## 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

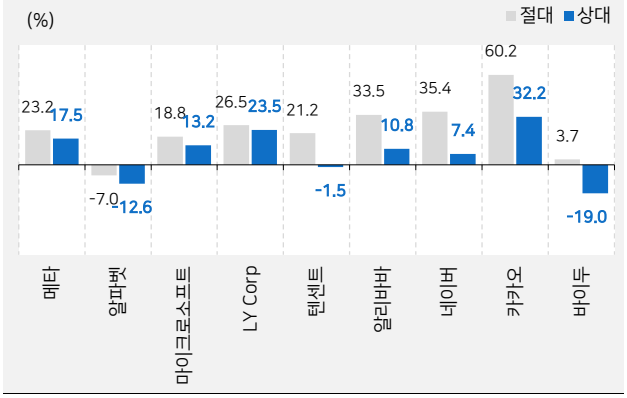
- ✓ 2025년 플랫폼 산업은 AI 경쟁 재편의 전환기. 딥시크 모멘트를 기점으로 중국 플랫폼 반등에 성공했고 미국에서도 구글이 '나노 바나나'와 'AI 브리핑'으로 반격하며 승자 구도 변화 중. 국내에서는 네이버가 광고 버티컬 확장하고 피드형 성과 등을 통해 ROAS 높이는 글로벌 성공 방식을 복제하는 모습. 카카오는 ChatGPT 도입과 피드/숏폼 도입. 업데이트 이후 소비자 평가가 향후 성과를 결정할 핵심 변수
- ✓ 디지털 자산 측면에서는 네이버-두나무 합병 시너지 기대. 스테이블 코인에서는 수수료 절감·이자 수익화 기회 확보, 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

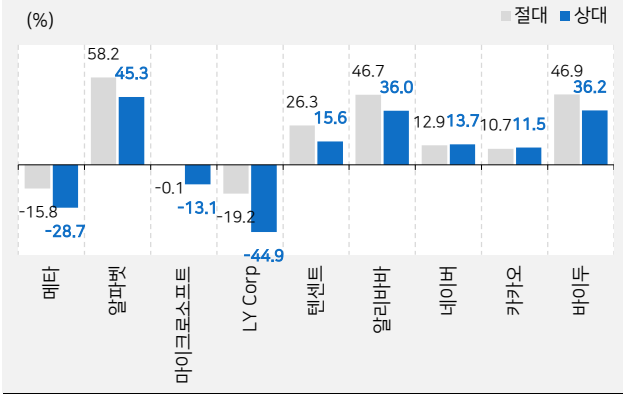
2024년까지는 미국과 非미국 시장의 구도가 뚜렷했지만, 2025년에는 '딥시크 모먼트'를 기점으로 중국 플랫폼의 선전이 두드러졌다. 딥시크 기반 AI 이용량이 급증했고, 중국 플랫폼들도 적극적 CAPEX 계획을 내놓기 시작했다. 검색 시장에서 ChatGPT에 주도권을 내주던 구글은 AI 브리핑 기능을 도입하며 반격했고, Gemini의 포토샵 활용 등 클라우드 기반 사용 증가로 미국 내 기술 기업 구도도 재편되는 흐름이 나타났다.

그림1 1H25




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

그림2 2H25



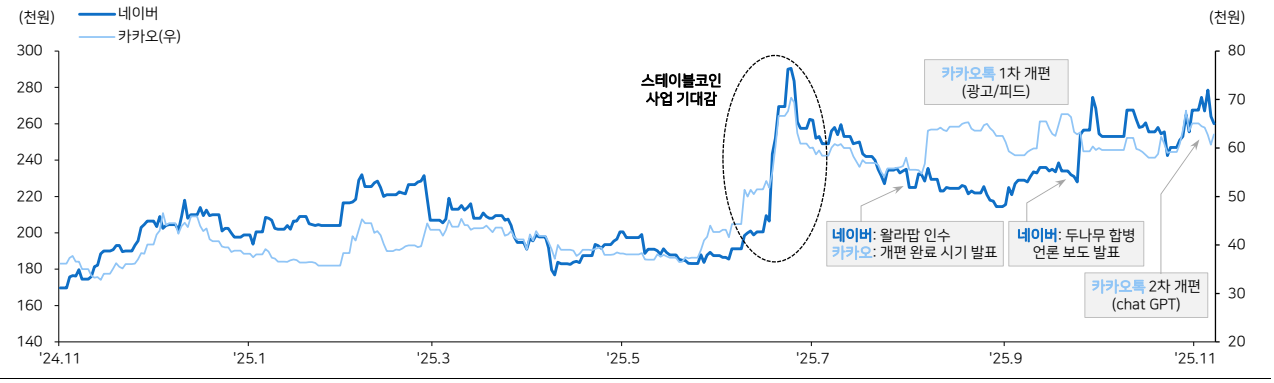

주: 2025.07.01 대비 2025.11.10 수익률
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 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

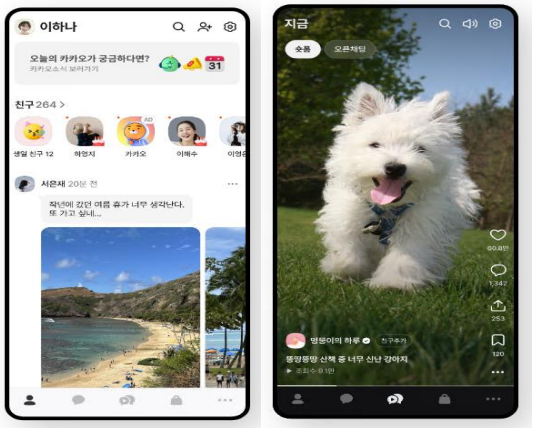
카카오는 9월 'If Kakao' 행사에서 신규 서비스들을 공개하며, ChatGPT를 제외한 광고 중심 기능을 먼저 적용했다. 그러나 업데이트 직후 사용자 반응이 예상보다 좋지 않아 첫 번째 탭을 롤백하는 등 초기 개편은 과거와 비교했을 때 실패였다.

