SECTOR
UPDATE

2025. 11. 25.

Tech팀

오동환 Analyst
dh1.oh@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

인터넷/게임 (OVERWEIGHT)

국내 시장에도 불어올 AI 훈풍

2026년 연간 전망

국내 시장에도 불어올 AI 훈풍

안녕하세요. 삼성증권 오동환입니다.

2026년 인터넷 섹터에 대해 OVERWIEGHT 의견을 유지하는 한편, 게임 섹터에 대한 투자의견을 기존 NEUTRAL에서 OVERWEIGHT으로 상향합니다.

내년 인터넷 섹터는 AI 도입이 본격화되며 광고 매출 성장률 반등이 가시화되고, 버티컬 에이전트 출시로 신규 성장 동력에 대한 기대감이 높아질 전망입니다. 여기에 네이버 파이낸셜과 두나무 기업 결합이 원화 스테이블코인 시장 개화를 촉진하며 핀테크 기업들의 기업 가치도 높아질 것으로 예상됩니다.

게임 섹터는 그동안 모바일게임 시장 정체로 어려운 시기를 겪었습니다. 그러나 2026년에는 모바일게임 시장이 완만하게 성장하는 가운데, 자체 결제 확산과 AI 도입에 따른 구조조정으로 섹터 전반의 수익성이 개선될 것으로 예상됩니다. 그동안 닫혀 있던 중국 시장도 양국 간 긴장 완화로 추가 개방 가능성도 높아지고 있어 대형주 중심의 반등이 전망됩니다.

상반기에는 신규 AI 서비스 출시가 예정된 인터넷 섹터에, 하반기에는 대형사의 신작 출시가 집중된 게임 섹터에 투자할 것을 추천해 드리며, 탑픽으로는 NAVER와 넷마블을 제시합니다.

본 보고서가 투자자분들의 투자 판단에 도움이 되길 바랍니다.

감사합니다.

리서치센터 Tech팀
오동환 수석연구위원
dh1.oh@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 투자 전략 및 탑픽 4p

02 인터넷 섹터 전망 6p

03 게임 섹터 전망 17p

04 기업 분석 23p

PART 01

투자 전략 및 탑픽

투자 전략 및 탑픽

▶상반기 인터넷 섹터, 하반기 게임 섹터 투자 추천

- **인터넷 섹터 OVERWEIGHT 투자의견 유지**. `26년 인터넷 섹터는 1) AI 도입에 따른 광고 매출 성장, 2) 버티컬 AI 에이전트 서비스 출시, 3) 스테이블코인 생태계 개화로 밸류에이션 리레이팅 전망
- **게임 섹터 투자의견** 기존 NEUTRAL에서 **OVERWEIGHT으로 상향**. `26년 게임 섹터는 1) 모바일게임 시장의 완만한 성장, 2) 자체 결제 확산과 구조조정에 따른 수익성 개선, 3) 중국 시장 개방 가능성도 상승으로 대형주를 중심으로 반등이 예상
- 상반기에는 신규 AI 서비스 출시가 예정된 인터넷 섹터에, 하반기에는 대형사의 신작 출시가 집중된 게임 섹터에 투자할 것을 추천

▶인터넷/게임 섹터 탑픽으로 각각 NAVER와 넷마블을 제시. 차선호주로 크래프톤과 엔씨소프트 하반기 매수 추천

인터넷 섹터 탑픽: NAVER (BUY, 목표주가: 330,000원)	• 쇼핑 수수료 인상과 AI 도입 효과로 광고/커머스 매출 성장률 상승 • 두나무와 네이버파이낸셜 합병으로 연결 영업이익 성장과 신규 성장동력 확보
게임 섹터 탑픽: 넷마블 (BUY, 목표주가: 80,000원)	• 1Q26부터 매 분기 대작 출시로 연중 강력한 신작 모멘텀 지속 • 높아진 Hit ratio, 늘어난 신작 수명으로 매출 반등. 자체 런처 결제 비중 확대로 수익성 개선
차선호주: 크래프톤 (BUY, 목표주가: 380,000원)	• `26년 하반기 서브노티카2와 펫월드 모바일 출시로 밸류에이션 디스카운트 해소 전망 • 2월 중국 춘절 대규모 업데이트로 PUBG 트래픽 반등 기대
차선호주: 엔씨소프트 (BUY, 목표주가: 300,000원)	• 아이온2 출시로 영업 흑자 전환. 지속 가능한 MMORPG 수익모델 제시 • `26년 하반기 신더시티와 아이온2 글로벌 출시, 호라이즌 스틸 프론티어스 마케팅 본격화로 밸류에이션 반등

PART 02

인터넷 섹터 전망

1) 플랫폼, 광고 성장으로 AI 투자 효과 증명

2) 버티컬 에이전트 출시 본격화

3) 원화 스테이블코인 시장 개화

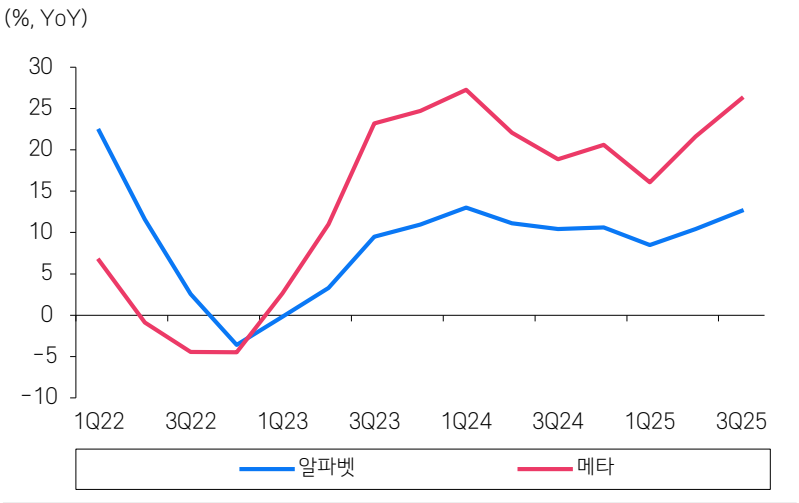
4) 인프라 투자 확대는 양날의 칼

미국 플랫폼, 광고 성장으로 AI 효과 증명

▶생성 AI 적용으로 알파벳과 메타의 광고 매출 성장률 상승

- 알파벳은 광고 매칭 및 targeting 정확도 향상, 광고 소재 제작 최적화, AI Overview와 AI 모드에 신규 광고 도입으로 두 자리대 광고 매출 성장률 회복
- AI Overview와 AI모드 도입 이후 제로클릭 증가에도 불구, 사용자의 검색 빈도 증가와 상업적 쿼리 증가로 전체 광고 매출 증가
- 메타도 AI 광고 도구(Advantage+) 도입과 AI 추천 모델로 인한 전환율 상승, AI targeting으로 인한 광고 노출 증가, 콘텐츠 소비 시간 증가, 생성형 AI 광고 소재 제작 지원 등으로 YoY 광고 매출 성장률 3Q25에 26%로 상승

알파벳과 메타의 광고 매출 성장률 추이



자료: 블룸버그

빅테크 광고 매출 AI 도입 효과

	구글	메타
신규 광고 상품 출시	AI Overview와 AI 모드 광고 상품 출시	AI 에이전트의 비즈니스 메시징 통합
광고 타게팅 향상	9월 AI Max 출시로 검색 쿼리 매칭 강화 Pmax로 광고 효율 측정 및 입찰 최적화	AI 광고 도구 Advantage+ 출시로 광고 전환율 향상 AI 타게팅으로 광고 Impression 및 광고 단가 상승
컨텐츠 추천 강화	Gemini 기반 추천으로 유튜브 시청 시간 증가	AI 추천 고도화로 페이스북과 인스타그램 체류 시간 확대
광고 소재 제작	Asset Studio와 Product Studio에 Imagen 4 모델 적용	생성형 AI 기능 소규모 광고주 광고 제작 지원

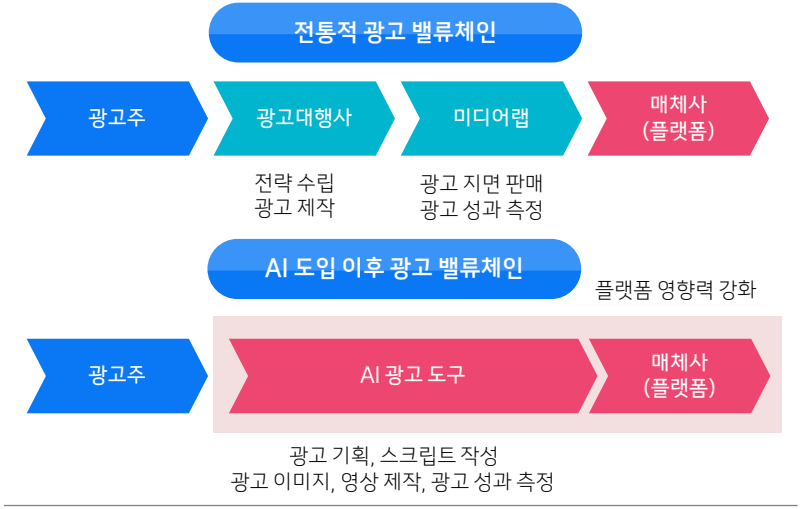
자료: 각사, 삼성증권 정리

AI로 광고 밸류체인 플랫폼에 통합

▶ 빅테크가 제공하는 AI 광고 도구는 광고 밸류체인을 단축, 더 많은 파이가 플랫폼으로

- 구글과 메타 등 빅테크 플랫폼은 광고 캠페인을 생성하고 최적화할 수 있는 AI 광고 도구를 광고주들에게 제공
- 구글은 초당 0.4달러 수준으로 영상 콘텐츠 제작이 가능한 'VEO 3 Fast'를 출시. 토이저러스, 코카콜라, 칼시 등 AI 광고 영상 송출 사례 증가
- 인터랙티브광고협회(IAB)는 미국 광고주 86%가 생성 AI를 사용하거나 곧 도입 예정이며, '26년 40%의 영상광고가 생성 AI를 활용한다 전망
- 광고주는 AI 광고도구 사용으로 광고 제작 비용을 절감. 더 적은 예산으로 효율적으로 광고 집행. 절약된 예산은 더 많은 광고 구매에 투입
- AI 도구들로 1인 창업이 증가하며 광고주 풀도 증가. 소규모 비즈니스도 광고 접근성이 향상되며 플랫폼 기업은 더 많은 광고 매출을 창출

AI 도입으로 디지털 광고 밸류체인 축소



자료: 삼성증권

VEO3로 제작된 온라인 거래 플랫폼 Kalshi의 광고

자료: Gizmodo

국내 플랫폼도 AI 도입으로 광고 매출 성장 강화

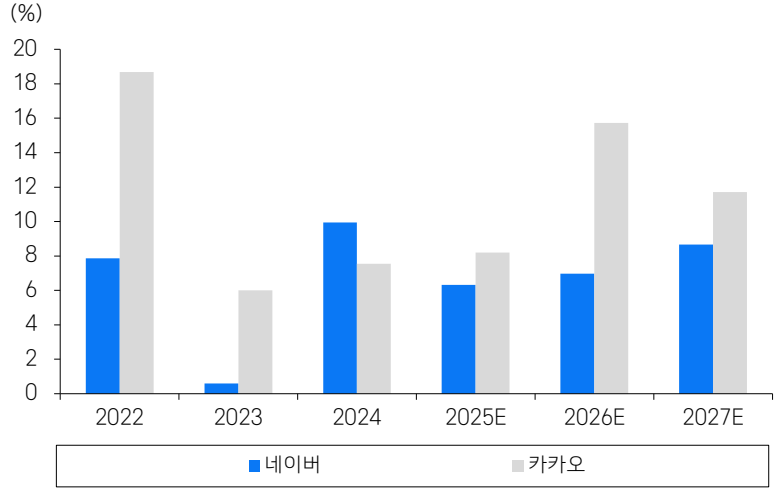
▶AI 기술 적용으로 국내 플랫폼 광고 매출 성장률 상승 전망

- 네이버와 카카오의 광고 매출 성장률은 `26년 각각 7%, 16%로 상승 예상. 이는 1) AI 광고 솔루션 도입과 2) 콘텐츠 소비 시간 증가, 3) AI 서비스 특화 광고 상품 출시에 기인

▶AI 광고 솔루션 출시로 광고 효율 고도화

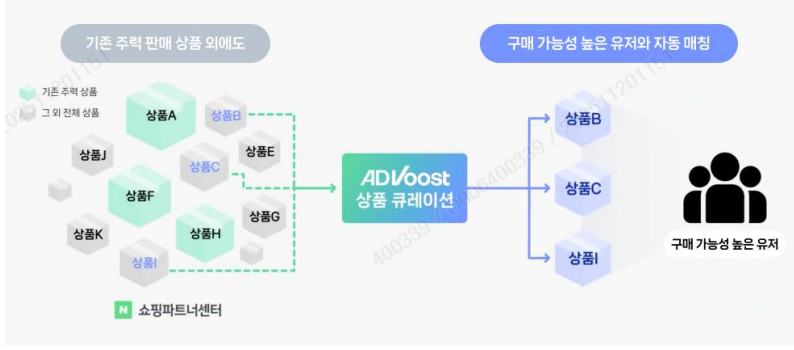
- 네이버는 2025년 AI 광고 솔루션 AD Voost를 본격 도입. 광고 소재 자동 생성, 광고 targeting 자동 확장 기능 출시로 광고 효율성 강화
- `26년에는 AI 에이전트 출시로 광고 성과 분석과 기회 발굴, 해결책 제시, 승인 후 실행 까지 AI가 전담 계획

NAVER, 카카오 광고 매출 성장률



자료: 각사, 삼성증권 추정

NAVER AD Voost Shopping



자료: NAVER

국내 플랫폼도 AI 도입으로 광고 매출 성장 강화

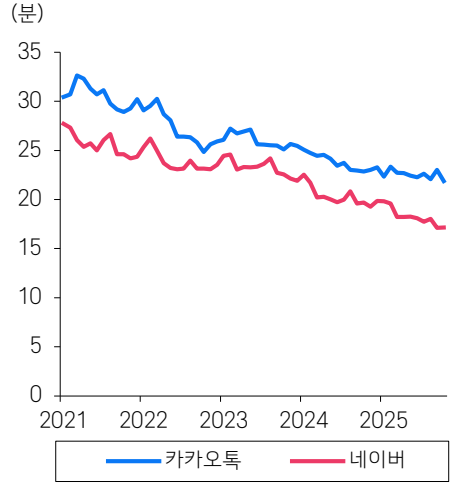
▶AI 콘텐츠 추천 알고리즘 정교화로 체류 시간 증가 목표

- 네이버와 카카오는 숏 폼 등 신규 콘텐츠 확대와 추천 알고리즘 정교화로 감소 중인 체류 시간 반등 계획
- 네이버는 피드형 지면 확대와 콘텐츠 추천 알고리즘 정교화로, 카카오는 세 번째 탭 숏 폼 영상 추가로 체류 시간 확대 목표

