

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2024년 11월 4일 발간된

[2025년 전망 시리즈 8 - 인터넷/게임: 낮아진 성장. 플러스 알파가 필요] 임



인터넷/게임

Analyst 이효진

02. 6454-4864

hyojinlee@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 8 (해설판)

[인터넷/게임] 낮아진 성장. 플러스 알파가 필요

- ✓ 국내 플랫폼/게임 부진 이어진 지 3년차. 2021년까지 고성장 보였으나 이후 크게 둔화되었고 금리 인상되며 매력도 하락. 실적 개선 외에도 타 산업 대비 Total return에서 열위 벗어나려면 2025년 보다 적극적인 주주 환원 정책 필요
- ✓ 네이버는 홈페이지가 이끄는 DA 성장 및 AI 수익화와 비용 컨트롤로 24년 30% 이익 성장. 카카오는 자회사 매각 진행 중이나 핵심 사업 개선은 아직
- ✓ 22년 후 국내 게임 산업 부진. 시장을 키우거나(글로벌 진출) 개발 비용(시간/투여인력)을 낮춰야 함. 기존 게임 지역 확장 혹은 서구권 겨냥하는 PC/콘솔 신작으로 밸류에이션 확대 기대되는 업체 매력도 높아
- ✓ 크래프톤, 엔씨소프트, 시프트업이 현재 공개된 신작 기준으로 이에 해당. 주주 환원 적극성이 주가 매력도 추가 부양할 것

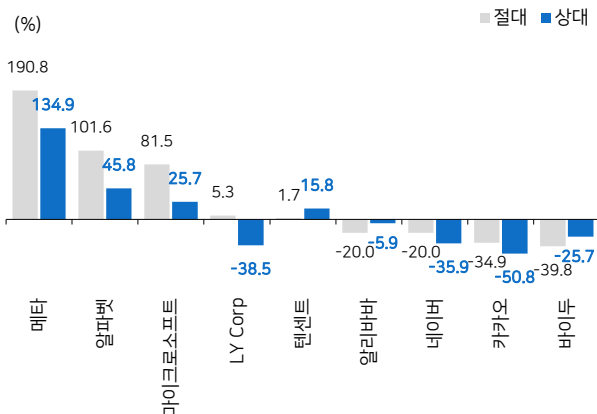
Part 1 플랫폼

2023-2024 Review

B2B 아니면 AI 활용한
알고리즘 고도화

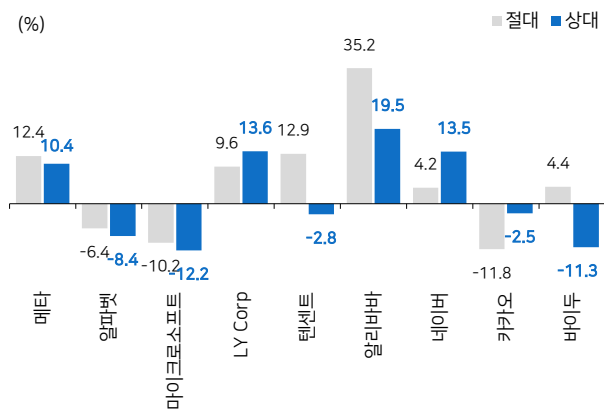
2022년 12월 오픈 AI의 chat GPT 공개 후 2023년 초까지 글로벌 플랫폼 업체들은 전반적 상승세를 기록했다. 2023년 4월부터는 AI B2B 수익이 증명된 미국 vs. 非미국 수익률이 크게 벌어졌으나 2H24에 접어들며 되돌림 장세가 시작되었다. 메타는 B2B 포지션이 없음에도 AI를 활용한 알고리즘 고도화로 높은 광고 성장률을 기록했으며, 국내에서는 네이버가 홈페이지를 도입하며 신규 광고 버짓 확보를 통해 성과가 드러나기 시작했다.

그림1 Bing Chat GPT 도입 후 미국 vs. 非미국으로 수익률 갈려



주: 2023.03.01 대비 2024.06.28 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2H24부터 되돌림 장세 시작



주: 2024.07.01 대비 2024.11.01 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. 광고: 2024, 양사 광고 성장을 차별 본격화

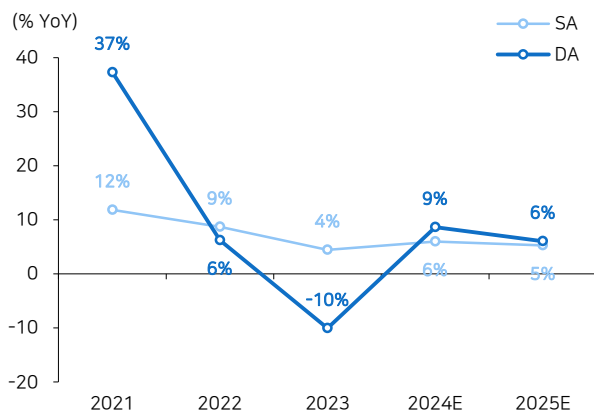
네이버

2023년 역성장을 기록했던 네이버 DA는 홈페이지 도입으로 성장률이 가속화되고 있다. 광고주 예산 내 SNS 영역을 확보한 영향으로 당분간 시장 성장률을 웃돌 것으로 보인다. 또한 SA는 '네이버지도' 내 비딩 도입이 성장을 견인하여 시장 우려와 달리 mid single 성장을 이어가고 있다.

카카오

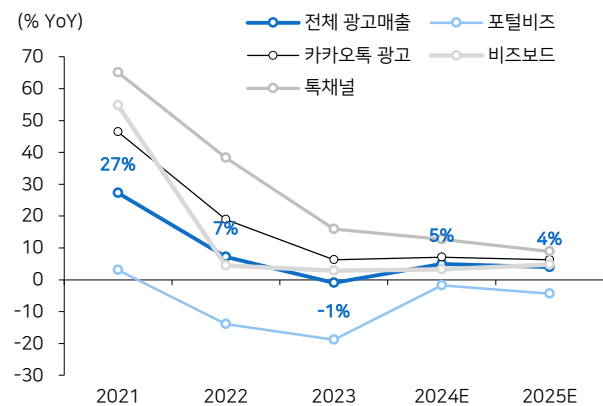
반면 카카오는 3탭을 오픈채팅으로 변경한 효과(광고 지면 확대)가 마무리되며 부진한 성장률을 기록하고 있다. 포털비즈는 트래픽 감소에 따른 구조적 부진으로 신규 광고 전략을 연말/연초에 공개 예정이다. 다만 네이버 블로그 같은 알고리즘 배열을 위한 콘텐츠 페이지가 부재하므로 홈페이지 같은 모델은 어려울 전망이다.

그림3 네이버: SA 성장률 유지 vs. 홈페이지로 DA 성장률 확대



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림4 카카오: 포털 부진 이어지고 비즈보드는 성장을 둔화



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

2. 커머스: 네이버

take rate 상승 효과 마무리
단계라면 거래액 상승 필요

네이버는 2023년 10월부터 도착 보장 및 브랜드 패키지 솔루션 거래액의 각각 1.5%, 2%를 수취하기 시작했다. 전체 거래액은 여전히 mid single로 부진하나 take rate 상승 효과로 별도 중개/판매 성장률이 강화되고 있다. 아직 네이버는 침투율을 밝힌 적이 없으나 2024년 말 기준 마무리 단계라면 성장을 위한 거래액 상승이 필요하다.

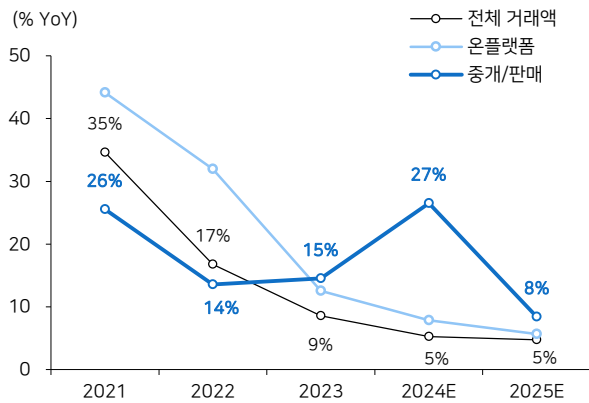
크림 수익화+비용 효율화로
2024 턴어라운드 전망

커머스 별도를 제외한 연결 법인은 크림/어뮤즈(2Q24 연결 제외)와 포시마크로 구성되어 있다. 크림은 수수료 인상으로 인한 take rate 상승 효과 및 전사적 비용 절감 노력으로 적자가 축소되기 시작했다. 특히 2023년 9월 페이머스 스튜디오를 인수하며 비용 내재화로 2024년 턴어라운드 할 것으로 추정된다. 최근 크림은 1.2조원 가치에 전환사채 발행에 성공했는데, 연결 지분율이 빠르게 낮아지고 있어 연결 제외 또한 고려해야 할 시기다.

