인터넷/게임 | 정호윤, CFA junghy@koreainvestment.com
황인준 injun0701@koreainvestment.com

인터넷/게임

변화에는 시간이 필요하다

NAVER(035420)
카카오(035720)
삼성에스디에스(018260)
크래프톤(259960)
엔씨소프트(036570)

true friend 한국투자증권

Contents

I. Executive Summary 2

1. 과도기지만 괜찮아
2. 변화에 유리한 기업에 주목하자

II. Internet 6

1. AI가 가져오는 IT산업의 부흥기
2. 국내 인터넷 산업의 투자 전략
3. 다행히 호의적인 매크로 환경

III. 게임 15

1. 또 한 번의 변곡점을 맞는 게임산업
2. 주의해야 하는 리스크 요인들
3. 그럼에도 PC와 콘솔에 더욱 집중해야 하는 이유

기업분석 23

NAVER(035420)	매수(유지)/TP: 300,000원(유지)
카카오(035720)	매수(유지)/TP: 75,000원(유지)
삼성에스디에스(018260)	매수(유지)/TP: 230,000원(유지)
크래프톤(259960)	매수(유지)/TP: 390,000원(하향)
엔씨소프트(036570)	매수(유지)/TP: 280,000원(유지)

리포트 작성 목적

- AI가 가져올 산업의 수혜라는 관점에서 인터넷을 바라보아야 할 것
- 매크로 경기 회복, 펀더멘털은 2025년보다 서서히 개선되는 모습을 보일 것
- 게임 또한 조금씩 나아지는 모습이 예상됨. 2026년 섹터는 전반적으로 기대할 만한 요소가 많다고 판단

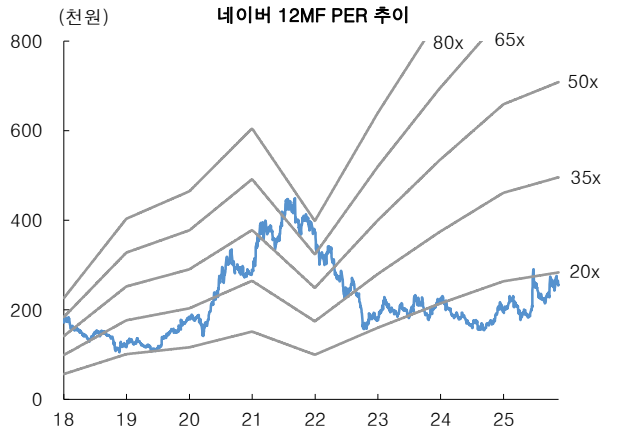
I. Executive Summary

1. 과도기지만 괜찮아

인터넷, 과도기지만 섹터는 긍정적으로 바라보자

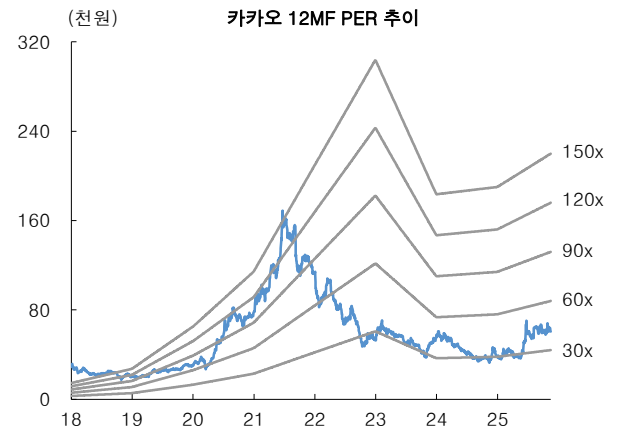
2026년 인터넷게임 섹터를 설명하는 한 단어는 과도기이다. 인터넷은 생성형 AI가 주도하는 섹터의 변화가 일어나고 있다. 글로벌 기업들의 AI에 대한 수요가 늘어나며 데이터센터 사용이 증가하고 반도체부터 클라우드의 순서로 실적에 긍정적인 영향을 받고 있다. B2C 서비스 중심의 국내 기업들은 이 변화에서 상대적으로 늦은 수혜가 예상된다. 하지만 2025년 대비 우호적인 매크로 환경과 두나무 인수, Chat-GPT 서비스를 통한 기업 단위의 긍정적인 변화들이 더해지는 만큼 과도기를 지나고 있음에도 섹터에 대해서는 긍정적인 시각을 가져야 한다.

[그림 1] 최근 밸류에이션이 조금씩 회복되는 네이버



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 카카오 또한 유사한 트렌드를 보임

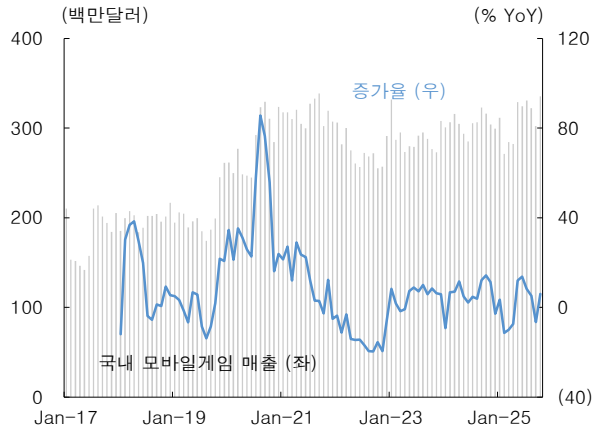


자료: Bloomberg, 한국투자증권

게임, 일단 MMORPG의 반등이 기대됨

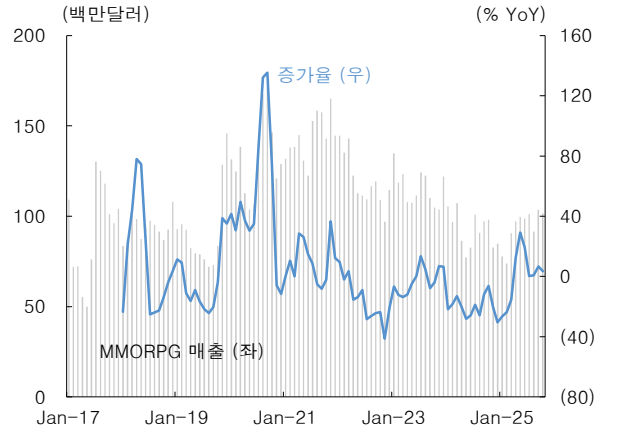
게임사들은 다른 의미로 과도기를 지나고 있다. 오랫동안 국내 모바일게임 시장에서 MMORPG 장르는 감소세를 보였다. 그러나 MMORPG는 국내에서 여전히 유저 수요가 가장 많았던 장르로 2021년 리니지W를 끝으로 트리플A급 MMORPG의 출시가 거의 없었던 만큼 대기 수요가 상당히 누적되었을 것으로 판단한다. 실제로 뱀피르, RF온라인 등 올해 양질의 신작 출시와 함께 시장이 성장 추세로 다시 전환한만큼 2026년에는 MMORPG 시장의 본격적인 반등을 기대할 수 있다.

[그림 3] 국내 모바일게임 시장 성장은 몇 년간 정체됨



자료: Sensor Tower, 한국투자증권

[그림 4] 2026년 MMORPG 시장의 본격적인 반등 기대



자료: Sensor Tower, 한국투자증권

PC와 콘솔 신작들의 출시가 시작된다는 점 또한 중요

또 하나 눈여겨볼 것은 2026년이 오래 전부터 국내 게임사들이 준비해온 PC와 콘솔 신작들이 출시되는 해라는 점이다. 엔씨소프트가 FPS 3종을 포함해 다양한 신작 출시를 준비하고 있으며 크래프톤 또한 서브노티카2, 팰월드모바일 등의 신작을 출시한다. 오랫동안 PC와 콘솔 게임 출시가 없었던 국내 게임사들인 만큼 개발력이 완벽히 검증되지는 않았지만 성과가 나올 경우 국내 모바일게임 시장에 한정되어 있었던 게임사들의 전방시장 확대를 기대할 수 있다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

Full report는 한국투자증권 기관영업부에 문의 바랍니다. 감사합니다.

기업분석

NAVER(035420)

카카오(035720)

삼성에스디에스(018260)

크래프톤(259960)

엔씨소프트(036570)

NAVER(035420)

매수(유지) / TP: 300,000원(유지)

주가(11/17, 원)	255,500
시가총액(십억원)	39,997
발행주식수(백만)	157
52주 최고/최저가(원)	290,500/176,900
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	365,778
유동주식비율(%)	85.9
외국인지분율(%)	39.6
주요주주(%) 국민연금공단	9.3
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	9,671	1,489	1,012	6,661	33.0	2,071	33.6	17.5	1.5	4.4	0.5
2024A	10,738	1,979	1,923	12,702	90.7	2,653	15.7	10.9	1.2	7.9	0.6
2025F	12,163	2,184	2,137	14,326	12.8	2,915	17.8	12.4	1.4	8.0	0.4
2026F	13,899	2,556	2,195	14,696	2.6	3,345	17.4	10.3	1.3	7.4	0.4
2027F	15,447	2,897	2,392	16,015	9.0	3,742	15.9	8.9	1.2	7.4	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

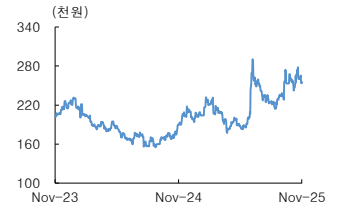
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
56	35	62	68

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(0.2)	35.8	34.2
상대주가(%p)	(9.3)	(19.9)	(35.0)

주가추이



DNA가 바뀌기 시작

매크로 환경 개선될 2026년: 2026년은 매크로 환경이 전반적으로 개선되는 만큼 광고 커머스 매출비중이 높은 네이버의 투자매력도가 높다고 판단한다. 2025년 부진했던 광고 업황이 개선되며 네이버 서치플랫폼 매출액은 4.6조원(+8.7% YoY)으로 전망한다. 커머스 또한 수수료 인상 효과가 온기반영되고 컬리와의 협업을 통한 신선식품 카테고리 진출로 매출액이 4.48조원(+22.1% YoY)을 기록할 것이다. 전 사업부의 매출 호조로 2026년 네이버의 매출액과 영업이익은 각각 13.9조원(+14.3% YoY), 2.56조원(+17.0% YoY)으로 추정한다.

두나무의 실적 기여와 시너지는 덤: 두나무 인수가 2026년 내 무사히 마무리된다면 두나무의 실적이 더해지며 밸류에이션 매력이 더욱 돋보일 것이다. 미국이 금리 인하 싸이클에 접어든 만큼 2026년 국내 암호화폐 거래액은 올해 대비 증가가 예상되며 두나무의 실적 또한 매출액 1.95조원(+22.1% YoY), 영업이익 1.31조원(+24.7% YoY)으로 성장할 것이다. 네이버의 영업이익이 2.56조원으로 추정되는 만큼 영업이익이 50% 이상 성장할 것으로 예상된다. 또한 스테이블코인을 기반으로 커머스, 핀테크와 시너지를 창출하고 토큰증권 시장으로의 진출 등 신사업을 전개해나갈 수 있다는 점 또한 중요한 투자포인트이다.

돋보이는 안정감: 네이버에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 300,000원을 유지한다. 밸류에이션 부담이 기본적으로 적은 가운데 2026년에는 펀더멘털 개선과 두나무 인수 등 모멘텀이 부각될 수 있는 한 해이다. 장기적으로는 AI를 활용해 검색과 커머스, 핀테크 등 기존의 사업부를 강화시키며 서비스 이용률을 높이고 새로운 수익 창출의 기회를 찾을 수 있을 것이다.