▶AI 서비스 특화 광고 상품 출시

- 네이버는 '26년 AI 브리핑 검색 결과에 자연스럽게 연계되는 광고 상품을 출시할 예정
- 카카오는 Chat GPT 검색 결과에 광고를 적용하고, 카나나 in 카카오톡을 통해 대화 메시지 기반 알림 광고를 제공할 계획

네이버, 카카오 체류 시간 변화



참고: 일평균 체류 시간 기준
자료: 센서타워

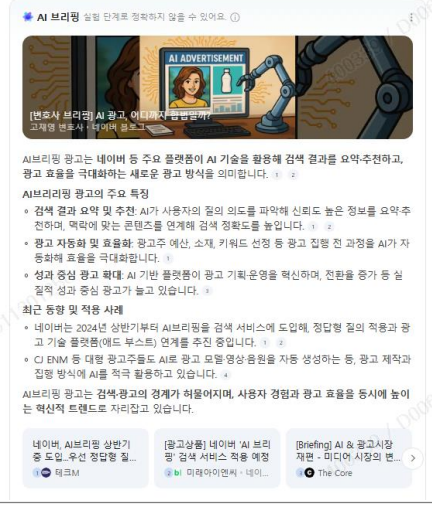
네이버 피드 광고 확대, 카카오 숏 폼 광고 도입

네이버 피드 광고

카카오 숏 폼 광고

자료: 각사

네이버 AI 브리핑 광고 도입 예정



자료: 네이버

국내 플랫폼은 버티컬 에이전트로 승부

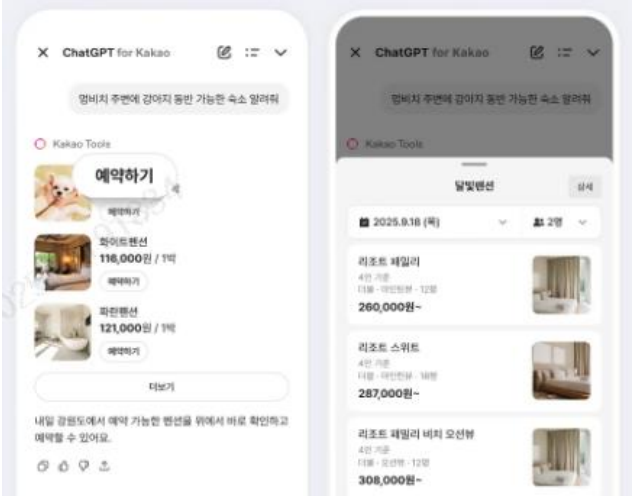
▶글로벌 AI 서비스는 구매와 결제, 예약 가능한 에이전트로 진화

- Open AI는 Chat GPT에 쇼피파이, 엣시, 월마트 등과 협업으로 상품 구매와 결제가 가능한 Agentic Shopping 기능 출시
- 구글은 11월 업데이트를 통해 다단계의 작업이 필요한 업무를 처리할 수 있는 Gemini Agent를 출시. 일정 관리, 예약 등 다양한 작업 실행 가능

▶국내 플랫폼도 버티컬 서비스로 AI 에이전트 시장 경쟁 참전

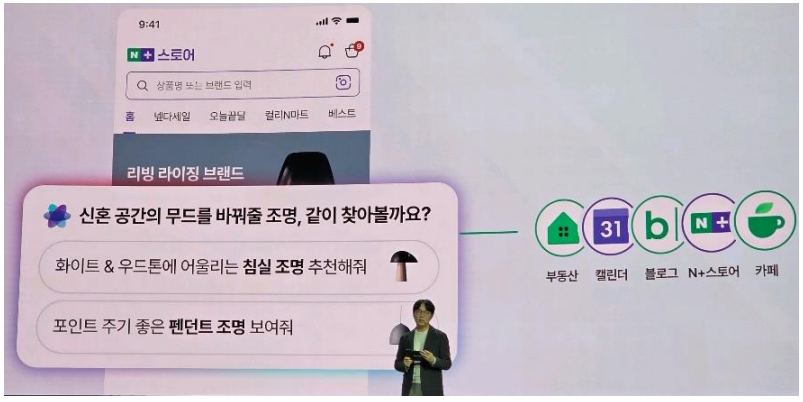
- 카카오는 '25년 ChatGPT와 카나나 in 카카오톡을 출시, 카카오의 버티컬 서비스를 AI Tools로 만들어 AI 서비스에 연결
- 네이버는 '26년 쇼핑, 로컬, 금융 에이전트 등 버티컬 AI 에이전트를 출시하고, 검색에 AI 탭을 출시하여 범용 에이전트로 발전시킬 계획

예약하기 연동한 ChatGPT for Kakao



자료: 카카오

1H26 출시 예정인 네이버의 쇼핑 에이전트



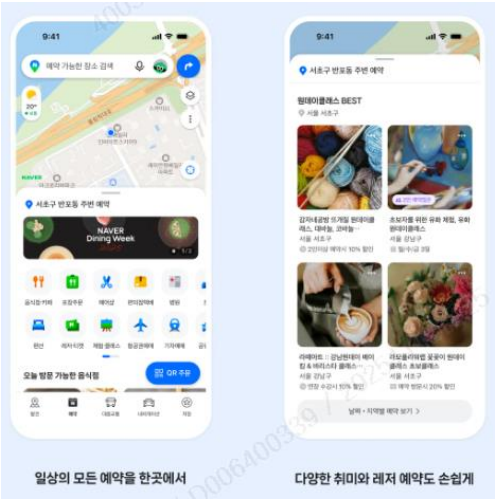
자료: 네이버

글로벌 빅테크가 넘보기 어려운 버티컬 에이전트 시장

▶AI 에이전트 시대 더욱 중요해질 지도 앱, 로컬 플랫폼으로 진화

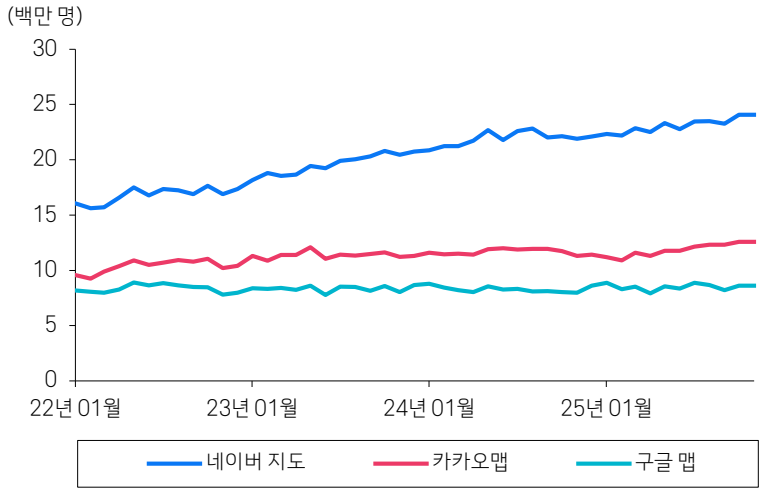
- B2C AI 에이전트 핵심 서비스는 예약과 커머스. 에이전트와 연결되는 버티컬 서비스의 경쟁력이 에이전트의 경쟁력을 좌우
- 네이버는 국내 1위 지도 서비스인 네이버지도를 개편하고 예약 기능을 강화. 이후 AI 에이전트 출시로 국내 로컬 플랫폼 시장 선점 예상
- 카카오는 예약하기 경쟁력 강화 위해 리뷰 시스템을 강화하고, 예약 가맹점 확대 노력. 선두주자와 격차 좁히기엔 시간 필요할 전망
- 지역 정보 서비스는 국내 플랫폼이 장악하고 있는 시장으로, 글로벌 AI 서비스의 진입 장벽 존재. 국내 플랫폼 기업의 경쟁 우위 예상

로컬 플랫폼으로 진화 중인 네이버지도 앱



자료: 네이버

국내 지도 앱 이용자 추이



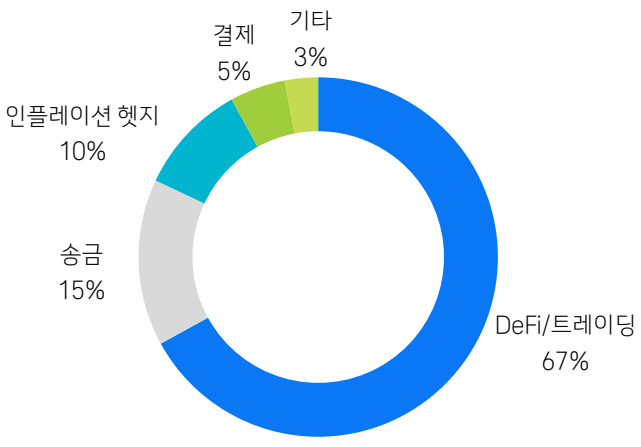
자료: 센서타워

원화 스테이블코인 결제 시장 개화 전망

▶ 네이버 파이낸셜과 두나무 기업 결합으로 원화 스테이블 코인 시장 개화 촉진

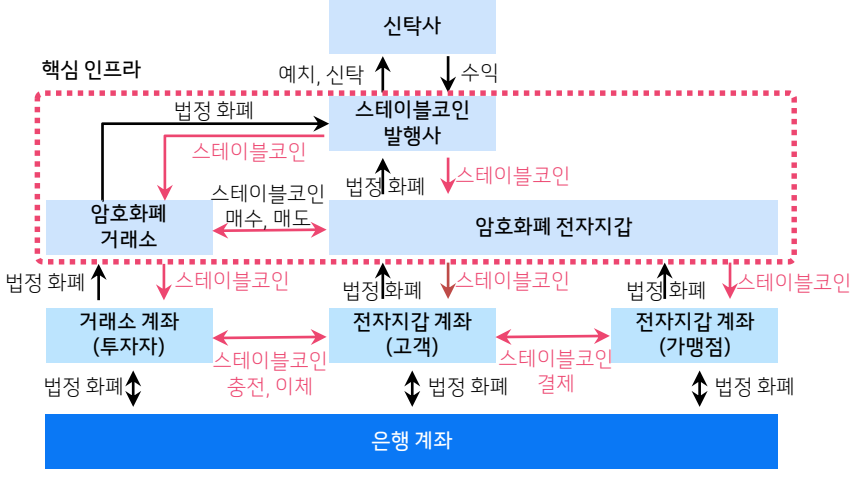
- 11월 중 네이버 파이낸셜과 두나무의 통합으로 정부의 원화 스테이블코인 활성화 정책 촉진 전망
- 핀테크 기업의 스테이블코인 사업 진출 시 확보된 가맹점 인프라를 활용하여 현재 신용카드 네트워크를 우회하는 새로운 결제망 구축 가능
- 현재 스테이블코인은 대부분 가상자산 트레이딩 수단으로 활용되고 있으나, 핀테크 기업들의 시장 진출 시 결제 목적 사용 증가 전망
- `24년 국내 신용카드 결제액은 1,200조원, 국내 신용카드사 당기순이익은 2.6조원. 스테이블코인 시장 일부 대체 시 핀테크 시장 확대 예상

목적별 스테이블코인 활용처



자료: Chainanalysis

스테이블코인 결제 밸류체인



자료: 한국금융, 삼성증권

AI 에이전트에 최적화된 스테이블코인

▶ 스테이블코인은 AI 에이전트 간 거래에 최적화. AI 에이전트 활성화는 스테이블코인 시장 성장 촉진 전망

- AI 에이전트간 거래에서 스테이블코인을 활용한 결제는 비용 효율성, 결제와 정산의 즉시성, 신원 확인 편의성 측면에서 유리
- 구글이 발표한 AI 에이전트 결제 표준 A2P 프로토콜은 은행/신용카드 결제와 더불어 스테이블코인 결제를 공식 지원
- 코인베이스도 오픈 결제 프로토콜 X402를 출시. AI 에이전트가 자율적으로 블록체인 거래를 완료할 수 있는 결제 플랫폼 지원
- 스테이블코인 결제 프로토콜 발전으로 AI 에이전트 경제 활성화 전망

스테이블코인 AI 에이전트 최적화 이유

프로그래밍 가능 화폐
- 스마트 컨트랙트로 자동화된 집행과 복잡한 로직 처리 가능

초소액 결제와 비용 효율성
- 0원에 가까운 전송 비용으로 초소액, 반복 결제 가능

기계간 거래 (M2M Economy)와 신원 문제 해결
- AI 에이전트가 스스로 지갑 보유와 구매 활동 가능

24시 가동과 즉시 정산
- 영업시간, 점검시간 제한 없이 즉시 결제와 정산 가능

자료: 삼성증권

AI 에이전트를 위한 스테이블코인 프로젝트

기업	프로젝트	내용
Coinbase	x402	x402는 사용자 등록 없이 API상에서 직접 결제를 가능케 하는 프로토콜. 등록이나 복잡한 암호 서명 없이 AI 에이전트와 서비스 간 자동 결제를 지원
Google Cloud	A2P (Agent payment protocol)	AI 에이전트와 가맹점 간 안전 규정 준수형 결제 표준. 카드/은행 이체와 스테이블코인 결제를 지원. 60개 금융, IT사와 파트너십
Clouldflare	Net Dollar	달러 기반 스테이블코인. 종량제, 분할 결제, 마이크로 트랜잭션 등 새로운 수익 방식을 지원
Pay3	Agentic Payment Platforms	기업용 스테이블코인 결제 플랫폼. AI 에이전트가 자율적으로 금융 거래 가능하도록 지원

