의 문제를 해결해줄 수 있다.

콘텐츠 사업 수익성의 핵심요소는 OSMU다. 생성 AI 기술이 접목되며 콘텐츠 생산 속도가 개선된다면 다음 성장 동력이 될 수 있을 것이다.

그림13 AI 생성을 논란 일었던 웹소설 표지



자료: 머니투데이 'AI 표지' 웹소설계 발칵 뒤집었다.."도둑질로 만든 그림

그림14 네이버 AI 실사 자동 웹툰화, 웹툰미



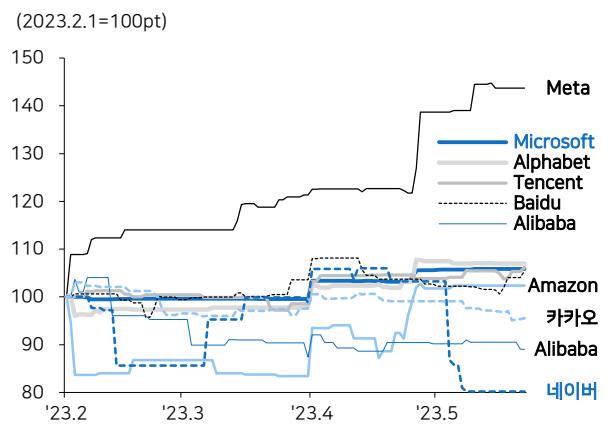
자료: 네이버 Webtoon Me

[결론] Platform

하반기 플랫폼 사업자들의 주요 사업부 내 큰 변화가 아직 포착되지는 않았다. 다만 글로벌 빅테크에 대한 투자자 관심이 생성 AI 도입에 따른 기존 비즈니스 지위 변화에 맞춰져 주가 등락을 결정하며, 미중 플랫폼 주가 디커플링이 이에 해당한다. 수익화까지 시간이 소요되더라도 기술 선점 확보가 중요해진 시점인 만큼 투자 비용을 자산화하며 표면 벤류에이션은 높은 수준을 이어갈 것으로 전망한다.

네이버는 1) 국지적/가변적 원천 데이터 확보에 기반하여 검색 시장에서의 우위를 유지할 것이며, 2) 커머스 중심의 B2B 클라우드를 라인-야후재팬으로 확대하며 대응할 것으로 예상된다. 신기술 등장에 따라 기업별로 우위가 변하는 시기다. 준비된 사업자가 우위를 점하는 시기로 네이버 outperform 지속을 예상한다.

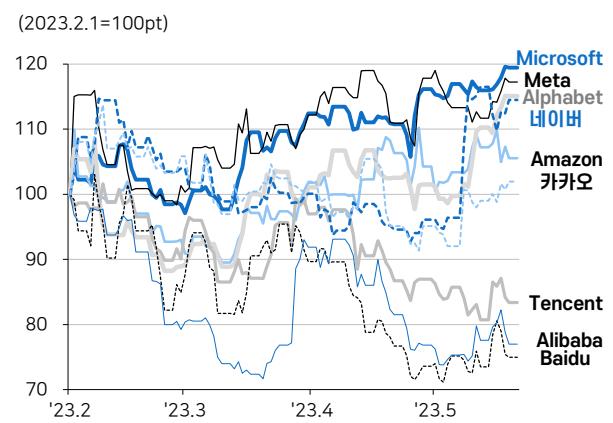
그림15 메타 제외 시 EPS 큰 증가 없었지만



주: 2023.2.1 EPS를 100pt로 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 신기술 대응 가능 업체 중심으로 벤류에이션 확대 중



주: 2023.2.1 12M Fwd PER을 100pt로 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 Game 새 시장, 새 기술

1Q23 Review

1) 중국 판호

1분기 게임주의 주가 흐름 주요 변수는 1) 중국 판호와 2) 단기 실적이었다. 지난 12월 이후 월 1회 수준의 판호 발급이 이루어지며, 분기 1회 간격으로 외자 판호가 발급되고 있다. 지난 1월 발간된 <달라진 환경, 달라져야 할 전략>을 통해 당사는 중국의 외자 판호 발급이 지속될 것으로 전망한 바 있다. 이는 1) 중국 정부의 플랫폼 고용 촉진 의도, 2) 중국 내 배기 정책으로써 미디어/게임 등 엔터테인먼트 산업의 적합성, 3) 강화된 중국 게임 산업의 경쟁력에 따른 자국 산업 보호 명분 악화, 그리고 4) 오는 9월 항저우 아시안 게임에 근거한다.