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

<표 1> NAVER 실적 추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**2,787**	**2,915**	**3,138**	**3,323**	**3,252**	**3,423**	**3,517**	**3,706**	**9,671**	**10,738**	**12,163**	**13,899**
YoY(%)	*10.3*	*11.7*	*15.6*	*15.2*	*16.7*	*17.4*	*12.1*	*11.5*	*17.6*	*11.0*	*13.3*	*14.3*
서치플랫폼	1,013	1,037	1,060	1,127	1,093	1,131	1,154	1,227	3,589	3,946	4,237	4,605
커머스	788	861	986	1,040	1,030	1,112	1,149	1,195	2,547	2,923	3,674	4,486
핀테크	393	412	433	455	450	473	482	526	1,355	1,508	1,692	1,931
콘텐츠	459	474	509	525	515	526	536	543	1,733	1,796	1,967	2,121
클라우드	134	132	150	177	165	181	196	215	447	564	593	756
영업비용	**2,282**	**2,394**	**2,567**	**2,736**	**2,662**	**2,801**	**2,865**	**3,014**	**8,182**	**8,759**	**9,979**	**11,342**
YoY(%)	*9.3*	*12.0*	*17.2*	*16.8*	*16.7*	*17.0*	*11.6*	*10.2*	*18.3*	*7.0*	*13.9*	*13.7*
개발/운영	688	699	750	756	762	778	794	810	2,573	2,665	2,893	3,143
파트너	974	1,014	1,097	1,196	1,151	1,226	1,266	1,353	3,534	3,790	4,282	4,996
인프라	189	198	219	236	244	257	274	292	596	705	842	1,067
마케팅	430	482	502	548	504	541	531	560	1,480	1,599	1,963	2,136
영업이익	**505**	**522**	**571**	**587**	**591**	**622**	**652**	**692**	**1,489**	**1,979**	**2,184**	**2,556**
YoY(%)	*15.0*	*10.3*	*8.6*	*8.3*	*16.9*	*19.3*	*14.2*	*17.9*	*14.1*	*32.9*	*10.4*	*17.0*
영업이익률(%)	*18.1*	*17.9*	*18.2*	*17.7*	*18.2*	*18.2*	*18.5*	*18.7*	*15.4*	*18.4*	*18.0*	*18.4*
세전이익	**580**	**684**	**857**	**669**	**715**	**758**	**776**	**799**	**1,481**	**2,322**	**2,790**	**3,048**
YoY(%)	*(12.1)*	*46.3*	*31.2*	*23.6*	*23.2*	*10.9*	*(9.5)*	*19.5*	*36.7*	*56.8*	*20.1*	*9.3*
순이익	**424**	**497**	**735**	**482**	**515**	**546**	**558**	**575**	**985**	**1,932**	**2,137**	**2,195**
YoY(%)	*(23.8)*	*49.7*	*38.6*	*(6.3)*	*21.5*	*9.9*	*(24.0)*	*19.5*	*46.3*	*96.1*	*10.6*	*2.7*

자료: NAVER, 한국투자증권

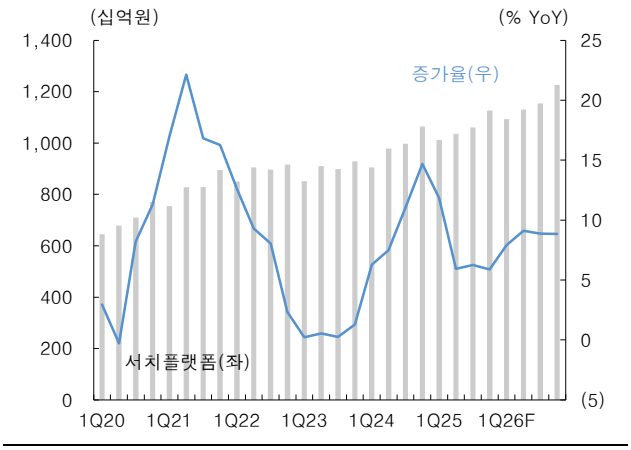
<표 2> 두나무 실적 추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**516**	**286**	**386**	**414**	**422**	**464**	**510**	**559**	**1,015**	**1,732**	**1,601**	**1,955**
YoY(%)	*(2.8)*	*11.2*	*103.8*	*(45.2)*	*(18.2)*	*62.4*	*32.1*	*35.2*	*(18.7)*	*70.5*	*(7.5)*	*22.1*
수수료 수익	510	277	376	406	414	455	501	551	986	1,709	1,569	1,922
서비스 수익	6	8	10	8	8	8	9	8	29	22	32	33
영업비용	**120**	**133**	**151**	**150**	**150**	**159**	**166**	**172**	**375**	**545**	**553**	**647**
YoY(%)	*(38.7)*	*35.6*	*42.9*	*2.2*	*24.9*	*19.9*	*10.4*	*14.9*	*(14.7)*	*45.6*	*1.4*	*17.1*
인건비	56	50	54	53	53	53	53	53	185	283	213	213
수수료	28	24	32	35	36	39	43	48	65	91	120	166
기타	36	59	64	61	60	67	70	71	124	171	220	269
영업이익	**396**	**153**	**235**	**264**	**272**	**305**	**343**	**387**	**641**	**1,186**	**1,048**	**1,308**
YoY(%)	*18.1*	*(3.9)*	*180.3*	*(56.5)*	*(31.3)*	*99.3*	*45.9*	*46.7*	*(20.9)*	*85.1*	*(11.6)*	*24.7*
OPM(%)	*76.8*	*53.5*	*61.0*	*63.9*	*64.5*	*65.6*	*67.4*	*69.3*	*63.1*	*68.5*	*65.5*	*66.9*
세전이익	**427**	**166**	**330**	**283**	**291**	**326**	**367**	**415**	**1,079**	**1,338**	**1,205**	**1,399**
YoY(%)	*18.7*	*(6.9)*	*273.8*	*(60.3)*	*(31.7)*	*96.8*	*11.3*	*46.7*	*308.9*	*24.0*	*(10.0)*	*16.1*
순이익	**321**	**98**	**239**	**209**	**216**	**241**	**272**	**307**	**805**	**984**	**866**	**1,035**
YoY(%)	*19.9*	*(25.5)*	*308.1*	*(60.3)*	*(32.7)*	*147.0*	*13.7*	*46.7*	*515.4*	*22.2*	*(11.9)*	*19.5*

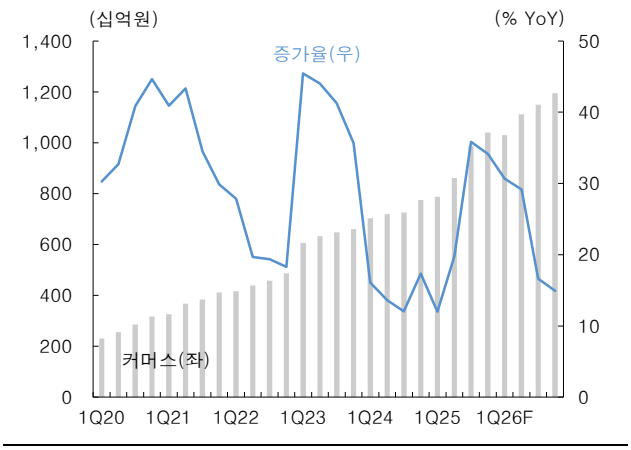
자료: 두나무, 한국투자증권

[그림 5] 2026년 서치플랫폼은 +8.7% YoY 성장 전망



자료: NAVER, 한국투자증권

[그림 6] 수수료율 인상효과 반영 및 신선식품 카테고리 진출로 커머스 매출 +22.1% YoY 성장할 것



자료: NAVER, 한국투자증권

<표 3> NAVER valuation

(단위: 십억원, 원, 배)

항목	내용	비고
서치플랫폼 가치	**16,349**	
12MF NOPLAT	908	
PER	18.0	구글의 12MF PER 10% 할인
커머스 가치	**16,870**	
12MF NOPLAT	1,061	
Multiple	15.9	아마존, 알리바바, 징동, 핀둬둬 평균 PER
LY Corp 지분가치	**6,207**	
LY Corp 시가총액	27,284	
지분율	32.5%	
할인율	30.0%	
네이버웹툰 가치	**1,476**	
웹툰엔터 시가총액	3,330	
지분율	63.3%	
할인율	30.0%	
네이버파이낸셜 가치	**7,058**	
네이버파이낸셜 가치	10,229	글로벌 핀테크 기업들의 평균 PSR 적용
지분율	69.0%	
네이버클라우드 가치	**3,088**	
12MF 클라우드 매출액	718.2	
PSR	4.3	마이크로소프트, 아마존, 구글의 평균 PSR에 50% 할인 적용
위버스컴퍼니 가치	**1,343**	
위버스 MAU	1,150	
MAU당 가치	238,258	
지분율	49.0%	
네이버 적정시총	**52,391**	
적정주가	318,947	
목표주가	**300,000**	

자료: 한국투자증권

<표 4> 인터넷 peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		NAVER	Kakao	Alphabet	Meta	Amazon	Microsoft	Tencent	Alibaba	Baidu	LY Corporation
매출	2023A	9,671	7,557	401,663	176,272	751,055	280,415	112,351	165,969	24,831	16,171
	2024A	10,738	7,872	477,557	224,442	870,418	326,993	125,275	173,204	25,259	16,589
	2025F	12,053	8,106	495,146	290,062	1,038,219	394,826	153,819	192,505	26,487	19,312
	2026F	13,491	8,897	568,401	342,645	1,154,632	474,637	169,785	213,033	27,849	19,595
영업이익	2023A	1,489	461	110,143	61,088	48,153	117,137	29,430	19,173	4,032	3,041
	2024A	1,979	460	153,343	94,661	93,587	145,984	39,484	20,860	4,036	1,903
	2025F	2,200	685	191,226	120,218	118,208	180,127	50,707	27,224	2,986	3,109
	2026F	2,591	872	225,603	125,906	147,326	219,037	59,435	21,399	3,454	3,255
영업이익률	2023A	15.4	6.1	27.4	34.7	6.4	41.8	26.2	11.6	16.2	18.8
	2024A	18.4	5.8	32.1	42.2	10.8	44.6	31.5	12.0	16.0	11.5
	2025F	18.3	8.4	38.6	41.4	11.4	45.6	33.0	14.1	11.3	16.1
	2026F	19.2	9.8	39.7	36.7	12.8	46.1	35.0	10.0	12.4	16.6
순이익	2023A	1,012	(1,013)	96,426	51,088	39,755	95,751	21,255	13,906	3,748	1,730
	2024A	1,923	55	136,599	85,083	80,837	117,574	36,823	14,724	4,508	1,035
	2025F	2,058	551	191,560	102,610	136,861	142,714	53,264	25,139	3,761	1,542
	2026F	2,226	655	202,189	119,871	155,112	173,267	59,755	23,596	4,058	1,653
PER	2023A	33.6	-	22.8	20.7	51.9	34.8	21.9	17.2	16.5	15.6
	2024A	15.7	303.2	23.9	24.4	39.0	37.8	18.7	10.2	10.1	25.7
	2025F	19.4	47.9	25.5	21.3	27.4	36.4	20.8	14.8	16.0	20.6
	2026F	17.9	40.6	23.6	18.4	24.9	32.0	18.3	22.3	14.2	17.5
PBR	2023A	1.5	2.4	6.1	5.9	7.8	12.3	3.1	1.8	1.2	1.0
	2024A	1.2	1.7	7.1	8.1	8.1	12.4	3.7	1.3	0.8	1.0
	2025F	1.4	2.5	8.1	6.9	6.7	10.8	4.5	2.3	1.0	1.0
	2026F	1.3	2.3	6.5	5.1	5.4	8.6	3.8	2.6	0.9	1.0
ROE	2023A	4.4	(10.2)	27.4	28.0	17.5	38.8	15.1	7.5	8.4	6.4
	2024A	7.9	0.6	32.9	37.1	24.3	37.1	21.8	8.1	9.1	3.8
	2025F	7.7	5.3	33.3	29.7	22.0	33.3	20.7	13.0	7.0	5.1
	2026F	7.8	5.7	30.4	29.3	19.7	29.4	20.3	9.9	6.1	5.7
PSR	2023A	3.5	3.1	5.7	6.8	2.7	12.0	4.1	2.1	2.2	1.7
	2024A	2.8	2.1	6.7	9.0	3.6	13.5	5.5	1.4	1.6	1.6
	2025F	3.3	3.3	9.8	7.7	3.5	13.1	7.1	2.3	2.2	1.5
	2026F	3.0	3.0	8.5	6.5	3.2	11.6	6.4	2.5	2.1	1.4
EV/EBITDA	2023A	16.4	20.0	16.7	14.6	17.1	23.7	11.8	8.7	4.1	6.6
	2024A	10.4	12.5	17.1	16.7	17.8	24.7	14.0	4.8	1.4	8.5
	2025F	13.2	16.4	19.2	15.0	14.9	22.1	17.4	9.5	7.0	7.1
	2026F	10.6	14.4	16.0	12.5	12.2	19.3	15.9	13.5	6.4	6.6

