meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

2025. 12. 9 (화)

Strategy Idea

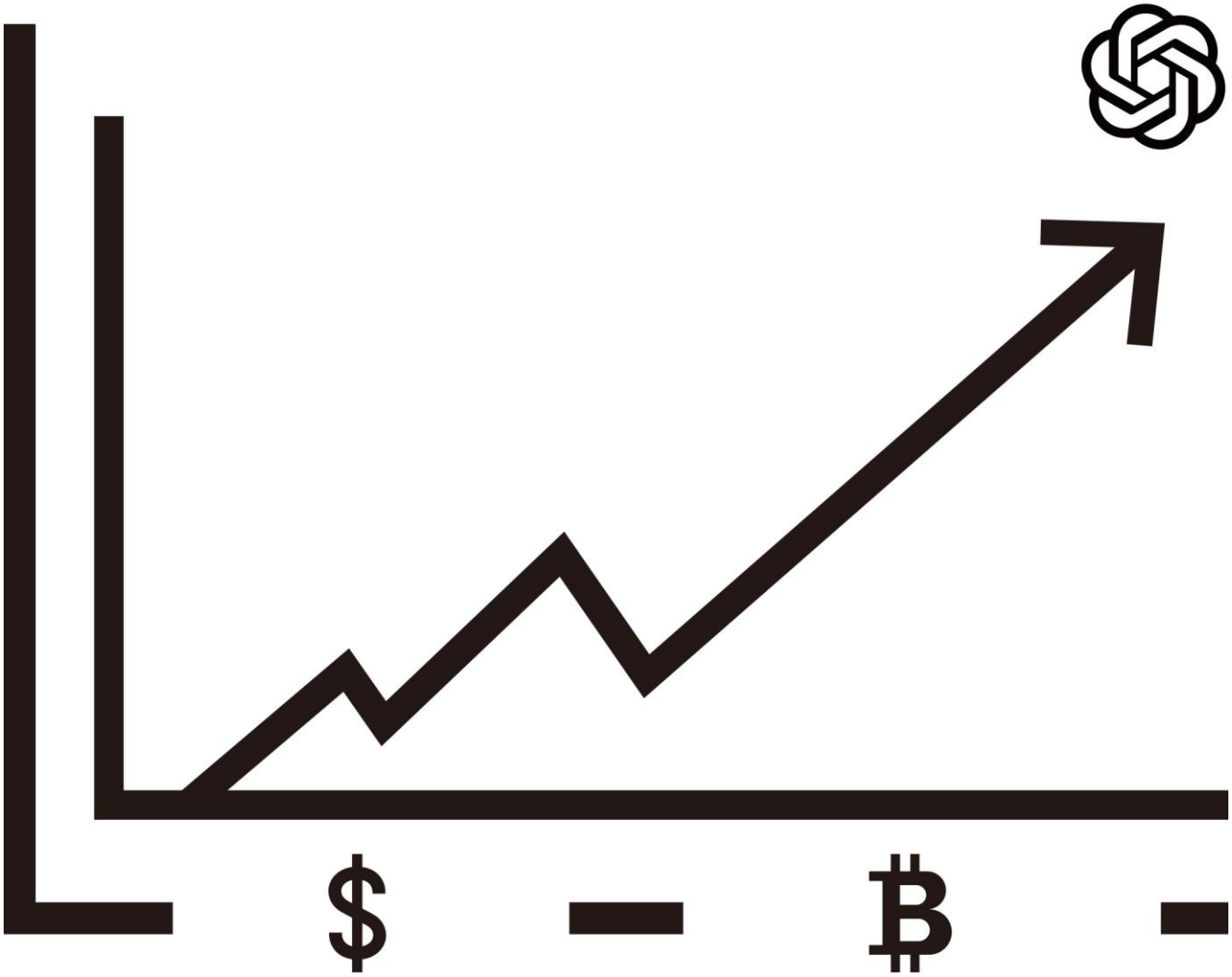
2026 Outlook #11 [엔터/레저] 경험의 수익화
2026 Outlook #12 [철강/금속] 구조적 결핍, 구조적 과잉
2026 Outlook #13 [플랫폼/게임] Throne war

오늘의 차트

달러스토어: 소비 양극화, 오히려 좋아

칼럼의 재해석

중국발 일본행 노선 급감, 한국 인바운드 '기회'로



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.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 10일 발간된
[2026 Outlook #11 – 엔터/레저: 경험의 수익화] 임

2026 Outlook #11 (해설판)

[엔터/레저] 경험의 수익화

엔터/레저
Analyst **김민영**
minyoung.kim02@meritz.co.kr

- ✓ 엔터테인먼트: 엔터 업종 전반적으로 6월 이후 높아진 기저, 이벤트 일시적 소강, 실적 확인 구간으로 전환되며 투자 심리 둔화. 추가적인 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 Mega IP 복귀 이후 흥행 성과, 신인 아티스트의 글로벌 확장력, MD/플랫폼 매출의 고성장 등 기대 이상의 성과 혹은 이벤트가 필요한 상황. 2026년부터는 ① BTS, 왕의 귀환 ② 저연차 수익화 구간 진입(투어 개최 시점 단축), ③ 현지화 그룹 성과 기대. 2026년 엔터 4사 합산 매출액 및 영업이익 각각 6.8조원(+40.9% YoY), 9,447억원(+63.2% YoY)으로 가파른 성장 전망. 미국 주요 디지털 커뮤니티 플랫폼(Discord, Raddit 등) 내 K-Pop 장르 팬덤은 미국 평균 음악 청취자 대비 집중적이고 활동적인 성향. 아티스트에게 금전적 후원(Tipping Artists)하는 경향이 높음. 2024년 Top Tour 30 아티스트 투어 일정 정리하면, 평균 공연 횟수 49회, ATP 170.6달러, 평균 회당 모객 수 27,380만명 수준. BTS 4월 투어 시작 시 최소 50회~최대 70회, 250만 명~450만 명 모객 가능할 전망
- ✓ 레저: 1) 인바운드 회복, 2) 자체 경쟁력 강화를 통한 VIP 고객 증가 등 전반적으로 카지노사 실적 우상향 기대. 국내 카지노사 2025년 합산 연결 매출액은 꾸준히 평균 20% 수준의 YoY 성장세 기록하며, 인바운드 수요 회복이 안정적인 실적 성장 견인. 2025년에도 여행은 중국 고자산가(HNWI, High-Net-Worth Individuals)의 대표적인 여가 활동으로, 단순 소비보다는 '심리적 회복'과 '경험 중심'의 소비로 전환되는 흐름이 확인. 주요 중국 OTA에서 발표한 2025년 국경절 및 중추절 연휴 기간 내 인기 해외 목적지 순위를 살펴보면, 한국은 상위권. 2026년 카지노 4사 합산 매출액 및 영업이익 각각 3.9조원(+6.5% YoY), 7,569억원(+21.8% YoY) 전망

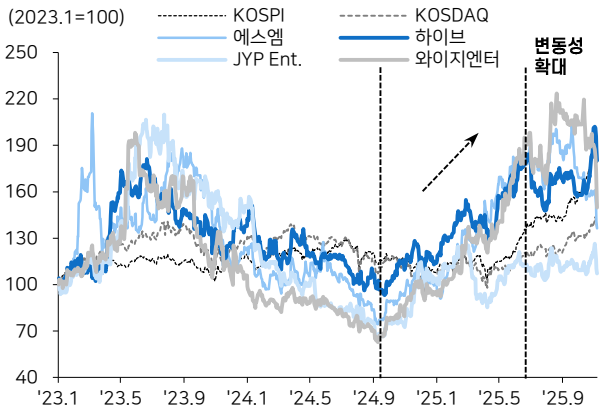
Part 1 엔터테인먼트: 경험이 돈이 되는 세상

2025 Review: 이벤트 소강에 따른 주가 변동성 확대

2024년 4분기부터 엔터 업종 주가는 1) 낮아진 기저, 2) 실적 턴어라운드, 3) 2025년 Mega IP 귀환에 대한 기대감이 반영되기 시작하면서 가파르게 상승했다. 하반기 이후 높아진 기저, 컴백, 신규 IP 공개 등 이벤트 일시적 소강, 실적 확인 구간으로 전환되며, 엔터 업종 전반에 대한 투자 심리는 둔화되었다. 향후 추가적인 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 Mega IP 복귀 이후 흥행 성과, 신인 아티스트의 글로벌 확장력, MD/플랫폼 매출의 고성장 등 기대 이상의 성과 혹은 이벤트가 필요한 상황이다.

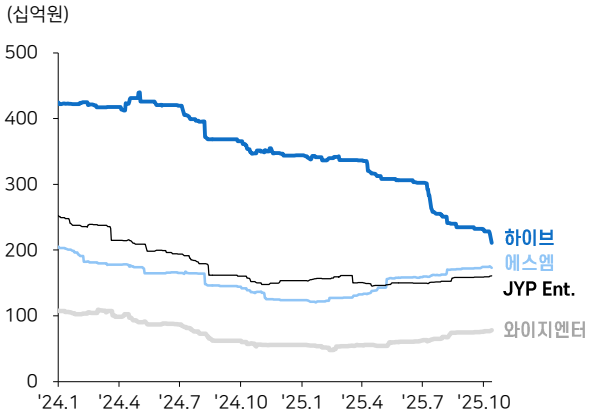
2025년 국내 엔터사 영업이익 컨센서스는 MD 판매량 증가, 공연 규모 확대에 따른 레버리지 효과 등으로 이익 컨센서스 지속 상향되었다. 반면, 선제적 비용 투자로 부진한 실적을 기록했던 하이브는 추정치 하향 조정이 지속되었다. 엔터 3사는 2025년 1) Mega IP 귀환, 2) 대규모 투어 재개, 3) MD 판매량 급증에 따른 이익 성장 실현하며 어닝 서프라이즈를 기록했다.

그림1 2025년 엔터 4사 상대주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 엔터 4사 2025 영업이익 컨센서스 변화 추이

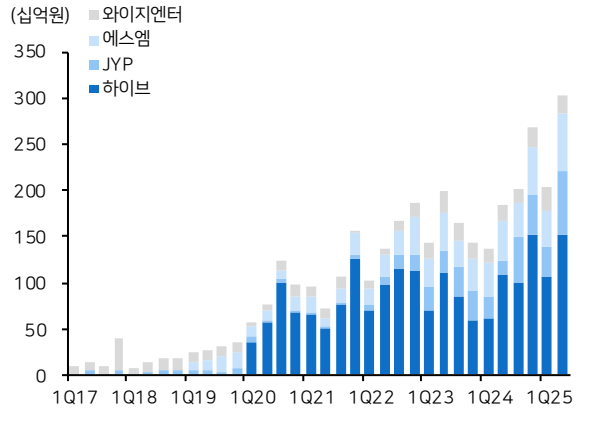


자료: 메리츠증권 리서치 FnGuide, 메리츠증권 리서치센터 센터

2025 Review: MD 전략 고도화

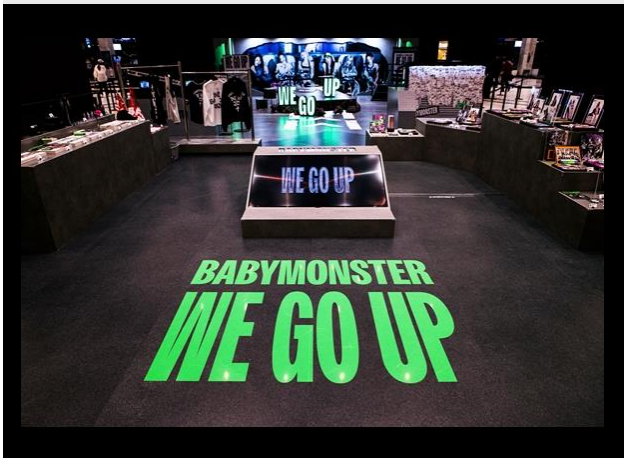
2025년은 공연/MD가 매출의 핵심 축 역할을 하며 실적을 견인했다. 엔터사들은 앨범/투어 중심의 판매를 넘어서, 팝업스토어, 전시회, 브랜드 협업 MD 등 수익 구조를 다변화하였다. 컴백, 글로벌 투어 일정에 맞춘 오프라인 팝업스토어 진행을 통해 경험형 공간을 확대하고 팬덤 체류시간과 구매 전환율 극대화했다. 키링/인형 앨범, 공연 굿즈 등 MD 판매 품목 수 및 판매 방식 다변화를 통해 2분기 엔터 4사 합산 MD 매출은 전년 대비 60% 이상 증가했다. MD는 단순한 부가 수익 개념이 아닌, IP 확장성과 팬덤 경험을 강화 시키는 수단으로 작용하고 있다. 코르티스 싱잉볼 인형 앨범, 베이프X스트레이키즈 콜라보 상품, 르세라핌 스파게티 이어폰 등 형태도 더욱 다양해지고 있다. 실생활에서 사용하는 물건(이어폰, 모자 등)을 다양한 방식의 상품이 출시되며 생활밀착형 상품군으로 확장되고 있다.

그림3 엔터 4사 분기별 합산 MD 매출액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림4 컴백, 투어 일정에 따라 다양한 오프라인 팝업스토어 진행

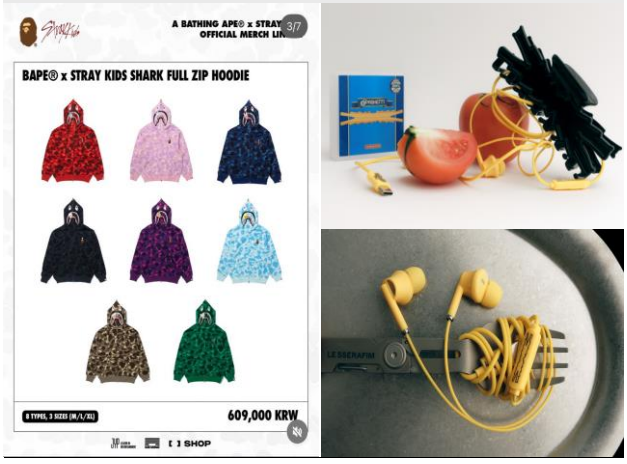


자료: 와이지엔터테인먼트

그림5 코르티스 싱잉 볼 앨범, NCT WISH 키링 앨범

자료: 각 사

그림6 베이프X스트레이키즈 콜라보, 르세라핌 스파게티 이어폰

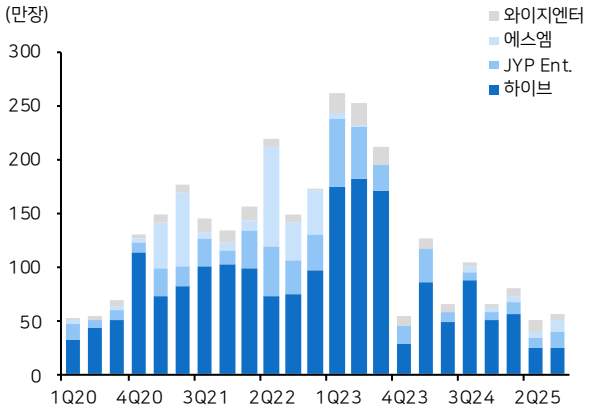


자료: 각 사

2025 Review: 기존/신규 IP 구보 판매량 증가

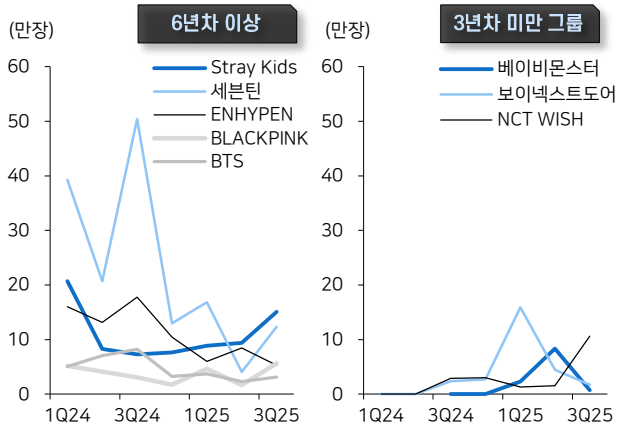
아티스트 구보 판매량 꾸준히 증가하며 팬덤 확대 확인되고 있다. 특히, 스트레이 키즈는 매분기 10만장 이상 구보 판매량 기록하며, 투어 이후에도 지속적인 팬덤 유입이 확인되고 있다. 이는 글로벌 투어 - 음원 확대 - 음반/굿즈 증가와 같은 선순환 구조가 구축되고 있음을 의미한다. NCT WISH, 보이넥스트도어, 베이비몬스터 등 신인 그룹들은 구보 판매량이 꾸준히 증가하며 팬덤 확대가 지속되고 있다. 이는 다음 컴백 앨범 증가 혹은 투어 규모 확대로 이어질 수 있다. BTS는 활동 공백기임에도 불구하고 분기 평균 4.6만장 이상의 구보 판매량 기록하고 있다.

그림7 엔터 4사 합산 구보 판매량 추이



자료: 써클차트, 메리츠증권 리서치센터

그림8 고연차는 투어 이후 구보 판매량 증가, 저연차 꾸준한 구보 판매량 성장



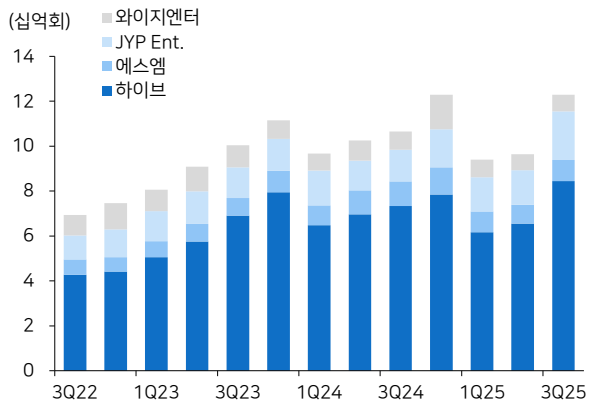
주: BTS는 솔로 앨범 구모 판매량 합산
자료: 써클차트, 메리츠증권 리서치센터

2025 Review: 음원은 폭발적 성장

3분기 국내 엔터 4사 합산 스트리밍 수는 120억 회로, 블랙핑크와 같은 Mega IP 싱글 발매 및 케이팝 데몬 헌터스 낙수효과로 트와이스 스트리밍이 급증한 영향이다. 트와이스의 경우, 케데헌 이후 월간 청취자 수 기존 1천만 명에서 2,500만 명까지 증가 후 꾸준히 유지 및 유입되는 모습이 고무적이다.

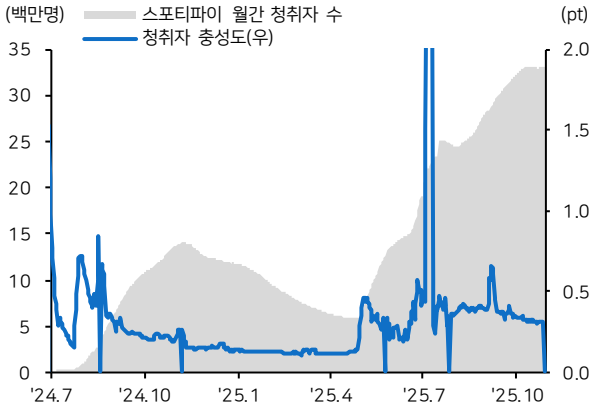
2025년 상반기 미국 스트리밍 규모는 7,650억 회로 압도적 1위를 유지 중이다. 캣츠아이 월간 청취자 수 3,340만명(국내 그룹 기준 1위, 글로벌 165위)은 미국 음악 시장의 큰 규모를 방증한다. 국내 그룹과 비교 시 압도적인 1위다. 11월부터 미국 도시 투어를 진행할 예정이며, 이후 일일 스트리밍 수, 충성도 확대 시 26년 투어 규모 확대가 기대된다. 캣츠아이는 국내 활동이 적어 투어 위주 활동 가능하며, 2026년 현지화 그룹 수익화 기대감은 밸류에이션 리레이팅을 견인할 Key Point가 될 전망이다.

그림9 엔터 4사 분기별 스트리밍 수 추이



자료: Spotify, 메리츠증권 리서치센터

그림10 캣츠아이 월간 청취자 수, 일일 스트리밍 수

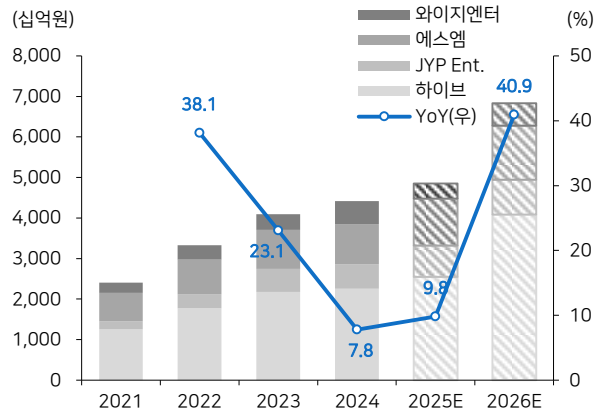


자료: Spotify, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 경험이 돈이 되는 세상

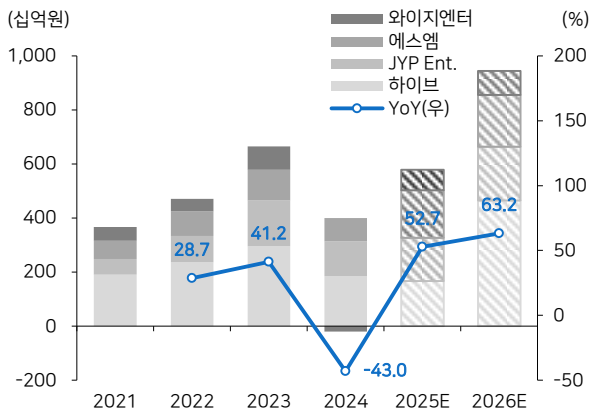
2026년부터는 ① 왕의 귀환 ② 저연차 수익화 구간 진입(투어 개최 시기 단축) ③ 신인/현지화 그룹 모멘텀이 유효할 전망이다. 2023-2024년 데뷔한 신인 그룹은 총 10팀 이상, 라이즈, NCT WISH, 보이넥스트도어 등 데뷔 1-2년차 그룹들 활동 규모가 증가 중이다. 월드클래스 BTS 완전체 활동 기대감 뿐만 아니라, 이에 따른 MD/출연료/2차 판권(상영회 등) 등 2차 수익 고성장에 따른 레버리지 효과가 기대된다. 2026년 엔터 4사 합산 매출액 및 영업이익 각각 6.8조원(+40.9% YoY), 9,447억원(+63.2% YoY)으로 가파른 성장할 전망이다.

그림11 엔터 4사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림12 엔터 4사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 충성도 높은 K-Pop 팬덤 특성

Luminate 보고서에 따르면, K-Pop 팬덤의 독보적인 커뮤니티 참여 우위(Community Engagement)를 알 수 있다. 주요 디지털 커뮤니티 플랫폼에서 K-Pop, J-Pop 팬덤은 특히 평균 미국 음악 청취자 대비 집중적이고 활동적인 성향을 보인다. Discord, Reddit, Twitch, Whatsapp 에서 K-Pop 장르 팬덤은 모두 지표를 초과하는(Over-Index) 장르 상위 3위 내 분포해 있다. 이들은 미국 평균 음악 청취자들과 비교했을 때 아티스트에게 직접적인 금전적 후원(Tipping Artists)을 하는 경향이 높다(평균 청취자 대비 67%~200%).