2) 1분기 실적: key는 중국

1Q 게임사의 눈높이가 전반적으로 낮아진 데 반해 크래프톤의 방어가 눈에 띄었는데, 이는 중국 호조의 영향으로 추정된다. 중국 빅테크 고용 축소에 따른 높아진 실업률을 낮추기 위해, 시진핑 주석은 지난 12월 경제공작회의에서 '중국 빅테크 규제 완화가 임시적이 아닌 장구(長驅)의 변화'일 것임을 공식화했다. 이후 중국 게임 업체들의 수익화 드라이브가 본격적으로 가동되기 시작했다.

실제 1분기 다수의 구작 게임들이 중국에서 높은 실적을 기록했다. 텐센트는 2022년 중국 게임 분기 매출이 역성장을 이어온 바 있으나 1분기 6% YoY 증가하며 반등에 성공했다. 넥슨 또한 <던전 앤 파이터> 성과로 신작 없이도 1Q23 중국 매출은 현지화 기준 39% YoY 증가했으며, 이에 관해 정부 규제 완화 이후 지난 4분기부터 수익화를 위한 조치를 다수 취한 덕분이라고 밝혔다.

그림17 텐센트 domestic game sales

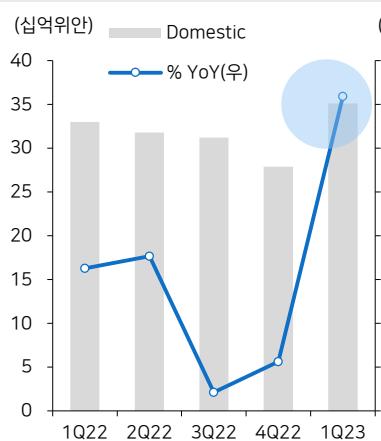


그림18 크래프톤 Tencent 수취 수익

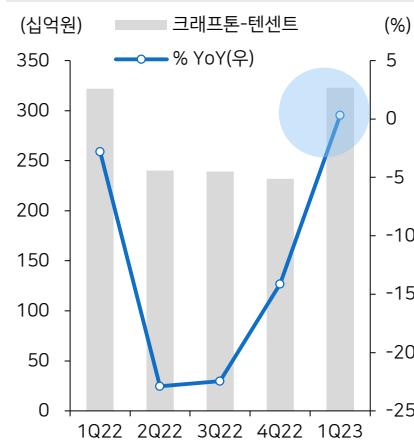
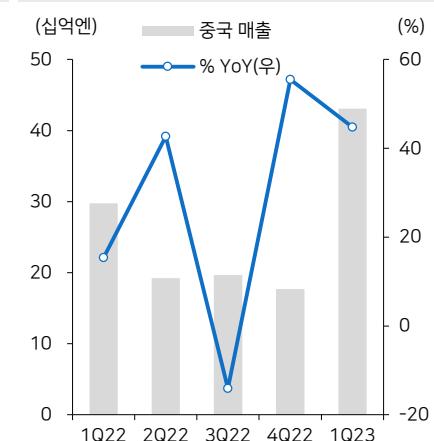


그림19 넥슨 1Q23 중국 매출 YoY +45%



자료: 텐센트, 메리츠증권 리서치센터

자료: 크래프톤, 메리츠증권 리서치센터

자료: 넥슨, 메리츠증권 리서치센터

국내/중국 모두 2분기 이후 신작 출시 본격화

2023년 중국 게임 시장은 정부 규제 완화로 연간 호조세를 이어갈 것으로 추정된다. 그러나 12월 이후 판호가 다수 발급된 만큼 마케팅 전략 등 정비 기간을 거치고 2분기 이후 출시를 본격화하고 있어 1분기 구작에 집중되었던 중국 게임 시장 또한 신작으로 바통터치 하는 사이클이 예상된다. 넥슨은 1Q <던전 앤 파이터> 출점 효과가 컸지만 4월 ARPPU와 PU가 전년 동기 대비 소폭 감소세라고 밝혔으며 이에 기반해 2Q 중국 매출 전망을 보수적으로 제시했다.

2분기 이후 국내/중국 모두 모바일 신작 출시가 본격화되며 매출 순위의 세대 교체가 예견되는 상황이다. 이미 국내에서는 <아키에이지 워>, <나이트크로우>, <붕괴> 등이 출시되며 기존 게임의 매출 변화가 포착되고 있으며 중국도 이와 같은 국내 흐름을 한 템포 늦게 쫓을 것으로 예상된다.