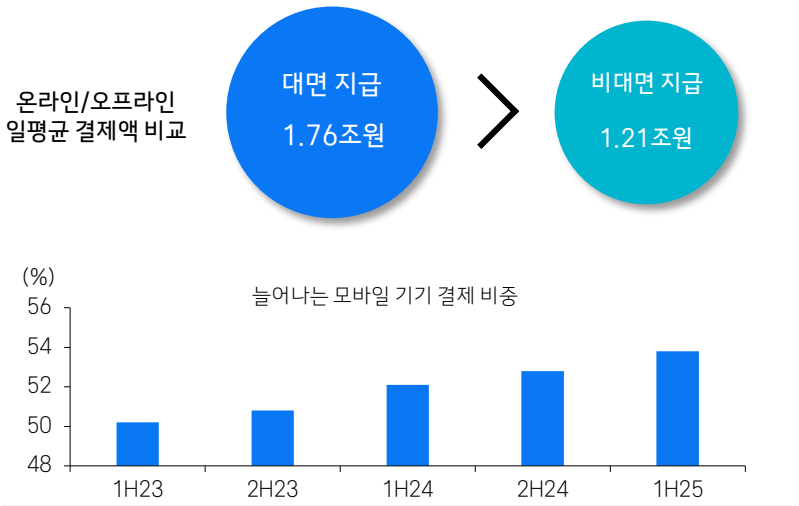
자료: 삼성증권

오프라인 매장 결제 시스템 구축 큰 그림

▶핀테크 기업 오프라인 매장 결제 시장 본격 진출

- 삼성페이가 장악한 국내 오프라인 결제 시장에 결제 단말기 보급을 통한 토스와 네이버의 시장 진출 본격화 전망
- 안면 인식 결제(Facesign) 지원으로 스마트폰 기종 상관없이 앱을 켜지 않고도 가맹점에서 결제 가능
- 토스플레이스는 '23년 결제, 매출 관리, 키오스크, 고객 데이터 분석까지 가능한 프론트 단말기와 POS기 출시로 시장 선점
- 네이버는 '25년 11월 결제 단말기 '커넥트' 출시로 시장 진출. 네이버 예약, 쿠폰, 리뷰 서비스와 연계 강점. 네이버 플레이스와 결합 강화
- 자체 결제 단말기 인프라 구축은 향후 스테이블코인 결제 생태계 구축에 기여할 전망

모바일 기기 통한 오프라인 결제 확산



자료: 한국은행, 2025년 상반기중 국내 지급결제 동향

토스와 네이버의 오프라인 결제 단말기

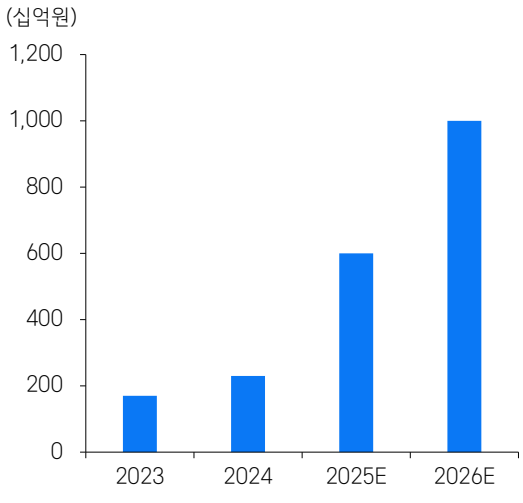
자료: 나스미디어

늘어나는 CAPEX, 인프라 투자 확대는 양날의 칼

▶ 인프라 투자에 대한 전략 차이로 네이버와 카카오의 매출 및 영업이익 성장률 차이

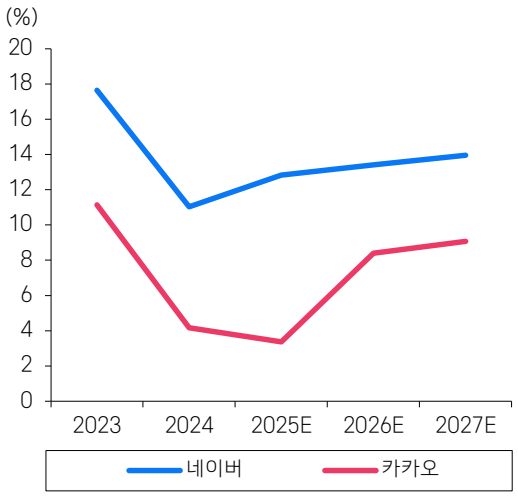
- NAVER는 NVIDIA GPU 6만 장 구매 계약 체결. GPU 구매 비용은 `25년 6천억원, `26년 1조원으로 증가 예상
- 카카오는 연간 500~600억원 수준의 현재 GPU 투자 규모를 `26년에도 이어갈 계획
- 공격적인 인프라 투자로 NAVER의 `26년 영업이익 성장률은 10% 내외에 그쳐 전사 비용 절감 중인 카카오의 이익 성장률에 못 미칠 전망
- 그러나 매출 성장률은 커머스와 클라우드 매출 고성장으로 한 자리대 매출 성장이 예상되는 카카오를 앞설 것으로 예상
- 시장은 비용 절감에 따른 이익 성장률보다 AI 도입으로 인한 매출 성장에 더 주목할 것으로 판단

네이버 연간 GPU 구매 비용



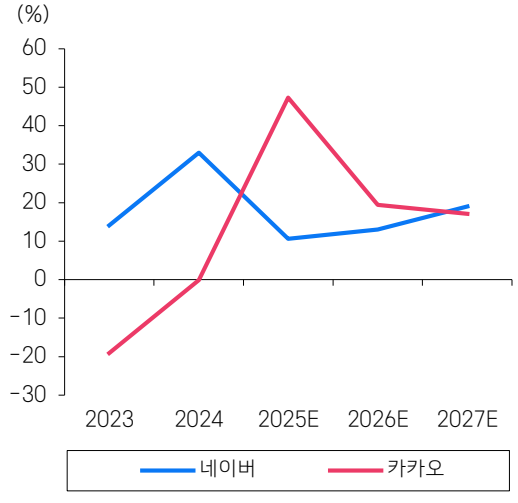
자료: 네이버

네이버 vs 카카오: 매출 성장률



자료: 각사, 삼성증권 추정

네이버 vs 카카오: 영업이익 성장률



자료: 각사, 삼성증권 추정

PART 03

게임 섹터 전망

1) 국내 모바일게임 시장 점진적 회복

2) 수익성 개선 움직임

- 자체 결제 확대

- AI 도입과 구조조정 확대

3) 중국 시장 개화 기대

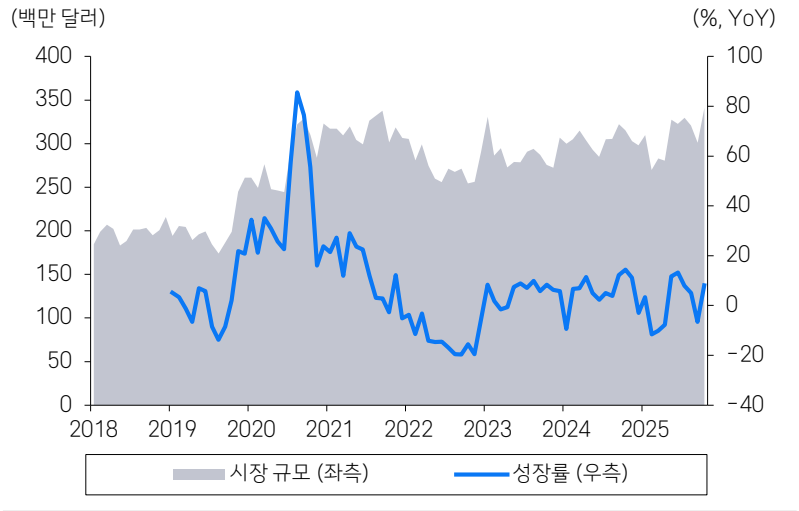
4) 하반기 집중된 신작 라인업

국내 모바일게임 시장 점진적 회복

▶완만한 회복세 보이는 국내 모바일게임 시장

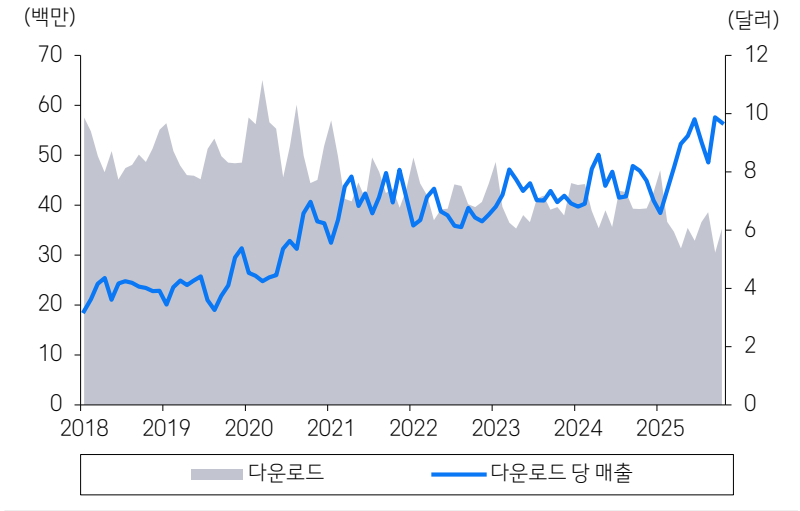
- 국내 모바일게임 시장은 2022년 침체기 이후 완만한 회복세를 보이는 중
- 모바일게임 신규 다운로드는 감소하고 있으며, 시장의 성장은 기존 게임의 매출 증가에 기인
- 2026년에도 모바일게임 시장은 기존 게임의 수명 장기화 속에서 소수의 대형 신작을 중심으로 성장할 전망

국내 모바일게임 시장 점진적 회복



참고: iOS+구글플레이 합산 매출액 기준
자료: 센서타워

신규 다운로드는 감소, 기존 게임 매출 증가로 시장 성장



자료: 센서타워

수익성 개선 1) 자체 결제 확대

▶ 대형사 중심으로 자체 결제 시스템 도입으로 수익성 개선 기대

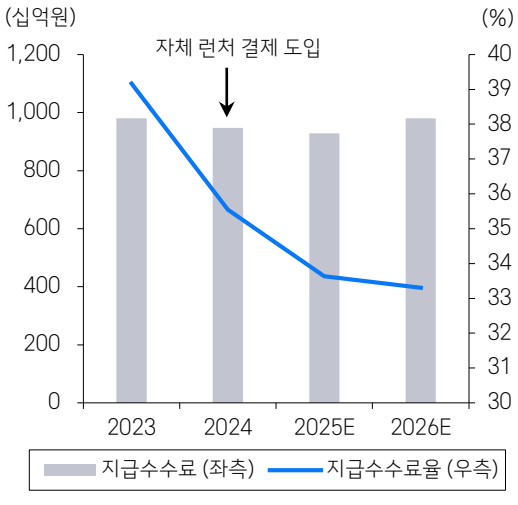
- 넷마블에 이어 '25년에는 엔씨소프트도 모바일/PC 크로스 플랫폼 게임에 자체 결제 도입하며 앱마켓 수수료 절감에 나섬
- 크로스 플랫폼 게임 출시가 확산되고 있고 대형사들이 자체 결제 도입에 나섬에 따라 업계 전반에 자체 결제 도입이 촉진될 전망
- 아직 크로스 플랫폼 게임에만 선택적으로 적용되고 있으나, 도입 확산 시 매출 대비 5~10%의 비용 절감 효과 기대

PC 런처 자체 결제 도입 기업

기업	도입 시기	내용
엔씨소프트	2025. 11	리니지M, 2M 등 기존 게임 PC 런처 통한 자체 결제 적용 신작 아이온 2에도 일부 자체 결제 적용
넷마블	2024년 초	나혼렙:어라이즈, 세븐나이츠 리버스 등 일부 PC 런처 적용 게임에 웹상점 통한 자체 결제 도입
더블유게임즈	2023년 초	자체 결제(DTC) 비중 3Q25 18%로 상승
넥슨	2022. 03	던파모바일 PC 클라이언트에 자체 결제 도입
라인게임즈	2022. 01	언디셈버 PC 클라이언트에 자체 결제 도입

자료: 삼성증권

자체 결제 도입 후 넷마블 지급 수수료 변화



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

엔씨소프트 퍼플 자체 결제 도입

자료: 엔씨소프트

수익성 개선 2) AI 도입과 구조조정 확대

▶AI 도입 본격화로 개발 효율성 개선. 인력 구조조정 통한 수익성 상승 기대

- 게임 기업들의 생성 AI 기술 개발과 서비스 적용은 2026년부터 본격적으로 가시화될 예정
- 크래프톤은 150여 명의 AI 본부에서 LLM 등 기술 연구와 응용 서비스 개발을 진행. `26년 배틀그라운드에 AI 동료인 CPC 도입 계획
- 엔씨소프트도 NC AI의170여 명의 연구 인력을 기반으로 VARCO LLM을 개발하고, 게임 개발에 활용 가능한 AI 솔루션을 출시
- 크래프톤과 엔씨소프트는 AI 도입을 통한 개발 효율성 강화를 통해 잉여 인력 감축을 진행
- 게임 섹터 내 AI 도입이 확대되며 산업 내 인력 조정은 더욱 가속화될 전망

AI NPC 도입 기업

기업	게임	내용
크래프톤	PUBG	1H26, 배그 아케이드 모드에 대화 가능한 AI NPC 동료 'PUBG Ally' 도입 예정
엔씨소프트	신더시티	2H26, 신더시티에 공격 패턴 고도화한 AI NPC 적용 예정
넷이즈	역수한	`25년 11월 대화 가능한 NPC 적용한 역수한 글로벌 출시
	나라카 블레이드 포인트	`25년 말 나라카 블레이드포인트에 Nvidia ACE 기반 AI 팀원 추가 예정
위메이드	미르5	AI 보스 몬스터 아스테리온 개발 중

자료: 삼성증권

AI 도입으로 구조조정 본격화

기업	내용
엔씨소프트	`24년 상반기 권고사직 , 하반기 희망퇴직 진행 `25년 아트 직군 희망퇴직 진행
크래프톤	`25년 11월 자발적 퇴사 프로그램 진행
카카오게임즈	`25년 10월 카카오VX 매각
조이시티	`25년 11월 모히또 개발실 인력 감원