표1 주요 디지털 커뮤니티 플랫폼 내 초과 지표화(Over-Index)되는 장르

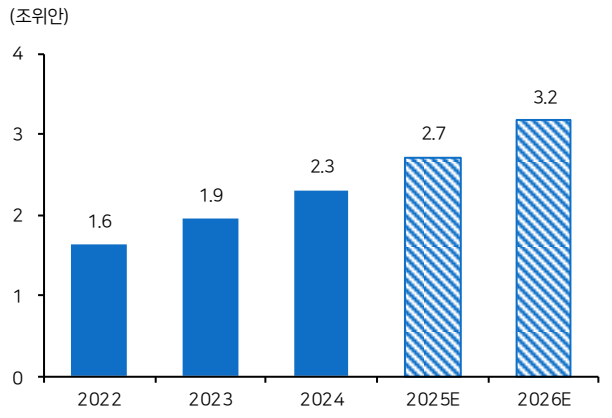
플랫폼	DISCORD	REDDIT	TWITCH	WHATSAPP
Genre Fans Who Over-Index	1. J-pop 2. K-pop 3. Electronic/Dance	1. K-pop 2. Electronic/Dance 3. Afrobeats, J-pop (tie)	1. J-pop 2. K-pop 3. Afrobeats	1. Afrobeats 2. Latin 3. K-pop
Likelihood of Tipping Artists (미국 평균 음악 청취자 대비)	200% more likely	83% more likely	150% more likely	67% more likely

자료: Luminate, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 경험이 돈이 되는 세상

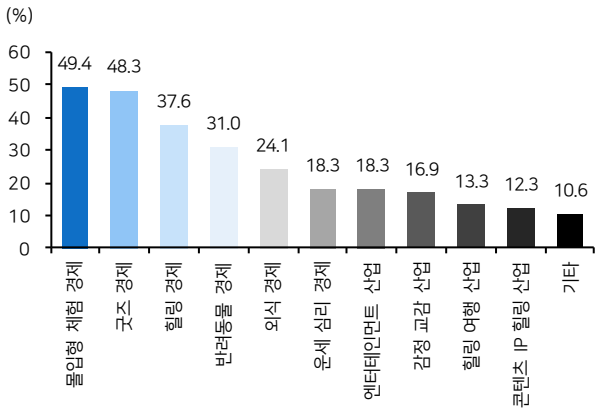
중국의 감정경제(情绪经济)는 단순한 소비를 넘어서, 정서적 만족과 심리적 안정을 위해 소비하는 새로운 트렌드다. 중국 감정소비 시장은 2026년 3조 위안을 돌파할 전망이며, 일시적 유행이 아닌 구조적 소비 패러다임으로 변화하고 있다. 피규어, 향수, 반려동물, 힐링 콘텐츠, 몰입형 체험 등 일상적인 상품과 서비스 전반에 감정소비 요소가 반영되고 있다. 감정경제 소비자는 자기만족형, 사교형, 중독형 세 가지 유형으로 구분된다. 소비 분야 중 몰입형 체험과 굿즈·랜덤박스와 같은 감정소비형 활동은 각각 소비자의 49%, 48%를 차지한다.

그림13 중국 감정경제 시장 규모



자료: iiMedia(艾媒咨询), Kotra, 메리츠증권 리서치센터

그림14 중국 감정경제 소비 분야



자료: iiMedia(艾媒咨询), Kotra, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 글로벌 아티스트들은 투어를 얼마나 돌까?

2024년 Top Tour 30 아티스트 투어 일정 정리하면, 평균 공연 횟수 49회, ATP 170.6달러, 평균 회당 모객 수 27,380만명 수준이다. 평균적으로 1년에 49회 이상 진행. 다만 국내 아티스트와 달리 음악 방송, 예능 촬영 등의 특정 현지 활동이 거의 없는 투어 중심으로 활동하는 경향이 있다.

표2 2024년 상위 30개 투어 총 매출, ATP, 회당 모객 수

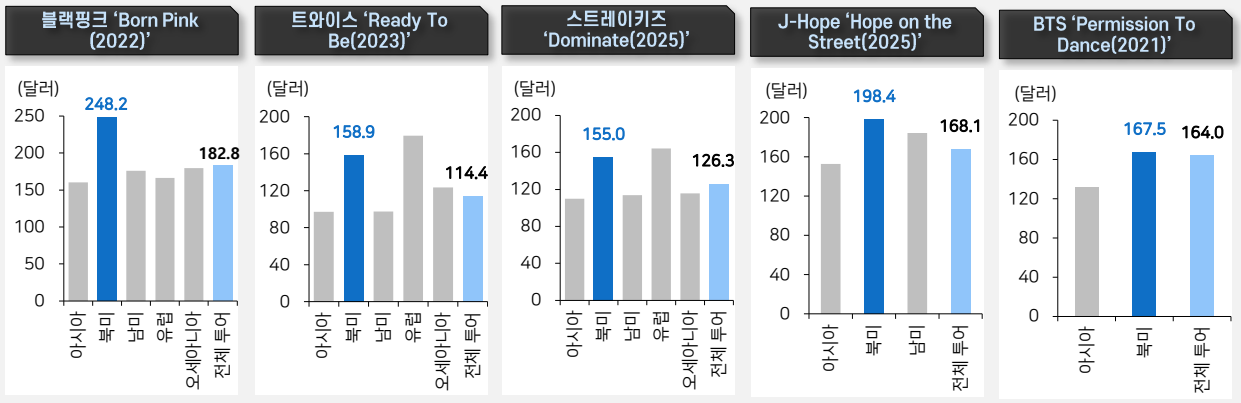
순위	아티스트	총 매출 (백만달러)	총 관객 수 (백만명)	공연 횟수 (회)	ATP (달러)	회당 모객 수 (명)	순위	아티스트	총 매출 (백만달러)	총 관객 수 (백만명)	공연 횟수 (회)	ATP (달러)	회당 모객 수 (명)
1	Coldplay	400.9	3	51	133.6	58,824	16	Kenny Chesney	159.5	1.3	34	122.7	38,235
2	P!nk	387.2	2.8	73	138.3	38,356	17	Bruno Mars	156.5	0.9	42	165.3	22,548
3	Zach Bryan	321.3	1.6	64	200.8	25,000	18	RBD	140.4	1.3	35	108	37,143
4	Luis Miguel	290.4	2	128	145.2	15,625	19	Eagles	138.1	0.5	37	297	12,568
5	Bruce Springsteen & The E Street Band	235.6	1.6	39	147.3	41,026	20	Aventura	134.7	0.9	66	148	13,788
6	The Rolling Stones	235.0	0.8	18	277.1	47,111	21	Green Day	132.4	1.2	36	110.3	33,333
7	U2	231.1	0.6	38	366.8	16,579	22	Dead & Company	131.8	0.5	30	276.3	15,900
8	Madonna	225.4	1.1	80	204.9	13,750	22	Justin Timberlake	131.8	0.8	53	173.4	14,340
9	Bad Bunny	211.4	0.8	49	280.7	15,367	24	George Strait	125.2	0.5	11	269.8	42,182
10	Metallica	175.2	1.5	24	116.8	62,500	25	Depeche Mode	124.8	0.9	63	137.1	14,444
11	Luke Combs	173.6	1.4	39	124	35,897	26	blink-182	118.7	1.1	61	107.9	18,033
12	Karol G	168.7	1.5	47	112.5	31,915	27	Foo Fighters	104.0	0.8	25	132.3	31,440
13	Travis Scott	168.1	1.4	69	120.1	20,290	28	Billy Joel	103.1	0.5	17	212.6	28,529
14	Olivia Rodrigo	166.8	1.2	84	139	14,286	29	Noah Kahan	102.1	1.1	84	92.8	13,095
15	Ed Sheeran	163.2	1.4	37	116.6	37,838	30	Nicki Minaj	99.8	0.7	62	140.2	11,484

자료: Billboard, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: BTS 투어 기대감 유효

K-Pop 아티스트 투어 규모 및 ATP(평균 티켓 가격, Average Ticket Price)도 확대 중이다. 2025년 진행한 스트레이키즈, J-Hope 투어 ATP는 $126, $168 기록했다. 특히 북미 지역 ATP는 각각 $155, $198 로 평균 이상이다. BTS는 2021년 투어 당시 전체 ATP $163, 북미 지역 ATP는 $167로 높은 수준 기록한 바 있다. 26년 투어 개최 시 ATP 상승 견인할 전망이다.

그림15 주요 아티스트 투어 지역별 ATP



자료: touring data, 메리츠증권 리서치센터

월드컵·올림픽·아시안게임 등 대형 이벤트가 집중되어 있어, 글로벌 투어 일정 간 경쟁이 심화될 가능성이 높다. BTS 완전체 복귀 시점은 26년 3~4월 예상되며, 복귀 시 단일 투어로 최소 300만명 이상 모객 가능한 초메가 IP다. 시장 기대감 유효하며, 복귀 발표 시 업종 전반의 밸류에이션 리레이팅 트리거로 작용할 가능성이 높다. 기존 투어가 글로벌 Top 10 수익 중 최상위권을 기록한 바 있다. 신보 발매 없이도 2,500만 명 이상의 꾸준한 월간 청취자 수, 구보 판매량 기록한 만큼, 2026년 투어는 흥행 가능성 여전히 높다. 4월부터 투어 시작 시, 최소 50회에서 최대 70회까지 가능하다. 투어 일정 공개 시 투어 외 2차 수익(MD, 광고, 출연료 등) 기대에 따라 실적 추정치 상향 조정 가능하다.

표3 2026년 주요 스포츠 경기 일정 및 경기장

이름	기간	개최 지역	경기장(스타디움)
밀라노·코르티나 담페초 계올림픽	2026년 02월 06일 ~ 2월 22일	이탈리아 (밀라노, 코르티나 담페초)	산 시로 올림픽 스타디움, 베로나 올림픽 아레나 등
제60회 슈퍼볼 (NFL 결승전)	2026년 2월 초 (예정)	미국 캘리포니아, 산타클라라	리바이스 스타디움 (Levi's Stadium)
FIFA 월드컵 26 (남자)	2026년 06월 11일 ~ 7월 19일	미국, 캐나다, 멕시코	뉴욕/뉴저지 스타디움, 댈러스 스타디움, 에스타디오 아즈테카, 토론토 스타디움 등 16개 경기장
제20회 아시안 게임	2026년 09월 19일 ~ 10월 4일	일본 (아이치현, 나고야시)	아이치 스타디움, 나고야 시립 육상경기장 등

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표4 글로벌 주요 아티스트 2026년 스타디움 일정

아티스트	투어 이름 (2026년)	총 스타디움/돔 공연 횟수	주요 활동 시기	주요 개최 지역
The Weeknd	After Hours Til Dawn Tour	18회 이상	4월 ~ 8월	유럽, 북미, 남미
AC/DC	Power Up Tour	17회	7월 ~ 9월	북미 (미국, 캐나다)
Ed Sheeran	LOOP Tour	15회 이상	6월 ~ 10월	북미 (미국, 캐나다)
Lady Gaga	The Mayhem Ball Tour	12회 이상	1월, 3월, 4월	북미, 아시아, 남미
BLACKPINK	DEADLINE World Tour	6회	1월	아시아 (일본, 홍콩)

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표5 BTS 오프라인 공연 내역 및 추정

공연명	Love : Speak Yourself	Permission to Dance on Stage	2026년~
기간	2018-2019	2021-2022	2026
횟수(회)	62	11	60+a
판매 티켓 수(매)	1,930,642	458,145	-
회당 모객 인원(명)	31,139	41,649	58,000
평균 티켓 가격	127.6달러	164.0달러	200달러 (가정)
총 공연 수익	2,818억원	909억원	9,730억원 (가정)

자료: touring data, 메리츠증권 리서치센터

표6 방탄 투어 회당 모객 수 및 회차 시나리오

시나리오	총 관객 수	평균 티켓 가격(달러)	공연 횟수	총 공연 매출	MD 매출 (공연 매출 30% 가정)
Bear	250만명	160	50회	5,560억원	1,668억원
Base	350만명	200	60회	9,730억원	2,919억원
Bull	450만명	250	70회	1.5조원	4,691억원

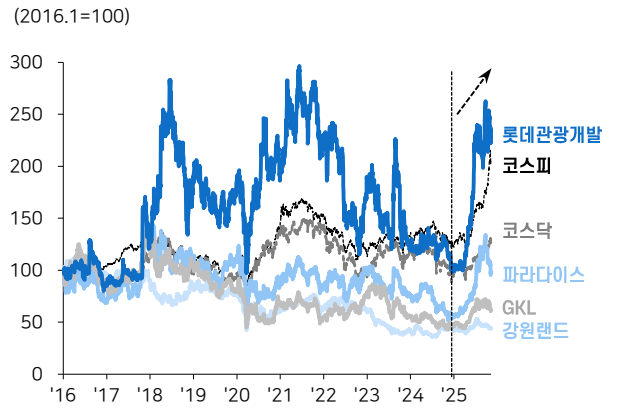
자료: 메리츠증권 리서치센터

Part 2 레저: 성장 궤도 진입

2025 Review: 새로운 성장 국면으로 진입

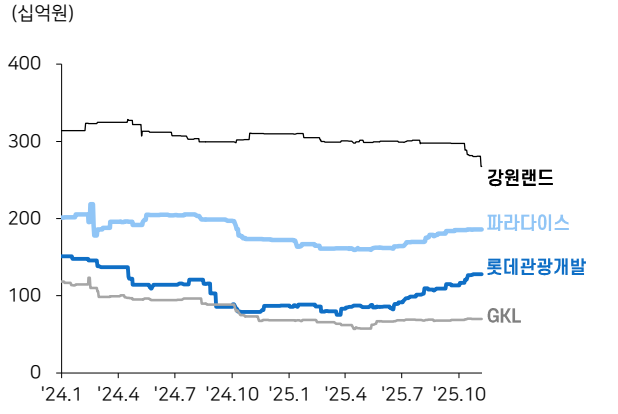
국내 카지노 기업 주가는 중국 단체관광 무비자 시행에 따른 실적 기대감, 월별 지표 개선세로 연초 대비 +60.1% 상승했다. 마카오와 싱가포르 카지노 업체들의 주가는 실적 회복과 관광 수요 정상화 기대감 속에 연초 대비 +19.9% 상승했다. 2025년 국내 카지노사 영업이익 컨센서스는 기업별로 차별화되고 있으며, 분기 실적 컨센서스 상회하는 기업 중심의 상향 조정이 이어지고 있다. 1) 인바운드 회복, 2) 자체 경쟁력 강화를 통한 VIP 고객 증가 등 전반적으로 실적 우상향이 기대된다.

그림16 국내 카지노 업체 주가 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림17 카지노 4사 2025 영업이익 컨센서스 변화 추이



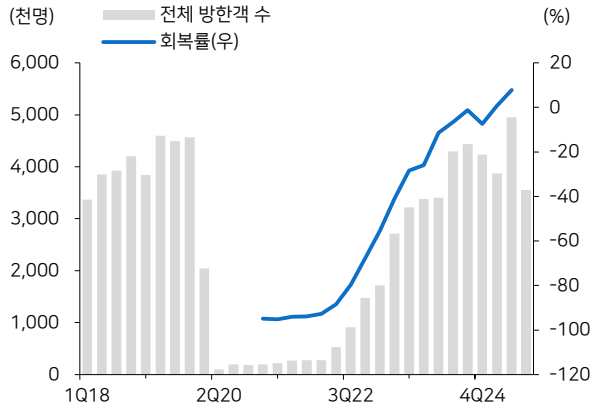
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2025 Review: 국내 인바운드 수요는 회복 중

국내 카지노 기업 주가는 중국 단체관광 무비자 시행에 따른 실적 기대감, 월별 지표 개선세로 연초 대비 +60.1% 상승했다. 마카오와 싱가포르 카지노 업체들의 주가는 실적 회복과 관광 수요 정상화 기대감 속에 연초 대비 +19.9% 상승했다. 2025년 국내 카지노사 영업이익 컨센서스는 기업별로 차별화되고 있으며, 분기 실적 컨센서스 상회하는 기업 중심의 상향 조정이 이어지고 있다. 1) 인바운드 회복, 2) 자체 경쟁력 강화를 통한 VIP 고객 증가 등 2026년에도 전반적으로 실적 우상향이 기대된다.

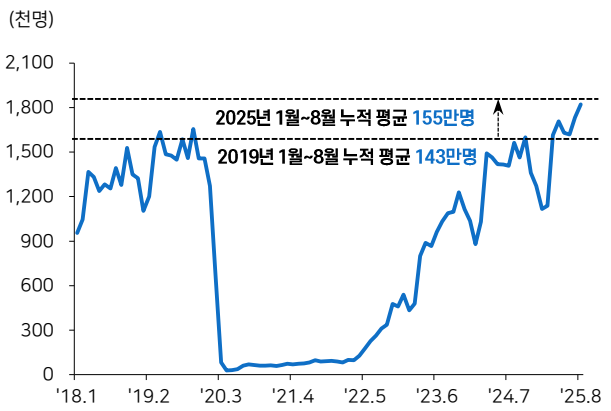
8월 아시아 전체 외래관광객 중 중국 본토 관광객은 604.6만 명(비중 40.2%)로 높은 비중을 차지하고 있으며, 이는 중국발 여행 수요 회복이 아시아 전반의 인바운드 회복을 견인하고 있음을 시사한다. 일본은 378.8만 명(비중 25.2%)을 기록했으며, 중국, 일본 외래관광객은 각각 +19.6% YoY, +17.1% YoY를 기록하며 꾸준한 회복세를 실현하고 있다. 홍콩(비중 4.3%), 베트남(비중 3.4%) 외래관광객 역시 전년 대비 각각 +4.8%, +9.9% 성장하며 안정으로 증가하고 있다. 정부는 'K-관광 혁신 전략(2023~2027)을 통해 2027년까지 인바운드 관광객 수 3,000만 명, 관광 수입 300억 달러 달성, 체류일수(12.9일→15일), 국내 여행 지출(44조 원→50조 원) 확대를 목표로 하고 있다.

그림18 방한 외래객 추이 및 회복률



자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

그림19 방한 외국인 관광객 수 추이

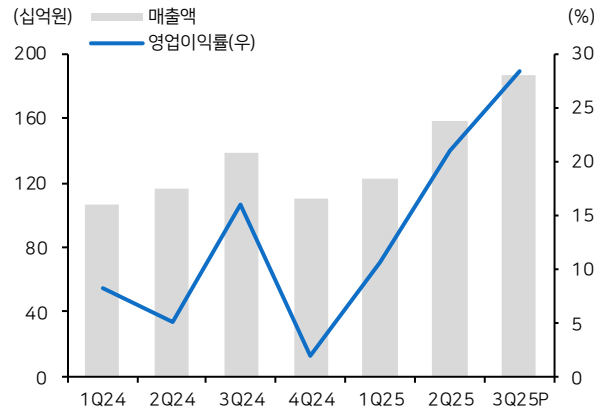


자료: 한국관광데이터랩, 메리츠증권 리서치센터

2025 Review: 롯데관광개발 3분기 실적 서프라이즈

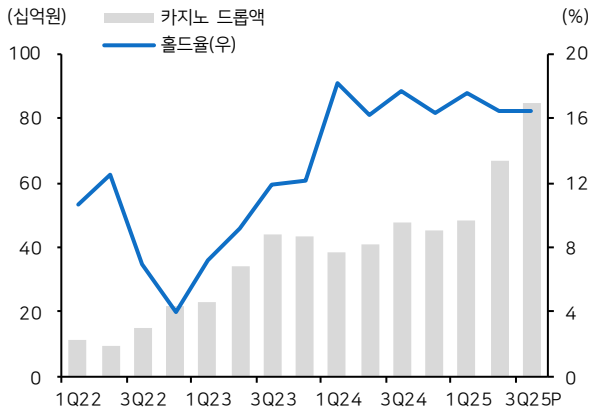
3분기 카지노 매출은 1,393억원 기록하며 전년 대비 +65.5% YoY 증가, OPM 28.4% 기록하며 레버리지 효과가 본격화되고 있다. 제주드림타워 객실점유율(OCC)는 90.2%, 카지노 고객 이용 비중은 48.6%. 일평균 777객실 사용 중이며 호텔 객실 여력은 충분한 상황이다. 2026년에도 트래픽 유입, 자체 경쟁력 강화, 재무구조 개선 등에 따른 영업 레버리지 개선 국면이 지속될 전망이다.

그림20 롯데관광개발 매출액, 영업이익 YoY 성장률 추이



자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

그림21 드롭액 및 홀드율 추이

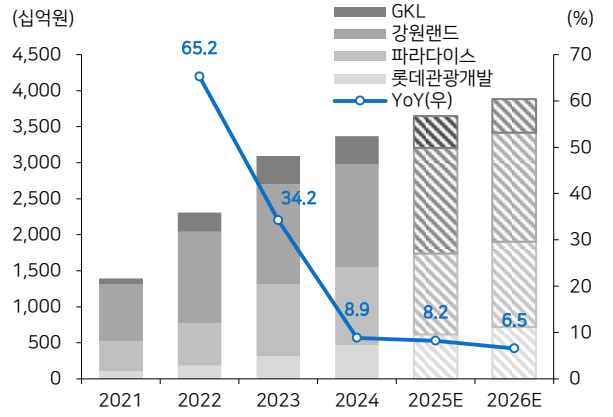


자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 성장 궤도 진입

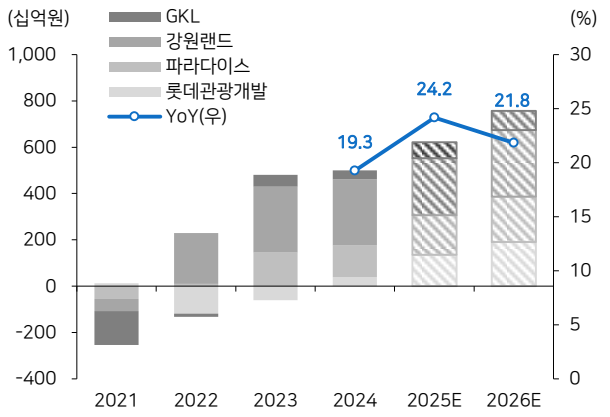
2026년부터는 ① 인바운드 수요 회복, ② 자체 마케팅 강화를 통한 VIP+Mass 동반 성장, ③ 비카지노 확대가 기대된다. 2025년 인바운드 수요 회복과 VIP 트래픽 확대를 기반으로 구조적 성장 궤도 진입하며 레버리지 효과를 확인했다. 자체 경쟁력에 따라 지역 및 운영사별 실적 성장 온도차 존재하나, 전반적인 이익 체질 개선이 가시화될 전망이다. 2026년 카지노 4사 합산 매출액 및 영업이익 각각 3.9조원(+6.5% YoY), 7,569억원(+21.8% YoY) 전망한다.

그림22 카지노 4사 합산 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림23 카지노 4사 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: '경험 중심'의 소비 패턴 변화

최근 중국 내에서 확산되는 '정서 소비(情绪消费, Emotional Consumption)' 트렌드 역시 국내 카지노 산업에 중장기적으로 긍정적인 요인으로 작용할 가능성이 높다. 여행 목적 또한 단순 관광에서 '정신적 치유'와 '감성 충족'으로 이동했으며. 여행·레저·실외 체험(41.3%)이 '가장 즐거운 소비' 항목 1위를 기록했다. 이러한 소비 패턴이 최근 시행된 중국 단체관광객 무비자 입국 제도와 결합될 경우, 심리적 힐링 및 오락 목적의 중·단기 체류 수요 확대 기대된다. 중장기적으로 정책 효과와 정서 소비 트렌드가 맞물려 국내 카지노 시장의 성장 모멘텀이 한층 강화되는 구간에 진입했다고 판단한다.

