게임

3 Issues sum-up

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

Meritz Research 2026. 3. 9

1. 구글 앱수수료 인하

지난 4일, 구글 앱수수료 변경안을 발표했다. 〈그림1〉과 같이 게임사에 해당되는 일괄 30%였던 인앱 수수료가 서비스 수수료와 결제 수수료로 나뉘었고, 기존 게임은 구글 결제 시 25%로 5%p 인하된다. 변경안 이후 출시되는 신규 게임이나 기존 게임의 최초 설치가 27년 이후 이루어질 경우 20%로 10%p 수수료가 절감된다. 오는 6월 미국/EU/영국을 시작으로 12월 한국/일본에 순차 적용되며 내년 9월까지 전세계로 확대될 예정이다.

각 사의 효과를 알기 위해서는 1) 매출 내 모바일 게임의 비중, 2) 게임의 국가별 분포, 3) PC 자체 런처 도입률을 고려해야 한다. 안드로이드 폰 비중은 한국〉유럽〉일본〉미국 순이며 중국은 구글 플레이가 제공되지 않는다. 즉, **국내 매출 비중이 높고 자체 런처 전환 비율이 낮았던 기업일수록 관련 효과가 크게 작용**한다.

당사 2027년 추정치 기준 구글 수수료 변경안은 **넷마블〉NHN〉시프트업〉카카오게임즈〉네오위즈〉엔씨소프트 순으로 1~2%p 수준의 영업이익률 변화**를 야기할 전망이다(〈표5〉참조). 펄어비스는 모바일 매출 비중이 크지 않고 크래프톤은 모바일 매출 내 중국 비중이 높아 관련 효과는 미미할 것으로 예상된다.

2. 자사주 소각과 주주환원

3차 상법 개정으로 인해 자사주 소각 규정이 강화되었다. 신규 취득한 자사주는 1년 내, 기존 보유분은 법 시행일로부터 1년 6개월 내 소각해야 한다. 〈표6〉에서 보이는 바와 같이 게임 업체 중 **네오위즈, 엔씨소프트, 데브시스터즈**가 자사주 전량 소각 시 EPS가 10% 이상 상승할 것으로 예상된다. 다만 엔씨소프트의 경우 일부 상각 후 잔존하는 10% 자사주에 대하여 성장동력 확보를 위한 재원으로 활용하겠다고 밝힌 바 있어 주주총회 승인을 확보할 경우 소각 의무에서 제외된다.

3. 〈붉은 사막〉 카운트다운

오는 3월 20일, 펄어비스의 〈붉은 사막〉이 출시된다. 국내 게임사 중 싱글 플레이 게임으로 콘솔과 PC에 동시 출시되며 2023/2024년 일본 게임사가 누린 플랫폼 확장 효과를 체험할 수 있는 첫 사례다.

PS5 70%가 분포된 북미/유럽에서 〈붉은 사막〉은 사전예약 Top 3 게임에 안착했고, 지난 4일 6시간 플레이 엠바고 영상들이 풀리며 스팀 매출 실시간 순위도 10위 안으로 진입했다. 특히 전체 판매량의 서프라이즈를 결정짓는 국가는 중국인데 최근 중국 '17173 어워드'에서 '가장 기대되는 게임'에 〈GTA6〉와 함께 〈붉은 사막〉이 유일하게 해외 게임으로 선정되었다. 시장 기대 수준은 300만~500만장으로 추정된다. 당사는 500만장을 연내 넘길 것으로 예상한다. 〈검은 사막〉을 통해 연간 BEP 레벨임을 감안 시 **100만장 당 영업이익 500억원**을 예상할 수 있다.

2021년 PS5가 출시되었지만 반도체 공급 이슈로 인해 본격적인 공급은 2022년 블랙프라이데이 이후 이루어졌다. 콘솔 exclusive를 고집하던 일본 게임사들은 2022년 이후 스팀 동시 출시를 결정했고 이는 23/24년 일본 게임사의 실적 서프라이즈와 밸류에이션 리레이팅을 이끌었다(〈그림8〉 참조).

