

2025년 05월 28일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 인터넷/게임 Overweight(Maintain)

K-Revolution Expansion

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com

Contents



K-Revolution Expansion 2

I. 로봇시장 전망 3

- > ASI 소프트웨어가 맥점 3
- > ASI 경쟁강도 6

II. 국내 FSD 전망 8

- > 국내 규제가 가진 함의와 전망 8
- > 카카오모빌리티 밸류 12

III. 게임 섹터 격동 13

- > AI 중심 유연한 시각이 필요 13
- > 인디 게임사에 주목할 것 14

기업분석 19

- > 카카오 (035720) 20
- > NAVER (035420) 27
- > 엔씨소프트 (036570) 34
- > 카카오게임즈 (293490) 37
- > 크래프톤 (259960) 40
- > 팰란티어 테크놀로지 (PLTR.US) 44

Compliance Notice

- 당사는 05월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- “팰란티어 테크놀로지” 종목은 05월 26일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

K-Revolution Expansion

>>> 넓고 크게 볼 필요

AI 시대 진입으로 모든 밸류체인이 변화하고 있다. 좁은 시각으로 세상을 바라보면 재무적인 측면에서 그 포텐셜을 간과할 수 있다. AI가 주도할 AGI 및 ASI 시대에서 발현될 피지컬 부가가치와 이를 뛰어넘는 슈퍼노이드 및 FSD가 가져올 인간 부가가치의 증대를 사전적으로 목도하고 관련 밸류에 대한 고민을 본격적으로 해야할 시점이다. 장기적인 전망에 대한 정답은 없다. 하지만 당사는 이에 대한 합리적 가정과 전제를 통해 미래 사회가 구현할 슈퍼노이드 기반 플랫폼 부가가치 수준을 예측하고 이와 관련한 선두업체 밸류에 대한 일정 레벨을 투자자들에게 보여주는데 해당 자료의 의의를 가지고자 한다.

>>> 로봇 플랫폼 시장 밸류

당사는 2040년 기준 로봇 하드웨어 아키텍처와 데이터 기반 플랫폼, ASI 백본이 워킹하는 전체 시장규모를 32.9조달러로 추산하며 이는 해당 시점의 글로벌 전체 GDP 대비 22.1%에 해당하는 수준이다. 해당 시점에서 선두업체의 레벨은 시장 점유율 30%와 관련 OPM 20% 및 한계 법인세율 25%를 적용해 관련 순이익 1.5조달러를 추산했으며, 관련 이익에 내재 PER 30배와 연간 할인율 10%를 적용한 25년 기준 현재가치 10.6조달러를 결론적으로 제시한다. 이외 FSD 기반 자율주행과 게임 기반 AI 시장 변화가 가져올 파괴력을 본 자료에 실었으며 국내 FSD 밸류는 브랜드형 모빌리티에서 선두 입지를 차지하고 있는 카카오모빌리티와 관련 가맹 택시 드라이버에게 귀속될 것으로 판단하며 과거 편협한 수익배분 이견에서 벗어나 기존 노동을 대체할 수 있으면서 24시간 워킹하는 풀 솔루션 적용으로 관련 수입 및 택시 라이선스 밸류가 레벨업되어 자산가치 증가로 기여할 것으로 조망한다. 게임 시장의 경우 로우-미들 시장의 개발자 시장을 대체하는 가운데 인디 게임사와 창의적인 메인 디렉터의 롤이 매우 중요하게 커질 것으로 판단한다.

>>> 선호주 및 관심종목

당사는 국내 인터넷 업종 내 카카오를 최선호주로 제시하며 목표주가 7만원을 유지한다. 국내 게임 업종 내 최선호주는 엔씨소프트를 제시하며 목표주가를 26만원에서 30만원으로 상향 제시한다. 해외 관심종목으로 팰란티어 테크놀로지를 지속 제시한다.

I. 로봇시장 전망

>>> ASI 소프트웨어가 맥점

2033년 인간 부가가치 상회 개연성 고려

당사는 2040E 로봇 토탈 시장이 32.9조달러로 글로벌 총 GDP 대비 22.1% 침투율을 기록할 것으로 전망한다. AGI가 발현될 수 있는 2027년부터 전세계 인구 대비 침투율 1%와 연간 구독가액 1만달러를 스타트로 침투율은 연간 기계적으로 1%p 증분을 반영했으며, 연간 구독가액은 연간 7.5% 증가를 적용했다. 해당 로직에 따르면 2033년 시기에 도달하면 로봇 연간 구독가격이 글로벌 1인당 GDP를 추월하면서 로봇이 인간의 능력치를 뛰어넘고 대체할 수 있는 ASI 시대로 본격 진입하는 것을 전제로 하였다. 장기적으로 로봇 연간 구독가액은 2.6만달러로 월간 기준 2.1천달러로 수렴하고 해당 가정은 로봇과 인간이 공존하면서 인간 노동가치와 부가가치가 상당 부분 유지되는 전제로 추정했음을 밝히며, 이에 대한 희석 요인을 고려할 경우 로봇 구독가액 실링은 올라가고 월간 자본가치 부담이 증가할 개연성으로 글로벌 유저 침투율이 제한될 반대급부도 고려할 필요가 존재한다. 당사가 로봇 시장규모 산정에 있어 연간 구독 베이스를 적용한 것은 로봇의 밸류는 기본적인 인간의 피지컬 버전을 대체하는 휴머노이드 수준에 그치지 않고 인간의 부가가치와 밸류를 한층 레벨업 시킬 수 있는 ASI 기반 슈퍼노이드로 진화를 고려하기 때문이고 이에 따라 물리적 아키텍처가 중요한 것이 아닌 이에 내재된 ASI 기반 소프트웨어 플랫폼 부가가치가 압도적으로 중요함을 고려했기 때문이다. 이는 경쟁 플랫폼 대비 경쟁우위를 지속할 수 있는 ASI 기반 에코시스템 강결합이 유지되면서 내재된 연합 데이터 기반 의사결정의 차별화 포인트가 실시간으로 워킹될 수 있어야 하기 때문이다. 우리가 추구하는 미래 사회는 피지컬 이외 로봇이 본연의 비서 역할과 자산관리 및 헬스케어에 포함한 최첨단 부가가치를 제공해 줄 수 있는 완전체 ASI로의 별도 작동을 고려하기 때문이다.

이와 관련한 선두 업체 지위를 차지하기 위한 글로벌 빅테크간의 무한 경쟁이 올해부터 본격 시작되었으며 이는 단기적으로 AGI를 누가 먼저 달성할 수 있느냐에 초점이 맞추어질 것이며 이는 비지도학습과 추론 기반 모델 통합 등으로 LLM의 선두 입지 확보 및 커머더티화의 희석 등으로 귀결될 것으로 판단하며 이와 관련한 업체로는 오픈 AI, 구글, 메타 및 xAI 등이 메인 경쟁자 지위로서 치열하게 대립할 것으로 판단한다. 당사는 2040년 기준 로봇 플랫폼 시장에서 선두 업체의 마켓 점유율을 30%로 가정하고 관련 매출을 9.9조달러로 추정하며 관련 OPM과 한계 법인세율을 각각 20%와 25%로 가정해 동 시점의 선두업체 순이익으로 1.5조달러를 추산했으며, 이에 내재 PER 30배와 연간 할인율 10%를 적용한 25E 기준 현재가치로 10.6조달러를 제시한다.

글로벌 AGI-ASI 로봇 시장규모 장기 시뮬레이션

(조달러)	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E	37E	38E	39E	40E
전세계 GDP	117.9	120.7	123.5	126.2	128.9	131.4	133.9	136.3	138.7	140.9	143.0	145.0	146.9	148.6
%YoY	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
전세계 인구(십억명)	8.4	8.4	8.5	8.6	8.6	8.7	8.8	8.8	8.9	8.9	9.0	9.1	9.1	9.2
%YoY	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
1인당 GDP(달러)	14,085	14,308	14,522	14,728	14,924	15,110	15,286	15,451	15,605	15,748	15,878	15,997	16,103	16,196
로봇 침투율(%)	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
로봇 유닛수(십억대)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
로봇 연간 구독가격(달러)	10,000	10,750	11,556	12,423	13,355	14,356	15,433	16,590	17,835	19,172	20,610	22,156	23,818	25,604
로봇 연간 시장규모	0.8	1.8	2.9	4.3	5.8	7.5	9.5	11.7	14.3	17.2	20.4	24.1	28.2	32.9
전세계 GDP 대비 비중(%)	0.7%	1.5%	2.4%	3.4%	4.5%	5.7%	7.1%	8.6%	10.3%	12.2%	14.3%	16.6%	19.2%	22.1%
인당 로봇 월간 예산(달러)	833	896	963	1,035	1,113	1,196	1,286	1,383	1,486	1,598	1,718	1,846	1,985	2,134
선두업체 점유율														30.0%
선두업체 잠재 매출액														9.9
OPM(%)														20.0%
한계 법인세율(%)														25.0%
선두업체 잠재 순이익														1.5
내재 PER(배)														30.0
25E 기준 현재가치														10.6

주1: 전세계 GDP 전망치는 23년 확정치 106.2조달러를 기준으로 연간 성장률 노말라이즈 기준 적용, 23년 확정치는 세계은행 자료 기준

주2: 전세계 인구는 장래 인구로 통계청 및 UN 자료 기준 (갱신일: 2024-09-30)

주3: 1인당 GDP는 연도별 전세계 GDP 추정치를 연도별 장래 인구로 나누어 산출

주4: 로봇 침투율은 AGI가 발현될 27E을 기준 시점으로 하여 연간 1%p 증가를 인입해 산출

주5: 로봇 유닛수는 연도별 전세계 인구수에 침투율을 적용해 산출

주6: 로봇 연간 구독가격은 27E을 기준 시점으로 하여 연간 7.5% 증가를 일괄적으로 적용, 이는 AGI에서 ASI로 진화함에 따른 솔루션 부가가치 증가를 감안한 것

주7: 로봇 연간 시장규모는 로봇 유닛수에 연간 구독가격을 멀티플로 적용해 산출

주8: 인당 로봇 월간 예산은 연간 구독가격을 월 환산 적용한 것, 인간의 부가가치를 상당 수준 유지하는 전제 하에 구독가격과 침투율 등을 감안해 적용

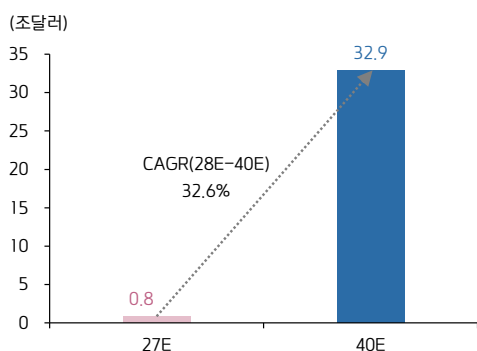
주9: 선두업체 잠재 매출액은 40E을 기준 시점으로 로봇 연간 시장규모에 선두업체에 부여 가능한 30% 점유율을 적용

주10: 선두업체 잠재 순이익은 40E 매출액에 OPM 20%와 한계 법인세율 25%를 보정한 수치

주11: 25E 기준 현재가치는 선두업체 기준으로 40E 순이익에 내재 PER 30배와 연간 할인율 10%를 적용한 수치

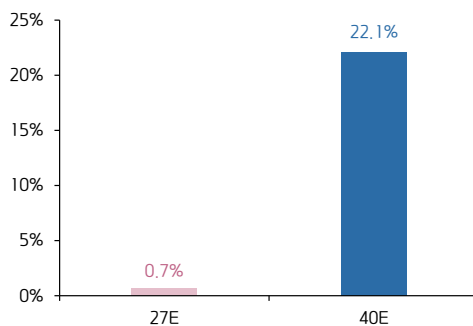
자료: 세계은행, 통계청, UN, 카움증권 리서치 추정

글로벌 로봇 시장규모 전망



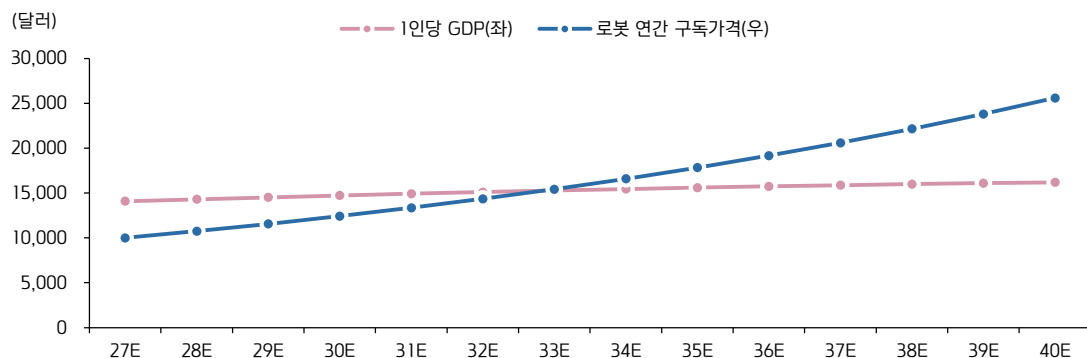
자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치 추정

글로벌 로봇 시장침투율 전망



주: 시장침투율은 연별 로봇 시장규모를 전세계 GDP로 나눠 산출
자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치 추정

연간 로봇 구독가치 및 1인당 GDP 비교



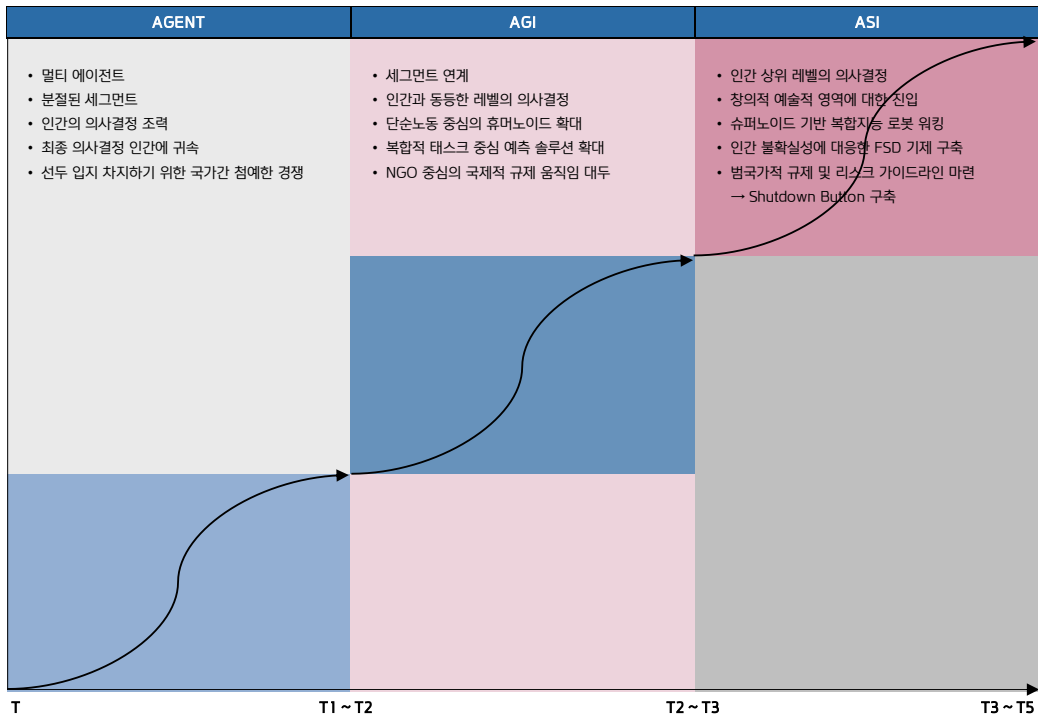
자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치 추정

>>> ASI 경쟁강도

ASI 도달을 위한 무한경쟁 시작될 것

당사는 장기적으로 ASI 도달을 위한 업체간 무한 경쟁이 시작될 것으로 판단한다. 이는 기존 LLM 백본을 확보한 글로벌 빅테크 뿐만 아니라 멀티 LLM 기제를 가지고 B2B 에어리어에서 고객 대상의 압도적인 엔드투엔드 밸류체인 부가 가치를 제공하는 업체도 해당될 수 있다고 판단한다. 이는 기존 백본 대상의 ASI 커스텀 기제 확보로서 특히 분절된 세그먼트에서 독보적인 솔루션 경쟁우위를 확보할 수 있는 영역으로 특히 국방, 방위 및 우주 세그먼트 등이 해당되며, 해당 업체는 글로벌 ASI 백본을 가진 에코시스템 내에서 상당한 협상력을 가지며 지분관계 등 강결합을 할 개연성도 존재한다 할 수 있다. 단언할 수 없지만 현재 글로벌 B2B AI 소프트웨어 비즈니스에서 고객 문제해결 기반 부가 가치 제공으로 가장 탄력적인 실질 성장세를 기록하고 있는 팔란티어 테크놀로지가 해당 후보군으로 거론될 수 있다. 또한 당사는 LLM에 대한 설부른 커머더티화 논리에 반대하며 이는 단순 에이전트가 아닌 AGI, ASI 시대에서 워킹할 수 있는 전략적 판단 기제를 바라보고 있기 때문이며 해당 환경에서 최상위 선두 업체는 경쟁 AI로부터의 해킹 및 보안 이슈 등을 대응할 수 있기 위해 오픈소스 기제를 버리고 어느 정도의 데이터 기반 B2B 및 B2C 얼라이언스 기제 확보가 완료되면 이후에 API 코스트를 급격하게 올리거나 이에 대한 차단 등으로 증류 등을 통해 모델 복제 시도 등을 하는 경쟁업체 시도를 원천 차단할 수 있을 것으로 기대한다.