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

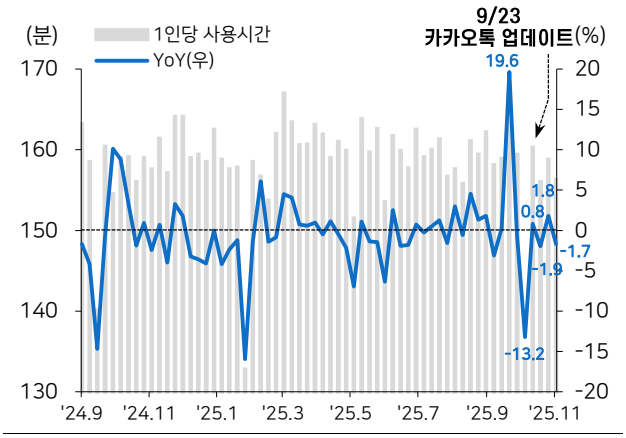
밝혔다. 다만, 주요 기능 상당수가 이미 카톡 내에 구현되어 있어 재무적 성과로 이어지는 모습은 좀더 관찰이 필요하다.

**그림4 카카오톡 첫 탭은 피드형, 세번째 탭은 숏폼으로 변경**




자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

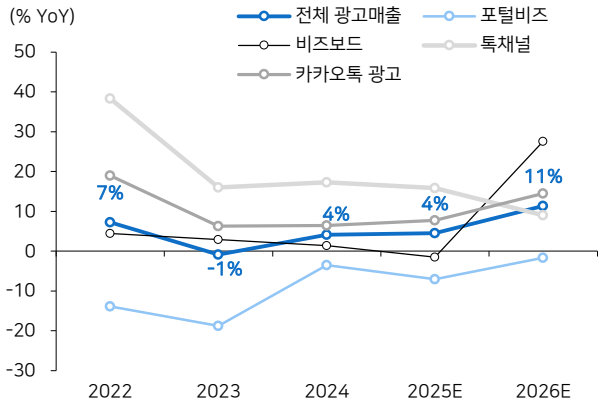
**그림5 카카오톡 이용자 체류 시간**




자료: Wiseapp, 메리츠증권 리서치센터

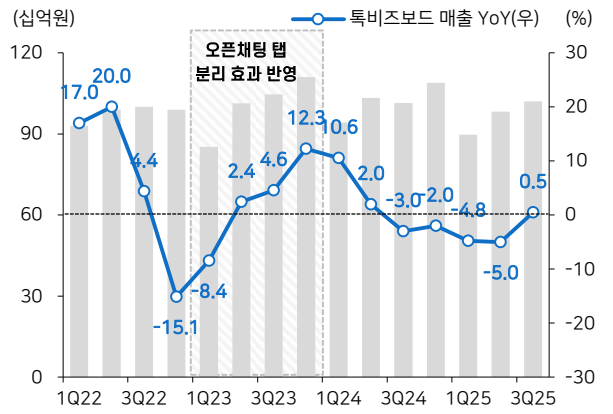
카카오의 전체 광고 매출의 향후 성장은 카카오톡 개편에 따른 비즈보드 확대가 핵심이 될 전망이다. 비즈보드 일평균 매출은 11억원에서 2026년 16억원까지 성장할 것으로 예상되며, 여기에 ChatGPT 탭 광고가 확대될 경우 2027년에는 약 17.6억원 수준도 가능하다. 이는 과거 오픈채팅 탭 분리 시 지면 확대 효과와 유사하다. 다만 롤백 사례 등 변수는 여전히 존재하고, 유료 구독 모델은 아직 반영되지 않아 본격 도입 시 가격 및 혜택 설계가 관건이 될 전망이다. 결국 2026년 전망 실현 여부는 업데이트 이후 소비자 반응에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

**그림6 카카오 부문별 매출 성장률**




자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

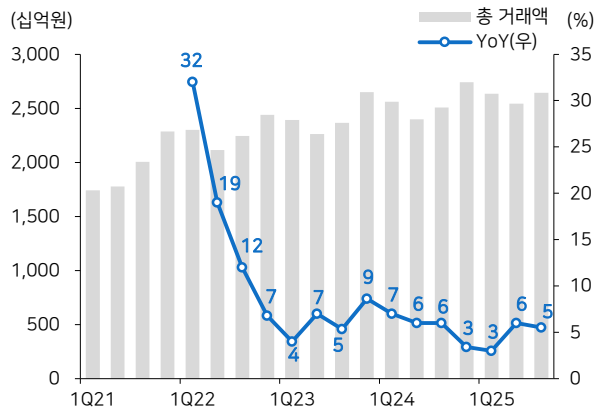
**그림7 오픈채팅 탭 분리 시 효과**




자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

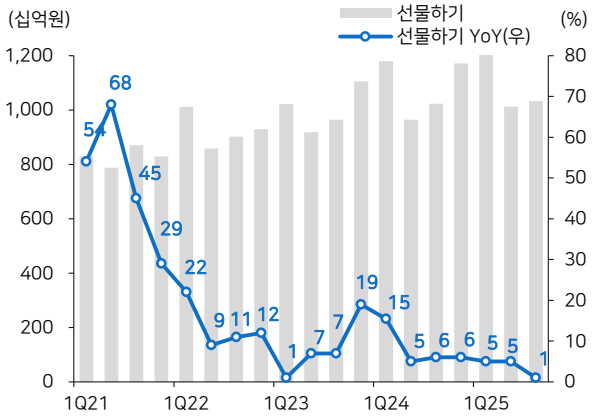
에이전트 도입에 따른 커머스 성과를 기대하는 시선도 존재한다. 그러나 이를 위해서는 추천 기능 고도화 외에 배송·셀러 인프라 등 추가 기반이 필요할 것으로 판단된다. 실제로 2025년 2분기 기준 카카오 커머스의 자기 구매 비중은 16%에 그치고 있으며, 지금까지의 성장은 선물하기 중심의 단가 상승에 의존해 왔다. 3분기 선물하기 성장률이 1%까지 둔화되며 한계가 뚜렷해진 만큼, 2026년에 도입될 쇼핑 에이전트가 자기 구매를 얼마나 끌어올릴지 지켜볼 필요가 있다.