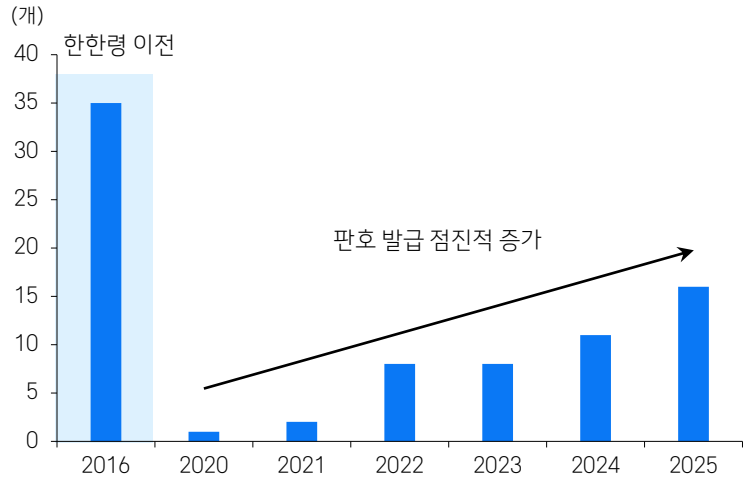
자료: 삼성증권정리

높아지는 중국 시장 개방 기대

▶ 국산 게임에 점차 빗장 열리는 중국 게임 시장

- 국내 게임에 대한 판호 발급 건수는 2020년 이후 점진적으로 증가, 2025년 9월까지 총 16종에 대한 신규 판호 발급
- 기존에는 중소형사의 신작 위주로 판호가 발급되어 시장 임팩트가 제한적이었으나, 올해는 넥슨의 대작들의 판호 발급 증가
- 여전히 연간 발급되는 판호의 수는 제한적이나, 최근 한중 관계 개선 움직임을 감안하면 중국 게임 시장 개화 가능성 존재
- 다만, 시장 개방의 수혜는 높아진 중국 유저의 눈높이를 충족시킬 수 있는 대형사의 대작 게임에 한정될 전망

국내 게임 판호 발급 추이



자료: 중국광전총국

`25년 판호 발급 주요 국내 게임

시기	개발사	게임	장르
2025년 9월	**넥슨**	**데이브 더 다이버**	MMORPG
	넥슨	**메이플스토리: 새로운 페이지**	**방치형 RPG**
	그라비티	선경전설:몽상천공	수집형 RPG
2025년 8월	라인게임즈	대항해시대 오리진	MMORPG
	슈퍼크리에이티브	카오스 제로 나이트메어	서브컬처 RPG
	에피드게임즈	트릭컬 리바이브	수집형 RPG
2025년 7월	**넥슨**	**더파이널스**	FPS
2025년 5월	그라비티	선경전설:지약정호적모험	RPG

자료: 중국광전총국

2026 하반기 강한 신작 모멘텀

- 2026년 크래프톤과 엔씨소프트는 연간 2~3종의 신작을 출시할 계획. 주요 신작 출시가 집중된 하반기에 주가 모멘텀 기대
- 넷마블은 대형사 중 유일하게 상,하반기 고르게 다수의 신작을 출시할 예정. 연중 신작 모멘텀 지속되며 안정적인 주가 상승 예상
- 중소형사는 펄어비스의 붉은사막을 제외하고 `26년 대작 출시 계획은 없는 상황. `26년에도 대형사 중심의 장세가 이어질 전망

주요 국내 게임사 신작 출시 타임라인

기업명	4Q25	1H26	2H26	2027
크래프톤	딩컴(콘솔)		펫월드 모바일 서브노티카 2	블랙버짓 PUBG: 블라인드스팟 딩컴투게더
넷마블	스톤에이지: 펫월드 나혼렙: 어라이즈 오버드라이브	일곱 개의 대죄: Origin 몬길: 스타 다이브 프로젝트 SOL	프로젝트 이블베인 나혼자만 레벨업: 카르마 샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	
엔씨소프트	아이온2 레거시 IP 기반 신작	리밋 제로 브레이커스 타임 테이커즈	신더시티 아이온2 글로벌	호라이즌 스틸 프론티어
펄어비스		붉은사막		도깨비
시프트업				프로젝트 스피릿
카카오게임즈		SMiniz 더 큐브, 세이브어스 던전 어라이즈	프로젝트Q 프로젝트 QQ 갓 세이브 버밍엄 아키에이지 크로니클	프로젝트 C 크로노 오디세이 프로젝트 S 검술명가 막내아들 IP
NHN		최애의아이: Puzzle Star DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY 토파즈 (도검난무 IP)	프로젝트 MM 프로젝트 EMMA	
컴투스		도원암귀: 크림슨 인페르노 프로젝트M	프로젝트 ES 데스티니 차일드 IP 게임 프로젝트 MAIDEN	전지적 독자 시점 IP 게임
네오위즈		고양이와스프 마법의레시피 킬 더 쉐도우	킹덤2 안녕서울: 이태원편	라이프 시뮬레이션 신작 울프아이 1인칭 액션 RPG

참고: 주요 기대작에 음영 표시
자료: 각사, 삼성증권 추정

PART 04

기업 분석

1) NAVER

2) 카카오

3) 넷마블

4) 크래프톤

5) 엔씨소프트

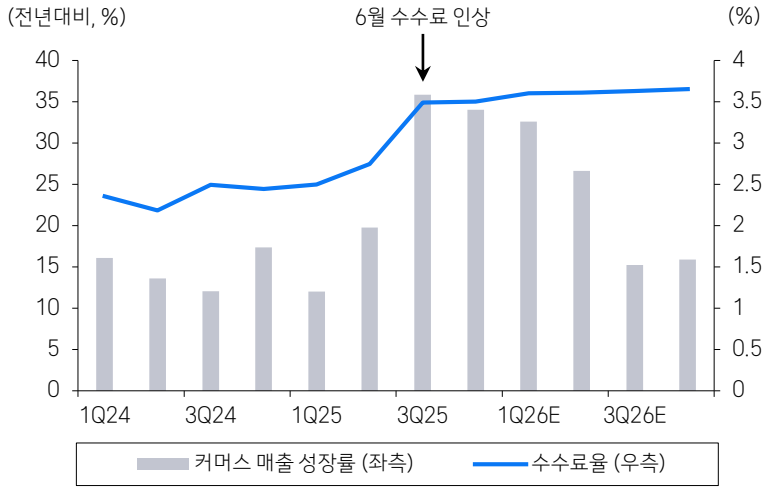
6) 펄어비스

커머스가 매출 성장 견인

▶ 커머스 매출 성장이 `26년 네이버 전체 매출의 두 자리대 성장 견인

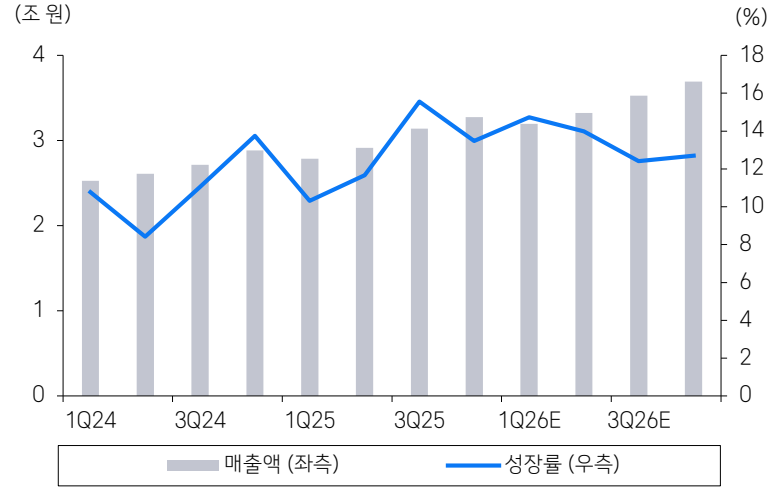
- 커머스 수수료 인상 효과가 지속되며 네이버 커머스 매출은 `26년에도 20%가 넘는 고성장을 지속할 전망
- 서치플랫폼 매출도 콘텐츠 추천 강화와 AI 광고 도구 확대로 `25년 대비 성장률 상승 예상
- 커머스 매출 성장에 힘입어 네이버 전체 매출 성장률은 `25년 12.8%에서 `26년 13.4%로 높아질 전망

네이버 커머스 매출 성장률 및 평균 중개 수수료율



자료: NAVER, 삼성증권 추정

네이버 연결 매출 및 성장률



자료: NAVER, 삼성증권 추정

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

소버린 AI로 클라우드 매출 성장

▶정부의 AI 프로젝트 참여로 엔터프라이즈 클라우드 매출 본격 성장 전망

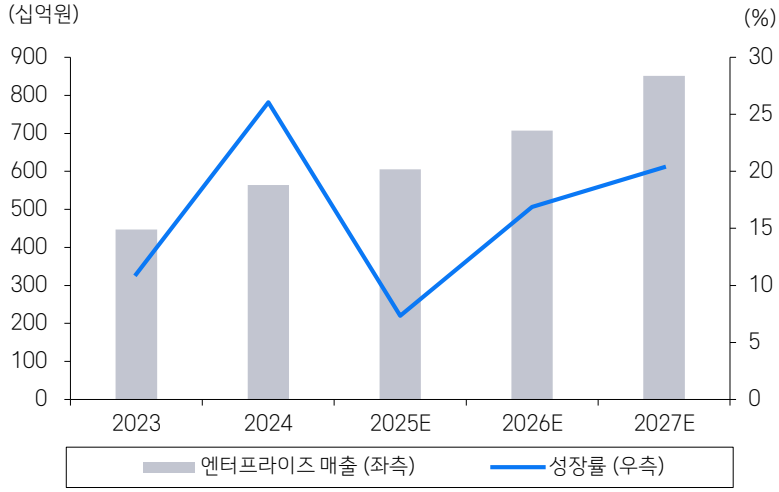
- 정부와 진행 중인 AI 프로젝트 가동으로 `26년부터 네이버 엔터프라이즈의 클라우드 매출 성장률 상승 전망
- 정부의 소버린 AI 프로젝트 자체의 매출 규모는 크지 않으나, 공공 부문의 레퍼런스 확보로 정부 및 공공 AI 프로젝트 수주 증가 예상
- 네이버클라우드는 `25년 한국수력원자력, 한국은행 등에 특화 AI를 구축. `26년 공공부문 AI 도입 확대로 매출 성장 기대

네이버 엔터프라이즈 참여 국가 AI 프로젝트

프로젝트명	내용
AI 컴퓨팅자원 활용 기반 강화 사업	• 정부 예산으로 GPU 2,296장 구매 및 운용 • GPU 필요한 산학연 프로젝트에 인프라 지원 • 20% 이하 GPU 자원 민간 판매 가능
독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트	• 글로벌 AI 모델 95% 이상 성능의 AI 파운데이션 모델 개발 • `26년 최종 2개 팀 선발, GPU와 데이터 지원
국가 AI 컴퓨팅센터 구축	• GPU 5만 장 확보하여 산학연 AI 연구 지원 • 삼성SDS 등과 컨소시엄 구축

자료: 삼성증권 정리

네이버 엔터프라이즈 매출 및 성장률



자료: NAVER, 삼성증권 추정

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

온서비스 AI 출시로 기존 사업 경쟁력 강화

▶에이전트N 순차 출시로 버티컬 서비스 경쟁력 제고

- 네이버는 `26년 상반기부터 쇼핑, 로컬, 금융 버티컬 각각의 AI 에이전트를 출시하여 서비스 경쟁력 제고 예정
- 네이버의 쇼핑 및 로컬 시장에서의 지배력을 바탕으로 AI 에이전트 시장을 선점하고, 이를 통해 기존 사업부 매출을 강화할 계획

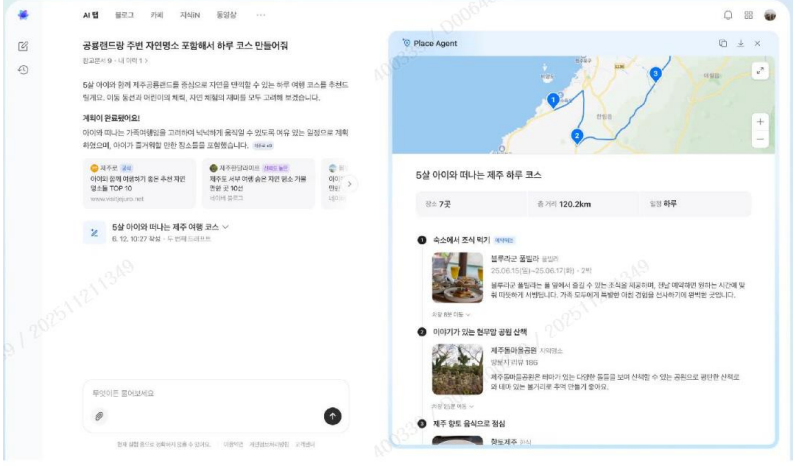
▶검색 AI 탭 출시와 버티컬 에이전트 통합으로 검색 경험 개선

- `26년 상반기 중으로 검색에서도 AI 탭을 별도 출시하여 구글 대비 AI 검색 격차를 최소화할 예정
- AI 탭에서 다양한 버티컬 AI 에이전트 서비스를 통합하여 범용 AI 에이전트로 역할 확대할 계획

네이버 에이전트 N 출시 예정

자료: NAVER

에이전트 연동된 'AI 탭' 출시 예정



자료: NAVER

두나무 편입으로 영업이익과 성장 동력 확보

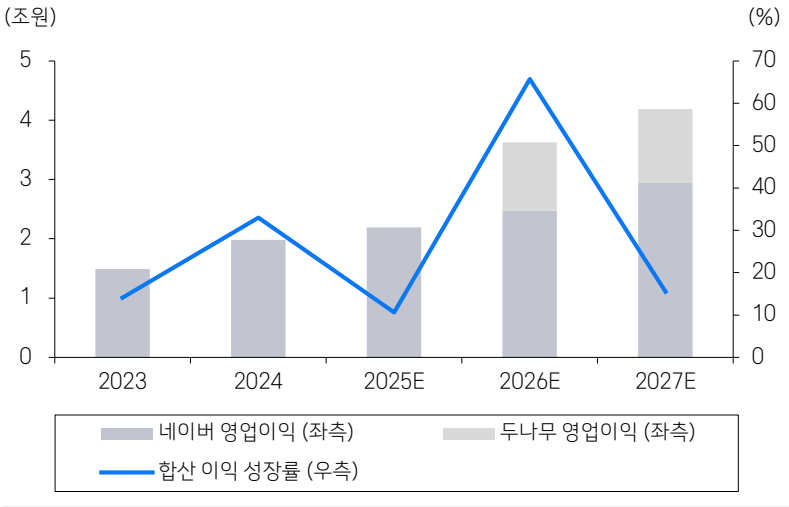
▶ 네이버 파이낸셜과 두나무 통합은 네이버의 가장 중요한 성장 동력

- 협의 중인 네이버파이낸셜와 두나무 지분 교환 성립 시 네이버는 업비트에서 발생하는 안정적인 매출과 영업이익을 실적에 편입 가능
- 합병 시 원화 스테이블 코인 발행과 유통 사업과 DeFi 등 블록체인 사업 진출로 신규 성장 동력 마련 전망