표7 정서소비(情結消費) 유형 및 특징

정서소비 유형	특징	예시	시사점
정착성 소비 (積習消費)	반복적이고 필수적인 소비로, 일상생활에서 지속 구매됨	술, 담배, 커피, 차, 설탕, 기름	감성적 요소 결합으로 브랜드 충성도 강화, 일상 속 정서적 연결고리 확보 필요
사회형 소비 (社交型消費)	고립감 해소와 소속감 획득 위한 소비. 사회적 관계 정체성 표현 중점	명품, 브랜드 의류, 금은보석	사회적 상징성 · 감성적 스토리텔링 강화로 소비자와 정서적 유대감 증진 필요
자기 만족형 소비 (悅己型消費)	자아 충족과 내면적 즐거움 위한 소비. 감정적 만족 · 행복 추구 중심	향수, 운동, 반려동물, 패션, 문화예술 체험	개인 맞춤형 감성 경험 · 힐링 콘텐츠 개발 집중, 내면적 욕구 충족 필요

자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

표8 정서소비 의향 조사 중 '즐거운' 소비 대상 순위

순위	항목	비율(%)	비고
1	여행, 레저, 실외 체험	41.3	1~6 순위 모두 여행/관광 산업 관련
2	식음료, 외식	38.9	
3	엔터테인먼트, 영화, 공연	29.6	
4	미용, 스킨케어	27.7	
5	IP 관련 굿즈, 한정판 상품	22.3	
6	반려동물 관련	18.1	

자료: 2024年社会趋势深度报告, 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 아시아 내 서울 선호도 증가

주요 중국 OTA(Online Travel Agency)에서 발표한 2025년 국경절 및 중추절 연휴 기간 내 인기 해외 목적지 순위를 살펴보면, 한국은 상위권을 기록했다. 특히 중국 온라인 여행사 통청 내 서울, 제주도 항공권 검색량이 전년 동기 대비 2배 이상 증가했다. 그 외 글로벌 OTA 부킹닷컴 데이터에서도 상반기 누적 아시아태평양(APAC) 지역 여행 검색 데이터에서 한국은 10위권 내 포진하고 있다. 대만에서 서울은 7위를 기록하며 검색량이 전년 대비 +49% 증가했으며, 중국에서도 7위(+2% YoY), 홍콩 5위(+27% YoY), 싱가포르 6위(+24% YoY), 일본 5위(+23% YoY)를 기록하며, 아시아 국가 내 인기 여행지로 자리매김하고 있다. K-Pop, 드라마, 뷰티·쇼핑 등 K-컬처의 인기가 아시아 전역으로 확산된 영향이다.

표9 중국 OTA 인기 해외 목적지

OTA	인기 해외 목적지 (국가 순)	인기 해외 도시 (도시 순)
씨트립 (Ctrip)	일본, 태국, 한국, 말레이시아, 싱가포르, 인도네시아, 미국, 호주 순	
취날 (Qunar)	말레이시아, 일본, 태국, 한국, 싱가포르, 베트남, 인도네시아, 호주, 미국, 필리핀 순	
퉁청 (Tongcheng)		서울, 방콕, 도쿄, 제주도, 홍콩, 쿠알라룸푸르, 싱가포르, 오사카, 발리, 마카오 순
페이주 (Fliggy)	일본, 한국, 말레이시아, 태국, 베트남	호주가 처음으로 인기 해외 국가 상위 5위에 진입

자료: 한국관광공사, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표10 주요 아시아 국가 내 인기 여행지 top 10

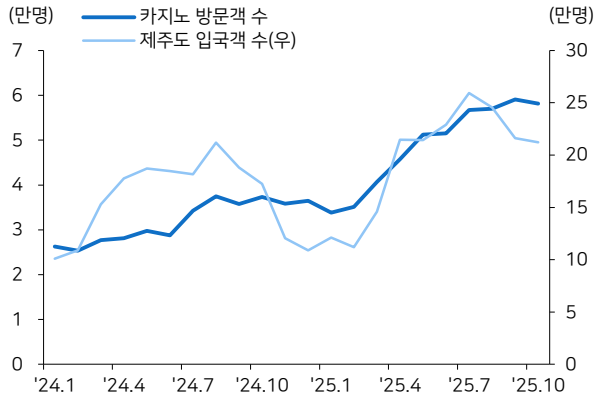
한국인 인기 여행지 TOP 10	대만인 인기 여행지 TOP 10	중국인 인기 여행지 TOP 10	홍콩인 인기 여행지 TOP 10	싱가포르인 인기 여행지 TOP 10	일본인 인기 여행지 TOP 10
1. 서울	1. 타이베이	1. 홍콩	1. 홍콩	1. 싱가포르	1. 도쿄
2. 다낭	2. 오사카	2. 방콕	2. 서울	2. 방콕	2. 오사카
3. 제주	3. 서울	3. 서울	3. 방콕	3. 쿠알라룸푸르	3. 교토
4. 도쿄	4. 후쿠오카	4. 상하이	4. 오사카	4. 조호르바루	4. 서울
5. 파리	5. 가오슝	5. 파리	5. 도쿄	5. 반둥	5. 후쿠오카
6. 오사카	6. 타이중	6. 싱가포르	6. 타이베이	6. 오사카	6. 상하이
7. 타이베이	7. 삿포로	7. 도쿄	7. 싱가포르	7. 런던	7. 나고야
8. 하노이	8. 파리	8. 쿠알라룸푸르	8. 가오슝	8. 홍콩	8. 요코하마
9. 홍콩	9. 방콕	9. 베이징	9. 타이중	9. 도쿄	9. 히로시마
10. 부산	10. 홍콩	10. 교토	10. 런던	10. 호치민	10. 사카이

자료: Booking.com, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 롯데관광개발 안정적인 실적 증가

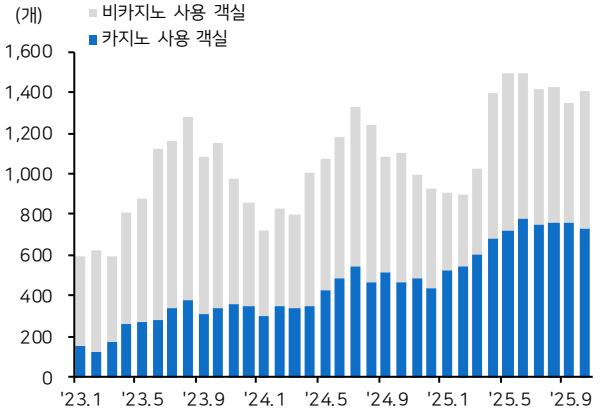
2025년 제주도 입도객 수는 완만한 증가세 지속되면서, 드림타워 카지노 실적 회복세도 지속 중이다. 특히, 3분기 카지노 방문객 수가 전년 대비 두 자릿 수 증가하며, 객단가 상승과 레버리지 효과가 동시에 작용했다. 중국, 일본 VIP 비중이 강화되고 있어 점전적인 실적 성장 기대되며, 아직 카지노 고객 사용 객실 비중은 50% 대로 추가적으로 활용이 가능하다.

그림24 제주도 방문객 수 및 카지노 방문객 추이



자료: 롯데관광개발, 제주관광협회, 메리츠증권 리서치센터

그림25 카지노 고객 사용 객실 수 추이



자료: 롯데관광개발, 메리츠증권 리서치센터

2026 Preview: 파라다이스 그랜드 하얏트 인수 효과

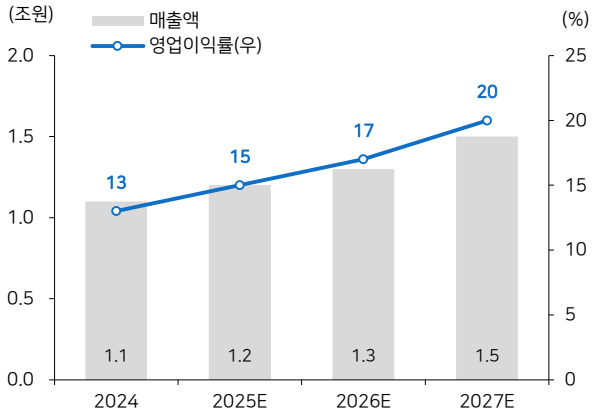
지난 9월 인수 계약을 체결한 그랜드 하얏트 웨스트타워는 3월 소프트 오픈 예정이다. 1) 카지노 객실 확보 효과: VIP 객실 수 확대로 연간 카지노 매출은 542억 원 증분이 예상된다. 2) 호텔 외형 확장: 501실 확보 및 ADR 25만 원 가정한다면, 공격적인 운영을 통해 호텔 부문에서 320억 원의 매출 증분이 예상된다. 또한 P-City 기존 770객실에서 1,200객실 확보하게 되며, 이를 통해 VIP 마케팅 전략 고도화가 가능해질 전망이다.

그림26 그랜드 하얏트 웨스트 타워 인수 효과 시나리오

카지노 매출 증분 효과		호텔 매출 증분 효과	
VIP 이용 가능한 추가 객실 수	200실 가정	추가 객실 수	500실
인당 드롭액(만원)	3,100	ADR(만원)	25
주말 영업 일수	104		
추가 드롭액(십억원)	451.4		
홀드율	12%	추가 객실 매출 (십억원)	32.0
카지노 매출(십억원)	54.2		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림27 파라다이스 중장기 성장 목표



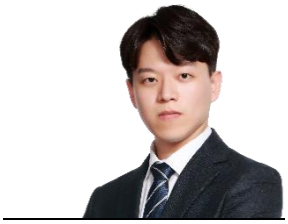
자료: 파라다이스, 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 11일 발간된
[2026 Outlook #12 – 철강/금속: 구조적 결핍, 구조적 과잉] 임

2026 Outlook #12 (해설판)

[철강/금속] 구조적 결핍, 구조적 과잉



철강/금속
Analyst **장재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

[Part 1] Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍

- ✓ 주요 광산 생산중단으로 2026년 공급 전망이 대폭 하향되었고, 제련수수료(TC)가 역사적 최저점 경신한 가운데 2026년 1월 Benchmark TC 협상 시점 다가오며 구리 가격 상승 압력 고조. 데이터센터 등 가격민감도가 매우 낮은 비전통 수요 증가와 유인가격($10,000~12,000/t) 상승이 가격 바닥을 지지하며, 미국 관세 리스크도 재부각 가능성 확대.
- ✓ 최선호주로 LS(006260), 풍산(103140), Taseko Mines(TGB US)를 제시

[Part 2] Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기

- ✓ 중국 부동산 침체로 수요 회복이 어려운 가운데 부양책보다는 강력한 감산 정책만이 유일한 업황 개선책으로 떠오름. 2026년 중국의 감산 강도 확대와 열연 반덤핑 관세 효과 등에 힘입어 완만한 실적 개선 기대

[Part 3] Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등

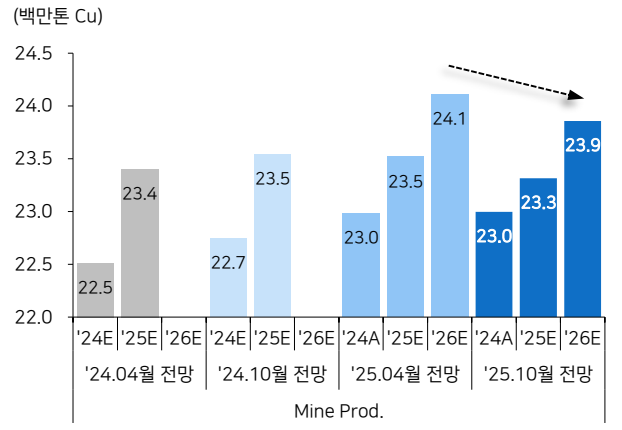
- ✓ 중국의 공급 제한 정책과 ESS 시장의 가파른 성장에 힘입어 하락세를 멈추고 가격 바닥 다지기에 성공. 2026년 수요 증가율이 공급 증가율을 앞지르며 구조적 가격 상승이 예상되나 남미발 저가 물량 확대는 경계해야 할 요인. 중단기 가격은 장기한계비용인 톤당 12,000달러를 상회할 전망

Part 1 Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍

ICSG Copper Outlook: 공급과잉 → 초과수요

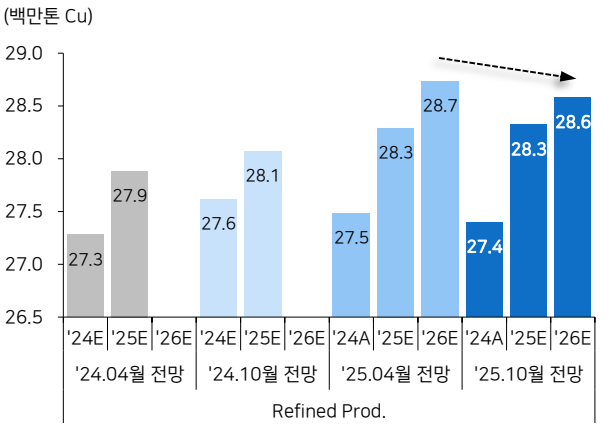
구리 산업에서는 2024년에 이어, 2025년에도 전례 없는 일들이 계속해서 발생하고 있다. 2024년 말 세계 5대 광산 중 하나인 Cobre Panama 광산이 무기한 운영 중단한 탓에, 2025년 TC/RC가 붕괴되었고, 중국 제련소들의 가동률을 낮추는 요인으로 작용했다. 2Q25에는 칠레의 대정전, Kakula 광산 침수, 캐나다의 산불 등 수많은 중소형 공급차질이 누적되었다. 3Q25에는 최악의 시기였는데, 세계 최대 규모 광산인 인도네시아 Grasberg 광산이 사고로 운영을 중단했고, 그 외에도 칠레의 El Teniente, Quebrada Blanca 등 초대형 광산의 추가 공급차질이 발생했다. 마침내 10월, ICSG(International Copper Study Group)는 2026년 전세계 구리 공급량 전망을 하향 조정, 수요 전망을 상향 조정하며 구리 시장이 공급과잉에서 초과수요 국면으로 전환될 것임을 선언했다.

그림1 전세계 구리 광산 생산량 전망치 하향 조정



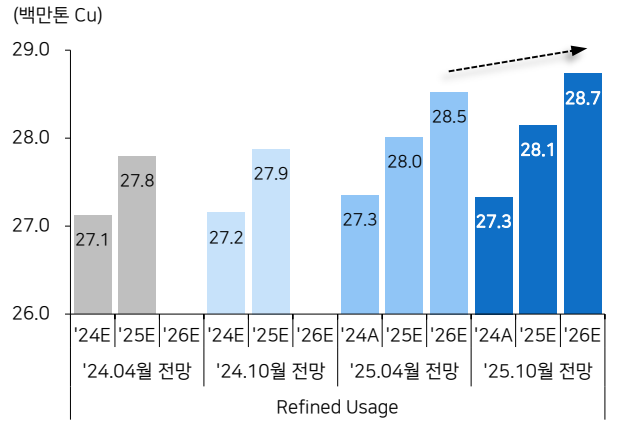
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림2 전세계 구리 제련소 생산량 전망치 하향 조정



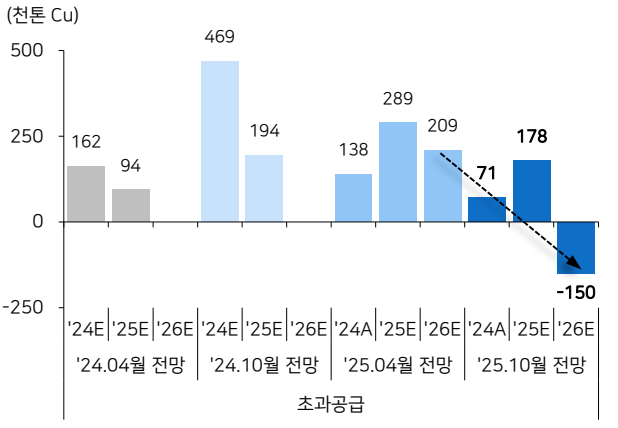
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림3 수요 전망치는 지속적인 상향 조정



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '25년 공급과잉은 축소, '26년은 공급부족으로 전환



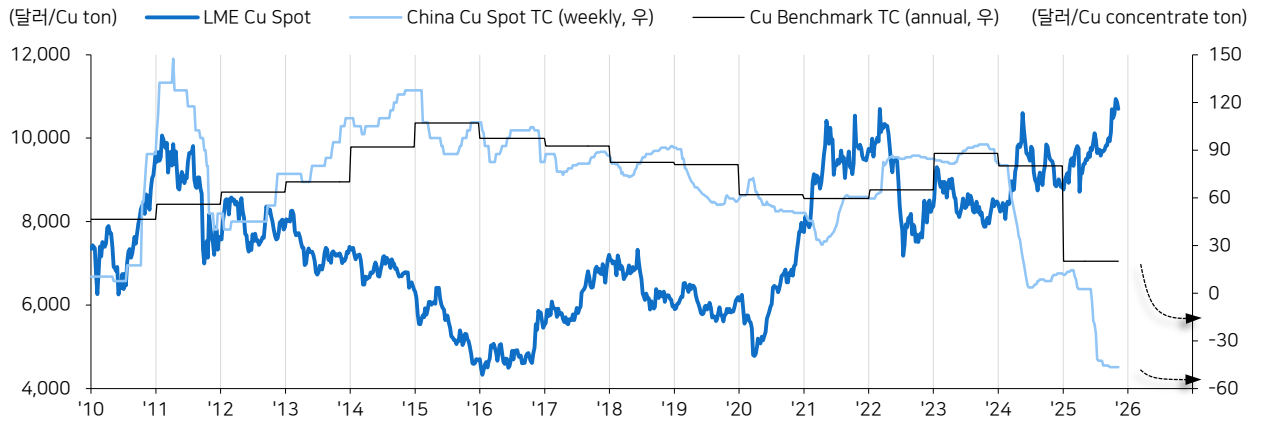
자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

역사적으로 본 적 없는 마이너스(Negative) 제련수수료(TC, Treatment Charge)

제련소가 구리 원재료인 정광을 광산 업체로부터 구매할 때, 광산 업체가 제련소에게 지급하는 제련수수료는 결국 광산 업체의 협상력을 나타낸다. TC의 하락은 곧 공급자 우위 강화를 나타내며, 가격과는 반대의 움직임을 보여준다.

올해 중순, TC는 역사적으로 경험하지 못한 음수(-)의 영역으로 접어들었고, -50$/t 수준을 벗어나지 못하고 있다. 내년 1월, 매년 대형 제련소와 광산 업체가 연간 일정 물량 공급의 가격을 결정하는 Benchmark TC 협상의 시기가 다가오고 있다. 1) Spot TC가 Benchmark TC보다 훨씬 낮은 수준에 머물러 있다는 점, 2) 올해 이례적인 광산 공급차질이 매 분기마다 지속 발생했다는 점, 3) 이미 칠레 광산 업체 Antofagasta가 일부 물량에 대해 2026년 TC를 0$/t으로 협의했다는 점을 고려할 때, 내년 1월 Benchmark TC는 한 차례 더 낮아질 것으로 예상하며, 이는 곧 구리 가격의 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

그림5 **Benchmark TC ↓, 협상력: 광산업체 〉 제련소, 구리 가격 ↑**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

가격 민감도가 낮은 비전통 구리 수요

2025년 예상되는 비전통 구리 수요(xEV, 태양광, 풍력, AI 데이터센터)는 총 656만톤으로 추정한다. 이는 연간 총 구리 수요 2,800만톤의 23.4%에 해당한다. 이 비전통 수요는 2030년까지 약 760만톤 증가해 1,415만톤에 달할 전망이다. 그런데, 이들 수요는 구리 가격이 10,000달러에서 15,000달러로 50% 폭등하는 시나리오를 가정해도, 각 수요산업의 총비용 대비 구리 원가 변화는 +0.35%~2.27%로 미미하다. 다시 말해, 가격 민감도가 낮아 수요가 매우 견고하다. 전통적 구리 수요는 경기침체 시 수요가 둔화하는 경기민감형 수요였다면, 2021년부터 새롭게 부상한 비전통 수요는 경기에 민감하지 않아 총수요에 구조적 변화를 일으키고 있다.

표1 2025년 글로벌 구리 수요 2,800만톤 vs. 2030년 글로벌 구리 비전통 수요 1,400만톤

		단위	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	비고
AI 데이터센터 구리 수요	TSMC CoWoS Wafer Capa	천장/월	-	35	68	95	112	129	148	170	'28년 이후 YoY +15% 가정
		천장/연	108	264	618	978	1,242	1,445	1,662	1,911	
	AI GPU 생산량 (a)	백만개	5.8	14.3	33.4	52.8	67.1	78	89.7	103.2	장당 약 60개의 AI Chip 생산 CoWoS Capa의 90%가 AI Chip에 사용된다고 가정 (Nvidia 70%, AMD/Broadcom/기타 20%)
	GPU 평균 최대출력 (b)	W	550	700	850	1,000	1,150	1,300	1,450	1,600	신제품 소비전력 트렌드 반영 A100(400W), H100(700W), B200(1,000W)
	연간 신규 데이터센터 용량	GW	3.2	10	28.4	52.8	77.1	101.4	130.1	165.1	생산량 (a) * 평균 최대출력 (b)
	구리 사용량	t/MW	27	27	27	27	27	27	27	27	Microsoft 시카고 데이터센터(2009), MW당 27톤 사용
	소계	**천톤**	**87**	**269**	**766**	**1,426**	**2,082**	**2,738**	**3,513**	**4,457**	
자동차 수요	BEV	백만대	9.8	11.3	15.1	18.1	21.7	26.1	31.3	37.5	26년부터 YoY +20% 적용
	HEV	백만대	7.8	9.5	11	12.6	14.5	16.7	19.2	22.1	26년부터 YoY +15% 적용
	PHEV	백만대	4.1	6.3	7.4	8.5	9.7	11.2	12.9	14.8	26년부터 YoY +15% 적용
	ICE	백만대	66	62.6	62.6	56.9	50.1	42.1	32.7	21.6	
	소계	**백만대**	**87.7**	**89.8**	**96.1**	**96.1**	**96.1**	**96.1**	**96.1**	**96.1**	
자동차 구리 수요	BEV	천톤	689	792	1,055	1,266	1,520	1,824	2,188	2,626	대당 구리 수요:
	HEV	천톤	303	371	429	493	567	652	750	862	BEV 80kg, HEV 60kg, PHEV 40kg, ICE 20kg
	PHEV	천톤	239	368	427	491	565	650	747	859	(CDA, Mining Technology, ICA, CME Group)
	ICE	천톤	1,418	1,346	1,346	1,222	1,077	905	703	465	
	소계 (ICE 제외)	**천톤**	**1,231**	**1,531**	**1,911**	**2,251**	**2,652**	**3,125**	**3,685**	**4,347**	
신재생 에너지 신규 설치	태양광	GW	437	566	633	678	725	779	827	888	Bloomberg NEF
	육상풍력	GW	91	95	105	96	102	112	122	132	
	해상풍력	GW	23	32	41	42	46	48	47	53	
신재생 에너지 구리 수요	태양광	천톤	2,185	2,830	3,165	3,390	3,625	3,895	4,135	4,440	1MW당 5t 수요 가정 (EIA 4.1 t/MW, CDA 5.5 t/MW)
	육상풍력	천톤	329	340	379	346	368	404	439	475	1MW당 3.6t 수요 가정 (IEA 4.5 t/MW, CDA 3.5 t/MW)
	해상풍력	천톤	187	256	327	337	371	385	378	427	1MW당 8t 수요 가정 (IEA)
	소계	**천톤**	**2,700**	**3,426**	**3,870**	**4,073**	**4,363**	**4,684**	**4,952**	**5,343**	
비전통 구리 수요		**천톤**	**4,018**	**5,227**	**6,547**	**7,750**	**9,097**	**10,548**	**12,150**	**14,148**	