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,671**	**10,738**	**12,163**	**13,899**	**15,447**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,163	13,899	15,447
판매관리비	8,182	8,758	9,979	11,342	12,550
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,184**	**2,556**	**2,897**
영업이익률(%)	*15.4*	*18.4*	*18.0*	*18.4*	*18.8*
EBITDA	2,071	2,653	2,915	3,345	3,742
EBITDA Margin(%)	*21.4*	*24.7*	*24.0*	*24.1*	*24.2*
영업외수익	(8)	343	606	492	425
금융수익	603	633	670	691	696
금융비용	683	579	479	471	538
기타영업외손익	(195)	144	(106)	(149)	(161)
관계기업관련손익	267	145	520	421	428
세전계속사업이익	**1,481**	**2,322**	**2,790**	**3,048**	**3,322**
법인세비용	496	390	653	854	930
연결당기순이익	985	1,932	2,137	2,195	2,392
지배주주지분순이익	**1,012**	**1,923**	**2,137**	**2,195**	**2,392**
지배주주순이익률(%)	*10.5*	*17.9*	*17.6*	*15.8*	*15.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	17.6	11.0	13.3	14.3	11.1
영업이익 증가율	14.1	32.9	10.4	17.0	13.3
지배주주순이익 증가율	33.2	90.0	11.1	2.7	9.0
EPS 증가율	33.0	90.7	12.8	2.6	9.0
EBITDA 증가율	11.0	28.1	9.9	14.7	11.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**35,738**	**38,168**	**43,017**	**48,884**	**54,134**
유동자산	7,028	9,375	10,620	12,135	13,486
현금성자산	3,576	4,196	4,753	5,431	6,035
매출채권및기타채권	1,706	1,588	1,799	2,056	2,284
재고자산	15	22	25	28	31
비유동자산	28,710	28,793	32,397	36,749	40,648
투자자산	21,231	20,910	23,686	27,066	30,080
유형자산	2,742	2,910	3,078	3,246	3,414
무형자산	3,446	3,657	4,143	4,734	5,261
부채총계	**11,500**	**11,167**	**13,349**	**16,491**	**18,819**
유동부채	6,306	6,092	8,179	11,174	13,166
매입채무및기타채무	3,873	3,866	4,379	5,004	5,562
단기차입금및단기사채	788	696	605	514	422
유동성장기부채	443	200	0	0	0
비유동부채	5,194	5,075	5,170	5,317	5,653
사채	1,656	2,007	2,359	2,710	3,062
장기차입금및금융부채	1,762	1,266	770	275	0
자본총계	**24,238**	**27,001**	**29,668**	**32,393**	**35,314**
지배주주지분	23,206	25,460	28,127	30,852	33,773
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
기타자본	(607)	(639)	(639)	(639)	(639)
이익잉여금	24,544	25,965	27,933	29,959	32,182
비지배주주지분	**1,032**	**1,541**	**1,541**	**1,541**	**1,541**
순차입금	(218)	(3,157)	(4,619)	(6,099)	(7,226)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**2,002**	**2,590**	**4,677**	**5,583**	**4,836**
당기순이익	985	1,932	2,137	2,195	2,392
유형자산감가상각비	528	609	655	702	749
무형자산상각비	54	65	76	87	96
자산부채변동	361	152	2,225	2,894	1,915
기타	74	(168)	(416)	(295)	(316)
투자활동현금흐름	**(950)**	**(1,340)**	**(3,489)**	**(4,475)**	**(4,022)**
유형자산투자	(641)	(554)	(855)	(902)	(949)
유형자산매각	7	32	32	32	32
투자자산순증	1,022	(828)	(1,557)	(2,261)	(1,888)
무형자산순증	(51)	(24)	(561)	(678)	(623)
기타	(1,287)	34	(548)	(666)	(594)
재무활동현금흐름	**(110)**	**(770)**	**(631)**	**(431)**	**(210)**
자본의증가	34	438	0	0	0
차입금의순증	(180)	(636)	(462)	(262)	(41)
배당금지급	(62)	(119)	(168)	(169)	(169)
기타	98	(453)	(1)	0	0
기타현금흐름	(90)	140	0	0	0
현금의증가	**852**	**619**	**557**	**678**	**605**
FCF	(226)	1,789	3,288	4,030	3,369

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,661	12,702	14,326	14,696	16,015
BPS	148,137	166,221	184,904	202,274	220,900
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
수익성(%)					
ROA	2.8	5.2	5.3	4.8	4.6
ROE	4.4	7.9	8.0	7.4	7.4
배당수익률	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
배당성향	17.9	8.8	7.9	7.7	7.1
안정성					
부채비율(x)	47.4	41.4	45.0	50.9	53.3
차입금/자본총계비율(%)	20.1	16.2	13.2	11.3	10.2
이자보상배율(x)	11.7	18.9	11.9	10.4	9.3
순차입금/EBITDA(x)	(0.1)	(1.2)	(1.6)	(1.8)	(1.9)
Valuation(x)					
PER	33.6	15.7	17.8	17.4	15.9
최고	36.3	18.5	20.6	20.1	18.4
최저	26.0	11.9	12.3	12.0	11.0
PBR	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
최고	1.6	1.4	1.6	1.5	1.3
최저	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
PSR	3.8	3.0	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.5	10.9	12.4	10.3	8.9

카카오(035720)

매수(유지) / TP: 75,000원(유지)

주가(11/17, 원)	60,700
시가총액(십억원)	26,853
발행주식수(백만)	442
52주 최고/최저가(원)	70,400/34,050
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	238,763
유동주식비율(%)	75.3
외국인지분율(%)	29.7
주요주주(%) 김범수 외 75 인	24.1
국민연금공단	7.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	7,557	461	(1,013)	(2,315)	NM	1,222	NM	20.2	2.5	(10.3)	0.1
2024A	7,872	460	55	126	NM	1,296	303.2	12.6	1.7	0.6	0.2
2025F	8,169	698	672	1,530	1,114.3	1,718	39.7	15.1	2.4	6.3	0.1
2026F	8,994	851	705	1,602	4.7	2,087	37.9	12.3	2.2	6.0	0.1
2027F	9,615	997	755	1,716	7.1	2,442	35.4	10.4	2.0	5.9	0.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

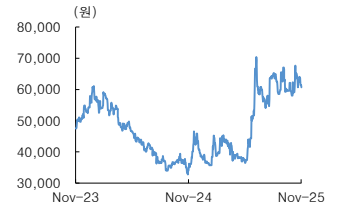
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
57	39	56	70

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	4.7	62.3	78.3
상대주가(%p)	(4.4)	6.6	9.1

주가추이



갈아온 칼을 꺼낸다

생성형 AI, 한발 앞서간다: 카카오톡에 Chat-GPT 기능을 추가하며 생성형 AI의 서비스화에서 한발 앞서가는 모습을 보이고 있다. 단순히 Chat-GPT의 탑재보다 장기적으로 더욱 중요하게 보아야 할 것은 AI Agent인 카카오 툴즈(Kakao Tools)를 통해 Chat-GPT와 카카오의 예약하기, 선물하기, 멜론, 카카오맵을 연결시킨다는 것이다. 점차 사용이 늘어나는 생성형 AI와 기존 카카오 서비스의 결합은 장기적으로 서비스 이용량 증가로 이어질 것이다. 또한 시간이 지날수록 더 많은 카카오 서비스와 외부 서비스들을 연결시킴에 따라 수수료를 받는 등의 새로운 수익모델을 창출해낼 수 있다는 점 또한 중요하다.

부진했던 광고, 앱 개편으로 극복: 기존 카카오 비즈보드는 서서히 노후화와 작은 인벤토리 등의 한계를 보였다. 이에 따라 2025년 카카오톡 광고 성장률은 8.6%로 크게 부진했다. 그러나 앱 개편 이후 이용자들의 체류 시간이 증가하고 있으며 1탭과 3탭에 광고 인벤토리를 새롭게 추가함에 따라 2026년 카카오톡 광고 성장률은 17.7%로 회복할 것으로 전망한다. 상대적으로 네이버에 비해 광고가 전체 매출에서 차지하는 비중은 낮지만 핵심 캐시카우인 광고사업부의 성장률 회복으로 2026년 영업이익은 8,513억원(+22.0% YoY)의 안정적인 성장을 이어갈 것이다.

여러모로 기대되는 2026년: 카카오에 대해 투자의견 매수와 목표주가 75,000원을 유지한다. 자회사들의 적자 폭은 기본적으로 줄어드는 상황이며 2026년에는 본업의 실적 개선이 기대된다. 생성형 AI의 서비스화에 있어서도 타 경쟁사들보다 한발 앞서 나감으로써 시장을 선점할 수 있다. 2026년에도 긍정적인 시각을 유지한다.

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

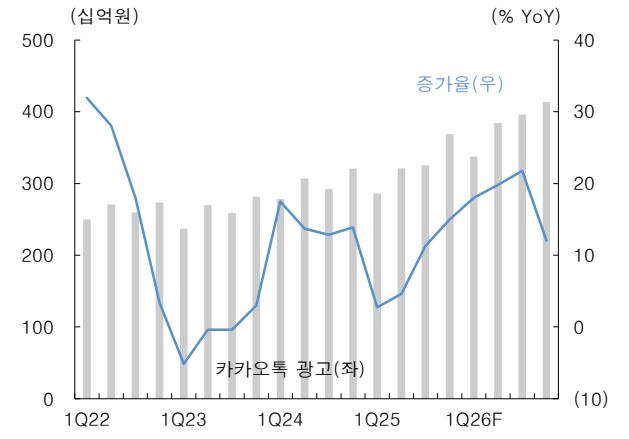
<표 5> 카카오 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**1,864**	**2,028**	**2,087**	**2,190**	**2,099**	**2,243**	**2,260**	**2,391**	**7,557**	**7,872**	**8,169**	**8,994**
YoY(%)	*(6.3)*	*1.2*	*8.6*	*11.9*	*12.6*	*10.6*	*8.3*	*9.2*	*11.1*	*4.2*	*3.8*	*10.1*
플랫폼	993	1,055	1,060	1,182	1,069	1,170	1,168	1,286	3,554	3,901	4,290	4,693
톡 비즈니스	553	542	534	625	618	628	615	686	1,982	2,106	2,255	2,547
포털 비즈니스	74	78	73	80	71	75	70	76	344	332	305	292
기타 플랫폼	366	435	453	477	379	467	484	524	1,228	1,462	1,730	1,854
콘텐츠	871	973	1,027	1,008	1,030	1,073	1,092	1,105	4,003	3,971	3,878	4,301
뮤직	438	518	565	543	559	570	587	593	1,724	1,920	2,063	2,309
스토리	213	219	211	216	218	225	217	220	922	864	859	880
게임	145	143	154	152	152	171	177	176	1,010	873	594	676
미디어	75	94	96	98	102	107	111	115	347	313	363	435
영업비용	**1,758**	**1,842**	**1,879**	**1,991**	**1,902**	**2,022**	**2,054**	**2,164**	**7,096**	**7,411**	**7,471**	**8,142**
YoY(%)	*(5.9)*	*(1.5)*	*4.9*	*5.8*	*8.2*	*9.8*	*9.3*	*8.7*	*13.9*	*4.4*	*0.8*	*9.0*
인건비	479	489	477	512	483	481	478	514	1,860	1,917	1,957	1,957
매출연동비	701	717	748	777	745	819	825	868	2,986	3,018	2,943	3,257
마케팅비	87	88	102	110	105	139	140	148	406	406	386	532
기타	492	548	552	593	568	583	610	634	1,844	2,070	2,185	2,396
영업이익	**105**	**186**	**208**	**199**	**197**	**221**	**206**	**227**	**461**	**460**	**698**	**851**
YoY(%)	*(12.4)*	*38.8*	*59.4*	*163.4*	*87.0*	*18.7*	*(0.9)*	*14.4*	*(19.1)*	*(0.1)*	*51.7*	*22.0*
영업이익률(%)	5.7	9.2	10.0	9.1	9.4	9.8	9.1	9.5	6.1	5.8	8.5	9.5
세전이익	**193**	**195**	**255**	**149**	**236**	**251**	**234**	**232**	**(1,648)**	**(3)**	**791**	**953**
YoY(%)	*37.1*	*18.2*	*87.6*	*NM*	*22.3*	*28.7*	*(8.2)*	*55.8*	*NM*	*NM*	*NM*	*20.4*
순이익	**200**	**172**	**193**	**107**	**175**	**186**	**173**	**172**	**(1,817)**	**(162)**	**672**	**705**
YoY(%)	*196.0*	*97.2*	*145.6*	*NM*	*(12.9)*	*8.0*	*(10.3)*	*60.1*	*NM*	*NM*	*NM*	*4.9*

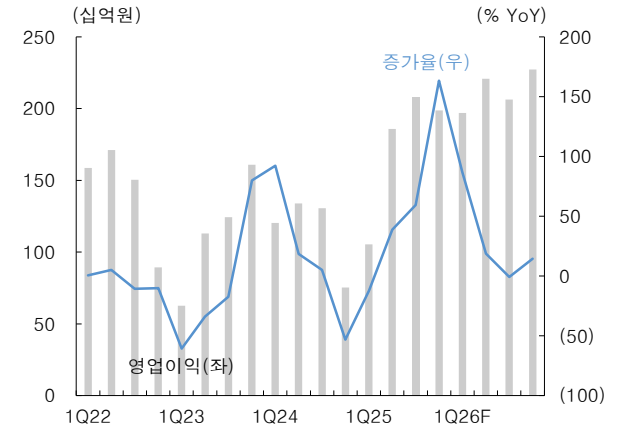
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 7] 체류시간 증가와 광고 인벤토리 추가로 광고 성장률은 회복될 것



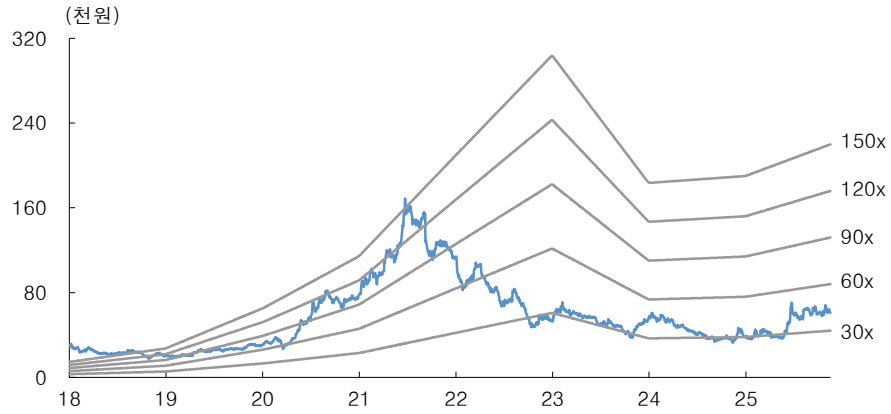
자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 8] 본업의 호조로 2026년 영업이익은 +22.0% YoY 성장 전망



자료: 카카오, 한국투자증권

[그림 9] 카카오 12MF PER



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 6> 카카오 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

항목	내용	비고
1) 포털 가치	**163**	
12MF 매출액	295	
순이익률(%)	5%	
PER	12.0	구글의 2025년 PER에 40% 할인 적용
2) 카카오톡 가치	**12,927**	
12MF 매출액	2,486	
PSR	5.2	텐센트의 2025년 PSR 20% 할인 적용
3) 멜론 가치	**2,259**	
12MF 매출액	2,259	
NPM(%)	10%	
PER	10.0	과거 로엔에 적용하던 PER 활용
4) 카카오엔터테인먼트 가치	**2,257**	**지분율 66%**
카카오페이지 가치	1,800	
12MF GMV	1,200	
multiple	1.5	China literature의 상장 이후 평균 PSR 70% 할인
카카오M 가치	1,620	마지막 유상증자 당시 기업가치 기준
5) 카카오 픽코마 가치	**1,913**	**지분율 91.1%**
12MF GMV	1,400	
multiple	1.5	China literature의 상장 이후 평균 PSR 70% 할인
6) 카카오게임즈 가치	**595**	**지분율 40.8%**
7) 카카오페이 가치	**3,236**	**지분율 46.5%**
8) 카카오모빌리티 가치	**3,450**	**적정가치 6조원, 지분율 57.5%**
9) 카카오뱅크 가치	**2,815**	**지분율 27.2%**
10) 카카오엔터프라이즈 가치	**934**	**마지막 유상증자 당시 기업가치 기준, 지분율 84.9%**
11) 두나무 가치	**1,656**	**지분율 10.9%**
12MF 매출액	1,809	
순이익률(%)	70.0	
PER	12.0	
12) 기타 자산가치	**987**	
카카오 기업가치	**33,194**	
적정주가	75,749	
목표주가	**75,000**	

주: 카카오 모빌리티의 가치는 우버의 MAU당 가치를 30% 할인하여 적용
자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**7,557**	**7,872**	**8,169**	**8,994**	**9,615**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,872	8,169	8,994	9,615
판매관리비	7,096	7,411	7,471	8,142	8,618
영업이익	**461**	**460**	**698**	**851**	**997**
영업이익률(%)	*6.1*	*5.8*	*8.5*	*9.5*	*10.4*
EBITDA	1,222	1,296	1,718	2,087	2,442
EBITDA Margin(%)	*16.2*	*16.5*	*21.0*	*23.2*	*25.4*
영업외수익	(2,109)	(463)	93	102	23
금융수익	317	406	351	304	290
금융비용	308	381	326	303	307
기타영업외손익	(2,122)	(541)	(30)	(10)	(122)
관계기업관련손익	4	54	99	110	161
세전계속사업이익	**(1,648)**	**(3)**	**791**	**953**	**1,020**
법인세비용	168	159	119	248	265
연결당기순이익	(1,817)	(162)	672	705	755
지배주주지분순이익	**(1,013)**	**55**	**672**	**705**	**755**
지배주주순이익률(%)	*(13.4)*	*0.7*	*8.2*	*7.8*	*7.9*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	11.2	4.2	3.8	10.1	6.9
영업이익 증가율	(19.1)	(0.1)	51.7	22.0	17.1
지배주주순이익 증가율	NM	NM	1,116.2	4.9	7.1
EPS 증가율	NM	NM	1,114.3	4.7	7.1
EBITDA 증가율	6.1	6.1	32.6	21.5	17.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**25,180**	**25,773**	**26,646**	**29,161**	**31,042**
유동자산	9,988	10,959	11,372	12,521	13,385
현금성자산	5,389	6,145	6,377	7,021	7,506
매출채권및기타채권	1,205	1,243	1,290	1,420	1,518
재고자산	139	65	67	74	79
비유동자산	15,192	14,814	15,274	16,640	17,657
투자자산	5,365	5,726	5,942	6,542	6,994
유형자산	1,337	1,286	1,235	1,184	1,134
무형자산	5,769	5,137	5,331	5,869	6,274
부채총계	**11,321**	**11,830**	**11,702**	**13,182**	**13,980**
유동부채	7,564	8,633	8,803	10,178	10,898
매입채무및기타채무	4,934	5,296	5,495	6,050	6,468
단기차입금및단기사채	1,519	1,874	2,229	2,585	2,939
유동성장기부채	100	0	0	0	0
비유동부채	3,757	3,197	2,899	3,005	3,081
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	2,580	2,047	1,705	1,691	1,676
자본총계	**13,859**	**13,943**	**14,944**	**15,979**	**17,063**
지배주주지분	9,764	10,141	11,143	12,177	13,261
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,911	8,911	8,911
기타자본	8	(34)	(34)	(34)	(34)
이익잉여금	1,922	1,943	2,586	3,261	3,986
비지배주주지분	**4,095**	**3,802**	**3,802**	**3,802**	**3,802**
순차입금	(3,618)	(4,466)	(4,632)	(5,064)	(5,266)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**1,341**	**1,250**	**1,196**	**2,537**	**2,130**
당기순이익	(1,817)	(162)	672	705	755
유형자산감가상각비	489	576	766	956	1,146
무형자산상각비	271	260	254	279	299
자산부채변동	248	(4)	(404)	687	77
기타	2,150	580	(92)	(90)	(147)
투자활동현금흐름	**(1,780)**	**10**	**(1,102)**	**(2,359)**	**(2,111)**
유형자산투자	(575)	(380)	(747)	(937)	(1,127)
유형자산매각	14	32	32	32	32
투자자산순증	188	398	242	(131)	69
무형자산순증	(135)	(87)	(448)	(818)	(704)
기타	(1,272)	47	(181)	(505)	(381)
재무활동현금흐름	**1,020**	**(521)**	**138**	**466**	**466**
자본의증가	1,216	40	0	0	0
차입금의순증	(75)	(390)	168	496	496
배당금지급	(55)	(43)	(30)	(30)	(30)
기타	(66)	(128)	0	0	0
기타현금흐름	(27)	16	0	0	0
현금의증가	**553**	**756**	**232**	**644**	**485**
FCF	2,541	27,995	613	1,478	1,281

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,315)	126	1,530	1,602	1,716
BPS	21,951	22,860	25,190	27,528	29,979
DPS	61	68	68	68	68
수익성(%)					
ROA	(7.5)	(0.6)	2.6	2.5	2.5
ROE	(10.3)	0.6	6.3	6.0	5.9
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향	NM	54.0	4.4	4.2	4.0
안정성					
부채비율(x)	81.7	84.8	78.3	82.5	81.9
차입금/자본총계비율(%)	32.5	31.5	30.5	31.6	32.5
이자보상배율(x)	2.8	2.3	3.5	3.5	3.8
순차입금/EBITDA(x)	(3.0)	(3.4)	(2.7)	(2.4)	(2.2)
Valuation(x)					
PER	NM	303.2	39.7	37.9	35.4
최고	NM	491.3	46.8	44.7	41.7
최저	NM	258.3	23.3	22.3	20.8
PBR	2.5	1.7	2.4	2.2	2.0
최고	3.2	2.7	2.8	2.6	2.4
최저	1.7	1.4	1.4	1.3	1.2
PSR	3.2	2.2	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	20.2	12.6	15.1	12.3	10.4

삼성에스디에스(018260)

매수(유지) / TP: 230,000원(유지)

주가(11/17, 원)	168,200
시가총액(십억원)	13,015
발행주식수(백만)	77
52주 최고/최저가(원)	193,500/109,600
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	44,183
유동주식비율(%)	50.9
외국인지분율(%)	19.1
주요주주(%) 삼성전자 외 10 인	48.9
국민연금공단	10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	13,277	808	693	8,965	(36.9)	1,421	19.0	6.2	1.5	8.2	1.6
2024A	13,828	911	757	9,787	9.2	1,518	13.1	3.4	1.1	8.4	2.3
2025F	14,138	981	817	10,557	7.9	1,632	15.9	5.1	1.3	8.4	1.7
2026F	14,767	1,024	884	11,428	8.3	1,722	14.7	4.7	1.2	8.4	1.7
2027F	15,364	1,097	945	12,216	6.9	1,840	13.8	4.4	1.1	8.4	1.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

큰 흐름에 올라타자

데이터센터 수요 증가의 대표 수혜주: 국내에서도 데이터센터에 대한 수요가 점점 늘어나면서 클라우드 시장의 성장이 예상된다. 삼성에스디에스는 다섯개의 데이터센터를 보유한 국내 대표 CSP 사업자로 장기적으로 국내 클라우드 시장 성장에 따른 수혜를 지속적으로 누릴 것으로 전망한다. 단기적으로는 아직 50%만 가동 중인 동탄 데이터센터가 신규로 가동되며 실적에 기여하기 시작할 것이고 장기적으로는 현재 건설 중인 구미 데이터센터가 완공되는 2028년부터 큰 폭의 CSP 매출 성장이 예상된다. 특히 최근 엔비디아로부터 5만장의 GPU를 공급받기로 합의해 물량 확보에 대한 불확실성이 사라진 점이 긍정적이다.

공공기관, 금융의 클라우드 전환 가속화 또한 중요한 트렌드: 국내 공공기관의 클라우드 전환이 내년에도 가속화되고 금융 등 과거에는 규제 및 보안 등의 이슈로 클라우드 도입이 제한되었던 산업에서 클라우드가 도입되기 시작하며 새로운 시장이 열리고 있다. 지난 여름 SAP 프리미엄 파트너스 라이선스를 취득해 클라우드 전환이 2027년까지 의무화되는 SAP 고객들의 클라우드 설치 및 운영 등을 전담해서 맡게 될 가능성이 열렸다는 점 또한 향후 실적 개선의 기대요인이다.

투자의견 매수 및 목표주가 230,000원 유지: 삼성에스디에스에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 230,000원을 유지한다. 글로벌 IT 소프트웨어 기업들의 핵심 투자포인트가 클라우드 수요 증가에 따른 실적 개선이며 국내에서는 이 트렌드에 가장 부합하는 기업이다. 시간이 흐를수록 투자매력도가 높아질 것이다. 섹터 top pick으로 추천한다.

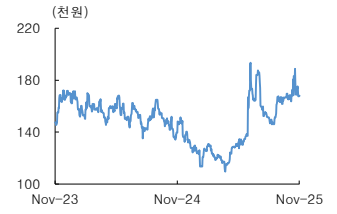
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
52	34	69	52

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	1.6	30.0	20.5
상대주가(%p)	(7.4)	(25.7)	(48.7)

주가추이



정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

<표 7> 삼성에스디에스 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**3,490**	**3,512**	**3,391**	**3,745**	**3,655**	**3,635**	**3,565**	**3,912**	**13,277**	**13,828**	**14,138**	**14,767**
YoY(%)	*7.5*	*4.2*	*(5.0)*	*2.8*	*4.7*	*3.5*	*5.1*	*4.5*	*(23.0)*	*4.2*	*2.2*	*4.4*
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,795	1,709	1,709	1,647	1,917	6,106	6,402	6,669	6,983
SI	236	318	241	274	240	264	234	280	1,152	1,079	1,069	1,018
ITO	712	695	680	743	698	669	622	719	3,074	2,999	2,830	2,708
Cloud	653	665	675	778	771	776	790	919	1,881	2,324	2,770	3,257
물류	1,889	1,834	1,796	1,950	1,946	1,925	1,918	1,995	7,171	7,427	7,469	7,784
영업비용	**3,221**	**3,282**	**3,159**	**3,495**	**3,411**	**3,382**	**3,319**	**3,631**	**12,469**	**12,917**	**13,157**	**13,742**
YoY(%)	*6.6*	*4.2*	*(4.8)*	*1.9*	*5.9*	*3.1*	*5.1*	*3.9*	*(23.6)*	*3.6*	*1.9*	*4.4*
영업이익	**269**	**230**	**232**	**250**	**245**	**252**	**246**	**281**	**808**	**911**	**981**	**1,024**
YoY(%)	*18.9*	*4.2*	*(8.1)*	*18.1*	*(8.8)*	*9.5*	*5.8*	*12.6*	*(11.8)*	*12.7*	*7.7*	*4.4*
IT서비스	226	204	197	223	214	214	208	242	670	773	849	876
물류	43	27	35	27	31	39	38	40	138	139	132	148
영업이익률(%)	**7.7**	**6.6**	**6.8**	**6.7**	**6.7**	**6.9**	**6.9**	**7.2**	**6.1**	**6.6**	**6.9**	**6.9**
IT서비스	14.1	12.1	12.4	12.4	12.5	12.5	12.6	12.6	11.0	12.1	12.7	12.6
물류	2.3	1.4	2.0	1.4	1.6	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9
세전이익	**302**	**237**	**278**	**296**	**282**	**289**	**284**	**323**	**986**	**1,103**	**1,112**	**1,179**
YoY(%)	*(0.2)*	*(10.4)*	*9.0*	*5.1*	*(6.5)*	*22.2*	*2.3*	*9.2*	*(12.9)*	*11.9*	*0.9*	*6.0*
순이익	**218**	**176**	**201**	**222**	**212**	**217**	**213**	**242**	**701**	**790**	**817**	**884**
YoY(%)	*0.4*	*(7.6)*	*8.2*	*13.0*	*(2.8)*	*23.2*	*6.1*	*9.2*	*(37.9)*	*12.6*	*3.4*	*8.2*

자료: 삼성에스디에스, 한국투자증권

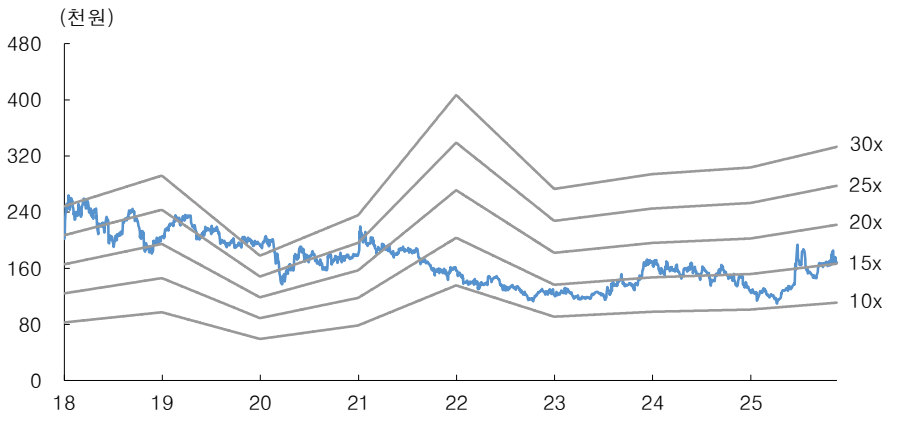
<표 8> 삼성에스디에스 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	내용
12MF EPS	**11,165**
적용 PER	**20.5**
적정주가	229,000
목표주가	**230,000**

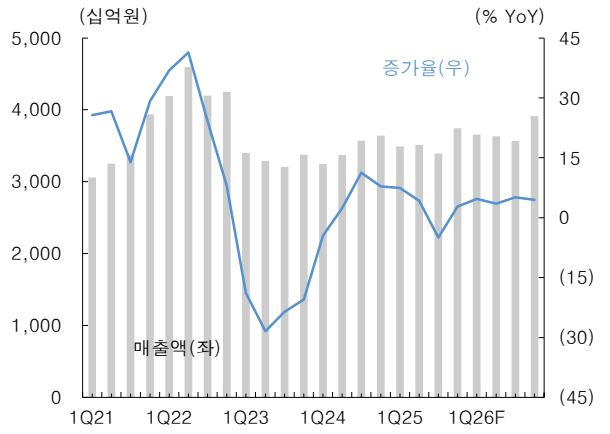
주: 적용 PER은 마이크로소프트, Oracle, IBM, Accenture, Salesforce, NTT Data, Infosys, Cognizant의 PER 평균 29.3배를 30% 할인
자료: 한국투자증권

[그림 10] 삼성에스디에스 PER band chart



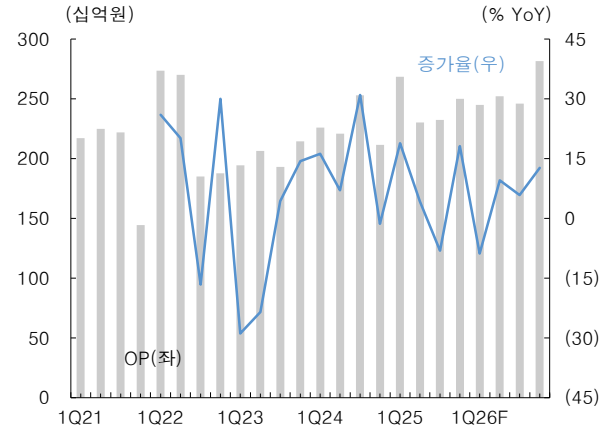
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 2026년 매출액은 +4.4% YoY 성장 전망



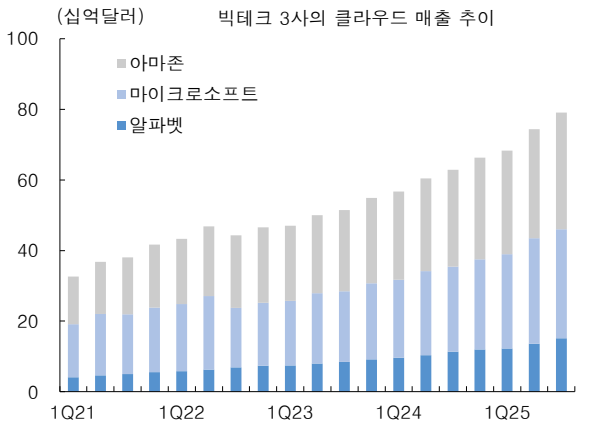
자료: 삼성에스디에스, 한국투자증권

[그림 12] 영업이익 성장률은 +4.4% YoY으로 전년대비 소폭 감소



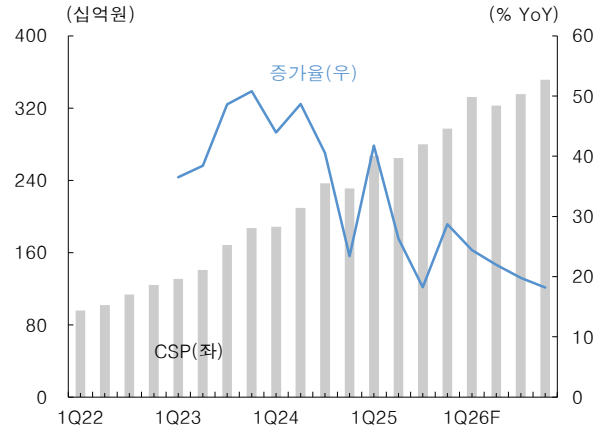
자료: 삼성에스디에스, 한국투자증권

[그림 13] 클라우드 수요 증가에 따른 실적 개선은 글로벌 트렌드



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 14] 해당 트렌드에 가장 부합하는 국내 기업



자료: 삼성에스디에스, 한국투자증권

<표 9> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		삼성에스디에스	LG CNS	현대오토에버	롯데이노베이트	Microsoft	Oracle	IBM	Accenture	Salesforce	ServiceNow
매출	2023A	13,277	5,605	3,065	1,197	280,415	66,029	80,831	84,716	40,634	11,722
	2024A	13,828	5,983	3,714	1,180	326,993	70,294	85,619	87,275	45,789	14,986
	2025F	14,128	6,329	4,165	1,204	387,800	78,064	97,507	96,824	54,389	19,074
	2026F	14,928	6,764	4,597	1,301	474,637	97,527	102,033	108,022	60,013	22,606
영업이익	2023A	808	464	181	57	117,137	17,306	11,135	11,641	1,335	996
	2024A	912	513	224	26	145,984	20,378	11,439	12,905	6,583	1,861
	2025F	980	569	260	34	174,811	33,979	19,064	15,108	17,895	5,923
	2026F	1,055	630	299	47	219,037	40,888	20,496	16,810	20,433	7,121
영업이익률	2023A	6.1	8.3	5.9	4.8	41.8	26.2	13.8	13.7	3.3	8.5
	2024A	6.6	8.6	6.0	2.2	44.6	29.0	13.4	14.8	14.4	12.4
	2025F	6.9	9.0	6.2	2.8	45.1	43.5	19.6	15.6	32.9	31.1
	2026F	7.1	9.3	6.5	3.6	46.1	41.9	20.1	15.6	34.0	31.5
순이익	2023A	693	332	138	42	95,751	11,239	9,803	9,080	270	2,262
	2024A	757	365	171	13	117,574	13,893	8,218	9,770	5,433	1,944
	2025F	783	416	193	20	139,222	23,458	15,626	11,440	14,006	5,245
	2026F	869	469	230	27	173,267	28,926	16,739	12,565	15,985	6,231
PER	2023A	19.0	-	42.1	10.6	34.8	32.6	19.0	27.8	154.2	82.6
	2024A	13.1	-	20.2	22.8	37.8	30.2	19.4	28.6	53.5	150.9
	2025F	16.6	13.4	26.9	15.2	38.1	37.2	27.0	19.0	24.3	48.9
	2026F	15.0	12.0	22.5	11.2	32.0	32.7	25.2	17.8	21.4	41.6
PBR	2023A	1.5	-	3.7	1.1	12.3	267.9	6.6	7.9	2.9	19.0
	2024A	1.1	-	2.0	0.7	12.4	37.1	7.5	7.6	4.6	22.8
	2025F	1.3	1.9	2.8	0.7	11.0	32.2	9.4	4.9	3.9	14.5
	2026F	1.3	1.7	2.5	0.7	8.6	18.4	8.1	4.3	3.7	10.4
ROE	2023A	8.2	19.0	9.0	10.0	38.8	-	33.7	28.8	0.4	27.3
	2024A	8.4	18.3	10.4	3.1	37.1	214.1	24.2	26.9	7.0	16.5
	2025F	8.2	16.5	10.8	4.6	31.8	92.6	36.1	27.5	15.2	25.4
	2026F	8.5	15.1	11.8	6.0	29.4	56.2	31.6	25.9	14.9	24.1
PSR	2023A	1.0	-	1.9	0.4	12.0	5.7	2.4	3.2	5.3	16.1
	2024A	0.7	-	0.9	0.2	13.5	6.1	3.2	3.3	7.9	19.9
	2025F	0.9	0.9	1.2	0.2	13.6	11.1	4.3	2.2	6.1	13.3
	2026F	0.9	0.8	1.1	0.2	11.6	9.5	4.1	2.1	5.6	11.2
EV/EBITDA	2023A	6.2	-	17.1	4.7	23.7	18.6	14.1	16.6	29.6	97.8
	2024A	3.4	-	8.0	4.6	24.7	18.0	17.6	17.2	27.2	104.7
	2025F	5.1	6.9	10.9	3.7	24.0	24.2	18.2	11.3	15.2	37.4
	2026F	4.9	6.4	10.1	3.3	19.3	20.6	17.4	10.5	13.3	31.1

주: 해외 기업은 회계연도 평균 환율을 사용하여 원화 환산
자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**13,277**	**13,828**	**14,138**	**14,767**	**15,364**
매출원가	11,481	11,816	12,174	12,710	13,183
매출총이익	1,796	2,012	1,964	2,057	2,181
판매관리비	988	1,101	983	1,033	1,084
영업이익	**808**	**911**	**981**	**1,024**	**1,097**
영업이익률(%)	*6.1*	*6.6*	*6.9*	*6.9*	*7.1*
EBITDA	1,421	1,518	1,632	1,722	1,840
EBITDA Margin(%)	*10.7*	*11.0*	*11.5*	*11.7*	*12.0*
영업외수익	178	192	131	155	163
금융수익	287	329	320	330	341
금융비용	139	155	203	179	181
기타영업외손익	23	15	8	(4)	(4)
관계기업관련손익	6	3	6	7	7
세전계속사업이익	**986**	**1,103**	**1,112**	**1,179**	**1,260**
법인세비용	284	313	296	295	315
연결당기순이익	701	790	817	884	945
지배주주지분순이익	**693**	**757**	**817**	**884**	**945**
지배주주순이익률(%)	*5.2*	*5.5*	*5.8*	*6.0*	*6.2*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(23.0)	4.2	2.2	4.4	4.0
영업이익 증가율	(11.8)	12.7	7.7	4.4	7.1
지배주주순이익 증가율	(36.9)	9.2	7.9	8.3	6.9
EPS 증가율	(36.9)	9.2	7.9	8.3	6.9
EBITDA 증가율	(0.5)	6.8	7.5	5.5	6.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**12,321**	**13,238**	**13,615**	**14,255**	**14,870**
유동자산	8,160	9,004	9,206	9,615	10,004
현금성자산	1,788	1,669	1,706	1,782	1,854
매출채권및기타채권	2,229	2,534	2,591	2,706	2,816
재고자산	24	19	19	20	21
비유동자산	4,161	4,235	4,409	4,640	4,866
투자자산	145	156	160	167	174
유형자산	1,654	1,774	1,893	2,013	2,132
무형자산	819	814	832	869	905
부채총계	**3,345**	**3,533**	**3,172**	**3,009**	**2,758**
유동부채	2,392	2,495	2,067	1,829	1,504
매입채무및기타채무	1,663	1,703	1,741	1,818	1,892
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	211	267	322	377	432
비유동부채	954	1,037	1,105	1,180	1,255
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	657	717	778	838	899
자본총계	**8,976**	**9,705**	**10,442**	**11,246**	**12,112**
지배주주지분	8,658	9,333	10,070	10,874	11,739
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
기타자본	79	61	61	61	61
이익잉여금	7,447	7,995	8,587	9,247	9,968
비지배주주지분	**318**	**372**	**372**	**372**	**372**
순차입금	(4,623)	(5,040)	(5,060)	(5,218)	(5,362)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**1,461**	**1,238**	**916**	**1,155**	**1,182**
당기순이익	701	790	817	884	945
유형자산감가상각비	564	553	597	641	684
무형자산상각비	49	54	55	57	59
자산부채변동	(106)	(252)	(546)	(422)	(502)
기타	253	93	(7)	(5)	(4)
투자활동현금흐름	**(622)**	**(1,069)**	**(770)**	**(971)**	**(1,002)**
유형자산투자	(451)	(475)	(718)	(762)	(805)
유형자산매각	5	2	2	2	2
투자자산순증	(44)	(540)	147	144	144
무형자산순증	(29)	(52)	(73)	(94)	(95)
기타	(103)	(4)	(128)	(261)	(248)
재무활동현금흐름	**(463)**	**(423)**	**(109)**	**(109)**	**(109)**
자본의증가	0	5	0	0	0
차입금의순증	(208)	(212)	116	116	116
배당금지급	(251)	(216)	(224)	(224)	(224)
기타	(4)	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	20	135	0	0	0
현금의증가	**396**	**(119)**	**37**	**76**	**72**
FCF	817	603	41	150	129

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,965	9,787	10,557	11,428	12,216
BPS	111,913	120,638	130,160	140,553	151,734
DPS	2,700	2,900	2,900	2,900	2,900
수익성(%)					
ROA	5.8	6.2	6.1	6.3	6.5
ROE	8.2	8.4	8.4	8.4	8.4
배당수익률	1.6	2.3	1.7	1.7	1.7
배당성향	30.1	29.6	27.5	25.4	23.7
안정성					
부채비율(x)	37.3	36.4	30.4	26.8	22.8
차입금/자본총계비율(%)	9.7	10.1	10.5	10.8	11.0
이자보상배율(x)	21.2	18.2	18.7	18.6	19.0
순차입금/EBITDA(x)	(3.3)	(3.3)	(3.1)	(3.0)	(2.9)
Valuation(x)					
PER	19.0	13.1	15.9	14.7	13.8
최고	19.4	17.7	18.8	17.4	16.3
최저	12.8	12.8	10.3	9.5	8.9
PBR	1.5	1.1	1.3	1.2	1.1
최고	1.6	1.4	1.5	1.4	1.3
최저	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
PSR	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.2	3.4	5.1	4.7	4.4

크래프톤(259960)

매수(유지) / TP: 390,000원(하향)

주가(11/17, 원)	267,000
시가총액(십억원)	12,654
발행주식수(백만)	47
52주 최고/최저가(원)	386,000/258,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	39,847
유동주식비율(%)	57.8
외국인지분율(%)	42.5
주요주주(%) 장병규 외 31 인	21.9
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	14.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	1,911	768	595	12,812	20.1	876	15.1	7.4	1.7	11.2	0.0
2024A	2,710	1,182	1,306	28,593	123.2	1,289	10.9	8.7	2.2	21.1	0.0
2025F	3,111	1,313	987	21,601	(24.5)	1,418	12.4	5.9	1.6	13.4	0.0
2026F	3,647	1,470	1,264	27,664	28.1	1,574	9.7	4.8	1.4	14.8	0.0
2027F	3,968	1,538	1,338	29,978	8.4	1,640	8.9	4.4	1.2	13.5	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

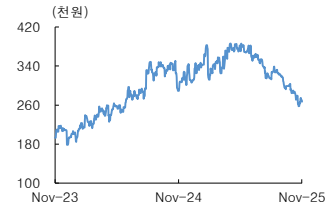
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
64	55	65	70

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.3)	(30.2)	(7.8)
상대주가(%p)	(15.4)	(85.9)	(77.0)

주가추이



기회는 위기 속에 있다

단기 리스크에는 주의: 최근 PUBG PC와 중국의 화평정영 등 크래프톤의 핵심 라인업들의 경쟁 심화 리스크가 불거지고 있다. 중국은 텐센트의 FPS 신작인 델타포스 모바일의 매출 순위가 화평정영을 위협하고 있으며 PUBG PC는 EA의 신작인 배틀필드6가 스팀 트래픽 상위권에 진입했기 때문이다. FPS 신작이 출시 후 3~6개월 정도의 시간이 지난 후에도 안정적인 트래픽을 보인 사례가 극히 드물며 아직 화평정영이나 PUBG PC의 펀더멘털이 악화되는 징후 또한 뚜렷하게 보이지 않는 만큼 지나치게 보수적으로 볼 필요는 없겠지만 단기적으로 악화될 수 있는 투자심리에는 유의해야 할 것이다.

지나치게 비관할 필요는 없다: 그러나 지나치게 크래프톤을 비관적으로 바라볼 필요는 없다. 여전히 PUBG의 트래픽은 견조하고 이를 바탕으로 ARPU와 PU를 늘려가며 성장하는 전략은 유효하다. 2025년 하반기 출시 예정이었던 신작이 일부 지연되었던 것도 최근 주가 하락의 주된 원인이었지만 2026년에는 서브노티카2, 팰월드 모바일 등 흥행을 충분히 기대할 만한 신작들의 출시 또한 재개된다. 특히 팰월드 모바일은 전세계적으로 센세이셔널한 유저 반응을 일으켰던 팰월드 IP를 활용한 만큼 모바일로 게임성을 잘 구현하기만 했다면 흥행에 성공할 가능성이 높은 작품이라고 판단한다.

단기 리스크에 주의하며 매수 기회를 찾아보자: 크래프톤에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가를 390,000원으로 20.4% 하향한다. 목표주가는 12MF EPS 26,146원에 밸류에이션 15배를 적용해 산출했다. 경쟁 심화 가능성을 반영해 적용 밸류에이션을 기존 20배에서 15배로 25% 하향했다. 아직 PUBG의 이익이 성장 구간에 있으며 2026년에는 서브노티카2, 팰월드 모바일 등 신작이 출시되기 때문에 다시 매수 기회를 잡아야 할 것이다.

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

<표 10> 크래프톤 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**874**	**662**	**871**	**704**	**942**	**834**	**1,050**	**821**	**1,911**	**2,710**	**3,111**	**3,647**
%YoY	*31.3*	*(6.4)*	*21.0*	*14.1*	*7.7*	*26.0*	*20.6*	*16.5*	*3.0*	*41.8*	*14.8*	*17.2*
PC	324	220	354	247	351	258	405	299	584	942	1,144	1,312
모바일	532	428	488	431	560	525	597	469	1,245	1,690	1,880	2,150
콘솔	13	10	10	9	14	35	31	37	56	44	42	117
기타	5	5	18	18	17	17	17	16	26	34	46	67
영업비용	**417**	**416**	**522**	**444**	**507**	**536**	**602**	**533**	**1,143**	**1,527**	**1,799**	**2,177**
%YoY	*17.3*	*11.0*	*32.2*	*10.3*	*21.5*	*28.7*	*15.3*	*20.2*	*3.6*	*33.7*	*17.8*	*21.1*
영업이익	**457**	**246**	**349**	**261**	**435**	**299**	**448**	**287**	**768**	**1,182**	**1,313**	**1,470**
%YoY	*47.3*	*(25.9)*	*7.5*	*21.1*	*(4.8)*	*21.5*	*28.6*	*10.2*	*2.2*	*54.0*	*11.0*	*12.0*
세전이익	**499**	**24**	**487**	**307**	**481**	**361**	**521**	**344**	**829**	**1,723**	**1,317**	**1,708**
%YoY	*7.2*	*(94.8)*	*147.4*	*(49.0)*	*(3.6)*	*1,410.0*	*7.1*	*12.1*	*21.1*	*107.9*	*(23.6)*	*29.7*
순이익	**371**	**16**	**369**	**230**	**356**	**267**	**386**	**255**	**594**	**1,303**	**987**	**1,264**
%YoY	*6.6*	*(95.4)*	*204.4*	*(53.1)*	*(4.1)*	*1,619.1*	*4.4*	*10.6*	*18.8*	*119.3*	*(24.2)*	*28.1*

자료: 크래프톤, 한국투자증권

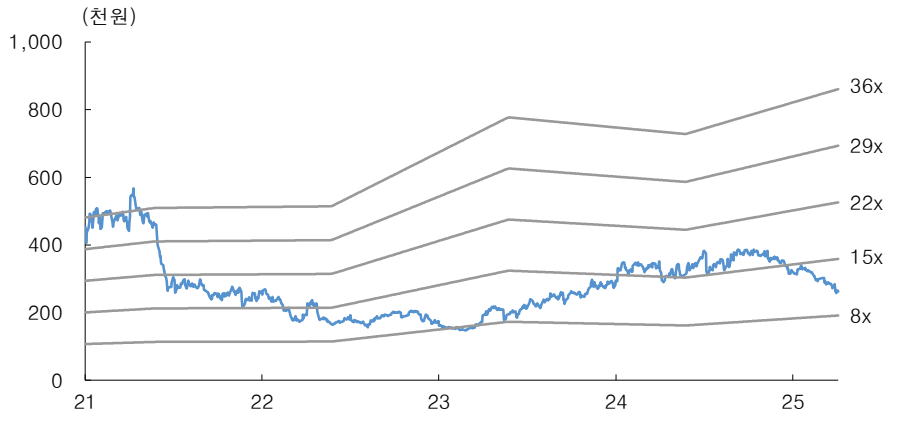
<표 11> 크래프톤 valuation

(단위: 원, 배)

항목	내용
12MF EPS	**26,146**
적용 PER	15.0
적정주가	392,189
목표주가	**390,000**

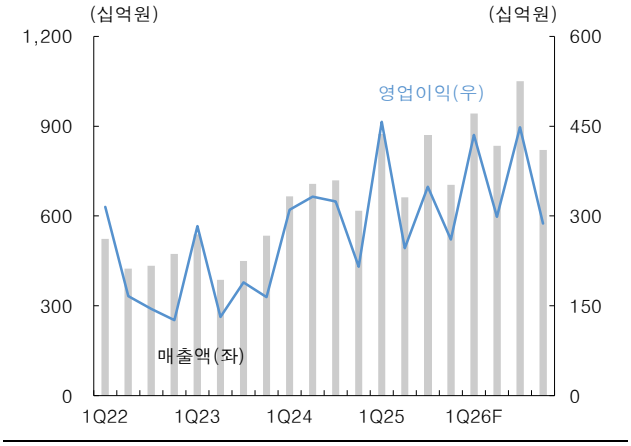
자료: 한국투자증권

[그림 15] 크래프톤 PER band chart



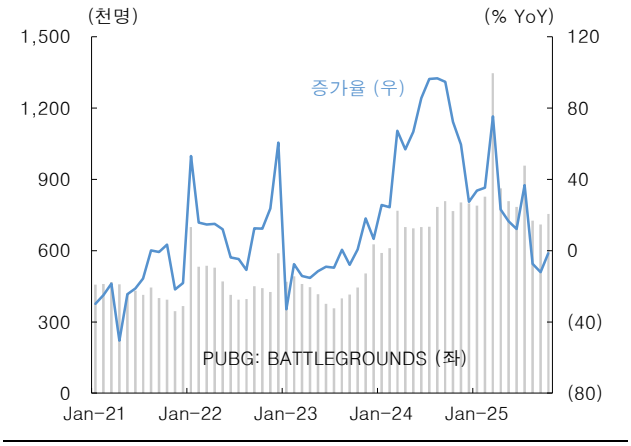
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 16] PUBG의 성장에 신작 성과도 점차 반영될 것



자료: 크래프톤, 한국투자증권

[그림 17] PUBG PC의 트래픽은 여전히 견조



자료: SteamDB, 한국투자증권

<표 12> Peer valuation

(단위: 십억원, %, 배)

		Krafton	NCSoft	Netmarble	Nexon	Shiftup	Pearl Abyss	Kakaogames	NHN	Com2us
매출	2023A	1,911	1,780	2,502	3,942	169	333	726	2,270	740
	2024A	2,710	1,578	2,664	4,021	224	342	627	2,456	694
	2025F	3,199	1,558	2,787	4,457	293	339	491	2,502	724
	2026F	3,879	1,956	2,977	4,785	234	618	678	2,735	768
영업이익	2023A	768	137	(68)	1,255	111	(16)	75	56	(33)
	2024A	1,182	(109)	216	1,119	153	(12)	19	(33)	6
	2025F	1,312	33	332	1,324	188	(26)	(34)	105	10
	2026F	1,441	290	386	1,413	131	152	51	126	28
영업이익률	2023A	40.2	7.7	(2.7)	31.8	65.9	(4.9)	10.4	2.4	(4.5)
	2024A	43.6	(6.9)	8.1	27.8	68.1	(3.6)	3.1	(1.3)	0.9
	2025F	41.0	2.1	11.9	29.7	64.2	(7.8)	(6.8)	4.2	1.3
	2026F	37.2	14.8	13.0	29.5	56.1	24.5	7.5	4.6	3.7
순이익	2023A	595	212	(256)	657	107	15	(229)	(9)	40
	2024A	1,306	94	26	1,215	148	60	(109)	(133)	(108)
	2025F	937	211	313	984	176	(13)	(50)	29	15
	2026F	1,145	271	310	1,093	129	144	37	66	32
PER	2023A	15.1	23.0	-	31.0	-	156.3	-	-	31.8
	2024A	10.9	38.7	165.2	14.7	23.2	28.2	-	-	-
	2025F	13.2	20.6	14.8	28.6	12.8	-	-	42.6	16.4
	2026F	10.9	16.2	15.0	25.3	18.8	17.2	30.2	15.3	12.8
PBR	2023A	1.6	1.5	1.0	2.4	-	3.3	1.5	0.5	0.5
	2024A	2.1	1.2	0.8	1.9	4.8	2.1	1.0	0.4	0.6
	2025F	1.7	1.4	0.8	2.8	2,344.1	3.1	1.1	0.7	0.4
	2026F	1.4	1.3	0.8	2.6	2,055.8	2.7	1.0	0.7	0.4
PSR	2023A	4.7	2.7	1.9	5.2	-	7.1	2.9	0.3	0.8
	2024A	5.3	2.3	1.6	4.4	15.3	5.0	2.1	0.2	0.8
	2025F	4.0	3.1	1.7	6.4	7.5	7.4	3.0	0.4	0.6
	2026F	3.3	2.5	1.6	6.0	10.1	4.1	2.1	0.4	0.5
ROE	2023A	11.2	6.6	(4.9)	8.0	100.2	2.1	(14.9)	(0.5)	3.5
	2024A	21.1	3.0	0.5	14.1	31.4	7.9	(8.0)	(8.6)	(10.4)
	2025F	13.0	7.0	5.6	10.1	20.8	1.0	(3.6)	1.9	2.6
	2026F	14.2	8.7	5.4	10.9	12.8	16.9	2.6	4.4	2.5
EV/EBITDA	2023A	7.0	13.8	50.3	10.9	-	221.6	16.6	3.8	-
	2024A	8.2	-	13.5	10.1	19.5	112.0	19.9	6.1	21.5
	2025F	7.1	24.7	10.8	15.5	8.0	-	77.8	4.5	18.3
	2026F	6.5	8.3	9.6	14.5	11.3	12.8	16.9	4.2	10.9