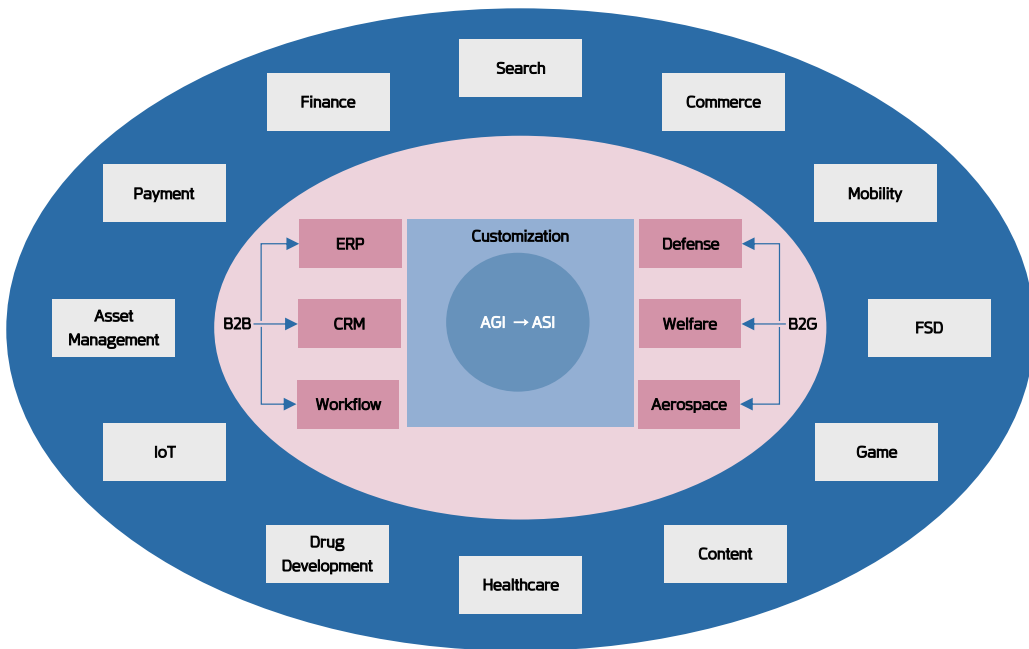
AI 진화 조감도



주: AGI(Artificial General Intelligence), ASI(Artificial Super Intelligence)

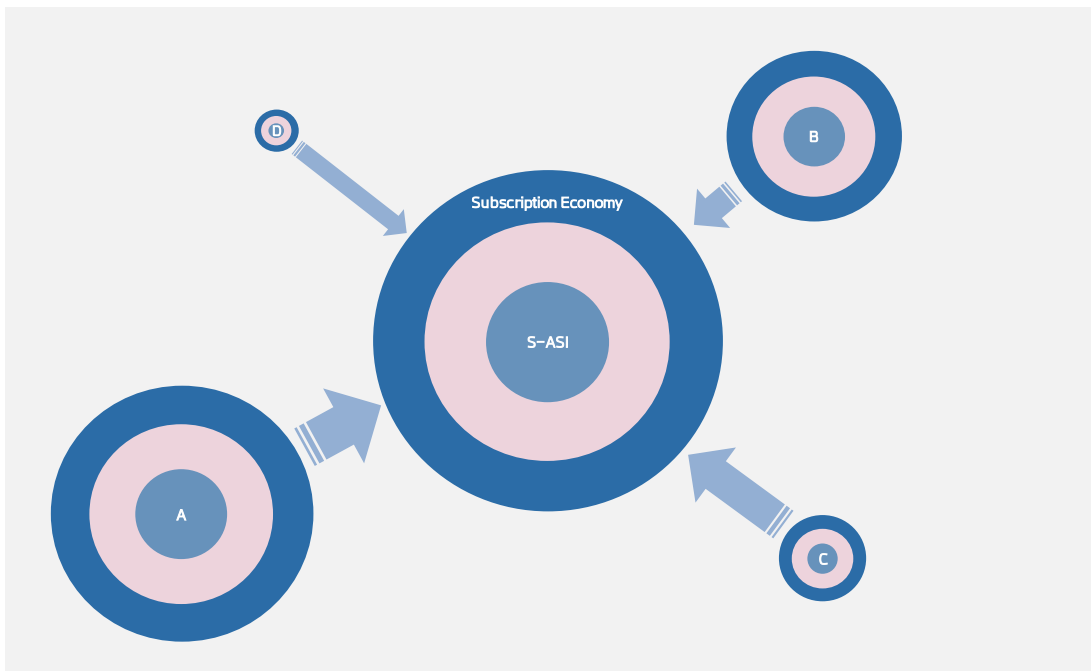
자료: 키움증권 리서치

ASI 서비스 계층도



주: 파란색 영역은 B2C 서비스를 지칭
자료: 키움증권 리서치

ASI 얼라이언스 역학 관계



자료: 키움증권 리서치

II. 국내 FSD 전망

>>> 국내 규제가 가진 함의와 전망

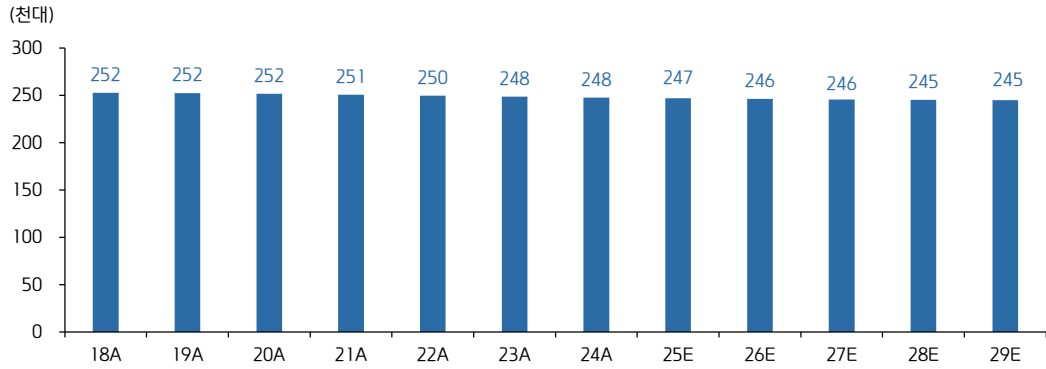
카카오모빌리티와 가맹 드라이버간 상호 윈윈 체제 마련될 것

국내에는 택시 드라이버 중심으로 이동수단 제공에 있어 상당한 규제 등이 작동되고 있다. 다만 당사는 규제는 규제이며 중요한 것은 주행 데이터 확보를 통해 중국에 FSD 기반 모빌리티 가치는 증가할 것이며, 이에 대한 수혜를 누가 가져갈 것이라는 점이다. 이에 대한 결론은 브랜드형 모빌리티에서 선두 지위를 차지하고 있는 카카오모빌리티와 관련 가맹택시 드라이버로 수렴할 것으로 판단하며 이에 대한 택시 유닛당 라이선스 가격은 향후 레벨업될 것으로 조망한다.

국내 정부는 공급 과잉 이슈 등으로 택시 감차 등을 지속적으로 진행 중이며 이에 2018년 이후 총 택시 면허대수는 지속적으로 우하향 중이며 장기적으로 일정부분 감소세는 지속될 것으로 예상된다. 미래 시대에서 솔루션이 워킹하는 자율주행 시대가 개화하면 ASI 백본이 탑재된 플랫폼과 교통 관제 시스템을 연계해 특정 주행거리 반경에서 위험이 발생할 수 있는 모든 변수를 원천 차단할 수 있는 FSD 기제가 구축될 것이며, 특히 이는 인간처럼 하루 8시간만 일할 수 있는 것이 아닌 24시간 워킹할 수 있는 기제로서 택시 라이선스를 확보한 오너는 본인의 노동가치를 유지, 대체 및 레벨업시켜 줄 수 있는 FSD에 해당 과정을 위임함으로써 물리적 시간을 3배로 증가시켜 이에 기반한 수익가치 증대를 꾀할 수 있다. 결국 이는 기존 과거 플랫폼 업체가 택시 드라이버와 수익 배분을 이슈를 가지고 다툰 소극적이고 편협한 시각에서 벗어나 실시간 주행 데이터를 ASI에 연계시킴으로써 관련 부가가치를 상호간 향유할 수 있는 완벽한 위닝 관계로의 전환을 의미하며 향후 택시 라이선스 가격은 지속적으로 레벨업되며 일종의 자본가치를 높일 수 있는 수단으로 부각될 수 있을 것으로 판단한다.

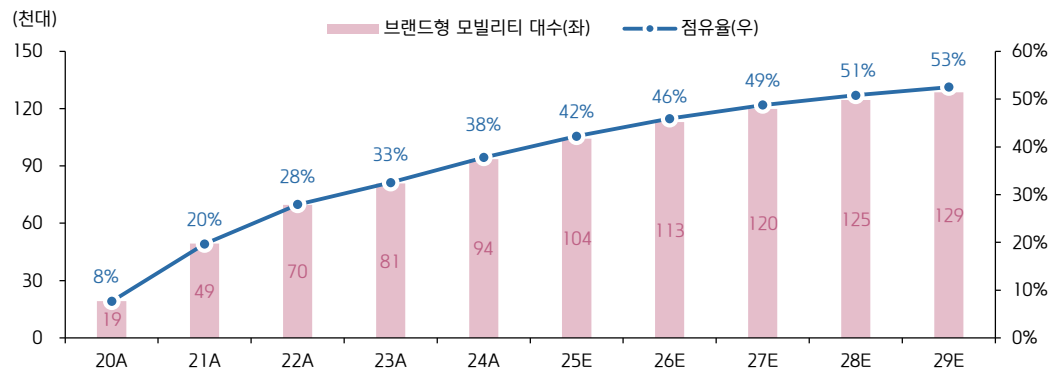
또한 카카오모빌리티가 속한 모회사인 카카오는 현재 오픈 AI와 강결합을 맺고 있으며 이에 양사가 ASI 관련 B2C 부가가치를 연계 세그먼트에 구축할 가능성과 잠재력을 고려할 때 관련 솔루션 기반 수혜와 부가가치를 카카오모빌리티가 향유할 가능성은 클 것으로 판단한다. 또한 해당 과정에서 오픈 AI가 아니더라도 국내 실시간 주행 데이터를 확보한 카카오모빌리티의 헤게모니는 플랫폼 업체간에 바게닝 파워로 작용할 것이며, 이에 글로벌 빅테크와의 추가적인 협력 여지도 상존한다 할 수 있겠다. 이외 카카오모빌리티가 확보한 자율주행 데이터와 HD 맵을 활용한 테스트 및 카메라 등을 포함한 비전 기술을 결합한 네비게이션 적용 등으로 이에 대한 준비 작업을 진행중인 점은 참고할만 하겠다.

국내 택시 연평균 면허대수 추이 및 전망



자료: 재)택시감차보상재원관리기관, 키움증권 리서치

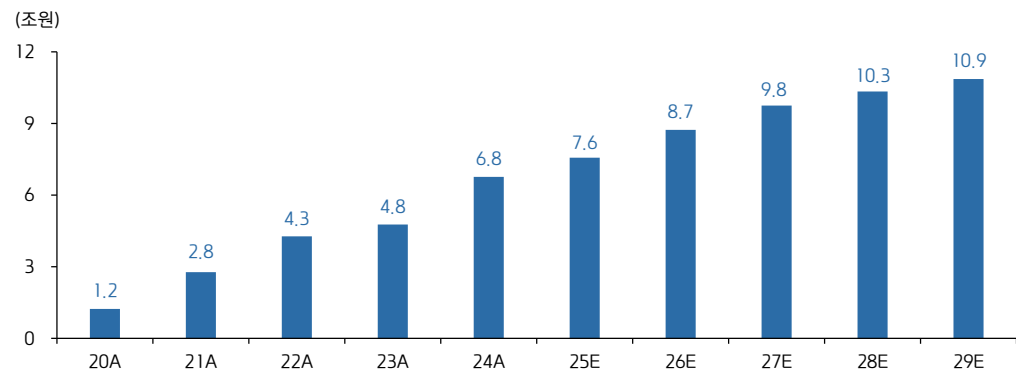
국내 브랜드형 모빌리티 대수 연평균 추이 및 전망



주: 점유율은 택시 전체 면허대수 대비 기준

자료: 국토교통부, 재)택시감차보상재원관리기관, 키움증권 리서치 추산

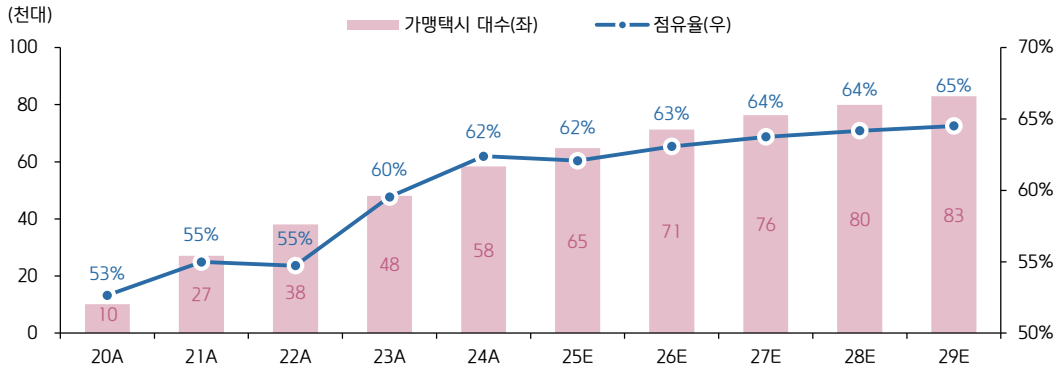
국내 브랜드형 모빌리티 연간 시장규모 추이 및 전망



주: 거래액 기준

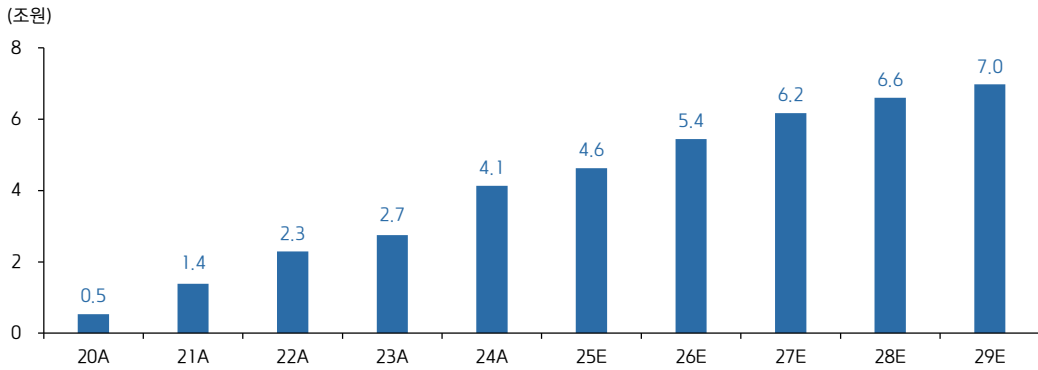
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치 추산

카카오모빌리티 가맹택시 대수 연평균 추이 및 전망



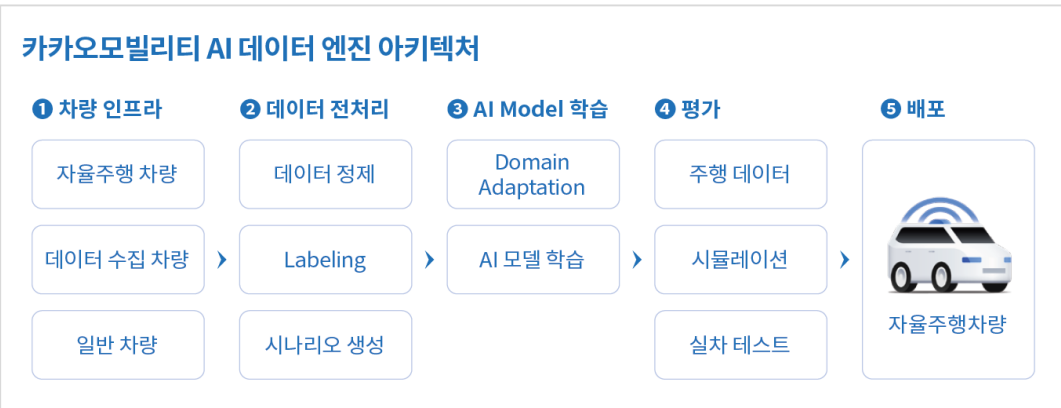
주: 점유율은 브랜드형 모빌리티 대수 대비 기준
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치 추산

카카오모빌리티 가맹택시 연간 거래액 추이 및 전망



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치 추산

카카오모빌리티 자율주행 아키텍처

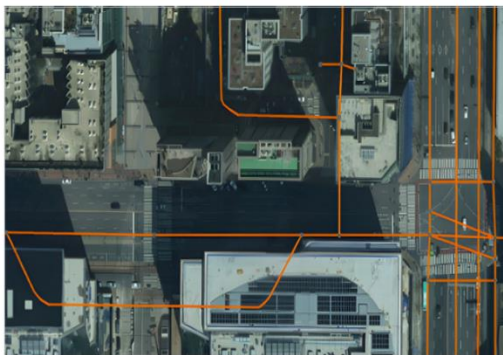


주: 2023 카카오모빌리티 리포트 기준
자료: (주)카카오모빌리티, 키움증권 리서치

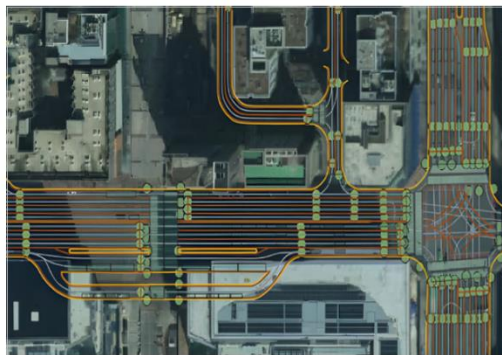
HD맵 비교

표준지도(SD맵)와 정밀지도(HD맵)의 도로링크 차이

1. 표준지도 (SD맵) : 10차선 위 1개의 도로링크



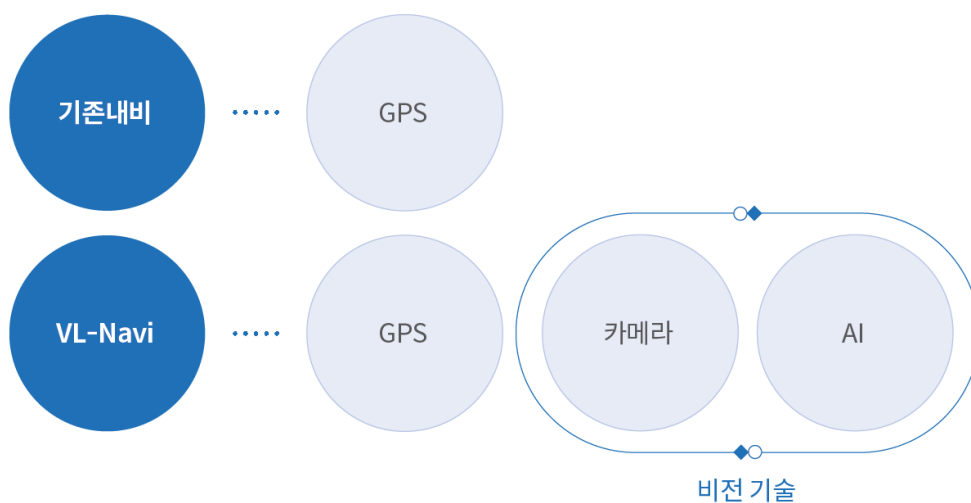
2. 정밀지도 (HD맵) : 10차선 위 10개의 도로링크



주: 2023 카카오모빌리티 리포트 기준
자료: (주)카카오모빌리티, 키움증권 리서치

카카오모빌리티 VL-Navi

비전 기술을 측위에 활용하는 VL-Navi



주: 2023 카카오모빌리티 리포트 기준
자료: (주)카카오모빌리티, 키움증권 리서치

>>> 카카오모빌리티 밸류

2025년 기준 현재가치로 6.5조원으로 제시

당사는 카카오모빌리티의 올해 기준 현재가치로 6.5조원을 제시 반영중이다. 다만 이는 FSD 기반 24시간 워킹할 수 있는 ASI 기반 택시 플랫폼 매출 기제가 전혀 반영되지 않은 것으로 이에 대한 추가 잠재력은 충분하다 할 수 있다. 현시점에서 국내 실시간 주행 데이터의 지속적인 누적 및 확보와 이에 연동한 솔루션 부가가치의 증대 및 글로벌 빅테크와의 연합 등을 종합적으로 고려할 때 플랫폼 업체에 부여 가능한 잠재 PER을 훨씬 능가하는 수준으로 부여 받는 것이 합당하다는 판단 하에 해당 밸류에이션을 55배로 조정 반영하였다.