자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 **구리 가격 +1,000달러/톤 → 투자비용 민감도: 데이터센터 +0.27%, 자동차 가격 +0.07%, 태양광발전 +0.45%, 육상풍력 +0.18%, 해상풍력 +0.16%**

		데이터센터 (1GW) 가정: 1MW당 27톤 사용			자동차 가정: 대당 35kg 사용			태양광 (1GW) 가정: 1MW당 5톤 사용			육상풍력 (1GW) 가정: 1MW당 3.6톤 사용			해상풍력 (1GW) 가정: 1MW당 8톤 사용		
(백만달러)		총비용	Cu 값 변동	총비용 대비 (%)	ASP (달러)	Cu 값 변동 (달러)	총비용 대비 (%)	총비용	Cu 값 변동	총비용 대비 (%)	총비용	Cu 값 변동	총비용 대비 (%)	총비용	Cu 값 변동	총비용 대비 (%)
Cu 가격변동(달러/톤)	1,000	10,000	27	0.27	50,000	35	0.07	1,100	5	0.45	2,000	3.6	0.18	5,000	8	0.16
	2,000	10,000	54	0.54	50,000	70	0.14	1,100	10	0.91	2,000	7.2	0.36	5,000	16	0.32
	3,000	10,000	81	0.81	50,000	105	0.21	1,100	15	1.36	2,000	10.8	0.54	5,000	24	0.48
	4,000	10,000	108	1.08	50,000	140	0.28	1,100	20	1.82	2,000	14.4	0.72	5,000	32	0.64
	5,000	10,000	135	1.35	50,000	175	0.35	1,100	25	2.27	2,000	18	0.9	5,000	40	0.8

주: 데이터

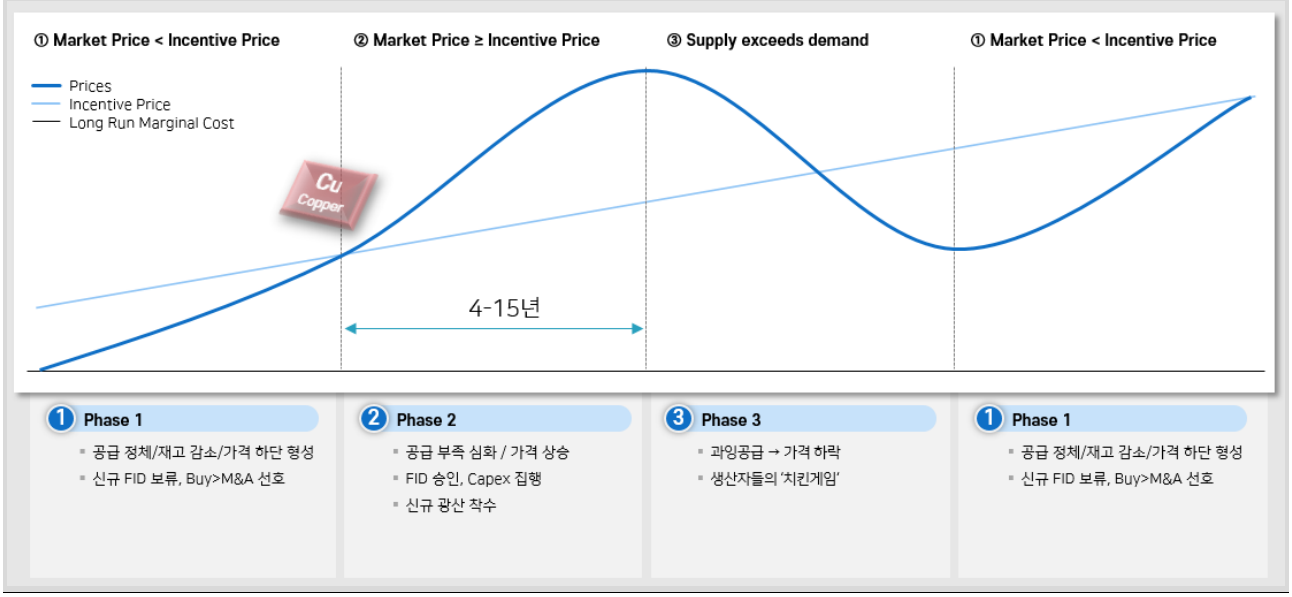
자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, ICSG, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

가격은 어디까지 올라갈 수 있을까? 유인가격(Incentive Price)에 답이 있다

향후 구리 시장에서의 가격 바닥은 11,000$/t 수준을 예상한다. 이는 여러 시장조사기관에서 발표한 유인가격(Incentive Price, 신규 투자가 수익을 발생시키기 위해 요구되는 중장기 구리 가격 수준)의 평균값이다.

광산업체들은 구리 가격이 유인가격의 수준에 도달하여 장기적으로 유지되기 이전까지는 신규투자 유인이 없다. 그동안 초과수요는 누적되어 신규공급이 발생할 때까지 가격은 지속 상승한다. 그러나 구리는 광산 탐사로부터는 약 16년, 광산 개발 이후 상업생산까지는 약 4년이 소요된다. 구조적인 가격 상승 국면을 맞이했다고 판단하는 이유이다.

그림6 **Incentive Price에 기반한 가격 Cycle**



자료: 메리츠증권 리서치센터

미국 구리 관세 리스크 재점화: 안보 자산으로 격상된 구리

미국 내 구리 가격 프리미엄은 관세 부과 우려로 지속 확대되어 왔으나, 지난 7월 반제품에만 관세를 부과하고 전기동(Refined Copper)은 유예하면서 이슈가 일단 락되는 듯 보였다. 그러나 당시 미 상무부는 전기동에 대해 2027년 15%, 2028년 30%라는 구체적인 관세안을 제안했으며, 최종 시행 여부는 2026년 6월 30일 대통령 결정에 위임한 상태이다.

특히 지난 11월 6일, 미국이 구리를 '핵심광물(Critical Minerals)' 목록에 포함시킨 점에 주목해야 한다. 이는 구리의 중요성을 국가 안보 차원으로 공식 격상한 것으로, 무역확장법 232조를 통한 관세 부과 명분이 확보되었음을 의미한다. 따라서 2025년에는 미국발 구리 관세 리스크가 다시금 시장의 핵심 변수로 부상할 전망이다.

Top Picks: LS, 풍산, Taseko Mines

국내 증시에서 구리 가격 상승 모멘텀을 직접적으로 향유할 수 있는 선택지는 제한적이나, 가격 연동성이 높은 LS와 풍산이 대표적인 수혜주이다. 미국의 관세 장벽까지 고려한다면 미국 내 광산을 보유한 업체가 가장 매력적이다. Taseko Mines는 북미(미국·캐나다)에 생산 기반을 둔 'Pure Copper Player'로서, 현재 안정적인 이익을 창출하고 있다는 점에서 차별화된 투자 대안이 될 것이다.

Part 2 Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기

중국 감산 정책: 업황 개선의 유일한 'Key'

2025년 철강 업종이 강세를 보였던 2~3월과 7월의 주가 상승 배경에는 반덤핑 관세 이슈와 중국의 감산 기대감이 자리 잡고 있었다. 중국 부동산 경기 침체로 수요 회복이 요원한 현시점에서, 실질적인 업황 개선을 위한 유일한 해법은 중국 철강산업의 강도 높은 구조조정뿐이다.

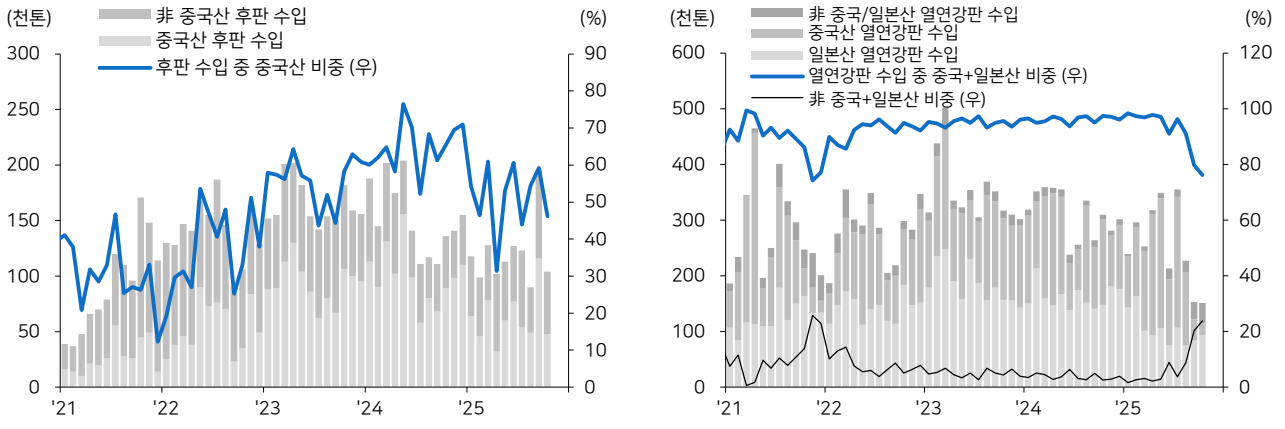
중국 당국은 지난 10월, 15차 5개년 계획 건의안 발표 직후 '신규 철강산업 용량교체 방안'을 내놓으며 생산능력 감축 의지를 시사했다. 향후 관건은 부진한 수요를 상쇄할 만큼의 강력한 감산 정책이 실제 시행될지 여부이며, 이는 추가적인 정책 동향을 통해 확인해야 할 부분이다.

반덤핑 관세 효과: 시차 존재하나 방향성은 명확

반덤핑 관세 조치에 따른 점진적인 실적 회복이 기대된다는 점은 긍정적이다. 한국 정부는 지난 4월 중국산 후판에 이어, 9월에는 중국 및 일본산 열연강판에 대해 약 30%의 반덤핑 관세 부과를 결정했다. 후판은 보세구역을 통한 조선용 물량 통관으로 제재 효과가 제한적이었으나, 열연강판은 수입 물량 감소 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다.

관세 효과가 본격화되기까지 기존 수입 재고 소진에 1~2개 분기가 소요되겠지만, 이러한 무역 장벽은 현대제철과 POSCO홀딩스의 중장기 실적 개선을 지지하는 확실한 근거가 될 것이다.

그림7 **후판 반덤핑관세 부과('25년 4월) 이후 총 수입물량은 큰 변화 없이 유지 중.**
반면 열연 반덤핑관세 부과('25년 9월) 시점부터 수입물량 감소

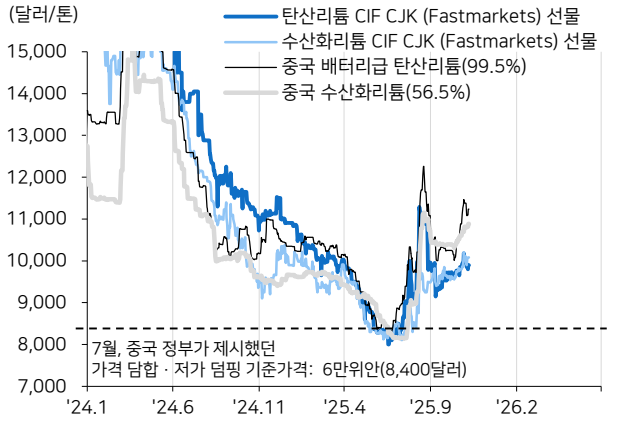


자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등

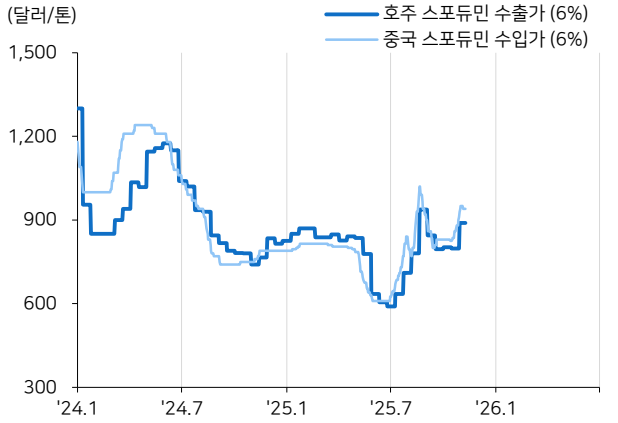
리튬 시장은 2025년 7월 중국 정부의 공급 제한 조치(감산·수출 통제)를 기점으로 바닥을 확인했으며, 이제 구조적 턴어라운드 국면에 진입했다. 가격 반등의 핵심 동인은 '수요 증가율이 공급 증가율을 상회(Demand 〉 Supply)'하는 수급 역전 현상이다. 2026년 글로벌 리튬 공급 증가율은 22%로 둔화되는 반면, 전방 산업인 전기차(BEV)와 에너지저장장치(ESS) 시장은 각각 30%, 23~100% 수준의 고성장이 예상되어 타이트한 수급 밸런스가 형성될 전망이다.

그림8 7월 초를 기점으로, 리튬 가격 반등 중



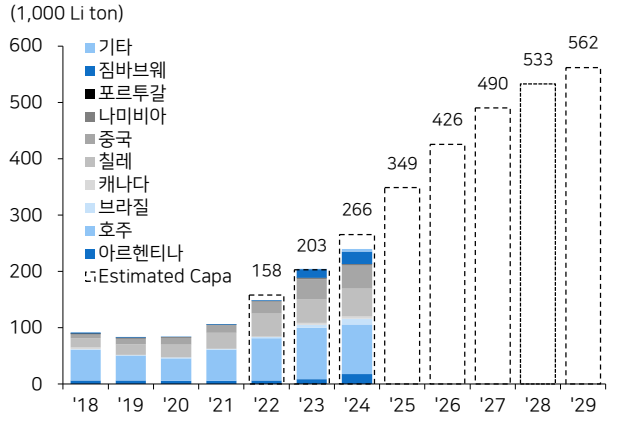
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 스포듀민 가격 또한 유사한 움직임



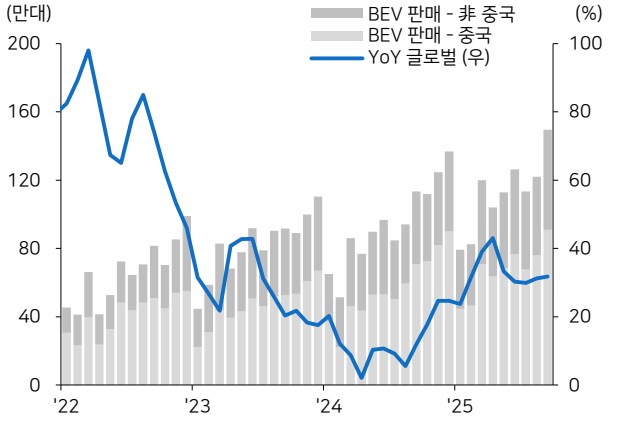
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 전세계 리튬 Capa YoY % '24년 +31.0%, '25년 +31.2%, '26년 +22.1%



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 월별 글로벌 BEV 판매 성장률, 중국 중심 판매 확대로 +30% YoY 상회



자료: 메리츠증권 리서치센터

Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 12일 발간된
[2026 Outlook #13 – 플랫폼/게임: Throne war] 임

2026 Outlook #13 (해설판)

[플랫폼/게임] Throne war

인터넷/게임
Analyst **이효진**
hyojinlee@meritz.co.kr

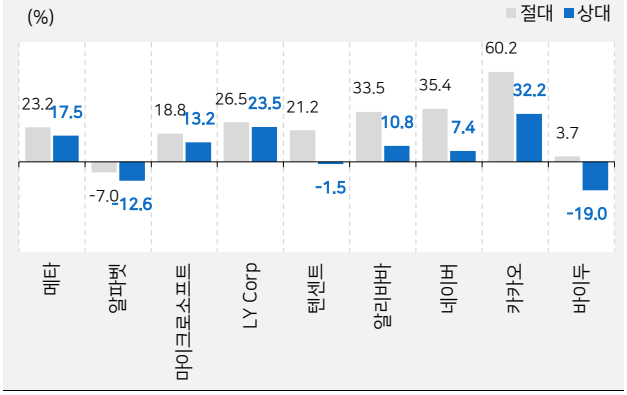
- ✓ 2025년 플랫폼 산업은 AI 경쟁 재편의 전환기. 딥시크 모멘트를 기점으로 중국 플랫폼 반등에 성공했고 미국에서도 구글이 '나노 바나나'와 'AI 브리핑'으로 반격하며 승자 구도 변화 중. 국내에서는 네이버가 광고 버티컬 확장하고 피드형 성과 등을 통해 ROAS 높이는 글로벌 성공 방식을 복제하는 모습. 카카오는 ChatGPT 도입과 피드/숏폼 도입. 업데이트 이후 소비자 평가가 향후 성과를 결정할 핵심 변수
- ✓ 디지털 자산 측면에서는 네이버-두나무 합병 시너지 기대. 스테이블 코인에서는 수수료 절감·이자 수익화 기회 확보, RWA 토큰화를 통한 증권거래 등 신규 사업 확대 기회가 포인트
- ✓ 게임 산업은 모바일 중심 구조 한계로 업종 내 2025년 최저 수익률 기록, 제한적 수급 환경 속 신작 모멘텀 중심 단기 대응 지속. 2026년 GTA6 출시를 기점으로 PC/콘솔 중요도 부각 가능성 높다고 판단, 펄어비스 추천

Part 1 플랫폼

2025 Review: 글로벌

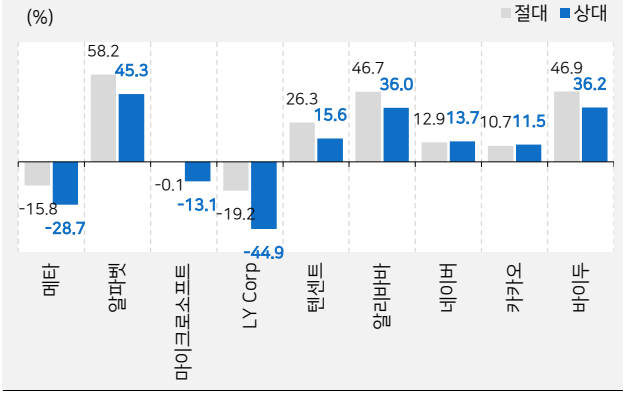
2024년까지는 미국과 非미국 시장의 구도가 뚜렷했지만, 2025년에는 '딥시크 모먼트'를 기점으로 중국 플랫폼의 선전이 두드러졌다. 딥시크 기반 AI 이용량이 급증했고, 중국 플랫폼들도 적극적 CAPEX 계획을 내놓기 시작했다. 검색 시장에서 ChatGPT에 주도권을 내주던 구글은 AI 브리핑 기능을 도입하며 반격했고, Gemini의 포토샵 활용 등 클라우드 기반 사용 증가로 미국 내 기술 기업 구도도 재편되는 흐름이 나타났다.

그림1 1H25



주: 2025.01.01 대비 2025.06.30 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2H25



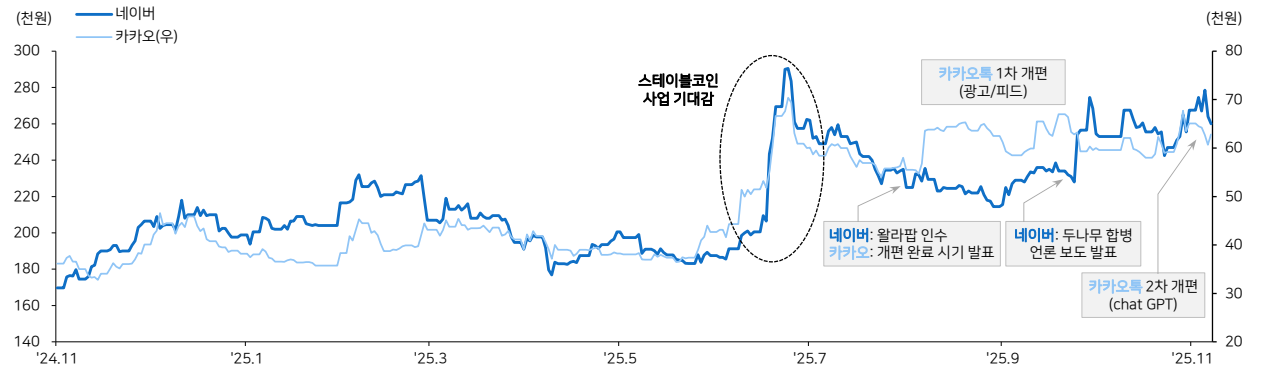
주: 2025.07.01 대비 2025.11.10 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025 Review: 국내

국내 플랫폼은 글로벌 흐름과는 별개로 독자적인 변화를 보였다. 개별 이벤트도 존재했으나 정권 변화가 주가에 큰 영향을 가져왔다. 2월에는 카카오가 오픈AI의 샘 올트먼과 업무협약을 맺으며 카카오 내 ChatGPT 도입 가능성이 부각되었으나, 텐센트가 위챗에 딥시크를 빠르게 적용한 것(2월 도입)과 달리 카카오톡 내 ChatGPT는 MOU 체결 후 약 9개월이 지나서야 도입되어 상반기 주가에 반영되지 못했다. 오히려 6월 신정부 출범과 함께 스테이블코인 관련 사업 기대감이 플랫폼 기업들의 주가를 크게 움직였다.

카카오는 9월 23일 If Kakao에서 AI 성과와 사업 방향을 공개하며 게임 신작 모멘텀과 유사한 주가 추이를 보였고, 이후 업데이트에 대한 시장 반응에 따라 주가는 횡보했다. 한편, 네이버는 8월 초 C2C 플랫폼 왈라팝 인수 이후 매도세가 강화되었으나, 9월 컬리 도입과 두나무 관련 딜 기대감이 반영되며 다시 반등하기 시작했다.

그림3 **네이버/카카오 주가 추이**



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

AI와 Kakao

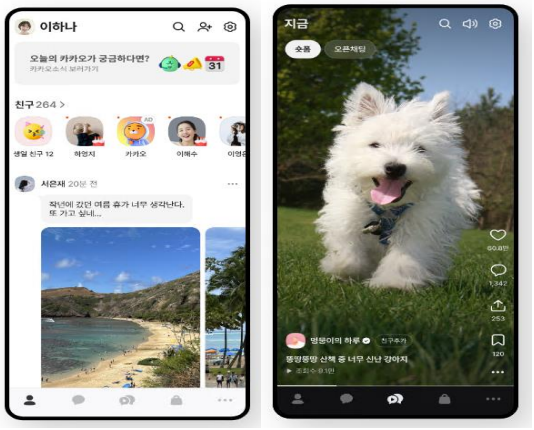
카카오는 9월 'If Kakao' 행사에서 신규 서비스들을 공개하며, ChatGPT를 제외한 광고 중심 기능을 먼저 적용했다. 그러나 업데이트 직후 사용자 반응이 예상보다 좋지 않아 첫 번째 탭을 롤백하는 등 초기 개편은 과거와 비교했을 때 실패였다.

이어 카카오는 10월 28일부터 핵심 협업 모델인 'ChatGPT in Kakao'를 도입했다. 카카오는 3분기 실적 발표에서 ChatGPT 이용 동의자가 200만 명에 달한다고 밝혔으나, 아직 위챗 '위엔바오'처럼 폭발적인 MAU 증가로 이어진 모습은 보이지 않았다. 업데이트 이후 카카오톡 체류 시간이 24분에서 26분으로 약 10% 증가했다고 밝혔지만, 민간기관 데이터와 차이가 있어 4분기 추이를 추가 확인할 필요가 있다.