▶ 아직 해결해야할 과제들

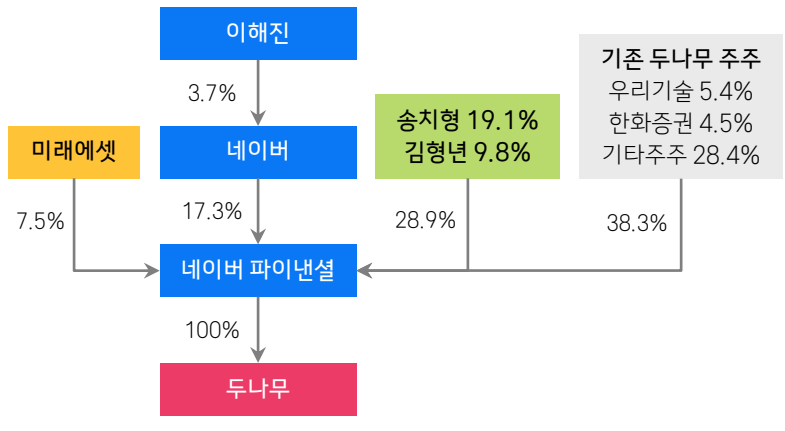
- 네이버 파이낸셜과 두나무의 지분 교환 비율이 1:3으로 성립될 경우 네이버 파이낸셜에 대한 네이버 지분율 하락. 추가 증자나 의결권 위임 통한 연결 자회사 지위 확보 필요. 정부의 금가분리(전통 금융과 가상자산 사업의 분리) 원칙 완화도 필요

두나무 편입 시 늘어날 네이버 영업이익



참고: 2026년 네이버파이낸셜과 두나무 통합 가정
자료: 각사, 삼성증권 추정

지분 교환 이후 네이버와 두나무 지배 구조 (1:3 비율)



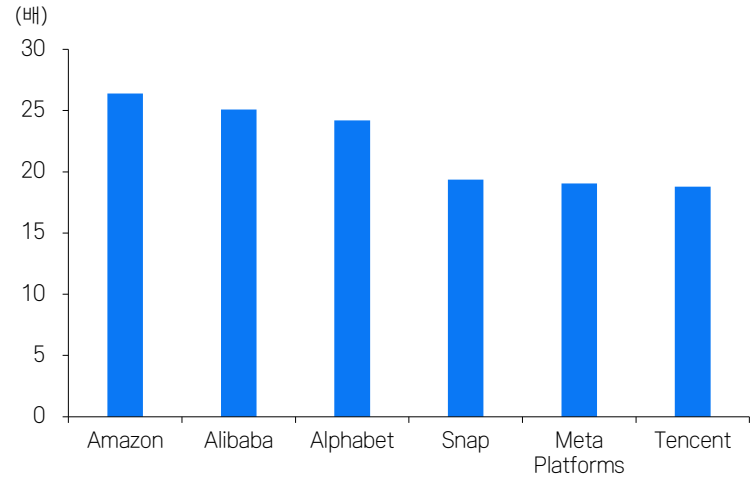
참고: 네이버파이낸셜과 두나무 기업 가치 1:3 가정
자료: 삼성증권

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

강화된 성장 모멘텀 대비 매력적인 밸류에이션

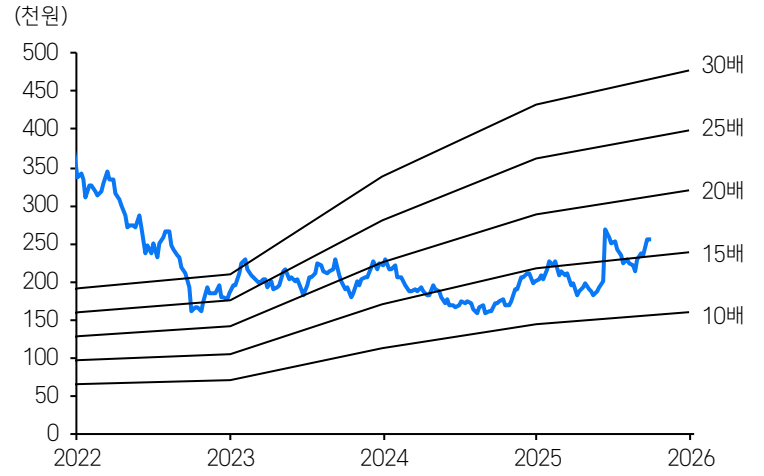
- 글로벌 플랫폼 기업들은 AI 사업 기대감으로 `26E P/E 19~26배 수준에서 거래
- NAVER도 `26년 AI 에이전트 출시, 소버린 AI 사업 본격화, 블록체인 비즈니스 확보 등으로 신규 성장 동력 확보
- `25년 정부 정책 수혜 기대로 12MF P/E 17배 수준으로 상승. `26년 신사업 가시화로 매출 성장률 상승 시 밸류에이션 회복 전망

글로벌 플랫폼 기업 P/E 밸류에이션



참고: 2025년 11월 20일 기준
자료: 블룸버그

NAVER 12개월 forward P/E 밴드



자료: 삼성증권 추정

연간 및 분기 수익 추정

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**9,671**	**10,738**	**12,115**	**13,738**	**15,655**	**2,526**	**2,610**	**2,716**	**2,886**	**2,787**	**2,915**	**3,138**	**3,275**	**3,197**	**3,323**	**3,528**	**3,690**
서치플랫폼	3,589	3,946	4,195	4,488	4,877	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,060	1,086	1,048	1,122	1,145	1,173
커머스	2,547	2,923	3,673	4,474	5,170	703	719	725	775	788	861	985	1,039	1,045	1,090	1,135	1,204
핀테크	1,355	1,508	1,686	1,904	2,137	354	368	385	401	393	412	433	448	451	468	485	501
콘텐츠	1,733	1,796	1,955	2,165	2,620	446	420	463	467	459	474	509	513	498	490	586	590
엔터프라이즈	447	564	605	707	851	117	125	145	178	134	132	150	189	155	153	176	224
영업비용	**8,182**	**8,758**	**9,925**	**11,264**	**12,712**	**2,087**	**2,138**	**2,190**	**2,344**	**2,281**	**2,394**	**2,567**	**2,683**	**2,650**	**2,745**	**2,862**	**3,008**
개발/운영	2,573	2,664	2,924	3,344	3,692	636	683	657	689	688	699	750	787	808	822	837	877
파트너	3,534	3,790	4,228	4,685	5,274	913	917	938	1,022	974	1,014	1,097	1,143	1,110	1,142	1,185	1,248
인프라	596	705	835	990	1,163	170	172	178	185	189	198	219	229	227	239	254	269
마케팅	1,480	1,599	1,939	2,245	2,583	367	367	417	448	430	482	502	524	505	542	586	613
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,189**	**2,474**	**2,943**	**439**	**473**	**525**	**542**	**505**	**522**	**571**	**592**	**547**	**578**	**666**	**683**
세전이익	1,481	2,322	2,891	3,208	3,827	660	467	653	541	580	684	857	771	703	752	854	899
당기순이익	985	1,932	2,317	2,548	3,063	556	332	530	514	424	497	735	661	527	600	697	724
지배주주순이익	1,012	1,923	2,294	2,522	3,032	511	338	520	554	425	489	726	654	522	594	690	717
수정 EPS (원)	7,021	11,265	14,422	15,934	19,125	1,839	2,675	3,192	3,719	2,586	3,337	4,852	3,658	3,464	3,892	4,469	4,110
이익률 (%)																	
영업이익률	15.4	18.4	18.1	18.0	18.8	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.2	18.1	17.1	17.4	18.9	18.5
세전이익률	15.3	21.6	23.9	23.4	24.4	26.1	17.9	24.1	18.8	20.8	23.5	27.3	23.5	22.0	22.6	24.2	24.4
순이익률	10.2	18.0	19.1	18.5	19.6	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	17.1	23.4	20.2	16.5	18.1	19.7	19.6
지배주주순이익률	10.5	17.9	18.9	18.4	19.4	20.2	13.0	19.2	19.2	15.2	16.8	23.1	20.0	16.3	17.9	19.6	19.4

전사 구조조정으로 이익 성장

▶ 자회사 매각, 구조조정, 비용 통제 등으로 전사 수익성 개선. `26년 20% 이상 영업이익 성장 전망

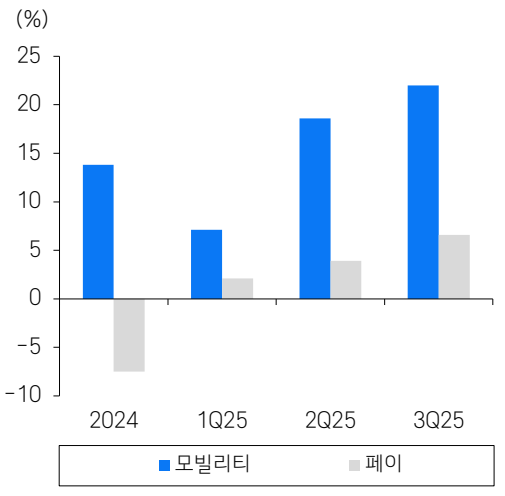
- `25년 카카오엔터, 카카오게임즈 등 자회사의 손자회사 지분 매각 등으로 수익성 개선
- 11월에는 카카오헬스케어 지분 매각으로 연간 300억원대의 영업이익 개선 효과 기대
- 모빌리티, 페이 등 핵심 자회사는 매출 성장과 비용 통제로 영업이익률 개선
- `26년 카카오게임즈, AXZ 등 비주력 자회사에 대한 추가 지분 매각 시 영업이익 추가 성장 가능

`25년 카카오 자회사 매각 내역

시기	내용
`25년 11월	카카오헬스케어 지분 70% 차케어스 등에 매각
`25년 10월	카카오게임즈 보유 카카오 VX 지분 카카오인베스트먼트에 매각
`25년 6월	카카오게임즈 보유 넵튠 지분 39% 크래프톤에 매각
`25년 5월	다음 CIC 분사 후 사명 AXZ로 변경
`25년 2월	엔터테인먼트 자회사 넥스트레벨 스튜디오, 3Y코프레이션, IST 엔터테인먼트 지분 매각

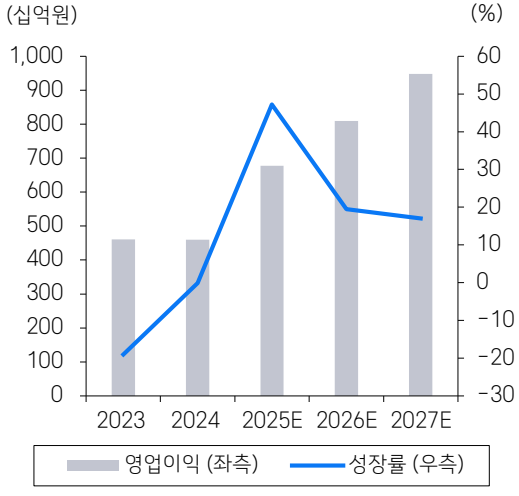
자료: 카카오, 삼성증권 정리

자회사 수익성 개선세



자료: 카카오, 삼성증권

카카오 영업이익 추이



자료: 삼성증권 추정

숏 폼 도입으로 광고 성장률 상승

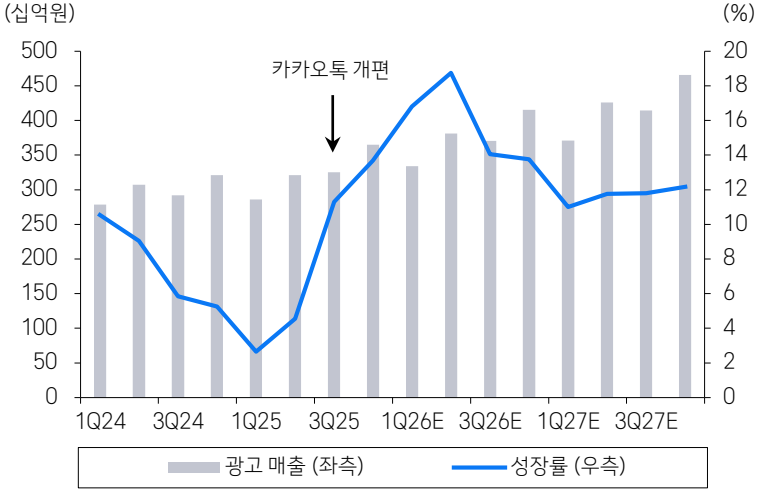
▶9월 카톡 개편 이후 지급 탭 숏 폼 영상 도입. 신규 영상 광고 출시로 광고 매출 두 자리대 성장 전망

- 9월 카톡 개편 이후 카카오톡 일 평균 체류 시간 평균 24분에서 26분으로 10% 증가
- 지금 탭 숏 폼 신규 영상 광고와 친구 탭 피드 광고 도입으로 3Q25 광고 매출 성장률 11%로 상승
- `26년 광고 매출은 숏 폼의 트래픽 증가와 광고 단가 상승에 힘입어 16%로 상승 전망

카카오 '지금'탭 숏 폼 영상 도입, 신규 영상 광고 판매

자료: 카카오

카카오 광고 매출 성장률 상승



자료: 카카오, 삼성증권 추정

카카오톡 AI 성과 가시화는 시간 필요

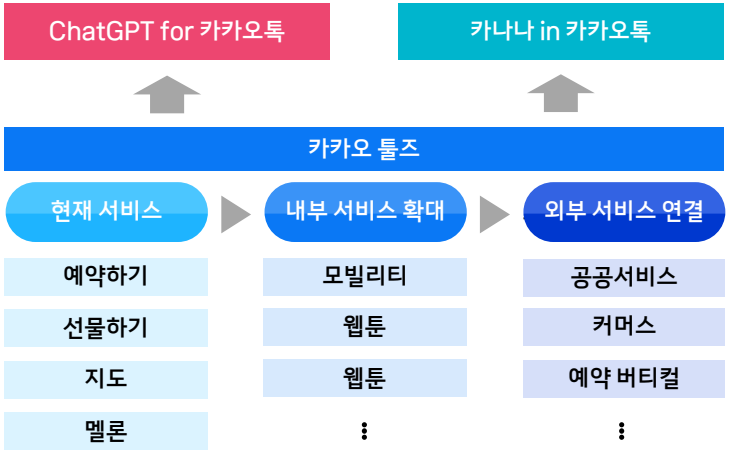
▶ `26년 카카오는 Chat GPT for 카카오톡과 카나나 in 카카오톡을 중심으로 AI 적용 확대 계획

- 카카오의 AI 에이전트 적용 범위를 모빌리티, 웹툰 등 기타 서비스와 공공서비스 등 외부 서비스로 확대할 계획
- 카카오 AI 에이전트의 성과는 데이터를 제공하는 커머스, 로컬 등 버티컬 서비스의 경쟁력에 좌우. 버티컬 서비스 경쟁력 제고에 시간 필요