신규 커머스 정책 발표 예정.
결과 따라 25년 성장 결정될 것

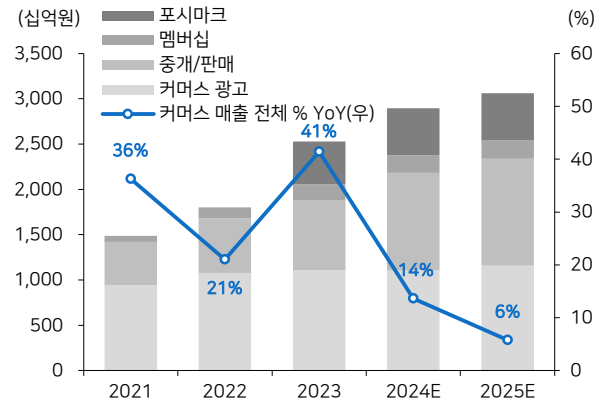
2025년 네이버 커머스 매출은 YoY 6% 증가할 것으로 전망한다. 커머스 별도 부문에서 도착보장 및 브랜드패키지 솔루션 중심의 AI B2B 수익 인식이 중요하다. 연말/연초 신규 커머스 정책이 발표될 예정으로 그 결과에 따라 2025년 성장이 결정될 것이다. 2024년 높은 이익 성장은 AI 수익화 및 커머스 자회사 적자 축소가 주요했다. 1H25까지 AI 수익화 효과로 두 자릿수 성장을 이어가겠으나 2H25 이후는 신규 정책에 따라 결정될 예정이다.

그림5 신규 AI 서비스 침투율 마무리 단계라면 2025 성장에는 거래액 상승 필수



주: 2Q24 어뮤즈 매각으로 연결 제외/자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림6 네이버 커머스 매출



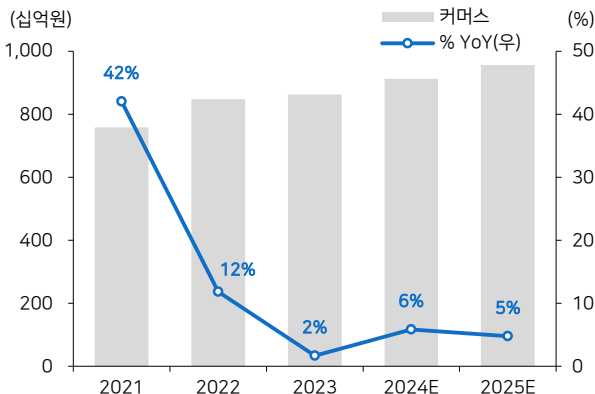
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

2. 커머스: 카카오

ASP가 이끈 성장 마무리 단계.
'나를 위한 쇼핑' 강화 정책 필요

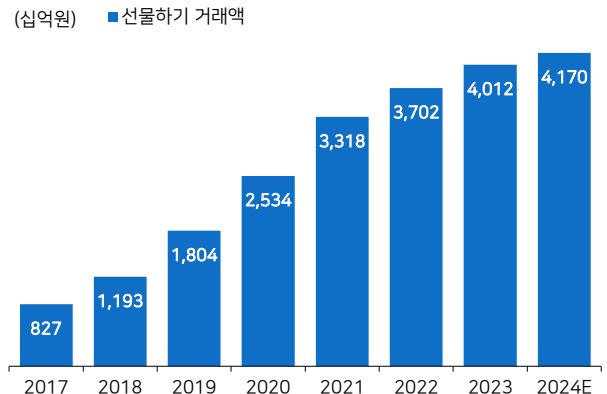
2023년 9월 카카오톡 선물하기 환불 정책이 변경되며 2024년 3월 감사보고서를 통한 2023년 실적 정정이 있었다. 기존에는 구매자의 거래 시기에 매출을 인식했으나 새로운 회계 정책에 따르면 수취인의 사용시기에 인식된다. 커머스는 주로 선물하기로 이루어져 있는데 이벤트 횟수, 참여자 증가가 2022년 마무리된 후 성장률이 둔화되고 있다. 2024년 명품 등 ASP 상승이 커머스 성장률을 견인했으나 이 또한 마무리 단계에 진입한 상황이다. 선물하기가 '타인을 위한 쇼핑'이라면 일반 커머스에 해당하는 '나를 위한 쇼핑' 성장을 위한 정책이 필요하다.

그림7 카카오 커머스 매출 성장률



주: 특비즈 광고=카카오톡 광고+커머스 임을 감안하여 역산한 수치
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림8 카카오 선물하기 거래액



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

3. 클라우드

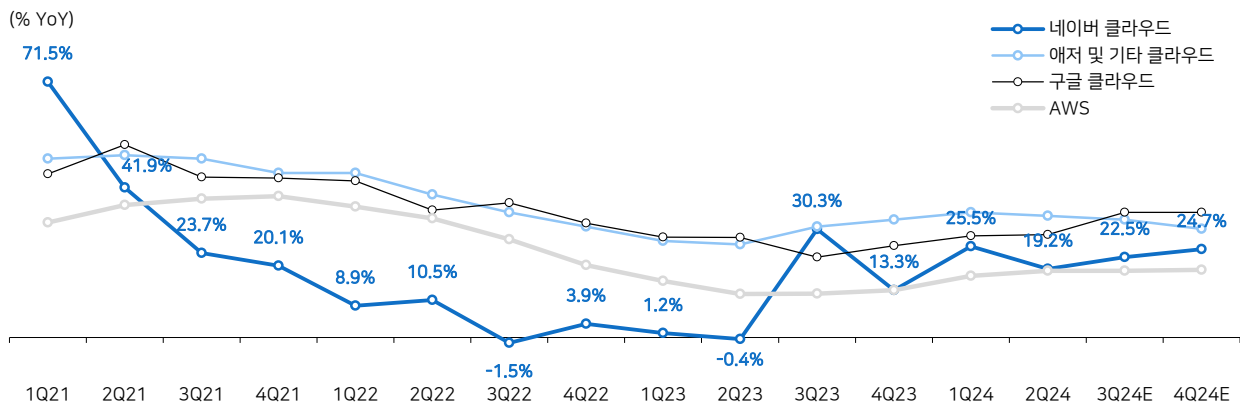
AI 수익화가 증명된 영역은 B2B

2023년 말 오픈 AI의 chat GPT 공개 후 플랫폼 산업 내에서 수익화가 증명된 영역은 B2B이다. 특히 오픈 AI 클라우드 독점 권한을 보유한 마이크로소프트는 2Q23 chat GPT 영향이 반영되며 클라우드 성장률에 영향을 주기 시작했고, 이후 3Q24에는 그 영향이 12%p까지 확대되었다. 반면 구글은 생성 AI 측면에서 B2C 중심으로 소개되며 상대적 부진을 겪고 있으며 AWS는 AI향 고객 수요 증가로 반등세에 있다.

네이버: 하이퍼클로바X 효과로 클라우드 성장 가속화

국내 사업자 중 활용도 측면에서 자체 생성 AI 서비스가 가능한 업체는 하이퍼클로바X를 보유한 네이버가 있다. 네이버는 2023년 11월 기업용 생성 AI 서비스가 가능한 '뉴로클라우드'를 소개했는데 이후 20% 전후의 성장률을 기록 중이다. 지난 5월 네이버의 발표에 따르면 3Q23 하이퍼클로바X 공개 후 계약을 체결한 기업은 2,100개 이상으로 최근 금융감독원, 미래에셋증권 등 금융업에서의 확장 가능성이 높아지고 있다. 뿐만 아니라 올해는 아람코디지털, 사우디 MOU 등 해외 수주 또한 시작되는 시기다.

그림9 2023년 11월 뉴로클라우드 수익 반영되며 2024년 네이버도 클라우드 수익 성장률 개선



주: 글로벌 3사 4Q24 수치는 블룸버그 컨센서스, 네이버 3Q/4Q24 수치는 당사 전망치 기준 / MS 애저 매출 기준 변경 3Q23부터 반영
자료: 메리츠증권 리서치센터

카카오: 탑라인 성장 위해서는 신규 서비스 호응 필요

카카오는 2H23부터 비상장 자회사를 시작으로 구조조정을 본격화하기 시작했다. 클라우드 사업에 해당하는 엔터프라이즈가 큰 규모로 이루어졌는데, 1,200명이던 직원은 현재 600명까지 감소했다. 2023년에는 비대한 인건비 슬림화에 집중했다면 2024년은 탑라인 성장 확보에 총력을 기울이고 있으나 아직 뚜렷한 결과는 보이지 않고 있다. B2B 클라우드 사업은 AI 기술 활용도가 중요한데 외부 고객을 확보하기 위해서는 풀어야 할 선제적 과제가 존재한다.

지난 10월 카카오는 <if kakao 2024> 행사를 개최했다. 소개된 서비스는 대부분 B2C 위주로 그룹사 클라우드 성장을 견인하기 위한 자율주행 등 구체화는 아직 뚜렷하게 구사되지 않았다. 관련 서비스가 이용자의 호응을 얻어야 카카오엔터프라이즈의 탑라인 성장도 탄력을 받을 수 있을 것이다.