그림8 **커머스 총 거래액과 성장률 추이**




자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **선물하기 매출과 성장률 추이**



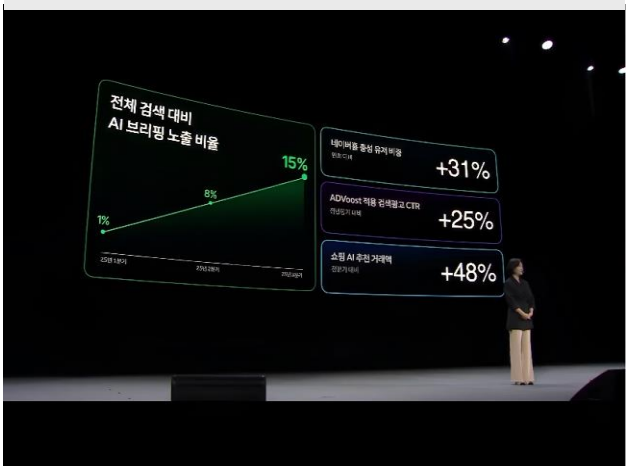

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터

## 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

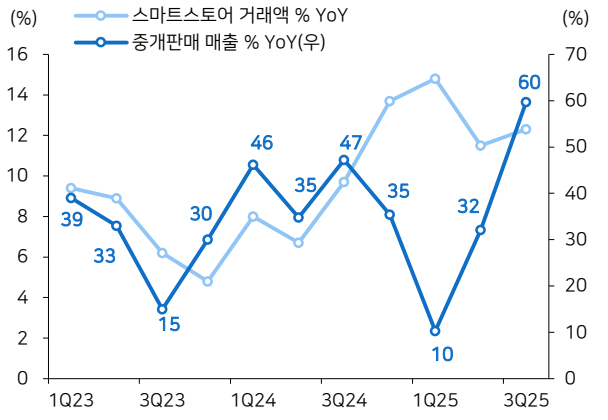
그림11 네이버 광고 시장에서의 역할이 전광판에서 분배의 역할까지 확대

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.

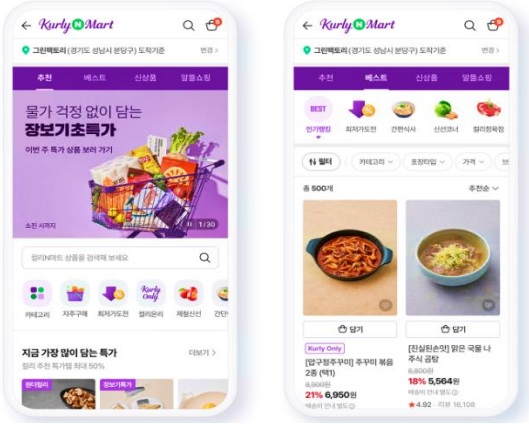
올해 3분기 전체 온라인쇼핑 거래액이 전년 대비 +9% 성장하며 상반기 대비 개선된 가운데, 특히 식음료·배달 서비스 카테고리가 강세를 보였다. 이러한 트렌드 속 네이버의 컬리 입점은 신선식품 카테고리를 보완해 거래액 확대 및 사용자 활동 증가로 광고 매출 및 방문 빈도를 함께 끌어올리는 효과가 나타날 것으로 기대된다.

그림12 네이버 스마트스토어 거래액과 중개판매 매출 성장률




자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

그림13 9/4 네이버 스마트스토어 내 컬리 운영 시작




자료: 네이버

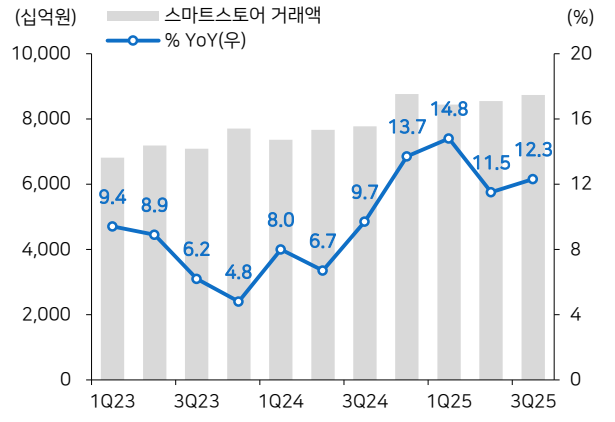
표1 **온라인 쇼핑 최근 화두는 '신선식품'**

| (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

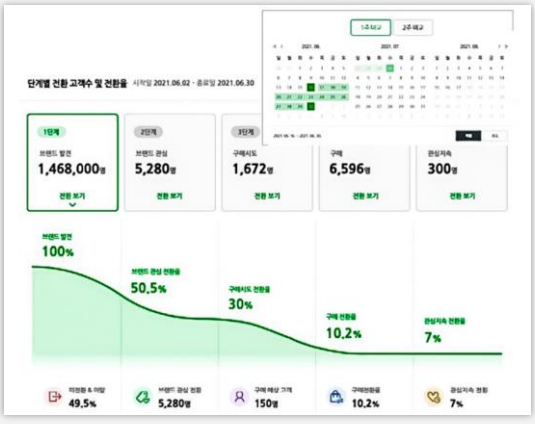
2026년에도 스마트스토어는 두 자릿수 성장세가 이어질 가능성이 높으며, 브랜드스토어 비중 확대와 물류 프로그램 안착에 따른 도착보장 옵션 확대는 take rate 업사이드로 작용할 전망이다. 2024년 네이버의 판매자 자발적 마케팅 규모가 약 5,300억 원(스마트스토어 GMV의 1.8%)로 추산된다. 네이버는 판매자 전용 마케팅 솔루션과 개인화 추천 지면을 통해 이 수요를 효과적으로 흡수하고 있다. 동사는 연말 물류 역할을 강화하는 '네이버 계약 모델' 전환 테스트를 시작하여, 도착보장 서비스 계약을 네이버–판매자 간 직접 체결 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**