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	601.8	675.0	716.9	782.4	839.0	878.1	911.4
택시	244.7	249.7	264.3	303.8	338.8	359.0	376.2
대리	134.0	136.8	142.1	149.6	156.8	163.6	169.8
기타	223.1	288.5	310.5	329.0	343.3	355.6	365.5
영업비용	563.1	582.0	611.1	635.5	656.0	673.3	688.0
인건비	161.7	166.5	171.5	176.2	180.6	184.7	188.4
보험료	27.4	27.8	28.6	30.1	31.6	32.9	34.1
지급수수료	204.5	223.2	241.7	253.2	262.0	269.8	276.4
마케팅비	16.2	9.9	9.3	10.0	10.5	10.7	10.9
기타	153.2	154.5	160.0	166.1	171.3	175.2	178.3
영업이익	38.7	93.0	105.8	146.9	183.0	204.8	223.4
마진율(%)	6.4%	13.8%	14.8%	18.8%	21.8%	23.3%	24.5%
지배주주지분	-122.4	31.4	63.2	105.9	137.3	156.5	172.6
%YoY	적합	흑전	101.7%	67.5%	29.7%	14.0%	10.3%
CAGR(25E-29E)							40.7%
잠재 PER(배)							55.0
25E 적정가치							6,483.0

주: 연간 할인을 10% 적용

자료: 카카오모빌리티, 키움증권 추정

III. 게임 섹터 격동

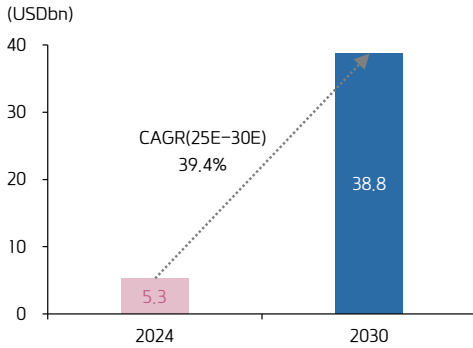
>>> AI 중심 유연한 시각이 필요

글로벌 로우-미들 개발자 인력 AI가 상당 대체할 것

노코드 기준 AI 플랫폼 시장 전망은 24년 53억달러에서 2030년 388억달러로 관련 CAGR 39.4%로 전망되고 있다. 전체 노코드 개발 플랫폼 시장 규모가 24년 281억달러에서 2030년 1,127억달러로 추산된다는 점에서 시점별 AI 침투율은 24년 18.9%에서 2030년 34.4%로 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다. 해당 과정에서 빠르면 2030년 ASI로 도달 개연성이 있는 상황에서 향후 게임 업계의 판도도 기존 로우-미들 개발 에셋을 담당하는 게임 개발자의 대체 리스크를 내포하고 있다고 적시할 수 있으며, 오히려 최고급 게임 디렉터 중심 소규모 팀 또는 인디 게임사가 AI 솔루션의 전폭적인 서포트를 받으면서 자본력을 지닌 글로벌 대형 게임사에 대등하게 경쟁할 수 있는 기제가 만들어질 것으로 판단한다.

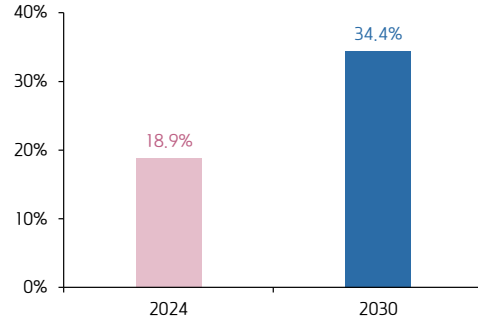
과거에는 인디 게임사 및 소수 핵심 인력이 자사 게임을 특정 플랫폼에 성공 또는 인기몰이를 한 뒤에 해당 레퍼런스를 중심으로 글로벌 게임사에 흡수 합병 또는 관련 개발사를 매각하는 프로세스에 집중했다면 이제는 ASI를 추구하는 AI 플랫폼의 막대한 서포트를 받을 수 있기 때문에 엑시트보다는 자율적인 게임 퍼블리싱에 집중하고 이에 기반한 글로벌 자본가치를 증폭시킬 수 있는 목표를 설정할 것으로 판단한다. 즉 결론적으로 스마트하고 핵심적이고 창의적인 인재들은 향후 기존 IP에 안주하는 대형 게임사를 떠나 스스로 회사를 창업하여 시장 전체적으로 경쟁강도를 높일 것으로 판단한다. 해당 과정에서 중요한 것은 결국 ASI가 탑재된 최상위 솔루션 기제에서 워킹할 수 있는 가상현실 기제를 완벽하게 결합한 최첨단 차세대 게임 개발에 있다고 판단하며, 해당 과정은 멀티 플레이 중심으로 워킹되며 이에 글로벌 게임사들도 기존 IP 기반 캐시카우를 기반으로 안일하게 대응하거나 멀티 중소 신작 라인업을 깔아놓고 히트 레이쇼 기반의 낮은 성공 확률을 럼썸해 기대하는 것이 아니라 트리플 A급 게임으로 워킹할 수 있는 차세대 게임 개발에 치열하게 자원을 집중시켜야 하는 것이다. 해당 목표는 현재 상황에서는 글로벌 게임사만이 달성할 수 있는 보증 수표가 아니라는 것을 다시 한번 강조한다. 또한 해당 과정에서 헤드카운트 중심의 투자를 진행하는 회사의 투자 매력도는 시간이 지날수록 체감할 것으로 판단하며 투자자들은 현재 헤드카운트 수준을 최소한 유지 또는 비용 효율화를 하면서 추가적인 밸류를 만들어낼 수 있는 회사에 투자 포트폴리오를 집중하는 전략이 합리적일 것으로 판단한다.

No-Code AI 플랫폼 시장 전망



주: May 2025 기준
자료: Research and Markets, 키움증권 리서치

No-Code AI 플랫폼 시장침투율 전망



주1: 시장침투율은 No-Code 개발 플랫폼 대비 비중, April 2025 기준
주2: 30E No-Code 개발 플랫폼 시장은 29E USD93.9bn 대비 20% 증가를 적용한 USD112.7bn을 가정
자료: Research and Markets, 키움증권 리서치

>>> 인디 게임사에 주목할 것

스팀 플랫폼에서 인디 게임사 위상 증가 중

스팀 글로벌 플랫폼에서 이용자 수 기준 상위 40개 게임을 열람하면 단순 클릭어 게임을 제외한 주요 인디 게임사 게임은 Rust, Stardew Valley, R.E.P.O. 및 Schedule I 등으로 출시 이후 PCU 기준 최소 10만명 이상을 기록하며 특히 Rust와 Stardew Valley 경우 시간이 지날수록 추세적으로 트래픽 레랩업을 동인하는 등 유의미한 파급 효과를 불러 일으키고 있다. 이는 기존 글로벌 대형 IP 기반의 유저 트래픽을 흡수해 왔던 대표 라인업인 카운터 스트라이크, 도타, 펍지 및 에이펙스 레전드 등의 주요 게임의 경쟁강도를 잠재적으로 높일 수 있는 요소이며, 향후에도 수많은 인디 게임사의 고퀄리티 게임들이 AI 기반 솔루션의 전폭적인 지지를 통해 트리플 A급 게임 영역에까지 진입하면서 게임 업계 전체적으로 경쟁강도는 증가할 것이며, 해당 과정에서 글로벌 게이머들은 다채롭고 창의적이면서 혁신적인 신작을 경험하게 되면서 유저 만족도 증가로 귀결될 것으로 판단한다.

현 시점에서 가장 취약한 회사는 중간 레벨의 회사들로 이들은 글로벌 대형 게임사처럼 자본력이나 위기 상황에 대응할 수 있는 충분한 캐시플로우 또는 현금성자산 확보에 취약할 수 있으며, 창의적이고 독보적인 디렉터 확보 등에 열위를 노출할 수 있다. 다만 해당 과정에서 콘솔 등 차세대 플랫폼 중심으로 메인 디렉터에 대한 존중과 충분한 투자 등을 통해 멀티 IP에 대한 확장 잠재력을 내재하고 있는 중형급 회사들은 해당 상황에서도 로열 유저 기반의 서포트를 바탕으로 지속 가능한 성장을 할 수 있을 것으로 판단한다.

스팀 이용자수 상위 게임 리스트

Rank	Game	Current Players	Peak Today
1	Counter-Strike 2	767,884	1,571,409
2	Dota 2	293,064	606,229
3	PUBG: BATTLEGROUNDS	221,778	717,091
4	Bongo Cat	164,803	189,052
5	Apex Legends™	104,870	235,825
6	Banana	96,431	114,649
7	Marvel Rivals	93,831	143,131
8	HELLDIVERS™ 2	68,840	122,542
9	Wallpaper Engine	68,644	112,840
10	Delta Force	65,212	150,361
11	Rust	63,683	143,694
12	Baldur's Gate 3	52,543	113,671
13	Stardew Valley	46,191	90,897
14	Call of Duty®	41,929	90,604
15	Team Fortress 2	41,361	53,585
16	NARAKA: BLADEPOINT	39,049	126,458
17	Grand Theft Auto V Legacy	38,378	91,665
18	Warframe	37,992	63,188
19	VRChat	37,603	47,114
20	Tom Clancy's Rainbow Six® Siege	36,264	72,886
21	R.E.P.O.	34,646	73,508
22	War Thunder	32,556	79,612
23	Grand Theft Auto V Enhanced	32,211	63,933
24	Crosshair X	31,879	59,999
25	FANTASY LIFE i: The Girl Who Steals Time	30,989	62,717
26	Dead by Daylight	30,777	58,796
27	Clair Obscur: Expedition 33	29,982	75,577
28	Waifu - Kawaii Idler & Clicker	29,490	30,090
29	Football Manager 2024	28,711	74,415
30	NBA 2K25	28,345	48,987
31	Once Human	27,906	52,580
32	Red Dead Redemption 2	27,743	53,671
33	ELDEN RING	26,736	48,479
34	Cyberpunk 2077	26,159	49,732
35	EA SPORTS FC™ 25	25,455	79,398
36	tModLoader	24,645	45,432
37	Schedule I	24,380	50,067
38	PAYDAY 2	22,185	24,461
39	Destiny 2	21,949	38,092
40	Sid Meier's Civilization® VI	21,643	39,230

주1: Current Player 기준

주2: 2025년 5월 27일 KST 14:45경 기준

자료: Valve, 키움증권 리서치

Rust 유저 장기 시계열



주: Facepunch Studios 개발, 생존 게임
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

Stardew Valley 유저 장기 시계열



주: ConcernedApe 개발, 라이프 시뮬레이션 게임
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

R.E.P.O. 유저 장기 시계열



주: semiwork 개발, 협동 공포 게임
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

Schedule I 유저 장기 시계열



주: TVGS 개발, 범죄 시뮬레이션 게임
자료: SteamDB, 키움증권 리서치

Global Peer Valuation Table

구분	업체	Market Cap	PER(X)		PBR(X)		ROE(%)		PSR(X)		EV/EBITDA(X)	
		(USDmn)	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
빅테크	Alphabet	2,104,499	17.6	16.4	5.2	4.2	29.9	26.2	6.4	5.7	12.1	10.8
	Meta Platforms	1,615,003	24.4	21.6	7.0	5.5	31.2	28.0	8.6	7.6	16.5	13.7
	Amazon.com	2,187,181	29.9	25.6	6.1	5.0	20.4	19.2	3.1	2.9	13.7	11.6
	Microsoft Corporation	3,424,099	34.4	30.4	10.0	7.9	31.4	28.4	12.3	10.8	21.7	19.1
	대상 평균	2,332,695	26.5	23.5	7.1	5.7	28.2	25.4	7.6	6.8	16.0	13.8
B2B 솔루션	Palantir Technologies	291,190	211.3	167.4	44.6	34.2	23.9	23.3	74.8	58.1	163.5	125.0
	ServiceNow	212,670	62.0	51.8	16.8	12.1	22.4	20.2	16.3	13.7	45.5	37.4
	Salesforce	265,956	24.8	22.2	4.0	3.6	15.4	16.1	6.5	6.0	15.8	14.3
	대상 평균	256,605	99.4	80.5	21.8	16.6	20.6	19.9	32.5	25.9	74.9	58.9
전체 평균		1,442,942	32.2	28.0	8.2	6.4	25.1	23.0	8.9	7.8	20.9	17.8

주1: 추정치는 Bloomberg 데이터 기준

주2: FY1은 당해 회계연도 추정치, FY2는 익년 회계연도 추정치 기준

주3: 전체 평균에 대한 밸류에이션 지표 산정시 Palantir Technologies 제외

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치



기업분석

카카오
(035720)

BUY(Maintain)/목표주가 70,000원
서드파티 확장 잠재력

NAVER
(035420)

BUY(Maintain)/목표주가 270,000원(하향)
AI 차별화 요구

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 300,000원(상향)
내부 자신감을 이해할 필요

카카오게임즈
(293490)

Outperform(Maintain)/목표주가 19,000원(상향)
새로운 시도와 변화 긍정적

크래프톤
(259960)

Marketperform(Downgrade)/목표주가 390,000원(상향)
인력 투자와 신작 리스크 고려

팔란티어 테크놀로지
(PLTR,US)

Not Rated
ASI 개연성이 있는 소프트웨어 가치

카카오 (035720)



BUY(Maintain)

목표주가 70,000원
주가(5/28) 41,700원

인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

오픈 AI와의 사업적 시너지 효과는 아직 시작도 하지 않았다. 투자자들은 단기적 실적에 함몰되지 말고 동사가 추구하는 장기적인 AI 비전과 관련 액션 플랜 및 중기 이상 성과에 대한 인사이트를 가지길 조언한다.

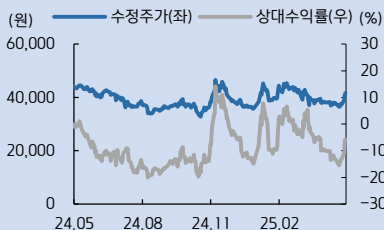
Stock Data

KOSPI (5/28)		2,670.15pt
시가총액		184,194억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	46,600원	32,800원
최고/최저가 대비 등락	-10.5%	27.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	9.6% 4.6%
	6M	9.2% 2.4%
	1Y	-3.7% -4.9%

Company Data

발행주식수	441,711천주
일평균 거래량(3M)	2,247천주
외국인 지분율	28.7%
배당수익률(25E)	0.18%
BPS(25E)	25,483원
주요 주주	김범수 외 92 인 24.3%

Price Trend



서드파티 확장 잠재력

>>> 인터넷 업종 최선호주

동사에 대한 목표주가를 7만원으로 유지하고 인터넷 업종 최선호주로 지속한다. 이는 본사 및 기타 사업부문 적정가치 9.0조원, 커머스 사업부문 적정가치 8.1조원, 카카오페이 지분가치 2.4조원, 뱅크 지분가치 2.3조원, 모빌리티 지분가치 3.7조원, 엔터테인먼트 지분가치 3.8조원, Kakao Piccoma 지분가치 1.2조원 및 게임즈 지분가치 0.5조원을 합산했다.

>>> 자율형 에이전트 주목

동사가 올해 오픈 AI와 출시할 공동 프로덕트는 자율형 에이전트로 전망하며, 이는 기존 특내 주요 서비스 및 모빌리티, 페이 등 버티컬 서비스를 결합한 포괄적인 서비스로 워킹할 개연성이 있을 것으로 판단하며 동사가 현재 3단계 목표하는 피드형 서비스도 AI 기반 능동형 피드 콘텐츠로 진화 준비될 것으로 기대한다.

>>> 서드파티 잠재력 주목 필요

동사와 오픈AI가 강결해해서 보여줄 자율형 에이전트의 커버리지는 기존 동사의 특내 및 버티컬 서비스에 국한되는 것이 아니라 수많은 세그먼트에서 중소 입지를 차지하고 있는 서드파티 파트너와의 제휴까지를 염두할 것으로 관측되며, 특히 커머스 시장에서는 기존 쿠팡과 네이버에 밀려 후순위에 위치 중인 이커머스 사업자와 연계를 통해 자율형 커머스 시장 진출, 관련 풀필먼트와 결제 사업 등 포괄적 제휴도 기대해 볼 수 있을 것으로 조망한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,254.5	8,938.6	9,315.2
영업이익	460.9	460.2	748.6	1,003.8	1,062.8
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,586.2	1,852.9	1,932.2
세전이익	-1,648.2	-2.8	983.3	1,239.5	1,322.4
순이익	-1,816.7	-161.9	790.0	922.2	983.2
지배주주지분순이익	-1,012.6	55.3	788.4	868.7	915.5
EPS(원)	-2,276	124	1,782	1,967	2,073
증감률(% YoY)	적전	흑전	1,331.6	10.4	5.4
PER(배)	-23.9	306.9	23.0	20.8	19.8
PBR(배)	2.47	1.67	1.61	1.45	1.32
EV/EBITDA(배)	20.2	12.5	10.3	8.3	7.5
영업이익률(%)	6.1	5.8	9.1	11.2	11.4
ROE(%)	-10.3	0.6	7.4	7.3	7.0
순차입금비용(%)	-26.2	-32.9	-36.6	-39.8	-42.8

자료: 키움증권 리서치센터

카카오 Valuation

(십억원)	산출내역
카카오 본사 및 기타 사업부문 적정가치	9,022.9
25E 조정 지배주주지분	257.8
목표 PER(배)	35.0
카카오커머스 사업부문 적정가치	8,059.6
29E 거래형 사업부문 당기순이익	472.0
잠재 PER(배)	25.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오페이 지분가치	2,425.5
카카오페이 적정가치	5,239.6
지분율(%)	46.3%
카카오뱅크 지분가치	2,302.5
카카오뱅크 적정가치	11,304.6
지분율(%)	27.2%
카카오모빌리티 지분가치	3,708.5
카카오모빌리티 기업가치	6,483.0
지분율(%)	57.2%
카카오엔터테인먼트 지분가치	3,750.4
카카오엔터테인먼트 기업가치	5,679.9
지분율(%)	66.0%
Kakao Piccoma 지분가치	1,182.0
Kakao Piccoma 적정가치	1,621.4
지분율(%)	72.9%
카카오게임즈 지분가치	514.3
카카오게임즈 기업가치	1,579.4
지분율(%)	40.7%
카카오 적정가치	30,965.7
발행주식수(천주)	441,711
카카오 주당 적정가치(원)	70,104
현주가(원)	41,700
업사이드(%)	68.1%

주1: 25E 기준, 연간 할인율 10%, 지분가치 할인율은 카카오뱅크 25% 및 카카오게임즈 20% 적용

주2: 카카오페이 및 카카오뱅크 적정가치는 2025년 5월 28일 시가총액 적용

자료: 카카오, 금융증권

카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	865.4	898.4	1,006.5	1,064.3	1,116.5	1,160.5	1,200.4
선물하기	729.9	772.4	875.5	928.7	976.7	1,017.3	1,054.3
톡스토어	95.6	91.3	95.0	98.3	101.2	103.8	105.8
메이커스	39.8	34.7	36.1	37.4	38.5	39.5	40.3
영업비용	457.7	482.4	518.2	545.4	566.8	581.3	592.5
인건비	88.5	101.8	114.5	125.9	135.4	142.1	147.8
지급수수료	338.0	344.8	363.3	375.1	383.7	389.1	392.6
상품매입원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	31.2	35.9	40.4	44.4	47.7	50.1	52.1
영업이익	407.7	416.0	488.4	518.9	549.6	579.2	607.9
마진율(%)	47.1%	46.3%	48.5%	48.8%	49.2%	49.9%	50.6%
당기순이익	310.9	323.4	378.2	402.1	426.2	449.4	472.0
%YoY	18.3%	4.0%	16.9%	6.3%	6.0%	5.5%	5.0%
CAGR(25E-29E)							7.9%
잠재 PER(배)							25.0
25E 적정가치							8,059.6

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	601.8	675.0	716.9	782.4	839.0	878.1	911.4
택시	244.7	249.7	264.3	303.8	338.8	359.0	376.2
대리	134.0	136.8	142.1	149.6	156.8	163.6	169.8
기타	223.1	288.5	310.5	329.0	343.3	355.6	365.5
영업비용	563.1	582.0	611.1	635.5	656.0	673.3	688.0
인건비	161.7	166.5	171.5	176.2	180.6	184.7	188.4
보험료	27.4	27.8	28.6	30.1	31.6	32.9	34.1
지급수수료	204.5	223.2	241.7	253.2	262.0	269.8	276.4
마케팅비	16.2	9.9	9.3	10.0	10.5	10.7	10.9
기타	153.2	154.5	160.0	166.1	171.3	175.2	178.3
영업이익	38.7	93.0	105.8	146.9	183.0	204.8	223.4
마진율(%)	6.4%	13.8%	14.8%	18.8%	21.8%	23.3%	24.5%
당기순이익	-122.4	31.4	63.2	105.9	137.3	156.5	172.6
%YoY	적확	흑전	101.7%	67.5%	29.7%	14.0%	10.3%
CAGR(25E-29E)							40.7%
잠재 PER(배)							55.0
25E 적정가치							6,483.0