표1 카카오 사업 구조조정 및 매각 관련 뉴스

날짜	내용
23.04	타파스엔터 국내 법인 청산하고 직원 25명 정리하고
23.06	카카오엔터 경력 10년 이상 직원 이직 프로그램 시행
23.07	엑스엘게임즈, 아키에이지 순차 서비스 종료. 개발팀 구조조정(100여명)
23.09	카카오엔터프라이즈 7월부터 구조조정. 직원 40% 감소, 1200→700명
23.10	카카오엔터프라이즈 3Q 구조조정으로 감소한 인원은 200명
23.10	카카오엔터프라이즈, 사업재편에서 업무 연속성을 미확보 구성원 희망퇴직
24.01	영유아 커뮤니케이션 플랫폼 키즈노트, 저성과자 중심 재배치(하위 10%)
24.05	메타버스 자회사 컬러버스, 폐업 절차 진행 중
24.07	크래프톤의 카카오게임즈 인수 가능성 보도 후 양사 모두 부인
24.07	뮤렉스파트너스, 카카오VX 인수 위한 협상 진행 중
24.09	경영 효율화 위해 일부 임직원 대상 권고사직
24.09	카카오게임즈, 세나테크놀로지 지분 37.5% 매각(785억원)
24.10	카카오엔터, 인도네시아 및 대만 웹툰 사업 철수
24.10	엑스엘게임즈, 아키에이지 라이브 서비스 인력 20여명 추가 구조조정

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

그림10 AI 관해 '카카오의 길'이 소개된 <if kakao 2024>



자료: 카카오

4. 콘텐츠

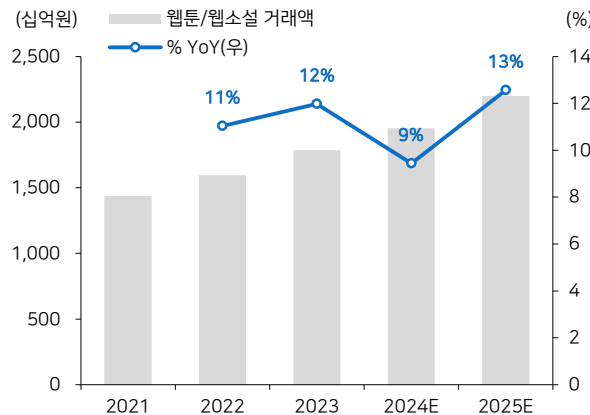
2021년 국내 플랫폼이 글로벌 대비 강세를 기록한 주요인이던 웹툰/웹소설 부문은 이후 성장률이 크게 둔화되었다.

네이버 콘텐츠

=웹툰+스노우+네이버제트

네이버웹툰은 2024년 상장 관련 일회성 비용(500~600억원 추정)을 제외하면 BEP 수준이 예상되며, 스노우는 AI 필터 사진 인기 및 서비스 수익화로 적자가 크게 감소한 상황이다. 더불어 2024년 3월 네이버제트가 외부투자자에 따른 지분을 하락으로 연결에서 제외되며 연결 콘텐츠 적자는 크게 감소할 전망이다.

그림11 네이버 웹툰/웹소설 거래액 추이



주: 네이버는 2022년 이후 순차적 총매출 인식 시작된 관계로 거래액으로 대체
 자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

표2 네이버 콘텐츠 부문 실적

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E
콘텐츠 매출	1,261.5	1,733.0	1,771.3	1,968.7
% YoY	91%	37%	2%	11%
웹툰	1,066.3	1,503.1	1,587.0	1,754.0
스노우 및 기타	195.2	229.9	184.4	214.6
콘텐츠 영업이익	-369.9	-229.5	-103.9	-5.9
% OPM	-29%	-13%	-6%	0%
웹툰	-157.1	-47.7	-64.9	17.9
스노우 및 기타	-212.8	-181.8	-39.1	-23.8

자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

네이버웹툰은 2024년 6월 나스닥에 상장되었으나 부진한 2분기 실적 발표 후 크게 하락했다. 이와 관련한 주주 소송 외에도 사업적 측면에서도 어려움은 커지고 있다. 특히 젠더 갈등 및 검열 논쟁이 격화되는 중으로 침묵형 소비자까지 적극적으로 불매에 참여하며 MAU 이탈이 가속화되고 있다.

탑라인 회복이 요원하다면 AI를 활용한 강점을 부각할 필요가 있다. 웹툰/웹소설은 노동 집약적 성격을 지니는 산업으로 생성 AI가 수익 개선에 영향을 줄 수 있기 때문에 관련 기대감은 유효하다.

그림12 웹툰 엔터테인먼트 주가

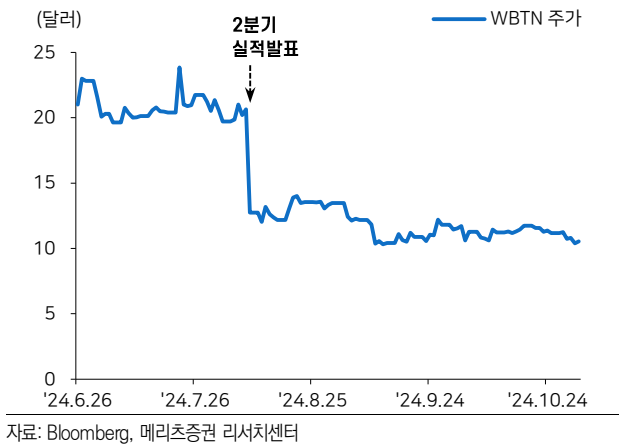
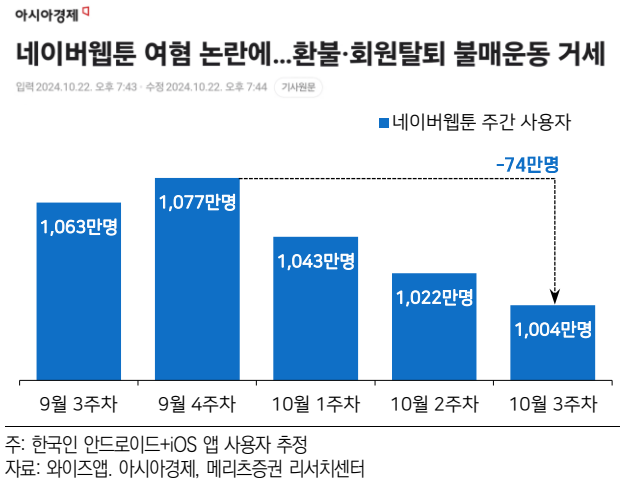


그림13 네이버웹툰 불매운동



카카오 스토리 부문 =
카카오엔터+카카오픽코마

카카오의 스토리 부문(웹툰/웹소설) 또한 2022년 이후 부진이 이어지고 있다. 픽코마는 2024년 프랑스 법인 중심의 유럽 사업을 정리 후, 연말 인도네시아에 이어 2025년에는 대만 시장 또한 철수 계획이다. 수익성이 큰 미국과 일본에 집중하려는 전략이나 최근 일본 내 마케팅에도 불구하고 거래액 성장이 포착되지 않아 핵심 시장의 성과도 낙관하기는 쉽지 않은 상황이다. 2021년에는 독점 콘텐츠의 효과가 성장을 견인했다면, 최근 문제로 지목되는 콘텐츠 소싱에서 뚜렷한 강점이 포착되지 않아 2025년 성장률 반전을 피하기는 어려울 것으로 보인다.

그림14 카카오 스토리 부문(웹툰/웹소설) 매출 추이

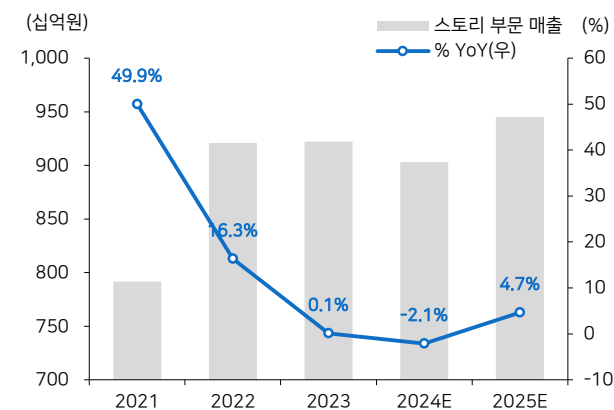
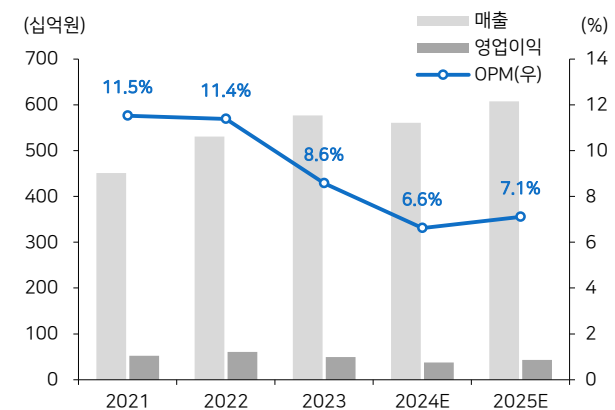