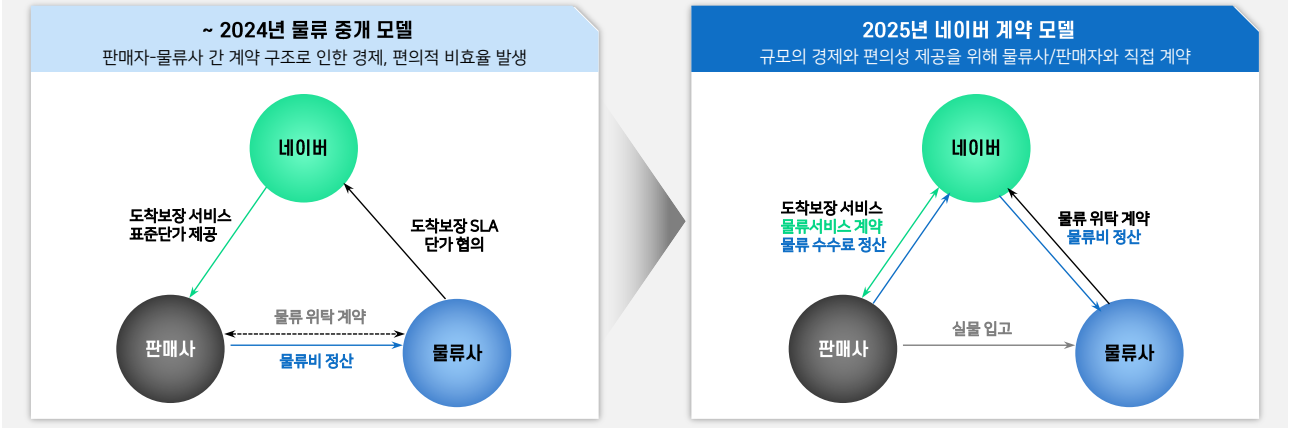

자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

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




자료: 네이버

그림16 네이버의 물류 계약 모델 체계 변화



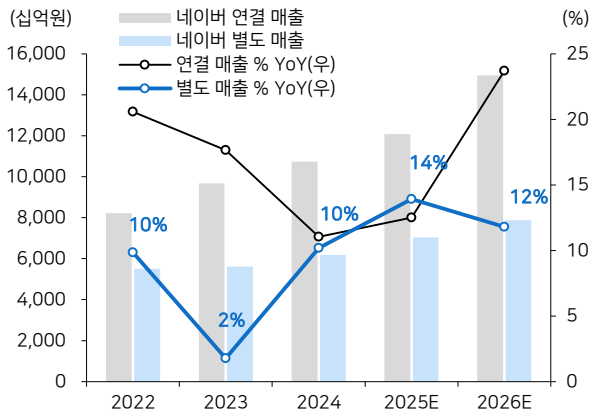

자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터

## 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.

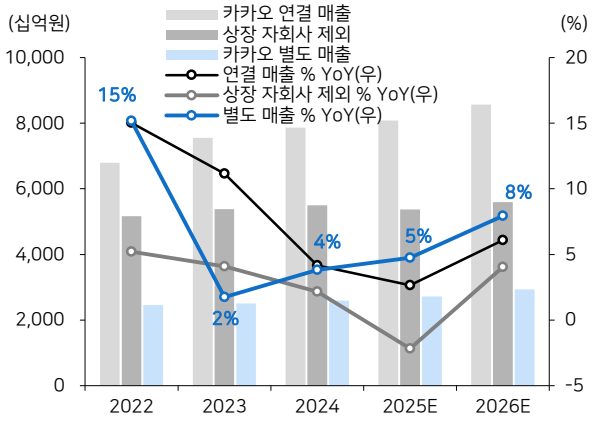
반면 카카오는 광고 기대 요인이 이미 상당 부분 전망치에 반영된 상황으로, 커머스 부문에서 아직 뚜렷한 신규 성장 동력이 확인되지 않은 상태다. AI 에이전트 활용이 재무 성과로 연결될 경우 관점은 달라질 수 있다. 아울러 비핵심 자산 정리 기조가 지속되며, 카카오VX를 투자법인으로 이관해 매각을 추진하는 등 다운사이징이 진행되고 있다.

그림17 네이버 연결 및 별도 매출




자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림18 카카오 연결 및 별도 매출

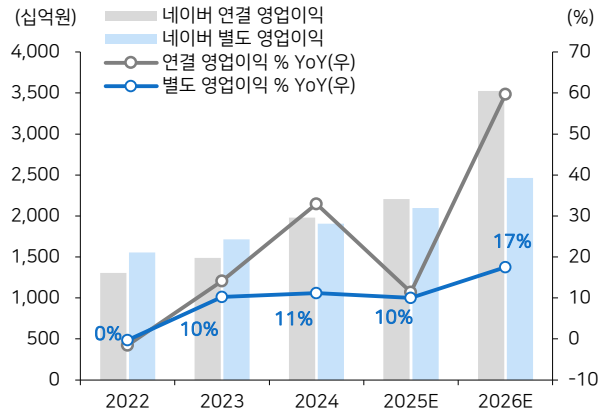



자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

(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.

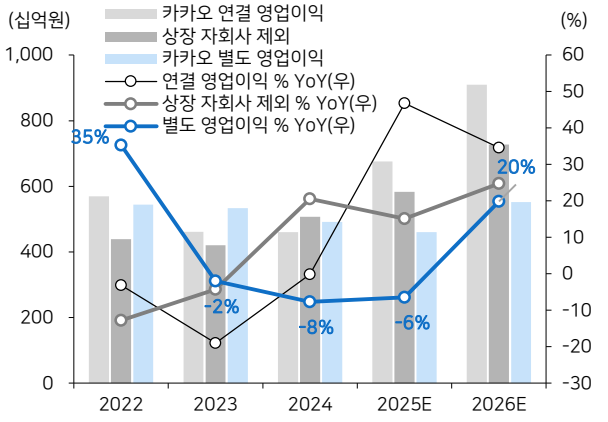
네이버는 광고/커머스 모두 2026년 성장을 가속화할 전망이다. 다만 커머스 투자 비용을 크게 산정을 했다. 커머스 1% 일괄 인상 효과 중 50%를 마케팅 비용으로 반영했으며 별도 영업이익은 YoY 17% 성장할 것으로 예상한다. 2026년 하반기로 접어들며 마케팅 비율 하락할 것으로 기대된다. 두나무 합병을 감안하여 연결 영업이익 또한 큰 증가 예상된다. 그러나 GPU 투자가 연간 2배씩 증가하는 등 CAPEX 투자로 기존 연결 성과는 다소 눌릴 전망이다.