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오모빌리티, 키움증권 추정

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	1,136.8	1,135.8	1,190.5	1,296.3	1,398.5	1,495.5	1,588.0
카카오엔터테인먼트	559.5	569.2	561.3	602.9	648.9	694.0	737.1
Kakao Piccoma	577.2	566.6	629.2	693.4	749.6	801.5	850.9
영업비용	1,044.6	1,068.0	1,097.4	1,186.2	1,268.8	1,344.0	1,413.4
카카오엔터테인먼트	514.5	529.8	531.2	570.8	612.8	652.7	690.1
Kakao Piccoma	530.1	538.1	566.2	615.4	655.9	691.3	723.3
영업이익	92.2	67.8	93.0	110.1	129.7	151.5	174.6
마진율(%)	8.1%	6.0%	7.8%	8.5%	9.3%	10.1%	11.0%
카카오엔터테인먼트	45.1	39.4	30.1	32.1	36.0	41.3	47.0
Kakao Piccoma	47.1	28.4	62.9	78.0	93.7	110.2	127.6
당기순이익	20.1	60.7	86.9	100.3	116.1	133.4	151.7
%YoY	-73.8%	201.7%	43.2%	15.5%	15.7%	14.9%	13.7%
CAGR(25E-29E)							20.1%
잠재 PER(배)							26.9
25E 적정가치							2,783.6
카카오엔터테인먼트	45.4	43.2	37.6	40.7	45.2	50.8	56.7
%YoY	5.1%	-4.7%	-13.0%	8.2%	11.2%	12.4%	11.6%
CAGR(25E-29E)							5.6%
잠재 PER(배)							30.0
25E 적정가치							1,162.2
Kakao Piccoma	-25.3	17.5	49.3	59.7	70.9	82.6	95.0
%YoY	적전	흑전	182.3%	21.1%	18.8%	16.6%	15.0%
CAGR(25E-29E)							40.3%
잠재 PER(배)							25.0
25E 적정가치							1,621.4

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	1,987.1	2,118.3	2,285.3	7,871.7	8,254.5	8,938.6
플랫폼부문	955.1	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,025.7	1,065.5	1,148.7	3,901.0	4,232.9	4,551.3
특비즈	516.3	507.5	501.1	556.7	553.3	542.3	563.1	622.1	2,081.5	2,280.8	2,402.4
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	79.1	76.4	85.3	332.2	314.9	325.9
플랫폼 기타	354.2	359.9	366.0	407.2	365.6	404.3	426.0	441.3	1,487.3	1,637.2	1,822.9
콘텐츠부문	1,033.2	1,049.6	977.9	909.9	870.7	961.4	1,052.8	1,136.5	3,970.7	4,021.6	4,387.4
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	122.9	172.4	256.2	873.2	696.7	812.5
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	529.3	562.6	565.7	1,920.0	2,095.4	2,240.7
스토리	226.6	215.7	218.7	203.0	212.6	230.9	234.5	222.3	864.0	900.2	991.8
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	78.4	83.4	92.4	313.4	329.2	342.4
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,820.8	1,911.7	2,015.0	7,411.5	7,505.9	7,934.8
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	166.3	206.6	270.3	460.2	748.6	1,003.8
영업이익률(%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	8.4%	9.8%	11.8%	5.8%	9.1%	11.2%
영업외손익	20.3	30.9	5.2	-519.5	87.5	57.7	59.9	29.6	-463.0	234.6	235.8
법인세차감전순이익	140.6	164.9	135.7	-444.0	192.9	224.0	266.5	299.9	-2.8	983.3	1,239.5
법인세차감전순이익률(%)	7.1%	8.2%	7.1%	-22.7%	10.3%	11.3%	12.6%	13.1%	0.0%	11.9%	13.9%
법인세비용	72.9	77.7	57.2	-48.8	-7.5	56.9	67.7	76.1	159.1	193.2	317.3
법인세율(%)	51.9%	47.1%	42.2%	11.0%	-3.9%	25.4%	25.4%	25.4%	-5650.7%	19.7%	25.6%
당기순이익	67.7	87.1	78.5	-395.2	200.3	167.1	198.9	223.7	-161.9	790.0	922.2
당기순이익률(%)	3.4%	4.3%	4.1%	-20.2%	10.7%	8.4%	9.4%	9.8%	-2.1%	9.6%	10.3%
지배주주지분	73.7	101.3	105.8	-225.5	171.9	180.8	201.7	234.0	55.3	788.4	868.7
비지배지분	-6.1	-14.1	-27.3	-169.7	28.5	-13.7	-2.9	-10.2	-217.1	1.7	53.5

자료: 카카오, 키움증권

카카오 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	8,394.9	9,126.8	9,502.8	8,254.5	8,938.6	9,315.2	-1.7%	-2.1%	-2.0%
영업이익	708.6	988.4	1,060.2	748.6	1,003.8	1,062.8	5.6%	1.6%	0.2%
영업이익률	8.4%	10.8%	11.2%	9.1%	11.2%	11.4%	0.6%	0.4%	0.3%
법인세차감전순이익	840.6	1,152.4	1,253.4	983.3	1,239.5	1,322.4	17.0%	7.6%	5.5%
당기순이익	628.6	858.0	932.4	790.0	922.2	983.2	25.7%	7.5%	5.4%
지배주주지분	632.6	781.2	849.7	788.4	868.7	915.5	24.6%	11.2%	7.7%

자료: 키움증권

카카오 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	2,037.7	2,126.7	2,319.5	2,194.1	1,987.1	2,118.3	2,285.3	2,130.8	-2.5%	-0.4%	-1.5%	-2.9%
영업이익	161.4	168.2	284.9	229.3	166.3	206.6	270.3	238.9	3.0%	22.9%	-5.1%	4.2%
영업이익률	7.9%	7.9%	12.3%	10.4%	8.4%	9.8%	11.8%	11.2%	0.4%	1.8%	-0.5%	0.8%
법인세차감전순이익	199.3	208.2	302.1	273.1	224.0	266.5	299.9	302.6	12.4%	28.0%	-0.7%	10.8%
당기순이익	149.0	155.7	225.9	203.3	167.1	198.9	223.7	225.1	12.1%	27.7%	-1.0%	10.7%
지배주주지분	155.5	156.2	210.2	185.8	180.8	201.7	234.0	212.7	16.2%	29.2%	11.3%	14.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,254.5	8,938.6	9,315.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출충이익	7,557.0	7,871.7	8,254.5	8,938.6	9,315.2
판매비	7,096.1	7,411.5	7,505.9	7,934.8	8,252.5
영업이익	460.9	460.2	748.6	1,003.8	1,062.8
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,586.2	1,852.9	1,932.2
영업외손익	-2,109.1	-463.0	234.6	235.8	259.6
이자수익	190.2	206.4	228.0	250.4	274.7
이자비용	162.8	203.7	203.7	203.7	203.7
외환관련이익	18.1	61.2	22.2	23.3	24.5
외환관련손실	22.2	35.8	18.0	18.9	19.9
종속 및 관계기업손익	4.0	53.7	126.5	148.3	167.1
기타	-2,136.4	-544.8	79.6	36.4	16.9
법인세차감이익	-1,648.2	-2.8	983.3	1,239.5	1,322.4
법인세비용	168.4	159.1	193.2	317.3	339.2
계속사업손익	-1,816.7	-161.9	790.0	922.2	983.2
당기순이익	-1,816.7	-161.9	790.0	922.2	983.2
지배주주순이익	-1,012.6	55.3	788.4	868.7	915.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.2	4.2	4.9	8.3	4.2
영업이익 증감률	-19.1	-0.2	62.7	34.1	5.9
EBITDA 증감률	6.1	6.1	22.4	16.8	4.3
지배주주순이익의 증감률	-174.6	-105.5	1,325.7	10.2	5.4
EPS 증감률	적전	흑전	1,331.6	10.4	5.4
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	6.1	5.8	9.1	11.2	11.4
EBITDA Margin(%)	16.2	16.5	19.2	20.7	20.7
지배주주순이익률(%)	-13.4	0.7	9.6	9.7	9.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,813.1	1,892.1	2,021.5
당기순이익	0.0	0.0	790.0	922.2	983.2
비현금항목의 가감	3,000.8	1,462.0	880.1	971.5	970.5
유형자산감가상각비	489.2	575.7	586.2	593.6	610.5
무형자산감가상각비	271.4	259.6	251.4	255.6	259.0
지분법평가손익	-404.9	-242.0	-126.5	-148.3	-167.1
기타	2,645.1	868.7	169.0	270.6	268.1
영업활동자산부채증감	248.0	-4.3	244.8	201.8	268.8
매출채권및기타채권의감소	-108.0	-20.3	-60.4	-108.0	-59.5
채고자산의감소	43.5	0.5	-3.2	-5.6	-3.1
매입채무및기타채무의증가	417.8	-27.0	264.8	278.0	291.9
기타	-105.3	42.5	43.6	37.4	39.5
기타현금흐름	-1,907.7	-207.2	-101.8	-203.4	-201.0
투자활동 현금흐름	-1,779.9	10.4	-651.4	-690.1	-729.6
유형자산의 취득	-575.1	-379.6	-600.0	-625.0	-650.0
유형자산의 처분	13.9	31.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-135.2	-87.3	-275.0	-275.0	-275.0
투자자산의감소(증가)	-498.1	-311.4	-141.1	-148.1	-155.4
단기금융자산의감소(증가)	-928.9	30.2	-135.3	-142.0	-149.1
기타	343.5	726.6	500.0	500.0	499.9
재무활동 현금흐름	1,019.6	-521.3	-379.9	-382.8	-393.7
차입금의 증가(감소)	140.3	-139.1	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-54.6	-43.5	-29.9	-32.8	-43.7
기타	933.9	-338.7	-350.0	-350.0	-350.0
기타현금흐름	-27.5	16.4	8.3	1.6	-5.4
현금 및 현금성자산의 순증가	553.3	755.9	790.2	820.8	892.8
기초현금 및 현금성자산	4,835.9	5,389.2	6,145.1	6,935.3	7,756.1
기말현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,935.3	7,756.1	8,649.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,987.9	13,106.4	14,255.1
현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,935.3	7,756.1	8,649.0
단기금융자산	2,735.6	2,705.4	2,840.7	2,982.7	3,131.9
매출채권 및 기타채권	1,204.8	1,242.9	1,303.3	1,411.4	1,470.8
채고자산	138.6	64.9	68.1	73.7	76.8
기타유동자산	520.0	800.5	840.5	882.5	926.6
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,252.9	15,740.5	16,265.9
투자자산	5,352.7	5,717.8	5,985.4	6,281.7	6,604.2
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,299.9	1,331.3	1,370.8
무형자산	5,768.9	5,136.8	5,160.4	5,179.8	5,195.9
기타비유동자산	2,733.3	2,673.5	2,807.2	2,947.7	3,095.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,240.8	28,846.9	30,521.0
유동부채	7,564.1	8,632.7	8,953.7	9,290.8	9,644.7
매입채무 및 기타채무	4,934.4	5,295.6	5,560.4	5,838.4	6,130.3
단기금융부채	1,919.9	2,212.0	2,212.0	2,212.0	2,212.0
기타유동부채	709.8	1,125.1	1,181.3	1,240.4	1,302.4
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,227.8	3,259.1	3,291.6
장기금융부채	2,579.2	2,047.1	2,047.1	2,047.1	2,047.1
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,180.7	1,212.0	1,244.5
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,181.5	12,549.9	12,936.4
자본지분	9,766.7	10,141.3	11,256.0	12,440.2	13,660.2
자본금	44.5	44.4	44.2	44.2	44.2
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.2	8,911.2	8,911.2
기타자본	7.6	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-1,050.4	-723.6	-364.4	-5.3	353.9
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,699.1	3,524.1	4,385.0
비지배지분	4,094.9	3,801.6	3,803.3	3,856.7	3,924.4
자본총계	13,858.6	13,942.9	15,059.3	16,296.9	17,584.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,276	124	1,782	1,967	2,073
BPS	21,948	22,858	25,483	28,164	30,926
CFPS	2,662	2,928	3,775	4,287	4,423
DPS	61	68	75	100	125
주가배수(배)					
PER	-23.9	306.9	23.0	20.8	19.8
PER(최고)	-31.3	497.2	25.8		
PER(최저)	-16.4	261.5	20.0		
PBR	2.47	1.67	1.61	1.45	1.32
PBR(최고)	3.25	2.71	1.81		
PBR(최저)	1.70	1.42	1.40		
PSR	3.20	2.15	2.19	2.02	1.94
PCFR	20.4	13.0	10.8	9.6	9.3
EV/EBITDA	20.2	12.5	10.3	8.3	7.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	-1.5	-18.4	4.1	4.7	5.6
배당수익률(%·보통주·현금)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
ROA	-7.5	-0.6	3.0	3.3	3.3
ROE	-10.3	0.6	7.4	7.3	7.0
ROIC	8.9	10.1	14.3	18.0	19.3
매출채권회전율	7.6	6.4	6.5	6.6	6.5
채고자산회전율	50.6	77.3	124.2	126.1	123.8
부채비율	81.7	84.8	80.9	77.0	73.6
순차입금비율	-26.2	-32.9	-36.6	-39.8	-42.8
이자보상배율·현금	2.8	2.3	3.7	4.9	5.2
총차입금	4,499.1	4,259.0	4,259.0	4,259.0	4,259.0
순차입금	-3,625.7	-4,591.5	-5,516.9	-6,479.8	-7,521.8
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,586.2	1,852.9	1,932.2
FCF	860.5	884.2	798.5	886.5	991.1

NAVER (035420)



BUY(Maintain)

목표주가 270,000원(하향)

주가(5/28) 187,700원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

회사 전사적으로 AI에 대한 글로벌 변화, 경쟁 및 위기 변수 관리 등을 총체적으로 들여다 볼 필요가 존재한다 할 수 있으며 중장기적으로 지속 가능한 성장성을 동인 하기 위해서는 실효성 있는 AI 백본 및 관련 서비스 결합 등을 통해 유저들에게 각인 효과를 제공해야 할 것이다.

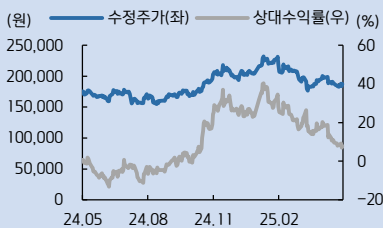
Stock Data

KOSPI (5/28)		2,670.15pt
시가총액		297,386억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	232,000원	155,000원
최고/최저가 대비 등락	-19.1%	21.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.0% -8.4%
	6M	-8.2% -13.9%
	1Y	10.3% 8.9%

Company Data

발행주식수	158,437천주
일평균 거래량(3M)	570천주
외국인 지분율	48.6%
배당수익률(25E)	0.7%
BPS(25E)	176,163원
주주 주주	국민연금공단
	9.2%

Price Trend



AI 차별화 요구

>>> 목표주가 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 29만원에서 27만원으로 하향한다. 동사 전체 적정가치는 42.9조원으로, 이는 서치플랫폼/클라우드 중심 사업부문 적정가치 20.7조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 9.9조원, 네이버파이낸셜 지분가치 4.2조원, Webtoon Entertainment 지분가치 1.3조원과 LY Corporation 지분가치 6.8조원을 합산한 결과이다. 자율형 에이전트로 대변되는 현재 AI 서비스 진화 발전 방향에 부합하지 못하는 현실 등을 감안해 본사 중심 밸류에이션을 기존 20배에서 15배로 하향 조정했다.

>>> 쇼핑 밸류 확장 필요

커머스 사업부문의 중개수수료 인상 효과와 별도 앱 런칭에 따른 광고 인벤토리 증가에 따른 단기적인 쇼핑 기반 광고의 탄력적인 성장 잠재력이 존재하나 당사는 본질적으로 동사의 핵심 에셋인 서드파티 셀러 대상의 토탈 밸류체인 솔루션 비즈니스 확장이 중요하다는 판단이며, 해당 프로세스는 실시간 시장 수요, 판매 예측 및 재고관리 등을 아우르는 토탈 밸류를 의미한다. 이에 대한 작동이 소극적인 점을 반영 29E 기준 솔루션 별도 기준 수익화 테이크레이트를 기존 3.3%에서 2.6%로 하향 조정해 관련 매출을 저감시켰다. 경쟁사의 자율형 에이전트 진입 가능성 등에도 대비할 필요성이 존재한다 할 수 있으며 AI 관련된 실질적 유저 인터페이스 기반 변화를 신속하게 적용시킬 필요성도 명확하다고 종합적 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,935.5	12,845.3	13,609.0
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,294.4	2,466.2	2,614.6
EBITDA	2,071.2	2,652.8	3,038.1	3,201.7	3,352.0
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,623.1	2,857.7	2,226.4
순이익	985.0	1,932.0	1,904.8	2,071.8	2,226.4
지배주주지분순이익	1,012.3	1,923.2	1,909.7	2,071.8	2,220.8
EPS(원)	6,180	11,913	12,053	13,077	14,017
증감률(% YoY)	33.4	92.8	1.2	8.5	7.2
PER(배)	36.2	16.7	15.6	14.4	13.4
PBR(배)	1.57	1.24	1.07	0.97	0.89
EV/EBITDA(배)	18.0	11.3	8.3	6.9	5.7
영업이익률(%)	15.4	18.4	19.2	19.2	19.2
ROE(%)	4.4	7.9	7.2	7.1	7.0
순차입금비율(%)	-0.9	-11.7	-20.6	-28.2	-34.7

자료: 키움증권 리서치센터

NAVER Valuation

(십억원)	산출내역
네이버 서치플랫폼/클라우드 중심 적정가치	20,660.1
25E 조정 지배주주지분	1,377.3
목표 PER(배)	15.0
네이버쇼핑 사업부문 적정가치	9,943.6
29E 네이버쇼핑 세후 영업이익	727.9
잠재 PER(배)	20.0
연간 할인율(%)	10.0%
네이버파이낸셜 지분가치	4,200.3
네이버파이낸셜 기업가치	6,087.4
NAVER 지분율(%)	69.0%
Webtoon Entertainment 지분가치	1,291.4
Webtoon Entertainment 기업가치	2,583.3
NAVER 지분율(%)	62.5%
LY Corporation 지분가치	6,834.8
25E LY Corporation 지배주주지분	1,238.9
목표 PER(배)	25.0
LY Corporation 적정가치	30,972.5
NAVER 지분율(%)	31.5%
NAVER 적정가치	42,930.3
발행주식수(천주)	158,437
NAVER 주당 적정가치(원)	270,961
현주가(원)	187,700
업사이드(%)	44.4%