반면 2025년 전세계에서 가장 높은 주가 수익률을 기록한 국가는 중국이었다. 우연의 일치일지 모르겠으나 2024년 8월 출시된 〈검은 오공〉을 통해 싱글 플레이 게임에서도 두각을 드러낼 수 있음을 확인한 후였다. 〈붉은 사막〉이 당사의 예상과 같이 시장의 기대를 상회하는 성과를 기록할 경우 글로벌 투자자들이 국내 게임사를 재차 들여다볼 계기가 될 것으로 예상한다.

〈그림9〉에서 보여지는 바와 같이 모바일 위주인 게임사는 10배 중반에 불과하나 콘솔 게임류에서 성과를 증명한 업체들은 20배 이상의 밸류에이션이 부여된다. 국내 게임 산업에 미치는 영향을 고려하더라도 〈붉은 사막〉의 성과에 관심을 집중할 필요가 있다.

표1 **상반기 주요 게임 신작 라인업**

날짜	게임사	게임명	플랫폼	비고
26.03.17	넷마블	일곱개의 대죄: 오리진	PC/모바일/콘솔	
26.03.20	펄어비스	붉은 사막	PC/콘솔	
26.03.26	데브시스터즈	오븐 스매시	모바일	
26.03월	NHN	디시디아 (파이널 판타지 IP)	모바일	스퀘어에닉스 퍼블리싱
2Q26	넷마블	몬길: 스타 다이브	모바일/PC	
2Q26	넷마블	SOL: enchant	Pc/모바일	알트나인 개발

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표2 국내 게임사 주가 절대수익률: YTD 기준 내림차순

(단위: %)	YTD	전일	1 주 전	1 개월 전	3 개월 전	6 개월 전	1 년 전
펄어비스	57.2	7.1	9.7	10.3	52.1	80.4	84.0
데브시스터즈	31.5	1.0	2.7	7.1	27.1	-22.9	13.5
NHN	26.0	3.8	-3.4	17.1	13.1	47.0	88.4
네오위즈	14.4	15.8	6.1	0.7	6.9	13.9	27.2
넷마블	11.9	11.3	2.7	-1.3	6.5	-11.2	30.0
엔씨소프트	6.5	4.9	-7.1	-0.9	1.2	8.3	30.6
위메이드	-6.2	3.1	-10.0	-17.0	-16.1	-16.6	-25.1
더블유게임즈	-6.7	1.5	-5.7	-10.1	-8.1	-5.3	5.7
넥슨게임즈	-7.0	0.4	-5.8	-10.7	-14.3	-19.8	-19.5
크래프톤	-8.1	2.7	-9.1	-5.0	-8.7	-30.7	-35.1
카카오게임즈	-10.2	3.4	-8.5	-12.8	-19.9	-14.8	-15.7
시프트업	-11.1	4.5	-2.5	-2.2	-18.1	-25.5	-48.4

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림1 구글 앱 수수료 변경안: 기존 게임은 5%p 인하, 신규 설치는 10%p 인하 효과

자료: 구글 안드로이드, 메리츠증권 리서치센터

표3 국가별 구글 앱 수수료 변화 전환 시기: 2027년부터 반영 가정

국가	도입 시기	인앱 결제 수수료(기존 설치)	인앱 결제 수수료(신규 설치)	정기 구독 서비스 수수료
미국, 유럽연합(EU), 영국	2026.06.30까지	서비스 수수료: 20% 결제 수수료: 5%(선택)	서비스 수수료: 15% 결제 수수료: 5%(선택)	10%
호주	2026.09.30까지	위와 동일하나, 기타 지역 결제 수수료는 추후 공개 예정		
한국, 일본	2026.12.31까지			
기타 지역	2027.09.30일까지 순차 확대			