그림19 네이버 연결 및 별도 영업이익




자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림20 카카오 연결 영업이익 및 상장 자회사 제외 영업이익



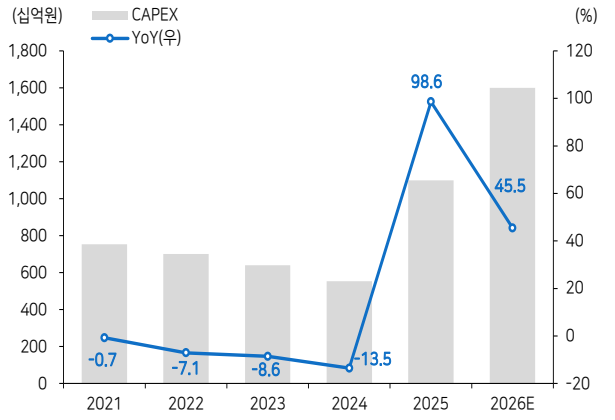

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

## 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.

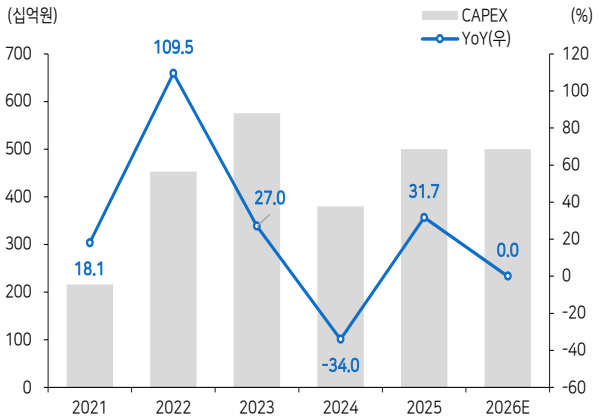
메타와 구글의 3분기 실적 발표 이후 주가 반응에서 보이듯, 매출 성장이 수반되지 않는 CAPEX 확대는 시장에서 리스크로 평가될 수 있음을 있다.

그림21 네이버 CAPEX




자료: 네이버, 메리츠증권 리서치센터 전망

그림22 카카오 CAPEX



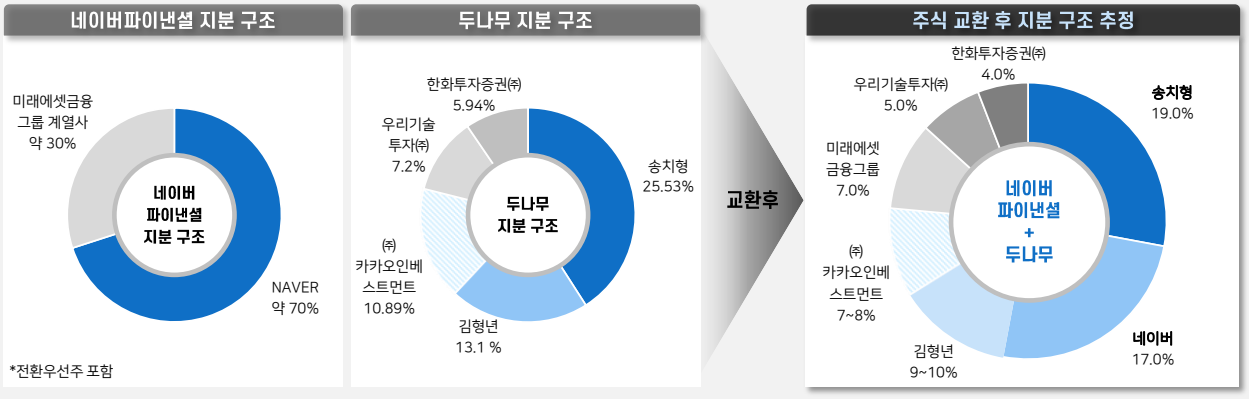

자료: 카카오, 메리츠증권 리서치센터 전망

## 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% |

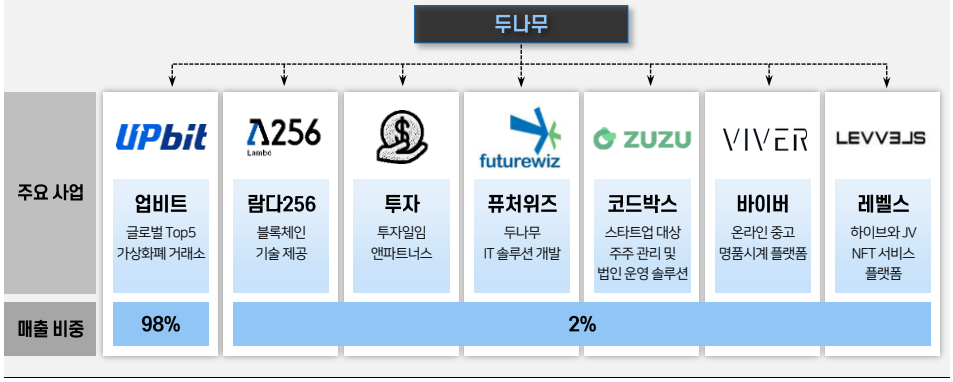
주: 네이버페이는 부동산 등 기타 업무 매출이 일부 발생하여 최근 실적의 실제 수수료율은 계산보다 소폭 높을 수 있음
자료: 네이버파이낸셜, 메리츠증권 리서치센터