그림15 카카오픽코마 매출 및 영업이익



연결실적

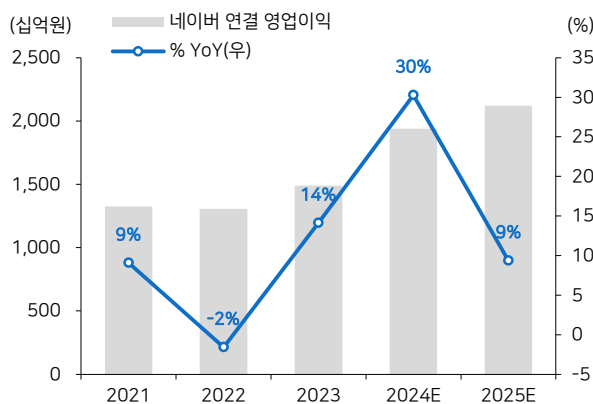
1. 매출

광고/클라우드 부문에서는 네이버의 성장률이 우세하며 카카오는 부진을 벗어날 뚜렷한 근거를 찾기 어려운 상황이다. 다만 커머스 and 콘텐츠 거래액 측면에서의 부진은 양사가 유사하다. 커머스 거래액 성장률은 네이버와 카카오 모두 mid single 수준을 기록할 것으로 예상되지만, 네이버의 경우에는 AI 수익화를 통해 매출 성장률이 거래액 성장률을 상회할 전망이다.

2. 영업이익

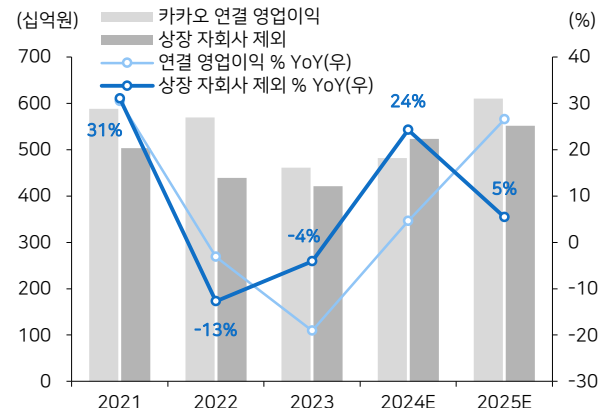
네이버는 웹툰을 제외한 대부분 사업부가 성장률이 재개됨과 함께 비용 절감 효과로 2024년 큰 폭의 이익 성장이 예상된다. 다만 커머스 침투율이 남지 않았다는 보수적 가정을 적용한 것으로 두 자릿수 성장률을 이어갈 경우 업사이드가 존재한다. 반면 카카오는 탑라인 회복이 요원한 상황에 더해 상장 자회사 중심의 부진이 이어지고 있어 2023년 구조조정 효과에도 불구하고 2025년 성장 회복을 기대할 근거가 부족하다. 신규 광고 상품 등을 공개할 예정으로 새로운 먹거리 결과가 중요해진 때다. 다만 두 업체 모두 현재 공개된 정보를 기준으로 두 자릿수 성장이 빠듯한 상황으로 판단되며, total return 제고를 위해서 주주 환원 적극도를 높여야 할 시기다.

그림16 네이버 연결 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림17 카카오 연결 영업이익 및 상장 자회사 제외 영업이익



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

성장이 안된다면 TR 확대 필요: 2025년 주주 환원 여력 좀 더 커진다

네이버, 과거 대비 적극적인 주주 환원 시작

네이버는 일부 사업부의 성장률 회복에도 불구하고 주가 부진으로 밸류에이션이 20배 미만까지 하락했다. 특히 지난 5월 라인야후 사태로 인해 해외 확장에 대한 기대가 낮아지며 투자 매력이 크게 저하된 바 있다. 투자자들의 관심도 확보를 위해서는 주주 환원이 필요한데, 최근 이전 대비 적극적인 행보를 보이고 있다. LY의 자사주 매입에 A holdings가 대응하며 3Q24 지급된 특별배당 약 7천억원의 절반인 4천억원을 자사주 매입 후 전체 소각을 결정했다. 기존 주주환원 정책 또한 2025년 여유가 확대될 것으로 전망한다. 포시마크 인수 관련 차입 및 세종 데이터센터 완공으로 지난 2년 대비 FCF 확대가 눈에 띄기 때문이다.

표3 2024.09.30 특별 주주환원 정책 발표

취득 및 소각 예정주식	2,347,500주
취득예정금액	4,012억원
취득예정기간	2024.10.02~2024.12.28
소각 예정일	2024.12.31
발행주식총수 대비 소각 예정 자사주 비중	1.50%
주주환원 재원	A-Holdings는 2024.08 LY Corp의 자사주 취득 위한 공개매수에 참여, 매각 대금 중 절반인 732억엔을 네이버 및 네이버 일본 법인에 배당 지급

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표4 2023.05 발표한 3개년 주주환원 계획

배당 규모	2개년 평균 연결 FCF의 15~30%
보유 자사주 소각	향후 3년간 매년 총 발행 주식수의 1%
보유 자사주 비율	임직원 주식보상재원 활용 위해 장기적으로 (현재 약 8% 대비) 5% 이내 수준에서 유지 계획

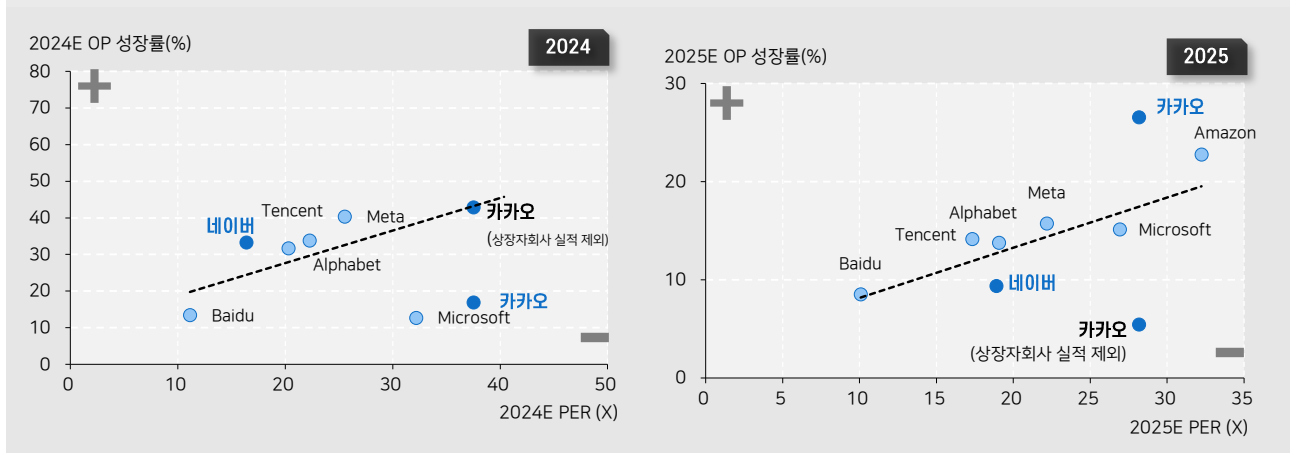
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

실적과 또 다른 이야기: 주가

네이버, 카카오 양사의 성장이 둔화되며 주가 내 매크로 요소가 미치는 영향이 더욱 커진 시기다. 2023년 4월~2024년 6월까지 미국 vs. 非미국 플랫폼의 통싷 형태였다면 7월 이후 해소되고 있는 그림이 나타나고 있다. 산업 밸류에이션 하단을 지속적으로 낮췄던 중국 플랫폼 업체들의 반등 또한 국내 플랫폼 주가에 우호적인 요소로 작용하고 있다.

2025년은 아마존을 제외한 대부분 업체들의 OP 성장률이 10%대로 수렴할 것으로 전망되고 있다. 그 중 카카오는 base 효과로 2025년 연결 기준 높은 성장을 기록할 예정이나 상장 자회사를 제외 시 성장률이 가장 부진하다. 성장률이 둔화되는 시기로 글로벌 플랫폼 수준의 주주환원이 필요한 시기다.