주1: 25E 기준 환산, 연간 할인율 10%, 25E 평균 원/엔 환율 9.7원 적용

주2: Webtoon Entertainment 지분가치 할인율 20% 적용

주3: LY Corporation 지분가치 할인율 30% 적용

자료: NAVER, LY Corporation, 키움증권

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	2,546.6	2,923.0	3,490.9	3,958.9	4,265.3	4,560.4	4,840.8
수수료	769.5	870.4	1,170.8	1,453.6	1,577.3	1,699.0	1,816.8
광고	1,106.9	1,132.0	1,287.1	1,382.0	1,450.4	1,507.7	1,552.5
솔루션	16.7	104.4	164.0	232.5	310.3	396.1	490.5
플러스 멤버십	171.1	195.2	232.3	255.7	275.2	290.4	300.4
Poshmark	482.5	621.0	636.5	635.2	652.1	667.3	680.6
영업비용	2,360.0	2,669.1	3,102.8	3,352.7	3,573.0	3,743.2	3,865.3
개발/운영	549.9	618.6	680.5	731.5	768.1	798.8	822.8
파트너	172.0	176.1	199.8	214.4	224.9	233.8	240.7
마케팅	501.9	649.4	827.1	950.5	1,057.8	1,142.8	1,198.5
기타	530.8	583.9	729.9	802.9	863.1	906.3	942.5
Poshmark	605.3	641.0	665.5	653.4	659.1	661.6	660.8
영업이익	186.7	253.9	388.1	606.2	692.3	817.2	975.6
마진율(%)	7.3%	8.7%	11.1%	15.3%	16.2%	17.9%	20.2%
세후 영업이익	141.5	195.3	295.5	456.1	519.4	611.4	727.9
CAGR(25E-29E)						33.0%	30.1%
잠재 PER(배)							20.0
25E 적정가치							9,943.6

주: 연간 할인율 10%

자료: NAVER, 키움증권 추정

네이버파이낸셜 Valuation

(십억원)	산출내역	비고
네이버파이낸셜 적정가치	6,087.4	
25E MAU(백만)	21.7	네이버페이 기반 신규 MAU 증가 반영 (스마트스토어 포함)
MAU 당 기업가치(천원)	281	
금융기관 연계대출 BM	202	수익배분율 50% 적용
비은행 사업부문 BM	79	비은행 비중 28% (수익배분율 50% 적용)

주1: 금융기관 연계대출 BM은 카카오뱅크 MAU당 시가총액 57만원에 타겟 고객 비중 68% 적용

주2: 카카오뱅크 MAU는 25E 분기별 평균 19.1백만명 적용, 이는 24년 대비 4% 증가를 가정

주3: 금융기관 연계대출 타겟 고객은 17~19년 1~3등급 대비 50% 및 4~7등급 대상으로 산정

주4: 비은행 비중은 18년~24년 국내 금융지주사 은행 및 비은행 영업이익을 기준으로 산출

자료: NAVER, NICE평가정보, KB금융지주, 신한지주, 하나금융지주, 키움증권

Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	1,503.1	1,629.3	1,792.4	1,926.1	2,052.6	2,168.2	2,276.4
Korea/Rest of World etc.	775.6	745.1	770.0	826.3	889.1	949.6	1,006.6
Japan	727.6	884.2	1,022.4	1,099.8	1,163.5	1,218.6	1,269.8
영업비용	1,550.2	1,768.6	1,849.9	1,904.8	1,981.5	2,069.3	2,147.9
영업이익	-47.0	-139.3	-57.6	21.3	71.2	98.9	128.4
마진율(%)	-3.1%	-8.5%	-3.2%	1.1%	3.5%	4.6%	5.6%
당기순이익	-190.1	-212.8	-49.5	15.2	61.2	93.0	126.1
%YoY	적확	적확	적축	흑전	303.6%	52.0%	35.5%
잠재 PER(배)							30.0
25E 적정가치							2,583.3

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NAVER, Webtoon Entertainment, 키움증권 추정

LY Corporation 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	CY24	CY25E	CY26E
매출액	467.8	463.1	462.2	503.5	488.7	489.5	490.1	533.0	1,896.6	2,001.4	2,102.7
영업비용	443.3	399.3	396.3	421.4	428.4	407.9	422.0	457.4	1,660.4	1,715.7	1,784.1
영업이익	33.9	106.8	65.9	82.1	60.3	81.6	68.2	75.7	288.7	285.7	318.6
영업이익률(%)	7.2%	23.1%	14.2%	16.3%	12.3%	16.7%	13.9%	14.2%	15.2%	14.3%	15.2%
법인세차감전순이익	11.4	87.7	57.0	79.3	50.8	74.0	60.5	65.7	235.5	251.1	289.7
법인세차감전순이익률(%)	2.4%	18.9%	12.3%	15.8%	10.4%	15.1%	12.3%	12.3%	12.4%	12.5%	13.8%
법인세비용	8.9	27.2	9.6	21.7	14.0	22.3	18.3	19.7	67.3	74.3	87.4
법인세율(%)	77.7%	31.0%	16.8%	27.3%	27.6%	30.1%	30.3%	30.0%	28.6%	29.6%	30.2%
당기순이익	2.6	60.5	47.5	57.6	36.8	51.8	42.2	46.0	168.1	176.8	202.3
당기순이익률(%)	0.5%	13.1%	10.3%	11.4%	7.5%	10.6%	8.6%	8.6%	8.9%	8.8%	9.6%
지배주주지분	-9.2	51.5	35.7	40.4	25.8	39.4	30.2	31.8	118.4	127.1	149.1
비지배주주지분	11.8	9.0	11.7	17.2	11.0	12.4	12.0	14.2	49.7	49.6	53.1

주: CY (Calendar Year) 기준

자료: LY Corporation, 키움증권

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,942.2	3,039.8	3,166.7	10,737.7	11,935.5	12,845.3
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,081.0	1,080.0	1,120.9	3,946.2	4,294.6	4,420.9
커머스	703.5	719.0	725.4	775.1	787.9	838.4	904.5	960.1	2,923.0	3,490.9	3,958.9
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	402.6	412.7	423.1	1,508.4	1,631.2	1,757.1
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	479.6	495.2	508.3	1,796.4	1,942.3	2,081.3
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	140.6	147.3	154.3	563.7	576.5	627.1
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,402.4	2,429.7	2,527.5	8,758.5	9,641.1	10,379.2
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	539.9	610.1	639.2	1,979.3	2,294.4	2,466.2
영업이익률(%)	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.3%	20.1%	20.2%	18.4%	19.2%	19.2%
법인세차감전순이익	660.2	467.4	653.3	541.4	580.1	641.8	683.5	717.7	2,322.2	2,623.1	2,857.7
법인세차감전순이익률(%)	26.1%	17.9%	24.1%	18.8%	20.8%	21.8%	22.5%	22.7%	21.6%	22.0%	22.2%
법인세비용	104.4	135.3	123.2	27.3	156.4	176.5	188.0	197.4	390.2	718.3	785.9
법인세율(%)	15.8%	28.9%	18.9%	5.0%	27.0%	27.5%	27.5%	27.5%	16.8%	27.4%	27.5%
계속영업순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	465.3	495.5	520.3	1,932.0	1,904.8	2,071.8
중단영업순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	465.3	495.5	520.3	1,932.0	1,904.8	2,071.8
당기순이익률(%)	22.0%	12.7%	19.5%	17.8%	15.2%	15.8%	16.3%	16.4%	18.0%	16.0%	16.1%
지배주주지분	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	466.5	496.8	521.6	1,923.2	1,909.7	2,071.8
비지배주주지분	45.2	-6.3	9.7	-39.9	-1.2	-1.2	-1.2	-1.3	8.7	-4.9	0.0

Source: NAVER, LY Corporation, 키움증권

NAVER 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	12,069.1	12,978.7	13,775.8	11,935.5	12,845.3	13,609.0	-1.1%	-1.0%	-1.2%
영업이익	2,287.2	2,511.4	2,707.7	2,294.4	2,466.2	2,614.6	0.3%	-1.8%	-3.4%
영업이익률	19.0%	19.4%	19.7%	19.2%	19.2%	19.2%	0.3%	-0.2%	-0.4%
법인세차감전순이익	2,551.2	2,848.8	3,103.4	2,623.1	2,857.7	3,070.8	2.8%	0.3%	-1.0%
당기순이익	1,849.6	2,065.4	2,250.0	1,904.8	2,071.8	2,226.4	3.0%	0.3%	-1.0%
지배주주지분	1,858.9	2,070.6	2,250.0	1,909.7	2,071.8	2,220.8	2.7%	0.1%	-1.3%

자료: 키움증권

NAVER 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	2,990.2	3,056.4	3,172.4	3,109.7	2,942.2	3,039.8	3,166.7	3,067.6	-1.6%	-0.5%	-0.2%	-1.4%
영업이익	564.3	588.3	616.2	588.7	539.9	610.1	639.2	593.9	-4.3%	3.7%	3.7%	0.9%
영업이익률	18.9%	19.2%	19.4%	18.9%	18.3%	20.1%	20.2%	19.4%	-0.5%	0.8%	0.8%	0.4%
법인세차감전순이익	649.9	647.5	678.8	678.3	641.8	683.5	717.7	686.2	-1.2%	5.6%	5.7%	1.2%
당기순이익	471.2	469.4	492.2	491.8	465.3	495.5	520.3	497.5	-1.2%	5.6%	5.7%	1.2%
지배주주지분	473.5	471.8	494.6	493.0	466.5	496.8	521.6	497.5	-1.5%	5.3%	5.5%	0.9%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,935.5	12,845.3	13,609.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,935.5	12,845.3	13,609.0
판매비	8,181.8	8,758.5	9,641.1	10,379.2	10,994.4
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,294.4	2,466.2	2,614.6
EBITDA	2,071.2	2,652.8	3,038.1	3,201.7	3,352.0
영업외손익	-7.4	342.9	328.6	391.5	456.2
이자수익	101.1	173.6	240.8	309.1	379.8
이자비용	127.1	104.9	104.9	104.9	104.9
외환관련이익	112.0	138.3	145.3	152.5	160.1
외환관련손실	154.7	285.4	299.6	314.6	330.3
종속 및 관계기업손익	266.5	144.5	236.2	371.5	436.2
기타	-205.2	276.8	110.8	-22.1	-84.7
법인세차감이익	1,481.4	2,322.2	2,623.1	2,857.7	3,070.8
법인세비용	496.4	390.2	718.3	785.9	844.5
계속사업손손익	985.0	1,932.0	1,904.8	2,071.8	2,226.4
당기순이익	985.0	1,932.0	1,904.8	2,071.8	2,226.4
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,909.7	2,071.8	2,220.8
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	17.6	11.0	11.2	7.6	5.9
영업이익 증감률	14.1	32.9	15.9	7.5	6.0
EBITDA 증감률	11.0	28.1	14.5	5.4	4.7
지배주주순이익의 증감률	33.2	90.0	-0.7	8.5	7.2
EPS 증감률	33.4	92.8	1.2	8.5	7.2
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	15.4	18.4	19.2	19.2	19.2
EBITDA Margin(%)	21.4	24.7	25.5	24.9	24.6
지배주주순이익률(%)	10.5	17.9	16.0	16.1	16.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,491.1	2,542.8	2,661.1
당기순이익	985.0	1,932.0	1,904.8	2,071.8	2,226.4
비현금항목의 가감	1,326.4	1,003.0	1,182.6	1,040.2	967.2
유형자산감가상각비	528.0	608.6	669.7	649.5	639.6
무형자산감가상각비	54.3	64.9	74.0	86.0	97.8
지분법평가손익	-751.8	-1,049.2	-501.7	-551.5	-596.2
기타	1,495.9	1,378.7	940.6	856.2	826.0
영업활동자산부채증감	360.8	152.3	-68.9	-42.6	-17.9
매출채권및기타채권의감소	42.8	-2.8	-177.1	-134.6	-112.9
채고자산의감소	-2.2	-13.4	-2.4	-1.8	-1.5
매입채무및기타채무의증가	346.8	-251.4	96.7	99.1	101.5
기타	-26.6	419.9	13.9	-5.3	-5.0
기타현금흐름	-670.0	-497.4	-527.4	-526.6	-514.6
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	441.4	411.7	388.7
유형자산의 취득	-640.6	-554.0	-547.0	-568.9	-585.9
유형자산의 처분	7.3	32.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-51.0	-24.0	-234.4	-243.8	-251.1
투자자산의감소(증가)	1,378.4	465.5	823.0	821.6	820.1
단기금융자산의감소(증가)	461.4	-1,815.3	-167.0	-175.3	-184.1
기타	-2,105.3	555.7	566.8	578.1	589.7
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-168.4	-186.2	-223.4
차입금의 증가(감소)	23.9	-408.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-405.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-62.4	-119.0	-168.4	-186.2	-223.4
기타	-71.5	162.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-90.1	139.5	-13.6	22.7	58.7
현금 및 현금성자산의 순증가	852.3	619.1	2,750.5	2,791.1	2,885.2
기초현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,195.5	6,946.0	9,737.1
기말현금 및 현금성자산	3,576.5	4,195.5	6,946.0	9,737.1	12,622.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	12,483.4	15,598.4	18,794.8
현금 및 현금성자산	3,576.5	4,195.5	6,946.0	9,737.1	12,622.3
단기금융자산	1,524.3	3,339.6	3,506.5	3,681.9	3,866.0
매출채권 및 기타채권	1,705.9	1,588.1	1,765.2	1,899.8	2,012.7
채고자산	14.8	21.7	24.2	26.0	27.6
기타유동자산	206.6	230.0	241.5	253.6	266.2
비유동자산	28,709.8	28,793.0	28,270.2	27,924.1	27,667.2
투자자산	21,231.1	20,910.2	20,323.4	19,873.3	19,489.4
유형자산	2,741.6	2,909.6	2,786.9	2,706.2	2,652.5
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,817.7	3,975.5	4,128.8
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,342.2	1,369.1	1,396.5
자산총계	35,737.8	38,167.9	40,753.7	43,522.5	46,462.0
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,211.2	6,333.2	6,458.1
매입채무 및 기타채무	3,872.7	3,866.1	3,962.8	4,061.8	4,163.4
단기금융부채	1,465.5	1,104.9	1,104.9	1,104.9	1,104.9
기타유동부채	967.4	1,121.2	1,143.5	1,166.5	1,189.8
비유동부채	5,194.3	5,074.8	5,095.6	5,116.8	5,138.4
장기금융부채	3,417.5	3,273.4	3,273.4	3,273.4	3,273.4
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,822.2	1,843.4	1,865.0
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,306.8	11,449.9	11,596.4
자본지분	23,206.0	25,459.9	27,910.7	30,536.4	33,323.9
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,422.7	1,422.7	1,422.7
기타자본	-607.3	-638.5	-638.5	-638.5	-638.5
기타포괄손익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-578.4	198.9	1,026.2
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,688.5	29,536.9	31,497.1
비지배지분	1,032.0	1,541.0	1,536.1	1,536.1	1,541.7
자본총계	24,238.0	27,000.9	29,446.8	32,072.6	34,865.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,053	13,077	14,017
BPS	142,887	160,694	176,163	192,735	210,329
CFPS	14,111	18,180	19,486	19,642	20,157
DPS	1,205	1,130	1,250	1,500	1,750
주가배수(배)					
PER	36.2	16.7	15.6	14.4	13.4
PER(최고)	39.1	19.8	19.5		
PER(최저)	28.1	12.7	14.6		
PBR	1.57	1.24	1.07	0.97	0.89
PBR(최고)	1.69	1.47	1.34		
PBR(최저)	1.21	0.94	1.00		
PSR	3.79	2.99	2.49	2.32	2.19
PCFR	15.9	10.9	9.6	9.6	9.3
EV/EBITDA	18.0	11.3	8.3	6.9	5.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	18.4	8.7	9.8	10.8	11.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
ROA	2.8	5.2	4.8	4.9	4.9
ROE	4.4	7.9	7.2	7.1	7.0
ROIC	27.3	34.5	39.6	41.3	42.6
매출채권회전율	6.0	6.5	7.1	7.0	7.0
채고자산회전율	824.3	587.5	519.9	512.0	508.1
부채비율	47.4	41.4	38.4	35.7	33.3
순차입금비용	-0.9	-11.7	-20.6	-28.2	-34.7
이자보상배율, 현금	11.7	18.9	21.9	23.5	24.9
총차입금	4,883.0	4,378.3	4,378.3	4,378.3	4,378.3
순차입금	-217.8	-3,156.8	-6,074.2	-9,040.7	-12,110.0
EBITDA	2,071.2	2,652.8	3,038.1	3,201.7	3,352.0
FCF	1,198.7	1,710.6	1,568.5	1,677.5	1,787.5

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

목표주가 300,000원(상향)

주가(5/28) 157,300원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

과거 불소2 및 주요 신작별 실패와 초기 TL 글로벌 유저 인입을 수성 못한 과거 레퍼런스는 동사 입장에서 반면교사가 될 것이며 이에 대해 아이온2는 진정성 있는 게임으로 글로벌 버전을 준비할 것으로 판단한다. AI 시대에 발현된 멀티 플레이 수요도 사측이 잘 활용하면 좋은 결과를 창출할 수 있겠다.

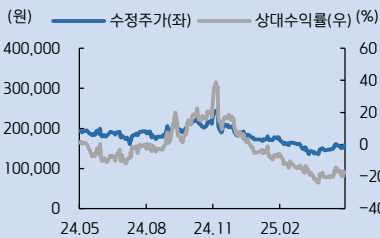
Stock Data

KOSPI (5/28)		2,670.15pt
시가총액		33,889억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	244,500원	135,800원
최고/최저가 대비 등락	-35.7%	15.8%
주가수익률	절대	상대
	1M	4.4%
	6M	-32.3%
	1Y	-17.3%
		-18.4%

Company Data

발행주식수	21,544천주
일평균 거래량(3M)	93천주
외국인 지분율	36.9%
배당수익률(25E)	1.1%
BPS(25E)	148,023원
주요 주주	김택진 외 16 인
	12.4%

Price Trend



내부 자신감을 이해할 필요

>>> 게임 업종 최선호주

동사에 대한 목표주가를 기존 26만원에서 30만원으로 상향하고 게임 업종 최선호주로 지속한다. 해당 밸류는 아이온2 수익가치가 온기로 온전히 발현될 26E 기준 지배주주지분 3,546억원에 목표 PER 20배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치이다.