### 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** |

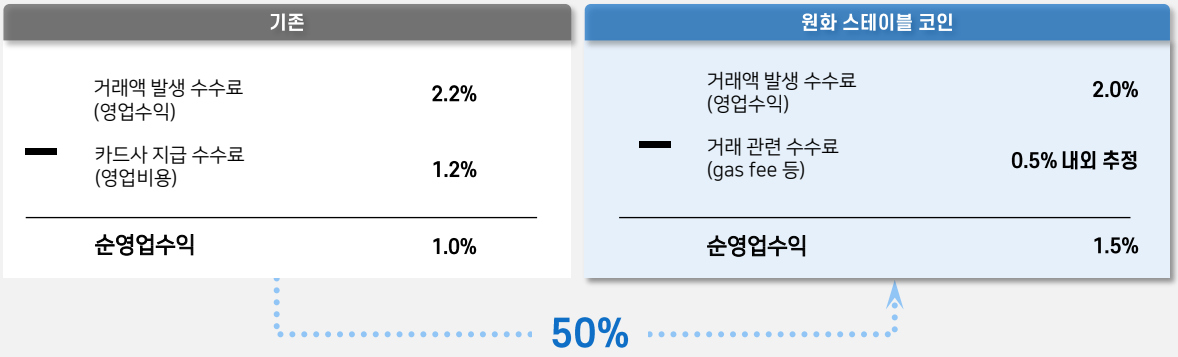
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터 전망

### 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.

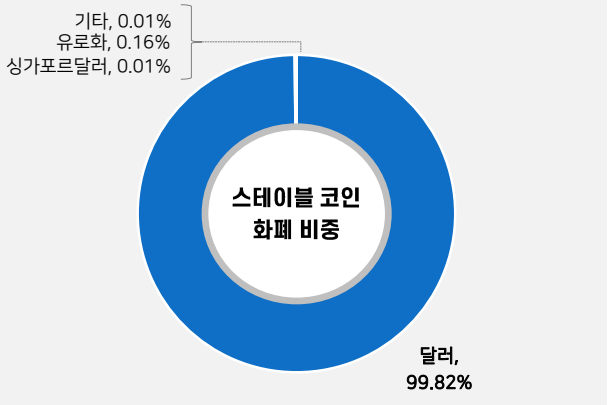
두나무 역시 스테이블코인 발행을 통해 예치 자산에서 발생하는 이자수익을 기대할 수 있다. 다만 유효 수익 기대는 낮다. 실제로 달러 외 통화 기반 스테이블코인의 시장 비중은 0.2%에 불과하며 거래량은 이보다 더 적다. 따라서 거래보다는 메인넷 운영 및 금융자산화 수익 구조가 핵심이 될 가능성이 높다.

그림25 기존 거래와 원화 스테이블 코인 거래 순영업수익 비교



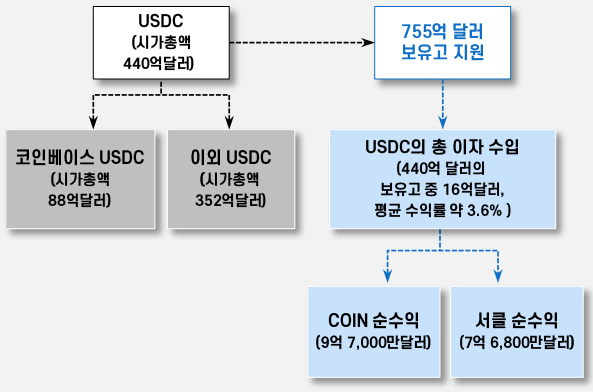

주: 상기 계산은 매출 연동비(지급수수료)만을 고려한 수치
자료: 메리츠증권 리서치센터

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



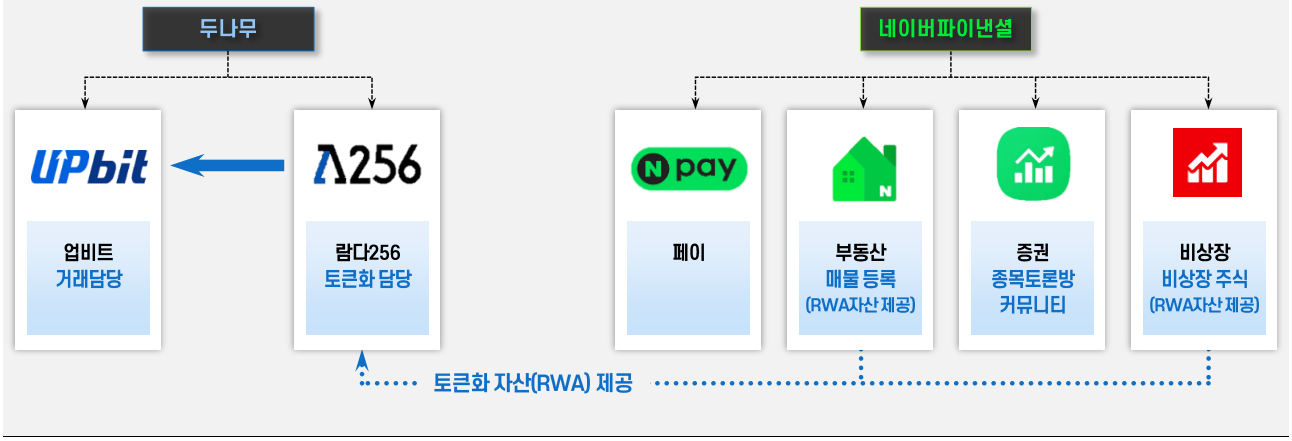

자료: 주: 2024년 기준
자료: COINMETRICS, 메리츠증권 리서치센터

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.<br>▪ 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.<br>▪ 스테이블 코인에 대한 개념 정리, 1대1 준비자산을 유지하고 이를 검증/공시하며 언제든 상환할 수 있도록 하는 것이 기본 원칙 강조<br>▪ 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<br>▪ 스테이블 코인 관련 CEO 간담회 진행 |

자료: 언론 보도, 메리츠증권 리서치센터 정리

**표5 합병 법인의 사업 확장을 가능하게 할 디지털 자산 관련 법안들**

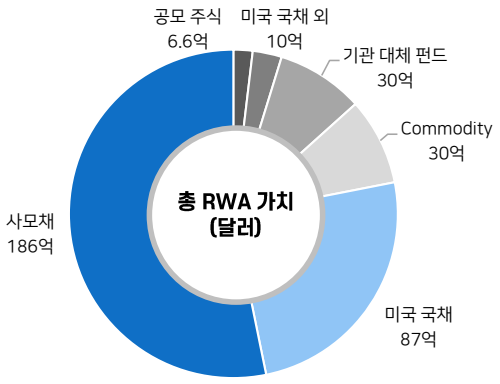
| 대표 발의자 | 날짜 | 법안명 | 주요 내용 |
|---|---|---|---|
| 민병덕 (더불어민주당) | 2025.6.10 | 디지털 자산 기본법 | 디지털 자산 정의, 사업자 진입 및 행위 규제, 발행 및 유통 절차, 공시 의무, 불공정거래행위 금지 |
| 안도걸 (더불어민주당) | 2025.7.28 | 가치안정형 디지털 자산법 | 은행 외 일반 주식회사 스테이블 코인 발행 허용, 실물자산 담보 의무화, 금융당국 인가제 도입 |
| 김은혜 (국민의 힘) | 2025.7.28 | 가치고정형 디지털 자산법 | 스테이블 코인 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

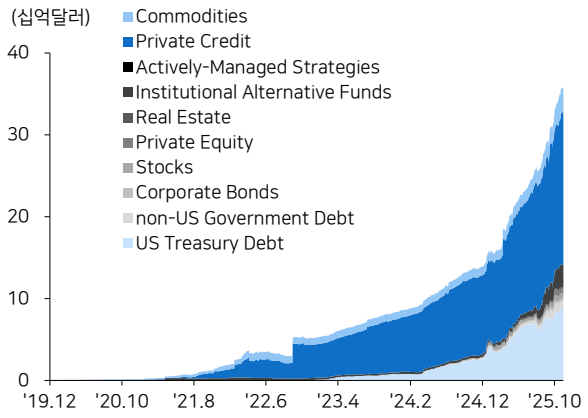
지난 1년간 글로벌 RWA 토큰화 시장은 약 73% 성장하여, 11월 기준으로 자산 규모가 약 3,318억 달러(한화로 약 480조 원)에 이르렀다. 기존에는 채권 중심으로 성장했으나, 최근에는 주식과 기관 대체 펀드 부문이 각각 7,503%, 774% 증가하는 등 영역이 빠르게 확대되고 있다. 이는 2025년 유럽에서 관련 법안이 마련되고 글로벌 사업자들의 유럽 진출로 사업이 가능하진 데 따른 결과다.

그림29 총 RWA 토큰화 자산 구성




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

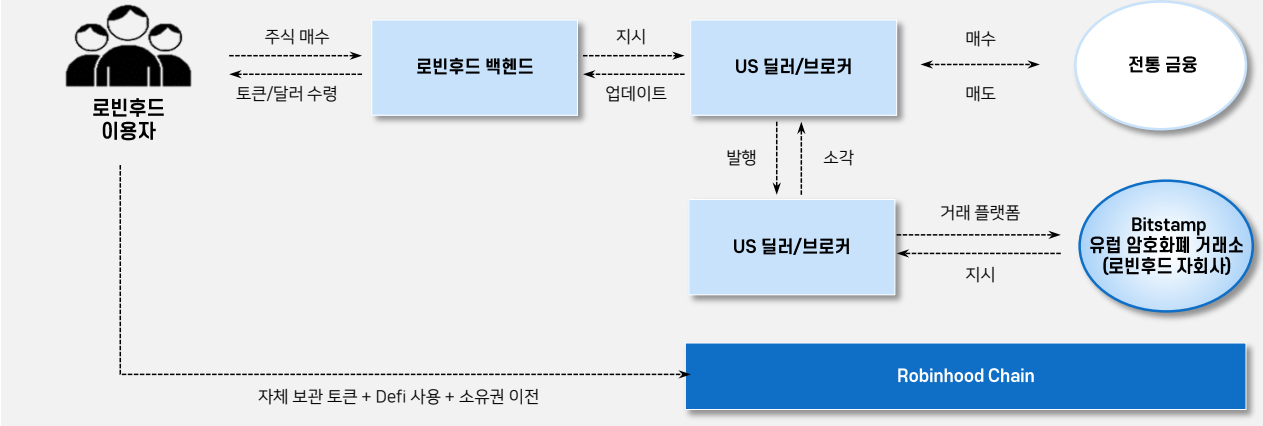
그림30 RWA 토큰화 자산 시계열 규모




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

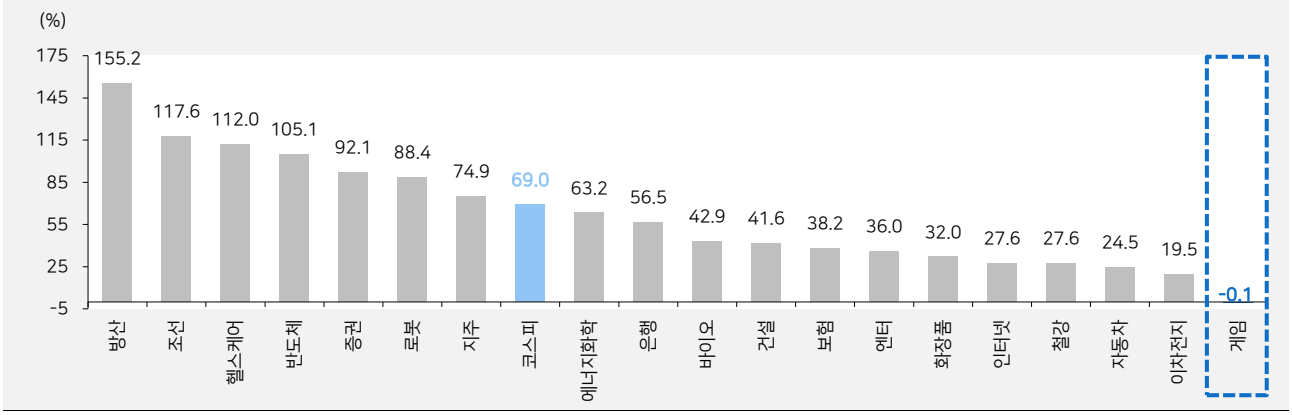
자료: Gemini, 메리츠증권 리서치센터

## 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 | 엔씨 소프트 | 넥슨 게임즈 | 카카오 게임즈 | 넷마블 | 펄어비스 | 네오위즈 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 절대 수익률 | 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 |
| 상대 수익률 | 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 | 반다이 남코 | 스퀘어 에닉스 | 캡콤 | 텐센트 | 넷이즈 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 절대 수익률 | 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 |
| 상대 수익률 | 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 |