그림18 2024/2025 Global peer와 비교한 네이버와 카카오의 현 위치



주: 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준
 자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 플랫폼 업체들의 배당 및 자사주 취득/소각 등 주주 환원 내역										
(각국통화)		네이버	카카오	마이크로소프트	메타	아마존	알파벳	LY Corp	알리바바	바이두(ADR)
DPS	2020	402	150	2				8.9		
	2021	511	53	2.2				5.6		
	2022	914	60	2.5				5.8		
	2023	1,205	61	2.7				5.6	0.9	
	2024E	1,260	62	3.2	2		0.4	5.6	0.9	
시가배당률	2020	0.1%	0.2%	0.9%				1.4%		
	2021	0.1%	0.0%	0.7%				0.8%		
	2022	0.5%	0.1%	1.0%				1.8%		
	2023	0.5%	0.1%	0.7%				1.1%	1.3%	
	2024	0.7%	0.2%	0.8%	0.4%		0.3%	1.3%	1.0%	
자사주 취득 (천주)	2020	83		117,102	26,715		430,200			
	2021			89,888	135,562		406,520		36,596	7,168
	2022			91,333	160,778	45,500	530,164		1,009,560	2,163
	2023			51,283	92,069		527,989		897,919	5,333
	2024	2,348		20,142	65,262		292,829	489,598	632,914	
기말 발행총수 대비 비중	2020	0.1%		1.5%	1.1%		7.2%			
	2021			1.2%	5.7%		6.8%		0.2%	2.6%
	2022			1.2%	7.1%	0.4%	8.9%		4.8%	0.8%
	2023			0.7%	4.1%		8.9%		4.4%	1.9%
	2024	1.5%		0.3%	3.0%		5.0%	6.41%	3.3%	
취득 금액 (백만)	2020	0.2		22,109	6,297		31,146			
	2021			24,383	44,810		50,274		550	1,181
	2022			24,800	27,925	5,902	59,297		10,946	272
	2023			15,560	19,939		62,184		9,547	669
	2024	405,123		8,400	29,651		46,954		5,949	
자사주 소각 (천주)	2020	550								
	2021	214								
	2022									
	2023	1,640								
	2024	3,972						489,598		

주: 1. LY Corp 자사주 매입 및 소각은 도쿄 프라임 마켓 상장 기준에 따라 유통주 비중 35% 이상으로 확대시키기 위함 / 미국은 자사주 매입 후 대부분 소각

2. 2024년 DPS는 컨센서스

자료: QuantiWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 2 게임

신작보다는 기존작을 얼마나 잘 관리했느냐가 관건이었던 2024

2024년 글로벌 게임 산업 주가는 일부를 제외하면 부진했다. 2023년 말 크래프톤은 <펍지> 론도, 코나미는 <eFootball(구 위닝일레븐)> 뉴시즌 업데이트가 유저 호응을 성공적으로 이끌며 2024년 실적 성장을 견인했다. 특히 코나미는 일본 비중이 낮아지고 서구권 성과가 크게 인식되며 밸류에이션 확대 효과로 주가 상승폭이 이익 성장률을 상회했다. 텐센트도 신작 출시보다는 <펍지 모바일>과 <브롤스 타즈> 같은 기존 게임 성장세에 집중하는 모습을 보였다.

표6 국내 업체 주가 수익률

(%)		시프트업	크래프톤	엔씨소프트	넥슨 게임즈	카카오 게임즈	넷마블	펍지비즈	네오위즈
절대 수익률	1M	17.9	-2.6	13.6	-9.7	-1.4	-6.7	-4.3	-2.6
	3M	-4.7	15.2	22.3	-50.9	-10.3	-12.3	-14.2	0.7
	6M	N/A	39.2	23.2	4.8	-20.8	-0.7	15.3	-4.1
	YTD	N/A	70.3	-9.6	-5.6	-34.0	-4.3	-4.3	-21.3
	1Y	N/A	100.9	-7.7	-6.2	-26.2	43.0	-22.4	-22.9
상대 수익률	1M	19.8	-0.7	15.6	-5.1	3.2	-4.8	0.3	2.0
	3M	3.8	23.7	30.7	-40.6	0.1	-3.9	-3.8	11.1
	6M	N/A	44.8	28.8	20.9	-4.7	4.8	31.4	12.0
	YTD	N/A	75.1	-4.8	11.4	-16.9	0.5	12.8	-4.2
	1Y	N/A	90.4	-18.1	-4.8	-24.9	32.6	-21.0	-21.5

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표7 글로벌 게임 업체 주가 수익률

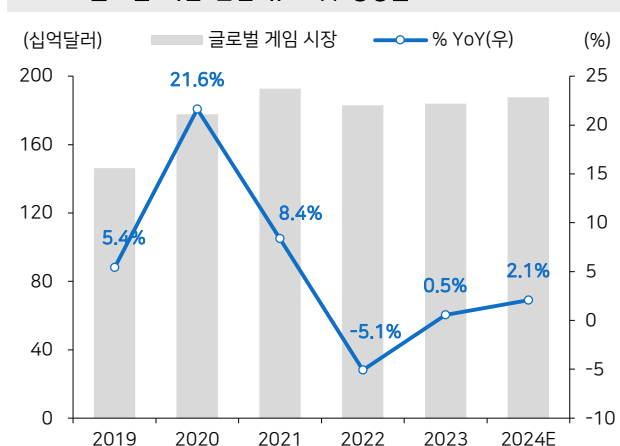
(%)		EA	Take-two	넥슨	코나미	반다이 남코	스퀘어 에닉스	캡콤	텐센트	넷이즈
절대 수익률	1M	6.3	8.8	-9.2	-5.3	-2.6	5.2	-9.2	-5.7	-17.9
	3M	1.9	12.2	-19.6	24.0	1.9	20.7	-0.3	14.7	-13.8
	6M	18.0	14.7	3.8	45.8	7.7	-0.5	16.7	20.7	-17.8
	YTD	11.4	2.8	1.6	86.6	13.2	18.2	33.4	41.3	-15.4
	1Y	22.2	22.4	-7.2	78.5	2.4	19.3	25.7	46.1	-26.3
상대 수익률	1M	4.5	7.0	-7.6	-3.7	-1.1	6.7	-7.7	-2.7	-14.9
	3M	-4.2	6.1	-19.4	24.2	2.1	20.8	-0.1	-3.8	-32.3
	6M	1.1	-2.1	4.4	46.4	8.3	0.1	17.2	5.3	-33.2
	YTD	-12.1	-20.7	-12.1	72.9	-0.5	4.4	19.7	19.2	-37.5
	1Y	-17.4	-17.2	-27.7	58.1	-18.0	-1.1	5.3	26.2	-46.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 게임 시장, 왜 더 나뉘을까?

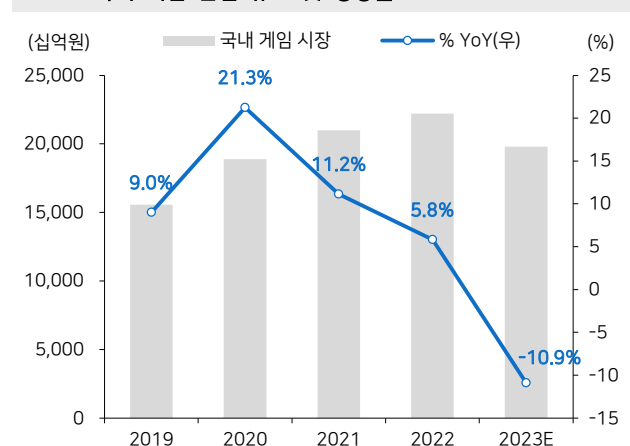
글로벌/국내 게임 산업은 코로나 기간 높은 성장 이후 부침을 겪고 있다. 2023년 글로벌 성장률은 YoY +0.5%를 기록했는데 중국 규제 완화 효과를 제외 시 역성장에 해당한다. 글로벌 전반적으로 모바일이 가장 부진한 상황 속에서, 특히 모바일 비중이 높은 국내 성장 동력이 크게 둔화되었다. 국내(좀 더 넓게 보면 아시아 일부) 모바일 중심으로 성장해 온 한국 게임 산업이 한계에 봉착한 시기다.

그림19 글로벌 게임 산업 규모 및 성장률



자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림20 국내 게임 산업 규모 및 성장률



자료: 2023 대한민국게임백서, 메리츠증권 리서치센터

플랫폼/지역별 추이

LATAM과 중동아시아/아프리카 게이머 증가세 가장 뚜렷

2022년 이후 모바일 게임 시장은 역성장 중이다. 지역 측면에서는 LATAM과 중동아시아/아프리카의 게이머 증가세가 가장 뚜렷하다. 이들 지역은 모바일 중심으로 선진 게임 시장의 모바일 감소세를 싹쓸이 지역이 일부 방어하는 모습이다. Newzoo에 따르면, 2023년 12월 중국 판호 발급이 재개되며 2024년 글로벌 모바일 게임 시장은 소폭의 성장 전환이 예상되나 유의미한 성장은 아니다. 코로나 이후 PC/콘솔 시장을 이끈 것은 서구권으로 특히 크로스 플랫폼 이용자 내 PC로의 이동이 활발하게 진행 중이다. 콘솔 exclusive 타이틀이 PC로 유입된 점 또한 게이머 이동에 영향을 미쳤을 것으로 추측된다.