표2 중국 신작 출시 내역

날짜	플랫폼	게임	펴블리셔
02월 23일	PC/모바일	언던	텐센트
03월 10일	PC/모바일	디스라이트	릴리스 게임즈
03월 16일	모바일	에이스 레이서	넷이즈
3/31 사전예약	모바일	블루 아카이브	상하리 로밍스타
04월 18일	모바일	메탈슬러그: 각성	텐센트
04월 20일	모바일	워패스	릴리스 게임즈
4/24 CBT	모바일	명조: 워더링 웨이브	쿠로게임즈
04월 26일	모바일	붕괴: 스타레일	미호요
05월 04일	모바일	소울랜드: 세컨드 커밍	세븐로드
5/19 CBT	모바일	쿠키런 킹덤	창유, 텐센트
5/18 결제테스트	모바일	삼국주장록	넷이즈
5/24 베타테스트	PC/모바일	애쉬 에코즈	텐센트
5/30 테스트	모바일	일곱개의 대죄	텐센트
6/8 테스트 시작	PC/모바일	타리스랜드	텐센트
06월 20일	모바일	에픽세븐	즈룽게임
06월 28일	모바일	A3: 스틸얼라이브	넥스트조이
06월 30일	모바일	저스티스 모바일	넷이즈
6월 공동테스트	모바일	제2의 나라	텐센트
7월 CBT	PC/모바일	미션 제로	넷이즈
7월 CBT	PC/모바일	Ashfall	넷이즈
3Q23	PC	로스트아크	텐센트
4Q23	모바일	메이플스토리: 단풍전선	텐센트
4Q23	PC	Once Human	넷이즈

자료: 언론 보도자료를 메리츠증권 리서치센터에서 정리

표3 국내 신작 출시 내역

날짜	게임	플랫폼	장르
23.01.05	에버소울	모바일	RPG
23.01.05	라그나로크X	모바일	MMORPG
23.01.11	데블M	PC/콘솔, 모바일	MMORPG
23.03.21	아키에이지 워	PC/모바일	MMORPG
23.03.30	프라시아 전기	PC/모바일	MMORPG
23.04.26	붕괴: 스타레일	모바일	RPG
23.04.27	나이트 크로우	PC/모바일	MMORPG
23.06.06	디아블로4	PC/콘솔	RPG
23.06	제노니아	PC/모바일	MMORPG
2Q23	그랜드크로스	PC, 모바일	전략
2Q23	신의 탑: 새로운 세계	모바일	RPG
23.08	P의 거짓	PC/콘솔	RPG
3Q23	원탁의 기사	모바일	SRPG
3Q23	아레스:라이즈 오브 가디언즈	PC/모바일	MMORPG
4Q23	TL	PC/콘솔	MMORPG
4Q23	가디스 오더	모바일	RPG
4Q23	나 혼자만 레벨업: 어라이즈	PC, 모바일	RPG
4Q23	아스달 연대기	PC, 모바일	MMORPG
4Q23	세븐나이츠 키우기	모바일	RPG
2023	블레이드 앤 소울 S	모바일	RPG
2023	파라곤: 디 오버 프라임	PC, 콘솔	TPS MOBA
2023	하이프스퀘어	PC	액션 배틀
2023	모두의마블2 (한국/일본)	PC, 모바일	캐주얼

자료: 메리츠증권 리서치센터

새로운 세대의 승기를 잡기 위해서는 글로벌 타깃의 신작이 필요하다고 판단된다. 국내 모바일 MMORPG와 같은 성숙 시장에 집중된 신작보다는 같은 MMORPG 장르라도 글로벌 진출을 타깃하는 등 변경된 전략이 필요해 보인다. 지난 3월 9일 컴투스는 <서머너즈 워: 크로니클> 글로벌 서비스를 시작했는데, 스팀 종합 매출 순위 Top 5까지 오르는 등 투자자 예상을 상회하는 성과를 달성했다. 하지만 1분기 실적발표 중 5월 첫째주 일매출은 6~7억원을 유지하고 있다고 발표해 당일 컴투스 주가는 5.4% 하락하기도 했다.

<로스트 아크> 개발사인 스마일게이트알파지는 2022년 해외 매출 1,774억원을 기록하며 2021년 100억원 대비 크게 증가했다. 1Q22 아마존게임즈 퍼블리싱을 통해 스팀 플랫폼에 입성했는데 이에 따른 해외 매출 증가 효과에 기인한다. 퍼블리싱 수익 배분 비율을 30%로 가정 시 해외 총 매출은 5천억원에 달할 것으로 추정되며 이는 동기간 국내 매출과 맞먹는 수치이다. 이를 통해 모바일 대비 서구권 게임에 선호도가 높은 PC/콘솔 글로벌 출시를 통한 재무적 성과가 기존 국내 출시 대비 얼마나 확대될 수 있는지 가늠해 볼 수 있다.