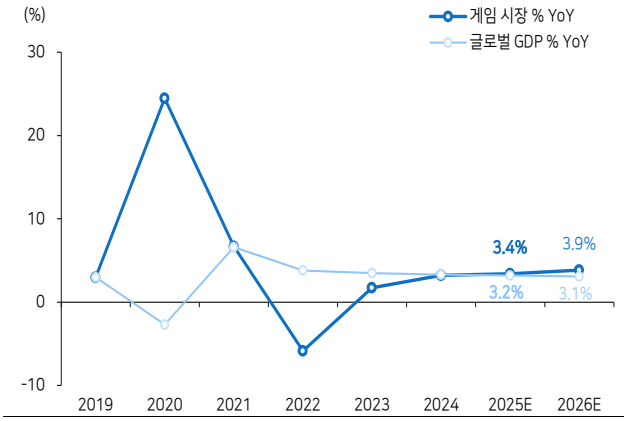
주: 25.11.23 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 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.

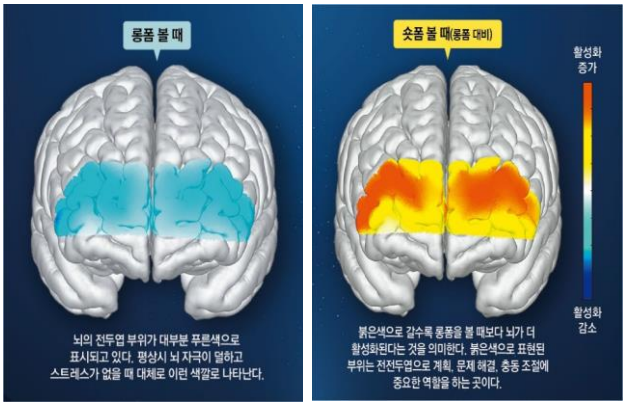
이러한 구조적 문제의 핵심 원인은 숏폼이다. 소비자 여가 시간에서, 숏폼 콘텐츠의 확산이 게임 이용 비중을 낮추고 반복적인 자극에 익숙해진 이용자의 집중력을 떨어뜨려 게임 산업 성과에 부정적인 영향을 미치고 있다. 모바일은 더 가볍게, PC·콘솔은 더 깊은 몰입형 콘텐츠로 양극화되는 흐름을 보이고 있다.

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.

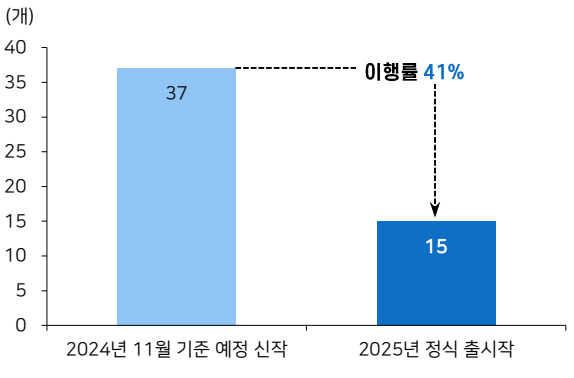
모바일 RPG 중심이라는 고착화된 사업 구조는 주가 매력을 반감시킨다. 국내 게임사들은 2022년 이후 PC·콘솔 개발에 본격 착수했으나, 대부분 일정 지연과 기대 이하 성과로 투자자 실망을 키웠다. 다작을 통해 체력을 유지해온 기업(예: 넷마블) 정도가 방어에 성공했으나 주가는 크게 반응하지 못했다. 다만 11월 출시된 〈아이온2〉의 흥행 성공은 유저 이탈을 야기한다.

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

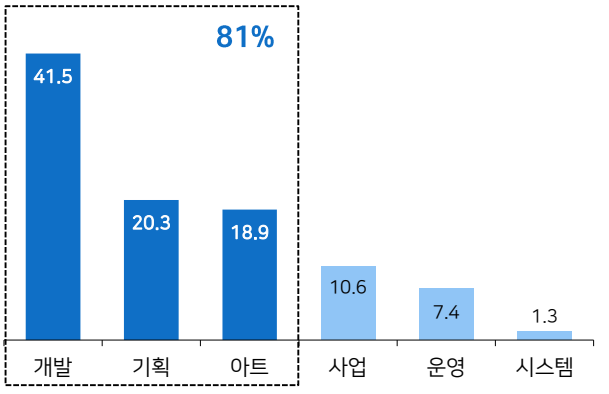
## 게임 산업 돌파구: AI in Game

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<br>▪ 애니메이션, 모델링, 지능형 NPC 생성 등 | ▪ 캐릭터 스킨 제작 및 애니메이션: 기존 최대 3일반 → 몇 분만에 가능<br>▪ 골격 애니메이션 제작: 기존 3~7일 소요 → 10초만에 제작 가능<br>▪ 캐릭터 스키닝 처리량이 8배 향상<br>▪ PUBG Mobile을 포함하여 90개 이상의 타이틀 개발에 이미 통합됨 |
| | 혼원 게임 (Hunyuan Game) | ▪ 자체LLM 기반 게임 비주얼 생성 플랫폼<br>▪ 게임 자산, 아트, 애니메이션 등 텍스트 명령만으로 자동 제작 | ▪ 캐릭터 다중 뷰 생성 시간 12시간 이상 → 30분 이내로 단축<br>▪ 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<br>▪ 아트, 광고, CS 등 게임 개발/운영 적용 | ▪ 2D 이미지 제작 효율성 약 80~90% 향상<br>▪ 해당 툴 확장한 AI 기반 통합 도구로 '문 팰리스 하트' 미니게임 제작<br>▪ 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<br>▪ 3D 모델 실시간 렌더링 기술 Nanite 탑재 | ▪ 대규모 오픈월드 게임 60FPS로 구동 가능<br>▪ '포트나이트', '검은 신화: 오공' 등 AAA급 게임 제작에 적용 |
| | MetaHuman Creator | ▪ 언리얼 엔진 5.6으로 구동<br>▪ 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<br>▪ 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

**Compliance Notice**

- 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.