인구 구성이 지역별 플레이어 성장률 갈라

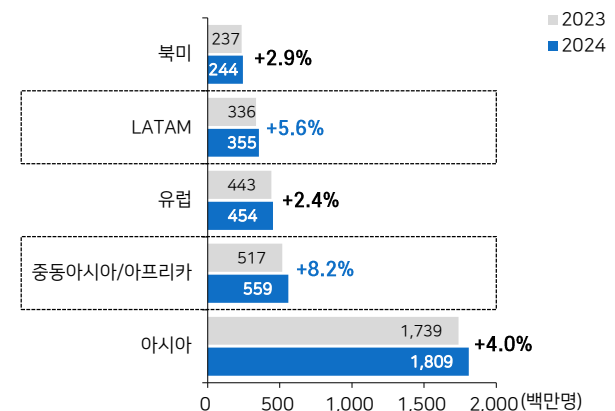
<2023 게임 이용자 실태 보고서>에 따르면 연령이 증가하며 게임 이용률이 빠르게 하락 중이다. 선진 게임 시장의 모바일 게임 유저 감소는 국내 현상과 유사한 맥락일 것이다. 동기간 국내/글로벌 모두 모바일은 감소했으나 PC/콘솔 보급이 풍부했던 유럽/미주는 단단한 방어력을 보여주었다. LATAM과 중동아시아/아프리카 게이머 증가세는 현재 모바일 중심으로 이뤄지고 있다. 그러나 중국이 그랬듯 모바일에서 PC/콘솔로 성장률이 전이될 것으로 전망한다.

표8 글로벌 게임 산업 규모 및 성장률

(십억달러)	2021	2022	2023	2024E
모바일	93.2	91.8	89.9	92.6
PC	36.7	38.8	41.5	43.2
콘솔	50.4	52.2	52.4	51.9
Total	180.3	182.8	183.9	187.7
% YoY				
모바일	7%	-2%	-2%	3%
PC	0%	6%	7%	4%
콘솔	-7%	4%	0%	-1%
Total	1%	1%	1%	2%

주: 2024년은 지난 8월 Newzoo 예측치
자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림21 2024년 지역별 게임 이용자 증가 전망치: LATAM과 중동아시아/아프리카 가장 커



자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

게임 산업 구조조정은 ing

2024년 10월 글로벌 게임 산업 해고 노동자는 누적 13,000명을 기록했는데, 2023년 같은 통계에서 해고자는 10,500명이었다. 다만 산업 내에서도 부문별 분위기는 상이한 모습을 나타내고 있다. PC/콘솔 패키지 게임 프로젝트와 모바일 중심으로 구조조정은 가파르며 기타 부문은 오히려 인원을 충원하고 있는 모습이다.

국내 게임 산업은 정규직 비중이 92%로 노동 경직성이 높아 구조조정이 다소 늦게 시작되었다. 이전에는 주로 비게임 부문에 집중해왔으나 최근 전사적으로 확대되는 양상이다.

표9 글로벌 게임사 구조조정

시기	회사	감원 규모
23.02	EA	Apex Legends QA팀 200여명 포함 800명 해고
23.05	유니티	600명(전체 직원 8%) 구조조정
23.08	EA	자회사 스튜디오 바이오웨어 50여명 해고
23.09	에픽게임즈	830명(전체 직원 16%) 구조조정
23.10	번지	100여명(전체 직원 10%) 구조 조정
23.11	아마존	게임 사업 부문 180여명 구조조정
24.01	마이크로소프트	액티비전 블리자드 포함해 게임 부문 1,900여명 감원
24.01	유니티	1,800여명(전체 직원 25%) 구조조정
24.01	라이엇게임즈	530여명(전체 직원 11%) 감원
24.02	소니	플레이스테이션 직원 900여명(전체 직원 8%) 감원
24.02	EA	670여명(전체 직원 5%) 구조조정
24.04	유비소프트	글로벌 구조조정의 일환으로 한국 지사 운영 중단
24.04	Take2	580여명(전체 직원 5%) 구조조정
24.05	스퀘어에닉스	미국/유럽 지역 퍼블리싱, IT, 인디 부문 구조조정
24.07	번지	220명(전체 직원 17%) 감원
24.08	유비소프트	미국 지사 45명 감원
24.09	마이크로소프트	엑스박스 사업부 650명 감원
24.09	액티비전	모바일 부문 400명 감원
24.10	라이엇게임즈	직원 32명 구조조정
24.10	텐센트	왕자영요 개발인력 구조조정

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

표10 국내 게임사 구조조정

시기	회사	감원 규모
23.01	넷마블 F&C	자회사 메타버스월드 인력 재배치, 수습직원 탈락
23.01	데브시스터즈	팬플랫폼 '마이쿠키런' 소속 전체 직원 40명 해고
23.02	엔씨소프트	팬덤 플랫폼 '유니버스' 매각 후 관련 인력 재배치 북미 법인 NC West 비개발 직군 중심으로 20% 해고
23.02	데브시스터즈	킹덤IP셀 10여명 인력 재배치
23.03	컴투스	권고 사직(전체 1,500여명 직원 중 3~4% 대상)
23.07	엑스엘게임즈	아키에이지 순차 서비스 종료, 개발팀 100여명 구조조정
23.07	시프트업	데스티니차일드 서비스 종료, 담당 직원 구조조정
23.11	데브시스터즈	'브릭시티' 개발 인력 감축
24.01	엔씨소프트	자회사 엔트리브소프트 폐업 및 직원 70여명 권고사직
24.01	컴투스	전사에 걸쳐 두 자릿수 인원 구조조정
24.01	넷마블	자회사 메타버스월드 70여명 구조조정
24.04	엔씨소프트	비개발, 지원 조직 대상 권고사직
24.07	위메이드플레이	자회사 플레이매치컬 구조조정 후 플레이토즈에 합병
24.08	젬시티	넷마블 자회사, 85명(전체 직원 10%) 정리해고
24.09	메타보라	카카오게임즈 자회사, 일부 임직원 대상 권고사직
24.10	엔씨소프트	개발 및 운영 포함한 전 직군 대상 구조조정
24.10	엑스엘게임즈	아키에이지 라이브 서비스 개발 인력 20여명 추가 구조조정

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

매출비용의 손상처리를 선택한 게임사들

Post 코로나로 이익 감소 3년 차임에도 뚜렷한 개선이 없자 게임 산업은 2023년에 들어 구조조정을 본격화하기 시작했다. 게이머 눈높이를 충족하기 위해 제작 기간이 늘어나며 ROIC가 하락한 것이 주 원인이다. 코로나 시기를 거치며 뒤쳐진 트렌드, 낮은 return 기대감 등으로 프로젝트 중단은 여전히 진행되고 있다. 특히 국내는 글로벌 지역 추가 확장 없이 감소를 보이는 MMORPG 모바일 게임 위주로 추가 구조조정 가능성이 높을 것이다.

표11 글로벌 게임 프로젝트 중단

시기	회사	내용
2023.10	넷마블	멀티플레이 액션 게임 '하이프스쿼드' 개발 마지막 단계에서 프로젝트 중단
2023.11	라인게임즈	루트슈터 PC 신작 '퀀텀나이즈' 프로젝트 중단
2023.12	너티독	싱글 게임에 집중하기 위해 '라이트 오브 어스' 온라인 개발 중단
2024.01	블리자드	개발 중이던 서바이벌 게임 '프로젝트 오디세이' 중단
2024.01	모장	마인크래프트 IP 기반 액션 전략게임 '마인크래프트 레전드' 개발 중단
2024.02	넥슨	민트코트에서 개발 중이던 팀 대전 액션 게임 '웨이크러너' 개발 중단
2024.02	넷마블	'파라곤: 디 오버 프라임' 1년간의 얼리 액세스 후 개발 중단
2024.02	반다이남코	3Q23 실적 발표 통해 미공개 신작 5개 취소 및 게임 개발 프로세스 전면 재검토 돌입. 관련 손상 반영하며 디지털 부문 139억엔 적자. 게임 개발의 장기화로 투자회수까지 장기화되고 있어 타이틀 엄선, 최적의 포트폴리오 구축을 위한
2024.02	텐센트	1월 아바타 IP MMORPG 신작 '아바타:레커닝' 개발 중단에 이어 외부 수수료에 대한 부담으로 '니어' IP 신작 게임 개발 또한 중단
2024.03	블리자드	팀 기반 경험에 집중하기 위해 오버워치2 PvE 콘텐츠 개발 전면 중단
2024.04	Take2	23억 달러(약 3조원) 미공개 프로젝트 손상차손 반영
2024.05	스퀘어에닉스	일부 파이프라인 개발 중단하며 221억엔(약 1,900억원) 손상차손 반영
2024.05	마이크로소프트	엑스박스 산하 스튜디오 4개 폐쇄. 아케인 오스틴, 알파독 스튜디오, 탱고 게임웍스, 라운드하우스 스튜디오가 대상
2024.05	유비소프트	운영 라인 간소화 위해 서바이벌 슈팅 게임 '더 디비전 하트랜드' 개발 취소
2024.05	소니	PS 런던 스튜디오 폐쇄, 개발 중이던 판타지 전투 게임 중단
2024.09	소니	콘코드, 출시 2주 후 온라인 서비스 종료
2024.09	Behaviour Interactive	Dead by Daylight 스피노프 '프로젝트 T' 개발 취소
2024.10	엔씨소프트	배틀크러시' 라이브, '프로젝트M', '미니버스', '도구리 어드벤처' 등 다수 프로젝트의 개발실 해체
2024.10	반다이남코	모바일게임 '테일즈 오브 더 레이즈' 중단 및 '나루토' 등 애니메이션 IP 협업 게임과 닌텐도가 의뢰한 프로젝트 등 개발 취소

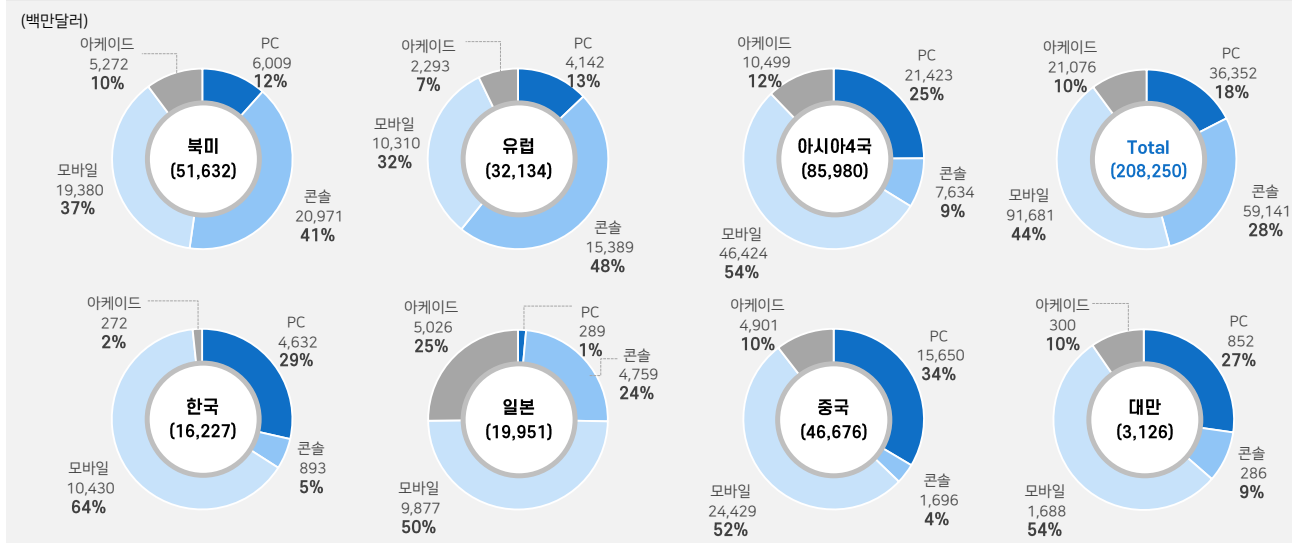
자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

시장을 키우거나 개발 비용을 낮춰야 한다

1) 시장을 키우자: 글로벌 진출

결국 방향성은 두 가지. 시장을 키우거나(글로벌 진출) 개발 비용(시간/투여인력)을 낮춰야 한다. 전자는 콘텐츠 산업 내 서구권으로 진출했던 엔터/드라마의 사례를 참고해 적극적인 플랫폼 이용이 필요하다. 특히 효율적인 마케팅을 위해 <TL>, <니케>처럼 저명한 퍼블리셔를 통한 진출이 신작 타율을 높이는 방법으로 유력하다. PC/콘솔 국내 시장은 제한적으로 글로벌 진출은 필수적이며 이는 4%(국내 모바일)에서 24% 시장으로의 확대를 의미한다.

그림22 서구권 진출의 의미: 글로벌 4% 시장에서 24% 시장으로



주: 2022년 기준. 유럽은 영국/독일/이탈리아/프랑스. 아시아4국은 한국/일본/중국/대만 합산 기준
 자료: 대한민국게임백서, 메리츠증권 리서치센터

[시장 확대] 2024 글로벌 타겟 출시된 게임의 초기 성과, 나쁘지 않다

2024년 4월 <스텔라 블레이드>가 PS5 독점이라는 핸디캡을 안고도 출시 첫 달 100만장을 넘어섰다. 이어 7월 PC/콘솔로 동시 출시된 <퍼스트 디센던트>는 출시 첫 달 스팀 최상위권을 유지한 바 있다. 패키지 게임이 앨범 초동과 같은 성격의 매출 추이를 그린다면, 라이브 서비스 게임은 연속적 수익 창출이 가능해 국내 게임사의 향후 매출원으로 자리잡을 경우 게임 산업에 대한 투자 피로도를 크게 낮출 수 있다.

다만 시즌1 업데이트 후 퍼디 지표가 빠르게 하락하며 상승분을 모두 반납했다. 최근 글로벌 <TL>이 퍼디 초기와 유사한 첫 달 성과를 기록했다. 만약 공성전 업데이트로 반등을 시도하며 시장 안착에 성공한다면 두 게임의 차이는 결국 글로벌 퍼블리셔의 네트워킹을 활용하는 것이 중요함을 가리킬 것이다.

[시장 확대]

엔터가 보여준 세계화의 길

싸이 지나 BTS에서 본격적 수익화

시작: 높아지는 국내 게임사 hit

ratio

2012년 싸이의 <강남 스타일>로 서구권의 대중적 인지도를 처음으로 확보했지만 원 히트로 기대감은 소멸되었다. 이후 2010년대 후반 BTS의 서구권 앨범 판매 및 콘서트 등 본격적인 수익 창출이 시작되며 산업 리레이팅이 진행되었다. 마찬가지로 국내 업체의 PC/콘솔 게임 hit ratio가 높아지는 구간으로 수익화 분기점에 진입했다고 판단한다. 2024년 11월~2025년 초까지 업체별 25/26 신작 라인업이 공개될 예정이다. 글로벌 PC/콘솔 신작을 준비한 업체 중심의 기회가 여전히 가장 클 것이며 <TL>과 <니케>처럼 퍼블리셔를 적극적으로 활용해 초기 신작 타율을 높이는 업체가 시장 선점에 유리할 전망이다.

표12 콘텐츠 소산업(엔터/미디어/게임) 연도별 집중 타깃 지역

현재	글로벌화 성공		내수 집중	
	엔터	드라마	게임	영화
~2015	중국이 가장 중요했던 시기			
2016	THAAD			
2017	 방탄, 미국수상 → SM, YG, JYP Valuation 상승 ↓	 Asia 진출/<킹덤> → 국내 드라마 수요 ↑ → Valuation 상승 ↓	내수 시장에 특화된 BM으로 진화 ↓	
2018				
2019				
2020				
2021				
2022				
2023~	북미/유럽 등 서구권 시장 내 K-POP 안착 성공	<오징어 게임> 비영여권 최초 예미상 6관왕 석권	위기	
지난 5년간 산업변화	글로벌 PC/콘솔 시장 진입기		위기	
	<ul style="list-style-type: none">중국시장 달했으나 유튜브로 북미/유럽 등 신시장 개척에 성공지난 5년간 상위 5개사 기준 앨범판매량 6배 증가	<ul style="list-style-type: none">중국 판권 시장 달했지만 NFX 아시아 진출로 국내 드라마 판권시장 더 큰 규모로 성장평균 드라마 판권 가격 5년간 3.4배 증가	<ul style="list-style-type: none">리니지 라이크류 인기로 국내를 비롯 대만/일본 등 인접국 위주 성장, 최근은 거의 국내<P의 거짓> 시작으로 글로벌 반응 포착되는 게임 레코드 쌓이는 중	<ul style="list-style-type: none">일부 예술 영화, 국제 영화 시상작 제외, 대부분 수익이 국내 Box Office 통해 창출되는 구조영화 제작 인력 상당수가 드라마 산업으로 이동/흡수된 상황

자료: 메리츠증권 리서치센터

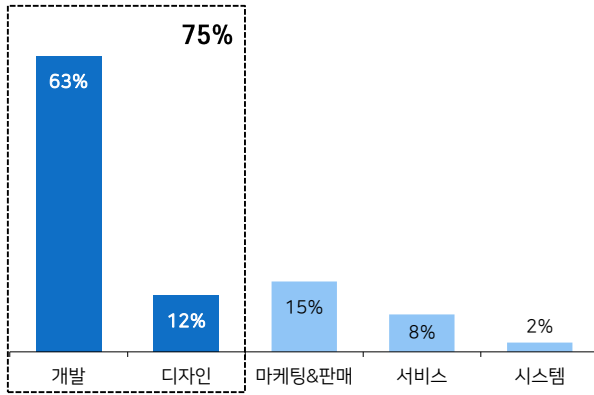
[개발 비용 절감] AI를 개발에 적극 도입하기 시작한 EA

게임 산업의 비용은 대부분 인건비로 특히 실제 개발 기간 내 그래픽에 많은 자원(인력/시간)이 소요되고 있다. 국내 게임사 내 개발/디자인 인력 비중은 75%에 달한다.