카카오는 AI 에이전트 초기 모델 또한 제시했다. 이는 기존 메신저 기능 확장의 성격이 강하며, 외부 파트너와의 협업을 통해 향후 기능 확대를 추진할 계획이라

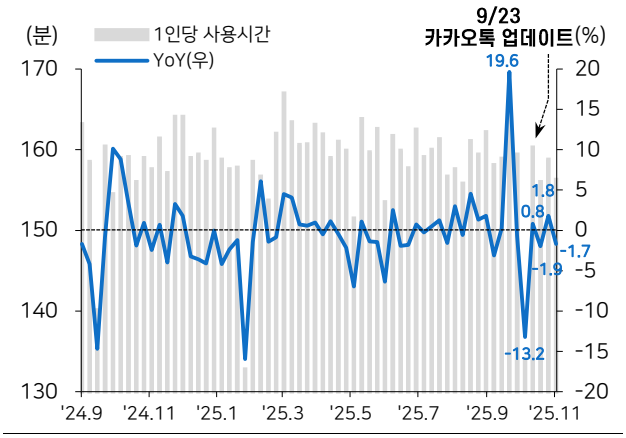
밝혔다. 다만, 주요 기능 상당수가 이미 카톡 내에 구현되어 있어 재무적 성과로 이어지는 모습은 좀더 관찰이 필요하다.

그림4 카카오톡 첫 탭은 피드형, 세번째 탭은 숏폼으로 변경



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

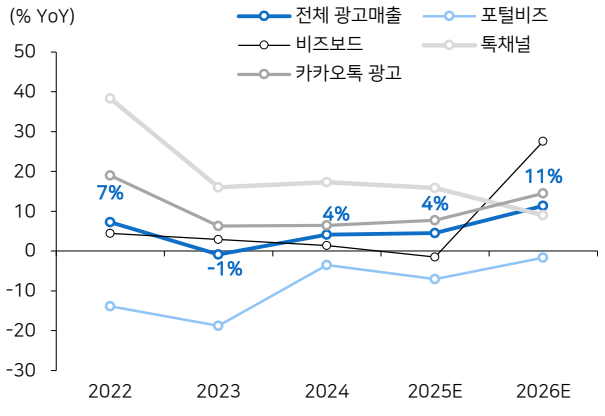
그림5 카카오톡 이용자 체류 시간



자료: Wiseapp, 메리츠증권 리서치센터

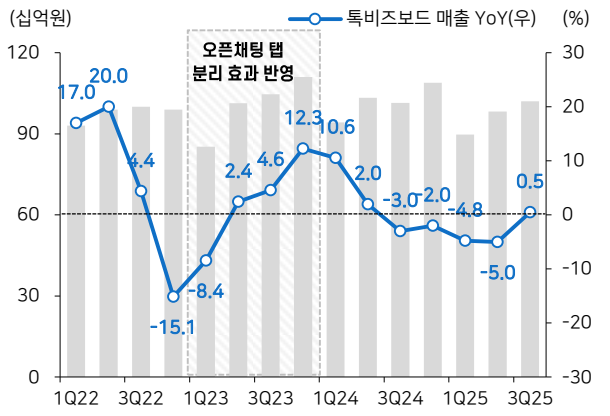
카카오의 전체 광고 매출의 향후 성장은 카카오톡 개편에 따른 비즈보드 확대가 핵심이 될 전망이다. 비즈보드 일평균 매출은 11억원에서 2026년 16억원까지 성장할 것으로 예상되며, 여기에 ChatGPT 탭 광고가 확대될 경우 2027년에는 약 17.6억원 수준도 가능하다. 이는 과거 오픈채팅 탭 분리 시 지면 확대 효과와 유사하다. 다만 롤백 사례 등 변수는 여전히 존재하고, 유료 구독 모델은 아직 반영되지 않아 본격 도입 시 가격 및 혜택 설계가 관건이 될 전망이다. 결국 2026년 전망 실현 여부는 업데이트 이후 소비자 반응에 달려 있다.

그림6 카카오 부문별 매출 성장률



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

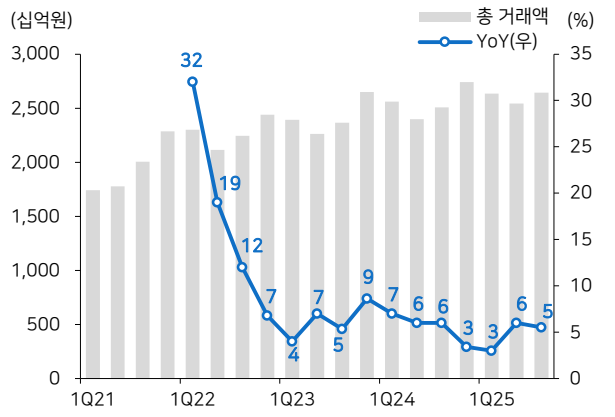
그림7 오픈채팅 탭 분리 시 효과



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

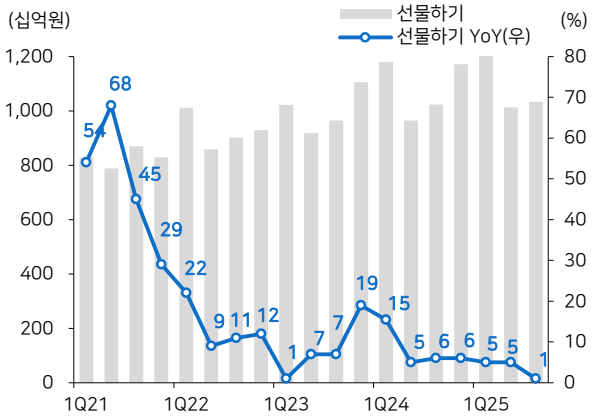
에이전트 도입에 따른 커머스 성과를 기대하는 시선도 존재한다. 그러나 이를 위해서는 추천 기능 고도화 외에 배송·셀러 인프라 등 추가 기반이 필요할 것으로 판단된다. 실제로 2025년 2분기 기준 카카오 커머스의 자기 구매 비중은 16%에 그치고 있으며, 지금까지의 성장은 선물하기 중심의 단가 상승에 의존해 왔다. 3분기 선물하기 성장률이 1%까지 둔화되며 한계가 뚜렷해진 만큼, 2026년에 도입될 쇼핑 에이전트가 자기 구매를 얼마나 끌어올릴지 지켜볼 필요가 있다.

그림8 **커머스 총 거래액과 성장률 추이**



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **선물하기 매출과 성장률 추이**



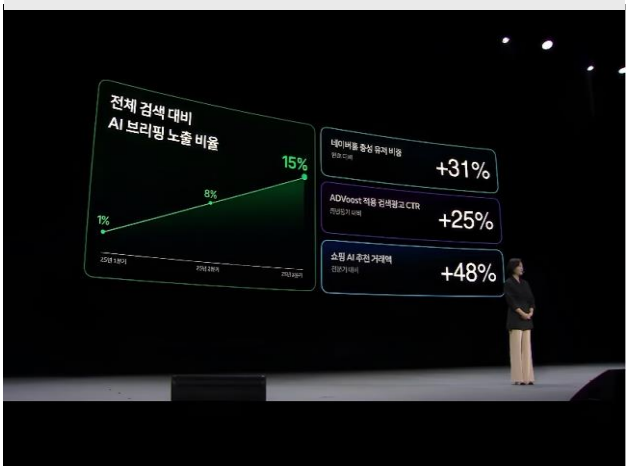
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

AI와 NAVER

네이버가 'DAN 25'에서 공개한 새로운 광고 전략은 구글·텐센트와 마찬가지로, 검색·쇼핑·브랜딩 전반에 AI를 보다 적극적으로 적용해 광고 효율을 극대화하는 데 초점이 맞춰져 있다. 구글이 ChatGPT에 내준 검색 지위를 'AI Overview'로 만회하고자 했던 것처럼, 네이버도 올해 처음 AI 브리핑을 검색에 도입했다. 2025년 3분기 기준 전체 검색의 15%가 노출 대상이며, 4분기에는 20%까지 확대될 계획이다. 실제로 플레이스(맛집 등)를 비롯한 검색광고에서는 CTR(Click-Through Rate: 노출 중 클릭 횟수)이 25% 개선되는 성과도 나타났다.

Ad Voost는 AI 기반의 쇼핑 광고 캠페인을 자동 설정·운영하는 툴로, 평균 ROAS를 773%까지 향상시켰다. 특히 11월 중순부터는 기존 네이버 생태계 내부에 한정됐던 노출 범위가 페이스북·인스타그램까지 확대된다. 나아가 2026년에는 유튜브 동영상 광고까지 지원 범위가 넓어질 예정이다.

그림10 AI 브리핑 도입 후



자료: 메리츠증권 리서치센터

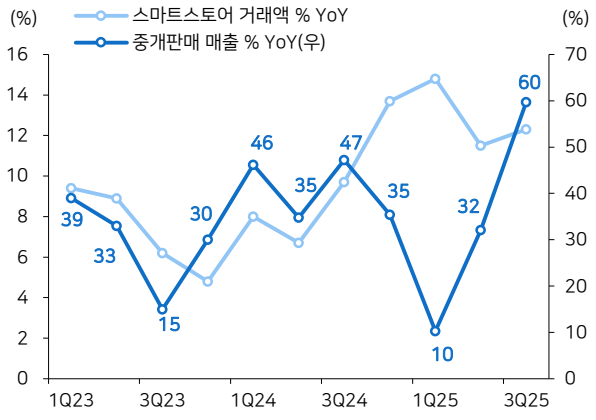
그림11 네이버 광고 시장에서의 역할이 전광판에서 분배의 역할까지 확대

자료: 메리츠증권 리서치센터

올해 3분기 네이버 스마트스토어 거래액은 전년 대비 12% 성장하며 두 자릿수 증가세를 이어갔다. 특히 브랜드스토어는 최근 5개 분기 연속 40%대 고성장을 기록하며 take rate도 점진적으로 확대되는 중이다. 더불어 지난 6월부터는 非브랜드스토어 수수료가 일괄 1% 인상되며, 분기 약 700억 원의 매출 효과가 추정된다. 다만 증가한 수익 중 절반은 향후 1년간 마케팅에 재투자해 플랫폼 활성화를 강화할 것으로 가정했다.

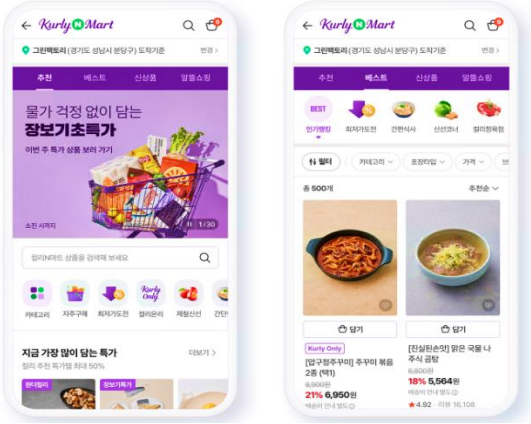
올해 3분기 전체 온라인쇼핑 거래액이 전년 대비 +9% 성장하며 상반기 대비 개선된 가운데, 특히 식음료·배달 서비스 카테고리가 강세를 보였다. 이러한 트렌드 속 네이버의 컬리 입점은 신선식품 카테고리를 보완해 거래액 확대 및 사용자 활동 증가로 광고 매출 및 방문 빈도를 함께 끌어올리는 효과가 나타날 것으로 기대된다.

그림12 네이버 스마트스토어 거래액과 중개판매 매출 성장률



자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

그림13 9/4 네이버 스마트스토어 내 컬리 운영 시작



자료: 네이버

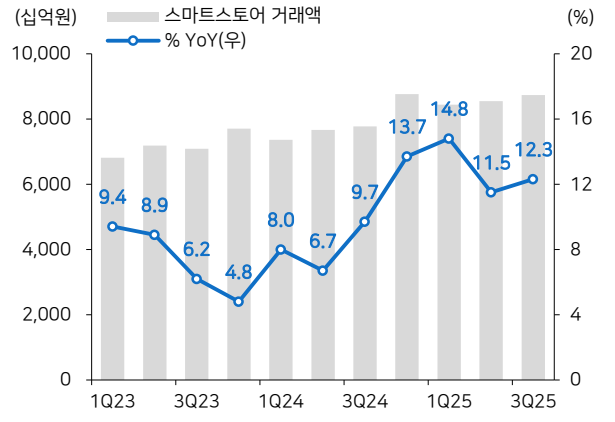
표1 **온라인 쇼핑 최근 화두는 '신선식품'**

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024	2025(YTD)
합계 (금액)	**56.8**	**59.2**	**60.8**	**65.4**	**63.8**	**65.0**	**63.5**	**67.2**	**65.4**	**66.2**	**69.3**	**242.2**	**259.4**	**200.8**
패션	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	3.9	4.0	3.1
식료품	**7.2**	**7.3**	**8.0**	**7.7**	**8.4**	**8.4**	**8.9**	**8.8**	**9.1**	**9.2**	**10.0**	**30.2**	**34.5**	**28.3**
이쿠폰	2.2	2.4	2.4	2.7	2.8	2.8	1.5	1.6	1.6	1.4	1.5	9.7	8.7	4.5
음식서비스	**7.7**	**7.8**	**8.4**	**8.5**	**8.6**	**8.8**	**9.8**	**9.7**	**9.9**	**10.1**	**10.6**	**32.4**	**37.0**	**30.6**
컴퓨터/가전	2.5	2.0	2.0	2.1	2.6	2.1	1.8	2.0	2.4	1.9	2.0	8.7	8.5	6.3
여행/교통	6.5	7.2	7.9	7.8	7.9	8.0	8.3	8.2	8.1	8.1	8.8	29.4	32.5	25.1
이쿠폰 제외	54.6	56.8	58.4	62.7	61.0	62.2	62.1	65.6	63.8	64.7	67.8	63.8	64.7	67.8
YoY (%)	***9.8***	***11.5***	***12.1***	***14.5***	***12.2***	***9.8***	***4.5***	***2.7***	***2.6***	***1.9***	***9.0***	***12.0***	***7.1***	***4.5***
패션	*-32.5*	*-22.7*	*-23.2*	*-19.5*	*1.0*	*5.2*	*21.0*	*4.1*	*7.8*	*0.3*	*9.3*	*3.0*	*3.1*	*5.7*
식료품	***9.6***	***14.4***	***15.0***	***14.4***	***16.4***	***14.8***	***12.3***	***13.6***	***9.0***	***8.6***	***12.0***	***13.4***	***14.2***	***9.9***
이쿠폰	*25.3*	*39.6*	*26.6*	*26.9*	*23.8*	*18.6*	*-38.6*	*-41.8*	*-43.2*	*-49.5*	*2.2*	*29.3*	*-11.2*	*-36.2*
음식서비스	***-8.6***	***3.4***	***7.0***	***8.3***	***12.3***	***13.5***	***16.5***	***14.5***	***14.2***	***14.2***	***8.4***	***2.3***	***14.3***	***12.1***
컴퓨터/가전	*-5.7*	*-3.0*	*-5.2*	*-4.3*	*2.2*	*2.6*	*-9.2*	*-5.7*	*-7.2*	*-9.2*	*12.0*	*-4.6*	*-2.3*	*-2.5*
여행/교통	*146.0*	*67.2*	*61.9*	*56.3*	*22.0*	*11.2*	*4.7*	*6.0*	*2.9*	*1.3*	*6.7*	*74.8*	*10.5*	*3.7*
이쿠폰 제외	*9.3*	*10.6*	*11.5*	*14.1*	*11.7*	*9.4*	*6.3*	*4.6*	*4.7*	*4.2*	*9.2*	*11.4*	*7.9*	*6.0*

주: 3Q25 수치는 잠정치, 2025년 수치는 1~3분기 누적 기준 / 자료: KOSIS, 메리츠증권 리서치센터

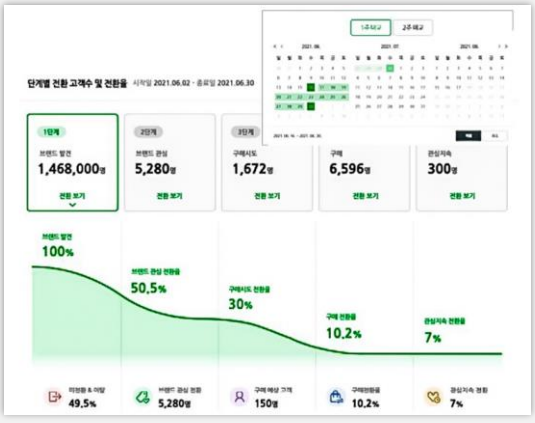
2026년에도 스마트스토어는 두 자릿수 성장세가 이어질 가능성이 높으며, 브랜드 스토어 비중 확대와 물류 프로그램 안착에 따른 도착보장 옵션 확대는 take rate 업사이드로 작용할 전망이다. 2024년 네이버의 판매자 자발적 마케팅 규모가 약 5,300억 원(스마트스토어 GMV의 1.8%)로 추산된다. 네이버는 판매자 전용 마케팅 솔루션과 개인화 추천 지면을 통해 이 수요를 효과적으로 흡수하고 있다. 동사는 연말 물류 역할을 강화하는 '네이버 계약 모델' 전환 테스트를 시작하여, 도착보장 서비스 계약을 네이버–판매자 간 직접 체결 방식으로 전환할 계획이다. 사전 시뮬레이션에서 물류비가 기존 대비 10~25% 절감되는 효과가 확인되었으며, 올해 100개사 테스트 후 2026년부터 직계약 확대가 본격화될 전망이다.

그림14 **스마트스토어 분기별 거래액과 성장률**



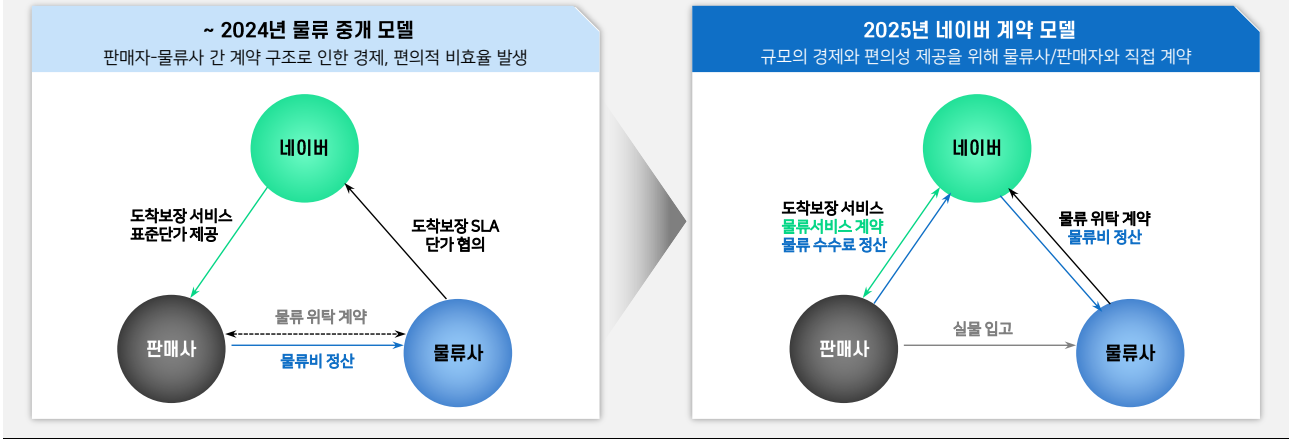
자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **브랜드 애널리틱스 제공(단계별 이탈률, 재구매율 등)**



자료: 네이버

그림16 네이버의 물류 계약 모델 체계 변화



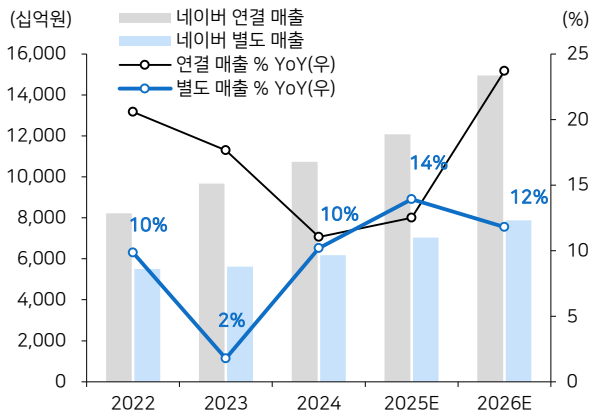
자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

연결 실적

(매출) 네이버와 카카오 모두 광고·커머스 사업이 별도 법인을 통해 표현된다. 이 중 네이버의 광고·커머스 매출은 외부 생태계 확장과 컬리 입점 효과가 아직 추정치에 충분히 반영되지 않아 추가 상향 여지가 크다. 여기에 2026년 두나무 인수가 연결 실적에 반영되면 매출이 큰 폭으로 증가할 전망이며, 비율 조정 이슈는 남아 있으나 합병 자체의 실현 가능성은 높게 평가된다.

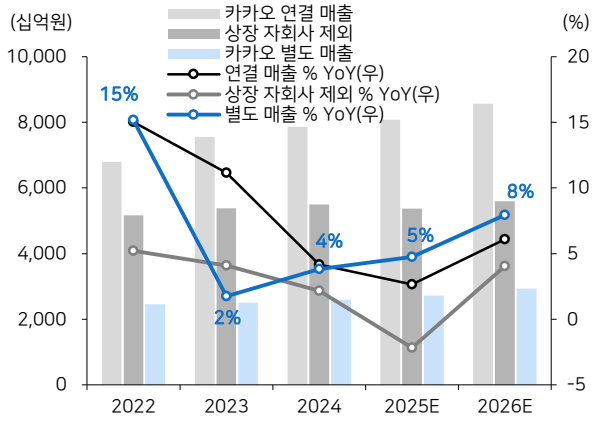
반면 카카오는 광고 기대 요인이 이미 상당 부분 전망치에 반영된 상황으로, 커머스 부문에서 아직 뚜렷한 신규 성장 동력이 확인되지 않은 상태다. AI 에이전트 활용이 재무 성과로 연결될 경우 관점은 달라질 수 있다. 아울러 비핵심 자산 정리 기조가 지속되며, 카카오VX를 투자법인으로 이관해 매각을 추진하는 등 다운사이징이 진행되고 있다.

그림17 네이버 연결 및 별도 매출



자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림18 카카오 연결 및 별도 매출

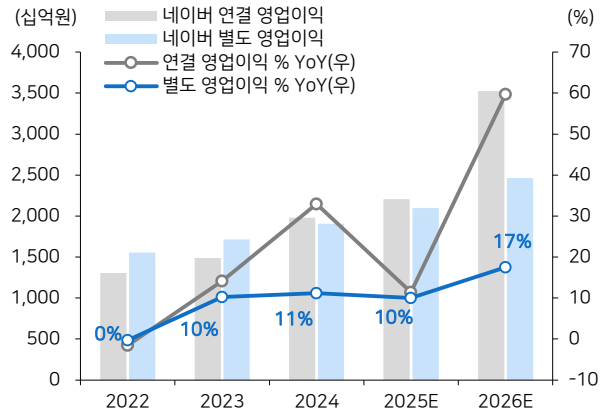


자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

(영업이익) 네이버와 카카오 모두 광고 사업은 2025년 대비 2026년 성장이 기대된다. 특히 그간 비즈보드가 지속 역성장한 카카오는 오랜만의 두 자릿수 성장할 전망이다. 베이스 차이로 이익 성장은 카카오가 클 것이며, 2026년 별도 이익 YoY 20% 성장이 기대된다. 2027년 지속 여부는 신규 상품의 ROAS가 결정할 전망이다. 2025년에는 에스엠과 카카오페이의 실적이 카카오 연결 성과에 크게 기여했으며, 2026년에도 자회사 이익 확대 혹은 적자 축소 이어질 것으로 판단된다.

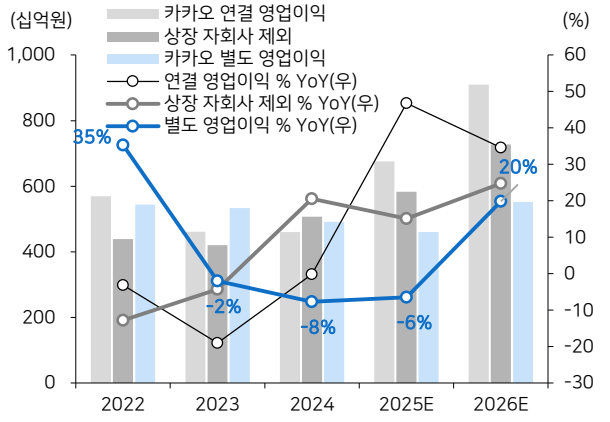
네이버는 광고/커머스 모두 2026년 성장을 가속화할 전망이다. 다만 커머스 투자 비용을 크게 산정을 했다. 커머스 1% 일괄 인상 효과 중 50%를 마케팅 비용으로 반영했으며 별도 영업이익은 YoY 17% 성장할 것으로 예상한다. 2026년 하반기로 접어들며 마케팅 비율 하락할 것으로 기대된다. 두나무 합병을 감안하여 연결 영업이익 또한 큰 증가 예상된다. 그러나 GPU 투자가 연간 2배씩 증가하는 등 CAPEX 투자로 기존 연결 성과는 다소 눌릴 전망이다.

그림19 **네이버 연결 및 별도 영업이익**



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림20 **카카오 연결 영업이익 및 상장 자회사 제외 영업이익**



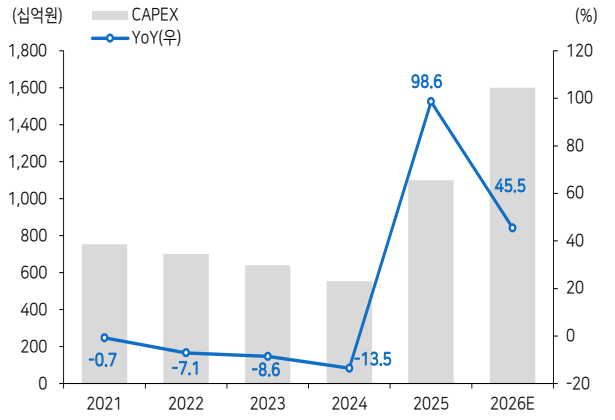
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

CAPEX

네이버는 최근 설비투자 규모를 대폭 확대하고 있다. 2024년 GPU 구매에 약 2,300억 원을 투입한 데 이어, 2025년에는 6,000억 원, 2026년에는 1조 원까지 확대할 계획을 밝혔다. 반면 카카오는 2024년 안산 데이터센터 1차 완공으로 2023년까지가 설비투자 부담의 정점이었고, 2026년 이후 추가적인 대형 CAPEX 계획은 없는 상황이다.

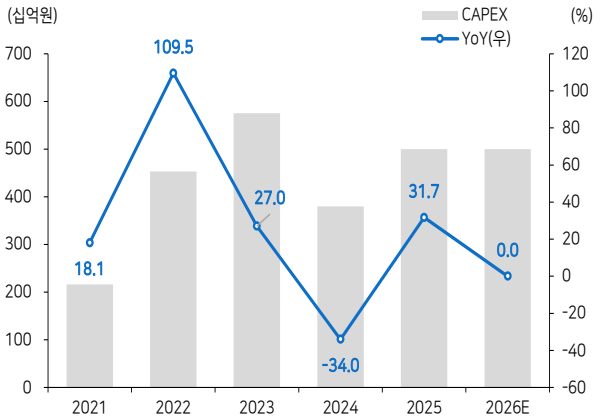
메타와 구글의 3분기 실적 발표 이후 주가 반응에서 보이듯, 매출 성장이 수반되지 않는 CAPEX 확대는 시장에서 리스크로 평가될 수 있음을 있다.

그림21 네이버 CAPEX



자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림22 카카오 CAPEX



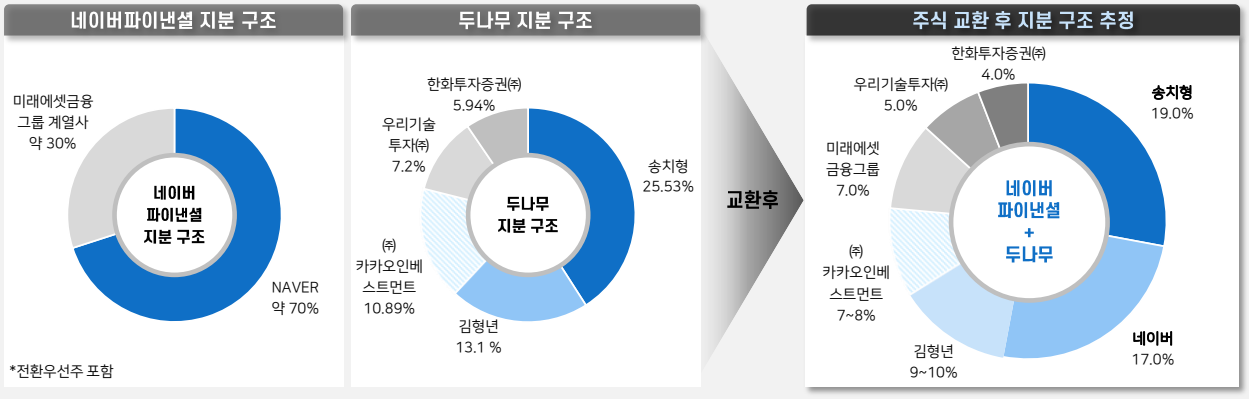
자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

Part 2 디지털 자산

[이슈] 네이버파이낸셜과 두나무 합병 추진

지난 9월 25일, 네이버파이낸셜과 두나무가 포괄적 주식교환을 통해 네이버 그룹에 편입될 예정이란 최초 보도가 있었다. 이후 11월 26일, 네이버와 두나무는 이사회를 통해 네이버파이낸셜과 두나무의 1:2.54 주식교환비율로 합병을 결의했다. 기업 가치 대비 비율은 1:3.06으로 기존 추정과 유사한 수준이다. 언론에 따르면, 네이버는 합병된 네이버파이낸셜 지분 17%에 더해 송치형 두나무 회장, 김형년 두나무 부회장이 보유한 지분 의결권(각각 19.5%, 10%)를 위임 받아 46.5%를 확보하며 지배적 지위를 유지할 계획이다.

그림23 네이버-두나무 통합 후 지배구조 변화 추정



주: 주식교환비율 (네이버파이낸셜: 두나무) 1:3.06 기준
자료: 네이버, 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터

네이버파이낸셜 사업구조

네이버파이낸셜은 결제 중심의 수익 구조를 가지고 있으며, 부동산·증권·보험/카드 중개 등 기타 사업의 적자를 결제 수익으로 보전하는 형태다. 2025년에는 주요 증권사 계좌 연결로 통합 조회 기능을 제공하지만, 해당 계약의 매출 규모는 크지 않다. 한편 지난 9월 비상장 주식 거래 플랫폼인 '증권플러스'를 두나무로부터 인수하며 지분 66%를 확보했다.

분기 총 거래액은 약 20조원 수준으로 최근 성장 동력은 네이버쇼핑이 아닌 외부·오프라인 결제 확대에서 나오고 있다. 삼성페이, 알리페이, 페이페이 등 외부 결제를 강화했고, 오프라인 결제액도 2023년 1분기 8,100억원에서 2025년 3분기 3.6조원 수준까지 확대된 것으로 추정된다. 여기에 10월 출시된 오프라인 단말기 '커넥트'를 통해 오프라인 결제가 강화될 전망이다.

네이버페이는 2025년 상반기 거래액 40조원을 달성, 2027년에는 총 거래액이 100조원을 넘어설 것으로 전망된다. 거래의 대부분은 카드 기반이며, 선불충전금 비중은 0.8%에 불과하다. 카드 기반 거래에서 네이버페이가 인식하는 영업수익은 2.2%이며, 이 중 1.2%를 카드사에 수수료로 지급해 실제 순영업수익률은 약 1% 수준이다. 전체 거래액 대비 이익률은 약 0.15% 내외로 유지되고 있다.

표2 **네이버페이 거래액 추이**

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
네이버페이 거래액	13,404	14,559	14,350	16,348	16,708	17,485	17,521	19,340	19,615	20,754	22,670
% YoY	19%	21%	22%	24%	25%	20%	22%	18%	17%	19%	22%
외부 거래액	5,420	6,257	6,932	7,660	8,220	8,826	9,546	9,752	10,168	11,217	12,540
오프라인 결제액	810	1,500	1,600	1,856	2,219	2,730	2,848	2,990	3,133	3,439	3,557
온라인 결제액	4,610	4,757	5,332	5,804	6,000	6,096	6,698	6,761	7,035	7,778	8,983
선불충전금	100.2	103.7	108.8	116	119.2	121.2	141.7	155.3	157.6	161.8	168.9
선불 비중	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%
영업수익	351.1	373.9	380.3	393.7	390.3	404.3	427.6	445.9	436.1	461.3	480.3
수수료율	2.6%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%

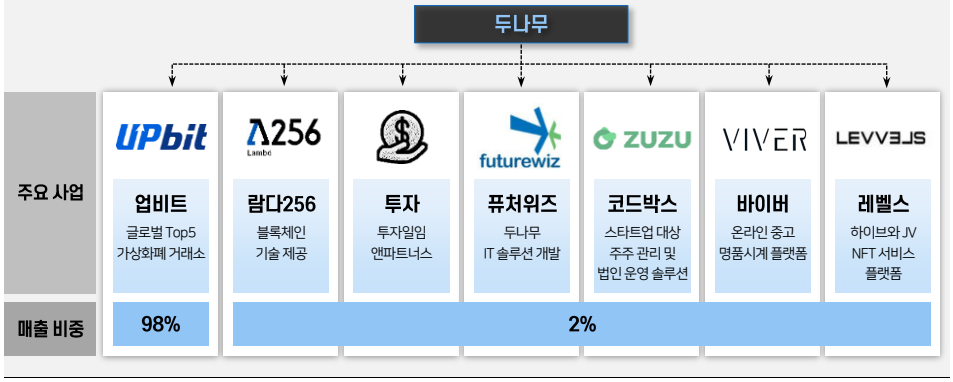
주: 네이버페이는 부동산 등 기타 업무 매출이 일부 발생하여 최근 실적의 실제 수수료율은 계산보다 소폭 높을 수 있음
자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

두나무 사업구조

두나무는 국내 1위, 글로벌 4위 규모의 가상자산 거래소 업비트를 보유하고 있으며, 매출의 98%가 업비트의 거래 수수료에서 발생한다. 블록체인 소프트웨어를 담당하는 람다256과 투자 관련 자회사를 운영하지만, 투자 부문을 제외하면 손익 기여도는 미미하다. 지난 9월 자회사였던 비상장주식 거래 플랫폼 '증권플러스' 지분 70%를 네이버파이낸셜에 매각하며 지배력을 상실했다.

업비트의 2024년 거래대금은 약 3,420조원, 수수료율은 0.05% 수준이며, 2021년 하루 거래액이 20조원까지 치솟았다가 이후 2조원 수준까지 감소한 바 있다. 비트코인 반감기와 트럼프 대통령 당선 효과로 2024년 실적이 반등했지만, 여전히 수익 구조가 거래 수수료에 과도하게 집중된 한계가 있다.

그림24 **두나무 주요 사업**



주: 하이브 5.55%(약 230만주) 보유
자료: 두나무, 메리츠증권 리서치센터

표3 **네이버파이낸셜과 두나무 2027년까지 실적 전망**

	(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
두나무	거래대금(조원)	7,409.1	2,429.1	1,972.3	3,418.9	2,856.9	3,040.6	3,485.7
	% YoY	*1996.0%*	*-67.2%*	*-18.8%*	*73.3%*	*-16.4%*	*6.4%*	*14.6%*
	영업수익	**3,704.6**	**1,249.3**	**1,015.4**	**1,731.6**	**1,457.4**	**1,549.9**	**1,773.0**
	수수료 매출	3,685.0	1,214.5	986.1	1,709.4	1,428.4	1,520.3	1,742.8
	서비스 매출	19.6	34.7	29.3	22.1	29.0	29.6	30.2
	% YoY							
	영업수익	*1996.0%*	*-66.3%*	*-18.7%*	*70.5%*	*-15.8%*	*6.3%*	*14.4%*
	수수료 매출	*1996.0%*	*-67.2%*	*-18.8%*	*73.3%*	*-16.4%*	*6.4%*	*14.6%*
	서비스 매출		*77.7%*	*-15.8%*	*-24.4%*	*31.1%*	*2.0%*	*2.0%*
	영업비용	433.2	439.1	374.5	545.2	506.7	574.3	660.3
	% YoY	*380.8%*	*1.4%*	*-14.7%*	*45.6%*	*-7.1%*	*13.3%*	*15.0%*
	인건비	174.8	232.6	161.0	260.6	194.8	214.6	244.8
	주식보상비용	1.2	12.9	24.2	22.9	16.8	20.0	22.8
	지급수수료	17.7	39.5	38.3	43.9	63.8	71.6	78.8
	광고선전비	39.1	25.0	22.2	27.2	41.4	54.3	67.2
	전산운영비	49.1	52.6	33.0	47.9	64.0	72.0	79.2
	기타	32.0	35.3	95.7	142.8	126.0	141.7	167.5
	영업이익	**3,271.4**	**810.1**	**640.9**	**1,186.3**	**950.7**	**975.5**	**1,112.7**
	(십억원)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025E**	**2026E**	**2027E**
네이버파이낸셜	거래액(조원)	38.2	48.2	58.7	72.2	86.6	100.4	117.4
	% YoY	*43%*	*26%*	*22%*	*23%*	*20%*	*16%*	*17%*
	영업수익	**1,045.3**	**1,257.3**	**1,476.5**	**1,647.4**	**1,981.7**	**2,294.4**	**2,673.2**
	페이관련	1,030.1	1,206.2	1,407.9	1,587.5	1,904.4	2,209.3	2,582.1
	etc	15.3	51.1	68.7	59.8	77.4	85.1	91.1
	영업비용	999.4	1197.9	1385.3	1543.9	1848.4	2128.1	2480.1
	인건비	63.5	81.4	93.7	102.3	111.7	122.1	133.5
	주식보상비용	11.0	-11.4	6.0	1.1	11.0	6.0	11.0
	지급수수료	584.6	688.0	799.4	890.8	1068.6	1239.7	1448.9
	% 거래액	*1.5%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.4%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
	광고선전비	332.9	432.5	478.3	537.5	644.8	748.0	874.2
	% 거래액	*0.9%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*	*0.7%*
	기타	7.4	7.5	7.9	12.2	12.3	12.4	12.5
	영업이익	**45.9**	**59.4**	**91.2**	**103.5**	**133.4**	**166.3**	**193.0**
합산 기준	**합산 영업수익**	**4,749.9**	**2,506.6**	**2,491.9**	**3,378.9**	**3,439.2**	**3,844.2**	**4,446.2**
	합산 영업이익	**3,317.2**	**869.5**	**732.1**	**1,289.8**	**1,084.1**	**1,141.8**	**1,305.7**

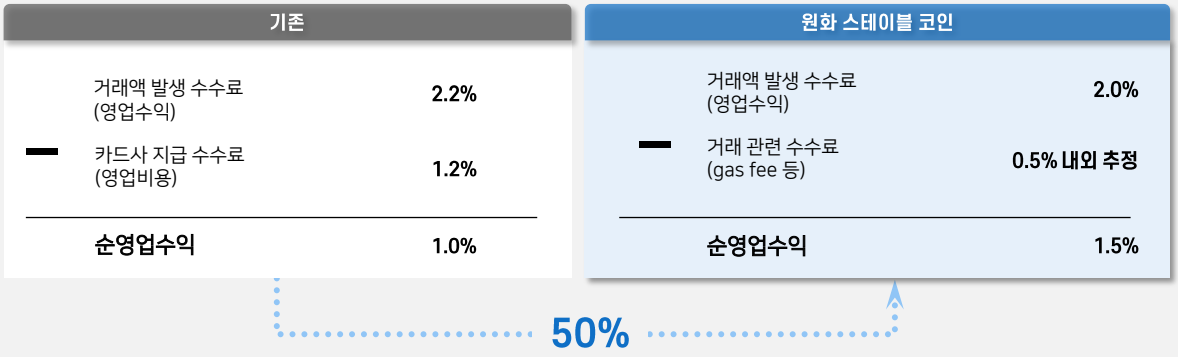
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터 전망

예상 시너지: 스테이블 코인, 그리고 RWA 토큰화를 통한 상품 다양화

네이버-두나무 협업의 1차적 시너지는 원화 스테이블코인 결제 도입을 통한 수수료 절감이다. 원화 스테이블코인이 네이버페이 결제수단을 일부 대체할 경우, 거래 관련 가스비를 포함한 수수료 부담은 0.5% 미만으로 추정된다. 이를 바탕으로 네이버페이가 카드 대비 낮은 2.0% 수준의 결제수수료를 수취한다고 가정하면 순영업수익률은 약 1.5%로 기존 대비 50% 이상 개선된다. 또한 2027년 네이버페이 총거래액이 100조 원일 때, 스테이블코인 결제 비중이 10%p 증가하면 약 500억 원의 영업이익이 추가로 증가할 수 있다.

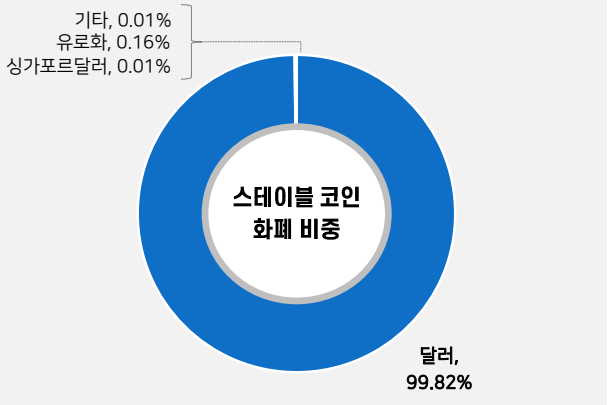
두나무 역시 스테이블코인 발행을 통해 예치 자산에서 발생하는 이자수익을 기대할 수 있다. 다만 유효 수익 기대는 낮다. 실제로 달러 외 통화 기반 스테이블코인의 시장 비중은 0.2%에 불과하며 거래량은 이보다 더 적다. 따라서 거래보다는 메인넷 운영 및 금융자산화 수익 구조가 핵심이 될 가능성이 높다.

그림25 기존 거래와 원화 스테이블 코인 거래 순영업수익 비교



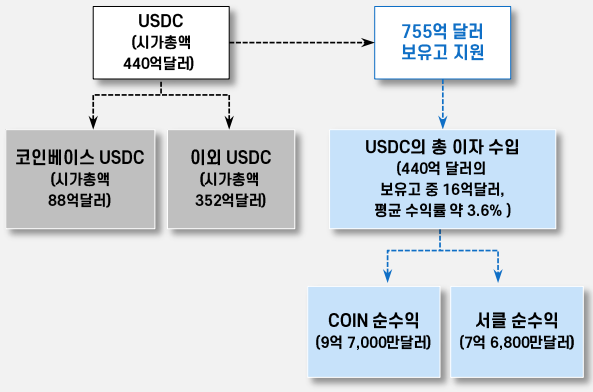
주: 상기 계산은 매출 연동비(지급수수료)만을 고려한 수치
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림26 스테이블코인 중 각국 화폐 비중: 달러 외 수요 창출 실패



s주: 25.6.16 기준
자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

그림27 USDC 수익 배분 구조: 서클과 코인베이스



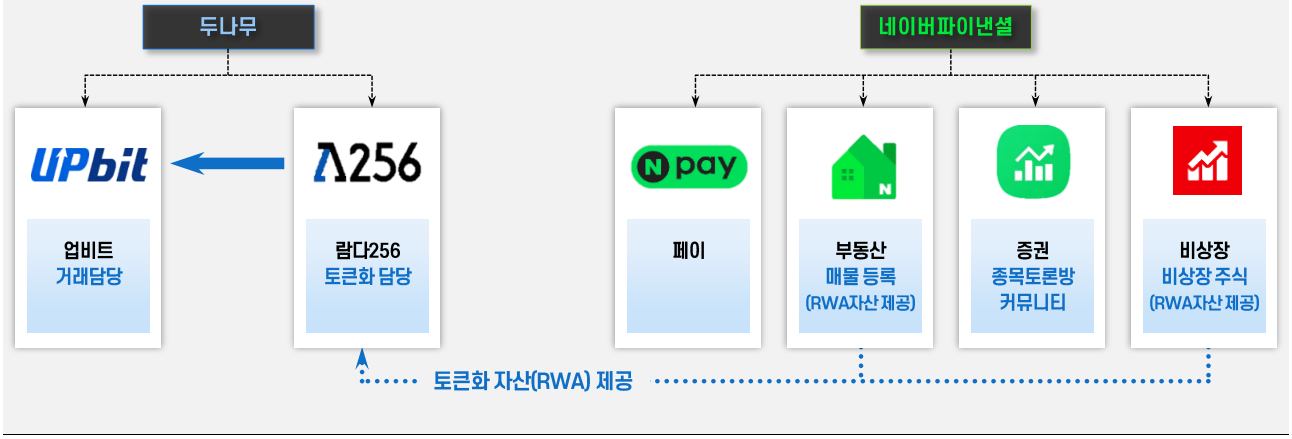
자료: 주: 2024년 기준
자료: COINMETRICS, 메리츠증권 리서치센터

양사의 협력은 결제 영역을 넘어 디지털자산 사업 확장으로 이어질 수 있다. RWA(Real-World Assets, 실물자산) 토큰화는 부동산·비상장주식 등 금융자산 영역으로 확장을 가능케 한다. 법안이 미국식 스테이블코인 모델과 유럽식 RWA 토큰화 방식을 택할 경우, '가상자산→디지털자산→금융자산'으로의 확장이 가능해진다.

이를 뒷받침하는 핵심은 네이버가 보유한 데이터다. 네이버부동산은 국내 최대 중개 매물을 보유한 플랫폼으로 방대한 거래 데이터를 축적하고 있으며, 증권플러스는 비상장주식 거래 데이터를 확보하고 있다. 제도 마련 시 이들 자산을 토큰화해 업비트에서 24시간 거래하는 구조(로빈후드 모델)가 가능해진다. 부동산과 비상장주식은 적정 가격 산출이 중요하기 때문에 데이터 경쟁력은 곧 사업 경쟁력으로 직결된다.

파생상품 확대가 시장 성장을 촉진하는 점을 고려하면 두 기업의 자산·블록체인 역량은 빠르게 수익화될 수 있다. 다만, 이를 위해서는 관련 제도 진전 사항을 체크할 필요가 있다.

그림28 **네이버-두나무 RWA 토큰화 시너지 효과**



자료: 현재 각사의 보유 사업에 기반하여 메리츠증권 리서치센터 추정

국내 디지털자산 제도화 가속, 시너지 실현 가능성 확대

지난 8월 트럼프 대통령은 미국 최대 퇴직 연금 계좌인 401(k)에 가상화폐 포함하는 대체 자산 투자 허용하는 행정 명령에 서명했다. 세계 금융시장 더 빠르게 변하는 가운데 국내에서도 디지털자산 제도화가 국정과제로 추진되고 있다. 지난 9월 민주당 디지털 자산 TF 출범 이후 관련 논의가 빠르게 진전되고 있다.

현재 국회에는 스테이블 코인을 포함한 디지털 자산 관련 법안 7건이 계류 중이며, 과거와 달리 최근 법안들은 소비자보호를 넘어 실제 행정 도입을 위한 제도 마련에 집중하고 있다. 특히 김재섭 의원(국민의 힘) 〈디지털 자산 시장 통합법〉은

규제 일원화와 디지털 자산 파생상품 시장 허용을 담고 있어, 통과 시 업비트의 거래수수료 중심 수익 구조가 변화될 가능성이 크다. 금융위원회는 스테이블 코인 법안을 관계 부처와 막바지 조율 중이며 연내 국회 제출을 목표로 하고 있다.

표4 9월 말부터 디지털 자산 관련 논의 가속화

날짜	주요 내용
9월 24일	▪ 민주당, 디지털 자산 TF 정식 출범. 올해 연말 디지털 자산 관련 법률 제정 목표
9월 25일	▪ 한국경제인협회, 글로벌 디지털금융 패권 세미나 개최. ▪ 미국, EU, 일본 대비 한국 규제 위주의 정책 탓에 자산 해외 이탈 잦음을 언급. 정책 전환 통한 국내 디지털 자산 생태계 필요성 강조
9월 26일	▪ 김병기 원내대표, 국회에서 '디지털 자산 리더십 포럼' 주최. ▪ 스테이블 코인에 대한 개념 정리, 1대1 준비자산을 유지하고 이를 검증/공시하며 언제든 상환할 수 있도록 하는 것이 기본 원칙 강조 ▪ 2단계 입법 최소 연내 완료되어야함을 주장. 특히 법인 계좌 개설 허용이 가장 시급함을 언급했으며, ICO 허용도 강조
9월 30일	▪ 이찬진 금융감독원장과 두나무, 코빗, 코인원, 스트리미 등 4개사와 돌핀 등 코인거래소 3개사, 한국 디지털에셋 등 보관업자 3개사 총 10개사 ▪ 스테이블 코인 관련 CEO 간담회 진행

자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리

표5 합병 법인의 사업 확장을 가능하게 할 디지털 자산 관련 법안들

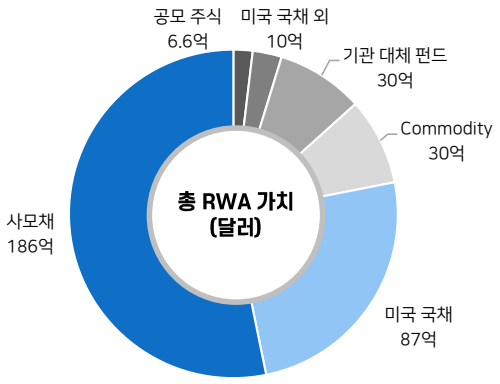
대표 발의자	날짜	법안명	주요 내용
민병덕 (더불어민주당)	2025.6.10	디지털 자산 기본법	디지털 자산 정의, 사업자 진입 및 행위 규제, 발행 및 유통 절차, 공시 의무, 불공정거래행위 금지
안도걸 (더불어민주당)	2025.7.28	가치안정형 디지털 자산법	은행 외 일반 주식회사 스테이블 코인 발행 허용, 실물자산 담보 의무화, 금융당국 인가제 도입
김은혜 (국민의 힘)	2025.7.28	가치고정형 디지털 자산법	스테이블 코인 제도화, **ICO 조건부 허용, 미국 '지니어스 법'에서 허용된 이자 지급 기능 포함**
김현정 (더불어민주당)	2025.8.21	가치안정형 디지털 자산 발행업	발행사업자 인가제, 해외 발행 스테이블 코인 국내 유통 시, 금융위 등록 및 보호기금 적립 의무화
이강일 (더불어민주당)	2025.9.4	디지털 자산 혁신법	조건부 ICO 허용, 스테이블 코인 제도화, 업권별 인가/등록제 도입, 전자공시시스템 신설
김재섭 (국민의 힘)	2025.9.25	디지털 자산 시장 통합법	디지털 자산 규제 통합, 스테이블 코인 규제 강화, **디지털자산 파생상품 시장 허용**
최보윤 (국민의 힘)	2025.10.1	디지털 자산 육성 기본법	가치연계형 디지털자산 제도화, 투자자 보호, 불공정거래 방지, 감독기구 설치 등 국가의 책무 명시

자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리

RWA 토큰화 확대 추세

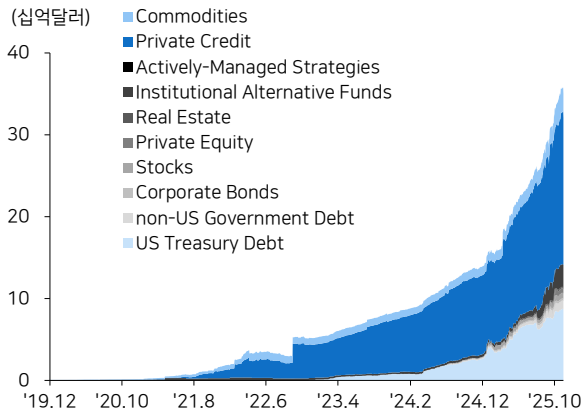
지난 1년간 글로벌 RWA 토큰화 시장은 약 73% 성장하여, 11월 기준으로 자산 규모가 약 3,318억 달러(한화로 약 480조 원)에 이르렀다. 기존에는 채권 중심으로 성장했으나, 최근에는 주식과 기관 대체 펀드 부문이 각각 7,503%, 774% 증가하는 등 영역이 빠르게 확대되고 있다. 이는 2025년 유럽에서 관련 법안이 마련되고 글로벌 사업자들의 유럽 진출로 사업이 가능하진 데 따른 결과다.

그림29 총 RWA 토큰화 자산 구성



주: 25.11.10 기준
자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

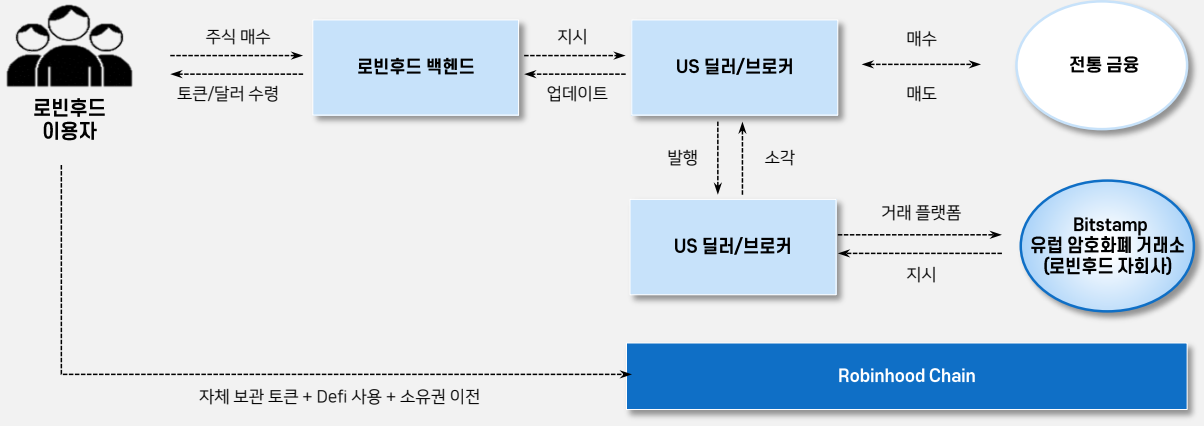
그림30 RWA 토큰화 자산 시계열 규모



자료: RWA.xyz, 메리츠증권 리서치센터

로빈후드는 2025년 6월 'Robinhood Chain'을 유럽에 출시하며 토큰화 금융 시장에 본격 진입했다. Arbitrum 기반으로 설계된 이 체인은 미국 주식 및 ETF 200여 종을 24시간 거래 가능한 토큰 형태로 제공하며, 최근에는 오픈AI·스페이스X 등 비상장 기업의 주식까지 토큰 형태로 제공하기 시작했다. 로빈후드가 증권 플랫폼임에도 토큰 상장은 코인 거래소 중심으로 이뤄지고 있다는 점은 시장 구조의 변화 방향을 시사한다.

그림31 로빈후드의 미국 주식 토큰 거래 서비스 구조



자료: Galaxy, 메리츠증권 리서치센터

암호화폐 거래소 역시 전통 자산 토큰화 경쟁에 직접 뛰어들며 영향력을 확대하고 있다. 글로벌 10위권 거래소 크라켄(Kraken)은 미국 외 사용자 대상으로 솔라나 기반 토큰화 미국 주식 약 60종을 *'xStocks'* 브랜드로 선보였고, 엔비디아·테슬라·아마존 등 주요 종목을 거래한다. 글로벌 20위권 제미니(Gemini)는 유럽에서 MicroStrategy(MSTR)를 시작으로 다양한 주식·ETF로 토큰화를 확대할 계획이다. 제미니는 미국 브로커-딜러 자격을 보유한 Dinari와 협업해 미국 주식 토큰 거래를 지원하고 있다. 이는 장기적으로 기존 증권거래소 수수료가 감소할 수 있음을 의미한다.

나스닥은 지난 9월 5천만달러를 투자하며 전략적 파트너십을 체결, 기관 고객에게 제미니 수탁 서비스를 제공할 기반을 마련했다. 나스닥 역시 SEC에 토큰화 주식·ETP 거래 허용안을 제출한 상태로, 승인 시 전통 거래소 최초로 디지털자산 기반 증권 거래를 지원하게 되어 산업 간 경계가 더욱 희미해질 전망이다.

그림32 Kraken이 토큰화한 주요 자산들

자료: Kraken, 메리츠증권 리서치센터

그림33 Gemini가 토큰화한 주요 자산들

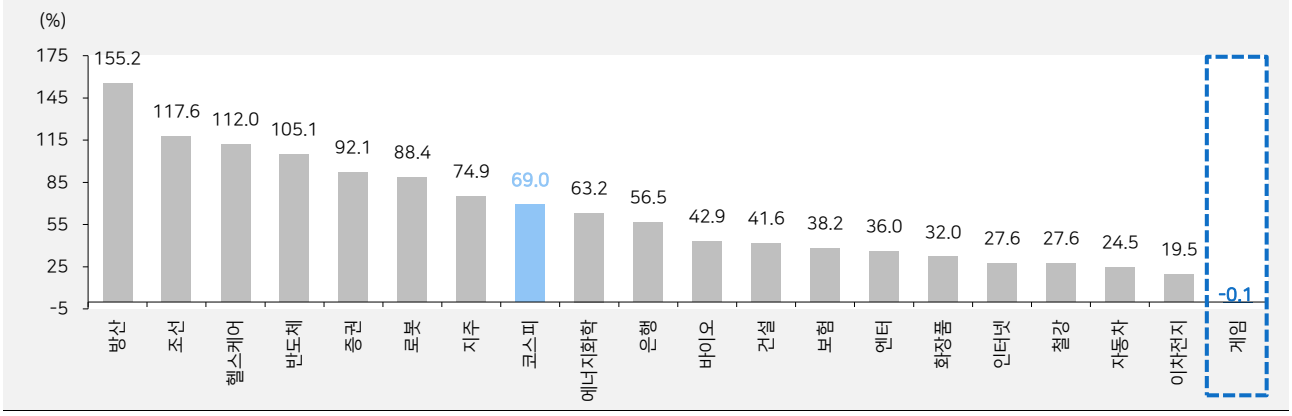
자료: Gemini, 메리츠증권 리서치센터

Part 3 게임

2025년 국내 게임사 YTD 수익률 전멸

2025년 국내 게임사들은 전반적으로 매우 부진한 주가 흐름을 보이며 사실상 '전멸'에 가까운 성과를 기록했다. 모바일 중심의 사업 구조로 인해 외국인 수급이 구조적으로 유입되기 어려웠고, 산업 매력도도 낮아 국내 기관의 제한된 BM 수요만으로 움직이는 상황이 이어졌다. 이로 인해 시장은 연중 신작 모멘텀에만 반응하는 모습을 보였으며, 코스피와 코스닥 게임주의 격차도 크게 나타났다. 특히 AI 투자 사이클로 인해 자금이 확정적 수요가 있는 대형 기술주로 몰리면서 코스피 게임주는 더 큰 타격을 받았고, 코스닥은 상대적으로 적은 영향을 받았다.

그림34 2025 YTD 기준 산업별 ETF 수익률



주: 25.11.10 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일본 여전히 잘 버티고 중국도 수익권 전환

국내와 달리 해외 게임사는 양호한 수익률을 기록했다. 일본 업체들은 반다이남코를 제외하고 견조한 흐름을 유지했으며, 코나미는 'eFootball'의 성과를 기반으로 라이브 서비스 매출을 확대하며 강세를 이어갔다. 중국의 텐센트와 넷이즈도 올해 반등에 성공했는데, 자체 AI와 딥시크를 실제 개발에 적용해 가시적인 성과를 내고 있다는 점이 긍정적으로 평가된다.

그림35 국내 게임 업체 주가 수익률

(%)		시프트업	크래프톤	엔씨소프트	넥슨게임즈	카카오게임즈	넷마블	펄어비스	네오위즈
절대수익률	1M	-5.2	-11.8	-6.9	-3.5	-0.4	-5.5	2.9	2.7
	3M	-9.4	-22.7	-3.4	-11.1	-3.5	-15.9	22.0	6.0
	6M	-33.7	-34.5	23.0	1.4	4.0	1.0	2.3	-1.8
	YTD	**-42.2**	**-19.0**	**4.5**	**-4.2**	**-4.2**	**0.4**	**36.3**	**30.8**
	1Y	-28.3	-17.6	-10.2	-6.6	-2.1	4.6	-5.4	26.6
상대수익률	1M	-5.9	-12.6	-7.7	-2.6	0.5	-6.2	3.8	3.7
	3M	-32.0	-45.4	-26.1	-22.2	-14.7	-38.5	10.8	-5.1
	6M	-80.5	-81.2	-23.7	-18.0	-15.4	-45.8	-17.1	-21.2
	YTD	**-102.8**	**-79.6**	**-56.1**	**-31.6**	**-31.5**	**-60.2**	**8.9**	**3.4**
	1Y	-83.6	-72.9	-65.5	-33.5	-29.0	-50.7	-32.3	-0.3

주: 25.11.21 종가 기준
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림36 글로벌 게임 업체 주가 수익률

(%)		EA	Take-two	넥슨	코나미	반다이남코	스퀘어에닉스	캡콤	텐센트	넷이즈
절대수익률	1M	0.0	-7.5	19.3	8.8	-6.3	0.7	-8.0	-3.6	-10.3
	3M	17.1	2.8	10.5	-0.8	-16.7	-14.0	-3.2	1.7	-0.3
	6M	36.6	4.7	48.8	24.9	-4.2	7.2	-5.3	17.8	8.5
	YTD	**37.2**	**27.9**	**56.8**	**63.2**	**20.2**	**53.0**	**13.2**	**46.3**	**47.8**
	1Y	20.4	25.2	69.6	64.6	44.6	55.9	15.5	52.3	50.0
상대수익률	1M	2.9	-4.6	19.3	8.9	-6.2	0.7	-7.9	-0.8	-7.5
	3M	13.5	-0.8	-3.6	-14.8	-30.8	-28.0	-17.3	2.1	0.2
	6M	17.8	-14.2	17.9	-6.0	-35.1	-23.7	-36.1	10.9	1.6
	YTD	**21.8**	**12.6**	**34.9**	**41.4**	**-1.6**	**31.1**	**-8.6**	**20.6**	**22.1**
	1Y	3.2	7.9	42.6	37.6	17.6	28.9	-11.5	21.1	18.9

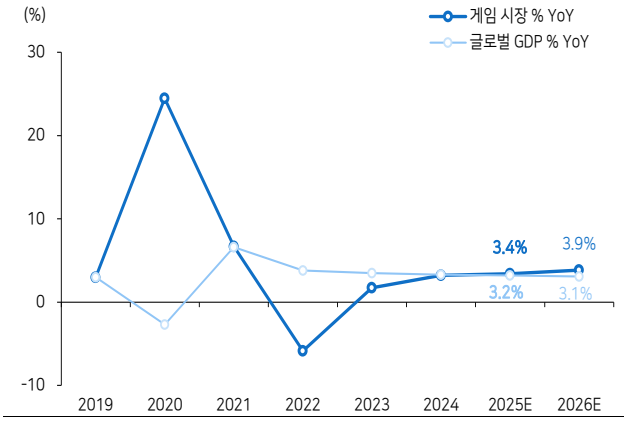
주: 25.11.23 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

숏폼에 시간을 내어주는 게임

글로벌 게임 시장은 3%대의 성장률에 머물며 세계 GDP 성장률과 유사한 수준으로 초과 성과가 부재하다. 반면 신작 개발 기간은 길어지고 투자 비용이 증가하는데, 모바일 게임의 경우 히트율은 낮아지고 출시 후 수익화 기간은 점차 짧아지는 추세이다.

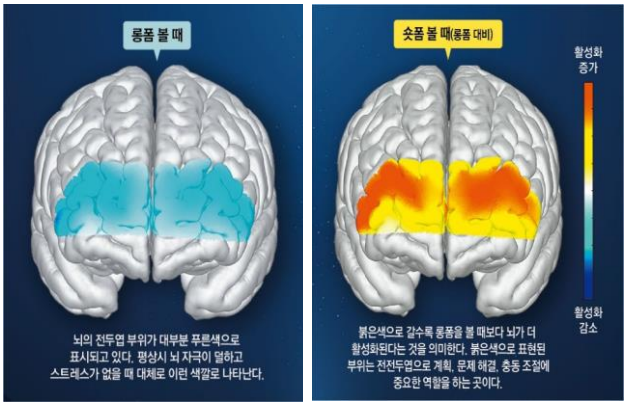
이러한 구조적 문제의 핵심 원인은 숏폼이다. 소비자 여가 시간에서, 숏폼 콘텐츠의 확산이 게임 이용 비중을 낮추고 반복적인 자극에 익숙해진 이용자의 집중력을 떨어뜨려 게임 산업 성과에 부정적인 영향을 미치고 있다. 모바일은 더 가볍게, PC·콘솔은 더 깊은 몰입형 콘텐츠로 양극화되는 흐름을 보이고 있다.

그림37 **게임 시장 성장률, 글로벌 GDP 성장률과 유사한 수준에서 큰 반등 없어**



주: 2025년, 2026년은 지난 9월 Newzoo 예측치
자료: Newzoo, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림38 **숏폼이 뇌에 미치는 영향**



자료: 동아일보, 25.2.3, 〈숏폼에 중독된 사회...내성 쌓인 뇌, 충동조절 약화〉

국내 게임 산업의 구조적 한계

국내 기업들은 AI 활용을 언급하고 있음에도 개발 효율 개선이나 기존 게임의 성장으로 이어진 사례가 부족했다. 신작 출시 후 후속작이 지연될 경우 주가는 오히려 더 큰 폭으로 하락하는 악순환도 반복됐다.

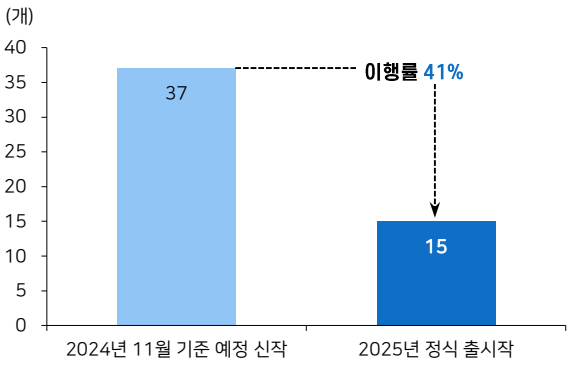
모바일 RPG 중심이라는 고착화된 사업 구조는 주가 매력을 반감시킨다. 국내 게임사들은 2022년 이후 PC·콘솔 개발에 본격 착수했으나, 대부분 일정 지연과 기대 이하 성과로 투자자 실망을 키웠다. 다작을 통해 체력을 유지해온 기업(예: 넷마블) 정도가 방어에 성공했으나 주가는 크게 반응하지 못했다. 다만 11월 출시된 〈아이온2〉의 흥행 성공은 유저 이탈을 야기한다.

그림39 **게임사, 2024년 11월 예고했던 2025년 신작**

기업	출시 지연작	기업	출시 지연작
크래프톤	서브노티카2	NHN	프로젝트 STAR
크래프톤	PUBG: 블라인드스팟	NHN	프로젝트 MM
넷마블	데미스 리본(개발 중단)	NHN	EMMA
넷마블	일곱개의 대죄: Origin	NHN	타이거게이트
넷마블	몬길: 스타 다이브	카카오게임즈	프로젝트C
넷마블	The Red: 피의 계승자	카카오게임즈	SMiniz
펄어비스	붉은 사막	카카오게임즈	갓세이브 버밍엄
엔씨소프트	리밋 제로 브레이커스	카카오게임즈	크로노 오디세이
엔씨소프트	프로젝트 LLL(신더시티)	합계	총 22개 출시 지연

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림40 **실제 신작 출시 이행 비율**



자료: 메리츠증권 리서치센터

2026년 게임 산업은 PC/콘솔이 시장 성장을 이끌 전망

2026년에는 글로벌 게임 시장의 관심은 PC·콘솔로 이동할 전망이며, GTA6 출시가 그 중심에 있다. 반면 국내 시장은 여전히 모바일 비중이 압도적이어서 글로벌 트렌드와의 괴리가 확대되고 있다. 지스타 흥행 부진과 주요 기업들의 불참은 산업 매력도 저하를 드러낸다. 실제로 2025년 지스타는 전년 대비 약 10% 이상 부스 규모 축소, B2C 부스도 13% 감소했다. 넥슨, 호요버스, 펄어비스 등이 불참하면서 국내외 주요 기업들이 해외 대형 게임쇼에 더 집중하는 경향이 강화되고 있다.

이러한 환경 속 2026년 출시가 예상되는 PC·콘솔 대작들은 글로벌 수요를 기반으로 국내 게임사의 성장을 결정할 전망이다. 대부분 2025년 출시 예정이었으나 일정이 지연된 작품들로, 넷마블의 〈일곱 개의 대죄: 오리진〉, 펄어비스의 〈붉은 사막〉, 크래프톤의 〈서브노티카 2〉 등이 대표적이다. 일본 게임사의 2023-2024 패턴이 국내 게임사에 재현되기 위해서는 서구권에서의 흥행 여부가 중요하다.

그림41 글로벌 게임 산업 규모 및 성장률

(십억달러)	2022	2023	2024	2025E	2026E
모바일	95.6	95.5	100.1	103.0	105.9
PC	34.8	37.1	38.9	39.9	41.2
콘솔	43.5	44.2	43.5	45.9	49.0
Total	**173.8**	**176.8**	**182.5**	**188.8**	**196.1**
% YoY					
모바일	-7.1%	-0.1%	4.8%	2.5%	2.8%
PC	-3.7%	6.8%	4.8%	2.9%	3.2%
콘솔	-4.7%	1.7%	-1.6%	5.5%	6.8%
Total	**-5.9%**	**1.7%**	**3.2%**	**3.4%**	**3.9%**

주: 2025년, 2026년은 지난 9월 Newzoo 예측치
자료: Newzoo, 메리츠증권 리서치센터

그림42 GTA6 출시일 또 연기

자료: 락스타게임즈

현재 레딧 등 서구 커뮤니티 반응을 보면 〈일곱 개의 대죄: 오리진〉은 북미·유럽에서 관심도가 낮은 반면, 〈붉은 사막〉과 〈서브노티카 2〉는 여전히 기대작으로 거론되고 있다. 즉 이들 대작의 해외, 특히 서구권에서의 흥행 여부가 2026년 한국 게임주 주가 방향성을 좌우할 핵심 변수라 전망한다.

그림43 2026년 국내 PC/콘솔 예상 대작

넷마블 <일곱개의 대죄: Origin>

펄어비스 <붉은 사막>

크래프톤 <서브노티카2>

자료: 넷마블, 펄어비스, 크래프톤

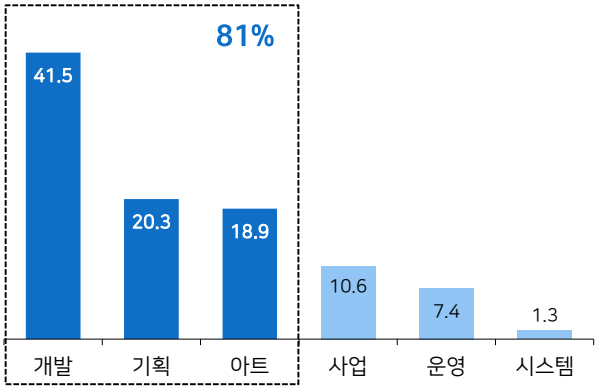
게임 산업 돌파구: AI in Game

게임 산업의 새로운 돌파구는 비용 절감형 AI 도입이다. 개발 인력 비중이 높은 산업 특성상 AI를 통한 그래픽·애니메이션 제작 자동화는 효율 개선 여지가 크다.

실제 성과는 중국 게임사들이 가장 두드러진다. 텐센트는 VISVISE라는 아트 제작 툴을 통해 골격 애니메이션을 10초 만에 생성하며, 이미 자사 90개 이상 타이틀에 적용하고 있다. 넷이즈는 Titan AI Agent를 활용해 QA 테스트의 95%를 자동화하고 테스트 시간을 최대 90% 줄였으며, 37Games는 AI 모션 캡처를 활용해 개발 주기를 40% 이상 축소했다. 중국 게임사들 중심으로 AI의 실사용이 인력 증원 없이 더욱 빈번한 업데이트 등 소비자 만족으로 이어졌다. 올해 중국 업체들의 반등 또한 이와 무관하지 않았을 것으로 보인다.

국내 게임 산업은 아직 AI 적용에 따른 개발 속도 향상이 포착되지 못했다. 이로 인해 주가와 실적 부진이 이어지고 있다. 중국은 AI 개발 성과가 가시화되며 주가 반등에 성공한 만큼, 2026년 PC·콘솔 신작 성공과 AI 실질 도입이 국내 산업 반등의 핵심 요인으로 작용할 전망이다.

그림44 게임 개발/퍼블리싱 사업체 내 직원 비율: 개발/디자인 전체 81%에 달해



주: 게임 제작 및 배급 관련 국내 업무 종사자 직종별 구성비
자료: 2024 대한민국게임백서, 메리츠증권 리서치센터

그림45 넷이즈의 MMORPG 〈역수한〉, 딥시크 적용한 첫번째 인공지능 NPC 출시

자료: 넷이즈

표6 게임 내 AI 활용 성과: 중국 게임사는 실제 게임 적용 본격화

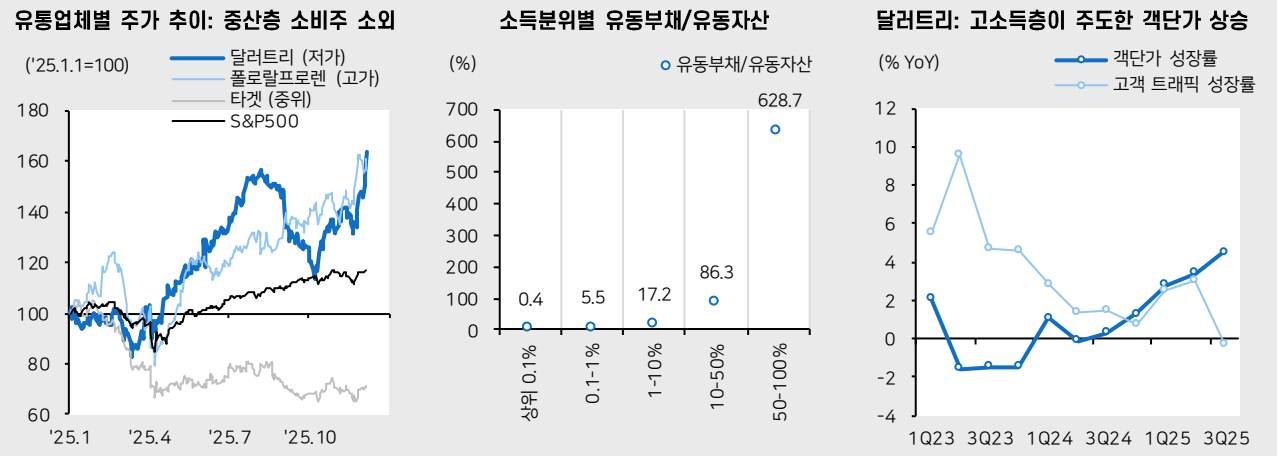
기업	AI Tool 명칭	특징	효과
텐센트 (중국)	비스바이스 (VISVISE)	▪ AI 기반 게임 아트 반복 작업 자동화 솔루션 ▪ 애니메이션, 모델링, 지능형 NPC 생성 등	▪ 캐릭터 스킨 제작 및 애니메이션: 기존 최대 3일반 → 몇 분만에 가능 ▪ 골격 애니메이션 제작: 기존 3~7일 소요 → 10초만에 제작 가능 ▪ 캐릭터 스키닝 처리량이 8배 향상 ▪ PUBG Mobile을 포함하여 90개 이상의 타이틀 개발에 이미 통합됨
	혼원 게임 (Hunyuan Game)	▪ 자체LLM 기반 게임 비주얼 생성 플랫폼 ▪ 게임 자산, 아트, 애니메이션 등 텍스트 명령만으로 자동 제작	▪ 캐릭터 다중 뷰 생성 시간 12시간 이상 → 30분 이내로 단축 ▪ 실제 여러 주요게임 프로젝트에 적용되며 아트 팀의 효율 300% 향상
	지리(Jili) + DeepSeek	▪ '화평정영'의 디지털 대변인 '지리'에 딥시크 적용해 플레이어 AI 팀원 / NPC 역할 수행	
37Games (중국)	Little Seven(小七)	▪ 자체 LLM 기반 모델, 40개 이상 AI 모듈 내장 ▪ 아트, 광고, CS 등 게임 개발/운영 적용	▪ 2D 이미지 제작 효율성 약 80~90% 향상 ▪ 해당 툴 확장한 AI 기반 통합 도구로 '문 팰리스 하트' 미니게임 제작 ▪ 전체 디자인/제작 과정 100% AI 제작, 2인 비개발자가 10일 만 완성
	AI모션캡처	▪ Puzzles&Survival 등 대표 게임에 Shaolin 무술 등 동작을 AI 자동 모션캡처로 적용	▪ 전통 모션캡처 대비 개발 주기 40% 단축
넷이즈 (중국)	Titan AI Agent	▪ MMORPG 등 대규모 게임 테스트 자동화, 버그 탐지, 시뮬레이션 검증 에이전트	▪ QA 테스트 95% 자동완료, 테스트 시간 최대 90% 단축
	AIGC+UGC 툴	▪ AI 기반 UGC 맵 · 캐릭터 · 콘텐츠 제작 툴	▪ 자사 캐주얼 게임 'Eggy Party'에 AI 기반 UGC 도입 이후, 플레이어당 신규 UGC 콘텐츠 생성량 50% 증가
	DeepSeek 기반 NPC	▪ MMORPG 'Justice Mobile' 내 NPC 딥시크 적용해 대화, 감정표현 등 자연스럽게 구현	▪ 게임 R&D 효율성 30% 향상
에픽게임즈	언리얼 엔진5	▪ 빛을 실시간으로 계산해 주는 기술 Lumen ▪ 3D 모델 실시간 렌더링 기술 Nanite 탑재	▪ 대규모 오픈월드 게임 60FPS로 구동 가능 ▪ '포트나이트', '검은 신화: 오공' 등 AAA급 게임 제작에 적용
	MetaHuman Creator	▪ 언리얼 엔진 5.6으로 구동 ▪ 디지털휴먼 제작, 애니메이션 프레임워크 제공	▪ 캐릭터 제작 시간 수 주에서 1시간 이내로 단축
크래프톤	게임 개발에 AI 활용		▪ 콘셉트아트 작업 기존 16시간 걸리던 업무를 1시간으로 단축 ▪ UI 생성이나 이펙트 제작에서도 상당한 시간 절약 효과 "
엔씨소프트	바르코(NC AI)	▪ 한국어 특화 멀티모달(Multimodal) AI 플랫폼	▪ 3D 모델 제작시간 4주→10분 단축

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

오늘의 차트

박보경 연구원

달러스토어: 소비 양극화, 오히려 좋아



주: 유동부채 = 소비자 대출, 유동자산 = 주식 + 예금 + MMF
자료: Bloomberg, Federal Reserve, Dollar Tree, 메리츠증권 리서치센터

연말 쇼핑 시즌 및 리테일 기업의 실적발표가 진행되며 소매유통 기업들의 주가가 상승하고 있다. 달러트리와 폴로 랄프 로렌은 각각 저소득층, 고소득층 소비를 대표하는 기업으로 연초 이후로 63%, 61%씩 상승했다. 반면 중산층 소비를 대표하는 타겟의 주가는 -29% 하락하며 소비 양극화가 진행 중임을 시사하고 있다.

소비 양극화의 배경으로는 중산층의 소비 하향이 지목된다. 금융자산의 비중이 높은 고소득층은 증시 상승의 부의효과를 누렸기에 럭셔리 소비를 유지할 수 있었다. 반면 중산층 및 저소득층은 금융자산 비중이 낮아 소비 여력이 크게 개선되지 않았다. 2Q25 기준, 자산 상위 10% 가구의 주식보유액은 +61% 증가한 반면, 50-90% 가구는 +12% 증가에 그쳤다. 한편 유동부채/유동자산 비율은 각각 17.2%, 86.3%로, 중산층의 단기 자금 여유가 크지 않아 저가 매장의 매력이 커진 것이다.

한편 이번 실적발표에서 새롭게 언급된 부분은 고소득층도 저가형 채널의 고객으로 유입되기 시작했다는 부분이다. 대표적으로 달러트리의 3분기 매출은 고객 방문수 감소에(-0.3% YoY)도 불구하고 객단가 상승(+4.5% YoY)에 힘업어 +4.2% YoY 증가했다. 달러트리는 신규 고객 약 3백만명 중 60%가 연 소득 10만 달러 이상인 고소득층이었기 때문에 객단가 상승이 가능했다고 설명했으며, 달러제너럴, 월마트의 실적발표에서도 유사한 내용들이 언급되었다.

일각에서는 고소득층이 저가형 채널을 찾는 것에 대해 소비의 하향이 아닌 재배치라고 평가하기도 한다. 럭셔리 소비가 유지되는 가운데, 저가형 채널에 대한 인식이 저소득층의 전유물에서 전 계층이 이용하는 채널로 변화하고 있다는 것이다.

따라서 기존에는 저가형 채널에서 고객 방문 트래픽이 더 중요했다면, 향후에는 고소득층 주도의 객단가 상승 지속 여부도 변수로 작용할 것이라는 생각이다.

칼럼의 재해석

황홍진 연구원

중국발 일본행 노선 급감, 한국 인바운드 '기회'로 (Bloomberg)

최근 중국인의 방한 수요는 무비자 정책 초기 성과가 제한적임에도 불구하고, 중일 갈등이라는 외생 변수로 인해 반등 전환을 앞두고 있다. 11월 일본 정부의 대만 관련 발언 이후 중국 정부가 여행 자제령을 내렸고, 중국 항공사들은 일본행 항공편 5,548편 중 16%를 중단하는 등 수요 충격이 현실화되었다. 이에 따라 일본은 중국인의 인기 여행지 순위에서 10위 밖으로 밀려났으며, 취날•통청여행 데이터에서도 한국이 단기간에 인기 1위로 부상했다.

과거에도 외교 갈등은 관광 흐름을 전환시켜 왔다. 2010년 센카쿠 분쟁 당시 일본 여행은 감소한 반면 한국행 수요가 증가했고, 2017년 사드 보복기에는 반대로 일본이 대체 수요를 흡수했다. 과거 사례를 적용하면 현재 일본행 월 82만명 중 25~45만명(30~55%) 이탈 가능성이 있으며, 이 가운데 30%만 한국으로 유입되어도 월 8~14만명 추가 방한 수요가 발생할 수 있다.

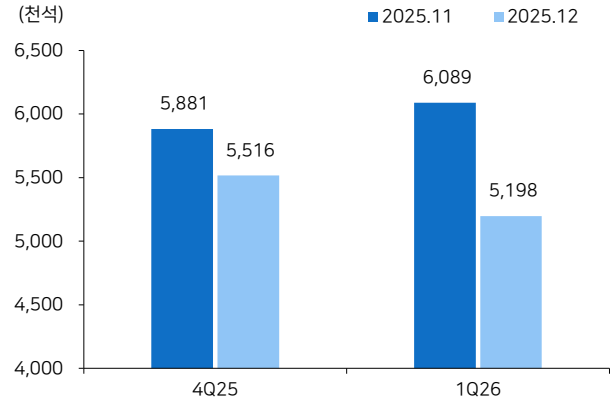
이러한 수요 이동은 관광수입 민감도가 높은 업종의 실적 개선을 촉발한다. 특히 백화점은 K-컬처 기반 체험형 공간으로서 외국인 소비의 핵심 채널로 자리잡은 데다, 원화 약세에 따른 가격경쟁력도 유지되고 있어 업종 리레이팅이 기대된다. 중일 갈등발 리스크가 내년 3월까지 지속될 가능성이 높아지는 만큼, 단기 인바운드 회복 + 구조적 소비 트렌드 모두에서 백화점 업종이 가장 확실한 수혜 업종으로 판단된다.

중일 갈등, 한국은 어부지리?

11월 7일, 일본 다카이치 총리가 대만 유사시 일본 개입 가능성을 언급하고 중국 정부는 일본 여행 자제령을 권고했으며, 중국 항공사들도 12월 운행 예정이던 일본행 노선 5,548편 중 16%에 해당하는 904편의 운항을 중단했다. 다카이치 총리 발언 이후 일본 내 지지율은 교도통신 기준 69.9%(4.4%p MoM)로 상승하며, 일본의 대중 강경 기조 역시 쉽게 완화되기 어려워 보인다.

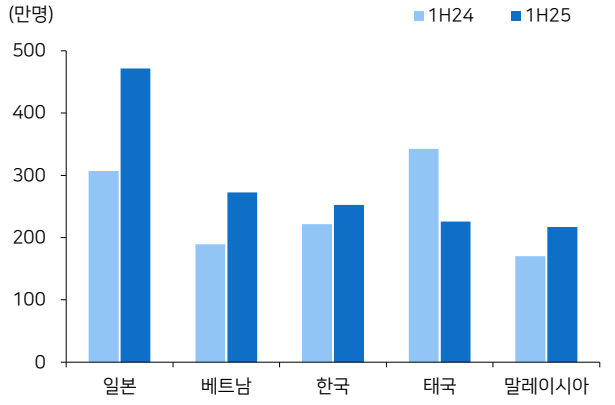
중일 긴장이 내년 3월까지 장기화될 가능성이 제기되는 가운데, 한국이 중국인의 일본행 환승•관광 수요를 확보할 수 있을 전망이다. 올해 상반기 기준 중국인이 가장 많이 방문한 해외 여행지는 일본으로, 전년 동기 대비 53.5%의 가파른 성장세를 보였다. 그러나 중일 갈등으로 일본행 수요의 불확실성이 확대되면서, 접근성 측면에서 가장 인접한 단거리 대체지인 한국으로 이동할 여지가 크다고 판단한다.

그림1 중국발 일본행 항공편 좌석 공급 계획 변화



자료: Circum, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국인 해외여행 국가 Top 5

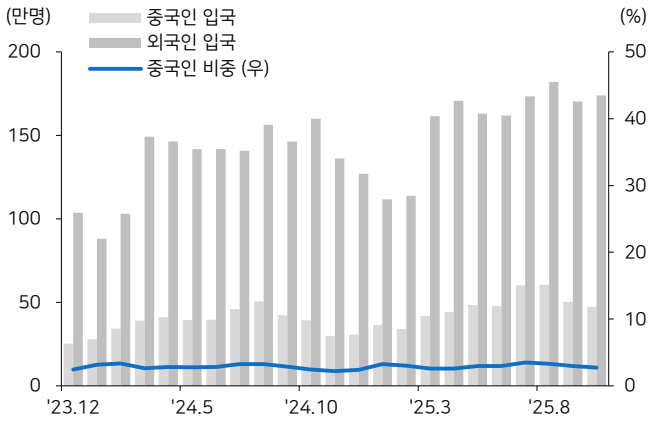


자료: Baidu, 메리츠증권 리서치센터

연초부터 기대감을 모았던 중국 무비자 정책의 초기 성과는 제한적이었다. 한국관광공사에 따르면, 10월 외국인 관광객은 173만명(+8.7% YoY, +2.1% MoM), 중국인 입국자수는 47만명(+20.5% YoY, -6.1% MoM)에 그쳤다. 10월 누적 중국 방문객은 471만명으로, 관광•면세 업계가 무비자 입국 시행 이전 기대했던 '연간 중국인 관광객 600만명'을 달성하기 위해서는 남은 2개월 간 130만명(월 평균 약 65만명)이 추가로 유입되어야 하는 상황이다.

이 가운데 중일 갈등이 최근 인바운드 둔화 우려를 완화해주고 있다. 중국인들의 일본행 여행 취소가 현실화되며 근거리 해외여행 수요가 한국으로 빠르게 이동하고 있기 때문이다. 최근 중국 여행업체 대상 설문조사 결과 중국인 인기 여행지는 태국•한국•베트남•유럽 등이 차지했으며, 일본은 상위 10위권 밖으로 밀려났다. 중국 취날(去哪儿)에 따르면 11월 15~16일 기준 한국이 중국인 인기 해외여행지 1위를 차지했고, 통청여행(同程旅行)은 11월 셋째 주~넷째 주 한국 호텔 예약이 전년 대비 240% 증가했다고 밝혔다.

그림3 한국 인바운드 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국인 인기 여행지 설문조사 결과 (11.30 업데이트)

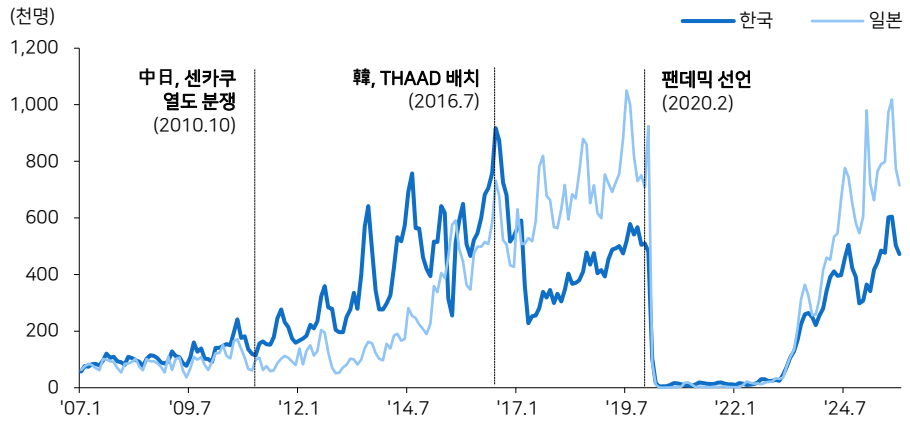
태국	스페인
한국	캐나다
일본	멕시코
베트남	호주
인도네시아	러시아
이탈리아	중동
프랑스	미국
독일	영국

주: 선택된 답변은 파란색으로 강조 표시
자료: China Travel Online, 메리츠증권 리서치센터

외교 갈등이 관광 수요의 흐름을 바꾼 전례도 존재한다. 2010년 10월 센카쿠 열도 분쟁 이후 중국은 일본에 희토류 수출을 제한하고 불매운동과 관광 금지조치 등 전방위 규제를 가했다. 이후 1년간 중국인의 일본 방문은 43만명 감소(-30% YoY)한 반면, 한국 방문은 33만명(+18.4% YoY) 증가하는 대체 수요가 발생했다. 2017년 사드 국면에서는 반대로 한국행 수요가 막히면서 일본이 수혜를 입었다. 당시 '한한령' 이후 1년간 방한 중국인은 500만명(-55.1% YoY) 감소했으며, 방일 중국인은 103만명(+15.7% YoY) 증가했다.

이번에는 중일 갈등으로 우리나라가 수혜를 누릴 차례다. 올해 월 평균 방일 중국인은 약 82만명으로, 과거 사례를 적용하면 월간 약 25만명(30%)에서 45만명(55.1%)의 이탈이 발생할 수 있다. 이 중 30%가 한국행을 선택한다면 국내 중국인 관광객 수는 월간 8~14만명 이상 증가할 것으로 기대된다.

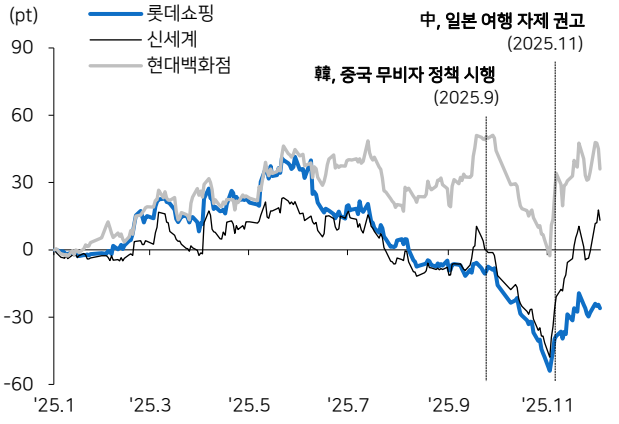
그림4 중국인 출국자 수



자료: 한국관광공사, 일본정부관광국, 메리츠증권 리서치센터

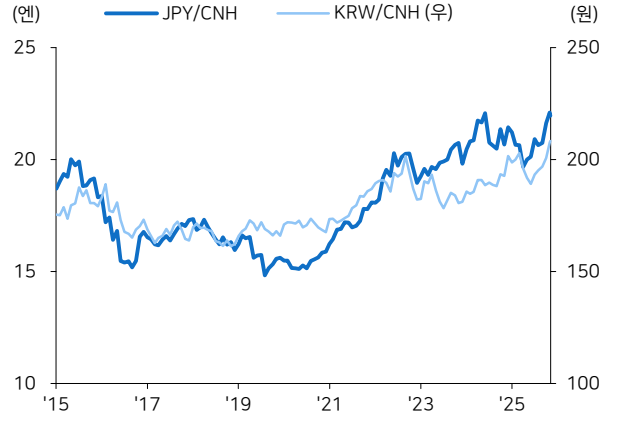
방한 여행객 증가에 대한 기대감이 회복되면서 관광수입 민감도가 높은 인바운드 업종인 K뷰티, 유통, 호텔, 카지노, 여행/레저에 대한 시장의 관심이 증가하고 있다. 그 중에서도 백화점의 상대적 아웃퍼폼이 두드러진다. 백화점이 K-컬쳐와 연계된 체험형 공간으로 자리잡으며 외국인 관광객의 핵심 소비 채널로 부상했기 때문이다. 환율 환경도 우호적이다. 최근 원화가치가 상대 약세 구간에 위치하고 있어, 중국인 소비자 기준 체감 구매력을 보다 높은 수준으로 끌어올리고 있다. 최근 중일 갈등에 따른 반사수요에 더해 중국인 단체관광 회복까지 가시화된다면, 백화점 업종의 실적 개선과 밸류에이션 회복 요인으로 작용할 것으로 예상한다.

그림5 Kospi 지수 대비 백화점 업종 상대수익률



주: 2025년 1월 2일 기준 해당 종목 수익률 – Kospi 지수 수익률
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림6 위안화 대비 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *China Asks Airlines to Extend Japan Flight Cuts Until March 2026 (Bloomberg)*