>>> 26년 매출 가이드نس 함의

동사가 제시한 내년도 매출 가이드نس는 게임 업계에서 단기적인 가이드نس를 제공하지 않는 글로벌 대비 열위한 상황을 고려할 때 매우 이례적인 상황이다. 가이드نس 제공에 있어서도 레거시 IP와 신작별 상세 시뮬레이션을 포함하면서 이에 대한 합리적 추정 근거를 높였고 최소 가이드라인에 대한 사안을 공시로 제공하면서 이에 대한 무게감도 사측이 인지하고 있는 상황이다. 당사는 이에 대한 핵심적 사안이 아이온2를 중심으로 신작에 대한 내부적 컨디션이 존재할 것으로 해석하며 글로벌 버전의 스팀 중심의 대화면 고퀄리티 게임으로의 개발 경로와 기존 아이온에 대한 다채로운 PvE 콘텐츠를 중심으로 한 점점 및 글로벌 유저의 MMORPG에 대한 수요 등을 종합적으로 감안시 당사는 해당 게임의 성공 가능성을 유력하게 판단한다. 이에 아이온2의 올해와 내년 기준 그로스 매출액을 각각 1,840억원과 6,729억원으로 기존 대비 상향 조정하며 특히 글로벌 버전 경우 해당 매출의 75%를 스팀 세그먼트로 재분류해 매출 추정에 변경을 적용했다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,708.6	2,110.5	1,934.0
영업이익	137.3	-109.2	128.5	332.3	183.8
EBITDA	249.2	0.0	224.0	435.1	292.2
세전이익	206.2	120.9	255.0	468.3	321.8
순이익	213.9	94.1	209.6	354.6	246.8
지배주주지분순이익	212.1	94.2	209.9	354.6	246.8
EPS(원)	9,663	4,291	9,699	16,458	11,454
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	126.0	69.7	-30.4
PER(배)	24.9	42.7	16.2	9.6	13.7
PBR(배)	1.62	1.31	1.06	0.98	0.94
EV/EBITDA(배)	15.3	-76.1	10.0	4.8	6.7
영업이익률(%)	7.7	-6.9	7.5	15.7	9.5
ROE(%)	6.6	3.0	6.7	10.7	7.0
순차입금비용(%)	-45.2	-35.9	-36.1	-38.1	-39.9

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	370.6	368.3	609.4	1,578.1	1,708.6	2,110.5
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	90.8	96.2	98.7	119.5	387.3	405.1	533.6
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	211.7	218.4	215.2	410.2	957.9	1,055.5	1,336.4
콘솔 게임								14.9		14.9	6.2
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	43.1	40.9	50.6	182.0	179.6	178.5
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	12.9	12.9	13.6	14.3	50.9	53.6	55.7
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	366.0	366.6	492.5	1,687.3	1,580.1	1,778.2
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	4.6	1.7	116.9	-109.2	128.5	332.3
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	1.3%	0.5%	19.2%	-6.9%	7.5%	15.7%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	33.5	33.5	33.5	230.1	126.5	136.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	38.1	35.2	150.4	120.9	255.0	468.3
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	8.7%	10.3%	9.6%	24.7%	7.7%	14.9%	22.2%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	-6.3	8.8	8.1	34.7	26.8	45.4	113.7
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	-20.0%	23.1%	23.1%	23.1%	22.2%	17.8%	24.3%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	29.3	27.1	115.7	94.1	209.6	354.6
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	7.9%	7.4%	19.0%	6.0%	12.3%	16.8%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	29.3	27.1	115.7	94.2	209.9	354.6
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	1,713.7	2,052.8	1,894.4	1,708.6	2,110.5	1,934.0	-0.3%	2.8%	2.1%
영업이익	110.1	277.6	141.3	128.5	332.3	183.8	16.7%	19.7%	30.1%
영업이익률	6.4%	13.5%	7.5%	7.5%	15.7%	9.5%	1.1%	2.2%	2.0%
법인세차감전순이익	228.1	397.6	263.3	255.0	468.3	321.8	11.8%	17.8%	22.2%
당기순이익	175.4	302.5	202.4	209.6	354.6	246.8	19.5%	17.2%	21.9%
지배주주지분	175.4	302.5	202.4	209.9	354.6	246.8	19.6%	17.2%	21.9%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	377.4	374.8	591.2	474.1	370.6	368.3	609.4	483.8	-1.8%	-1.7%	3.1%	2.0%
영업이익	4.8	-1.1	101.5	54.2	4.6	1.7	116.9	59.7	-2.7%	흑전	15.2%	10.2%
영업이익률	1.3%	-0.3%	17.2%	11.4%	1.3%	0.5%	19.2%	12.3%	0.0%	0.8%	2.0%	0.9%
법인세차감전순이익	34.3	28.4	131.0	84.2	38.1	35.2	150.4	93.7	11.3%	24.1%	14.8%	11.3%
당기순이익	26.4	21.8	100.7	64.1	29.3	27.1	115.7	71.0	11.3%	24.1%	14.8%	10.8%
지배주주지분	26.4	21.8	100.7	64.1	29.3	27.1	115.7	71.0	11.3%	24.1%	14.8%	10.8%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,708.6	2,110.5	1,934.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,708.6	2,110.5	1,934.0
판매비	1,642.5	1,687.3	1,580.1	1,778.2	1,750.2
영업이익	137.3	-109.2	128.5	332.3	183.8
EBITDA	249.2	0.0	224.0	435.1	292.2
영업외손익	68.9	230.1	126.5	136.0	138.0
이자수익	83.8	72.0	74.6	82.9	89.1
이자비용	14.6	10.3	10.3	10.3	10.3
외환관련이익	29.6	80.6	80.6	80.6	80.6
외환관련손실	38.8	30.7	30.7	30.7	30.7
종속 및 관계기업손익	4.1	4.4	-6.6	-4.0	-2.0
기타	4.8	114.1	18.9	17.5	11.3
법인세차감전이익	206.2	120.9	255.0	468.3	321.8
법인세비용	-7.7	26.8	45.4	113.7	75.1
계속사업손손익	213.9	94.1	209.6	354.6	246.8
당기순이익	213.9	94.1	209.6	354.6	246.8
지배주주순이익	212.1	94.2	209.9	354.6	246.8
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-30.8	-11.3	8.3	23.5	-8.4
영업이익 증감률	-75.4	-179.5	-217.7	158.6	-44.7
EBITDA 증감률	-62.5	-100.0	NA	94.2	-32.8
지배주주순이익의 증감률	-51.3	-55.6	122.8	68.9	-30.4
EPS 증감률	-51.3	-55.6	126.0	69.7	-30.4
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	7.5	15.7	9.5
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	13.1	20.6	15.1
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	12.3	16.8	12.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	146.6	268.3	231.3
당기순이익	213.9	94.1	209.6	354.6	246.8
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-91.9	-27.1	-68.3
유형자산감가상각비	110.1	105.9	92.9	100.1	105.7
무형자산감가상각비	1.8	3.3	2.6	2.7	2.7
지분법평가손익	-11.4	-11.2	6.6	4.0	2.0
기타	-28.6	-104.8	-194.0	-133.9	-178.7
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	-2.9	-30.9	36.3
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	-13.8	-42.6	18.7
채고자산의감소	0.7	-0.3	-0.1	-0.3	0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	6.1	7.0	12.3
기타현금흐름	-50.3	63.0	31.8	-28.3	16.5
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	-182.9	-183.5	-184.2
유형자산의 취득	-117.4	-84.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.4	41.1	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-47.4	-47.9	-48.4
단기금융자산의감소(증가)	390.9	1,533.6	-5.5	-5.7	-5.8
기타	7.8	-2.4	0.0	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-78.5	-83.2	-88.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-240.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-175.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.7	-63.6	-28.3	-33.2	-38.0
기타	-41.6	-43.5	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	4.1	17.1	162.5	162.4	162.3
현금 및 현금성자산의 순증가	79.6	895.3	47.6	163.9	121.5
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,308.1	1,472.0
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,308.1	1,472.0	1,593.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,859.1	2,075.0	2,187.1
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,308.1	1,472.0	1,593.5
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	181.1	223.6	204.9
채고자산	0.7	1.1	1.1	1.4	1.3
기타유동자산	44.4	139.1	142.7	146.2	149.8
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,244.6	2,319.6	2,391.6
투자자산	672.6	871.7	912.5	956.4	1,002.8
유형자산	1,000.5	997.6	1,029.8	1,054.7	1,074.0
무형자산	96.1	103.9	106.3	108.6	110.9
기타비유동자산	287.8	192.2	196.0	199.9	203.9
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,103.7	4,394.7	4,578.8
유동부채	614.3	322.2	331.1	340.3	349.9
매입채무 및 기타채무	215.3	196.3	201.2	206.3	211.4
단기금융부채	279.9	45.8	45.8	45.8	45.8
기타유동부채	119.1	80.1	84.1	88.2	92.7
비유동부채	526.5	568.2	578.7	589.8	601.4
장기금융부채	368.9	336.3	336.3	336.3	336.3
기타비유동부채	157.6	231.9	242.4	253.5	265.1
부채총계	1,140.8	890.4	909.8	930.1	951.3
자본지분	3,249.7	3,058.5	3,189.0	3,459.7	3,622.6
자본금	11.0	11.0	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-798.6	-798.6	-798.6	-798.6
기타포괄손익누계액	-44.5	-61.2	-107.1	-152.9	-198.8
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,650.5	3,967.1	4,175.9
비지배지분	3.3	5.1	4.9	4.9	4.9
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,193.9	3,464.6	3,627.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	9,699	16,458	11,454
BPS	148,023	139,312	148,023	160,588	168,150
CFPS	13,017	3,975	5,441	15,199	8,283
DPS	3,130	1,460	1,750	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	16.2	9.6	13.7
PER(최고)	49.7	57.8	20.0		
PER(최저)	22.0	36.6	13.9		
PBR	1.62	1.31	1.06	0.98	0.94
PBR(최고)	3.24	1.78	1.31		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.91		
PSR	2.97	2.55	1.99	1.61	1.75
PCFR	18.5	46.1	28.9	10.3	19.0
EV/EBITDA	15.3	76,196.7	10.0	4.8	6.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.7	30.1	15.9	10.7	15.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	0.8	1.1	1.3	1.3
ROA	4.8	2.3	5.2	8.3	5.5
ROE	6.6	3.0	6.7	10.7	7.0
ROIC	10.1	-8.2	8.3	19.1	10.4
매출채권회전율	9.1	9.3	9.8	10.4	9.0
채고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,559.5	1,657.8	1,434.5
부채비율	35.1	29.1	28.5	26.8	26.2
순차입금비율	-45.2	-35.9	-36.1	-38.1	-39.9
이자보상배율, 현금	9.4	-10.6	12.5	32.4	17.9
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-	-	-	-	-
EBITDA	249.2	0.0	224.0	435.1	292.2
FCF	-43.8	-71.8	66.3	191.6	153.7



Outperform(Maintain)

목표주가 19,000원(상향)

주가(5/28) 16,150원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

커머스 셀러 대상의 중개수수료 인상 효과가 단기적으로 동사 실적에 긍정적인 것은 사실이나 에코시스템 관점에서 단순 업세일링보다 셀러 대상 예측 기반의 부가가치 제공을 얻어야 셀러에 대한 락인을 가져오면서 그들이 스스로 플랫폼에 대한 우선순위를 증가시키는 긍정적 결과가 도출될 수 있음을 강조한다.

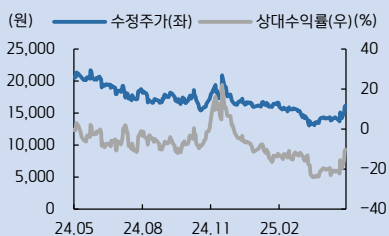
Stock Data

KOSDAQ (5/28)		728.79pt
시가총액		13,383억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	21,700원	13,030원
최고/최저가 대비 등락	-25.6%	23.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	12.9%
	6M	-10.2%
	1Y	-24.4%
		11.5%
		-14.4%
		-12.8%

Company Data

발행주식수	82,866천주
일평균 거래량(3M)	185천주
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	16,740원
주요 주주	카카오 외 16인 49.3%

Price Trend



새로운 시도와 변화 긍정적

>>> 목표주가 상향

동사의 목표주가를 1.6만원에서 1.9만원으로 상향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 목표주가는 동사의 신작 성과가 온기 반영될 26E 지배주주지분 776억원을 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준 지배주주지분 환산 406억원과 이를 제외 370억원으로 구분했다. 각각 이익 기준 타겟 PER은 25배를 동일하게 부여하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 할인율 20%를 추가로 적용하고, 전체적으로 연 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치로 제시한다.

>>> 새로운 시도/변화

당사는 최근 보여진 크로노 오디세이의 게임성과 유저 기대감을 선제적으로 반영, 베이직 프라이스 60달러를 기준으로 4Q25E 초기 패키지 판매고 50만장과 이후 4년간 누적 판매 100만장으로 추정치를 선 반영했으며 초기 분기 기준 PUR 20%, ARPPU 15달러에 상당하는 인게임 BM도 동시 반영하였음을 부연 설명한다. 다음달 테스트 이후 게임성에 대한 차별화 포인트 및 유저 반응 등을 종합적으로 반영해 관련 추정에 대한 조정 작업을 병행할 예정이다. 또한 최근 넷툰 지분을 매각하기로 한 의사결정에 대해서도 당사는 긍정적으로 판단하며, 이는 당사가 산업 파트에서 다루었듯이 AI 시대에서는 트리플 A급 확장성이 부족한 미들급 회사에 대한 지속 성장성 변수가 존재할 수 있으므로 시너지 효과가 충분치 않는 에셋에 대한 정리 등은 동사가 핵심 자산에 대한 집중 등을 통해 지속 성장성 확보를 높일 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	689.2	845.4	736.9
영업이익	75.4	19.1	40.4	141.0	68.3
EBITDA	171.4	91.4	78.9	180.7	110.2
세전이익	-357.2	-107.7	-14.1	100.0	32.3
순이익	-322.4	-128.1	-26.4	77.3	25.5
지배주주지분순이익	-228.7	-108.9	1.0	77.6	34.7
EPS(원)	-2,774	-1,318	12	937	419
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	7,946.3	-55.3
PER(배)	-9.3	-12.4	1,387.5	17.2	38.6
PBR(배)	1.53	1.01	0.96	0.88	0.84
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	22.4	9.2	14.2
영업이익률(%)	10.4	3.0	5.9	16.7	9.3
ROE(%)	-14.9	-8.0	0.1	5.4	2.2
순차입금비율(%)	30.6	22.4	20.8	12.5	7.6

자료: 키움증권 리서치센터

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	122.9	172.4	271.0	627.2	689.2	845.4
PC게임	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	20.1	21.5	42.0	86.7	110.4	131.6
모바일게임	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	102.8	150.9	214.1	540.5	563.9	680.8
콘솔								14.9		14.9	32.9
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	134.1	168.0	211.3	608.1	648.8	704.4
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-11.2	4.4	59.7	19.1	40.4	141.0
영업이익률(%)	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-9.1%	2.5%	22.0%	3.1%	5.9%	16.7%
영업외손익	-4.7	-12.3	-9.2	-100.6	-20.0	-11.5	-11.5	-11.5	-126.8	-54.5	-41.0
법인세차감전순이익	9.6	-11.3	-1.5	-104.5	-32.5	-22.7	-7.1	48.2	-107.7	-14.1	100.0
법인세차감전순이익률(%)	5.4%	-7.4%	-0.9%	-78.4%	-26.4%	-18.5%	-4.1%	17.8%	-17.2%	-2.0%	11.8%
법인세비용	7.5	1.8	8.9	-13.0	-1.8	-4.8	-1.5	10.1	5.2	2.1	22.7
법인세율(%)	77.6%	-16.2%	-595.0%	12.4%	5.4%	20.9%	20.9%	20.9%	-4.9%	-14.7%	22.7%
계속영업순이익	2.2	-13.1	-10.4	-91.5	-30.7	-18.0	-5.6	38.1	-112.9	-16.2	77.3
중단영업순이익	-1.8	1.4	3.1	-18.0	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-15.2	-10.2	0.0
당기순이익	0.4	-11.7	-7.3	-109.5	-33.4	-20.5	-8.1	35.6	-128.1	-26.4	77.3
당기순이익률(%)	0.2%	-7.6%	-4.5%	-82.2%	-27.2%	-16.7%	-4.7%	13.1%	-20.4%	-3.8%	9.1%
지배주주지분	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-12.5	-0.4	36.9	-108.9	1.0	77.6
비지배지분	-0.6	-2.2	-3.3	-13.1	-10.4	-8.0	-7.7	-1.3	-19.2	-27.4	-0.3

자료: 카카오게임즈, 키움증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	658.2	836.4	728.5	689.2	845.4	736.9	4.7%	1.1%	1.1%
영업이익	31.5	142.3	67.3	40.4	141.0	68.3	28.3%	-0.9%	1.4%
영업이익률	4.8%	17.0%	9.2%	5.9%	16.7%	9.3%	1.1%	-0.3%	0.0%
법인세차감전순이익	-26.0	97.3	27.3	-14.1	100.0	32.3	적확	2.7%	18.1%
당기순이익	-35.8	75.3	21.4	-26.4	77.3	25.5	적확	2.7%	19.0%
지배주주지분	-16.6	64.8	19.0	1.0	77.6	34.7	적축	19.7%	82.8%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	125.5	172.4	237.5	203.2	122.9	172.4	271.0	207.1	-2.0%	0.0%	14.1%	1.9%
영업이익	-9.7	4.4	49.3	30.5	-11.2	4.4	59.7	31.9	15.8%	0.0%	21.2%	4.5%
영업이익률	-7.7%	2.5%	20.8%	15.0%	-9.1%	2.5%	22.0%	15.4%	-1.4%	0.0%	1.3%	0.4%
법인세차감전순이익	-22.2	-8.1	36.8	19.3	-22.7	-7.1	48.2	21.7	적확	적확	31.1%	12.4%
당기순이익	-20.1	-8.9	26.6	14.9	-20.5	-8.1	35.6	16.8	적확	적확	34.0%	12.4%
지배주주지분	-14.9	-3.7	25.0	13.3	-12.5	-0.4	36.9	17.7	적축	적축	47.4%	32.6%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	689.2	845.4	736.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	725.8	627.2	689.2	845.4	736.9
판매비	650.4	608.1	648.8	704.4	668.6
영업이익	75.4	19.1	40.4	141.0	68.3
EBITDA	171.4	91.4	78.9	180.7	110.2
영업외손익	-432.6	-126.8	-54.5	-41.0	-36.0
이자수익	21.5	21.4	22.0	25.5	27.8
이자비용	35.1	54.2	54.2	54.2	54.2
외환관련이익	1.8	3.5	3.6	3.7	3.7
외환관련손실	1.5	2.1	2.2	2.2	2.2
종속 및 관계기업손익	-20.9	-16.0	0.0	0.0	0.0
기타	-398.4	-79.4	-23.7	-13.8	-11.1
법인세차감전이익	-357.2	-107.7	-14.1	100.0	32.3
법인세비용	-44.5	5.2	2.1	22.7	6.7
계속사업손익	-312.7	-112.9	-16.2	77.3	25.5
당기순이익	-322.4	-128.1	-26.4	77.3	25.5
지배주주순이익	-228.7	-108.9	1.0	77.6	34.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-36.8	-13.6	9.9	22.7	-12.8
영업이익 증감율	-57.1	-74.7	111.5	249.0	-51.6
EBITDA 증감율	-36.3	-46.7	-13.7	129.0	-39.0
지배주주순이익의 증감율	흑전	-52.4	-100.9	7,660.0	-55.3
EPS 증감율	적지	적지	흑전	7,946.3	-55.3
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	10.4	3.0	5.9	16.7	9.3
EBITDA Margin(%)	23.6	14.6	11.4	21.4	15.0
지배주주순이익율(%)	-31.5	-17.4	0.1	9.2	4.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	124.6	27.4	-56.4	41.0	13.1
당기순이익	0.0	0.0	-26.4	77.3	25.5
비현금항목의 가감	550.6	220.3	103.7	122.0	106.0
유형자산감가상각비	34.6	35.7	10.5	12.6	15.1
무형자산감가상각비	61.4	36.6	28.0	27.1	26.9
지분법평가손익	-56.3	-34.6	0.0	0.0	0.0
기타	510.9	182.6	65.2	82.3	64.0
영업활동자산부채증감	5.1	-17.1	0.2	-7.3	14.3
매출채권및기타채권의감소	-41.9	6.1	-5.0	-12.7	8.8
재고자산의감소	41.0	14.2	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	28.4	-18.5	2.4	2.5	2.6
기타	-22.4	-18.9	2.8	2.9	2.9
기타현금흐름	-431.1	-175.8	-133.9	-151.0	-132.7
투자활동 현금흐름	-54.0	85.4	-15.4	-23.1	-30.8
유형자산의 취득	-27.6	-12.5	-12.5	-15.0	-17.5
유형자산의 처분	0.5	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-7.9	0.0	-20.0	-25.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-14.6	-32.9	-6.4	-6.5	-6.7
단기금융자산의감소(증가)	40.4	97.1	-1.5	-1.6	-1.6
기타	-44.8	30.8	25.0	25.0	25.0
재무활동 현금흐름	-43.9	-137.1	-15.0	-15.0	-15.0
차입금의 증가(감소)	-16.5	-119.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-27.4	-17.2	-15.0	-15.0	-15.0
기타현금흐름	0.2	0.2	79.9	104.6	104.6
현금 및 현금성자산의 순증가	26.9	-24.1	-6.9	107.5	71.8
기초현금 및 현금성자산	626.8	653.7	629.6	622.7	730.2
기말현금 및 현금성자산	653.7	629.6	622.7	730.2	802.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,020.8	1,069.1	1,102.2	1,233.0	1,306.9
현금 및 현금성자산	653.7	605.0	622.7	730.2	802.1
단기금융자산	158.6	61.5	63.1	64.6	66.2
매출채권 및 기타채권	104.0	51.1	56.1	68.8	60.0
재고자산	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.1	351.5	360.3	369.4	378.6
비유동자산	2,450.3	2,104.2	2,106.8	2,115.9	2,130.3
투자자산	481.5	498.4	504.8	511.3	518.0
유형자산	115.6	12.4	14.5	16.9	19.2
무형자산	1,639.2	1,484.4	1,476.4	1,474.4	1,477.5
기타비유동자산	214.0	109.0	111.1	113.3	115.6
자산총계	3,471.0	3,173.2	3,209.0	3,348.8	3,437.2
유동부채	710.1	1,199.4	1,208.0	1,216.7	1,225.7
매입채무 및 기타채무	96.8	98.0	100.4	102.9	105.5
단기금융부채	502.7	795.0	795.0	795.0	795.0
기타유동부채	110.6	306.4	312.6	318.8	325.2
비유동부채	1,135.4	495.5	501.0	506.6	512.3
장기금융부채	807.0	202.4	202.4	202.4	202.4
기타비유동부채	328.4	293.1	298.6	304.2	309.9
부채총계	1,845.5	1,694.9	1,709.0	1,723.3	1,738.0
자본지분	1,398.4	1,338.1	1,387.2	1,512.9	1,595.7
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,099.4	1,099.8	1,099.8	1,099.8	1,099.8
기타자본	-29.1	-29.5	-29.5	-29.5	-29.5
기타포괄손익누계액	42.5	71.5	119.6	167.7	215.8
이익잉여금	277.4	188.1	189.1	266.7	301.4
비자본지분	227.1	140.2	112.9	112.6	103.4
자본총계	1,625.5	1,478.4	1,500.1	1,625.5	1,699.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,774	-1,318	12	937	419
BPS	16,947	16,148	16,740	18,257	19,256
CFPS	2,767	1,115	933	2,405	1,587
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-9.3	-12.4	1,387.5	17.2	38.6
PER(최고)	-18.0	-21.0	1,482.0		
PER(최저)	-8.1	-11.4	1,108.3		
PBR	1.53	1.01	0.96	0.88	0.84
PBR(최고)	2.95	1.72	1.03		
PBR(최저)	1.33	0.93	0.77		
PSR	2.94	2.16	1.94	1.58	1.82
PCFR	9.3	14.7	17.3	6.7	10.2
EV/EBITDA	16.7	20.0	22.4	9.2	14.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-8.8	-3.9	-0.8	2.4	0.8
ROE	-14.9	-8.0	0.1	5.4	2.2
ROIC	-0.5	1.6	2.8	7.1	3.6
매출채권회전율	7.7	8.1	12.9	13.5	11.4
재고자산회전율	7.1	15.6			
부채비율	113.5	114.6	113.9	106.0	102.3
순차입금비율	30.6	22.4	20.8	12.5	7.6
이자보상배율, 현금	2.1	0.4	0.7	2.6	1.3
총차입금	1,309.6	997.4	997.4	997.4	997.4
순차입금	497.4	330.9	311.6	202.6	129.1
EBITDA	171.4	91.4	78.9	180.7	110.2
FCF	56.0	74.6	50.8	105.6	67.1