자료: Bloomberg, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,911**	**2,710**	**3,111**	**3,647**	**3,968**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,911	2,710	3,111	3,647	3,968
판매관리비	1,143	1,527	1,799	2,177	2,429
영업이익	**768**	**1,182**	**1,313**	**1,470**	**1,538**
영업이익률(%)	*40.2*	*43.6*	*42.2*	*40.3*	*38.8*
EBITDA	876	1,289	1,418	1,574	1,640
EBITDA Margin(%)	*45.9*	*47.6*	*45.6*	*43.2*	*41.3*
영업외수익	61	541	4	238	270
금융수익	38	33	26	27	27
금융비용	9	9	10	11	11
기타영업외손익	76	565	(12)	222	253
관계기업관련손익	(44)	(48)	0	0	0
세전계속사업이익	**829**	**1,723**	**1,317**	**1,708**	**1,808**
법인세비용	235	420	330	444	470
연결당기순이익	594	1,303	987	1,264	1,338
지배주주지분순이익	**595**	**1,306**	**987**	**1,264**	**1,338**
지배주주순이익률(%)	*31.2*	*48.2*	*31.7*	*34.6*	*33.7*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	3.1	41.8	14.8	17.2	8.8
영업이익 증가율	2.2	54.0	11.0	12.0	4.7
지배주주순이익 증가율	19.0	119.4	(24.5)	28.1	5.9
EPS 증가율	20.1	123.2	(24.5)	28.1	8.4
EBITDA 증가율	2.0	47.1	10.0	11.0	4.2

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**6,440**	**7,919**	**9,206**	**10,736**	**11,645**
유동자산	3,964	5,004	5,746	6,736	7,328
현금성자산	721	582	668	783	852
매출채권및기타채권	717	1,018	1,169	1,370	1,490
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	3,460	4,000	4,317
투자자산	918	1,148	1,484	1,740	1,893
유형자산	257	240	222	205	188
무형자산	608	656	753	883	961
부채총계	**882**	**1,090**	**1,317**	**1,509**	**1,007**
유동부채	521	785	1,034	1,208	699
매입채무및기타채무	224	238	274	321	349
단기차입금및단기사채	7	35	63	90	118
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	361	306	283	301	308
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	215	154	108	97	86
자본총계	**5,559**	**6,829**	**7,889**	**9,226**	**10,638**
지배주주지분	5,554	6,828	7,888	9,225	10,636
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,478	1,478	1,478
기타자본	97	105	105	105	105
이익잉여금	3,895	5,081	6,068	7,332	8,670
비지배주주지분	**4**	**1**	**1**	**1**	**1**
순차입금	(2,904)	(3,642)	(4,232)	(4,981)	(5,421)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**662**	**908**	**1,145**	**1,291**	**767**
당기순이익	594	1,303	987	1,264	1,338
유형자산감가상각비	77	85	80	74	69
무형자산상각비	31	22	26	30	33
자산부채변동	(139)	(276)	47	(85)	(678)
기타	99	(226)	5	8	5
투자활동현금흐름	**(394)**	**(832)**	**(1,047)**	**(1,198)**	**(720)**
유형자산투자	(34)	(20)	(63)	(57)	(52)
유형자산매각	1	0	0	0	0
투자자산순증	(13)	(713)	(263)	(182)	(80)
무형자산순증	25	(6)	(123)	(160)	(110)
기타	(373)	(93)	(598)	(799)	(478)
재무활동현금흐름	**(225)**	**(259)**	**(12)**	**22**	**22**
자본의증가	0	4	0	0	0
차입금의순증	(57)	(63)	(12)	22	22
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	(168)	(200)	0	0	0
기타현금흐름	4	43	0	0	0
현금의증가	**46**	**(139)**	**86**	**115**	**69**
FCF	503	661	875	751	317

주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	12,812	28,593	21,601	27,664	29,978
BPS	114,849	144,190	168,120	196,333	226,112
DPS	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROA	9.5	18.1	11.5	12.7	12.0
ROE	11.2	21.1	13.4	14.8	13.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
부채비율(x)	15.9	16.0	16.7	16.4	9.5
차입금/자본총계비율(%)	5.2	3.8	3.1	2.9	2.7
이자보상배율(x)	86.2	125.0	403.6	429.6	428.6
순차입금/EBITDA(x)	(3.3)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.3)
Valuation(x)					
PER	15.1	10.9	12.4	9.7	8.9
최고	17.3	12.4	18.2	14.2	13.1
최저	11.4	6.4	11.9	9.3	8.6
PBR	1.7	2.2	1.6	1.4	1.2
최고	1.9	2.5	2.3	2.0	1.7
최저	1.3	1.3	1.5	1.3	1.1
PSR	4.9	5.5	4.1	3.5	3.2
EV/EBITDA	7.4	8.7	5.9	4.8	4.4

엔씨소프트(036570)

매수(유지) / TP: 280,000원(유지)

주가(11/17, 원)	227,000
시가총액(십억원)	4,890
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	244,500/135,800
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	24,294
유동주식비율(%)	77.6
외국인지분율(%)	31.3
주요주주(%) 김택진 외 15 인	12.4
퍼블릭 인베스트먼트 펀드 외 1 인	9.4

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2023A	1,780	137	212	10,446	(51.3)	249	23.0	12.8	1.4	6.6	1.3
2024A	1,578	(109)	94	4,728	(54.7)	(0)	38.7	NM	1.0	3.0	0.8
2025F	1,587	80	416	18,959	301.0	189	12.0	15.7	1.2	12.9	0.6
2026F	2,099	380	319	14,540	(23.3)	489	15.6	5.0	1.1	9.1	0.9
2027F	2,224	438	351	16,006	10.1	548	14.2	4.2	1.1	9.3	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

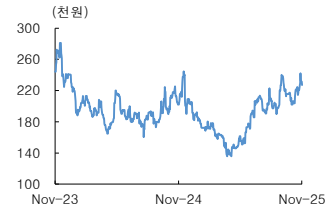
KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
49	27	55	61

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.4	40.4	12.4
상대주가(%p)	3.3	(15.3)	(56.8)

주가추이



풍성한 2026년

아이온2, 기대하자: 11월 19일 출시되는 아이온2의 흥행 가능성을 여전히 긍정적으로 평가한다. 국내 모바일 MMORPG 시장이 장기간 역성장을 거듭해왔지만 최근에는 뱀피르, RF온라인 등의 신작 출시와 함께 시장이 반등하는 모습을 보이고 있다. 최근 몇 년간 유저들의 게임에 대한 눈높이가 높아졌고 과금 중심의 시스템에 대한 불만이 커지며 신작 출시가 큰 폭으로 줄어들었고 이러한 MMORPG 공급 감소는 유저들의 대작 게임에 대한 대기 수요 증가라는 현상을 가져오고 있다고 판단한다. 이런 상황에서 아이온2가 이를 흡수할 수 있는 가능성을 긍정적으로 바라볼 필요가 있다.

더 풍성한 2026년: 2026년 신작 모멘텀이 강력하다. 신더시티, 타임테이커스, 브레이커스 등 3종의 게임이 출시되고 연말까지 기존 IP를 활용한 4종의 스핀오프 게임이 출시되며 실적에 기여할 것이다. 현재 핵심 라인업인 리니지M과 리니지2M은 2026년 중국에 출시될 예정이며 리니지W 또한 동남아, 북미, 러시아 등으로 서비스 지역을 확대할 것이다. 곧 출시되는 아이온2는 2H26에 글로벌 출시된다. 비용 측면에서도 자체 게임런쳐인 퍼플을 통해 독자적인 결제 시스템을 도입한다. 유저 이용이 활성화될 경우 앱스토어에 지불하는 30% 수수료를 절감할 수 있기 때문에 구조적인 수익성 개선을 기대할 수 있다.

투자의견 매수, 목표주가 280,000원 유지: 엔씨소프트에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 280,000원을 유지한다. 그 동안 엔씨소프트의 주가가 하락했던 이유 중 하나가 유저들이 엔씨소프트의 신작에 대해 극도의 거부감과 부정적인 의견을 피력한다는 점이었는데 아이온2가 성공할 경우 실적의 개선과 함께 이런 부정적인 인식들을 어느 정도 해결할 수 있을 것이다.

정호윤, CFA
junghy@koreainvestment.com

황인준
injun0701@koreainvestment.com

<표 13> 엔씨소프트 실적추정 table

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	**360**	**382**	**360**	**485**	**487**	**523**	**548**	**541**	**1,780**	**1,578**	**1,587**	**2,099**
YoY(%)	*(9.5)*	*3.7*	*(10.4)*	*18.4*	*35.3*	*36.7*	*52.3*	*11.6*	*(30.8)*	*(11.3)*	*0.6*	*32.2*
PC/콘솔	83	92	88	93	92	98	99	94	370	352	356	347
리니지1	22	21	25	25	26	26	26	26	97	98	94	104
리니지2	19	23	22	27	27	23	19	19	87	85	90	88
모바일	206	219	197	327	336	364	390	388	1,200	937	949	1,478
리니지M	113	121	105	103	98	97	96	94	496	493	828	1,071
리니지2M	38	48	47	45	42	40	38	36	263	183	334	424
리니지W	53	48	43	41	38	37	35	34	414	244	329	394
로열티 및 기타	71	72	75	65	59	61	59	58	144	182	172	131
영업비용	**355**	**367**	**368**	**418**	**414**	**427**	**430**	**449**	**1,643**	**1,687**	**1,508**	**1,720**
YoY(%)	*(4.6)*	*2.0*	*(11.7)*	*(22.5)*	*16.7*	*16.2*	*17.0*	*7.4*	*(18.4)*	*2.7*	*(10.7)*	*14.1*
영업이익	**5**	**15**	**(7)**	**67**	**73**	**96**	**118**	**92**	**137**	**(109)**	**80**	**380**
YoY(%)	*(79.7)*	*70.5*	*NM*	*NM*	*1,302.6*	*536.8*	*NM*	*37.4*	*(75.4)*	*NM*	*NM*	*375.4*
영업이익률(%)	*1.4*	*3.9*	*(2.1)*	*13.8*	*15.0*	*18.4*	*21.6*	*17.0*	*7.7*	*(6.9)*	*5.0*	*18.1*
세전이익	**31**	**(33)**	**435**	**91**	**86**	**102**	**135**	**109**	**206**	**121**	**524**	**431**
YoY(%)	*(60.1)*	*NM*	*NM*	*NM*	*173.8*	*NM*	*(69.0)*	*19.4*	*(66.1)*	*(41.4)*	*333.4*	*(17.7)*
순이익	**38**	**(36)**	**347**	**67**	**63**	**76**	**100**	**80**	**214**	**94**	**416**	**319**
YoY(%)	*(34.3)*	*NM*	*NM*	*NM*	*68.8*	*NM*	*(71.3)*	*19.4*	*(50.9)*	*(56.0)*	*342.2*	*(23.3)*

자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

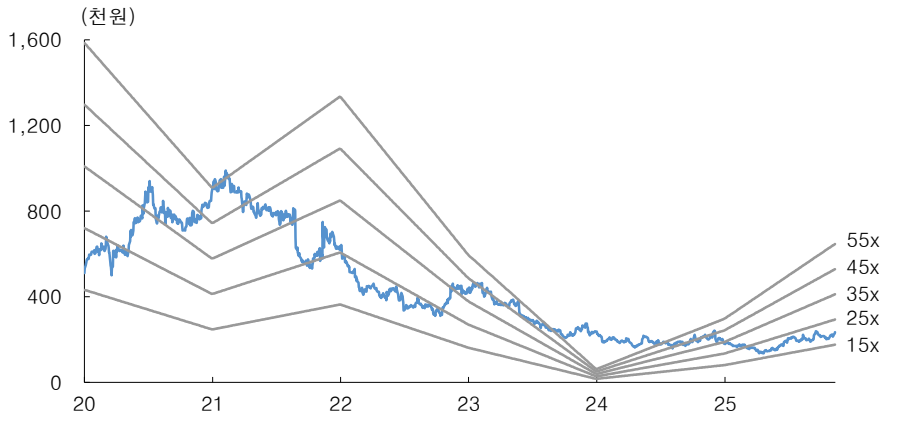
<표 14> 엔씨소프트 valuation

(단위: 원, 배)