그림20 4/7 스팀 세계 종합 매출 Top5까지 올랐던
<서머너즈워: 크로니클>

Top Currently Global Selling Steam Games		
	Most Played Games	Most Wished Games
Show	100	entries. Hold Shift to sort multiple columns.
#	Name	
#1	Counter-Strike: Global Offensive	
#2	Apex Legends	
#3	Steam Deck	
#4	Resident Evil 4	
#5	Summoners War: Chronicles	
#6	EA SPORTS™ FIFA 23	
#7	DREDGE	

자료: Steam

표4 스마일게이트알파지 재무제표

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
영업수익	14.5	79.6	83.5	489.8	737
국내				479.8	559.6
해외				10	177.4
영업비용	53.7	75.2	76.7	201.3	372.8
인건비	26.7	32.7	39.3	97.2	216.3
주식보상비	0.7	0.8	0.8	0.7	19.6
지급수수료	7.7	18	15.7	78.7	104.2
광고선전비	5.6	5.7	2.6	5.8	7.3
상각비	1.3	2.7	1.9	3	3.8
영업이익	-39.2	4.3	6.8	288.6	364.1

자료: 스마일게이트알파지, 메리츠증권 리서치센터

하반기, 글로벌 타깃 PC/콘솔 신작 출시 시작

모바일 게임 시장 성장을 둔화로 2021년 이후 국내 게임사도 글로벌 타깃의 게임 개발에 본격적으로 매진하기 시작했다. 2H23 사전 마케팅을 비롯해 신작 출시가 본격화되며 theme에 맞는 업체 중심으로 본격적인 반등이 예상된다. 출시 순서는 네오위즈 <P의 거짓>, 엔씨소프트 <TL>, 펄어비스 <붉은사막>으로 예상된다. MS 게임패스 입점 계약으로 재무적 성과가 제한적인 네오위즈를 제외하면 예상을 상회하는 성과를 보일 것으로 추정한다.

표5 PC/콘솔 글로벌 출시 타깃하는 신작 리스트

게임명	P □ □ □	TL (Throne and Liberty)	□ □ □ □	□ □ □ □ □ □	□ □ □
개발사	Round 8 Studio	엔씨소프트	펄어비스	시프트업	펄어비스
퍼블리셔	네오위즈	엔씨소프트	펄어비스	소니	펄어비스
플랫폼	PC, 콘솔	PC, 콘솔	PC, 콘솔	콘솔	PC, 콘솔
출시일	23.08	23.10	2024	2024	2025

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터 전망

게임 신규 업체 상장도 다수 대기 중

2021년 크래프톤 상장 이후 잠잠했던 신규 게임사 상장도 하반기 이후 재개된다. <로스트 아크> 흥행의 주인공인 스마일게이트알피지는 최근 주관사 선정을 완료했다. <승리의 여신: 니케> 개발사 시프트업은 하반기 상장을 목표로 순조로히 진행 중이며 <스텔라 블레이드> 또한 PS 독점 출시 예정이다. 연말 북미/유럽 <오딘> 출시를 앞둔 라이온하트스튜디오는 신작 출시 직전인 2024년 상장이 예상된다. 하반기 상장 예정 2개사 모두 PC/콘솔에서 성과를 냈거나 준비 중으로 PC/콘솔에 대한 시장의 관심도를 높이는 유인이 될 것이다.

표6 상장 임박 업체들, PC/콘솔 성과 기대 높일 것

	스마일게이트알피지	시프트업	라이온하트스튜디오
대표게임			
상장 주관사	NH투자증권	NH투자증권, 한국투자증권	한국투자증권, JP Morgan
예상 상장 시기	2H23	2H23	2024
과거 투자 내역	CB: 1차('17), 2차('18) 260억원 발행 (2천억 벌류)	2022.07 구주거래(1조 벌류)	2022 카카오게임즈가 4조 벌류에 인수
출시 예정 게임		스텔라 블레이드	프로젝트C, 프로젝트S, 프로젝트Q

주: 예상 상장 시기는 당사 추정

자료: 메리츠증권 리서치센터

생성 AI를 통해 생산성 향상 기대

중장기적 측면에서, 생성 AI의 도입이 게임 산업에 큰 영향을 미칠 것으로 예상한다. 1) 비용의 혁신적 감소 및 2) 소비자의 잠재 효용을 끌어내는 양 측면 모두에서 게임 산업의 성과를 기대할 수 있기 때문이다.