크래프톤 (259960)



Marketperform(Downgrade)

목표주가 390,000원(상향)

주가(5/28) 383,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

커머스 셀러 대상의 중개수수료 인상 효과가 단기적으로 동사 실적에 긍정적인 것은 사실이나 에코시스템 관점에서 단순 업세일링보다 셀러 대상 예측 기반의 부가가치 제공을 얻어야 셀러에 대한 락인을 가져오면서 그들이 스스로 플랫폼에 대한 우선순위를 증가시키는 긍정적 결과가 도출될 수 있음을 강조한다.

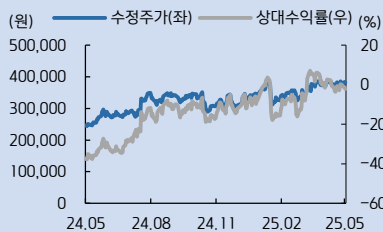
Stock Data

KOSPI (5/28)		2,670.15pt
시가총액		183,527억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	386,000원	244,000원
최고/최저가 대비 등락	-0.8%	57.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	1.6%
	6M	21.2%
	1Y	53.2%
		-3.0%
		13.7%
		51.3%

Company Data

발행주식수	47,918천주
일평균 거래량(3M)	145천주
외국인 지분율	42.2%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	168,011원
주요 주주	장병규 외 32인 22.8%

Price Trend



인력 투자와 신작 리스크 고려

>>> 투자의견 하향

동사 목표주가를 37만원에서 39만원으로 상향하나 당사 가이드라인을 적용해 투자의견은 기존 Outperform에서 Marketperform으로 하향한다. 펍지 IP 기반 확장성과 인게임 BM 강화 등에 따른 25E 지배주주지분 추정치를 기존 대비 19.4% 상향 조정했지만 신작 기여도 저하와 인력 중심 투자 기조에 대한 AI 시대에서 중장기 리스크 등을 종합적으로 투영하여 목표 PER을 기존 20배에서 17.5배로 하향 조정하였다.

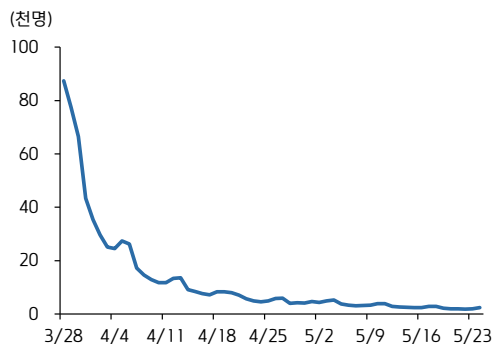
>>> AI와 신작 변수

당사는 AI 시대에서는 AGI 및 ASI로 진화하면서 AI가 주도적으로 수행할 자율형 에이전트 시대가 발현되면서 로우-미들급 인력에 대한 대체와 관련 솔루션 서포트를 제공받는 인디 게임사 및 창의적인 핵심 디렉터 중심의 소규모 팀이 글로벌 경쟁사와 대등하게 경쟁할 수 있는 점을 산업단에서 짚었으며 이에 인력에 공격적인 투자를 하는 동사의 전략에는 동의할 수 없음을 밝힌다. 또한 신작에 있어 인조이는 얼리 액세스 후 트래픽 지속성에 문제를 드러내며 경쟁작인 심즈 트래픽에 흠집을 내지 못하고 있으며, 서브노티카 2 경우 핵심 IP이긴 하지만 게임패스 입점과 전작의 레퍼런스를 감안시 재무적으로 대중적 마일스톤을 확보하기 쉽지 않을 것으로 판단하며 동 게임은 베이직 프라이스 30달러 기준으로 출시 초기 분기인 4Q25E 패키지 판매고 1백만장과 이후 4년간 누적 판매 2백만장을 추정치에 산입했다. 이외 프로젝트 AB로 리브랜딩된 신작은 출시 지연 등의 변수를 감안해 보수적 차원에서 기존 추정치를 전부 제거했다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,060.8	3,098.1	3,189.2
영업이익	768.0	1,182.5	1,325.2	1,202.1	1,143.3
EBITDA	876.1	1,288.9	1,427.7	1,314.2	1,262.1
세전이익	828.6	1,722.7	1,425.3	1,305.6	1,262.3
순이익	594.1	1,302.6	1,059.7	970.8	938.9
지배주주지분순이익	595.4	1,306.1	1,060.3	971.3	939.4
EPS(원)	12,221	27,162	22,280	20,498	19,825
증감률(% YoY)	19.9	122.3	-18.0	-8.0	-3.3
PER(배)	15.8	11.5	17.2	18.7	19.3
PBR(배)	1.69	2.19	2.28	2.02	1.81
EV/EBITDA(배)	7.4	8.8	9.8	10.1	9.9
영업이익률(%)	40.2	43.6	43.3	38.8	35.8
ROE(%)	11.2	21.1	14.3	11.4	9.9
순차입금비용(%)	-52.2	-53.3	-54.9	-57.0	-58.5

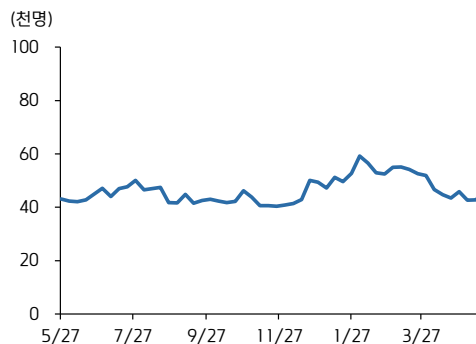
자료: 키움증권 리서치센터

inZOI 스팀 일간 트래픽 추이



Source: SteamDB, 키움증권 리서치

The Sims™ 4 스팀 주간 트래픽 추이



Source: SteamDB, 키움증권 리서치

크래프톤 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	665.9	707.0	719.3	617.6	874.2	670.6	784.7	731.4	2,709.8	3,060.8	3,098.1
PC	243.7	191.3	274.3	232.6	323.5	218.1	308.0	288.5	941.9	1,138.2	1,087.2
모바일	402.3	499.9	425.4	362.2	532.4	435.3	456.0	421.4	1,689.8	1,845.1	1,932.2
콘솔	11.5	8.8	11.8	12.3	13.1	9.5	12.1	10.0	44.3	44.7	43.3
기타	8.5	7.0	7.8	10.5	5.1	7.7	8.6	11.5	33.7	32.9	35.4
영업비용	355.4	374.9	394.9	402.1	416.9	407.2	449.5	462.0	1,527.3	1,735.7	1,896.0
영업이익	310.5	332.1	324.4	215.5	457.3	263.4	335.2	269.3	1,182.5	1,325.2	1,202.1
영업이익률(%)	46.6%	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	39.3%	42.7%	36.8%	43.6%	43.3%	38.8%
영업외손익	154.8	126.0	-127.7	387.1	41.6	29.5	29.5	-0.5	540.2	100.1	103.5
법인세차감전순이익	465.3	458.1	196.7	602.6	498.9	292.9	364.7	268.8	1,722.7	1,425.3	1,305.6
법인세차감전순이익률(%)	69.9%	64.8%	27.4%	97.6%	57.1%	43.7%	46.5%	36.8%	63.6%	46.6%	42.1%
법인세비용	116.7	116.7	75.4	111.4	127.4	75.3	93.7	69.1	420.1	365.6	334.8
법인세율(%)	25.1%	25.5%	38.3%	18.5%	25.5%	25.7%	25.7%	25.7%	24.4%	25.6%	25.6%
중단영업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	348.6	341.4	121.4	491.2	371.5	217.6	270.9	199.7	1,302.6	1,059.7	970.8
당기순이익률(%)	52.4%	48.3%	16.9%	79.5%	42.5%	32.4%	34.5%	27.3%	48.1%	34.6%	31.3%
지배주주지분	350.0	341.9	122.1	492.1	372.0	217.6	270.9	199.7	1,306.1	1,060.3	971.3
비지배주주지분	-1.4	-0.5	-0.7	-0.9	-0.6	0.0	0.0	0.0	-3.5	-0.6	-0.5

자료: 크래프톤, 키움증권

크래프톤 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,841.9	3,024.1	3,095.4	3,060.8	3,098.1	3,189.2	7.7%	2.4%	3.0%
영업이익	1,070.4	1,028.6	964.3	1,325.2	1,202.1	1,143.3	23.8%	16.9%	18.6%
영업이익률	37.7%	34.0%	31.2%	43.3%	38.8%	35.8%	5.6%	4.8%	4.7%
법인세차감전순이익	1,193.2	1,166.9	1,118.1	1,425.3	1,305.6	1,262.3	19.5%	11.9%	12.9%
당기순이익	888.1	868.8	832.9	1,059.7	970.8	938.9	19.3%	11.7%	12.7%
지배주주지분	888.1	868.8	832.9	1,060.3	971.3	939.4	19.4%	11.8%	12.8%

자료: 키움증권

크래프톤 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	583.4	784.9	719.8	792.4	670.6	784.7	731.4	805.7	14.9%	0.0%	1.6%	1.7%
영업이익	177.7	308.8	230.8	324.0	263.4	335.2	269.3	348.5	48.2%	8.5%	16.7%	7.6%
영업이익률	30.5%	39.3%	32.1%	40.9%	39.3%	42.7%	36.8%	43.3%	8.8%	3.4%	4.8%	2.4%
법인세차감전순이익	214.6	345.8	242.8	363.0	292.9	364.7	268.8	380.0	36.5%	5.5%	10.7%	4.7%
당기순이익	159.7	257.4	180.7	270.2	217.6	270.9	199.7	282.5	36.2%	5.3%	10.5%	4.6%
지배주주지분	159.7	257.4	180.7	270.2	217.6	270.9	199.7	282.7	36.2%	5.3%	10.5%	4.6%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,910.6	2,709.8	3,060.8	3,098.1	3,189.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,910.6	2,709.8	3,060.8	3,098.1	3,189.2
판매비	1,142.5	1,527.3	1,735.7	1,896.0	2,046.0
영업이익	768.0	1,182.5	1,325.2	1,202.1	1,143.3
EBITDA	876.1	1,288.9	1,427.7	1,314.2	1,262.1
영업외손익	60.6	540.2	100.1	103.5	119.0
이자수익	37.5	32.5	38.6	45.0	51.0
이자비용	8.9	9.5	9.5	9.5	9.5
외환관련이익	70.7	158.3	158.3	158.3	158.3
외환관련손실	52.9	34.9	34.9	34.9	34.9
중속 및 관계기업손익	-44.2	-47.9	0.0	0.0	0.0
기타	58.4	441.7	-52.4	-55.4	-45.9
법인세차감이익	828.6	1,722.7	1,425.3	1,305.6	1,262.3
법인세비용	234.6	420.1	365.6	334.8	323.3
계속사업손익	594.1	1,302.6	1,059.7	970.8	938.9
당기순이익	594.1	1,302.6	1,059.7	970.8	938.9
지배주주순이익	595.4	1,306.1	1,060.3	971.3	939.4
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	3.1	41.8	13.0	1.2	2.9
영업이익 증감률	2.2	54.0	12.1	-9.3	-4.9
EBITDA 증감률	2.0	47.1	10.8	-7.9	-4.0
지배주주순이익의 증감률	19.0	119.4	-18.8	-8.4	-3.3
EPS 증감률	19.9	122.3	-18.0	-8.0	-3.3
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	40.2	43.6	43.3	38.8	35.8
EBITDA Margin(%)	45.9	47.6	46.6	42.4	39.6
지배주주순이익률(%)	31.2	48.2	34.6	31.4	29.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	662.3	907.9	726.6	765.9	721.4
당기순이익	594.1	1,302.6	1,059.7	970.8	938.9
비현금항목의 가감	324.5	125.5	113.9	86.3	75.7
유형자산감가상각비	77.2	84.9	79.7	87.1	91.7
무형자산감가상각비	30.8	21.6	22.7	25.0	27.1
지분법평가손익	-49.6	-75.3	0.0	0.0	0.0
기타	266.1	94.3	11.5	-25.8	-43.1
영업활동자산부채증감	-139.5	-276.5	-110.7	7.9	-11.6
매출채권및기타채권의감소	-147.6	-227.5	-131.9	-14.0	-34.2
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	-61.8	1.3	11.9	12.5	13.1
기타	69.9	-50.3	9.3	9.4	9.5
기타현금흐름	-116.8	-243.7	-336.3	-299.1	-281.6
투자활동 현금흐름	-394.2	-831.6	-219.3	-228.7	-238.5
유형자산의 취득	-34.4	-20.3	-100.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	0.8	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	24.7	-6.2	-50.0	-50.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-268.7	-274.8	-228.4	-229.4	-230.5
단기금융자산의감소(증가)	134.9	-849.2	-166.0	-174.3	-183.0
기타	-25.1	318.4	325.1	325.0	325.0
재무활동 현금흐름	-225.3	-258.7	-50.0	-50.0	-50.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-168.0	-199.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-57.3	-59.4	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	3.5	43.0	105.8	105.5	105.1
현금 및 현금성자산의 순증가	46.4	-139.4	563.1	592.7	538.0
기초현금 및 현금성자산	674.7	721.0	581.7	1,144.8	1,737.5
기말현금 및 현금성자산	721.0	581.7	1,144.8	1,737.5	2,275.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,964.4	5,004.4	5,869.6	6,655.1	7,415.0
현금 및 현금성자산	721.0	581.7	1,144.8	1,737.5	2,275.5
단기금융자산	2,470.3	3,319.5	3,485.5	3,659.8	3,842.8
매출채권 및 기타채권	717.5	1,017.8	1,149.6	1,163.6	1,197.8
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	55.6	85.4	89.7	94.2	98.9
비유동자산	2,476.0	2,915.0	3,208.5	3,493.6	3,773.5
투자자산	916.0	1,143.0	1,371.3	1,600.7	1,831.3
유형자산	257.0	239.7	260.0	273.0	281.2
무형자산	607.8	656.2	683.5	708.5	731.3
기타비유동자산	695.2	876.1	893.7	911.4	929.7
자산총계	6,440.5	7,919.5	9,078.1	10,148.7	11,188.5
유동부채	520.7	784.8	805.6	827.1	849.4
매입채무 및 기타채무	223.6	238.3	250.3	262.8	275.9
단기금융부채	72.7	106.1	106.1	106.1	106.1
기타유동부채	224.4	440.4	449.2	458.2	467.4
비유동부채	360.9	305.5	310.2	315.0	320.1
장기금융부채	214.9	153.5	153.5	153.5	153.5
기타비유동부채	146.0	152.0	156.7	161.5	166.6
부채총계	881.6	1,090.3	1,115.7	1,142.1	1,169.5
자본지분	5,558.9	6,829.2	7,962.3	9,006.6	10,019.0
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,472.0	1,477.8	1,477.8	1,477.8	1,477.8
기타자본	97.3	105.0	105.0	105.0	105.0
기타포괄손익누계액	85.2	158.7	232.2	305.6	379.1
이익잉여금	3,895.0	5,081.5	6,141.8	7,113.1	8,052.6
비지배지분	4.4	1.3	0.7	0.2	-0.3
자본총계	5,558.8	6,829.1	7,962.3	9,006.6	10,019.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,221	27,162	22,280	20,498	19,825
BPS	114,849	142,524	168,011	190,060	211,435
CFPS	18,854	29,699	24,660	22,308	21,410
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	15.8	11.5	17.2	18.7	19.3
PER(최고)	18.1	13.1	17.6		
PER(최저)	11.9	6.8	14.0		
PBR	1.69	2.19	2.28	2.02	1.81
PBR(최고)	1.93	2.49	2.34		
PBR(최저)	1.27	1.29	1.85		
PSR	4.94	5.55	5.95	5.86	5.69
PCFR	10.3	10.5	15.5	17.2	17.9
EV/EBITDA	7.4	8.8	9.8	10.1	9.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.5	18.1	12.5	10.1	8.8
ROE	11.2	21.1	14.3	11.4	9.9
ROIC	40.3	63.4	61.1	52.1	48.3
매출채권회전율	3.0	3.1	2.8	2.7	2.7
재고자산회전율					
부채비율	15.9	16.0	14.0	12.7	11.7
순차입금비율	-52.2	-53.3	-54.9	-57.0	-58.5
이자보상배율, 현금	86.2	125.0	140.1	127.1	120.9
총차입금	287.7	259.6	259.6	259.6	259.6
순차입금	-2,903.7	-3,641.6	-4,370.6	-5,137.6	-5,858.6
EBITDA	876.1	1,288.9	1,427.7	1,314.2	1,262.1
FCF	496.8	683.0	825.9	862.6	806.5

팔란티어 테크놀로지 (PLTR.US)

ASI 개연성이 있는 소프트웨어 가치

- 장기적으로 ASI 확장성 여지 고려
- 2분기 RPO 컨센서스에 대한 모니터링 필요
- 향후 분기 실적에 기반한 내재가치 조정 예정

ASI 확장성 여지 고려

동사는 고객의 문제해결을 위한 실시간 데이터 렌더링 및 이에 기반한 엔드투엔드 맞춤형 솔루션 제공으로 고객수, RPO 및 관련 타라인 지표에 대한 성장성을 당분간 이어갈 것으로 기대한다. 동사가 강조하는 온톨로지 기반의 솔루션 경쟁력을 멀티 LLM 기제에 접목하는 동시에, 동사가 경쟁력을 보이고 있는 방위 등을 포괄한 우주 세그먼트 및 글로벌 B2B 솔루션 내에서 고객간 레퍼런스를 통해 기존 빅테크 백본을 고도화해 커스터마이징할 수 있으면 동 에어리어에서 ASI에 준한 에코시스템 확보 여지도 있다 할 수 있으며 이는 ASI 백본을 구축하려는 글로벌 빅테크와 협상력 측면에서도 긍정적으로 작동할 것으로 판단한다.

분기 실적과 내재가치간 함수

동사 2Q25E 매출은 전년동기비 38.5% 증가한 939백만달러, 조정 영업이익은 전년동기대비 56.4% 증가한 397백만달러로 컨센서스 형성이 되어 있다. 다만 RPO는 계절적으로 슬로우할 수 있는 전분기 임팩트를 고려할 때 전분기대비 14.9% 감소된 16.2억달러로 컨센서스가 반영이 되어 있으며, 지속적인 고객 인입 및 RPO 증가 기조를 볼 때 해당 컨센서스가 합리적인 수준일지에 대한 모니터링은 필요하다고 할 수 있겠다. 당사는 현재 동사의 내재가치로 3,175억달러를 시뮬레이션 반영하고 있는데 동 수준에 대한 조정은 향후 분기 실적에 대한 수준을 점검하여 결정할 예정이다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.5.27): \$123.39

목표주가 컨센서스: \$99.81

▶ 투자여견 컨센서스

매수	보유	매도
14%	57%	29%

Stock Data

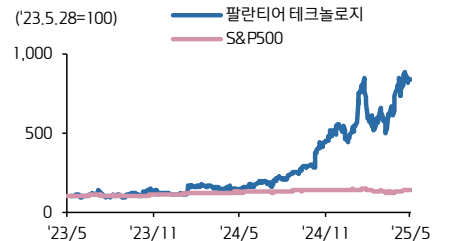
산업분류	소프트웨어
S&P 500 (5/27)	5,921.54
현재주가/목표주가	123.39 / 99.81
52주 최고/최저 (\$)	133.49 / 20.64
시가총액 (백만\$)	291,190
유통주식 수 (백만)	2,180
일평균거래량 (3M)	105,555,718

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	2,225	2,866	3,899	5,009
영업이익	633	1,128	1,652	2,149
OPM(%)	28.4	39.4	42.4	42.9
순이익	572	1,002	1,453	1,867
EPS	0.3	0.4	0.6	0.7
증가율(%)	316.7	64.0	41.7	26.8
PER(배)	184.1	401.0	212.4	167.6
PBR(배)	10.9	35.4	44.6	34.2
ROE(%)	18.9	23.6	22.8	23.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

추가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	63.1	9.4	86.8	487.3
S&P Index	0.7	7.2	-1.3	11.6



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 2Q25E 실적 분석

(USDmn)	2Q25E	2Q24	YoY	1Q25	QoQ
Revenue	939	678	38.5%	884	6.3%
Commercial	421	307	37.1%	397	6.1%
Government	504	371	36.0%	487	3.5%
US Revenue	634	437	45.1%	628	1.0%
US Commercial	272	159	71.3%	255	6.8%
US Government	388	278	39.5%	373	4.0%
International Revenue	309	241	28.2%	256	20.7%
International Commercial	148	148	0.0%	142	4.5%
International Government	121	93	30.1%	114	5.8%
Customer Count	807	593	36.0%	769	4.9%
Billings	925	718	28.9%	905	2.2%
RPO(USDbn)	1.62	1.37	18.0%	1.90	-14.9%
Adjusted Income from Operations	397	254	56.4%	391	1.5%
Adjusted Operating Margin	42.2%	37.4%	4.8%p	44.2%	-2.0%
Adjusted Net Income Attributable to Common Stockholders, Diluted	358	221	61.6%	334	7.0%
Adjusted Earnings Per Share, Diluted	0.14	0.09	55.0%	0.13	7.3%

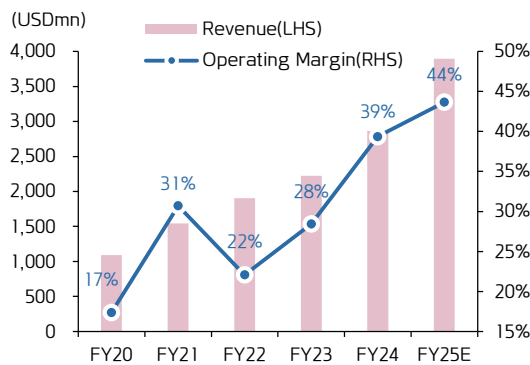
주1: 조정 손익은 Non-GAAP 기준

주2: 추정치는 Bloomberg 데이터 기준

주3: RPO (Remaining performance obligations)

자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

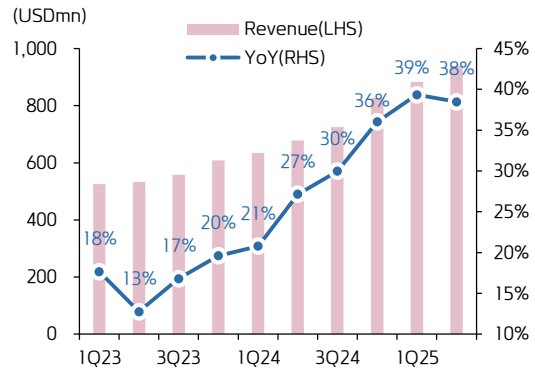
팔란티어 테크놀로지 연간 실적



주: Adjusted Income from Operations (Non-GAAP 기준)

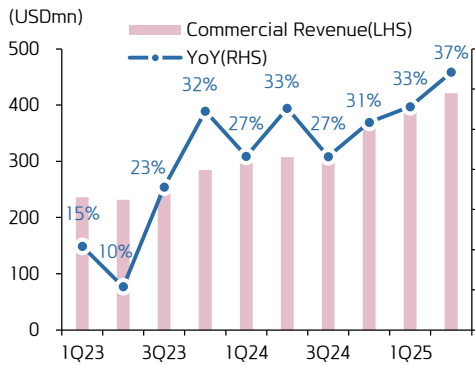
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 분기 실적



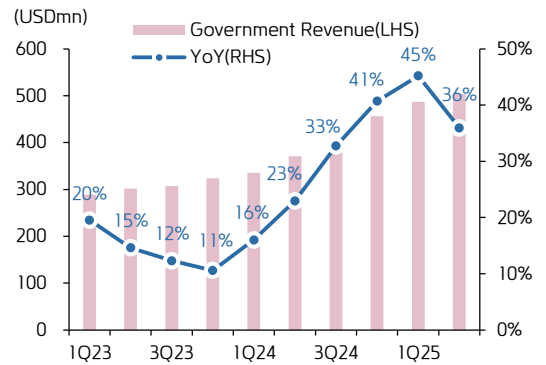
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 상업 매출



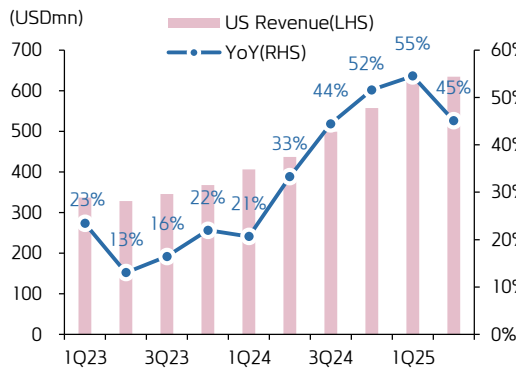
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 정부 매출



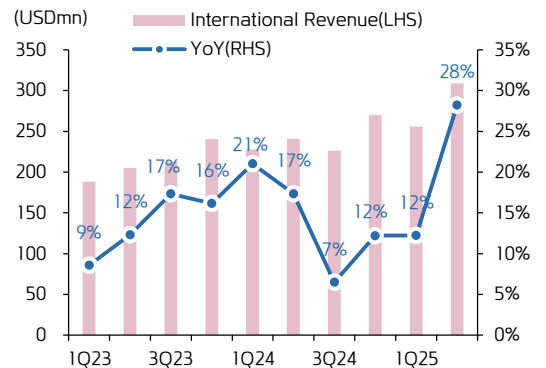
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 미국 매출



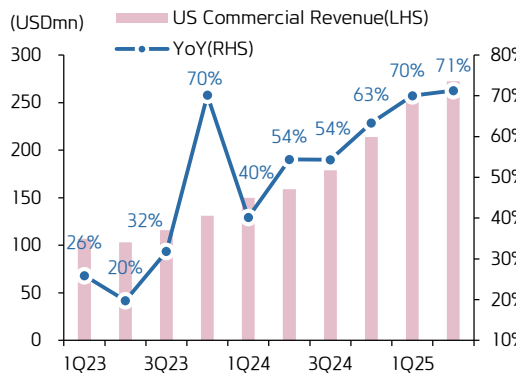
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 국제 매출



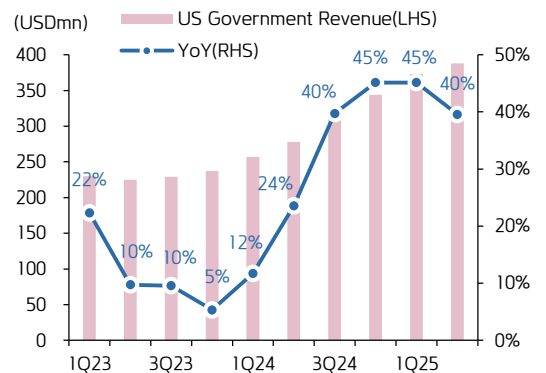
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 미국 상업 매출



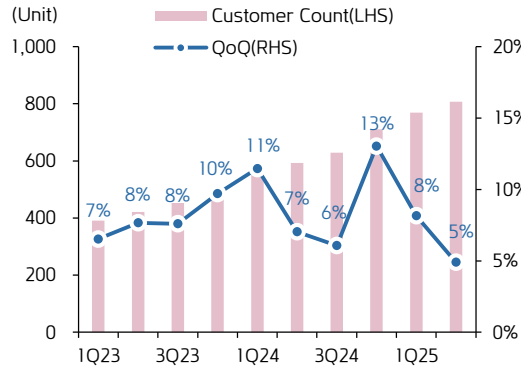
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 미국 정부 매출



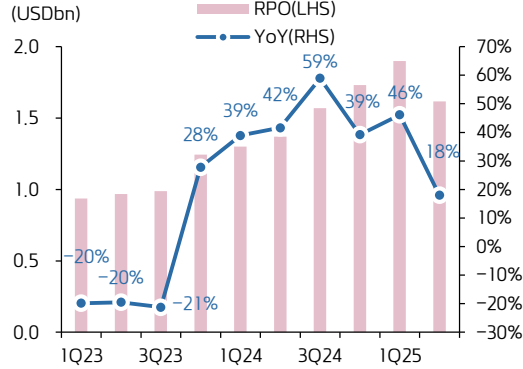
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 고객



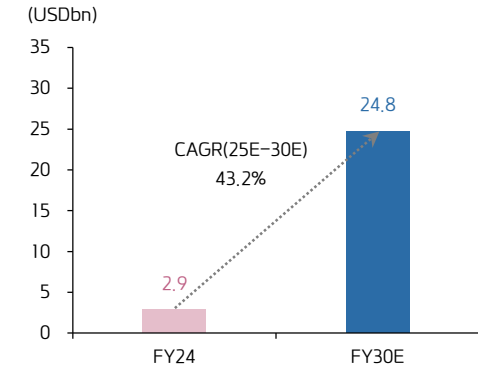
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 RPO



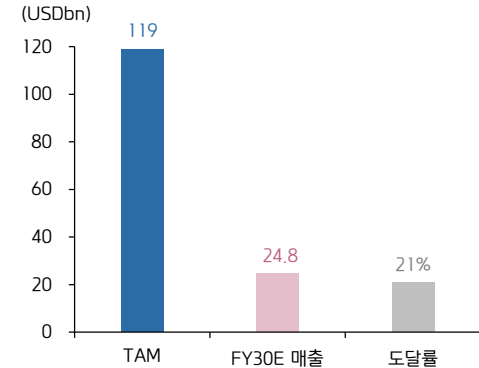
주: RPO (Remaining performance obligations)
자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 매출 시뮬레이션



자료: Palantir Technologies, Bloomberg, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 도달률



주1: TAM은 S-1/A (September 21, 2020) 기준
주2: FY30E 매출은 당사 리서치 시뮬레이션 기준
자료: Palantir Technologies, 키움증권 리서치

팔란티어 테크놀로지 내재가치 시뮬레이션

(십억달러)	FY24	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Revenue	2.9	4.4	6.5	9.5	13.4	18.5	24.8
%YoY	29%	53%	49%	45%	42%	38%	34%
Gross Profit	2.3	3.5	5.2	7.6	10.8	14.9	19.9
Gross Margin	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Operating expenses	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
Sales and marketing	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
Research and development	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
General and administrative	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Income from Operations	0.3	1.3	2.9	5.1	8.2	12.2	17.2
Operating Margin	11%	30%	44%	54%	61%	66%	69%
Net Income	0.5	1.4	2.7	4.6	7.1	10.5	14.6
Net Profit Margin	16%	32%	41%	48%	53%	57%	59%
CAGR(25E-30E)							78%
내재 PER(배)							35.0
내재가치							317.5

주1: Net Income (Attributable to Common Stockholders)

주2: 내재가치는 FY25 현재가치로 산정 (연간 할인율 10% 적용)

자료: Palantir Technologies, 키움증권

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

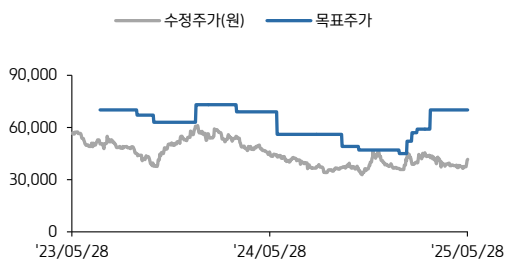
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오 (035720)	2023-07-19	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-27.29	-21.57
	2023-08-04	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-29.31	-21.57
	2023-09-25	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-37.12	-33.13
	2023-10-26	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-3.49
	2024-01-12	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-23.92	-16.30
	2024-03-27	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-30.91	-20.58
	2024-06-10	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-30.95	-21.61
	2024-10-08	BUY(Maintain)	49,000원	6개월	-23.94	-19.59
	2024-11-08	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-17.53	-0.85
	2025-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.45	-7.11
	2025-02-05	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-16.76	-12.88
	2025-02-14	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-31.05	-30.00
	2025-02-28	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-26.72	-23.05
	2025-03-20	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-41.55	-37.71
	2025-04-17	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-43.14	-37.71
	2025-05-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-44.01	-37.71
	2025-05-28	BUY(Maintain)	70,000원	6개월		
NAVER (035420)	2023-06-08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-42.99	-40.44
	2023-07-13	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.85	-31.47
	2023-08-07	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.50	-31.03
	2023-08-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.63	-31.03
	2023-09-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.24	-31.03
	2023-10-16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.11	-31.03
	2023-11-29	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-40.03	-31.03
	2024-01-08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-35.33	-31.91
	2024-02-05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.90	-31.91
	2024-03-27	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-22.12	-18.92
	2024-05-07	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-27.72	-18.83
	2024-10-08	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-27.97	-25.13
	2024-11-12	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-25.64	-15.42
	2024-11-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-21.15	-16.15
	2025-01-24	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-20.47	-14.07
	2025-02-10	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-25.17	-20.17
	2025-03-20	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-30.70	-20.17
	2025-05-28	BUY(Maintain)	270,000원	6개월		
크래프톤 (259960)	2023-08-10	BUY(Maintain)	230,000원	6개월	-23.01	-5.22
	2024-01-24	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-14.24	-10.80
	2024-02-13	Outperform (Downgrade)	250,000원	6개월	-6.45	4.00
	2024-05-09	Outperform(Maintain)	290,000원	6개월	-5.98	2.41
	2024-08-13	Outperform(Maintain)	330,000원	6개월	1.24	5.76
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월	-10.73	3.51
	2025-02-13	Outperform(Maintain)	370,000원	6개월	-9.84	3.51
	2025-05-28	Marketperform (Downgrade)	390,000원	6개월		
엔씨소프트 (036570)	2023-07-20	BUY(Upgrade)	370,000원	6개월	-25.41	-22.97
	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-02-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		
카카오게임즈 (293490)	2023-07-19	Outperform(Maintain)	38,000원	6개월	-17.30	-13.42
	2023-08-03	Outperform(Maintain)	36,000원	6개월	-24.64	-12.22
	2023-10-26	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-8.23	-2.50
	2024-01-12	Outperform(Maintain)	30,000원	6개월	-18.50	-9.00
	2024-03-27	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-20.11	-12.04
	2024-06-10	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월	-22.82	-9.58
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	21,000원	6개월	-18.32	-11.29
	2024-11-08	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월	-13.76	4.50
	2025-01-22	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-14.63	-11.84
	2025-02-14	Outperform(Maintain)	18,000원	6개월	-15.16	-7.33
	2025-04-17	Outperform(Maintain)	15,000원	6개월	-6.62	-4.20
	2025-05-09	Outperform(Maintain)	16,000원	6개월	-10.41	0.00
	2025-05-28	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월		

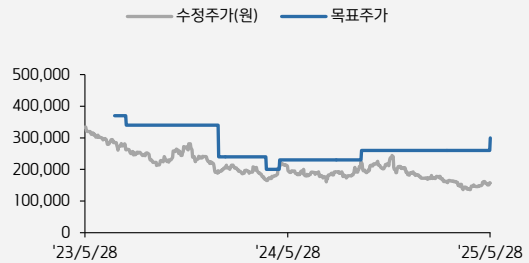
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

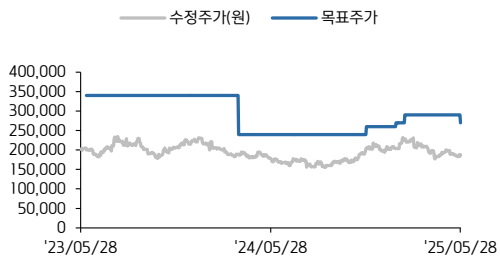
카카오 (035720)



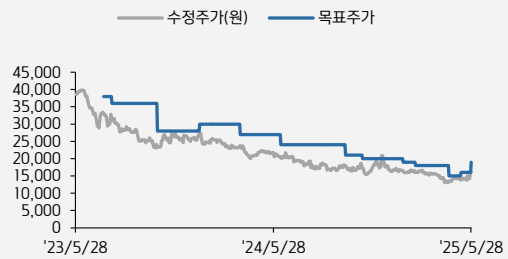
엔씨소프트 (036570)



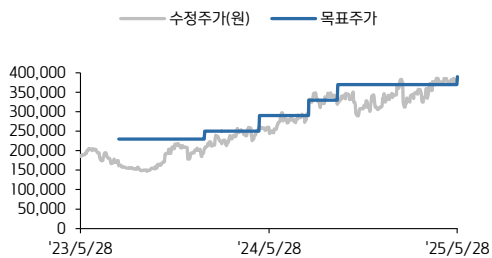
NAVER (035420)



카카오게임즈 (293490)



크래프톤 (259960)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/04/01~2025/03/31)

매수	중립	매도
95.90%	4.10%	0.00%