항목	내용
2026년 EPS	**14,817**
적용 PER	**20.0**
적정주가	296,341
목표주가	**280,000**

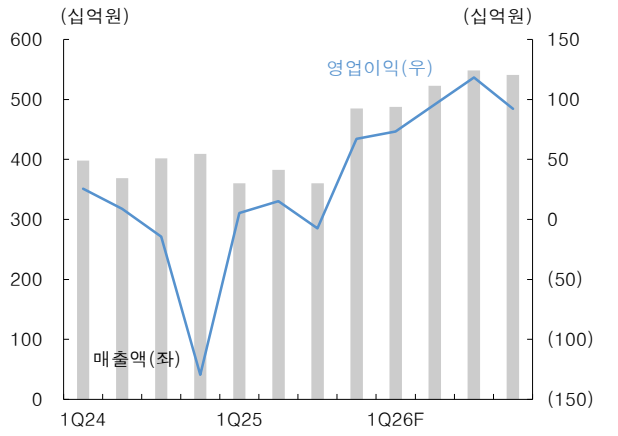
자료: 한국투자증권

[그림 18] 엔씨소프트 PER band chart



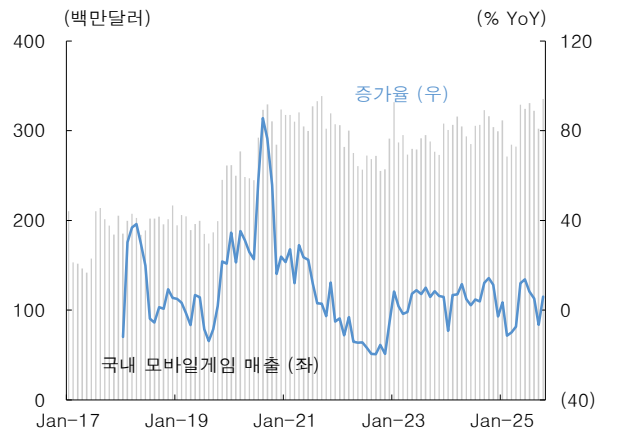
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 19] 2026년 신작 출시와 함께 실적 성장 기대



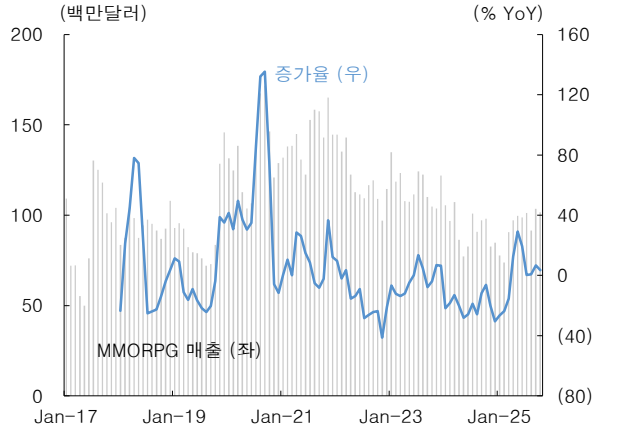
자료: 엔씨소프트, 한국투자증권

[그림 20] 국내 모바일게임 시장 성장은 몇 년간 정체됨



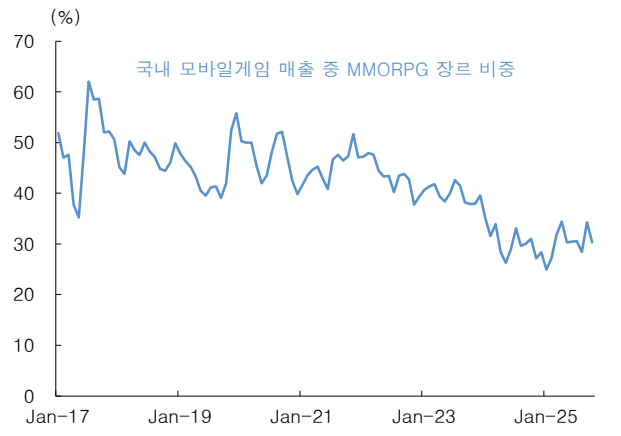
자료: Sensor Tower, 한국투자증권

[그림 21] 국내 MMORPG 시장은 반등의 조짐을 보이는 중



자료: Sensor Tower, 한국투자증권

[그림 22] MMORPG는 여전히 존재감이 큰 시장



자료: Sensor Tower, 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,587**	**2,099**	**2,224**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,780	1,578	1,587	2,099	2,224
판매관리비	1,643	1,687	1,508	1,720	1,786
영업이익	**137**	**(109)**	**80**	**380**	**438**
영업이익률(%)	*7.7*	*(6.9)*	*5.0*	*18.1*	*19.7*
EBITDA	249	(0)	189	489	548
EBITDA Margin(%)	*14.0*	*(0.0)*	*11.9*	*23.3*	*24.6*
영업외수익	69	230	444	51	37
금융수익	120	157	123	124	127
금융비용	29	40	57	50	48
기타영업외손익	(26)	109	391	(10)	(29)
관계기업관련손익	4	4	(12)	(13)	(13)
세전계속사업이익	**206**	**121**	**524**	**431**	**475**
법인세비용	(8)	27	108	112	123
연결당기순이익	214	94	416	319	351
지배주주지분순이익	**212**	**94**	**416**	**319**	**351**
지배주주순이익률(%)	*11.9*	*6.0*	*26.2*	*15.2*	*15.8*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(30.8)	(11.3)	0.6	32.2	5.9
영업이익 증가율	(75.4)	NM	NM	375.4	15.4
지배주주순이익 증가율	(51.3)	(55.6)	341.8	(23.3)	10.1
EPS 증가율	(51.3)	(54.7)	301.0	(23.3)	10.1
EBITDA 증가율	(62.5)	NM	NM	159.2	11.9

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**4,394**	**3,954**	**3,969**	**4,925**	**5,156**
유동자산	2,337	1,789	1,799	2,379	2,521
현금성자산	365	1,260	1,268	1,677	1,777
매출채권및기타채권	172	167	168	222	236
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	2,057	2,165	2,169	2,545	2,635
투자자산	673	872	877	1,160	1,229
유형자산	1,001	998	995	992	989
무형자산	96	104	104	138	146
부채총계	**1,141**	**890**	**563**	**1,285**	**1,249**
유동부채	614	322	26	705	684
매입채무및기타채무	215	196	198	261	277
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	240	0	0	0	0
비유동부채	526	568	537	580	565
사채	170	170	170	170	170
장기차입금및금융부채	199	166	134	101	68
자본총계	**3,253**	**3,064**	**3,406**	**3,640**	**3,907**
지배주주지분	3,250	3,058	3,400	3,635	3,902
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
기타자본	(623)	(799)	(799)	(799)	(799)
이익잉여금	3,473	3,474	3,862	4,142	4,455
비지배주주지분	**3**	**5**	**5**	**5**	**5**
순차입금	(1,471)	(1,099)	(1,134)	(1,642)	(1,786)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**140**	**107**	**234**	**1,002**	**419**
당기순이익	214	94	416	319	351
유형자산감가상각비	110	106	106	105	105
무형자산상각비	2	3	3	5	5
자산부채변동	(96)	(43)	(304)	553	(57)
기타	(90)	(53)	13	20	15
투자활동현금흐름	**113**	**1,294**	**(171)**	**(528)**	**(254)**
유형자산투자	(117)	(84)	(103)	(103)	(103)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	271	1,318	(63)	(342)	(128)
무형자산순증	(41)	41	(4)	(38)	(13)
기타	(1)	18	(2)	(46)	(11)
재무활동현금흐름	**(177)**	**(523)**	**(55)**	**(66)**	**(66)**
자본의증가	1	1	0	0	0
차입금의순증	(43)	(285)	(27)	(27)	(27)
배당금지급	(136)	(64)	(28)	(28)	(39)
기타	1	(175)	0	(11)	0
기타현금흐름	4	17	0	0	0
현금의증가	**80**	**895**	**7**	**409**	**100**
FCF	(44)	(46)	(219)	939	388

주: K-IFRS (연결) 기준

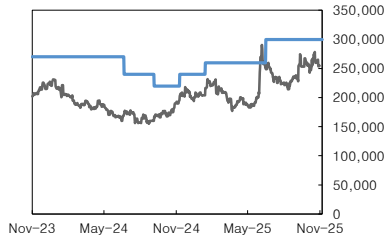
주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	10,446	4,728	18,959	14,540	16,006
BPS	176,065	175,362	190,941	201,625	213,774
DPS	3,130	1,460	1,460	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	4.8	2.3	10.5	7.2	7.0
ROE	6.6	3.0	12.9	9.1	9.3
배당수익률	1.3	0.8	0.6	0.9	0.9
배당성향	30.0	30.1	6.8	12.2	11.0
안정성					
부채비율(x)	35.1	29.1	16.5	35.3	32.0
차입금/자본총계비율(%)	19.9	12.5	10.4	9.0	7.7
이자보상배율(x)	9.4	(10.6)	8.1	39.9	46.2
순차입금/EBITDA(x)	(5.9)	NM	(6.0)	(3.4)	(3.3)
Valuation(x)					
PER	23.0	38.7	12.0	15.6	14.2
최고	46.0	52.5	12.9	16.8	15.2
최저	20.3	33.2	7.1	9.3	8.4
PBR	1.4	1.0	1.2	1.1	1.1
최고	2.7	1.4	1.3	1.2	1.1
최저	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6
PSR	3.0	2.5	3.1	2.4	2.2
EV/EBITDA	12.8	NM	15.7	5.0	4.2

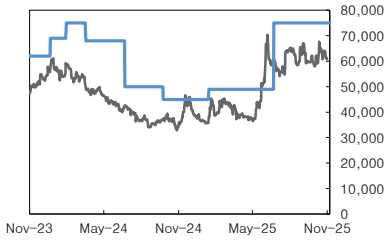
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
NAVER(035420)	2023.01.09	매수	270,000원	-23.9	-13.1
	2024.01.09	1년경과		-29.7	-14.3
	2024.07.09	매수	240,000원	-30.9	-25.8
	2024.09.23	매수	220,000원	-19.7	-11.1
	2024.11.27	매수	240,000원	-14.4	-9.2
	2025.01.31	매수	260,000원	-19.6	11.7
	2025.07.04	매수	300,000원	-	-
카카오(035720)	2023.10.10	매수	62,000원	-23.3	-6.6
	2024.01.08	매수	69,000원	-18.0	-11.4
	2024.02.16	매수	75,000원	-27.4	-21.7
	2024.04.04	매수	68,000원	-33.4	-26.8
	2024.07.09	매수	50,000원	-24.7	-14.5
	2024.10.11	매수	45,000원	-14.9	3.6
	2025.01.31	매수	49,000원	-9.1	43.7
	2025.07.10	매수	75,000원	-	-
삼성에스디에스(018260)	2024.05.22	매수	220,000원	-32.8	-23.6
	2025.01.08	매수	190,000원	-34.1	-32.6
	2025.01.23	매수	180,000원	-29.5	-4.4
	2025.06.23	매수	230,000원	-	-
엔씨소프트(036570)	2023.10.10	매수	270,000원	-9.3	0.9
	2023.11.28	매수	300,000원	-19.8	-6.3
	2024.01.15	중립	-	-	-
	2025.01.15	1년경과		-	-
	2025.07.12	매수	280,000원	-	-
크래프톤(259960)	2023.05.09	매수	240,000원	-26.4	-9.6
	2023.11.28	매수	260,000원	-14.2	0.0
	2024.05.08	매수	310,000원	-14.2	-4.2
	2024.07.10	매수	330,000원	-14.0	-10.8
	2024.08.12	매수	400,000원	-17.3	-4.3
	2025.02.11	매수	450,000원	-22.2	-14.2
	2025.04.29	매수	490,000원	-32.3	-21.2
	2025.11.18	매수	390,000원	-	-

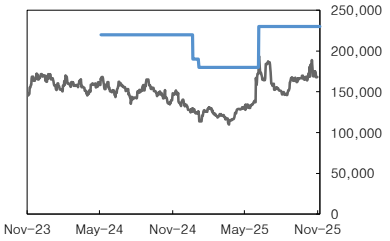
NAVER(035420)



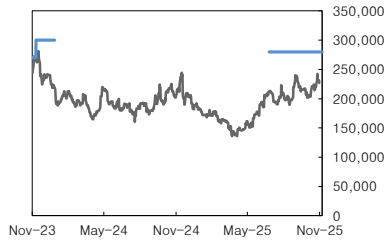
카카오(035720)



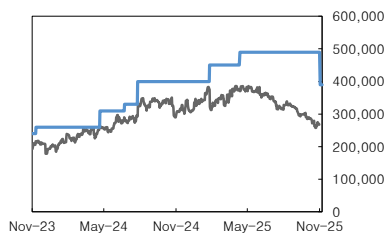
삼성에스디에스(018260)



엔씨소프트(036570)



크래프톤(259960)



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 18일 현재 삼성에스디에스, NAVER, 카카오, 엔씨소프트, 크래프톤 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 NAVER, 카카오, 크래프톤 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
81.5%	18.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.