▶ 재무적 기여까지는 시간 필요

- 챗GPT 사용자는 11월 2백만 명 수준으로 확대. `26년 말까지 천만 명 수준으로 증가 예상.
- 그러나 결제율이 낮은 중장년층 위주의 가입 전략으로 실질적인 매출과 영업이익 기여는 제한적일 전망

카카오 AI 에이전트 카카오톡즈 확장 계획



자료: 삼성증권

챗GPT for 카카오톡 구독 매출 추정

	2025E	2026E	2027E	2028E
카카오 ChatGPT 국내 이용자 (백만명)	4	9	12	15
ChatGPT 유료 구독율 (%)	2	2.2	2.4	2.6
ChatGPT 유료 구독자 (천 명)	80	198	288	390
ChatGPT PLUS 월 요금 (원)	29,000	29,000	29,000	29,000
ChatGPT for 카카오톡 연매출 (십억원)	27.8	68.9	100.2	135.7
영업이익률 (%)	10	10	10	10
영업이익 (십억원)	2.8	6.9	10.0	13.6

자료: 삼성증권 추정

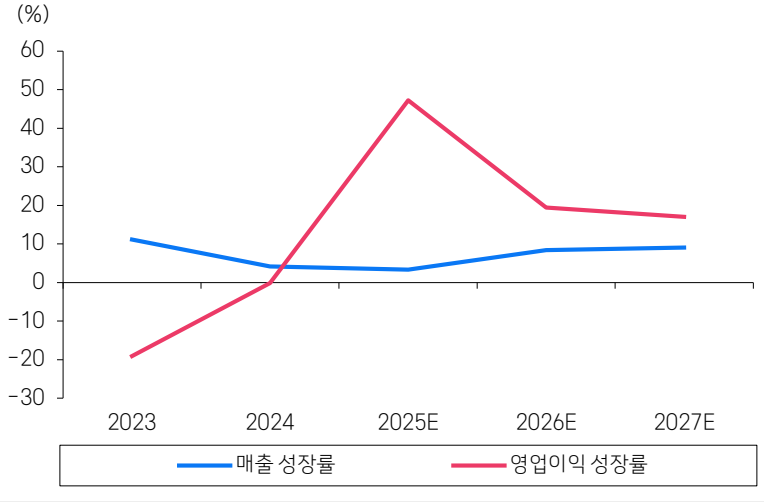
카카오 (035720KS, BUY, 목표주가: 78,000원)

낮지 않은 밸류에이션, 트레이딩 전략 필요

▶ 이익 성장 스토리에 주목, 높은 밸류에이션은 부담

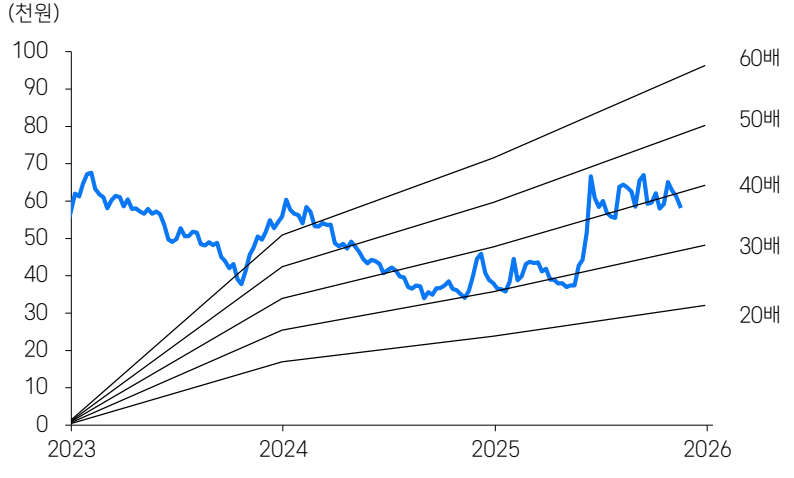
- `26년 카카오의 가장 주목할 투자 포인트는 구조조정에 따른 수익성 개선과 광고매출 성장률 반등 . 이익 성장 가시화 시 주가 상승 가능
- 매출 성장률은 게임즈 등 콘텐츠 자회사의 매출 감소와 커머스 저성장 등으로 한 자리대를 유지할 전망
- 현재 주가는 여전히 P/E 30배 후반으로, 글로벌 플랫폼 피어 대비 높은 수준. 톡 개편과 AI 도입 기대감이 일정 부분 반영
- 카나나 IN 카카오톡 도입에 대한 부정적 피드백 확산 시 단기 주가 조정 가능. 트레이딩 매매 전략 추천

이익 성장률 대비 낮을 매출 성장률



자료: 카카오, 삼성증권 추정

카카오 12개월 forward P/E 밴드



자료: 카카오, 삼성증권 추정

연간 및 분기 수익 추정

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**7,557**	**7,872**	**8,137**	**8,820**	**9,620**	**1,988**	**2,005**	**1,921**	**1,957**	**1,864**	**2,028**	**2,087**	**2,158**	**2,074**	**2,163**	**2,246**	**2,337**
플랫폼	3,554	3,901	4,285	4,804	5,365	955	955	943	1,047	993	1,055	1,060	1,177	1,147	1,171	1,180	1,306
톡비즈	1,982	2,106	2,246	2,508	2,813	516	508	501	557	553	542	534	616	605	609	608	686
포털비즈	344	332	302	273	257	85	88	76	83	74	78	73	77	67	72	63	72
플랫폼 기타	1,228	1,462	1,737	2,022	2,295	354	360	366	407	366	435	453	484	475	491	508	549
콘텐츠	4,003	3,971	3,852	4,017	4,256	1,034	1,050	978	910	871	973	1,027	981	928	992	1,066	1,031
게임	1,010	873	582	504	598	243	233	234	163	145	143	154	140	115	104	150	135
뮤직	1,724	1,920	2,052	2,256	2,401	468	511	471	470	438	518	565	531	504	574	593	584
스토리	922	864	855	857	831	227	216	219	203	213	219	211	212	219	214	219	205
미디어	347	313	363	400	425	95	90	55	74	75	94	96	98	90	99	104	107
영업비용	**7,096**	**7,411**	**7,459**	**8,011**	**8,673**	**1,868**	**1,871**	**1,791**	**1,882**	**1,758**	**1,842**	**1,879**	**1,980**	**1,899**	**1,954**	**2,033**	**2,125**
인건비	1,860	1,917	1,960	2,005	2,070	479	481	459	498	479	489	477	515	488	490	493	533
매출연동비	2,986	3,018	2,924	3,132	3,407	820	797	748	654	701	717	748	758	742	763	806	822
마케팅비	406	406	387	446	488	89	108	105	103	87	88	102	110	97	104	124	122
외주/인프라	835	880	981	1,103	1,212	202	196	194	288	206	233	261	281	259	270	281	292
상각비	751	862	853	928	1,043	198	207	211	246	206	222	208	217	223	228	235	242
기타	258	329	355	397	452	80	82	74	93	80	93	83	99	89	98	95	114
영업이익	**461**	**460**	**678**	**809**	**948**	**120**	**134**	**131**	**75**	**105**	**186**	**208**	**178**	**175**	**209**	**213**	**212**
세전이익	-1,648	-3	456	635	791	141	165	136	-444	193	195	255	-186	220	264	259	-109
당기순이익	-1,817	-162	425	469	554	68	87	79	-395	200	172	193	-140	165	198	181	-76
지배주주순이익	-1,013	55	374	581	639	74	101	106	-226	172	161	125	-84	190	228	208	-46
수정 EPS (원)	23	849	1,193	1,605	1,747	251	321	397	-121	382	471	301	55	465	533	509	97
이익률 (%)																	
영업이익률	6.1	5.8	8.3	9.2	9.8	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	9.2	10.0	8.3	8.4	9.7	9.5	9.1
세전이익률	(21.8)	(0.0)	5.6	7.2	8.2	7.1	8.2	7.1	(22.7)	10.3	9.6	12.2	(8.6)	10.6	12.2	11.5	(4.7)
순이익률	(24.0)	(2.1)	5.2	5.3	5.8	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.7	8.5	9.2	(6.5)	8.0	9.2	8.1	(3.3)
지배주주순이익률	(13.4)	0.7	4.6	6.6	6.6	3.7	5.1	5.5	(11.5)	9.2	7.9	6.0	(3.9)	9.2	10.5	9.3	(2.0)

넷마블 (251270KS, BUY, 목표주가: 80,000원)

연중 강력한 신작 모멘텀

연중 다수의 신작 출시로 가장 안정적인 신작 모멘텀 보유

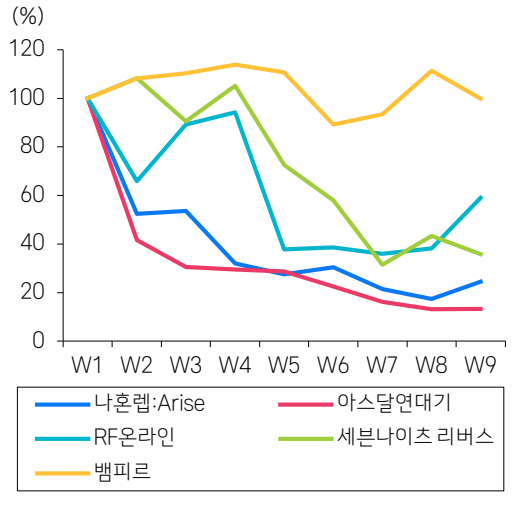
- `26년 일곱개의대죄:오리진, SOL, 몬길:스타다이브, 나혼렙:카르마 등 다수의 대작 출시로 신작 모멘텀 지속
- 높아진 신작 흥행 비율에 더해 최근 신작들의 라이프사이클 장기화로 매출 성장세
- 자체 PC 런처 결제 비중 확대로 지급 수수료율 비중 하락. 매출 성장에 더해 수익성 개선 추이
- `26년 신작 출시를 통한 이익 성장으로 13배 P/E 수준인 현재 밸류에이션 상승 전망

26년에도 풍부한 신작 라인업

시기	게임	장르
4Q25	나 혼자만 레벨업: 어라이즈 오버드라이브	액션 RPG
2026~	스톤에이지 키우기	방치형 RPG
	일곱 개의 대죄: Origin	오픈월드 RPG
	SOL: Enchant	MMORPG
	몬길: 스타 다이브	액션 RPG
	나 혼자만 레벨업: 카르마	로그라이트 액션 RPG
	프로젝트 옥토퍼스	캐주얼 로그라이크 RPG
	이블베인	협동 액션
	샹그릴라 프론티어: 일곱 최강종	액션 RPG

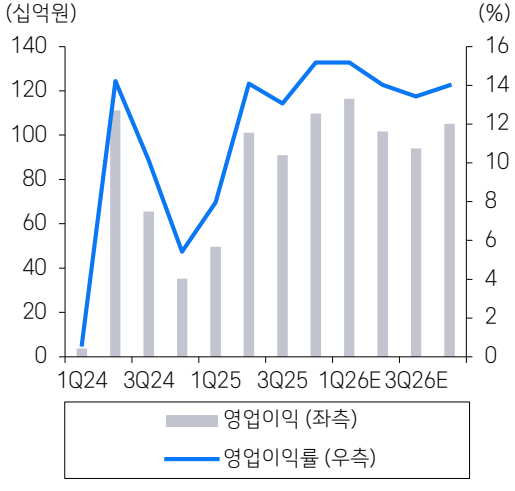
자료: 넷마블

예전보다 늘어난 신작 수명



참고: 출시 첫 주 매출 대비 주간 매출 감소 추이
자료: 삼성증권

높아진 영업이익 베이스



자료: 넷마블, 삼성증권 추정

넷마블 (251270KS, BUY, 목표주가: 80,000원)

연간 및 분기 수익 추정

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**2,502**	**2,664**	**2,761**	**2,943**	**3,053**	**585.4**	**782.1**	**647.3**	**649.0**	**623.9**	**717.6**	**696.0**	**723.6**	**766.9**	**725.1**	**700.2**	**750.8**
스핀엑스 3종	649.0	604.2	592.9	589.2	565.3	163.9	148.6	142.4	149.3	149.7	143.5	146.2	153.5	147.3	145.9	144.4	151.6
마블컨테스트 오브 챔피언	269.6	253.4	237.7	207.2	190.9	46.8	70.4	51.8	84.4	56.2	64.6	48.7	68.2	47.7	58.7	45.8	55.0
일곱개의 대죄	149.8	127.2	113.9	96.3	81.6	41.0	31.3	22.5	32.5	31.2	28.7	27.8	26.2	25.1	24.4	23.9	22.9
나혼자만 레벨업		279.5	143.1	52.6	21.5		156.4	84.1	38.9	49.9	43.1	27.8	22.3	17.8	14.3	11.4	9.1
레이븐2		102.6	98.5	48.1	25.1		31.3	38.8	32.5	31.2	28.7	20.9	17.7	15.1	12.8	10.9	9.3
RF 온라인 넥스트			145.9	75.4	39.4					18.7	64.6	34.8	27.8	23.7	20.1	17.1	14.5
세븐나이츠 리버스			252.0	183.9	90.3						93.3	83.5	75.2	60.1	48.1	40.9	34.8
뱀피르			156.6	140.3	59.8							62.6	94.0	56.4	33.8	27.1	23.0
기타	1,434	1,297	1,021	1,550	1,979	333.7	344.1	307.6	311.5	287.0	251.2	243.6	238.8	373.6	367.0	378.8	430.6
영업비용	**2,571**	**2,448**	**2,410**	**2,526**	**2,597**	**581.7**	**670.9**	**581.8**	**613.8**	**574.2**	**616.5**	**605.1**	**613.8**	**650.5**	**623.4**	**606.2**	**645.6**
지급 수수료	980	947	929	980	1,006	227.4	263.0	224.9	231.6	219.1	242.4	224.9	242.3	252.1	240.5	234.5	253.2
인건비	744.1	720.0	688.7	697.1	718.6	179.5	182.7	179.1	178.7	172.1	174.9	170.4	171.3	172.2	173.9	175.0	176.0
광고선전비	486.8	469.8	526.5	554.0	567.6	101.5	143.7	104.6	120.5	114.2	135.4	145.3	131.6	149.5	136.4	126.7	141.3
기타비용	359.7	311.5	265.8	294.3	305.3	73.3	81.5	73.2	83.0	68.8	63.8	64.5	68.7	76.7	72.5	70.0	75.1
영업이익	**(68.5)**	**215.6**	**351.5**	**417.3**	**455.7**	**3.7**	**111.2**	**65.5**	**35.2**	**49.7**	**101.1**	**90.9**	**109.8**	**116.4**	**101.7**	**94.1**	**105.2**
세전이익	(158.6)	76.3	523.4	513.1	594.8	0.9	217.4	42.2	(184.2)	97.6	189.9	55.9	180.1	135.5	124.9	117.4	135.2
당기순이익	(304.9)	3.1	416.0	389.9	451.4	(9.9)	162.3	20.6	(169.8)	80.2	160.2	40.6	135.0	103.0	96.2	88.3	102.5
지배주주순이익	(256.6)	25.6	403.0	374.3	433.3	(0.4)	169.5	22.4	(165.9)	75.6	160.3	37.5	129.6	98.9	92.3	84.7	98.4
수정 EPS (원)	(2,303)	12,551	3,730	4,328	4,821	(3)	1,071	642	31	506	1,174	891	1,051	1,186	1,058	987	1,097
이익률 (%)																	
영업이익률	(2.7)	8.1	12.7	14.2	14.9	0.6	14.2	10.1	5.4	8.0	14.1	13.1	15.2	15.2	14.0	13.4	14.0
세전이익률	(6.3)	2.9	19.0	17.4	19.5	0.1	27.8	6.5	(28.4)	15.6	26.5	8.0	24.9	17.7	17.2	16.8	18.0
순이익률	(12.2)	0.1	15.1	13.2	14.8	(1.7)	20.7	3.2	(26.2)	12.9	22.3	5.8	18.7	13.4	13.3	12.6	13.6
지배주주순이익률	(10.3)	1.0	14.6	12.7	14.2	(0.1)	21.7	3.5	(25.6)	12.1	22.3	5.4	17.9	12.9	12.7	12.1	13.1