2) 개발 비용을 낮추자: EA

EA는 최근 게임 개발 내 인공지능을 적극적으로 활용하고 있다. EA의 CEO는 FC 시리즈를 예로 들며 "AI를 통해 개발팀이 게임 내 축구 경기장을 더 빠르게 만들고 다양한 애니메이션을 만들 수 있다."라고 언급하며 경기장을 만드는 시간이 기존 6개월에서 6주로 줄었다고 발표했다. 또한 이후에도 지속적인 단축이 예상되며 개발 과정의 50%가 AI의 영향을 받을 것이라고 전망한 바 있다. 그 중 최근 출시된 <칼리지 풋볼 25>에서는 134개 학교의 수많은 팀을 게임으로 옮기는 데 AI 툴을 활용해 빠른 시간 내 구현이 가능했다고 밝혔다.

그림23 게임 개발/퍼블리싱 사업체 내 직원 비율:
개발/디자인 전체 75%에 달해



주: 게임 제작 및 배급 관련 국내 업무 종사자 직종별 구성비
자료: 2023 대한민국게임백서, 메리츠증권 리서치센터

그림24 AI 툴을 통해 개발 내 양적 부담감 크게 줄인
EA의 풋볼 신작들



자료: EA

[개발 비용 절감] 시프트업은 그래픽, 크래프톤은 스토리에 AI 도입 중

2) 개발 비용을 낮추자: 국내

그래픽 개발 부문은 생성 AI를 이용해 게임 산업 내 가장 빠른 성과 도출이 시작되는 분야이다. 2022년 출시된 <승리의 여신: 니케> 일러스트 일부에서 AI 일러스트 논란이 촉발된 시프트업의 CEO 김형태 대표는 이미지 생성 AI인 Stable Diffusion을 통해 자사 스타일 그래픽을 공개한 바 있다. 공식적으로는 여태껏 생성 AI를 개발에 활용하지 않았다고 했으나 신규 프로젝트 <위치스>에서는 적극적으로 활용될 전망이다.

크래프톤의 자회사 랠루게임즈 또한 AI를 활용한 신작 <마법소녀 루루핑>, <언커버 더 스모킹건>을 공개했다. 전자는 인력 단 3명이 한달 만에 초기 버전을 제작했는데 기존 방식대로는 세 달 가량 걸렸을 일이었다. 특히 후자는 GPT-4o를 탑재한 게임으로 이는 오픈 AI가 서비스를 공개한 지 1주만에 내놓은 성과이다. 산업 생산성 향상을 기대해 볼 만한 속도로 보여진다.

그림25 자사 그림 학습시킨 후 명령어 입력하면 시프트업
스타일 그래픽이 단숨에



자료: 김형태 대표 X

그림26 AI 활용한 크래프톤 자회사 신작들.
아직은 실험적 성격에 그림



자료: 랠루게임즈

[이슈] 비트코인에서 불어온 바람: 다시 한번 블록체인?

블록체인 사업 진행했던 업체들
주가 변동성 확대

최근 비트코인의 강세가 알트 코인으로 전이되면서 NFT, 메타버스를 vehicle로 블록체인 사업을 적극적으로 진행했던 게임 업체들의 주가 변동성이 확대되는 양상이다. 위메이드/컴투스/네오위즈를 비롯해 과거 같은 맥락으로 언급되었던 넷마블, 카카오게임즈가 이에 해당한다.

표13 2021~2024 각 사 주가 변동성 간 correlation

	위메이드	컴투스홀딩스	컴투스	네오위즈홀딩스	카카오게임즈	넷마블	크래프톤	엔씨소프트	펄어비스	네오위즈	넥슨게임즈
위메이드											
컴투스홀딩스	0.5										
컴투스	0.4	0.7									
네오위즈홀딩스	0.4	0.5	0.4								
카카오게임즈	0.4	0.4	0.5	0.3							
넷마블	0.2	0.3	0.4	0.2	0.4						
크래프톤	0.2	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3					
엔씨소프트	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4				
펄어비스	0.3	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3			
네오위즈	0.3	0.3	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3		
넥슨게임즈	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	

자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

최근 블록체인 관련 움직임은
이벤트 플레이로 접근이 유효

2021년 NFT를 중심으로 블록체인에 가장 적극적이었던 업체는 카카오게임즈를 제외하면 모두 1세대 모바일 게임사에 해당된다. 엔씨소프트를 중심으로 한 리니지 라이크의 대두로 산업 주도권을 빼앗긴 1세대 모바일 게임사들은 자연스럽게 새로운 물결에 가장 적극적으로 임했다. 그러나 NFT가 시장의 관심을 받은 지 3년, 게임의 플랫폼적 변화는 모바일에서 NFT를 중심으로 한 블록체인이 아닌 PC와 콘솔임이 증명되었다. 이에 동기간 업체들의 블록체인 사업도 정리 수준에 접어들었다. 최근 블록체인 관련 움직임은 단순 이벤트 플레이로 접근이 유효하다.

표14 국내 게임사 최근 블록체인 관련 사업 현황

회사	날짜	내용
위메이드	2024.05	블록체인 접목 게임 <미르M> 글로벌 서비스 종료
	2024.06	블록체인 지갑 '우나 월렛' 서비스 6개월만에 종료
	2024.07	메인넷 개발 자회사 라이트스케일 지분 매각 추진
컴투스	2023.09	메타버스 플랫폼 '컴투버스' 출시 한 달 만에 컴투버스 임직원 구조조정
넷마블	2024.01	메타버스 자회사 메타버스월드 전 직원 70명 권고 사직 통보, 법인 청산
카카오게임즈	2024.09	블록체인 계열사 메타보라, 보라(BORA) 창립 멤버를 포함한 임직원 권고사직
조이시티	2024.07	블록체인 자회사 트랄라랩 지분 전량 청산
데브시스터즈	2024.01	블록체인 자회사 플립필드 청산

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 정리

[주주환원]

게임 업체는 M&A 자금을 제외하면 특별하게 대규모 자금이 소요되는 경우가 없다. 인력이 개발의 주요 리소스이기 때문에 타 산업 대비 Capex 부담 또한 자유로운 편에 해당한다. 글로벌 게임 업체들은 낮아진 산업 성장 속도만큼 보유 현금을 활용한 주주 환원 정책을 확대하고 있다. 국내 게임사 중 연간 주가 수익률이 좋았던 업체들 또한 이익을 주주에게 돌려주는 업체 중심으로, 다수 업체가 연말/연초 새로운 주주환원 정책을 발표할 예정이다.

표15 게임 업체들의 배당 및 자사주 취득/소각 등 주주 환원 내역

(각국통화)		크래프톤	엔씨소프트	더블유게임즈	네오위즈	컴투스	넥슨	코나미	캡콤	반다이남코	스퀘어에닉스	EA	Take-two	넷이즈(ADR)	텐센트
DPS	2020		8,550	350		1,500	5	45	11	44	54			0.8	1.6
	2021		5,860	700		1,300	8	73	18	37	78	0.3		1.1	1.6
	2022		6,680	600		1,300	10	124	23	71	129	0.7		1.4	2.4
	2023		3,130	1,000	245	2,600	10	124	32	69	124	0.8		2.6	3.4
	2024E		2,891	1,135	227	1,857	23	161	37	76	81	0.8		2.1	4.7
시가배당률	2020		0.9%	0.6%		0.9%	0.2%	0.8%	0.7%	1.5%	0.9%			0.8%	0.3%
	2021		0.9%	1.2%		0.8%	0.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%	0.3%		1.1%	0.4%
	2022		1.5%	1.3%		2.2%	0.3%	2.1%	1.1%	2.5%	2.1%	0.6%		1.9%	0.8%
	2023		1.3%	2.1%	0.9%	5.3%	0.4%	1.7%	1.4%	2.4%	2.4%	0.6%		2.8%	1.2%
	2024		1.3%	2.1%	1.1%	4.3%	0.9%	1.2%	1.2%	2.4%	1.3%	0.5%		2.6%	1.1%
자사주취득(천주)	2020					150	1,862					5,231			
	2021		300		385	147	7,043					9,387	1,260		5,582
	2022			351	860	26	48,806					10,170		14,672	107,083
	2023	875		99	240	450	26,305					11,103			149,746
	2024	799	533		480		13,408			6,000		4,513			254,679
기말발행총수 대비 비중	2020				1.8%	1.7%	0.2%					1.8%			
	2021		1.4%			2.4%	0.8%					3.3%	1.1%		0.1%
	2022				0.5%		5.6%					3.7%		2.2%	1.1%
	2023		1.7%	3.9%	1.1%	2.2%	3.1%					4.1%			1.6%
	2024	1.2%	1.1%	0.2%	3.5%		1.6%			0.9%		1.7%			2.7%
취득 금액(백만)	2020					14,773	2,781					607			
	2021		184,926		4,591	19,834	16,032					1,300	200		2,599
	2022			16,439	24,928	1,586	132,013					1,295		1,187	33,793
	2023	167,904		4,722	9,995	12,028	77,447					1,396			48,630
	2024	199,200	102,815		9,995		37,754			17,238		604			90,558
자사주소각(천주)	2020														
	2021														
	2022														
	2023	875		184		129									
	2024	478			177										

주: 2024년 DPS는 컨센서스 / 미국은 자사주 매입 후 대부분 소각
 자료: QuantilWise, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이효진은 시프트업 기업설명회에 시프트업의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다. 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.