개임 개발자들의 평가에 따르면, Chat GPT는 목적에 맞는 질문만 있다면 그 결과물을 게임 개발 내 '초별 코드'로 이용할 수 있는 수준이라고 한다. 오픈 AI의 기업용 API가 공개된 바로 다음주 유니티는 엔진 내 chat GPT 도입을 결정했으며, 글로벌 1위 언리얼도 AI Assistant Open AI 베타 서비스 출시 계획을 밝혔다. 게임뿐 아니라 개발자 대부분이 chat GPT가 코딩 관련 업무의 생산성 향상을 경험하고 있다. 다만 정보 유출의 문제로 금지하는 경우도 있으나 엔진 내 플러그인 서비스를 통한다면 관련 이슈 또한 해소될 것으로 기대된다.

Chat GPT의 등장 이전인 2022년 8월, 대중에게 생성 AI의 존재를 먼저 알린 것은 이미지 생성 AI 'Stable Diffusion'이다. 이미지 생성 AI는 키워드나 스케치를 기반으로 완성도 높은 이미지를 만들어 내 게임 개발에 앞서 필요한 원화 등 인간의 상상력을 결과물로 생성(표현)하는 역할을 AI가 대체할 수 있게 되었다.

2022년 출시된 <승리의 여신: 니케> 일러스트 일부에서 AI 일러스트 논란이 촉발된 시프트업의 CEO 김형태 대표는 최근 Stable diffusion 사용을 시인한 바 있다. 오른쪽 하기 일러스트 완성을 위해서는 그래픽 디자이너 한 팀이 3~4일 작업해야 하나 이미지 생성 AI는 단 몇 분만에 완성이 가능하다.

그림21 시프트업 대표의 그림체를 Stable Diffusion에 학습시킨 뒤 '제복 입은 여자들, 내려다보는 이미지를 요구하자 오른쪽 그림 자동 형성'



김형태 대표 기존 일러스트



Stable Diffusion 생성 그림

자료: 시프트업, 김형태 대표 트위터

AI가 가져올 가장 중요한 게임 산업의 변화는 소비자 효용 증가

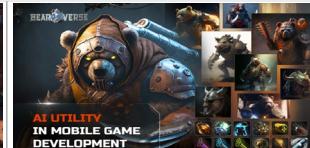
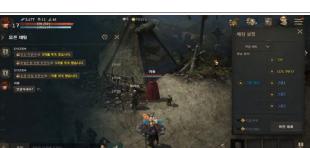
1) 소비자 자유도 증가

생성 AI의 도입으로 가장 중요한 게임 산업의 변화는 게이머의 자유도가 증가한다는 점이다. 2지 선다형과 같은 고정된 선택지에서 벗어나 게이머는 다양한 시도를 해볼 수 있고 게임 내 누릴 수 있는 즐거움이 배가되며 산업의 수요를 크게 증대시킬 수 있다. 게이머의 자유도 증가는 과거 <젤다의 전설>이 게이머들에게 오픈월드를 경험하게 해주며 산업이 크게 발전했던 것과 대적할 만한 성과를 기대할 수 있다.

2) 콘텐츠 다양성 증가

소비자의 눈높이가 높아지며 최근 국내뿐 아니라 글로벌 게임사의 신작 출시 지연 또한 빈번한 상황이다. 생성 AI의 도입으로 개발비가 크게 감소한다면 산업 콘텐츠가 풍부해지는 결과로 이어질 것이다. 산업의 병목 구간이던 개발 시간 단축 및 장르의 다변화는 산업의 신규 성장 모멘텀이 될 수 있다. 하반기 상장 예정인 시프트업을 통해 AI 도입이 적은 인력으로도 생산성을 향상시킬 수 있음을 투자자들이 경험할 수 있을 것으로 예상된다.

표7 게임사 AI 활용

			
로블록스 코딩 없이 자연어 형태로 입력하면 게임 아이템 생성 코드 작성	넷이즈 신작 Justice Online에 GPT 적용 예정 NPC 대화에 적용, 유저랑 이전에 한 대화 기억해서 더 dynamic한 대화	Lost Lore Games <Bearverse> 게임에 Midjourney 활용해 개발비 7만 달러 절감	Activision Blizzard Stable Diffusion 기반으로 한 게임 제작 드는 내부용 이미지 생성 AI '블리자드 디퓨전' 개발
			
엔씨소프트 리니지W AI번역 기능 도입 다른 유저가 채팅 입력하면 플레이하는 유저가 설정한 언어로 번역	시프트업 그래픽에 AI 사용했다는 논란 캐릭터의 손가락이 4개, 배경의 찬문이 어긋나는 등 다소 어색한 표현	크래프톤 버추얼 인플루언서 '위니' 게임과 애니메이션, 스포츠를 좋아하는 공대생 배틀그리운드 아이템 착용하거나 팬들과 소통	넷마블 버추얼 아이돌 그룹 메이브(MAVE) 1/25 싱글 앨범 '판도라의 상자' 발매, 1/28 MBC '쇼! 음악중심'에서 데뷔 무대

자료: 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

강하라 연구원

마이크로소프트, Azure government 클라우드에 오픈 AI 모델 제공 (Reuters)

지난 6월 7일, 마이크로소프트는 상업용 클라우드에 이어 자사의 정부형 클라우드 서비스인 Azure Government에 또한 오픈AI 모델을 제공할 계획을 밝혔다. 오픈AI 서비스를 활용할 예정일 정부 기관 리스트를 밝히지는 않았지만 기존 Azure Government 고객에는 미 국방부, 에너지부, NASA 등이 있다. 그 중 국방부 산하 DTIC(Defense Technical Information Center, 국방기술정보센터)는 오픈AI 모델을 실험 사용할 계획임을 밝힌 바 있다. 이는 AI 서비스 보안성 우려에 대한 절충안을 제시해 추가적인 고객 확보로 이어져 매출 성장의 동력으로 작용할 수 있을 것으로 전망된다.

마이크로소프트, 정부형 클라우드에도 AI 서비스 도입

지난 6월 7일, 마이크로소프트는 상업용 클라우드에 이어 자사의 정부형 클라우드 서비스인 Azure Government에 또한 오픈AI 모델을 제공할 계획을 밝혔다. 이는 AI 서비스 보안성 우려에 대한 절충안을 제시해 추가적인 고객 확보로 이어져 매출 성장의 동력으로 작용할 수 있을 것으로 전망된다.

美 국방기술정보센터, Azure 오픈AI 서비스 실험 사용 계획

Azure Government는 상업용 클라우드와 동일한 기술을 사용하지만 미국 연방, 주, 지방, 트라이벌 정부 및 각각의 파트너 전용 물리적으로 격리된 클라우드 환경을 구현해 정부 기관에 요구되는 보안 규정 하에서 사용이 가능하다. Azure Government에는 Chat GPT를 제외한 GPT-4, GPT-3, DALL-E 등이 제공된다. 오픈AI 서비스를 활용할 예정일 정부 기관 리스트를 밝히지는 않았지만 기존 Azure Government 고객에는 미 국방부, 에너지부, NASA 등이 있다. 그 중 국방부 산하 DTIC(Defense Technical Information Center, 국방기술정보센터)는 오픈AI 모델을 실험 사용할 계획임을 밝힌 바 있다.

그림1 마이크로소프트의 정부형 클라우드 서비스, Azure Government



자료: Microsoft Azure

오픈AI 기술 우선권 확보 후 Azure 클라우드에 도입

마이크로소프트는 2019년 오픈AI에 10억 달러를 투자했다. 이후 지난 1월 100억 달러를 추가 투자하며 오픈AI 기술의 우선권을 획득했고, Azure 클라우드에서 오픈 AI 서비스를 제공하기 시작했다. Azure에서는 현재 오픈AI의 대규모 언어모델 GPT-3/4, 챗 GPT, 이미지 생성 AI DALL-E, 코드 생성 프로그램 Codex 등이 제공되고 있다.

오픈AI 서비스 도입으로 업무

생산성 향상 경험하고 있는 기업들

이미 많은 기업들이 Azure의 오픈AI 기능을 자사 시스템에 도입하고 있다. EY는 대규모 언어 모델을 활용해 방대한 급여 컴플라이언스 데이터를 학습하고 이에 기반해 직원들의 관련 질문에 응대할 수 있는 챗봇을 구축했다. 이는 HR 직원들이 질문 응대에 소요하는 시간을 현저히 줄여 업무 생산성 향상을 경험하고 있다고 한다. 또한 온라인 중고차 판매 기업인 CarMax는 오픈AI 서비스를 이용해 데이터 요약 등의 테스크를 자동화할 수 있게 되었으며 AT&T의 IT 직원들은 오래된 코드를 최신 코드로 변경함으로써 빠른 시스템 구축이 가능하게 되었다.

표1 많은 기업들 Azure 오픈AI 서비스로 업무 생산성 향상 경험하고 있어

기업	활용 내역
EY	언어 모델 활용해 방대한 급여 컴플라이언스 데이터 학습, 직원들의 관련 질문에 응대할 수 있는 챗봇 구축
AT&T	OpenAI 서비스 사용해 IT 직원들이 추가적인 virtual machine 요구, 오래된 코드를 최신 형식으로 변경, 수동 HR 업무 자동화
Typeface	브랜드에 관한 정보, 스타일 가이드라인, 상품 정보 등을 흡수해 고객들이 몇 번의 클릭만으로 필요한 컨텐츠 생성 가능
Johnson & Johnson	Azure bot service 이용해 기술 훈련 없이도 부서와 고객들을 위한 봇 서비스 구축 가능
Nota	Azure OpenAI 서비스 사용해 작품 퍼블리싱 최적화와 텍스트 작품을 영상으로 변환하는 AI 보조 도구 SUM과 VID 개발
Swift	머신러닝과 보안 컴퓨팅 기술 활용해 모든 데이터 검토 없이도 이상 변칙 감지할 수 있는 모델 구축
CarMax	온라인 중고차 판매 기업. 오픈AI 서비스 활용해 데이터 요약 테스크 등 자동화

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 Azure에서 사용 가능한 오픈AI 모델

제품	설명
GPT-4	GPT-3.5를 개선하고 자연어와 코드를 생성할 뿐만 아니라 이해할 수 있는 모델
GPT-3	자연어를 이해하고 생성할 수 있는 모델, chat gpt
DALL-E	자연어에서 원본 이미지를 생성할 수 있는 모델
Codex	자연어를 코드로 번역하는 것을 포함해 코드를 이해하고 생성할 수 있는 모델
Embedding	기계학습 모델 및 알고리즘에서 활용되는 특수한 형식의 데이터 표현인 임베딩을 이해하고 사용할 수 있는 모델 유사성, 텍스트 검색, 코드 검색 3가지 임베딩 모델 제품군 제공

자료: Microsoft Azure, 메리츠증권 리서치센터

표3 Azure 오픈AI 서비스 주요 기능

기능	설명
새 AI 사용 사례에 대한 결과 제공	<ul style="list-style-type: none"> 미리 학습된 대규모 생성 모델에 액세스 언어, 코드, 추론 및 이해를 포함해 새로운 시나리오에 적용
사양에 맞게 AI 모델 조정	<ul style="list-style-type: none"> 특정 시나리오에 대해 레이블이 지정된 데이터로 생성 모델 지정 모델의 하이퍼 매개 변수를 조정해 출력의 정확도 상승
책임있는 AI 적용	<ul style="list-style-type: none"> 사용자의 요청 및 응답 콘텐츠 필터링하고 조정 코딩 및 언어 AI 모델이 의도한 용도로 사용되는지 확인
주요 업무용 워크로드 보안 지원	<ul style="list-style-type: none"> 역할 기반 인증 및 프라이빗 네트워크로 연결 엔터프라이즈 보안, 규정 준수 및 지역 가용성과 같은 요구사항 충족

자료: Microsoft Azure, 메리츠증권 리서치센터

AI 서비스 도입으로 빠른 속도로 고객 확보하고 있는 Azure

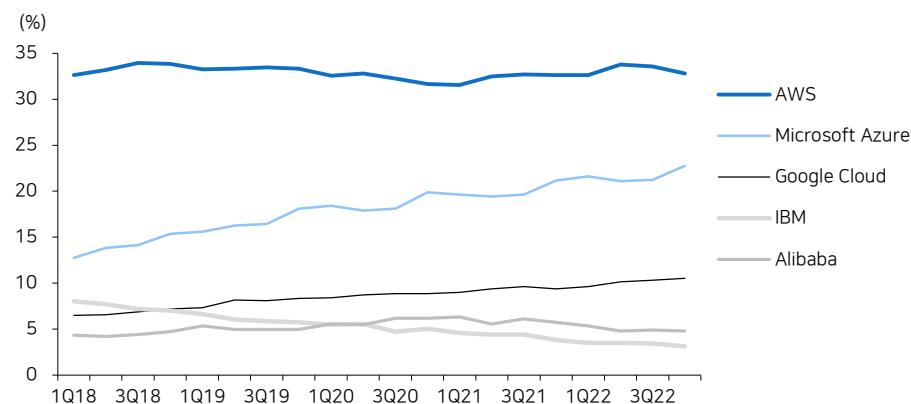
오픈AI 서비스 사용 고객 5월 말 4,500명으로 한달 만에 80% 증가

MS, 클라우드 3개사 중 가장 높은 매출 성장률 예상돼

Azure의 OpenAI 서비스는 보다 쉽게 인공지능 기술을 시스템에 접목하고자 하는 수요에 힘입어 빠른 속도로 고객을 확보하고 있다. 5월 23일 Microsoft Build 개발자 컨퍼런스를 통해 Azure 오픈AI의 고객은 4,500명이라고 밝혔는데 이는 4월 말 발표한 2,500명에서 한달 만에 80% 증가한 수치이다.

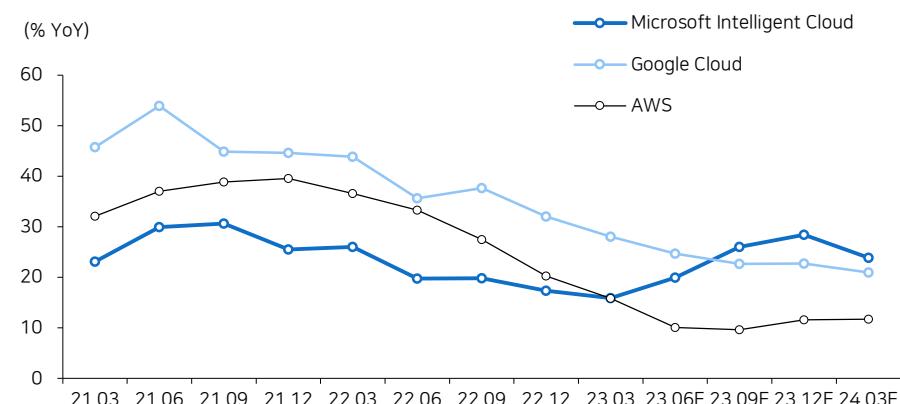
글로벌 클라우드 시장에서 가장 높은 점유율을 차지하는 업체는 아마존의 AWS로 전체 시장의 약 30%를 차지하고 있으며, 그 뒤를 마이크로소프트 Azure와 구글 클라우드가 뒤쫓고 있다. 그 중 마이크로소프트 Azure는 2018년 10% 초반 점유율에서 2022년 말 약 22%까지 빠른 성장을 보여왔다. 향후 오픈AI 서비스를 사용하는 고객의 증가세에 추가적인 점유율 상승이 가능할 것으로 예상된다. 블룸버그 컨센서스에 따르면 마이크로소프트의 클라우드 사업부 매출은 연중 20%대의 성장세를 보일 것으로 예측되며 이는 아마존, 마이크로소프트, 구글 3개사 중 가장 높은 성장률이다.

그림2 MS, 글로벌 클라우드 시장에서 점유율을 꾸준히 확대 중



자료: Synergy Research Group, 메리츠증권 리서치센터

그림3 클라우드 3개사 중 가장 높은 매출 성장률 예상되는 마이크로소프트 Azure



주: Microsoft Intelligent Cloud는 Azure와 기타 클라우드 서비스 포함

자료: Bloomberg 컨센서스, 메리츠증권 리서치센터

AI 클라우드 서비스에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있는 반면, 정보 유출 및 AI 학습에 활용될 것이라는 우려에 AI 서비스 도입을 주저하거나 회사 내에서 Chat gpt를 금지하는 경우 또한 많다. 이러한 측면에서 이번 Azure Government에 오픈AI 서비스 도입은 해당 우려에 대한 절충안을 제시할 수 있을 것으로 전망된다.

美 정부기관의 AI 서비스 도입은 AI 클라우드 안전성 확인해줄 수 있을 것

마이크로소프트는 AI 서비스 도입을 발표하며 정부용 클라우드에 제공되는 AI 모델은 일반 상업용 모델과 분리되어 있으며, 정부 기관에 요구되는 다양한 보안 규정을 지원한다고 밝혔다. 더불어 모델에 입력되는 모든 데이터는 외부로 이동되지 않으며 AI 학습에 사용되지 않음을 강조했다. 이처럼 강력한 안전성이 상업용 클라우드에 지원될 수 있음이 확인되고, 미 정부 기관 또한 사용하는 AI 서비스라는 래퍼런스가 형성된다면 그 동안 정보 유출 등의 우려로 도입을 꺼려왔던 고객 확보로 이어져 매출 성장의 동력으로 작용할 수 있을 것으로 예상된다.

원문: *Microsoft to offer OpenAI's GPT models to government cloud customers(Reuters)*