하반기 PUBG 트래픽 반등과 신작 출시 기대

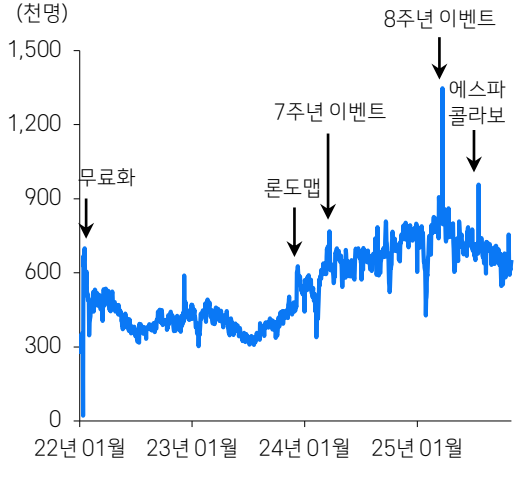
본격적인 주가 반등은 신작 모멘텀이 있는 하반기 전망

▶ 슈팅 장르 경쟁 심화로 PUBG 트래픽 둔화. 2월 춘절 맞이 대규모 업데이트로 트래픽과 매출 반등 기대

▶ `26년 하반기에는 서브노티카2와 펫월드 모바일 출시가 예정. 서브노티카 2 스팀 위시리스트 상위 유지로 흥행 기대감 높은 상황

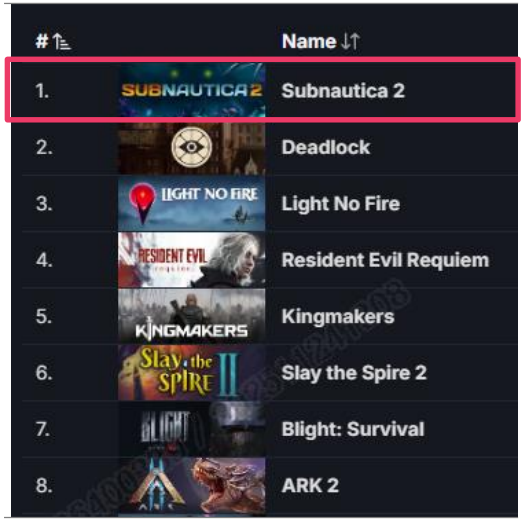
▶ 12개월 P/E 밴드 하단 수준. 스팀 트래픽 반등이나 신작 기대감 회복 시 주가 반등 기대

스팀 PUBG 동접자 추이



자료: 스팀DB

스팀 위시리스트: 서브노티카 2 상위 지속



참고: 2025년 11월 24일 기준
자료: 스팀DB

12개월 예상 P/E 밴드

자료: 크래프톤, 삼성증권 추정

크래프톤 (259960KS, BUY, 목표주가: 380,000원)

연간 및 분기 수익 추정

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**1,911**	**2,710**	**3,145**	**3,762**	**4,331**	**666**	**707**	**719**	**618**	**874**	**662**	**871**	**738**	**1,015**	**804**	**1,028**	**914**
온라인	584	942	1,200	1,508	1,754	244	191	274	233	324	220	354	303	386	282	443	398
모바일	1,245	1,690	1,854	2,080	2,319	402	500	425	362	532	428	488	406	598	492	530	459
콘솔	56	44	43	82	113	11	9	12	12	13	10	10	10	11	10	34	27
기타	26	34	47	92	145	8	7	8	10	5	5	18	19	20	21	21	30
영업비용	**1,143**	**1,527**	**1,861**	**2,238**	**2,636**	**355**	**375**	**395**	**402**	**417**	**416**	**522**	**506**	**510**	**515**	**602**	**611**
인건비 및 복리후생비	455	619	662	739	859	164	165	148	143	166	167	161	168	174	181	188	196
앱수수료/매출원가	227	349	438	560	640	86	78	101	85	105	84	129	120	139	119	157	145
지급 수수료	259	316	457	541	664	61	76	80	98	84	96	142	135	114	126	145	156
광고선전비	66	101	125	176	209	12	21	30	38	23	26	43	33	30	35	57	55
기타	136	141	179	222	264	32	35	36	38	39	43	48	50	52	54	57	59
영업이익	**768**	**1,182**	**1,284**	**1,523**	**1,696**	**311**	**332**	**324**	**215**	**457**	**246**	**349**	**232**	**505**	**289**	**426**	**303**
세전이익	829	1,723	1,281	1,662	1,835	465	458	197	603	499	24	487	271	540	320	462	339
당기순이익	594	1,303	962	1,262	1,393	349	341	121	491	371	16	369	206	410	243	351	258
지배주주순이익	595	1,306	960	1,255	1,386	350	342	122	492	372	15	368	205	408	242	349	256
수정 EPS (원)	10,600	19,196	20,059	23,677	26,557	3,794	4,306	5,000	6,119	6,781	4,735	4,709	3,816	7,734	4,346	6,482	5,115
이익률 (%)																	
영업이익률	40.2	43.6	40.8	40.5	39.2	46.6	47.0	45.1	34.9	52.3	37.2	40.0	31.4	49.7	36.0	41.4	33.2
세전이익률	43.4	63.6	40.7	44.2	42.4	69.9	64.8	27.4	97.6	57.1	3.6	55.9	36.8	53.2	39.8	45.0	37.1
순이익률	31.1	48.1	30.6	33.5	32.2	52.4	48.3	16.9	79.5	42.5	2.3	42.4	27.9	40.4	30.2	34.1	28.2
지배주주순이익률	31.2	48.2	30.5	33.4	32.0	52.6	48.4	17.0	79.7	42.6	2.3	42.2	27.8	40.2	30.1	33.9	28.0

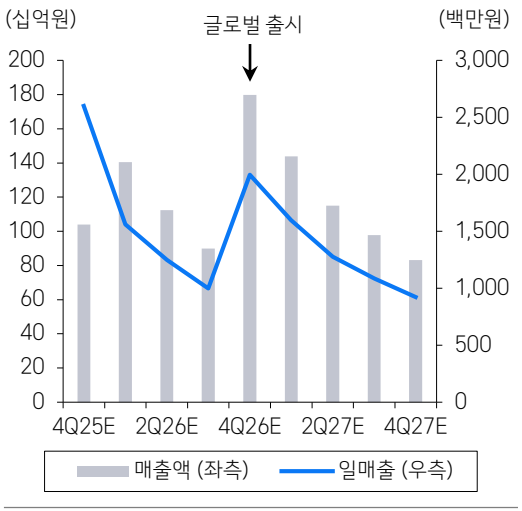
엔씨소프트 (036570KS, BUY, 목표주가: 300,000원)

달라진 엔씨소프트, 이제 다음 신작을 준비

아이온2 흥행으로 MMORPG 장르 잠재력 확인, 하반기부터 차기 신작 기대감 본격화

- 아이온 2 출시, 완성도에 대한 논란에도 초반 일매출 50억원과 일간 이용자 150만 돌파하며 흥행
- 아이온2의 흥행에도 신작 모멘텀 소진으로 상반기 주가는 약세 전망
- `26년 매분기 신작 출시 예정이나, 본격적 신작 모멘텀 반영은 하반기 신더시티와 아이온2 글로벌 출시 때부터 예상
- 하반기 차기 대작 MMO 호라이즌 스틸 프론티어스 마케팅 본격화되면 `26년 기준 15배 수준인 P/E 밸류에이션 반등 가능

아이온 2 매출 추정



자료: 삼성증권 추정

엔씨소프트 신작 출시 일정

시기	게임	장르
4Q25	아이온2	MMORPG
	레거시 IP 스핀오프 게임*	미공개
1Q26	브레이커스: 언락 더 월드	애니메이션 RPG
2Q26	타임 테이커즈	TPS
3Q26	신더시티	3인칭 슈팅
4Q26	리니지2M 중국	MMORPG
	리니지M 중국	MMORPG
	리니지W 북미/러시아	MMORPG
	아이온 모바일	MMORPG
2027	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG

자료: 엔씨소프트, 삼성증권

차기 대작 MMO 호라이즌 스틸 프론티어스

자료: 엔씨소프트

엔씨소프트 (036570KS, BUY, 목표주가: 300,000원)

연간 및 분기 수익 추정

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**1,780**	**1,578**	**1,560**	**2,138**	**2,363**	**397.9**	**368.9**	**401.9**	**409.4**	**360.3**	**360.0**	**456.9**	**506.3**	**499.1**	**513.6**	**619.5**	**360.0**
주요 모바일게임	1,200	937	921	1,367	1,237	249.4	218.2	253.4	215.6	206.3	197.2	299.0	353.8	318.6	306.9	387.3	197.2
주요 PC게임	360	352	355	349	491	91.5	86.2	80.7	93.4	83.3	87.7	92.5	82.7	82.9	93.5	89.7	87.7
로열티 매출	144	182	174	160	181	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	46.8	40.1	38.5	39.5	39.7	42.3	46.8
기타 게임 매출	75	108	109	263	454	24.3	26.8	29.7	26.9	25.7	28.3	25.3	31.2	58.1	73.4	100.3	28.3
영업비용	**1,643**	**1,687**	**1,517**	**1,807**	**1,909**	**372.2**	**360.0**	**416.2**	**538.9**	**355.1**	**367.5**	**426.8**	**429.6**	**440.9**	**445.3**	**491.6**	**367.5**
인건비 및 복리후생비	437	560	510	559	576	109.3	92.3	109.2	249.4	108.9	134.7	133.0	136.7	137.8	138.9	145.5	134.7
지급 수수료	434	380	396	600	680	95.3	81.7	105.3	98.1	94.0	90.7	119.8	133.3	139.0	146.6	180.7	90.7
연구개발비	467	422	310	294	271	114.4	113.3	111.9	82.2	90.9	77.3	71.8	78.8	82.5	65.9	66.4	77.3
광고선전비	80	125	102	145	154	6.3	16.0	41.7	61.3	13.3	15.8	50.3	30.4	29.9	41.1	43.4	15.8
기타	224	200	198	211	229	47.0	56.8	48.1	47.9	48.0	49.0	51.9	50.4	51.6	52.9	55.6	49.0
영업이익	**137**	**-109**	**43**	**331**	**454**	**25.7**	**8.8**	**(14.3)**	**(129.5)**	**5.2**	**(7.5)**	**30.1**	**76.6**	**58.2**	**68.3**	**127.9**	**(7.5)**
세전이익	206	121	490	407	539	78.4	84.9	(32.0)	(10.3)	31.3	435.1	57.3	91.0	69.6	96.6	150.2	435.1
당기순이익	214	94	392	310	410	57.1	71.1	(26.5)	(7.6)	37.5	347.4	43.5	69.1	52.9	73.4	114.2	347.4
지배주주순이익	212	94	392	308	407	57.2	71.0	(26.5)	(7.5)	37.8	346.7	43.4	68.7	52.7	73.1	113.6	346.7
수정 EPS (원)	9,847	-2,793	-372	13,536	17,872	990	1,036	243	-5,062	1,038	-3,903	1,443	3,238	2,578	2,778	4,942	-3,903
이익률 (%)																	
영업이익률	7.7	-6.9	2.8	15.5	19.2	6.5	2.4	(3.6)	(31.6)	1.4	(2.1)	6.6	15.1	11.7	13.3	20.6	(2.1)
세전이익률	11.6	7.7	31.4	19.1	22.8	19.7	23.0	(8.0)	(2.5)	8.7	120.9	12.5	18.0	13.9	18.8	24.3	120.9
순이익률	12.0	6.0	25.2	14.5	17.3	14.4	19.3	(6.6)	(1.9)	10.4	96.5	9.5	13.7	10.6	14.3	18.4	96.5
지배주주순이익률	11.9	6.0	25.2	14.4	17.2	14.4	19.2	(6.6)	(1.8)	10.5	96.3	9.5	13.6	10.6	14.2	18.3	96.3

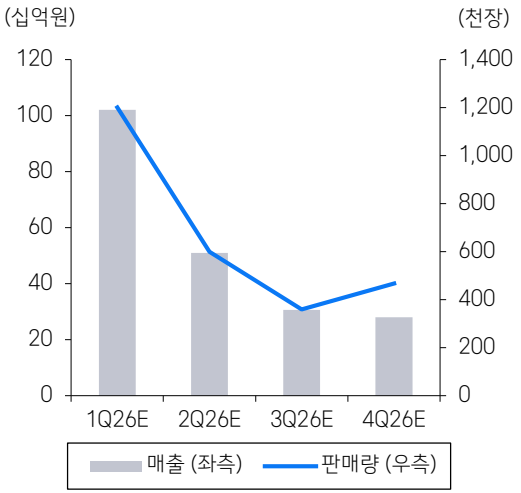
펄어비스 (263750KS, HOLD, 목표주가: 36,000원)

