

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2023년 11월 2일 발간된
[2024년 전망 시리즈 7 – 인터넷/게임: NEXT AI]로
11월 2일 기준 추정치를 반영하고 있음



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

2024년 전망 시리즈 7 (해설판)

[인터넷/게임] NEXT AI

- ✓ [Platform] 글로벌 투자자들은 생성 AI의 첫 격전지를 B2B에서 찾는 중. 23년 업체들이 공개한 수익화 방안 숫자로 확인하며 AI 테마는 24년 이어질 것
- ✓ 테마, 실적 안정성에서 네이버 우위 전망. 카카오는 증익 전환 예상하나 AI 테마에서 열위. AI 성과 추가되지 않는다면 peer valuation에 기댄 흐름 보일 것
- ✓ [Game] 22년 모바일 역성장 시작되며 PC/콘솔로 성장의 축 이동. 기기 보급 확대가 주효
- ✓ 24년 출시를 믿고 비워진 포트폴리오를 채우기 좋은 시기. 산업 성장 누렸던 비상장 업체들 IPO도 산업에 온기 불어넣을 것
- ✓ MS-AB 합병 완료로 플랫폼 M&A 전쟁 재개 예상. MS는 넷플릭스를 벤치마크 삼아 구독 서비스로 게임 산업 진화하도록 투자 계획 중. 산업 변화에 유의할 때

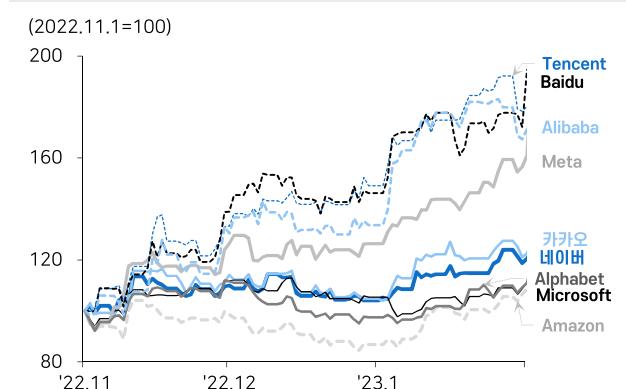
Part 1 Platform

[Theme] 2023년 플랫폼 산업의 메가 테마는 생성AI

2022년 연말 중국 플랫폼 규제 완화에 따른 실적 개선 기대감이 주가 강세를 주도했다면, 2023년은 연초 생성AI 테마가 만들어지며 미국 업체로 상승세가 번졌다. 이에 따라 국내 업체들도 peer valuation 영향으로 상승하는 모습을 보였다.

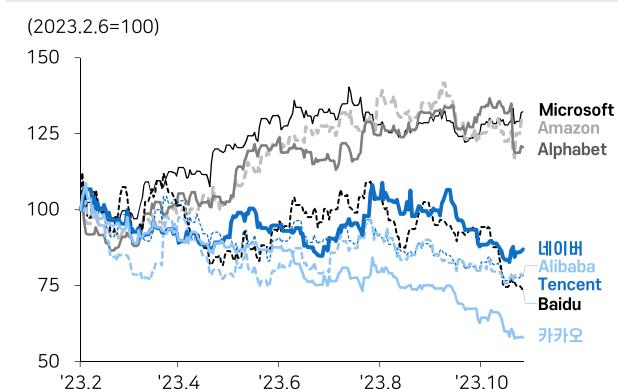
2022년 연말, chat GPT가 등장하며 2023년 투자자들의 관심은 AI로 인한 시장 개편에 집중되었고 2월 MS와 구글이 생성AI 서비스를 공개하며 업체별 이벤트 스케줄에 맞춰 이후 등락이 시작되었다. 투자자들은 성과를 확인 후 MS-구글의 대결로 결정짓고 선택과 집중하는 투자 행태를 이어왔다.

그림1 연말 중국 플랫폼 강세가 연초 미국 플랫폼으로 번져



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 투자자들은 MS-구글의 대결로 결정짓고 집중 투자



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[Theme] 3Q23 MS 서프라이즈로 AI로 투자자 시선 다시 집중

3분기 MS의 깜짝 실적 발표로 투자자들의 관심은 재차 AI로 집중되었다. MS와 구글의 주가 반응에서 보여지는 바와 같이 당분간 핵심 투자 포인트는 B2B 영역에서의 생성AI 수익화가 될 것이다.

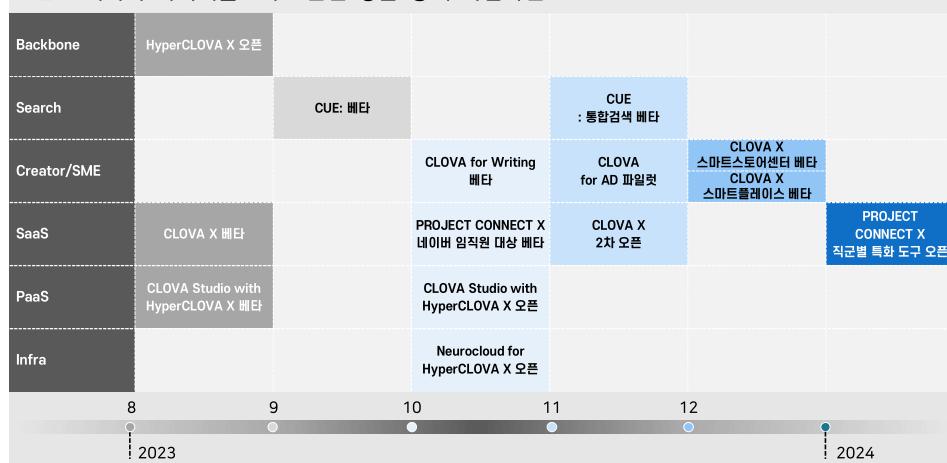
네이버가 미국 외 사업자로서는 선방했으나 8월 말 하이퍼클로바X 공개 이후 B2C 위주로 서비스가 소개되며 B2B 수익화에 대한 기대감은 제대로 반영되지 못했다. 관련 수익화는 4분기 이후 본격화될 예정이다. 반면 카카오는 연내 Ko GPT 출시를 예고했으나 일정이 공유되지 않는 상황으로 2024년으로 이연 가능성이 커졌다. B2B의 성격상 계약 규모에 비해 매출이 성장하는 속도는 상대적으로 더딜 수 있다. 이에 투자자들은 B2B 성과에 대한 구체적 지표 공유를 통해 성과에 대한 판단을 이어갈 것이다.

표1 3Q MS/Google/Amazon 실적 주요 내용(클라우드 위주)

기업	내용
MS	<ul style="list-style-type: none"> 매출과 순이익 모두 컨센서스 상회. 전 사업부 시장 점유율 추가 확보한 분기 특히 Azure 및 기타 클라우드 서비스 성장률은 29%를 기록하며 기대 상회 7월 실적발표 가이드 대비 기업의 AI 소비 관련 지출이 실제보다 빠르게 집행된 점이 클라우드 서프라이즈의 원인 이 중 3%p는 AI 서비스 도입에 따른 성과. 첫 도입이던 2Q 1%p 대비 빠른 확대 3월 말 도입된 Azure OpenAI 서비스, 현재 18,000개 기관에서 사용 중 11월 1일 마이크로소프트 365 내 코파일럿 적용 시작할 예정
	<ul style="list-style-type: none"> 매출과 순이익 모두 컨센서스 상회. 클라우드는 시장 기대 성장을 22%로 하회 3사 중 클라우드 매출 가장 작은 후발주자임에도 2분기 대비 성장을 하락 커져 AI 관련 수익화 전략에서 Bard, AI 서비스를 이용한 광고 부문 전략(AI가 접목된 새로운 서비스 경험에서 광고는 지속적으로 중요한 역할을 할 것이라고 밝히며 광고 수 증가 예상케 함) 등이 중점으로 B2B보다는 B2C에 부합한 전략 공개하며 주가 하락폭 키움
	<ul style="list-style-type: none"> 매출과 순이익 모두 컨센서스 상회. AWS 성장률은 12%로 시장 기대치 수준 신규 AWS 계약 많았으나 인식되지 못한 부분이 있었음. 워크로드의 20~50%를 AWS로 옮기는 큰 규모의 계약으로 예상보다 지연되며 3분기 반영되지 못함 AWS 3분기 마진 30.3% 달성하며 QoQ 600bp 상승. 2분기 인력 감소 및 인프라 비용, 내구재 비용, 천연가스 등 기타 에너지 가격이 QoQ 감소한 영향. 향후에도 변동성 클 것

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 하이퍼클로바X 관련 상품 공개 타임라인



자료: 네이버 DAN23, 메리츠증권 리서치센터

[실적] 1. 광고: 유의미한 광고 반등 보여주지 못한 2023

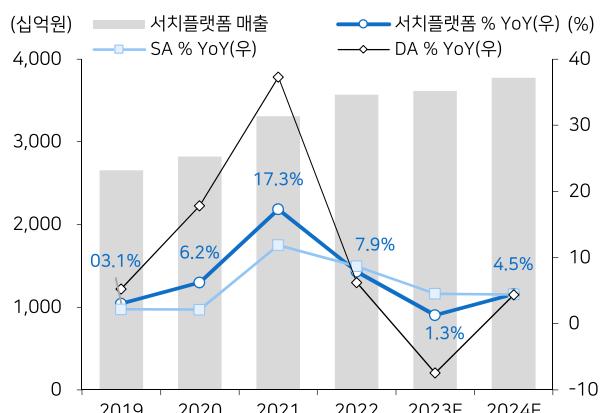
2024년 베이스 부담 사라지며
성장 재개.
다만 폭의 문제

2022년 중반부터 국내 광고 경기는 빠르게 둔화되기 시작했으며, 특히 1H22에는 선거 이벤트로 기저가 높아 1H23 양사의 광고 매출은 매우 부진했다. 2023년 네이버와 카카오의 광고는 각각 1.3%, 0.2% 성장으로 마무리할 것으로 예상한다.

네이버는 2H23 앱개편 및 기저 부담이 사라지며 DA와 SA 모두 5% 성장을 전망한다. 카카오의 포털 부진은 지속되나 톡비즈 사업부의 비즈보드 할인율 감소 및 광고 지면 확대 효과가 온기로 반영되며 6.8% 성장이 예상된다. 1H23 바텀아웃은 자명하나 개편 성과가 2024년 성장의 폭을 결정짓는 관건으로 예상된다.

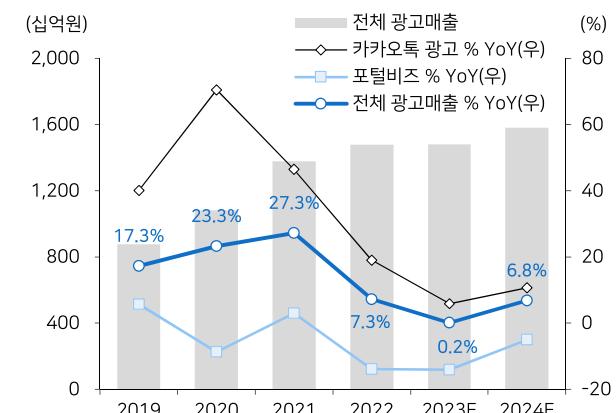
국내 사업자들의 2024년 광고 성장률은 2H23 수준을 유지하더라도 2023년 대비 높아질 것이다. 관건은 동영상 광고 등 신규 상품 성과로, 단순 신규 광고 출시 뿐만 아니라 앱의 DAU, 평균 이용 시간 등 지표 반등이 필요하다.

그림4 네이버 광고 성장률 1H23 바텀아웃, 관건은 성장의 폭



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림5 카카오 광고 성장률



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

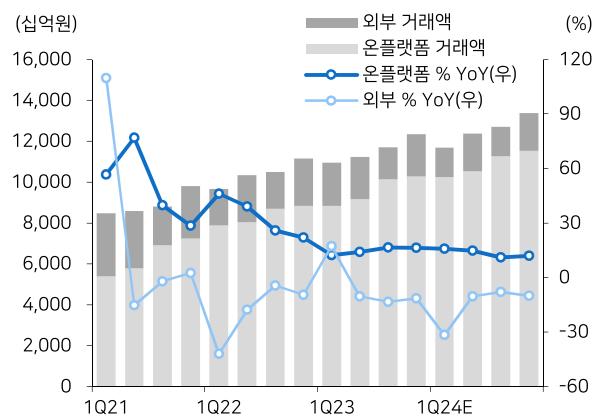
[실적] 2. 커머스: 네이버

1) 커머스 별도

커머스 성과의 중심인 거래액은 네이버에 의해 운영되는 스마트스토어 및 크림 성과와 가격 비교 중심의 외부 플랫폼 거래액으로 구성된다. 이 중 온플랫폼(스마트스토어+크림) 거래액은 2023년 15% 성장에 그치나 중개 및 판매 매출은 이를 크게 상회하는 35%를 전망한다. 이는 blended take rate 상승 효과에 기인한다.

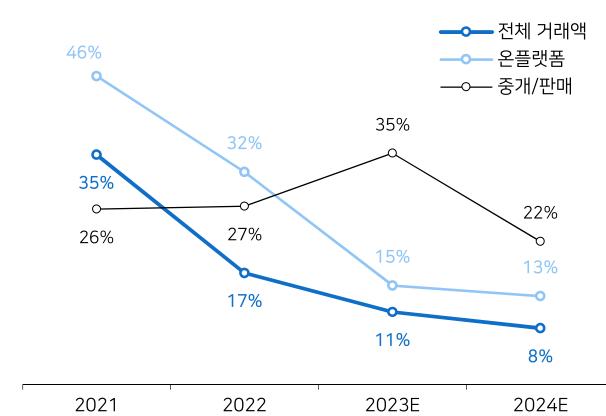
2024년 커머스 매출 성장은 신규 서비스 수익화가 이끌 것으로 판단한다. 네이버는 10/5부터 1) 도착 보장 및 2) 브랜드 패키지 솔루션에 대해 거래액의 각각 1.5%, 2%를 수취하기 시작했다. 브랜드 패키지 솔루션은 추이를 살펴볼 필요가 있으나 도착 보장은 2024년 271억원의 신규 수익이 예상되며, 두 서비스 모두 관련 비용이 이미 반영되어 있어 대부분 이익으로 기여할 전망이다.

그림6 네이버 커머스 핵심 지표(포시마크 제외)



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림7 커머스 신규 수익화로 증개/판매 매출 고성장 이어져



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

2) 크림

크림은 2022년 860억까지 적자가 확대되며 동사의 커머스 이익 성장을 저지하는 주 요인 중 하나였다. 2022년 3% 수수료를 신규 수취하기 시작했고 이후 1H23 7%로 인상한 데 이어 현재는 최대 8%까지 구성되어 있다. 거래 수수료율 인상으로 고정비가 커버되며 2023년 관련 손실은 400억원까지 감소할 것으로 추정된다.

지난 9월 크림은 페이퍼스 스튜디오 2/3 지분(90억원)을 취득했다. 페이퍼스 스튜디오는 21/22년 영업손익 17억원/-2억원을 기록했는데 크림이 지출하던 비용이 내재화되며 관련 손익이 크게 개선될 수 있다. 2023년 페이퍼스 스튜디오 BEP를 단순 가정한다면 2024년 크림+페이퍼스 손익은 500억원으로 흑전이 예상된다.

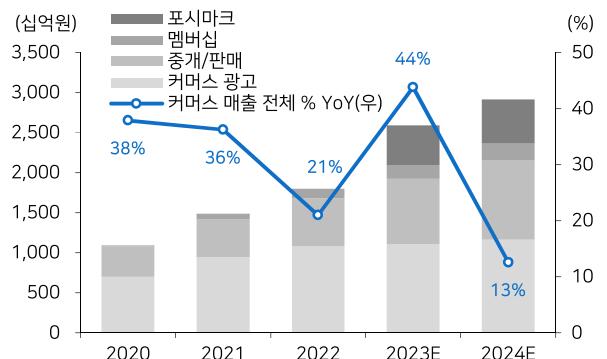
3) 포시마크

크림과 유사한 적자 규모를 기록했던 포시마크의 2022년 10월 인수 결정은 투자자들의 부담을 가중시킨 바 있다. 특히 해당 거래 이후 외국인 투자자의 비율은 현격히 감소했다. 포시마크는 네이버가 인수한 이후 주식보상비용이 제거된 것으로 추정되며 이에 비용 효율화가 더해지며 2023년 적자는 90억까지 감소될 전망이다. 동사에 따르면 2023년 미국 C2C 시장은 역성장이 예상되나 네이버의 AI 렌즈 및 쇼핑 검색 도입, 2024년 광고까지 추가된다면 2024년 소폭의 흑전을 예상한다.

커머스 연결 기준 실적 정리

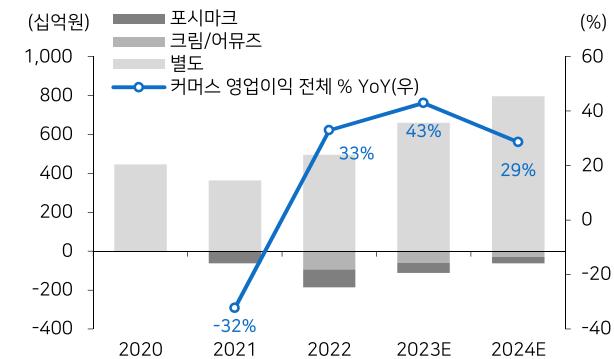
포시마크의 연결 효과로 2023년 커머스 매출은 YoY 44% 증가할 것으로 예상된다. 그 중 증개 및 판매 매출은 blended take rate 상승 및 도착보장과 브랜드 패키지 솔루션 수익화로 거래액 성장률을 상회하는 22% 성장이 예상되며, 커머스 광고 성장률은 2H23과 유사한 수준을 가정 시 2024년 5% 성장이 전망된다. 포시마크는 신규 광고 수익을 가정하였으며 거래액 7.4% 성장 가정 시 흑전을 예상한다. 2024년 커머스 전체 영업이익은 별도 부문의 신규 수익화 및 연결 적자 감소로 29% 성장을 전망한다.

그림8 커머스 매출



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림9 커머스 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

[실적] 2. 커머스: 카카오

선물하기로 성장해 온 과거.
미래 핵심은 일반 쇼핑 영역

2022년 카카오 커머스 거래액은 선물하기의 비중이 78%로 압도적인 영향력을 행사했다. 2022년 커머스 거래액 성장률은 11%까지 낮아진 데 더해 1H23 5.4%까지 하락했다. 다만 커머스 부문 매출 성장률은 1H23 23%를 기록했는데, 이는 총매출 인식 거래 비중이 증가한 덕분이다. 2024년 성장률 반전을 위해서는 이미 연간 4조원 규모로 성장한 선물하기를 제외한 일반 쇼핑 부문에서의 성장이 필요하다. 관련해 동사는 오픈채팅 내 커머스 도입 등 다방면의 쇼핑 성장을 도모했으나 현재 성과는 미진한 상황이다.

그림10 카카오 커머스 매출 성장률



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

그림11 카카오 선물하기 거래액



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

[실적] 핵심 이익인 광고+커머스 영위하는 별도

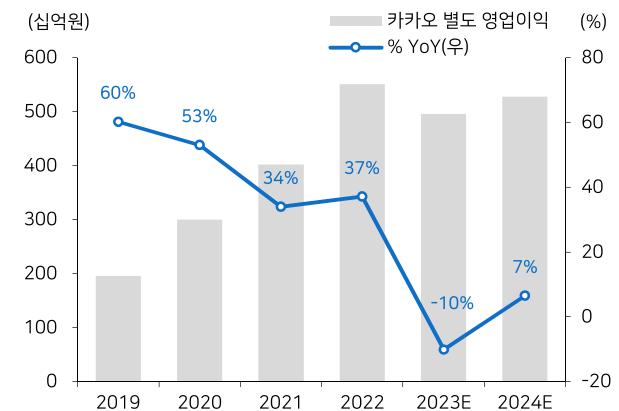
2022년 별도 이익 성장에 실패했던 네이버는 2023년 이익 성장률 반등에 성공했으며, 신규 서비스의 수익화가 10월부터 시작된 만큼 2024년 성장을 이어갈 것으로 전망한다. 반면 카카오는 2022년까지 높은 별도 이익 성장률을 기록한 바 있으나 2023년 첫 역성장이 예상된다. 2023년 톡채널 매출 성장률은 17%로 특비즈 중 가장 견조한 성장을 보였는데, 2024년 톡비즈 선전 지속 및 확장된 광고 지면 가격 정상화가 순차적으로 전개된다면 별도 이익은 2022년 수준으로의 회복이 가능하다.

그림12 네이버 별도 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림13 카카오 별도 영업이익



자료: Kakao, 메리츠증권 리서치센터 전망

[실적] 3. 신사업 1) 클라우드

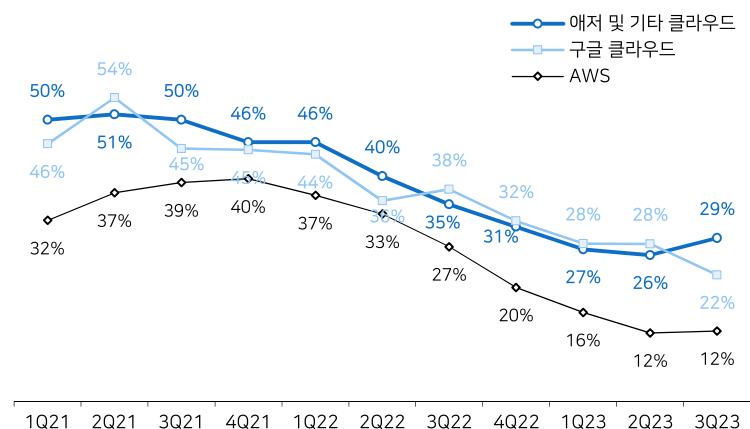
Open AI 서비스 도입 영향

빠르게 포착되는 Azure

최근 클라우드 사업의 점유율을 확보하는 데 있어 핵심은 AI 서비스를 제공하는 데 따른 변화이다. 지난 3월 말 Azure 내 Open AI 서비스가 도입되기 시작했는데 출시 이후 하루 평균 100개의 신규 고객이 유입되고 있다. 도입 첫 분기였던 2분기는 MS 클라우드 성장을 내 서비스 도입 성과가 1%p 상승시키며 영향을 미치기 시작했다고 밝혔는데, 3분기는 3%p로 확대되며 B2B 부문에서 AI의 빠른 성과를 증명했다.

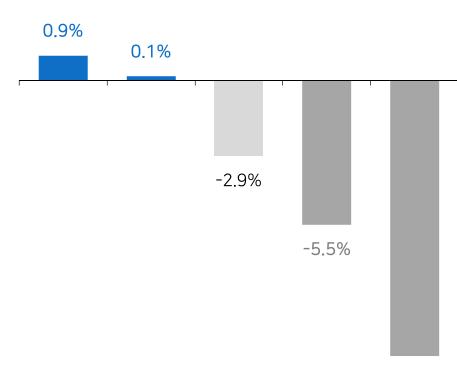
반면 구글은 생성 AI 수익화가 B2C 전략(광고) 중심으로 소개되며 3분기 클라우드 성장을 둔화를 타개할 전략이 공유되지 못하자 주가 하락 폭을 기웠다. 생성 AI 수익화 방식이 B2B 측면에서 가시성이 가장 높다고 판단한 까닭이다.

그림14 오픈AI 서비스의 클라우드 독점 권한 보유한 MS는 3분기 예상 하회, 아마존 부합, 구글 하회



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 3분기 실적 발표주 3사 주가 하락률



주: 23.10 넷째주 수익률(10/23 대비 10/27 수익률)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

저가 경쟁이 중심이던 정부 수주 사업도 AI가 중요 요소로 작용하게 될 것

그간 국내 클라우드 사업자들의 실적 성장은 정부 수주가 주요했는데, 앞으로 AI 서비스 이용을 위한 신규 고객 확보는 B2B 뿐 아니라 정부 수주 확보에도 중요한 역할을 할 것이다. 2023년 정부 예산은 크게 감소했으나 Chat GPT가 글로벌 사회에 안겨준 충격 덕분에 AI 관련 예산은 수성했다. 지난 4월 14일 과기부는 <초거대 AI 경쟁력 강화 방안>을 발표하며 2023년 3,901억원을 투입할 것이라 밝힌 바 있으며 2024년 관련 예산은 7,371억원까지 확대될 전망이다. 과거에는 공공 기관 클라우드 전환이 저가 경쟁으로 집중되었다면, 이제는 AI 기술이 수주 확보에 중요한 요소로 올라서고 있다.

표2 2024년 인공지능 관련 과기부 예산안 7,371억원

사용처	예산 규모(억원)
차세대 핵심, 원천기술	842
차세대 생성AI 기술 개발	40
복합지능 자율행동체SW 핵심 기술 개발	30
인프라 고도화	1,544
AI반도체기반 데이터센터 고도화 선도 기술 개발	75
차세대 네트워크 선도 연구 시험망 구축 운영	90
산업 활용, 혁신	4,333
AI데이터 기반 바이오 선도 기술개발	134
스마트 제조 혁신 기술 개발	437
범부처 전주기 의료기기 연구개발	550
고급 인력 양성	652
생성AI 선도 인재 양성	35
인공지능 융합 혁신 인재 양성	105

자료: 과학기술정보통신부, 메리츠증권 리서치센터

1) 네이버:

하이퍼클로바X 기반 클라우드
수익 2024 본격화 예상

NHN, 카카오, KT를 비롯한 대부분 업체는 그간 글로벌 사업자 대비 저렴한 비용을 앞세운 바 있다. 하지만 2024년 이후 해당 전략의 유효성은 더욱 떨어질 것으로 예상한다. IaaS에서 AIaaS 중심의 SaaS로 시장이 변하는 까닭이다. 국내 사업자 중 활용도 측면에서 생성 AI 서비스로 중명된 업체는 하이퍼클로바X를 보유한 네이버가 유일하다. 네이버는 지난 8월 24일 하이퍼클로바X를 공개했으며 이를 바탕으로 신규 고객 확보를 이어가고 있다. 기존 베이스가 낮았던 만큼 삼성전자를 비롯하여 관련 매출이 인식되기 시작하면 클라우드 성장률을 변동시킬 유인으로는 충분한 역할을 수행할 것이다.

표3 네이버 하이퍼클로바X 기반 서비스 도입 결정 업체

날짜	기업	AI 도입 내용
23.03.21	SK C&C	콜센터 자동화를 중심으로 금융 분야별 맞춤형 AI 서비스 모델 발굴
23.03.29	한글과컴퓨터	AI 통해 한컴오피스 기능 고도화, 하이퍼클로바X 적용한 '한컴독스 AI' 출시
23.03.29	한국관광공사	한국관광통합플랫폼 '인터넷익티브 맵' 네이버 지도를 통해 구현
23.04.04	인크로스	AI 광고, 마케팅 및 법률 서비스 개발
23.04.19	오브젠	마케팅 솔루션 기업, AI 기반 디지털전환 협력 및 공공분야 등 산업군 확대
23.05.11	한국투자증권	오브젠-네이버클라우드와 함께 증권사 특화 AI 서비스 개발
23.05.31	서울디지털재단	공공분야 데이터 기반 행정역량 향상 교육, 서울시민을 위한 교육 및 홍보
23.06.08	위뉴	헬스케어 지식 서비스 개발, 디지털 의학 지식 글로벌 유통 서비스 공동 추진
23.06.12	풀라리스오피스	풀라리스오피스 서비스에 하이퍼클로바X 접목
23.06.28	유밥	기업교육 서비스 스마트러닝에 하이퍼클로바X 도입
23.06.30	브릭메이트	차세대 기업용 솔루션 비즈니스 공동개발
23.07.03	LX한국국토정보공사	네이버랩스-네이버클라우드-LX. 디지털트윈 해외 진출 업무협약
23.07.21	유비온	맞춤형 교육 서비스 개발, 하이퍼클로바X 교육 도구 'AI 퓨터' 출시 예정
23.07.25	쏘카	AI 고객 응대 시스템 구축, 추천/예약 기능 고도화
23.08.11	클로잇	고객사 환경에 적합한 맞춤형 AI 서비스 공급
23.08.18	굿어스데이터	하이퍼클로바X 커스터마이징 통해 기업별 맞춤형 AI 서비스 제공
23.08.18	스마일게이트	업무 생산성 개선 및 게임 리소스 제작 효율화 연구 진행,
23.09.07	삼성전자 DS부문	뉴로클라우드 포 하이퍼클로바X 도입 및 12월 하이퍼클로바X 사내 출시 예정
23.10.10	경상북도교육청	학교지원 종합자료실 초대규모 AI 서비스 도입, 경북교육 디지털 전환
23.10.16	솔리드이엔지	골프 전문 AI 서비스 개발

자료: 언론을 토대로 매리츠증권 리서치센터 작성

2) 카카오:

클라우드 사업 핵심될 AI 서비스
공개가 중요

카카오는 지난 5월, 생성 AI 경쟁에 뛰어들기 위해 관련 투자를 본격화할 것이라며 전략을 선회한 바 있다. 2H23 Ko GPT 출시를 예고했으나 아직 예정 시기가 공개되지 않았고, 수익화 모델도 1차적 검색 시장(B2C)를 공략하는 만큼 당장은 클라우드 사업 부문에서의 시너지를 기대하기 어렵다. 2022년 카카오엔터프라이즈의 적자는 공격적인 인력 채용이 원인이었는데 최근 대규모 구조조정을 단행하고 있다.

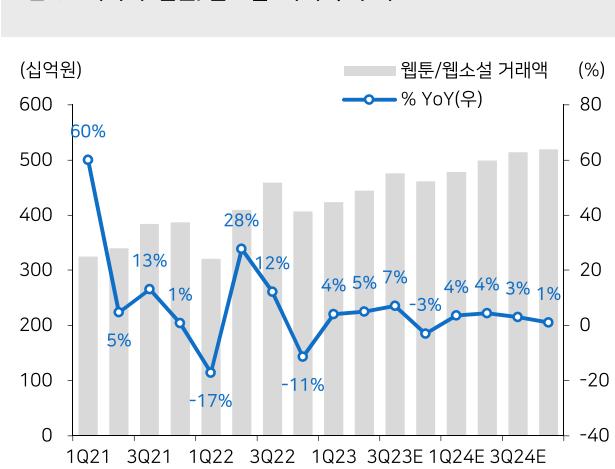
[실적] 3. 신사업 2) 컨텐츠

2H22 이후 양사의 컨텐츠 전략은 마케팅 비용 절감을 통한 이익 수성에 초점이 맞춰져 있는데, 이 중 다수가 컨텐츠 내 웹툰/웹소설 글로벌 마케팅비로 추정된다. 당사는 웹툰/웹소설 마케팅비가 2023년 관련 업체 상장에 맞춰져 증가할 것으로 예상했으나, 상장 계획이 지연되며 비용 집행 예상 시기도 이연되었다. 네이버는 일본/미국 중심으로 웹툰 거래액 반등에 성공한 것으로 보이나 카카오는 픽코마(일본) 실적만 견조했다.

1) 네이버

네이버의 2023년 컨텐츠 부문 마케팅비는 YoY 소폭으로 감소하고 있는데, 특히 웹툰 마케팅비가 핵심으로 추정된다. 2022년 네이버의 웹툰 적자는 1,400억원에 달했으나 2023년 522억원까지 감소할 전망이다. 2024년 네이버 웹툰 상장을 고려하는 만큼 마케팅비는 소폭 증가하나 매출 상승이 이를 압도하여 적자는 82억원까지 크게 줄어들 전망이다. AI 필터 사진 인기 또한 스노우 수익화에 긍정적으로 작용하고 있으며, AI를 이용한 B2C 유료화 초기 모델 성과라는 점에서 의미가 있다.

그림16 네이버 웹툰/웹소설 거래액 추이



주: 네이버는 22년 이후 순차적 총매출 인식 시작된 관계로 거래액으로 대체
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

표4 네이버 컨텐츠 적자는 웹툰 선전과 스노우 수익화 시작으로 2024년 추가 축소

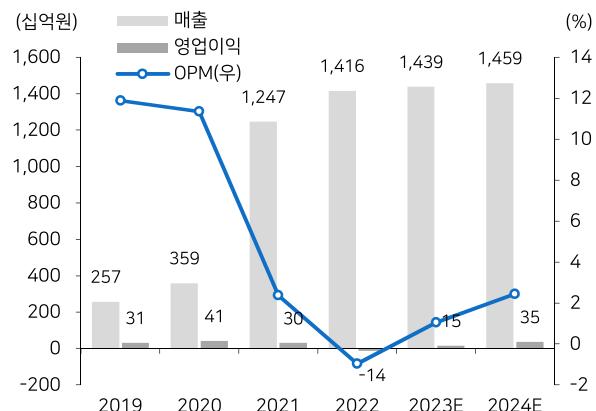
(십억원)	2022	2023E	2024E
콘텐츠 영업이익	-369.9	-237	-183.2
웹툰	-140.3	-52.2	-8.2
스노우	-229.6	-184.8	-175.0

주: 미국 졸업사진 분위기의 EPIK 'AI 이어북' 이용한 개별 인스타그램 발췌
자료: 메리츠증권 리서치센터 전망

2) 카카오

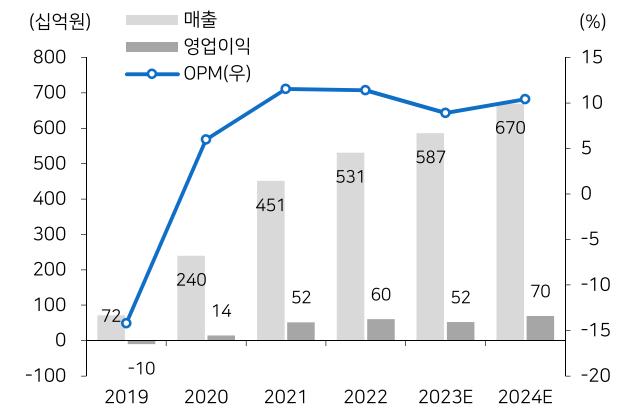
카카오의 웹툰/웹소설 실적을 책임지는 스토리 부문 매출 성장률은 1Q23 첫 역성장을 기록했다. 1H22 글로벌 마케팅에 수백억원의 비용을 집행했던 데 따른 역풍으로 동 부문의 2023년 성장률은 0%로 하락을 전망한다. 반면 2024년은 high base 부담이 낮아지고 선전 중인 일본 실적에 기반해 5%로 회복을 전망한다. 카카오픽코마는 동사가 선두주자로 견조한 성장을 이어가나 카카오엔터테인먼트의 웹툰/웹소설은 부진이 지속되고 있다. 다만 2Q23 연결 편입된 에스엠(2024년 영업이익 1,705억원 및 PPA 상각 1천억원 가정) 영향으로 중의 전환이 예상된다. 인수 과정에서 생긴 가격 조종 의혹 건은 결론까지 오랜 시간이 소요될 것이며 특수 악화 요인으로 작용할 수 있다.

그림17 카카오엔터테인먼트



주: 2023년 2분기 이후 에스엠 연결 편입. 2023년 관련 PPA 상각액 1천억원 가정
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림18 카카오픽코마

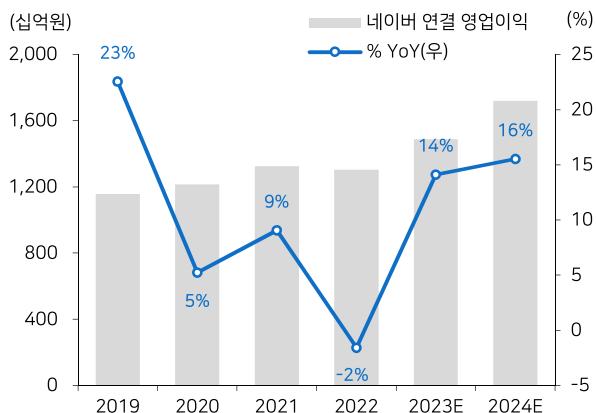


자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

[실적] 연결 기준

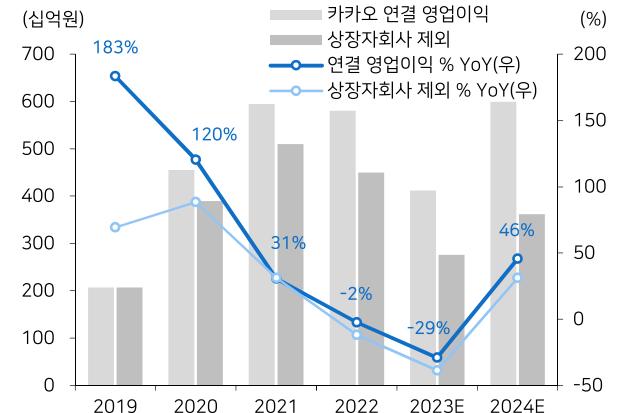
2024년 광고 성장률은 2H23 수준의 성장에 기반하더라도 2023년 대비 높아질 전망이다. 관건은 성장의 폭이다. 네이버 생성 AI 기반 서비스는 크게 1) 커머스 2) 스노우(AI 필터 사진) 그리고 3) 하이퍼클로바X 기반 API 및 클라우드 수익으로 구성되어 있는데, 이 중 커머스는 2024년 이익으로 기여가 본격화 될 예정이다. 카카오는 자회사 구조조정 및 2023년 신규 투자 부담 기저가 경감되며 이익은 성장 전환할 예정이다.

그림19 네이버 연결 영업이익



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림20 카카오 연결, 상장 자회사 제외 시 영업이익



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

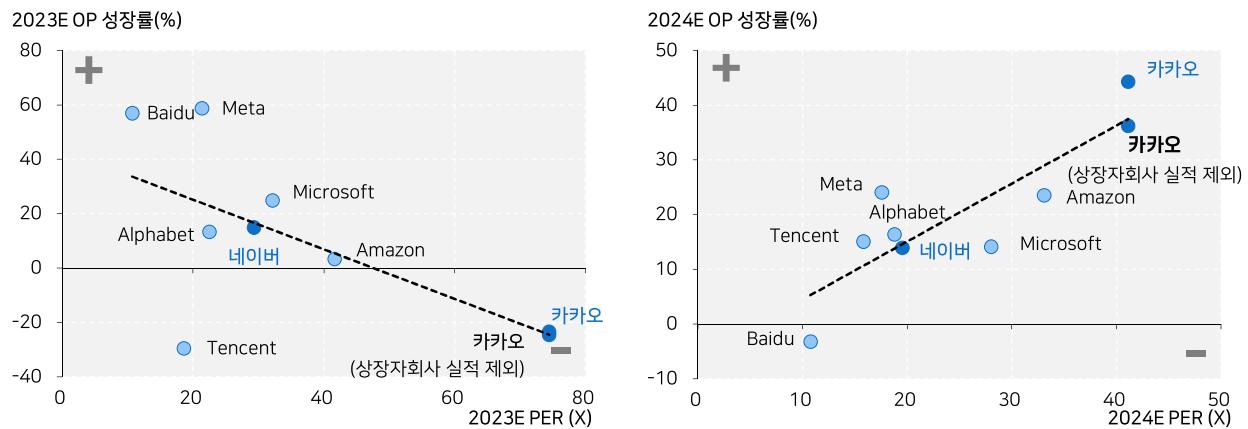
2024 전망

네이버/카카오의 YTD 수익률은 각각 4.4%와 -28.3%, 글로벌 플랫폼 평균 수익률은 37.6%를 기록했으며 미국 사업자 중심의 수익률이 두드러졌다. 덕분에 네이버/카카오의 이익 성장을 대비 벤류에이션 부담은 크게 경감된 상황이다. 3Q23 MS-구글의 실적발표를 통한 투자자 반응에서 유추할 수 있는 바와 같이 생성 AI가 변화시킬 시장 변화의 중단기 핵심은 B2B 부문으로, 그 중 글로벌 사업자가 풀어가는 방식은 클라우드다.

시장이 원하는 테마, 실적 안정성에 있어서는 네이버 우위를 전망한다. 다만 포시마크 인수 이후 깨진 외국인 신뢰 회복이 주가 상승을 누르는 상방 압력으로 작용하고 있다. 매니지먼트 신뢰 회복이 동반된다면 2023년 높린 주가는 2024년 빛을 볼 수 있을 전망이다.

카카오는 AI 테마에서는 상대적 열위에 위치해있다. 그러나 2023년 일회성 비용 다수 발생 및 연결 업체 부진 부담이 경감되어 2024년 이익 성장이 재개가 예상된다. AI 성과가 추가되지 않는다면 Global peer valuation에 기댄 흐름이 예상된다.

그림21 2023/2024 Global peer와 비교한 네이버와 카카오의 현 위치



주: 1) 네이버/카카오는 당사 추정치 기준, 글로벌 플랫폼 사업자는 블룸버그 컨센서스 기준

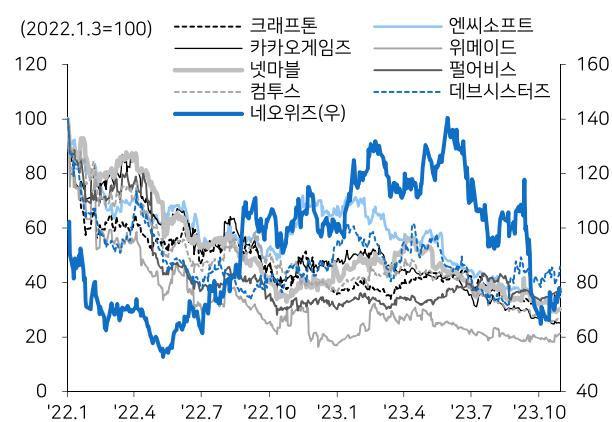
2) 아마존 OP growth는 AWS 성장을 이용. 컨센서스 기준 커머스 영업이익이 각각 92억, 88억 달러로 반영되어 있어 전사 연결 영업이익 growth 172%, 41%
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2 Game: 새 시장, 새 기술

[2023 Review] 지연된 신작, 그리고 모멘텀, 처참한 수익률

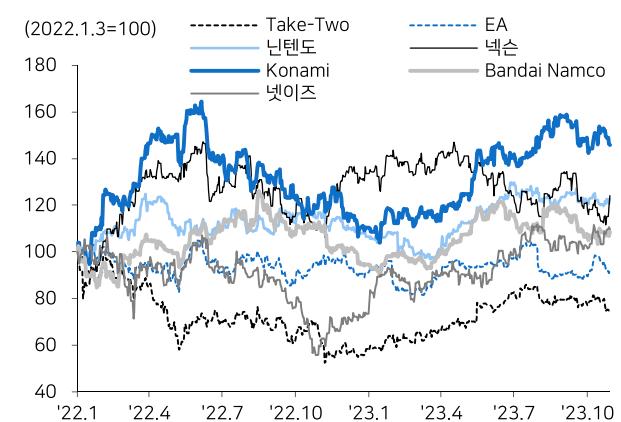
2020~2021년 글로벌 게임 산업을 크게 outperform 했던 국내 게임 산업의 원동력은 모바일이었다. 하지만 2022년 이후 모바일 게임 산업은 코로나 역풍에 따라 역성장을 기록 중이며, PC/콘솔은 플랫폼 보급에 따른 신작 출시가 시작되었다. 모바일 게임 위주인 현재 수익 구조가 지속된다면 국내 게임 산업의 매력도는 지속적으로 낮아질 수밖에 없다. 2023년 이후 글로벌 PC/콘솔을 타깃하는 신작 출시가 본격화 될 것으로 기대했으나 <P의 거짓>을 제외하면 대부분 지연되었다. <P의 거짓>도 게임패스 Day1 상품에 포함되며 양호한 평점에도 불구하고 판매량에서는 예상을 하회했다.

그림22 국내 게임 업체들의 2022년 이후 주가 추이



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림23 글로벌 게임 업체들의 2022년 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

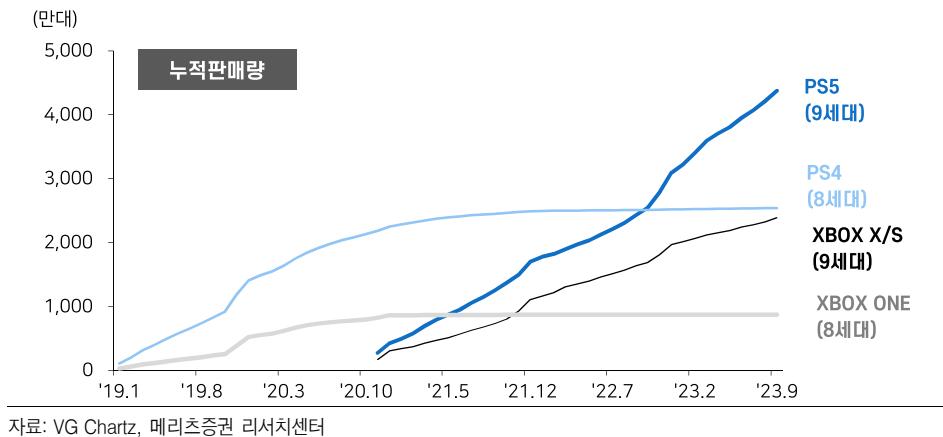
[글로벌] 플스5 보급 확대되며 신규 컨텐츠 출시 본격화된 2023

2021년 반도체 공급 이슈에 놀렸던 9세대 콘솔 기기 PS5와 엑스박스 X/S 판매 증가는 2022년부터 본격화되었다. 기기 보급이 원활해지자 콘솔 신작 출시가 본격적으로 시작되었고, 이는 기기 보급 욕구를 더욱 자극하며 선순환을 반복했다.

PC/콘솔 강세는 2024년에도 이어질 전망

과거 대비 콘솔 신작의 판매량 증대는 1) 콘솔 보급 증가 그리고 2) PC(주로 스팀) 동시 출시로 인한 커버 가능한 플랫폼 확대 전략 덕분으로 해석된다. 2021년 까지 강세였던 모바일은 준비된 작품을 당분간 소화하는 과정이 이어질 것이다. 반면 PC/콘솔은 늘어난 수요 대비 공급은 크게 늘어나지 못해 PC/콘솔 시장 강세는 2024년에도 이어질 전망이다.

그림24 콘솔 판매량: 플스5 중심으로 빠른 보급 보여

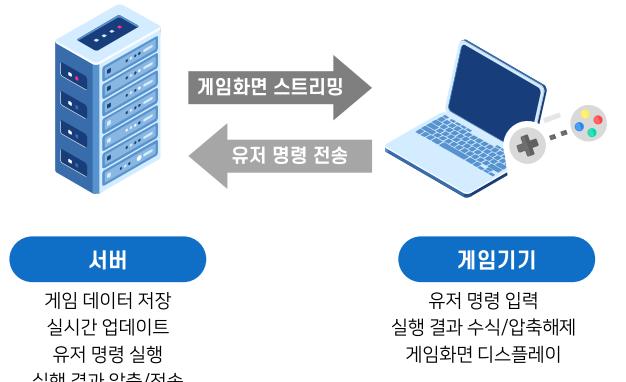


[글로벌] MS-AB 인수 합병 완료, M&A 경쟁 재개될 것

MS-AB에 대응하기 위한 소니의
M&A 경쟁 재진입

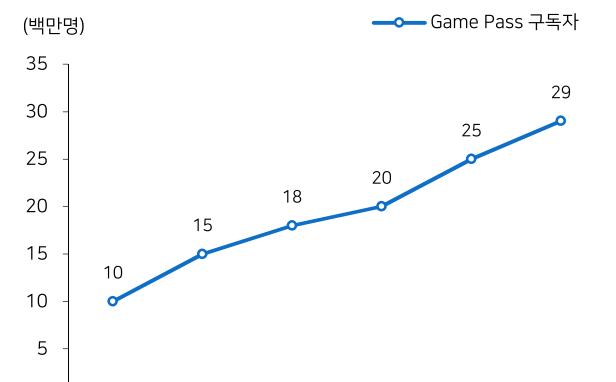
2024년은 Top down 측면에서의 매력도 또한 커지는 구간이다. 2022년 초 마이크로소프트가 액티비전블리자드 인수를 발표하며 M&A 전쟁이 시작되었다. 소니는 이에 대응하고자 2022년 게임과 엔터테인먼트에 11조원의 전략적 투자를 예고했다. 소니는 국내 업체에도 접근했으나 대부분 성사되지 않았고 Bungie 인수만 성공했다. 이후 AB 인수를 무마시키는 데 에너지를 할애했으나 MS가 유비소프트에 15년간 AB 게임의 클라우드 게이밍 퍼블리싱 권한을 넘겨주며 합병은 마무리 되었다.

그림25 클라우드 게이밍



자료: SK hynix 뉴스룸, 메리츠증권 리서치센터

그림26 2023년 Game Pass 가입자 수 3천만명 이상 추정



구독 서비스로 게임 산업 진화
꿈꾸는 MS

MS가 그리는 게임 산업의 미래는 구독 기반 서비스이다. 넷플릭스가 TV 시청을 스트리밍으로 바꾼 것처럼 게임도 스트리밍으로 전환될 것으로 예상된다. 게임패스 전략 또한 개발비를 보전해주며 게임 스트리밍 판권을 확보하는 방향으로 넷플릭스 방식과 유사하다.

예상되는 방향성은 양극단이다. 미디어 산업에서도 넷플릭스에 OEM 형태로 판매한 업체들은 자금력과 재무구조가 취약한 업체들이다. 영화 중 굵직한 작품은 프로젝트 성격으로 제작되었으나 드라마는 흥미 위주로만 소비되며 OEM 형태를 보였다. 넷플릭스는 드라마 중심으로 컨텐츠를 확보했고 제작사는 안정적 투자처를 확보함으로써 드라마 퀄리티 상승을 이끌 수 있었다.

소니, 개발사 지분 확보 재개할 것

게임 또한 유사한 방향으로 흘러갈 것으로 예상된다. 자금력이 약한 업체들은 안정적인 수익처를 확보할 수 있는 OEM 형식의 싱글 패키지 게임 제작에 뛰어들 것으로 예상되는 반면, 상대적으로 자금력을 갖춰 미래를 준비하는 개발사들은 모바일 게임에서와 같은 F2P 인게임 구매가 동반되는 구조에 집중할 것이다. Exclusive contents에 기반해 성장한 소니의 경우 이에 대응하여 전략적 우호 관계 구축을 위한 개발사 지분 확보 행보를 재개할 것으로 예상한다.

표5 국내 콘텐츠 산업 변화의 관점에서 게임 산업 바라보기

현재	글로벌화 성공		내수 집중		
	엔터	드라마	게임	영화	
~2015	중국이 가장 중요했던 시기				
2016	THAAD				
2017	Youtube	방탄, 미국수상 → SM, YG, JYP Valuation 상승	Netflix	Asia 진출/<킹덤> → 국내 드라마 수요↑ → Valuation 상승	내수 시장에 특화된 BM으로 진화
2018					
2019					
2020					
2021					
2022	북미/유럽 등 서구권 시장 내 K-POP 안착 성공	<오징어 게임> 비영어권 최초 예미상 6관왕 석권			위기
2023	지난 5년간 산업변화	<ul style="list-style-type: none"> 중국시장 담회으나 유튜브로 북미/유럽 등 신시장 개척에 성공 지난 5년간 상위 5개사 기준 앨범판매량 6배 증가 	<ul style="list-style-type: none"> 중국판권 시장 담회지만 NFX 아시아 진출로 국내 드라마 판권시장 더 큰 규모로 성장 평균 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 1H22부터 국내를 비롯 글로벌 모바일 게임 시장 축소 중 	<ul style="list-style-type: none"> Steam, Game Pass 등 글로벌 PC/콘솔 시장 진입 일부 예술 영화, 국제 영화 시상작 제외, 대부분 수익이 국내 Box Office 통해 창출되는 구조 콘텐츠 제작 인력 다수가 드라마 산업으로 이동한 상황

자료: 메리츠증권 리서치센터

[중국] 6년만에 재개된 외자 판호. 그리고 다시 닫힌?

2022년 12월 단비 같은 외자 판호로 한국 게임사는 6년 만에 판호 확보에 성공했다. 분기 1회씩 발급되던 판호는 2분기를 지나친 후 8월 국내 게임사의 추가 발급이 있었으나 1건에 그쳤다. 이후 외자판호가 추가로 발표되었으나 한국 게임은 부재하며 투자자들의 우려가 커졌다.

표6 2022년 판호 확보했던 국내 게임 출시 내역

발급일	구분	게임명	플랫폼	개발사	퍼블리셔	출시일
22.11	내자	신석기시대	모바일	Giraffar	캘러시 매트릭스	23.06.28
22.12	외자	로스트아크	PC	스마일게이트 RPG	텐센트	23.07.20
22.12	외자	제2의 나라: CROSS WORLDS	모바일	넷마블	텐센트	4Q23
22.12	외자	그랑사가	모바일	엔픽셀	Alibaba	TBD
22.12	외자	샵 타이탄	모바일	넷마블	캘러시 매트릭스	23.05.11
22.12	외자	메이플스토리M	모바일	넥슨	텐센트	23.08.17
22.12	외자	에픽세븐	모바일	스마일게이트	즈룽게임	23.06.20
22.12	외자	A3: 스틸얼라이브	모바일	넷마블	넥스트조이	23.08.16

자료: 중국국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

표7 2023년 판호 확보한 국내 게임 출시 내역

발급일	구분	게임명	플랫폼	개발사	퍼블리셔	출시일
23.03	외자	메이플스토리 H5	모바일	넥슨	Youwan Network	TBD
23.03	외자	<오디션> IP 게임	모바일	T3	넷이즈	TBD
23.03	외자	블루아카이브	모바일	넥슨	상하이 로밍스타	23.08.03
23.03	외자	쿠키런: 킹덤	모바일	데브시스터즈	텐센트, 청유	4Q23
23.03	외자	일곱개의 대죄	모바일	(넷마블 IP)	텐센트	23.10.13
23.04	내자	석기시대: 각성	PC, 모바일	(넷마블 IP)	텐센트	23.10.26
23.08	외자	라그나로크 오리진	모바일	그라비티	Jingxiu Network	TBD

자료: 중국국가신문출판서, 메리츠증권 리서치센터

[중국] 게임 산업 규제 완화

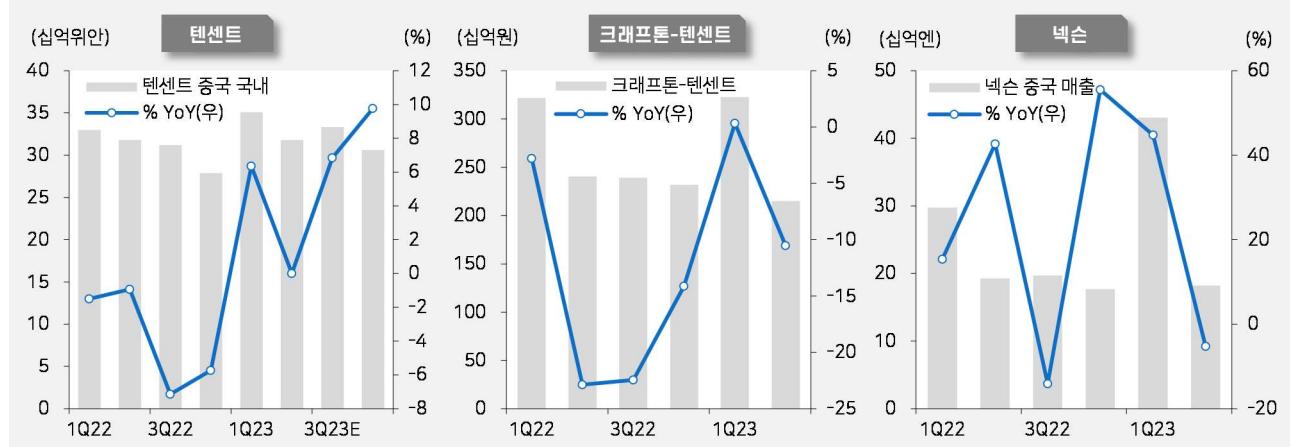
1) 민심 안정화를 위한 배기 정책

2022년 말 중국식 코로나 봉쇄에 실패하기 시작하며 중국 정부는 민심 안정화 목적으로 엔터테인먼트를 이용해 온 것으로 보인다. 중국인의 불만은 2022년 11월 24일 신장 우루무치 화재 사고 이후 빈번해진 반정부 시위로 이어졌고, 2022년 말 강했던 중국의 반정부 시위는 이후 완화된 모습이 뚜렷해져 배기 정책으로의 쓰임은 다한 상황이다. 중국 정부는 배기 정책에 더해 플랫폼 업체들의 실적 개선 까지 의도했으나 중국 도시 지역 청년 실업률은 동기간 오히려 더 높아졌다.

2) 플랫폼 실적 개선 통한 고용 촉진

4Q22~1Q23 반등했던 크래프톤과 네슨의 중국 매출은 기저에도 불구하고 2Q23 이후 신작 출시되며 둔화되었다. 또한 텐센트의 중국 국내 실적 추정치는 2H23 반등을 기대하나 2H21 회복하는 수준에 그치는 상황이다. 중국 플랫폼 업체들의 고용 의지가 빠르게 상승하지 못한 것은 개선 기대감이 지연되고 있기 때문으로 해석된다. 배기 정책으로의 쓰임은 다했으나 중국 게임 산업에 가해지던 규제가 강화되는 흐름은 가능성이 낮다고 판단한다.

그림27 중국 게임 관련 지표들



주: 텐센트 3Q23, 4Q23은 블룸버그 컨센서스
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

[Bottom up] 2023 지스타를 주목하자

2023년은 다수의 모바일 게임이 출시되었으나 이미 포화된 시장에 투자자 반응도 미온했으며, 글로벌 타깃의 PC/콘솔 신작 출시 지연이 주가 부진의 주요한 이유로 작용했다. 그러나 2024년에는 지연되었던 신작 출시가 실제로 이루어질 것으로 예상된다. 11/16부터 개최되는 <지스타 2023>에 대부분의 업체가 참가하는데 이는 출시를 위한 마케팅을 의미한다. 상반기에 대부분 신작 출시를 완료한 넥슨의 불참 또한 이 같은 이유이다. 특히 비 MMORPG 비중이 커질 전망으로 장르 확대에 따른 성장을 기대하기 좋은 시기이다.

표8 지스타 참가 게임들

회사	게임	장르	플랫폼	개발사	출시 예정 일자
엔씨소프트	LLL	루트 슈터	PC, 콘솔	엔씨소프트	TBD
	배틀 크래쉬	난투형 대전 액션	PC, 콘솔, 모바일	엔씨소프트	1H24
	프로젝트 BSS	수집형 RPG	PC	엔씨소프트	1H24
위메이드	레전드 오브 이미르	MMORPG	PC, 모바일	위메이드엑스알	2024
	판타스틱4 베이스볼	스포츠		라운드월스튜디오	TBD
위메이드커넥트	로스트 소드	수집형 RPG	모바일	코드캣	1H24
넷마블	일곱개의 대죄: 오리진	수집형 RPG	PC, 모바일	넷마블에프앤씨	TBD
	RF 프로젝트	MMORPG	PC, 모바일	넷마블엔투	TBD
	데미스 리본	수집형 RPG	모바일	넷마블에프앤씨	TBD
스마일게이트RPG	로스트아크 모바일	MMORPG	모바일	스마일게이트RPG	
크래프톤	프로젝트 AB	생존 어드벤처	모바일	블루홀스튜디오	TBD
	프로젝트 인조이	인생 시뮬레이션	TBD	크래프톤	TBD
웹젠	어둠의 실력자가 되고 싶어서!	수집형 RPG	모바일	에이밍	23.10.26
	테르비스	수집형 RPG	모바일	웹젠노바	2024
뉴노멀소프트	템페스트: 타워 오브 프로바티오	CCG	모바일	뉴노멀소프트	1Q24
파우게임즈 (네오위즈 자회사)	영웅전설 가가브 트릴로지 IP 기반	CCGRPG	모바일	파우게임즈	2024
하이브IM	별이되어라2: 베다의 기사들	액션 RPG	PC, 모바일	플린트	2023
데브시스터즈	쿠키런: 모험의 탑	캐주얼	모바일	데브시스터즈	1H24
하이퍼그리프	팝유컴	멀티 어드벤처	PC, 콘솔	하이퍼그리프	TBD
	엑스 아스트리스	턴제 RPG	모바일	하이퍼그리프	TBD
빅게임스튜디오	브레이커스	RPG	PC, 모바일	빅게임스튜디오	2024
그라비티	스노우 브라더스2 스페셜	아케이드	PC, 콘솔	CRT 게임즈	TBD
	Wetory	로그라이크	PC, 콘솔	페퍼스톤즈	23.10.26
	피그로맨스	퍼즐 플랫포머	PC, 콘솔	외계인 납치작전	2023
	심연의 작은 존재들	퍼즐 플랫포머	PC, 콘솔	플레이 메피스토왈츠	TBD

자료: 언론을 토대로 메리츠증권 리서치센터 작성

[Bottom up] 게임 신규 업체 상장도 재주목 할 시기

2H23 상장을 노리던 업체들도 1) 기존 게임 하락 2) 게임 투자 선호 감소로 2024년으로 지연된 상황이다. <로스트아크> 원틀이던 스마일게이트RPG 또한 지난 6월 이른바 '로난민' 사태가 발생하며 스팀 이용자가 급감했다. 게임주 투자심리 악화뿐 아니라 실적 감소로 2023년은 상장에 불리했던 시기이다. 하지만 지스타를 통해 <로스트아크 모바일>을 공개할 예정으로 이를 통해 2024년 매출 반등을 꾀할 것으로 전망된다.

카카오게임즈에 따르면 2024년 라이온하트스튜디오의 3종 신작이 출시될 예정이다. 2023년 카카오게임즈 임직원이 크게 증가했는데, 이 중 다수가 라이온하트스튜디오 개발진인 점을 고려하면 2024년 신작은 가시성이 높다.

표9 상장 임박 업체들, 신작 통한 재무 개선 필요

	스마일게이트알피지	시프트업	라이온하트스튜디오
대표게임			
상장 주관사	NH투자증권	NH투자증권, 한국투자증권	한국투자증권, JP Morgan
예상 상장 시기	2024	2024	2024
과거 투자 내역	CB: 1차('17), 2차('18) 260억원 발행 (2천억 벌류)	2022.07 구주거래(1조 벌류) 2023.10 위메이드 보유 지분 텐센트에 매각(2조 벌류)	2022 카카오게임즈가 4조 벌류에 인수
주주	스마일게이트홀딩스(100%)	김형태(51%), 텐센트(20%)	김재영(36%), 카카오게임즈(55%), 위메이드(4%)
출시 예정 게임	로스트아크 모바일	스텔라 블레이드	프로젝트C, 프로젝트S, 프로젝트Q

주: 예상 상장 시기는 당사 추정

자료: 메리츠증권 리서치센터

[결론] 글로벌 타깃 게임 2024년

2024년 신작 나오고 개발사 몸값
재차 비싸진다

MS-AB에 대응하기 위한 소니의 M&A 경쟁 재진입으로 게임 개발사의 몸값이 높아질 시기다. 글로벌 트렌드는 지속적인 수익을 위한 F2P 라이브 서비스 게임이 강세를 보이겠지만 싱글 패키지 또한 연속적 수익 구조 설계가 가능한 방향으로 컨텐츠를 내놓기 시작했다. 플랫폼 측면에서는 모바일보다는 PC/콘솔 타깃이 유리한데, 이는 서구권 고관여 게임 대부분이 PC/콘솔을 통해 소비되기 때문이다.

게임의 글로벌 강제진출,
성공한다면 벌류에이션 리레이팅
까지 이끌 것

2024년 글로벌 PC/콘솔 출시 예정된 게임 중 트레일러/지스타를 통해 실체 확인이 가능한 게임 중심의 투자가 유효하다. 국내 위주에서 글로벌로 매출 다변화를 이끌어낸다면 벌류에이션 리레이팅까지 이어질 것으로 전망한다. 여타 컨텐츠 산업인 엔터와 드라마의 성장 스토리를 참고할 시 하나의 포인트가 전체 산업 벌류에이션을 바꾼 과거를 기억할 때다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당시는 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.