자료: 구글 안드로이드, 메리츠증권 리서치센터

표4 2025년 구글 수수료안 적용 가정 시 기업별 영업이익률 변화

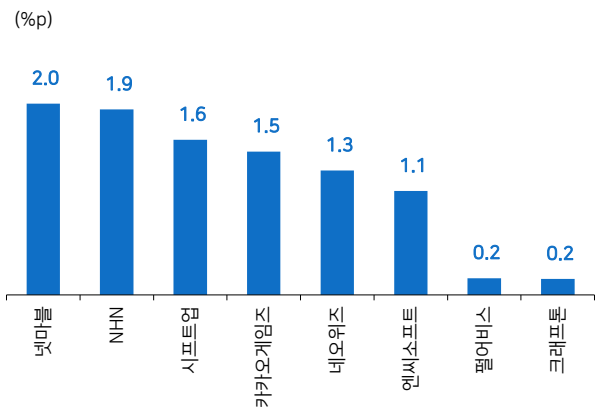
2025년 기준	카카오게임즈	넷마블	NHN	시프트업	엔씨소프트	네오위즈	펄어비스	크래프톤
전체 매출	465.0	2,835.1	478.9	294.2	1,506.9	432.7	365.6	3,326.6
한국 매출		762.4			928.3	211.2	64.3	280.6
매출 비중(%)		*26.9*			*61.6*	*48.8*	*17.6*	*8.4*
모바일 게임 매출	**350.8**	**2,625.4**	**306.3**	**667.1**[2]	**801.8**	**195.6**	**45.3**	**1,740.7**
지급수수료	234.2	1,031.1	1,680.9	0.0	516.5[3]	137.9	75.5	421.3[4]
% portion	*50%*	*36%*	*351%*	*0%*	*34%*	*32%*	*21%*	*13%*
영업이익	**-39.6**	**352.5**	**132.4**	**181.1**	**16.1**	**60.0**	**-14.8**	**1,054.4**
OPM	*-8.5%*	*12.4%*	*27.6%*	*61.6%*	*1.1%*	*13.9%*	*-4.1%*	*31.7%*
지배주주 순이익	-99.9	239.3	36.9	191.1	346.7	50.7	-7.6	734.8
수수료 변화								
대상 매출	350.8	2,295.4	306.3	667.1	761.7	195.6	45.3	323.9[4]
예상 수수료 절감	**12.3**	**57.4**	**9.2**	**4.2**	**19.0**	**4.9**	**1.1**	**8.1**
신규 영업이익	-27.3	409.9	141.5	185.3	35.1	64.9	-13.7	1,062.5
OPM	*-5.9%*	*14.5%*	*29.6%*	*63.0%*	*2.3%*	*15.0%*	*-3.7%*	*31.9%*
OPM change	**2.6%p**	**2.0%p**	**1.9%p**	**1.4%p**	**1.3%p**	**1.1%p**	**0.3%p**	**0.2%p**
OP change	31.0%	16.3%	6.9%	2.3%	118.4%	8.2%	7.6%	0.8%

표5 2027년 당사 추정치 내 구글 앱수수료 변경안 반영 추정치

2027년 기준	넷마블	NHN	시프트업	카카오게임즈	네오위즈	엔씨소프트	펄어비스	크래프톤
전체 매출	2,850.0	553.8	237.9	565.3	370.4	1,924.6	449.6	4,876.3
모바일 게임 매출	**2,657.2**	**355.3**	**612.5**[2]	**336.8**	**191.4**	**659.1**	**31.5**	**1,953.2**
지급수수료	1,055.3	1,998.5	0.0	281.9	103.0	564.4[3]	93.6	561.1[4]
% portion	*37.0%*	*360.8%*	*0.0%*	*49.9%*	*27.8%*	*29.3%*	*20.8%*	*11.5%*
영업이익	**390.9**	**247.1**	**161.5**	**22.7**	**35.3**	**189.6**	**60.2**	**1,409.9**
OPM	*13.7%*	*44.6%*	*67.9%*	*4.0%*	*9.5%*	*9.8%*	*13.4%*	*28.9%*
지배주주 순이익	341.6	173.0	180.4	26.6	24.2	251.0	105.4	983.1
수수료 변화								
대상 매출	2,262.2	355.3	612.5	336.8	191.4	395.4	31.5	323.9[4]
예상 수수료 절감	**56.6**	**10.7**	**3.8**	**8.4**	**4.8**	**20.8**	**0.8**	**8.1**
신규 영업이익	**447.5**	**257.7**	**165.3**	**31.1**	**40.1**	**210.3**	**61.0**	**1,418.0**
OPM	*15.7%*	*46.5%*	*69.5%*	*5.5%*	*10.8%*	*10.9%*	*13.6%*	*29.1%*
OPM change	**2.0%p**	**1.9%p**	**1.6%p**	**1.5%p**	**1.3%p**	**1.1%p**	**0.2%**	**0.2%p**
OP change	14.5%	4.3%	2.4%	37.1%	13.6%	11.0%	1.3%	0.6%

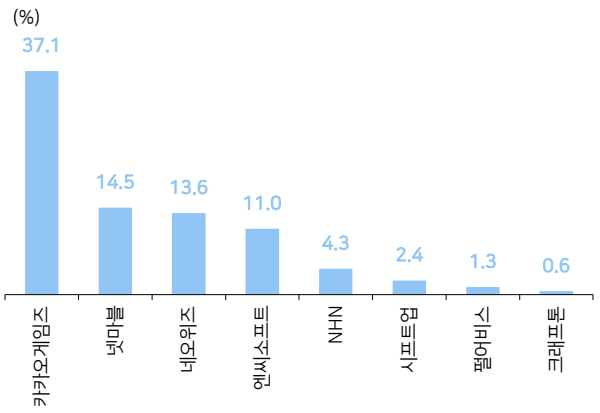
주1: NHN 매출은 게임 사업 부문 기준. 나머지 값은 모두 전체 사업 부문 기준
주2: 시프트업 모바일 게임 매출은 니케 원매출 기준
주3: 엔씨소프트 지급수수료 항목은 매출변동비 및 기타 항목 수치 기입
주4: 크래프톤 대상 매출은 한국/일본/인도 매출 합산. 크래프톤 지급수수료 항목은 IR 자료상 앱수수료/매출원가에 해당
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림2 구글 수수료 변경안에 따른 2027년 영업이익률 변화(%p)



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림3 구글 수수료 변경안에 따른 2027년 영업이익 변화율



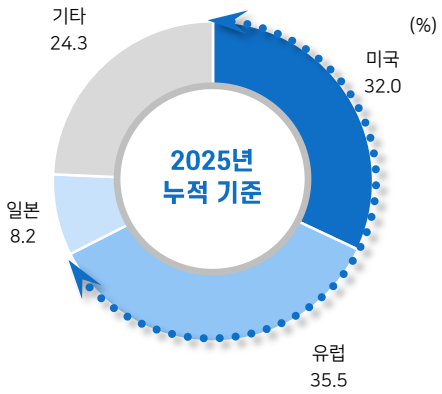
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

표6 국내 게임사 자사주 비중 및 현황: 자사주 보유 비중 기준 내림차순

기업명	자사주 비중(%)	소각시 EPS 상승분(%)	잔여 자사주	자사주 활용 현황 및 주주환원 계획
네오위즈	10.6	11.9	2,323,607	직전 연결 기준 영업이익의 20% 현금배당 혹은 자사주 매입 및 소각 진행(2025~27) 실적 변동과 관계없이 최소 50억원 규모의 자사주 매입 후 전량 소각 예정 26.02.20 자사주 38,439주 처분 결정. 26.03.05 1,412주 처분 및 260,870주 신규 취득 결정
엔씨소프트	10.0	11.1	2,151,205	연결 당기순이익의 30% 내에서 현금배당. 잔여 자사주는 성장동력 확보 위한 재원 활용(2025~27)
데브시스터즈	9.6	10.6	1,164,376	연결 영업이익이 200억원 초과 시, 해당 영업이익의 10% 한도 내 주주환원(중장기 주주환원 계획)
더블유게임즈	8.9	9.8	1,893,355	매년 일정 규모의 자기주식 매입 재원 설정 후 매입 및 소각 시행(2025~26 주주환원 계획)
크래프톤	6.5	7.0	3,084,372	3년간 7,000억원 이상의 자사주 취득해 전량 소각 예정(2026~28) 26.02.09 자사주 취득 결정: 약 2,000억원 규모(84만 330주) 자사주 직접 매입하여 소각할 계획 26.02.10 자사주 8,450주 처분
웹젠	6.1	6.5	1,899,760	26.02.11 자기주식 3,634,309주 소각 결정
NHN	5.9	6.3	1,929,021	전년도 연결 EBITDA의 약 15% 내에서 현금배당 혹은 자사주 매입 및 소각 진행 예정(2026-28) 특히 자기주식 소각의 경우, 신규 취득한 자기주식 수량의 50% 이상을 취득한 연도 내 즉시 소각
컴투스	5.3	5.6	646,442	26.01.05 자기주식 646,442주 소각 결정. 직전 연도 별도 기준 OCF의 40~60% 주주환원 활용
넷마블	0	0	0	26.02.05 자사주 소각 결정: 기취득 자사주 중 3,993,131주 소각, 남은 보통주 25,800주 감자 연결 조정지배순이익의 최대 40% 내 현금배당 혹은 자사주 매입 및 소각 진행 예정(2026~28)
넥슨게임즈	4.5	4.7	2,972,652	관련 내용 없음
펄어비스	4.4	4.6	2,828,445	관련 내용 없음
시프트업	1.6	1.6	957,955	관련 내용 없음
카카오게임즈	1.0	1.0	854,009	관련 내용 없음
위메이드	0.6	0.6	201,876	관련 내용 없음

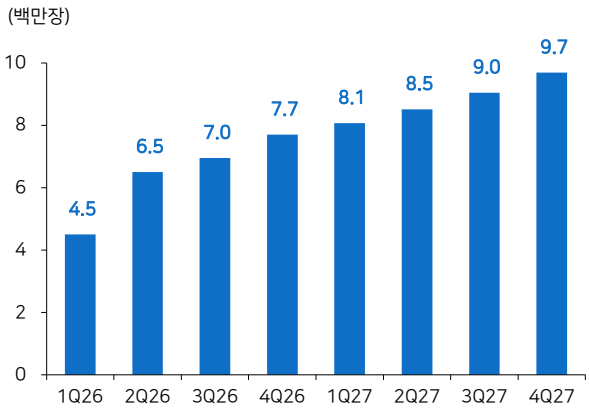
주: 네오위즈 3/5 공시, 넷마블 2/5 공시, 웹젠 2/11 공시 내용 기반영한 수치
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

그림4 PS5 지역별 판매량 비중: 미국·유럽 약 70% 차지



주: 2025년 12월까지 누적 판매량 기준
자료: VG chartz, 메리츠증권 리서치센터

그림5 〈붉은 사막〉 누적 판매량 가정



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

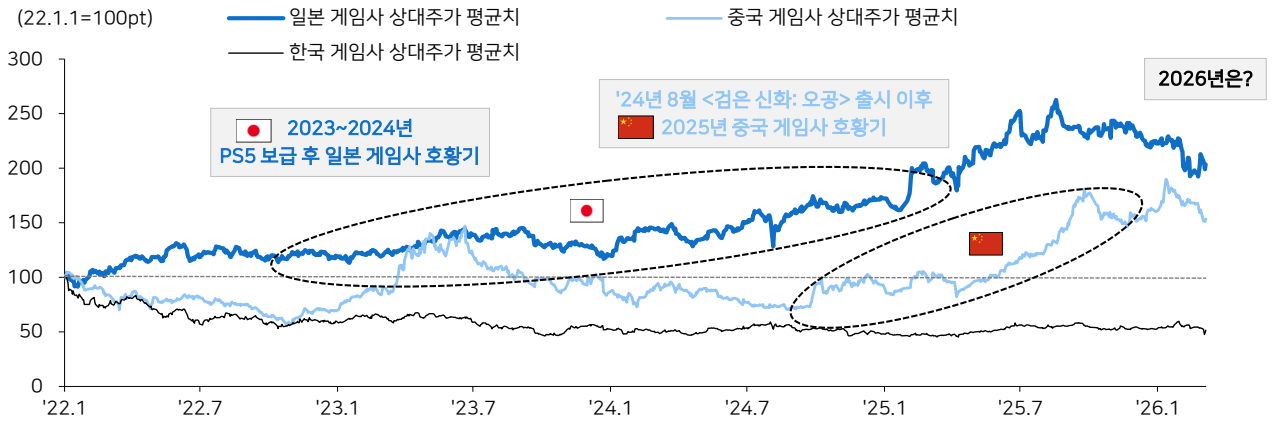
그림6 중국 싱글 플레이 관심도 높인 〈검은 신화: 오공〉

자료: Game Science

그림7 26년 3월 20일 출시 예정인 〈붉은 사막〉

자료: 펄어비스

그림8 **23/24 일본 게임사 아웃퍼폼, 24.08 〈검은 오공〉 이후 25년 중국 게임사 아웃퍼폼. 26년은?**

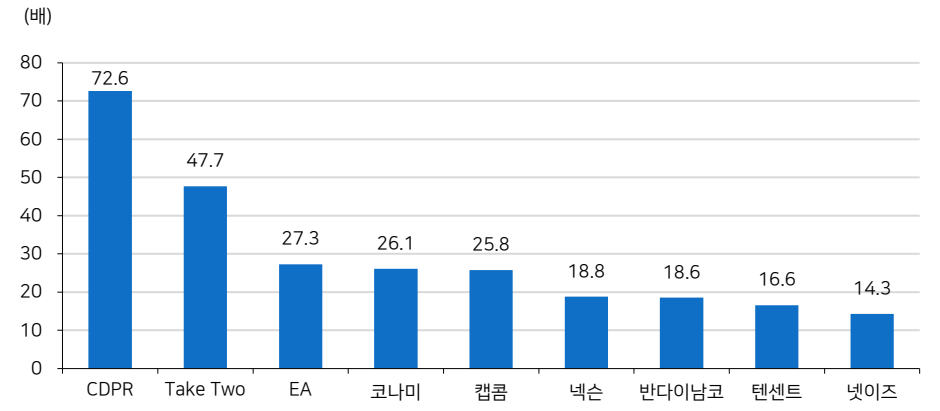


주1: 넥슨은 한국게임사에 포함. 26.03.06 종가 기준

주2: 일본게임사(반다이남코, 캡콤, 코나미, 스퀘어에닉스), 중국게임사(텐센트, 넷이즈, 37인터랙티브, 퍼펙트월드, 쿤룬, 자이언트 네트워크, 지비츠), 국내 게임사(엔씨소프트, 크래프톤, 넷마블 펄어비스, 카카오게임즈, 네오위즈, 위메이드, 데브시스터즈, 웹젠, 컴투스, 넥슨게임즈) 상대 주가 평균 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 **글로벌 게임사 2026년 PER: 모바일 비중 클수록 밸류에이션 낮고 콘솔 비중 클수록 높아**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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, 배포될 수 없습니다.