아직 불확실한 베팅

눈앞으로 다가온 붉은사막 출시, 트레이딩 관점 접근 필요

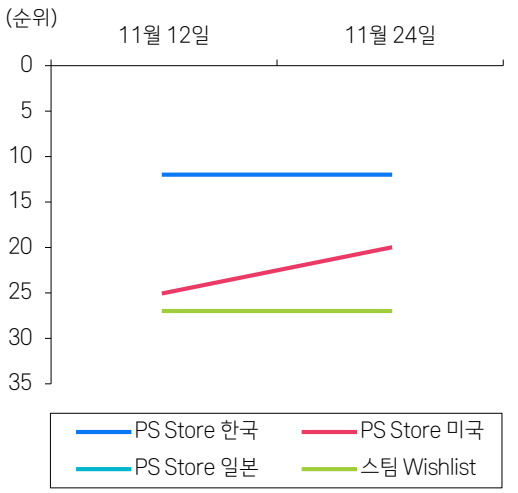
- 붉은사막 출시는 `26년 3월 20일 확정되며 예약 판매 시작. `26년 연간 판매량 270백만 장 가정
- PS스토어 순위는 아직 국내 12위, 미국 20위로 높지 않으나, 1분기 마케팅에 따라 추가 상승 여력
- 그러나 시장의 높은 판매량 기대치와 차기작 출시까지의 공백, 밸류에이션 부담 고려하면 단기 트레이딩 관점 접근 추천

붉은사막 매출 추정



자료: 삼성증권 추정

붉은사막 사전 판매 순위 추이



자료: 소니, 스팀DB

차기작 라인업

시기	신작	장르
1Q26	붉은사막	오픈월드 RPG
2026	이브 프론티어	우주 생존 게임
2027	도깨비	액션 어드벤처
2028	플랜8	슈팅

자료: 펄어비스, 삼성증권 추정

펄어비스 (263750KS, HOLD, 목표주가: 36,000원)

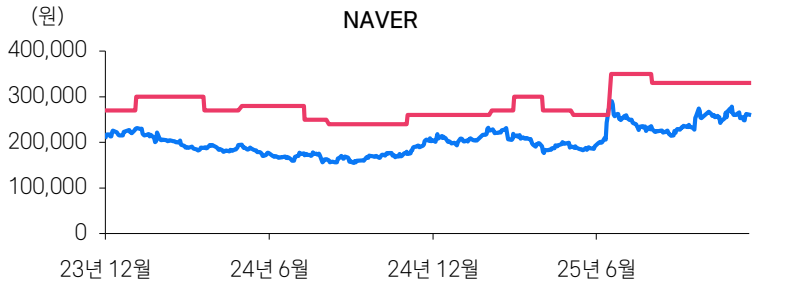
연간 및 분기 수익 추정

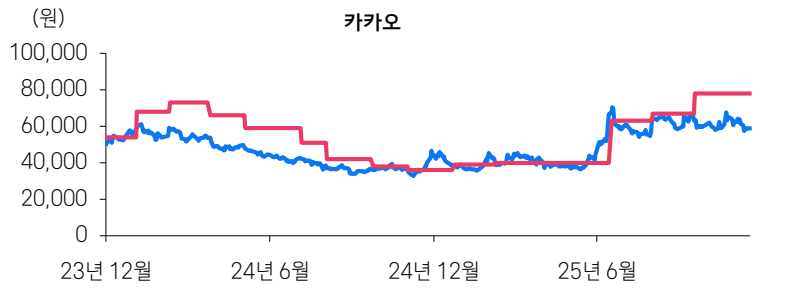
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**333.5**	**342.4**	**370.9**	**612.6**	**565.7**	**85.4**	**81.8**	**79.5**	**95.7**	**83.7**	**79.6**	**106.8**	**100.8**	**200.6**	**145.3**	**131.5**	**135.2**
검은사막 PC	187.4	165.6	213.5	236.2	265.3	41.1	40.1	36.6	47.8	47.6	43.5	64.9	57.5	56.2	52.8	61.3	65.9
검은사막 모바일	47.2	71.0	41.4	30.5	26.0	21.5	16.6	15.1	17.8	12.9	9.1	9.6	9.8	9.3	7.5	6.7	7.0
검은사막 콘솔	18.0	13.4	14.8	19.5	18.1	4.2	3.3	2.2	3.6	2.5	2.4	5.0	4.9	5.3	4.9	4.7	4.5
EVE IP	73.0	82.1	87.4	86.7	88.2	18.0	21.6	20.5	22.0	20.5	24.2	20.8	21.9	21.0	22.2	21.1	22.5
붉은사막				211.7	73.9									102.0	51.0	30.6	28.1
도깨비					64.0												
기타	8.0	10.3	13.8	28.0	30.3	0.6	0.2	5.0	4.5	0.2	0.5	6.5	6.6	6.8	6.9	7.1	7.2
영업비용	**349.8**	**354.5**	**372.5**	**492.4**	**466.7**	**84.9**	**87.6**	**88.7**	**93.4**	**88.9**	**91.3**	**96.2**	**96.1**	**155.1**	**120.8**	**108.7**	**107.8**
인건비 및 복리후생비	177.1	184.3	189.5	193.9	203.7	46.6	46.5	44.2	47.1	49.0	47.2	46.4	47.0	47.6	48.2	48.8	49.4
지급 수수료	69.1	71.0	76.3	155.3	129.2	17.1	18.4	17.0	18.4	17.3	18.1	20.9	20.0	58.6	37.1	29.8	29.9
광고선전비	31.8	33.6	44.9	78.7	65.8	5.6	7.3	8.9	11.8	7.3	10.5	13.6	13.5	33.2	19.5	14.0	12.1
기타	71.9	65.6	61.8	64.4	68.0	15.5	15.4	18.6	16.1	15.3	15.6	15.4	15.6	15.8	16.0	16.2	16.4
영업이익	**(16.4)**	**(12.3)**	**(1.7)**	**120.2**	**99.0**	**0.6**	**(5.8)**	**(9.2)**	**2.2**	**(5.2)**	**(11.8)**	**10.6**	**4.7**	**45.5**	**24.5**	**22.7**	**27.4**
세전이익	22.1	77.7	(1.5)	109.5	85.4	17.2	10.1	(6.6)	57.0	(1.5)	(27.8)	23.1	4.7	42.0	20.4	21.8	25.3
당기순이익	15.2	60.3	10.4	93.1	64.9	12.8	9.1	(7.8)	46.2	0.5	(22.7)	29.0	3.6	35.7	17.4	18.5	21.5
지배주주순이익	15.2	60.3	10.4	93.1	64.9	12.8	9.1	(7.8)	46.2	0.5	(22.7)	29.0	3.6	35.7	17.4	18.5	21.5
수정 EPS (원)	-249	-150	205	1,698	1,302	27	-70	-165	58	20	-130	238	76	626	349	329	394
이익률 (%)																	
영업이익률	(4.9)	(3.6)	(0.5)	19.6	17.5	0.7	(7.1)	(11.6)	2.3	(6.3)	(14.8)	9.9	4.7	22.7	16.8	17.3	20.3
세전이익률	6.6	22.7	(0.4)	17.9	15.1	20.1	12.3	(8.4)	59.6	(1.7)	(35.0)	21.6	4.7	21.0	14.1	16.5	18.7
순이익률	4.6	17.6	2.8	15.2	11.5	15.0	11.2	(9.8)	48.3	0.6	(28.5)	27.1	3.6	17.8	12.0	14.1	15.9
지배주주순이익률	4.6	17.6	2.8	15.2	11.5	15.0	11.2	(9.8)	48.3	0.6	(28.5)	27.1	3.6	17.8	12.0	14.1	15.9

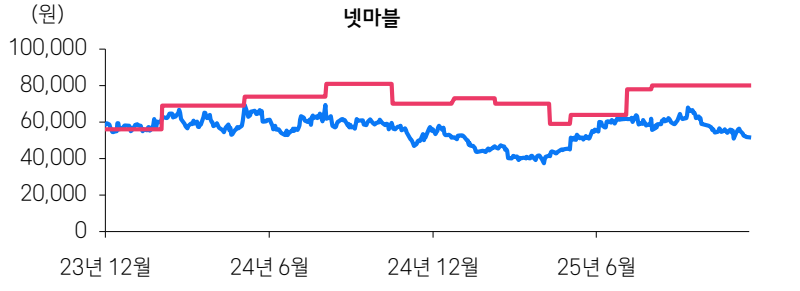
Compliance Notice

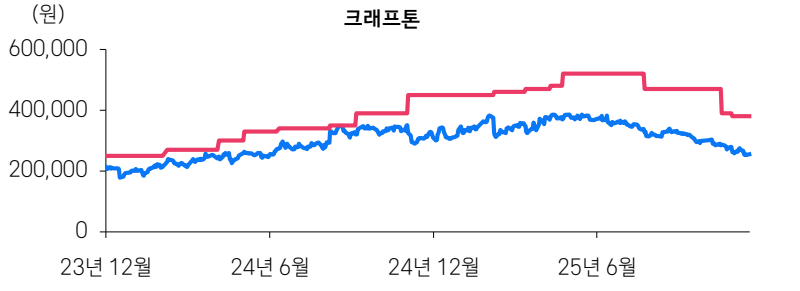
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 24일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

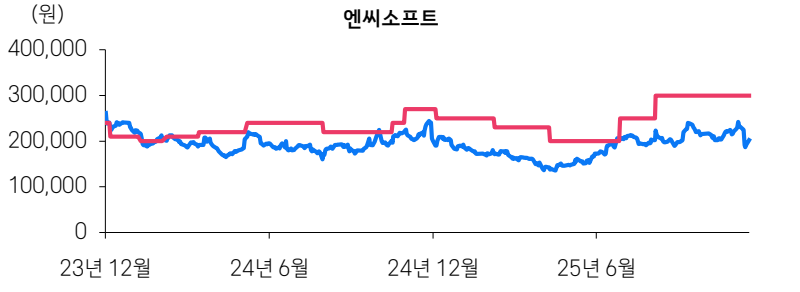
2년간 목표주가 변경 추이

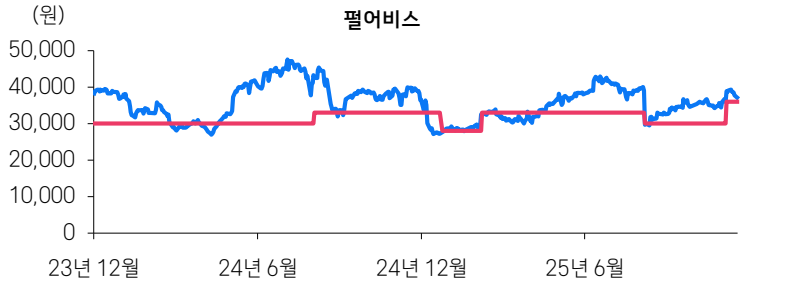












최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

NAVER

일 자	2023/10/16	11/29	2024/1/10	3/26	5/7	7/16	8/12	11/8	2025/2/10	3/7	4/8	5/12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	250000	270000	300000	270000	280000	250000	240000	260000	270000	300000	270000	260000
괴리율 (평균)	-21.97	-19.04	-32.32	-30.97	-37.88	-31.99	-30.43	-21.66	-18.21	-31.85	-29.75	-23.69
괴리율 (최대 or 최소)	-17.00	-15.00	-22.83	-27.93	-31.82	-28.80	-25.13	-10.77	-14.26	-28.00	-25.74	3.65
일 자	6/23	8/8										
투자의견	BUY	BUY										
TP (원)	350000	330000										
괴리율 (평균)	-29.48											
괴리율 (최대 or 최소)	-17.00											

카카오

일 자	2023/10/16	2024/1/10	2/16	4/1	5/10	7/12	8/9	9/30	11/8	12/30	2025/2/14	6/23
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	54000	68000	73000	66000	59000	51000	42000	38000	36000	39000	40000	63000
괴리율 (평균)	-10.70	-17.04	-25.07	-26.32	-26.46	-22.09	-13.99	-2.04	9.84	-0.25	5.22	-6.72
괴리율 (최대 or 최소)	8.70	-10.15	-19.59	-22.42	-20.34	-17.84	-7.86	3.68	29.44	16.15	66.50	-14.13
일 자	8/8	9/24										
투자의견	HOLD	BUY										
TP (원)	67000	78000										
괴리율 (평균)	-6.11											
괴리율 (최대 or 최소)	0.00											

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

넷마블

일 자	2023/9/12	2024/2/8	5/10	8/9	10/22	12/30	2025/2/14	4/16	5/9	7/11	8/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	56000	69000	74000	81000	70000	73000	70000	59000	64000	78000	80000
괴리율 (평균)	-9.23	-13.44	-18.59	-26.48	-23.22	-34.71	-40.50	-25.12	-11.50	-22.55	
괴리율 (최대 or 최소)	10.18	-3.19	-6.22	-21.98	-17.14	-27.81	-32.43	-22.80	-2.81	-18.21	

크래프톤

일 자	2023/11/23	2024/2/13	4/11	5/9	6/17	8/13	9/11	11/8	2025/2/12	3/19	4/16	4/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	250000	270000	300000	330000	340000	350000	390000	450000	460000	470000	480000	520000
괴리율 (평균)	-17.63	-12.80	-17.85	-22.59	-16.76	-5.61	-13.29	-27.25	-26.43	-25.08	-21.22	-29.80
괴리율 (최대 or 최소)	-10.80	-4.81	-13.33	-17.58	-12.65	-0.29	-10.00	-14.89	-22.17	-19.68	-19.58	-25.77

일 자	7/30	10/24	11/5
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	470000	390000	380000
괴리율 (평균)	-33.18	-28.48	
괴리율 (최대 or 최소)	-27.87	-26.92	

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

엔씨소프트

일 자	2023/8/10	12/12	2024/1/15	2/13	3/20	5/13	8/6	10/22	11/5	12/10	2025/2/13	4/16
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	240000	210000	200000	210000	220000	240000	220000	240000	270000	250000	230000	200000
괴리율 (평균)	2.86	10.19	-0.77	-5.46	-16.29	-20.65	-13.65	-10.60	-20.02	-25.18	-30.22	-17.89
괴리율 (최대 or 최소)	-11.46	4.05	-5.90	1.43	-5.45	-8.33	2.05	-8.54	-9.44	-16.20	-22.43	3.25

일 자	7/3	8/12
투자의견	BUY	BUY
TP (원)	250000	300000
괴리율 (평균)	-18.99	
괴리율 (최대 or 최소)	-14.60	

펄어비스

일 자	2023/11/13	2024/8/9	12/30	2025/2/12	8/13	11/12
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
TP (원)	30000	33000	28000	33000	30000	36000
괴리율 (평균)	23.33	11.31	3.04	9.43	13.89	
괴리율 (최대 or 최소)	-10.00	-17.73	16.07	30.15	22.50	

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.
* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중 확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025. 9. 30 기준

매수(83.5%) • 중립(16.5%) • 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA