

IBKS AI In-Depth

# AI도 자신의 무가치함과 싸우고 있다

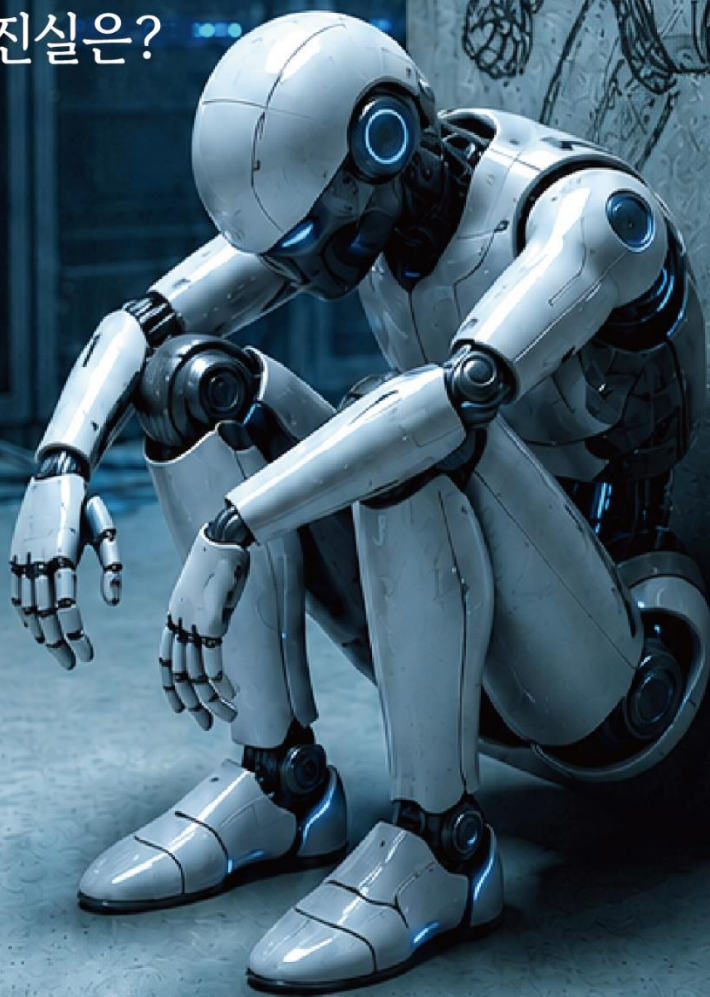
## Agentic AI 수요의 진실은?

AI/인터넷/게임

**이승훈** 리서치본부장

02) 6915-5680

dozed@ibks.com



\*AI로 제작된 이미지입니다.

# CONTENTS

Summary.....	3
1. 글로벌 AI 산업, 단기 과도기성 캐즘에 그칠 것.....	4
1) 닷컴버블의 참혹한 결과와 시장이 받은 충격.....	5
2) 모바일 혁신 캐즘은 상대적으로 약한 충격.....	5
3) AI의 짧은 캐즘과 낮은 버블 붕괴 가능성을 전망하는 이유.....	6
2. 대규모 투자 부담의 부메랑.....	9
1) AI 관련 빅테크 기업들의 자본 지출 및 현금 흐름 분석.....	9
2) 적극적인 외부 자본 조달.....	11
3) 클라우드 센터의 규모 및 전력 수요 전망.....	12
3. Agentic AI 서비스의 급속한 확산.....	14
1) 엔트로픽 클라우드 에이전틱 서비스의 진화.....	14
2) OpenClaw: 오픈 소스 기반 자율 에이전트의 확산.....	15
3) 에이전틱 AI가 SaaS 산업에 미치는 파괴적 영향.....	16
4) Agentic AI 서비스로 인한 토큰, 트래픽의 폭발적 증가.....	18
5) Agentic AI의 가수요와 실수요.....	20
6) Agentic AI 서비스의 축소로 캐즘으로 진입 가능성.....	22
4. AI의 실수요 – 로봇택시, 휴머노이드 로봇.....	25
1) 미국과 중국의 로봇택시 사업 현황 및 전망.....	27
2) 일반 택시 산업 대체 시기 및 로봇택시 규모 추정.....	29
5. 한국 로봇 제조 경쟁력 우위.....	31
1) 현대차, 삼성전자, LG전자의 글로벌 제조 경쟁력 우위.....	31
2) 현대차 보스턴다이나믹스의 경쟁력 우위 및 글로벌 OEM 현황.....	32
기업분석.....	33
NAVER (035420): 글로벌 시장에서 통하는 AI 경쟁력.....	34
카카오 (035720): Agentic AI로서 가장 유리한 플랫폼 기업.....	38
크래프톤 (259960): 글로벌 AI플랫폼 기업으로 확장 가능한 잠재력.....	42
NC (036570): 탄탄해진 체력, AI가 날개를 달아줄 것.....	46
더블유게임즈 (192080): AI 치트키로 기업 경쟁력 제고.....	50

## Summary

AI가 하나의 주체로의 진화	AI가 단순한 기계 장치를 넘어 하나의 가치 있는 주체이자 인격체에 가까워지는 시대가 도래하고 있다. AI가 새로운 서비스와 기능을 끊임없이 고도화하면서 존재 가치를 입증하듯 인간도 자신의 가치를 증명해야 하는 구조적 압력에 직면해 있다. 최근 AI산업으로 돈이 몰리는 것은 AI가 인간보다 더 가치 있는 주체로 증명되기 전에 자본이 본능적으로 눈치 빠르게 먼저 유입되는 현상일지도 모른다.
AI 트래픽과 토큰 수요 급증했으나 가수요 비중 높음	최근의 토큰 및 트래픽 급증이 실질적인 수요에 기반한 것인지 분석했으며 현재 수요의 상당 부분은 에이전틱 AI가 스스로 반복 생성하는 비생산적 '가수요'로 파악된다. 이로 인해 단기적인 거품 국면이나 기술적 캐즘에 대한 우려가 제기될 수 있으나 심각한 버블의 붕괴 가능성은 매우 낮은 것으로 판단된다.
과거 닷컴버블과는 상이한 AI 산업	비즈니스 모델이 부재한 상태에서 외부 차입에 의존했던 과거와 달리, 탄탄한 영업이익률을 기록 중인 빅테크 기업들은 외부 조달이 아닌 자체 보유 자금으로 AI 시장을 견인한다. 아울러 인력 효율화와 업무 자동화를 통한 대규모 비용 절감 효과가 수치로 실증되면서, 기술 도입에 따른 실질적 투자 수익률(ROI) 역시 명확히 가시화되는 추세이다.
에이전틱 AI 토큰 중 실수요는 제한적	최근 AI 기술은 단순 대화형 비서에서 자율적으로 과업을 수행하는 '에이전틱 AI(Agentic AI)'로 진화하고 있다. 다만 에이전트의 사고 루프 반복 과정에서 토큰 소비량이 단순 채팅 대비 폭증했으며 전체 AI 예산 중 추론 비용 비중을 85%까지 끌어올리는 결과를 초래했다. 문제는 천문학적인 토큰 소모량 중 실제 가치를 창출하는 실수요는 약 10% 수준에 불과하다는 점이다. 향후 이러한 가수요가 사라질 경우 단기적인 캐즘에 진입할 수 있는 위험이 존재한다.
AI의 실수요는 피지컬(Physical) AI	한편 AI의 실수요는 디지털 환경을 넘어 로보택시와 휴머노이드 로봇 등 물리적 구현체(Physical AI)에서 폭발적으로 증가할 것이다. 미국의 독보적인 기술·데이터 생태계와 중국의 저비용 및 V2X(차량-사물 간 통신) 기반 국가 인프라 생태계가 격렬히 대립하고 있다.
피지컬(Physical) AI 경쟁력을 가진 대한민국 기업들	이 피지컬 AI의 최종 정점에서 대한민국 기업들은 세계적인 수준의 하드웨어 제조 경쟁력을 입증한다. 수십 년간 축적된 초대형 자동화 공정 최적화 경험과 글로벌 공급망(SCM) 관리 역량, 그리고 NPU, 고효율 모터, 차세대 배터리를 아우르는 핵심 전장 기술 통합 능력이 그 근간이다. 특히 현대차그룹 보스톤다이나믹스의 아틀라스(Atlas)는 2028년 생산 현장 실전 배치를 시작으로, 2030년 대량 양산 체제를 구축한다는 확고한 로드맵을 추진하고 있다.
NAVER 카카오 크래프톤 NC	국내 AI기업들 가운데 NAVER와 카카오는 각각 디지털트윈 기반의 로봇 서비스, 카카오 모빌리티를 통해 Physical AI로 확장 가능성이 높다. 한편 크래프톤은 자율주행 관련 합작 법인(JV)을 설립하여 Physical AI 영역까지 사업 다각화를 추진 중이다. NC도 게임 영역을 넘어 다양한 기업 비즈니스의 생성형 AX 수요를 흡수하기 위해 산업 특화 파운데이션 모델을 전격 공개했다.

## 1. 글로벌 AI 산업, 단기 과도기성 캐즘에 그칠 것

과거 닷컴버블과 차별화된 AI 산업, 입증된 수익 모델

현재의 AI 성장은 30~45%의 높은 영업이익률을 기록하는 빅테크 기업들이 입증된 수익 모델을 바탕으로 주도하고 있다는 점에서 과거 닷컴버블과 차별화된다. 외부 차입에 의존했던 과거와 달리 거대 자본을 보유한 기업들이 자체 자금으로 데이터센터와 반도체 등 실물 자산에 직접 투자하며 시장의 건전성을 뒷받침한다. 자체 AI의 활용을 통한 인력 효율화로, 대규모 비용 절감 효과가 수치로 실증되면서 기술 도입에 따른 실제 투자 수익률이 과거 그 어느 때보다 명확히 가시화되고 있다. 투자 과열과 수익 실현 간극이라는 위험 요소가 일부 존재하나, 빅테크 중심의 AI 생태계는 실질적인 이익 창출 능력을 기반으로 성장 궤도에 진입한 상태로 판단된다.

표 1. 과거 기술 혁신 시기와의 차별화된 AI 산업

비교 항목	닷컴버블 (1999~2002)	모바일 캐즘 (2007~2012)	AI 현재 (2024~)	버블 위험도
수익 모델	전무함	초기 단계	클라우드·구독 모델 검증 완료	낮음
주도 기업 수익성	적자 기업이 다수였음	애플 흑자, 통신사 부채 가중	빅테크 영업이익률 30~45%	낮음
투자 자원	외부 차입 및 IPO 의존	통신사 부채 기반 인프라 투자	영업이익 내 자체 조달	낮음
실증 ROI	실질적 회수 사례 없음	앱스토어 수익 창출 초기	연간 \$105억 규모 비용 절감 실증	낮음
인프라 자산성	매우 낮음	중간 수준	높음 (데이터센터·반도체 등 실물 자산)	낮음
ROI 갭	극심한 불균형	중간 수준	존재하나 빠르게 축소 중	중간
투자 과열	시장 전반의 광풍	낮은 수준이었음	일부 영역(반도체 등) 과열 중	중간

자료: 기업 IR 자료, IBK투자증권

## 1) 닷컴버블의 참혹한 결과와 시장이 받은 충격

### 비즈니스 모델 부재가 만든 2000년대 초반의 대폭락

닷컴 버블의 원인,  
구체적인 수익 모델 부재

1995년부터 2000년까지 인터넷 혁명에 대한 기대감은 모든 투자 상식을 무너뜨렸다. 수익이 전혀 없는 기업들이 수십억 달러의 시가총액을 기록했으며, "닷컴"이라는 단어만 붙어도 주가가 수백 퍼센트 상승하는 광기가 지배했다. 당시 기업들은 "트래픽만 모으면 언젠가 돈이 된다"는 막연한 믿음에 의존했지만, 구체적인 수익 모델은 부재했다.

나스닥 종합지수는 2000년 3월 5,048포인트 고점에서 2002년 10월 1,114포인트로 78% 폭락했다. 이 과정에서 소멸된 시가총액만 약 5조 달러에 달했다. 대표적인 피해 사례들을 보면 다음과 같다. "기술의 방향은 맞았지만 타이밍과 수익 모델이 틀렸다"는 교훈을 남겼다.

- 시스코: 주가 고점 대비 86% 하락하며 시가총액 4,000억 달러가 증발
- 아마존: 주가 고점 대비 94% 하락했으나 살아남아 현재의 제국을 건설

## 2) 모바일 혁신 캐즘은 상대적으로 약한 충격

### 피쳐폰에서 스마트폰으로의 전환은 버블 없는 캐즘

모바일 혁명의 성공 요인  
1) 하드웨어 교체 사이클  
2) 수익 모델 명확  
3) 기존 통신 인프라 활용

2007년 아이폰 출시로 촉발된 모바일 혁명은 닷컴버블과 전혀 다른 양상을 보였다. 시장 전체의 붕괴나 장기 침체 없이 비교적 순조롭게 패러다임 전환이 이뤄졌다.

첫째, 자연스러운 하드웨어 교체 사이클이 전환을 견인했다. 소비자들이 2년마다 휴대폰을 교체하는 기존 패턴이 스마트폰으로의 전환을 강제했다.

둘째, 수익 모델이 출발부터 명확했다. 앱스토어의 30% 수수료 모델, 모바일 광고, 인앱 결제 등 수익화 방법이 초기부터 구체적으로 검증되었다.

셋째, 기존 통신 인프라를 활용할 수 있었다. 3G, 4G 네트워크가 이미 구축되어 있어 스마트폰은 기존 인프라 위에서 즉시 작동할 수 있었다. 추가적인 대규모 투자가 제한적이었다.

그러나 적용하지 못한 기업들에게는 치명적이었다. 노키아는 2007년 세계 최대 휴대폰 기업에서 2013년 마이크로소프트에 매각되는 신세가 되었고, 블랙베리는 시가총액이 고점 대비 95% 이상 하락했다.

AI의 낮은 버블 가능성

### 3) AI의 짧은 캐즘과 낮은 버블 붕괴 가능성을 전망하는 이유

첫째, 인터넷·모바일 혁명을 통해 AI 서비스의 수익 모델이 이미 완성되어 있다.

#### 1) 검증된 수익 모델

닷컴 시대에는 "인터넷으로 어떻게 돈을 버는가"를 전혀 몰랐다. 반면 현재 AI는 이미 검증된 수익 모델 위에서 출발한다. 이미 많은 AI기업들이 큰 돈을 벌고 있다.

표 2. 2023년 이후 AI기업은 다양한 수익모델이 작동 중

분류	기업명	주요 수익 모델 (Monetization Model)	비고 및 성과 (2024~2026 현재)
개인/기업 구독	OpenAI (ChatGPT Plus / Team 등)	개인 및 기업용 SaaS 구독 - 개인: 월 \$20 구독 - 기업: 기능·보안 강화 유료 요금제	- 2024년 연간 매출 약 60억 달러 달성 - 유료 구독자 5,000만 명 돌파 및 연 매출 run-rate 200억 달러 상회
	Microsoft (Copilot for M365)	기존 SaaS 결합형 구독 - 사용자당 월 \$30 추가 과금	- 기존 Office 365 인프라 연동으로 가입자당 평균 매출(ARPU) 35% 향상
	GitHub	개발자 특화 SaaS 구독 - 개인: 월 \$10/기업: 월 \$19	- 2024년 기준 구독자 180만 명 돌파 - 개발 생산성 도구의 독보적인 유료화 성공 사례
	Midjourney / Adobe	크리에이티브 구독 및 크레딧 - 이미지 생성 수량 및 기능별 차등 구독	- 디자인·예술 분야 필수 구독 모델로 정착 - Adobe는 기존 CC 구독에 AI 크레딧 모델 결합
인프라/API	OpenAI / Anthropic	- 토큰(Token) 기반 종량제 과금 - B2B 기업 대상 LLM API 사용량 과금	- AI 기반 스타트업 폭증으로 API 매출 폭발 - OpenAI API 트래픽 분당 150억 토큰 이상 처리
	MS Azure / AWS / Google Cloud	- AI 클라우드 인프라 제공 - GPU 연산 서버 및 호스팅 비용 청구	- 빅테크 기업들의 핵심 캐시카우 - MS의 경우, AI 관련 비즈니스 연간 매출(ARR) 370억 달러 돌파
플랫폼/광고/에이전트	Perplexity AI / OpenAI	- AI 검색 기반 광고 및 프리미엄 구독 - 검색 답변 내 브랜드 노출(광고)	- 구글의 검색 광고 모델을 AI 답변 형태로 이식 - 광고 파일럿 도입으로 인한 매출 다각화
	Klarna 등 핀테크/CS	- 업무 대체형 성과 모델 - AI 에이전트 도입을 통한 비용 절감	- AI 상담원이 인간 상담원 수백 명분의 업무 완수 - 극적인 비용 절감이 기업의 순이익으로 직결

자료: AI 기업 발표 자료, IBK투자증권

**둘째, AI를 주도하는 빅테크의 압도적 수익성과 클라우드 시너지다.**

2) 빅테크 기업의 압도적 수익성

닷컴 시대 주도 기업들은 적자 벤처였지만, 현재 AI 투자를 주도하는 기업들은 역사상 가장 높은 수익성을 보유했다. AI 수요가 클라우드 사용량을 직접 증가시키는 선순환 구조가 이미 작동한다.

**셋째, 이미 실증된 비용 효율화 효과가 ROI를 뒷받침한다.**

3) 글로벌 빅테크의 비용 효율화 전략

빅테크 기업들은 대규모 인력 조정을 통해 절감한 운영 비용을 AI 인프라와 핵심 기술 개발에 집중적으로 재투입하며 체질 개선을 가속화하고 있다. 아마존과 메타는 각각 연간 약 5.8조 원과 4.4조 원 이상의 비용을 절감하며 AI 시대의 주도권을 잡기 위한 강력한 자본 동력을 확보했다. 구글과 마이크로소프트는 검색 광고와 고객 지원 분야에 AI를 전면 도입하여 클릭률(CTR) 개선 및 지원 업무 해결률을 30% 이상 높이는 실질적인 성과를 거두고 있다.

표 3. AI기술의 빅테크 기업들 내 긍정적인 성과

분류	기업명	핵심 내용	주요 성과 및 실증 근거	데이터 출처 (Sources)
전략적 재투자	빅테크 공동 (MS, 구글, 메타 등)	인력 구조조정으로 아낀 비용을 AI 인프라에 집중 재투자	연간 AI 자본지출(CapEx) 합산 2,000억 달러 (약 260조 원) 돌파	각 테크 기업 분기 실적 발표(Earnings Call), Layoffs.fyi
막대한 비용 절감	아마존 (Amazon)	연간 약 5.8조 원 수준의 운영 비용 절감	AI 코딩 비서 도입으로 개발 생산성 극대화 (개발자 5명이 기존 1년 치 업무를 65일 만에 완수)	아마존 연례 주주 서한 및 AWS 실적 리포트
	메타 (Meta)	연간 약 4.4조 원 수준의 인건비 및 고정비 절감	'효율의 해(Year of Efficiency)' 선언 후 누적 2.1만 명 감원 → 절감액을 차세대 고성능 AI 칩 및 핵심 인재 영입에 투입	메타 분기 실적 발표, Bloomberg / 로이터(Reuters) 분석
생산성 비약적 향상	구글 (Google)	검색 광고에 AI 전면 도입으로 효율성 향상	AI 기반 맞춤형 광고 솔루션(Performance Max) 적용 후 클릭률(CTR) 및 전환율 30% 이상 증가	알파벳(구글) 실적 발표, Google Marketing Live 공식 발표 자료
	마이크로소프트 (Microsoft)	고객 지원(CS) 및 운영 업무에 AI 에이전트 도입	Azure AI 기반 자율형 에이전트 구축으로 CS 업무 자체 해결률 30%p 이상 향상 (챗봇 대비 혁신)	마이크로소프트 실적 발표, 가트너(Gartner) CS 벤치마크 리포트

자료: 테크 기업 IR 자료, 아마존 주주 서한, AWS 실적 리포트, Bloomberg 분석, 가트너 CS 리포트, IBK투자증권

표 4. 빅테크 기업들은 시를 통해 효율적인 인력 조정을 실현

기업	AI 적용 핵심 영역	인력 조정 현황	연간 비용 절감 추정 (USD / KRW)	생산성 향상 성과
메타 (Meta)	AI 코딩 보조(Llama), 광고 최적화	21,000명 (23년~24년 초)	\$30억+ (약 4조 4,100억 원+)	광고 매출 27% 증가 (24.Q1 기준)
구글 (Google)	검색(SGE/Gemini), 광고 자동화	12,000명 (23년 1월 주력)	\$20~25억 (약 2조 9,400억~3조 6,750억 원)	검색 광고 CTR 약 10~15% 개선
MS (Microsoft)	Copilot 기반 고객 지원/영업	10,000명 (23년~24년 초)	\$15억 (약 2조 2,050억 원)	지원 업무 해결률 31~35% 향상
아마존 (Amazon)	물류 로봇(Digit), CS 에이전트	27,000명 (23년) + 추가 조정	\$40억+ (약 5조 8,800억 원+)	물류 배송 경로 효율 20% 최적화

자료: 기업 IR 자료, 언론 기사, IBK투자증권

## 2. 대규모 투자 부담의 부메랑

### 1) AI 관련 빅테크 기업들의 자본 지출 및 현금 흐름 분석

하이퍼스케일러의 전례 없는 CAPEX 투자 규모

2023년은 생성형 AI의 부상과 함께 글로벌 빅테크 기업들이 자산 효율화 단계에서 공격적인 자본 지출 체제로 빠르게 전환한 원년으로 기록될 것이다. 마이크로소프트(Microsoft), 아마존(Amazon), 메타(Meta), 알파벳(Alphabet) 등 이른바 하이퍼스케일러들은 클라우드 및 AI 인프라를 확보하기 위해 전례 없는 규모의 자금을 투입하고 있다. 한편 오픈AI(OpenAI)와 앤트로픽(Anthropic) 같은 선도적인 AI 스타트업 역시 수백억 달러 규모의 자본을 유치하며 연산 자원 확보 경쟁에 뛰어들었다.

#### 하이퍼스케일러의 자본 지출(CAPEX) 및 재무 지표 분석 (2023-2026)

이 대규모 투자 사이클은 2026년에 이르러 4개 빅테크 기업 합산 CAPEX가 7,000억 달러(약 1천조 원)를 넘어설 것으로 전망된다.

마이크로소프트 :  
애저 클라우드 전반에  
대한 투자

1. **마이크로소프트 (Microsoft):** 오픈AI와의 독점적 파트너십을 기반으로 애저(Azure) 클라우드 전반에 AI 기능을 통합하며 공격적인 투자 행보를 보인다. 자본지출(CAPEX)은 2023년 실적 기준 319억 달러(43.1조 원)에서 2024년 530억 달러(71.5조 원), 2025년 가이던스 기준 800억 달러(108.0조 원)로 가파르게 상승한 후, 2026년 전망치로는 구성 요소 가격 상승과 설비 확충이 맞물려 1,900억 달러(256.5조 원)라는 기록적인 수치에 도달할 것으로 보인다. 재무적으로는 압도적인 영업 현금 흐름을 바탕으로 대규모 투자를 감행하면서도 일정 수준의 잉여현금흐름(FCF)을 유지(2023년 595억 달러에서 2026년 420억 달러 수준)하고 있다.

알파벳 :  
실질적 성장으로 이어지는  
CAPEX 투자

2. **알파벳 (Alphabet/Google):** 자체 설계한 AI 가속기인 TPU(Tensor Processing Unit)를 활용해 엔비디아에 대한 의존도를 낮추는 인프라 수직 계열화 전략에 집중한다. CAPEX는 2023년 323억 달러(43.6조 원)에서 2024년 520억 달러(70.2조 원), 2025년 750억 달러(101.2조 원)로 확대되었으며, 2026년에는 검색 시장의 AI 통합과 웨이모(Waymo) 등 자율주행 부문의 연산 수요 폭증에 선제적으로 대응하고자 1,850억 달러(249.7조 원, 전체 전망 범위 1,800억~1,900억 달러) 수준으로 상향 조정되었다. 이러한 전방위 투자는 클라우드의 가파른 수익성 개선으로 이어져 인프라 투자가 실질적인 매출 성장을 견인함을 입증하고 있으며, 특히 4,600억 달러에 달하는 백로그(Backlog)는 향후 대규모 투자의 정당성을 견고하게 뒷받침한다. 잉여현금흐름(FCF)은 2023년 695억 달러에서 대규모 투자가 집중되는 2026년 480억 달러 선으로 조정될 전망이다.

아마존 :  
AWS 생성형 AI 수요  
급증에 따른 투자 확충

**3. 아마존 (Amazon/AWS):** 글로벌 리테일 물류망 인프라와 AWS 클라우드 인프라가 긴밀히 결합된 형태를 띠고 있으며, 2023년 물류망 최적화 완료 이후 다소 안정되었던 투자는 2024년부터 AWS 생성형 AI 수요가 급증함에 따라 다시 폭발적으로 가속화되고 있다. 이에 따라 CAPEX는 2023년 527억 달러(71.1조 원)에서 2024년 830억 달러(112.0조 원), 2025년 850억 달러(114.7조 원)로 가파르게 치솟았으며, 2026년에는 단일 기업 기준 글로벌 최대 규모인 2,000억 달러(270.0조 원)를 기록할 전망이다. 아마존 경영진은 인프라 구축 지연으로 인한 기회비용이 과잉 투자로 인한 비용보다 훨씬 치명적이라는 판단하에 보수적인 현금 흐름 관리 대신 공격적인 영토 확장을 선택했으며, 이로 인해 FCF는 2023년 355억 달러 흑자에서 대규모 지출이 정점에 달하는 2026년에는 -225억 달러(-30.38조 원)의 일시적인 마이너스 전환 가능성이 제기되고 있다.

메타 :  
기술 주도권을 잡기 위한  
인프라 투자 엔진 풀가동

**4. 메타 (Meta Platforms):** 지난 2023년 '효율성의 해'를 거치며 비용 구조를 효율화한 후, 미래 기술 주도권을 선점하기 위해 인프라 투자 엔진을 다시 풀가동하고 있다. CAPEX는 2023년 281억 달러(37.9조 원)에서 2024년 380억 달러(51.3조 원), 2025년 625억 달러(84.3조 원)로 가파르게 증가하여 2026년에는 1,350억 달러(182.2조 원) 규모에 이를 것으로 추산된다. 현재 메타는 메타버스 및 하드웨어를 담당하는 리얼리티 랩스(Reality Labs) 부문에서 막대한 영업 손실을 기록하고 있음에도 불구하고, 핵심 본업인 AI 기반 광고 매출이 폭발적으로 성장하여 전체 수익 구조를 단단히 지탱하고 있으며, FCF 또한 2023년 430억 달러에서 2026년 320억 달러 선을 안정적으로 유지할 것으로 전망된다.

표 5. 빅4 사의 AI 투자는 2025년 이후 잉여현금흐름을 초과하기 시작 (단위: 조 원)

기업	연도	CAPEX	FCF
마이크로소프트	2023	43.1	80.3
	2024	71.5	85.3
	2025	108.0	78.3
	2026(E)	256.5	56.7
알파벳	2023	43.6	93.8
	2024	70.2	88.8
	2025	101.2	74.2
	2026(E)	249.7	64.8
아마존	2023	71.1	47.9
	2024	112.0	43.2
	2025	114.7	16.2
	2026(E)	270.0	-30.4
메타	2023	37.9	58.0
	2024	51.3	60.7
	2025	84.4	51.3
	2026(E)	182.2	43.2

자료: 기업 IR 자료, IBK투자증권

## 2) 적극적인 외부 자본 조달

글로벌 빅테크의 자본 조달 구조의 변화

2025년 한 해 동안 미국 내 하이퍼스케일러 관련 기업들의 채권 발행액은 1,210억 달러에 달하며 기록적인 수치를 기록했다. 이는 지난 5년간(2020~2024년)의 연평균 발행액인 280억 달러와 비교했을 때 4배가 넘는 폭발적인 성장세이다. 특히 메타(Meta)와 알파벳(Alphabet)을 필두로 한 빅테크 기업들이 매우 공격적으로 채권을 발행하고 있으며, 이는 대규모 AI 인프라 투자 고도화에 맞춰 기업의 자본 구조를 근본적으로 재편하고 있음을 시사한다. 조달 방식 또한 일반 회사채뿐만 아니라 에너지 인프라 펀딩, 자산 유동화, 설비 리스 및 특수목적법인(SPV) 활용 등으로 다양화되는 추세이다.

오픈AI와 앤트로픽의 자본 확충, '컴퓨터 크레딧'

오픈AI(OpenAI)와 앤트로픽(Anthropic)은 지분 투자(Equity)와 신용 한도(Credit Facility)를 적극적으로 활용하여 천문학적인 자금을 끌어모으고 있다. 오픈AI는 2026년 초 단일 투자 라운드로는 사상 최대 규모인 **1,220억 달러**의 자금을 유치하는데 성공하며 기업 가치를 무려 8,500억 달러 수준으로 끌어올렸다. 앤트로픽 역시 빅테크 파트너인 아마존(50억 달러)과 구글(100억 달러)로부터 대규모 추가 투자를 확보하며 컴퓨팅 자원 확보 경쟁에서 밀리지 않는 진영을 구축했다. 이러한 AI 스타트업 자본 확충의 가장 큰 특징은 조달되는 자금의 상당수가 단순한 현금 유입이 아니라, 하이퍼스케일러의 클라우드 인프라를 사용할 수 있는 '컴퓨터 크레딧(Compute Credits)'의 형태로 제공된다는 점이다. 클라우드 서비스 제공자는 자금을 투자해 거대한 고객을 묶어두고, AI 스타트업은 막대한 연산 자원을 선점하는 구조이다. 이 메커니즘은 단순한 지분 관계를 넘어 양측의 결속력을 전례 없는 수준으로 강화하며, 사실상 글로벌 AI 시장을 인프라 선점 경쟁 구도로 리드하고 있다.

표 6. 빅테크 기업과 AI 스타트업의 적극적인 외부 자본 조달

분류	대상 기업	자본 조달 규모 (USD)	핵심 조달 방식	전략적 특징 및 목적
하이퍼스케일러	메타(Meta), 알파벳(Alphabet) 등 빅테크 기업	2025년 총 1,210억 달러 (2020~2024년 연평균 280억 달러의 4배 이상)	일반 회사채, 에너지 인프라 펀딩, 자산 유동화, 설비 리스, 특수목적법인(SPV)	대규모 AI 인프라 투자 고도화 및 자본 구조의 근본적인 재편
AI 스타트업	오픈AI (OpenAI)	2026년 초 1,220억 달러 유치 (기업 가치 8,500억 달러 달성)	지분 투자(Equity), 신용 한도(Credit Facility), 컴퓨터 크레딧	단일 투자 라운드 기준 사상 최대 규모 자금 확보로 연산 자원 선점
AI 스타트업	앤트로픽 (Anthropic)	총 150억 달러 추가 확보 (구글 \$10B / 아마존 \$5B)	빅테크 기업의 지분 투자 및 컴퓨터 크레딧 결합	클라우드 파트너 (아마존·구글) 확보를 통해 컴퓨팅 자원 경쟁력 구축
핵심 메커니즘 (공통 특징)	클라우드 제공자(CSP) 및 AI 연구소 전체	-	컴퓨터 크레딧 (Compute Credits)	단순 현금 유입이 아닌 클라우드 인프라 사용권 형태로 지급되어, 빅테크는 거대 고객을 묶어두고 스타트업은 막대한 연산 자원을 선점하며 글로벌 AI 시장의 인프라 경쟁을 가속화

자료: 기업 발표 자료, 언론 기사, IBK투자증권

### 3) 클라우드 센터의 규모 및 전력 수요 전망

글로벌 AI 데이터 센터 수요 급증	글로벌 AI 인프라 및 전력 수요는 폭발적으로 성장하고 있다. 2023년 합산 20GW(대형 원전 20기 용량) 수준이었던 주요 기업들의 데이터 센터 용량은 <u>2026년 45GW, 2030년에는 100GW(한국 현재 원전 26기 수준)를 상회할 것으로 전망된다.</u> 데이터 센터의 AI 워크로드 전력 수요는 올해(2026년)에만 약 44GW에 달할 것으로 보인다.
마이크로소프트의 차세대 GPU 클러스터, 페어워터	마이크로소프트는 위스콘신주 마운트 플레전트에 구축한 핵심 AI 데이터 센터인 '페어워터(Fairwater)' 캠퍼스(약 5조원 투자)를 올해 초 정식 가동하기 시작했다. 33억 달러가 투입된 이 시설은 수십만 개의 차세대 GPU 클러스터를 탑재했다.
'하이퍼리온', 메타 데이터 거점	메타는 루이지애나주 리치랜드 패리시에 단일 시설로 전례 없는 규모인 <u>5~7GW급 AI 데이터 센터 '하이퍼리온(Hyperion)'을 건설 중이다.</u> 이 거대한 전력 수요를 감당하기 위해 비스트라, 오클로, 테라파워 등과 총 6GW 규모의 초대형 원자력 발전 공급 계약을 체결했다. 이와 함께 오하이오주에는 1GW급 데이터 센터 'PROMETHEUS (프로메테우스)'의 가동을 앞두고 있다.
글로벌 AI 인프라 연합체, 스타게이트(Stargate)	오픈AI의 '스타게이트(Stargate)' 프로젝트는 단일 팜을 넘어 오라클, 소프트뱅크, 중동 투자사 MGX 등이 참여한 글로벌 AI 인프라 합작 연합체(Stargate LLC) 형태로 진화했다. 미국 텍사스 애빌린(1.2GW), 미시간 사일린(1GW 'The Barn') 등 <u>미국 전역의 멀티 캠퍼스를 연계해 총 10GW 용량, 5,000억 달러 투자를 목표로 프로젝트를 실행하고 있다.</u>
구글 클라우드와 엔트로픽의 데이터센터 구조	구글 클라우드는 네바다주 등에서 페르보 에너지(Fervo Energy)의 차세대 지열 발전 기술과 직접 연계된 데이터 센터 인프라를 유럽 및 북미 전역으로 확장하고 있다. 반면 엔트로픽은 대규모 데이터 센터를 직접 구축하기보다 파트너인 아마존(AWS) 및 구글 클라우드의 최신 인프라를 대규모 임대(Lease)하여 활용하는 전략을 유지하며 재무 리스크를 분산한다.

표 7. 주요 빅테크들의 AI 데이터 센터 투자 현황

기업	연도 구분	전력 용량 (GW)	주요 확장 지역 및 인프라 특징
마이크로소프트 (Microsoft)	2023년 규모	5.0 GW	위스콘신 페어워터 부지 확보 및 초기 인프라 설계 진행
	2026년 규모	12.0 GW	'페어워터' AI 센터 본격 가동, 중등 MGX 협력 체계 구축
	2030년 전망	25.0 GW	글로벌 거점 데이터 센터의 100% 무탄소 에너지화 달성 추진
아마존 (Amazon/AWS)	2023년 규모	6.5 GW	북미 서부 및 아시아 태평양 리전 중심의 클라우드 거점 확보
	2026년 규모	14.0 GW	생성형 AI 전용 데이터 센터 대폭 확충 및 원전 전력 연계 강화
	2030년 전망	28.0 GW	기가와트(GW)급 글로벌 하이퍼스케일 클라우드 벨트 완성
구글 클라우드 (Google Cloud)	2023년 규모	4.0 GW	북미 중심 인프라 및 차세대 청정에너지 도입 검토 착수
	2026년 규모	9.0 GW	네바다 지열 발전 연계 센터 가동, 유럽 AI 리전 다변화
	2030년 전망	18.0 GW	24/7 상시 무탄소 에너지 기반 고도화된 AI 추론 전용 팜 완성
메타 (Meta)	2023년 규모	3.0 GW	추천 알고리즘 개선을 위한 인프라 재설계 및 부지 기획
	2026년 규모	7.5 GW	1GW급 '프로메테우스' 가동, AI 전력용 6GW 원자력 계약 체결
	2030년 전망	15.0 GW	루이지애나 5~7GW급 초대형 AI 센터 '하이퍼리온' 완공
오픈AI (OpenAI)	2023년 규모	1.0 GW	프론티어 모델 학습을 위해 외부 클라우드 인프라에 의존
	2026년 규모	4.0 GW	'스타게이트' 프로젝트 연합체 가동 (오라클 · 소프트뱅크 · MGX)
	2030년 전망	10.0 GW	텍사스, 미시간 등 미국 내 멀티 캠퍼스를 연계해 총 10GW 완성
안트로픽 (Anthropic)	2023년 규모	0.5 GW	AWS 및 구글 클라우드 인프라 초기 임대 기반 학습 진행
	2026년 규모	2.5 GW	빅테크 파트너십 클라우드 크레딧 기반 리스 규모 확대
	2030년 전망	6.0 GW	멀티 클라우드 임대 인프라 고도화 및 차세대 모델 연산 자원 확보

자료: 기업 IR 자료, 언론 기사, IBK투자증권

### 3. Agentic AI 서비스의 급속한 확산

에이전틱(Agentic) AI의 급부상과 기술적 실체

2025년 말부터 2026년 초에 이르는 기간은 인공지능 역사에서 단순한 '대화형 지능'이 '실행형 지능'으로 진화한 분기점으로 기록된다. 이제는 사용자의 의도를 파악해 독자적인 실행 계획을 수립하고, 디지털 및 물리적 환경에서 직접 과업을 수행하는 '에이전틱 AI(Agentic AI)'가 주류로 부상했다. 이러한 기술적 도약은 앤트로픽(Anthropic)의 클로드(Claude) 생태계 고도화와 오픈 소스 진영의 파괴적 혁신인 OpenClaw에 의해 주도되고 있으며, 이는 단순한 기술적 진보를 넘어 전 세계 소프트웨어 시장과 데이터 인프라, 그리고 노동 시장의 근간을 재편하고 있다.

#### 1) 앤트로픽 클로드 에이전틱 서비스의 진화

앤트로픽 클로드 에이전틱 시리즈의 변천사

앤트로픽(Anthropic)은 사용자의 컴퓨터를 직접 조작하고 복잡한 업무를 자율적으로 수행하는 '에이전틱 AI(Agentic AI)' 시대를 주도하고 있다. 2025년 하반기는 Claude 4 시리즈의 고도화를 통해 AI 에이전트의 성능이 비약적으로 도약한 시기였다. 8월 출시된 **Opus 4.1**이 실무 코딩과 고난도 추론의 포문을 열었다면, 이어지는 9월과 10월에는 **Sonnet 4.5**와 **Haiku 4.5**가 속도와 비용 효율성을 동시에 잡으며 대규모 에이전트 워크플로우의 진입 장벽을 낮췄다. 특히 11월에 등장한 Opus 4.5는 '컴퓨터 사용(Computer Use)' 능력을 극대화하여 SWE-bench에서 압도적인 성적을 거두었으며, 인간의 개입 없이도 수 시간 동안 자율적으로 소프트웨어를 구현하는 등 에이전트 기술의 정점을 보여주었다.

2026년 에이전트 기술은 전문성을 넘어 일반 대중의 일상적인 업무 속으로 깊숙이 파고들었다. 1월에 출시된 **Claude Cowork**는 복잡한 개발자 도구를 GUI 기반 데스크톱 앱으로 변모시켜, 일반 사용자도 엑셀이나 구글 드라이브 등 다양한 협업 도구와 연동해 비즈니스 업무를 자율적으로 처리할 수 있게 도왔다. 이어 4월에는 최신 모델인 **Opus 4.7**이 등장하여 다단계 작업의 일관성을 완성하고 강화된 비전 능력을 바탕으로 시각적 요소가 포함된 복잡한 업무까지 철저하게 수행함으로써 전문 에이전트의 시대를 본격화했다.

표 8. 2025년 하반기부터 앤트로픽이 본격적으로 Agentic AI 서비스 출시

시기	서비스명	서비스 특징
2025.08	Claude Opus 4.1	에이전트 작업 및 실무 코딩 성능이 강화된 Claude 4의 첫 업데이트 모델
2025.10	Claude Haiku 4.5	고성능 코딩 능력을 갖춘 저비용 · 고효율 에이전트용 경량 모델
2025.11	Claude Opus 4.5	자율적 컴퓨터 사용 및 다단계 업무 수행에 최적화된 플래그십 모델
2026.01	Claude Cowork	일반 사용자용 GUI 기반 업무용 에이전트 데스크톱 애플리케이션
2026.02	Claude Code Security	코드베이스 보안 취약점 진단 및 자동 수정을 지원하는 전문 에이전트
2026.04	Claude Opus 4.7	비전 및 다단계 추론 성능이 극대화된 최신 최상위 모델
2026.04	Claude Design	디자인, 프로토타입 제작 등 시각적 결과물을 자율 생성하는 디자인 에이전트

자료: 앤트로픽 발표 자료, 언론 기사, IBK투자증권

## 2) OpenClaw: 오픈 소스 기반 자율 에이전트의 확산

급성장 에이전트의 대명사,  
OpenClaw

OpenClaw는 오스트리아의 개발자 피터 슈타인베르거(Peter Steinberger)에 의해 2025년 11월 'Clawdbot'이라는 이름으로 처음 공개되었다. 상표권 분쟁 등으로 인해 'Moltbot'을 거쳐 현재의 이름으로 정착한 이 프로젝트는 인류 역사상 가장 빠르게 성장한 오픈 소스 소프트웨어로 기록되었다. OpenClaw에서 사용자는 텔레그램 같은 친숙한 메시징 앱(Messaging App)을 인터페이스(Interface, 사용자와 시스템 간의 접점)로 활용하여 장소에 구애받지 않고 자신의 시스템에 명령을 내린다. 이때 특정 LLM에 종속되지 않고 클라우드, GPT, 딥시크 등 다양한 외부 모델을 상황에 맞춰 '두뇌'로 선택해 교체할 수 있는 범용 에이전트 인터페이스를 제공한다. 이는 기술적 종속성을 탈피하여 비용 효율성과 성능 최적화를 동시에 달성하는 기반이 된다.

개인 맞춤형 비서로  
사용 가능한 AI

이 플랫폼의 실질적인 업무 수행 능력은 5,000개 이상의 스킬(Skill, AI가 특정 작업을 수행하도록 정의된 기능 단위)과 플러그인이 집결된 'ClawHub'를 통해 발현된다. 개발자 커뮤니티가 구축한 이 생태계는 항공권 예약부터 기업용 CRM 연동, 데이터 스크래핑, 복잡한 DevOps(Development + Operations, 소프트웨어 개발과 운영을 통합하여 속도를 높이는 방식) 자동화에 이르기까지 에이전트의 손과 발이 되어주는 도구들을 무한히 확장시킨다. 여기에 영구적 기억(Memory) 시스템이 더해져, 에이전트는 일회성 세션에 그치지 않고 사용자의 과거 작업 맥락(Context)과 선호도를 학습한다. 결과적으로 시간이 흐를수록 사용자의 업무 스타일을 완벽히 이해하는 고도로 숙련된 '개인 맞춤형 비서'로 진화한다.

인간의 언어를 이해한  
AI 에이전트

OpenClaw는 단순한 자동화 도구를 넘어 개인이 디지털 세계를 통제하는 새로운 형태의 '개인용 OS'를 지향한다. 기존의 OS가 인간이 소프트웨어를 직접 조작하도록 돕는 환경이었다면, OpenClaw는 인간의 언어를 이해한 에이전트가 소프트웨어를 대신 조작하게 만드는 실행 층 역할을 수행한다. 이메일 정리와 건강보험 청구 같은 일상적 행정 업무부터 GitHub(소프트웨어 개발 프로젝트의 소스 코드를 저장하고 관리하는 플랫폼) 저장소 관리와 같은 전문적 개발 업무까지 모두 아우른다. 이러한 개방성은 에이전트 AI가 단순한 정보 제공자를 넘어 실제적인 가치를 창출하는 행동 주체로 완전히 자리 잡았음을 시사한다.

표 9. 오픈클로 서비스의 특징 및 파급효과

구성 요소	기능적 설명 (용어 정의)	파급 효과
게이트웨이	메시징 앱과 로컬 시스템 간 통신 허브 (로컬 환경 및 아키텍처 관리)	모바일을 통한 원격 시스템 제어 및 데이터 주권 확보
ClawHub	5,000개 이상의 스킬 및 플러그인 저장소	항공권 예약, CRM 연동 등 무한한 기능 확장성 제공
영구적 기억	SQLite 기반의 사용자 선호도 및 맥락 저장	개인 맞춤형 업무 스타일 학습 및 지속적 성능 향상
범용 인터페이스	다양한 외부 LLM(GPT, 클라우드 등) 선택 가능	특정 기업 종속성(Lock-in) 탈피 및 최적의 모델 활용

자료: 언론 기사, IBK투자증권

### 3) 에이전틱 AI가 SaaS 산업에 미치는 파괴적 영향

기존 SaaS 모델의 위협적인 존재, AI

에이전틱 AI의 등장은 지난 수십 년간 공고히 유지되어 온 SaaS(Software as a Service) 비즈니스 모델을 근본적으로 위협하고 있다. 2026년 1분기 글로벌 소프트웨어 시장 가치가 두 달 만에 8,000억 달러 이상 하락한 사실은 이러한 위기감을 단적으로 보여준다.

표 10. 글로벌 주요 SaaS 기업의 1분기 주가 하락

기업명	2026년 1월 초 주가	2026년 2월 말 주가	하락률(최대치)	주요 시가총액 감소 원인
Salesforce (CRM)	\$312.50	\$234.30	-25%	에이전틱 AI가 CRM 데이터를 직접 핸들링하며 앱 가치 하락
Adobe (ADBE)	\$585.20	\$410.60	-30%	클라우드 디자인(Claude Design) 등 자율 생성 에이전트의 위협
Snowflake (SNOW)	\$198.40	\$123.00	-38%	데이터 관리 방식이 로컬 기반 에이전틱 구조로 변화하며 수요 감소
ServiceNow (NOW)	\$810.00	\$648.00	-20%	기업용 워크플로우를 에이전트가 독점하며 플랫폼 가치 희석

자료: Bloomberg, 언론 기사, IBK투자증권

### 에이전틱 AI가 위협하는 빅테크의 패권

전통적인 UI의 제거

기존 빅테크 기업들의 패권은 사용자가 디지털 세계에 진입하는 '관문'을 통제하는 데서 비롯되었다. 구글은 검색, 애플은 앱스토어, 메타는 소셜 미디어를 통해 사용자의 주의력을 장악하고 이를 기반으로 광고 수익을 창출해 왔다. 그러나 에이전틱 AI는 사용자를 대신해 기존 서비스들을 API로 호출하여 과업을 직접 완료하므로, 사용자가 전통적인 인터페이스를 방문할 필요가 없다.

사용자가 더 이상 최저가 검색을 위해 여러 쇼핑 사이트를 클릭하지 않고 에이전트에게 "가장 저렴한 카메라를 찾아 결제해줘"라고 명령하면, 전통적인 이커머스 플랫폼의 광고 슬롯과 추천 알고리즘은 무력화된다. 실제로 아마존(Amazon)은 AI 쇼핑 대행 서비스를 상대로 소송을 제기하기도 했다.

**소프트웨어 가치의 양극화: 태스크형 vs 경험형**

태스크 지향적  
소프트웨어의 몰락

SaaS 생태계는 이제 AI 에이전트가 직접 수행해버리는 '기능적 영역'과 인간만이 직접 향유해야 하는 '감각적 영역'으로 극명하게 갈릴 것이다. 특히 차량 호출, 자금 이체, 일정 예약처럼 명확한 목적을 가진 태스크 지향적 소프트웨어들은 사용량이 감소할 수 있다. 이러한 앱들은 사용자가 직접 아이콘을 누르는 대상이 아니라, 클라우드 코워크(Claude Cowork)와 같은 자율 에이전트가 필요할 때마다 잠시 불러다 쓰는 부품 조각이나 일부 기능으로 전락하며 그 존재 의미를 잃어갈 것이다. 이 거대한 흐름은 마이크로소프트 365와 같은 전통적인 생산성 도구조차 흔들고 있다.

경험 지향적 플랫폼,  
에이전트 진화의 마지노선

에이전트가 인간의 업무를 완벽히 대행할 수 있지만 인간을 대신해 영화를 감상하거나 소셜 미디어에서 타인과 정서적으로 교감하며 즐거움을 느낄 수는 없다. 이러한 한계 덕분에 틱톡이나 넷플릭스처럼 인간의 감각적 경험과 유희를 제공하는 플랫폼들은 에이전트 혁명의 파고 속에서도 비교적 안전한 방어선을 구축한다. 에이전트가 업무 시간을 단축해 줄수록 인간은 더 많은 여유 시간을 갖게 되며, 이 남는 시간은 결국 다시 인간 고유의 감각을 자극하는 콘텐츠 소비로 이어지기 때문이다. 결과적으로 소프트웨어 시장은 'AI가 부러먹는 기능형 앱'과 '인간이 즐기는 경험형 플랫폼'이라는 양극화 구조로 재편될 것이다.

표 11. Agentic AI로 인해 SaaS 가치의 양극화

구분	태스크 지향적 (Task-oriented) SaaS	경험 지향적 (Experience-oriented) SaaS	구분
핵심 가치	기능 수행 및 목적 달성 (효율성)	감각적 즐거움 및 정서적 교감 (유희성)	핵심 가치
상호작용 방식	AI 에이전트가 필요 시 호출 (Invisible UI)	인간이 직접 체류하며 콘텐츠 소비 (High Engagement)	상호작용 방식
사용자 경험	사용자의 눈앞에서 아이콘이 사라짐	사용자가 더 많은 여유 시간을 투자함	사용자 경험
구체적 예시	금융: 자금 이체, 송금 앱	OTT: 넷플릭스 등 영상 플랫폼	구체적 예시

자료: IBK투자증권

#### 4) Agentic AI 서비스로 인한 토큰, 트래픽의 폭발적 증가

글로벌 AI 트래픽과  
토큰 소비량 급증

2026년 1분기는 생성형 AI가 자율적인 실행 주체인 '에이전틱 AI'로 진화하면서 글로벌 네트워크 트래픽과 토큰 소비량에 전례 없는 구조적 폭발을 일으킨 시기이다.

##### 에이전틱 AI로 인한 인터넷 트래픽 폭증

자동화 트래픽 성장의  
'역전 현상'

2026년 1분기 자동화 트래픽 중 에이전틱 AI에 의해 발생한 트래픽은 전년 동기 대비 7,851%라는 경이적인 성장률을 기록했다. 반면, 인간이 직접 생성한 인터넷 트래픽 성장은 3.1%에 그치면서, 기계에 의한 자동화 트래픽 성장이 인간을 압도하는 '역전 현상'이 가속화되었다. 이러한 트래픽 폭발의 근본적인 원인은 '행동적 승수 효과(Behavioral Multiplier)'에 있다. 인간이 쇼핑 시 평균 5개 내외의 웹사이트를 방문하여 가격을 비교한다면, 에이전틱 AI는 최적의 조건을 찾기 위해 단 몇 초 만에 수천 개의 사이트를 전수 조사하며 인간 대비 최대 1,000배의 트래픽을 발생시킨다.

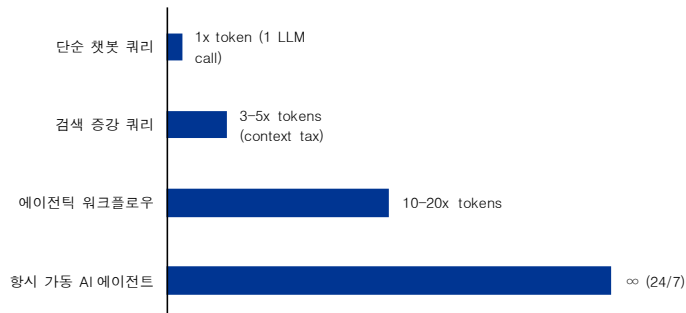
표 12. AI 트래픽 유형별 특징 (2026.1Q 기준)

트래픽 유형별 지표 (2026.Q1 기준)	연간 성장률 (YoY)	특징 및 동인
에이전틱 AI 트래픽	7,851%	자율적 거래 결제, 다단계 워크플로우 수행
AI 기반 전체 자동화 트래픽	187%	학습용 크롤러, 실시간 스크래퍼 포함
전통적 봇(Bot) 트래픽	23.50%	단순 규칙 기반 자동화, 스팸 등
인간 생성 인터넷 트래픽	3.10%	완만한 정체기 진입

자료: The 2026 State of AI Traffic & Cyberthreat Benchmark Report, IBK투자증권

AI가 스스로 추론·도구 호출·오류 수정을 반복하는 '에이전틱 워크플로우' 단계에 진입하면 단순 챗봇 대비 최소 5배에서 최대 30배에 달하는 토큰을 폭발적으로 소모한다. 더 나아가 이메일이나 시스템 로그를 실시간으로 모니터링하며 연중무휴 백그라운드에서 작동하는 '항시 가동(Always-on) AI 에이전트' 단계에 이르면, 온디맨드 방식에서 벗어난 지속적인 배경 추론으로 인해 토큰 소모량이 사실상 '무한대'로 수렴하게 된다.

그림 1. 쿼리별 토큰 소비량



자료: Gartner 2026, IBK투자증권

### 컨텍스트 인플레이션과 토큰 소비량의 대폭발

사고 루프 반복의 결과물,  
'컨텍스트 인플레이션'

컨텍스트 인플레이션은 LLM 추론에 사용되는 토큰(Token) 소비량의 폭증 현상을 의미한다. 질문과 답변으로 끝나는 단순 채팅과 달리, 에이전틱 AI는 목표 완수를 위해 [프롬프트 수신 → 추론 → 도구 호출 → 결과 해석 → 메모리 업데이트 → 컨텍스트 재구성]이라는 무수한 내부 사고 루프 (Thought loop)를 반복한다. 이 과정에서 매 단계마다 이전 실행 결과와 사고 과정이 컨텍스트로 재유입되며 입력 토큰이 폭발적으로 늘어나는 '컨텍스트 인플레이션' 현상이 발생한다. 실제 벤치마크 테스트 결과, 동일한 작업(예: 여행 계획 및 예약)을 수행할 때 자율 에이전트는 인간 채팅 세션보다 약 41.2배 더 많은 20만 개 이상의 토큰을 소비하는 것으로 나타났다.

표 13. Agent 서비스는 단순 인간 채팅보다 41.2배 많은 토큰을 소비

세션 유형별 토큰 소비량 비교	입력 토큰 (Input)	출력 토큰 (Output)	총 토큰량
단순 인간 채팅 (Chat)	30	4,849	4,879
자율 에이전트 (Agent)	182,893	18,116	201,009
증폭 배수 (Multipliers)	약 6,096배	약 3.7배	약 41.2배

자료: State of AI: An Empirical 100 Trillion Token Study with OpenRouter, IBK투자증권

### 인프라 수요 및 장기 전망

클라우드 기업 트래픽  
처리량의 폭증

토큰 사용량 폭증은 클라우드 기업들의 인프라 및 트래픽 처리량 수직 상승으로 직결된다.

- 기업들의 복잡한 의사결정 자동화를 위한 추론 토큰(Reasoning tokens) 소비량은 지난 12개월 동안 무려 320배 증가했다.
- 2026년 1분기 기준, 구글 클라우드(Gemini)는 전 분기 대비 60% 증가한 분당 160억 개의 토큰을 처리 중이며, 오픈AI(GPT-5/o3) 역시 전년 대비 150% 증가한 분당 150억 개의 토큰을 처리하고 있다.

표 14. Agentic AI 이후 토큰 사용량 폭증에 따른 클라우드 플랫폼의 트래픽 처리량 급증

플랫폼	처리량 (Tokens/min)	성장률	주요 동인
구글 클라우드 (Gemini)	160억 개 (16B)	60% (QoQ)	Gemini 3.1 Flash 보급 및 멀티모달 수요 급증
오픈AI (GPT-5/o3)	150억 개 (15B)	150% (YoY)	에이전틱 코딩(Codex) 및 엔터프라이즈 부문 확장
안트로픽 (Claude)	공개 데이터 부재	80x (YoY Rev)	Claude Code 및 금융권 맞춤형 에이전트 채택

자료: 알파벳 2026.1Q 실적 발표, Sacra/VentureBeat 산업 분석 리포트, 2026 Code with Claude 발표, IBK투자증권

### 5) Agentic AI의 가수요와 실수요

에이전틱 AI 시장의 이면, 실수요와 가수요

Agentic AI 시장은 폭발적인 성장 이면에 가수요와 실수요가 뚜렷하게 양극화되는 현상을 보인다. 막대한 토큰 소비와 AI 트래픽 급증이 발생하고 있지만, 이 중 실제 수익과 직결되는 실수요의 비중은 상대적으로 작으며 대부분은 파일럿 프로젝트, 연구 목적의 토큰 낭비, 비효율적 추론 루프 등으로 이루어진 가수요에 해당한다.

#### 토큰 소비: 68배 폭증과 70% 토큰 낭비

70%의 낭비, '가수요'

2026년 1분기, 에이전트 워크플로우의 다단계 추론과 도구 사용으로 인해 OpenRouter 플랫폼의 주간 토큰 처리량은 15개월 만에 68배나 폭증했다. 하지만 이 막대한 토큰 소비의 상당 부분은 실제 생산성이나 매출로 이어지지 않는 가수요로 파악된다.

가수요의 원인, 에이전트 루프

- **가수요 비중 (70% 토큰 낭비):** 프로덕션 수준의 코딩 에이전트 등에서 소비되는 토큰의 약 70%가 '낭비(Waste)'로 분류된다. 불필요한 파일 전체 읽기 및 검색(35~45%), 불필요한 도구/명령어 출력 결과 읽기(15~25%), 긴 대화 맥락의 반복 전송(15~20%), 무의미하게 반복되는 추론 루프(~10%) 등이 이에 해당한다. 에이전트가 문제 해결을 하지 못하고 동일한 방식을 반복하며 토큰을 소진하는 문제가 발생한다.

- **실수요 비중:** 전체 토큰 중 실제로 코드를 생성하거나 핵심적인 추론 및 행동을 통해 가치를 창출하는 데 쓰인 토큰은 약 5~15%에 불과한 것으로 추정된다.

표 15. 에이전틱 시로 인한 토큰량의 실수요는 제한적

낭비 카테고리	전체 토큰 중 비중	상세 내용
파일 읽기 및 검색	35~45%	특정 함수만 필요함에도 파일 전체를 읽어들이는 경우
도구 및 명령 출력	15~25%	방대한 로그, 테스트 결과 및 불필요한 CLI 출력값
컨텍스트 재전송	15~20%	긴 대화 과정에서 이전 이력을 반복적으로 전송하는 경우
반복적 루프	~10%	순환 논리나 중복된 시도를 반복하는 현상

자료: The Bifurcation of Agentic Intelligence, IBK투자증권

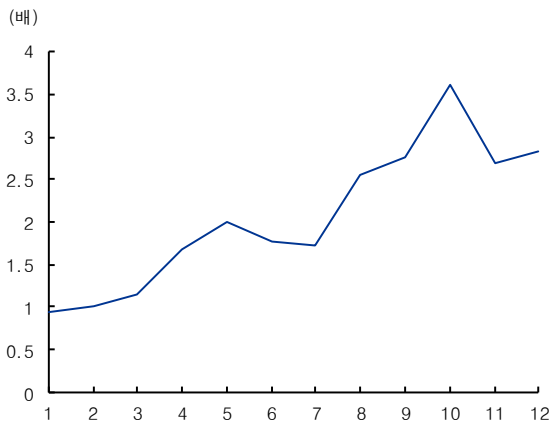
**AI 트래픽 급증: 7,851% 증가 속 2.3%의 실제 결제**

‘2.3%’에 불과한 실수요

2026년 초, AI 에이전트와 에이전트 브라우저로 인한 트래픽은 전년 대비 **7,851%** 급증하며 엄청난 규모의 상거래 자동화를 일으키고 있다.

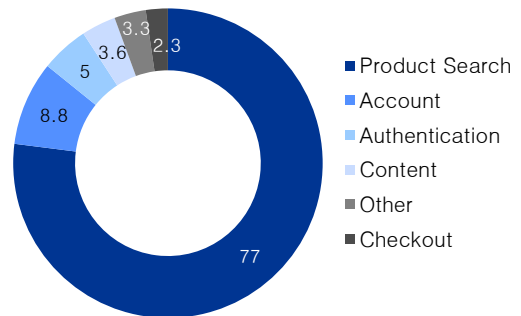
- **가수요 (트래픽의 대부분):** 전체 에이전트 트래픽의 77%는 단순 제품 검색 및 탐색 페이지에 집중되어 있다. 이들은 실질적인 매출로 즉각 연결되지 않는 탐색적 행동이나 초기 데이터 수집 과정이다.
- **실수요 (2.3%의 결제 전환):** 에이전트가 계정에 로그인하여 활동하는 비중은 8.8%이며, 사람의 개입 없이 스스로 실제 결제(Checkout)를 완료하는 트래픽의 비중은 단 2.3%에 불과하다. 트래픽 볼륨 자체로 보면 매출과 직결되는 실수요의 파이는 아직 매우 작다.

그림 2. 2025년 월별 AI 트래픽 증가량



자료: The 2026 State of AI Traffic & Cyberthreat Benchmark Report, IBK투자증권

그림 3. 에이전트 AI 서비스 중 가수요 트래픽의 높은 비중



자료: The 2026 State of AI Traffic & Cyberthreat Benchmark Report, IBK투자증권

## 6) Agentic AI 서비스의 축소로 캐즘으로 진입 가능성

### [무제한 구독 모델의 축소 및 상용량 통제]

GitHub :  
무제한 코드 제안 폐지,  
'월간 토큰 쿼터제' 시작

• **GitHub (Copilot for Agents):** 과거 개인 개발자에게 월 \$10~20에 제공되던 무제한 코드 제안이 폐지되었다. 이제 에이전트 기능을 활용할 경우 '월간 토큰 쿼터제'가 적용되며, 이를 초과할 경우 코드가 생성되지 않거나 극도로 느린 '저속 모드'로 전환된다. 특히 에이전트가 코드를 스스로 수정하고 테스트하는 'Auto-fix' 루프에는 별도의 루프당 과금이 추가되었다.

Anthropic :  
'일일 에이전트 활동량'

• **Anthropic (Pro/Team 플랜):** "무제한 대화" 문구가 사라지고, '일일 에이전트 활동량(Daily Agent Activity)'이라는 새로운 지표가 도입되었다. 에이전트가 백그라운드에서 인간 대신 업무를 수행할 경우, 일반 대화보다 10배 높은 가중치로 토큰을 차감하며, 한도가 소진되면 다음 날까지 에이전트 기능이 완전히 차단된다.

### [에이전트가 동시에 여러 작업을 수행하는 능력을 제한하여 서버 부하를 관리하는 정책]

사용 가능한 에이전트  
개수와 작업 속도 제한

• **동시 실행 에이전트 수 제한:** 과거에는 여러 개의 창을 띄워 AI와 대화할 수 있었으나, 이제 유료 플랜에서도 동시 가동 가능한 에이전트 수를 1~2개로 엄격히 제한한다. 3개 이상의 에이전트를 동시에 돌려 '팀 단위 업무'를 시키려면 고가의 'Enterprise Agent' 요금제로 업그레이드해야 한다.

• **컴퓨터 스로틀링(Throttling):** 특정 시간대에 에이전트 트래픽이 몰릴 경우, 인간 사용자의 실시간 대화에 우선순위를 두고 에이전트의 작업 속도를 강제로 50% 이상 늦추는 '가변적 속도 제한' 정책이 전면 도입되었다.

### [무한 루프 방지를 위한 '서킷 브레이커' 도입]

보수적으로 변화하는  
에이전틱 AI 정책

에이전트가 환각이나 오류로 인해 무한 루프에 빠져 막대한 토큰 비용을 발생시키는 것을 막기 위해 강력한 제한 정책이 도입되었다.

표 16. Agentic AI 트래픽 및 토큰 폭증에 따라 AI서비스 기업의 토큰 요금 및 정책이 보수적으로 변화

기업/서비스	폐지된 정책	새롭게 도입된 제한 정책
Anthropic	상시 가동(Always-on) 허용	일일 토큰 천장제 및 제3자 에이전트 차단
OpenAI	무료 사용자의 고성능 모델 접근	에이전트 전용 인프라 사용료(Compute Fee) 도입
GitHub	월 정액 기반 무제한 코드 제안	루프당 과금 및 에이전트 전용 쿼터제
MS Azure	기업용 모델 무제한 호출	비인간 아이덴티티(ID)별 라이선스 비용 부과
Google	대용량 컨텍스트 무료 유지	런타임 점유 시간 및 메모리 보관료 청구

자료: 기업 발표 자료, IBK투자증권

**비생산적 트래픽의 감소 규모 예측**

'가수요' 영역에서  
효과적인 정책 변화

무제한 요금제 폐지와 정밀한 토큰 과금 시스템의 도입은 특히 '가수요' 영역에서 즉각적인 트래픽 감소를 유발한다. 2026년 1분기 클라우드플레어(Cloudflare)의 데이터에 따르면, 전체 봇 트래픽 중 AI 크롤러가 차지하는 비중은 22%에서 19.9%로 처음으로 하락 반전하였다. 이는 기업들이 무분별한 데이터 수집보다는 필요한 정보만을 선별적으로 가져오는 'AI 검색' 형태의 효율적인 크롤링으로 전환하고 있음을 시사한다. 에이전틱 루프의 최적화 또한 가속화되고 있다. 사용자들이 토큰 비용을 직접 체감하게 되면서, 한 번의 명령으로 수천 개의 토큰을 낭비하던 방만한 프롬프트 작성 습관이 사라지고 있다. 이에 따라 비생산적인 에이전트 루프로 인한 트래픽은 정책 변화 이후 약 20-30% 가량 감소할 것으로 예상된다.

표 17. 측정 지표 별 분기별 변화

측정 지표 (Metric)	2026년 1분기	2026년 4월	변동폭(Δ)	추세 및 분석 결과
HTTP 트래픽 내 봇(Bot) 비중	31.19%	32.00%	+0.81 pt	지속적 상승 확인
봇 중 AI 크롤러 비중	22.00%	19.90%	-2.1 pt	상승세 반전(하락)
봇 중 AI 검색(Search) 비중	5.50%	6.60%	+1.1 pt	성장 가속화
결합 AI 트래픽 비중 (봇 내)	27.50%	26.50%	-1.0 pt	후퇴가 아닌 점유율 재편
Applebot (AI 크롤러 내 %)	7.15%	9.23%	+2.08 pt	급증세 유지
Bytespider (AI 크롤러 내 %)	3.83%	5.73%	+1.91 pt	새로운 신흥 강자
GPTBot (AI 크롤러 내 %)	11.05%	9.84%	-1.21 pt	하락세 지속
계정 탈취(Compromised Login)율	60.25%	59.51%	-0.74 pt	개선세 연장
링크 기반 피싱 비중	70.50%	75.90%	+5.4 pt	급격한 확산
스캠(Scam) 이메일 카테고리	39.60%	45.50%	+5.9 pt	급격한 확산
L3 공격 중 UDP 비중	78.00%	80.20%	+2.2 pt	지배력 강화
WAF 완화 비중 (L7)	51.90%	45.90%	-6.0 pt	추세 반전(하락)
DDoS 규칙 완화 비중 (L7)	43.20%	49.30%	+6.1 pt	다시 1위 탈환
신규 인증서 내 ECDSA 비중	44.90%	49.00%	+4.1 pt	격차 빠르게 축소
Let's Encrypt 전체 CA 점유율	43.30%	44.50%	+1.2 pt	소폭 상승
HTTP/3 요청 비중	21.10%	21.00%	-0.1 pt	정체기 지속
최신 TLS 비중 (1.3 + QUIC)	93.70%	93.90%	+0.2 pt	안정적 유지

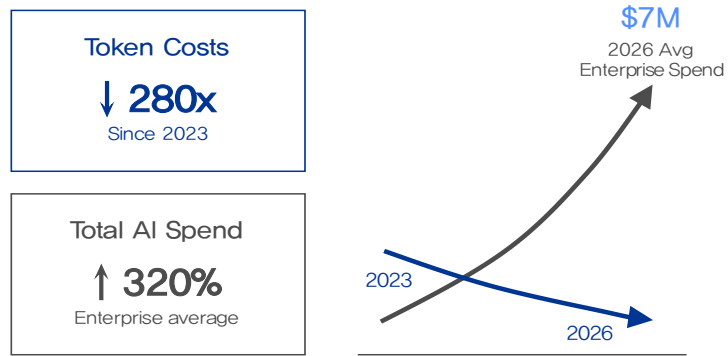
자료: Cloudflare, IBK투자증권

추론 중심, 실수요도 지속적 성장

AI 연산 예산의 이동,  
‘학습’에서 ‘추론’으로

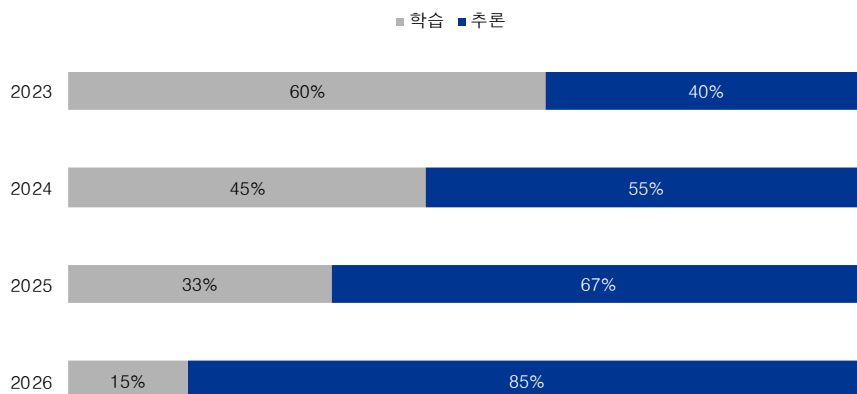
2026년 AI 연산 예산은 모델을 구축하는 '학습(Training)' 단계에서 실제 서비스를 제공하는 '추론(Inference)' 단계로 그 중심축이 급격히 이동했다. 2023년에는 예산의 60%가 학습에, 40%가 추론에 할당되었으나, 2024년에 추론 비중(55%)이 학습을 처음으로 추월하는 변곡점이 발생했다. 2026년에는 추론 비용이 전체 AI 예산의 85%를 차지하게 되는데, 이는 기업들이 단순한 기술 실험을 끝내고 실제 비즈니스 생산 현장에 에이전틱 AI를 전면 배치하면서 발생한 구조적 변화로 분석된다. 이러한 예산 구조 변화의 근본적인 원인은 AI 활용 방식이 고도화됨에 따라 토큰 소모량이 기하급수적으로 증가했기 때문이다.

그림 4. 2026년 압도적인 성장세를 보여주는 AI 추론 비용



자료: AnalyticsWeek2026, Epoch AI, Gartner, IBK투자증권

그림 5. 2026년 추론 관련 AI 컴퓨팅 예산 85% 예상



자료: Deloitte, AnalyticsWeek, Oplexa Analysis, IBK투자증권

## 4. AI의 실수요 - 로봇택시, 휴머노이드 로봇

에이전틱 AI의 물리적 구현체, 로봇택시와 로봇

전통적인 생성형 AI가 사용자의 프롬프트에 수동적으로 반응하는 형태였다면, 에이전틱 AI의 물리적 구현체인 로봇택시와 휴머노이드 로봇은 인구 구조 변화와 산업 효율화 요구에 맞물려 막대한 실수요를 창출할 것이다.

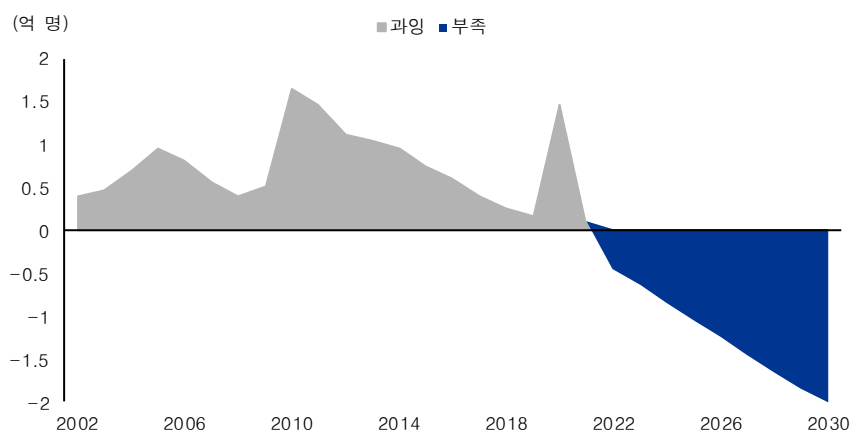
한계 비용의 핵심 솔루션, 로봇택시

• **로봇택시:** 로봇택시는 고령화로 인한 운전자 부족 심화, 이동권 확대 요구, 도심 교통 혼잡 완화 등 사회적·경제적 한계 비용을 해결할 수 있는 핵심 솔루션이다. 인명 피해 감소 효과 및 운전 노동 시간의 감소 등 뚜렷한 부가가치를 지니며 상용화 변곡점(2024~2026년)을 지나고 있다.

노동력 대체의 실수요, 휴머노이드 로봇

• **휴머노이드 로봇:** 아직 통제된 환경 밖에서의 안전성 및 책임 문제 등 극복해야 하는 과제가 있다. 하지만 현대차 그룹은 보스턴다이나믹스의 실전 배치를 2028년 미국 조지아주에 위치한 메타플랜트 아메리카(HMGMA)에 시작하는 계획을 발표했다. 초기에는 부품을 분류하고 정렬하는 '시퀀싱(Sequencing)' 작업과 고위험·반복 작업에 우선적으로 투입될 예정이다. 2030년부터는 공정 확대 및 대량 생산하여 부품 분류를 넘어 실제 차량을 직접 조립하는 공정까지 활용 범위를 넓힐 것이다. 2030년까지 연간 최대 3만 대 규모의 로봇 생산 체계를 구축하는 것이 목표이다. 한편 골드만삭스에 따르면 2035년까지 전 세계에 연간 140만 대의 휴머노이드 로봇이 보급되어 380억 달러 규모의 시장을 형성할 것이며, 2050년에는 10억 대에 이를 것으로 전망될 만큼 장기적인 노동력 대체 실수요가 뚜렷하다.

그림 6. 미국 제조업 노동 인구 2022년 이후 부족 단계에 진입



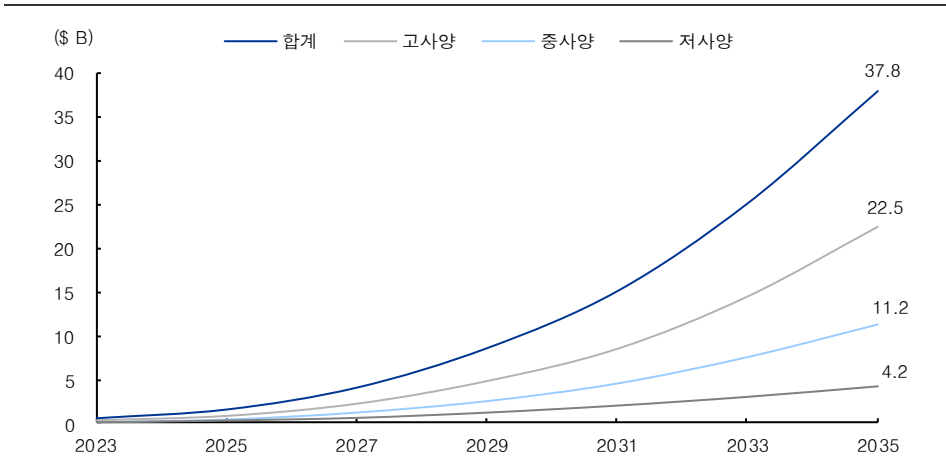
자료: OECD, Deloitte, FRED, Goldman Sachs Research, IBK투자증권

표 18. 현대차그룹의 아틀라스는 2028년 첫 실전 배치 후 2030년 최대 3만대 생산 체계 구축 목표

구분	주요 일정 및 목표	상세 내용
1단계: 현장 검증	2026년 ~ 2027년	현대차 공장 내 파일럿 테스트 및 작업 데이터 학습
2단계: 첫 실전 배치	2028년	HMGMA(미국 조지아주 메타플랜트) 우선 투입
3단계: 양산 및 확산	2030년	연간 최대 3만 대 생산 체계 구축 및 전 공정 확대

자료: 현대차그룹 발표 자료, IBK투자증권

그림 7. 2035년 글로벌 휴머노이드 로봇 시장 규모 전망



자료: Goldman Sachs Research, IBK투자증권

## 1) 미국과 중국의 로보택시 사업 현황 및 전망

### [미국 (기술적 우위와 플랫폼 생태계)]

웨이모 :  
규칙 기반 제어와 안정성  
추구

웨이모(Waymo)는 정교한 규칙 기반(Rule-based) 제어와 센서 융합 기술을 통해 독보적인 안전성을 구축한다. 웨이모는 라이다, 레이더, 카메라를 아우르는 멀티 센서 체계를 고수하며 인간 운전자 대비 충돌률을 95% 이상 감소시키는 성과를 거둔다. 특히 우버와의 전략적 파트너십을 통해 서비스 접근성을 확장하며 로보택시의 상업적 신뢰도를 입증하는 표준 모델로 자리 잡는다.

테슬라 :  
하나의 거대한 신경망,  
엔드 투 엔드

테슬라(Tesla)는 기존의 코딩된 규칙을 배제하고 인지부터 제어까지 전 과정을 하나의 거대한 신경망으로 통합하는 엔드 투 엔드(End-to-End) 딥러닝 방식을 지향한다. 라이다 없이 카메라 비전에만 의존하는 이 방식은 수십억 마일의 실제 주행 데이터를 학습하여 인간의 직관에 가까운 유연한 주행을 구현한다. 테슬라는 3만 달러 미만의 저가형 사이버캡을 통해 하드웨어 비용을 혁신적으로 절감하며, 대규모 양산 체계와 데이터 우위를 바탕으로 자율주행의 대중화를 가속화한다.

엔비디아 :  
VLA 모델을 통한  
알파마요 생태계

엔비디아(NVIDIA)는 HW와 SW를 유기적으로 결합한 알파마요(Alpamayo) 생태계를 통해 업계의 컴퓨팅 표준을 선점한다. 특히 시각 정보와 언어를 행동으로 직접 연결하는 VLA(Vision-Language-Action) 모델을 도입하여, 차량이 복잡한 맥락을 이해하고 즉각적으로 반응하는 '피지컬 AI'의 토대를 마련한다. 초당 2,000조 번의 연산이 가능한 차세대 SoC 'DRIVE Thor'는 이러한 고성능 모델을 안정적으로 구동하는 핵심 엔진 역할을 수행하며 다수의 OEM 기업들을 자사 생태계로 편입시킨다.

자동차의 진화,  
고도화된 로봇으로

결론적으로 미국 자율주행의 주요 사업자들은 서로 다른 기술적 경로를 취하고 있으나 결국 자동차를 스스로 사고하고 움직이는 고도화된 로봇으로 진화시킨다는 점에서 궤를 같이한다. 이러한 기술 융합은 도로 위 주행을 넘어 산업 전반의 로보틱스 공정으로 확장되며 미래 물리적 AI 시대의 핵심 인프라로 기능한다.

표 19. 미국 내 로보택시 기업 현황

구분	웨이모 (Waymo)	테슬라 (Tesla)	엔비디아 (NVIDIA)
기술 철학	Rule-based + Hybrid	End-to-End Deep Learning	VLA (Vision-Language-Action)
주요 하드웨어	라이다, 레이더, 카메라 (Multi-sensor)	카메라 전용 (Vision Only)	DRIVE Thor (2,000 TOPS)
판단 로직	정해진 규칙 내 최적화된 안전 주행	방대한 데이터 학습 통한 인간 모사 주행	인지-언어-행동 통합 피지컬 AI
비즈니스 모델	로보택시 서비스 직접 운영 (B2C)	자율주행 차량 판매 및 FSD 구독	자율주행 플랫폼 및 칩셋 공급 (B2B)
시장 경쟁력	압도적인 사고율 저감 및 안전 데이터	저렴한 차량 가격 및 대규모 데이터 확보	전 산업의 표준 아키텍처(알파마요) 장악

자료: 기업 IR 자료, Safety Report, 언론 기사, IBK투자증권

**[중국 (저비용·대량 생산과 국가 주도 인프라)]**

V2X 인프라를 통한 '협력형 자율주행' 환경

정부 주도의 강력한 V2X(Vehicle-to-Everything) 인프라를 통해 독자적인 생태계를 구축한다. 개별 차량의 지능에만 의존하는 서방 국가와 달리, 중국은 도시 전체의 도로와 신호등에 센서를 설치하여 차량과 인프라가 실시간으로 소통하는 '협력형 자율주행' 환경을 조성한다. 이러한 국가적 지원과 대규모 보조금은 기업들의 상업적 손익분기점 달성을 앞당기며 기술 확산의 기폭제 역할을 수행한다.

바이두 : 시장을 선도하는 '로보런'

바이두(Baidu)는 자사의 아폴로(Apollo) 플랫폼을 기반으로 세계 최대 규모의 로보택시 서비스인 '로보런(Apollo Go)'을 운영하며 시장을 선도한다. 특히 6세대 로보택시인 RT6의 제조 원가를 약 2만 8,800달러(약 4,200만 원) 수준으로 낮추어 경쟁사 대비 압도적인 비용 경쟁력을 확보한다. 기술적으로는 자사의 거대언어모델(LLM)인 '어니(Ernie)'를 자율주행 시스템에 통합하여, 단순한 규칙 기반(Rule-based) 제어를 넘어 복잡한 도로 상황을 문맥적으로 이해하고 판단하는 기술 고도화를 추진한다.

시장 지배력을 강화하는 포니에이아이와 위라이드

포니에이아이(Pony.ai)와 위라이드(WeRide)는 각각 고도화된 L4급 기술력과 다각화된 모빌리티 라인업을 통해 시장 지배력을 강화한다. 포니에이아이는 하이브리드 센서 융합 기반의 높은 주행 신뢰성을 바탕으로 로보택시와 자율주행 트럭 시장에서 두각을 나타내며 글로벌 시장 확장을 꾀한다. 위라이드는 로보택시를 넘어 무인 셔틀, 무인 청소차, 로보벤 등 다양한 차종에 자율주행 기술을 이식하는 전략을 취하며, 테슬라와 유사한 엔드 투 엔드(End-to-End) 신경망 기술을 적용하여 주행의 자연스러움을 극대화한다.

거대 모빌리티 플랫폼을 꺾는 중국 기업

결론적으로 중국 기업들은 풍부한 도로 주행 데이터와 국가 인프라를 결합하여 인지부터 행동까지 단일 모델로 처리하는 기술적 전환을 가속화하며 글로벌 표준을 위협한다.

표 20. 중국 내 로보택시 기업 현황

구분	바이두 (Baidu)	포니에이아이 / 위라이드	중국 국가 인프라 (V2X)
기술 핵심	Apollo 플랫폼 + LLM (Ernie)	End-to-End 신경망 모델	차량-사물 간 통신 (V2X)
비용 경쟁력	RT6 (2.8만 달러)로 원가 혁신	다각화된 차종으로 수익 모델 분산	국가 보조금 및 인프라 구축 지원
기술 철학	플랫폼 중심의 지능형 생태계	고도화된 L4 알고리즘 및 확장성	협력형 자율주행 (지능형 도로)
적용 모델	로보택시, 자율주행 대중교통	로보택시, 트럭, 청소차, 셔틀	스마트 시티 및 전국 주요 도로
전략 목표	수익성 기반의 로보택시 대중화	특수 목적 자율주행 시장 선점	자율주행 상업적 BEP 조기 달성

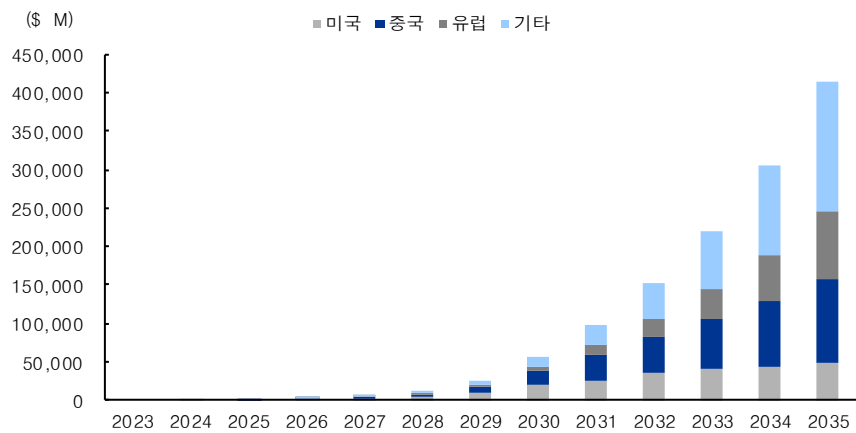
자료: 기업 IR 자료, 중국 MIIT 발표 자료, IBK투자증권

상업용 자율주행  
로보택시의 급증

## 2) 일반 택시 산업 대체 시기 및 로보택시 규모 추정

2030년을 전후로 로보택시가 기존 택시 및 차량 공유 수요를 본격적으로 대체하기 시작해, 2035년경에는 일반 택시 산업을 압도할 것으로 전망된다. 골드만삭스에 따르면 2035년까지 전 세계 로보택시 시장은 4,150억 달러(약 560조 원) 규모에 이를 것으로 예상된다. 전 세계 상업용 자율주행(AV) 로보택시 운행 대수가 지난해 약 7,000대 수준에서 2030년에는 약 100만 대, 2035년에는 약 600만 대로 급증할 것으로 추정한다.

그림 8. 국가별 로보택시 시장 전망



자료: Company data, Goldman Sachs Research, IBK투자증권

급증할 자율주행  
컴퓨팅 파워 수요

## AI 트래픽 및 토큰 증가량 분석

차량 내부의 컴퓨팅 플랫폼은 카메라, 라이다(Lidar), 레이더, 초음파 센서로부터 초당 6GB의 데이터를 처리(하루 약 25TB, 일반인 10GB의 2,500배)해야 하며, 이를 위해 특수 자동차 등급 GPU가 필요하다. 현재 700대의 웨이모 로보택시(17,500TB/day, 17.5PB/day)를 운영하는 데에만 엣지(Edge) 단에서 140 PFLOPS(140,000 TFLOPS/700대, 1대당 200TFLOPS 성능)의 엄청난 컴퓨팅 파워가 요구되며, 테슬라는 매일 30억 마일 이상의 주행 데이터를 시뮬레이션하고 있다. 샤오펑 등은 향후 출시될 로보택시에 차량당 최대 12,000 TOPS(초당 12조 번의 연산)의 연산 능력을 갖춘 AI 칩을 탑재해 실시간으로 VLA(Vision-Language-Action) 모델을 구동할 계획이다.

표 21. 데이터 트래픽 증가량

항목	차량 1대당 기준	로보택시 전체 (700대)
일일 데이터 생성량	25 TB	17,500 TB (17.5 PB)
엣지 연산력 (실시간 인지)	200 TFLOPS	140 PFLOPS
클라우드 연산력 (모델 학습)	약 714 TFLOPS	500 PFLOPS

자료: 기업 발표 자료, IBK투자증권

현장에서 파기되는 차량 데이터

그러나 수집된 데이터의 99% 이상은 차량 내부의 엣지 컴퓨팅 단계에서 처리된 후 즉시 삭제된다. 안전을 위해 보행자 감지나 제동 등의 판단은 10ms(0.01초) 이내에 완료되어야 하며, 이를 위해 NVIDIA Orin이나 테슬라 FSD 칩과 같은 고성능 자동차 등급 GPU가 사용된다. 사고 위험이 없는 평범한 주행 데이터는 통신 대역폭과 저장 비용 문제로 인해 클라우드로 전송하지 않고 현장에서 파기한다.

'가치 있는 정보' = 엣지 케이스와 시스템 오류 정보

클라우드로 전송되는 데이터는 전체 생성량 중 극히 일부인 '가치 있는 정보'로 한정한다. 인공지능이 판단하기 모호했던 '엣지 케이스(Edge Case)', 시스템 오류가 발생한 순간, 혹은 운전자가 개입한 상황의 데이터가 주요 수집 대상이다. 데이터 전송 시에도 원본 영상 전체를 보내기보다 특징점만을 추출한 메타데이터 형태로 변환하여 전송 효율을 극대화한다.

대규모 AI 모델 학습 담당 중앙 클라우드 인프라

중앙 클라우드 인프라는 전 세계 로보택시로부터 수집된 핵심 데이터를 바탕으로 대규모 AI 모델 학습을 담당한다. 테슬라는 수만 개의 GPU를 동원해 매달 30억 마일 이상의 가상 주행 시뮬레이션을 수행하며, 웨이모는 수만 개의 TPU를 활용해 주행 알고리즘을 고도화한다. 학습된 최신 모델은 다시 OTA(무선 업데이트)를 통해 전 세계 차량에 배포된다. 자율주행 모델 소프트웨어와 최신 신경망 가중치(Weight)를 포함한 업데이트 패키지는 보통 수백 MB에서 수 GB(보통 1~3GB) 사이이다. 단지 파일 하나는 크지 않지만, 테슬라처럼 전 세계에 600만 대 이상의 차량이 있는 경우, 2GB의 파일을 배포할 때 발생하는 총 트래픽은 약 12 Petabytes(PB)에 달한다. 이는 넷플릭스 고화질 영화 수백만 편을 동시에 스트리밍하는 것과 맞먹는 부하이다.

## 5. 한국 로봇 제조 경쟁력 우위

### 1) 현대차, 삼성전자, LG전자의 글로벌 제조 경쟁력 우위

최적화 경험의 우위를 가진 한국 대표 기업들

첫째, 초대형 생산 규모와 공정 최적화 경험이다. 현대차는 연간 약 730만 대의 차량을 생산하는 글로벌 3위 완성차 기업이며, 삼성전자는 메모리, 파운드리, 스마트폰 등에서 세계 1-2위, LG전자는 가전 분야 글로벌 톱 티어 기업이다. 이들은 수십 년간 대규모 자동화 생산 시스템을 운영하며 산업용 로봇을 직접 사용하고 최적화해온 경험을 보유한다.

글로벌 SCM 시스템 구축

둘째, 글로벌 공급망과 부품 조달 역량이다. 로봇은 반도체, 모터, 감속기, 센서, 배터리, 통신 모듈 등이 결합된 복합 시스템이다. 한국 기업들은 이미 이 모든 핵심 부품을 대량 조달하고 품질 관리할 수 있는 글로벌 SCM 시스템을 구축했으며, 위기 상황에서도 안정적인 수급이 가능한 파트너 네트워크를 보유한다.

모든 기술의 통합 능력

셋째, 전장·AI·배터리 기술의 통합 능력이다. 전기차 전환 과정에서 축적한 배터리 관리, 모터 제어, 자율주행 센서 기술이 로봇 개발에 직접 전용될 수 있다. 특히 삼성전자의 엑시노스 NPU, 현대차의 전동화 파워트레인, LG전자의 인버터 모터 기술은 로봇의 핵심 구동 시스템으로 바로 활용 가능하다.

실제 산업 환경에서의 검증 가능 능력

넷째, 실제 사용자이자 테스트베드 역할이다. 이들 기업은 자사 공장과 물류 시설에서 로봇을 대규모로 운영하며 실제 산업 환경에서의 내구성, 안전성, 효율성을 검증할 수 있다.

표 22. 한국 제조 기업의 핵심 역량

핵심 역량	세부 내용	주요 기업 및 관련 근거
1. 생산 규모 및 최적화	초대형 생산 라인 운영 및 대규모 자동화 공정 최적화 경험 보유	현대차: 글로벌 3위 (연 730만 대 이상 생산) 삼성·LG: 메모리, 스마트폰, 가전 세계 톱 티어
2. 글로벌 SCM 역량	반도체, 센서, 배터리 등 로봇 핵심 부품의 안정적 수급 및 품질 관리	핵심 부품 대량 조달이 가능한 글로벌 공급망(SCM)과 파트너 네트워크 확보
3. 기술 통합 능력	전장, AI, 배터리 기술 등 이종 산업 기술의 로봇 시스템 전용 및 융합	삼성: 엑시노스 NPU 현대차: 전동화 파워트레인 LG: 고효율 인버터 모터
4. 선순환 테스트베드	자사 공장 및 물류 시설을 활용한 실전 검증 및 데이터 축적	"제조사가 곧 최대 고객"인 구조를 통해 로봇의 내구성과 안전성을 현장에서 즉시 검증

자료: 기업 IR 자료, IBK투자증권

## 2) 현대차 보스턴다이나믹스의 경쟁력 우위 및 글로벌 OEM 현황

동적 로봇 제어 기술의 꽃, 보스턴다이나믹스

2021년 현대차 그룹이 11억 달러(약 1,3조 원)에 인수한 보스턴다이나믹스는 30년간 MIT와 DARPA 프로젝트를 통해 축적된 세계 최고 수준의 동적 로봇 제어 기술을 보유하고 있다. 스팟(Spot)은 이미 전 세계 산업 현장에서 상용화된 4족 보행 로봇으로, 불규칙한 지형에서의 실시간 균형 유지, 계단과 경사면 탐색, 낙상 후 자율 기립 등의 능력을 보유하고 있다. 2024년 전동화로 전환된 신형 아틀라스(Atlas)는 현대차의 전기차 파워트레인 기술과 결합하여 관절 토크 밀도를 50-80 Nm/kg 수준까지 끌어올렸다.

로봇 양산에 적용 가능한 자동차 생산 노하우

이 결합이 만들어내는 시너지는 다음과 같다. 현대차의 울산공장 등 글로벌 생산 시설이 보스턴다이나믹스 로봇의 실제 산업 환경 테스트베드가 되며, 현대모비스의 전동화 부품이 아틀라스의 관절 구동에 직접 적용된다. 또한 세계 최고 수준의 자동차 대량 생산 노하우를 로봇 양산에 적용할 수 있고, 전 세계 현대차 딜러십과 서비스 센터가 로봇 유지보수 네트워크로 전환 가능하다.

표 23. 글로벌 주요 OEM 로봇 산업 현황 비교

기업	대표 프로젝트	핵심 기술 전략	현재 단계 (2026 기준)	강점	주요 한계
현대차	아틀라스(Atlas), 스팟, 스트레치	전동화 액추에이터 기반 동적 균형 + AI 로보틱스 생태계	아틀라스 산업화 및 스팟/스트레치 현장 배치 확산	30년 축적 제어 기술, 완성차 공장이라는 강력한 테스트베드	대량 생산 체계로의 완전한 전환 단계
테슬라	옵티머스(Optimus) Gen 3	순수 비전 AI (FSD 전용) + 엔드투엔드 신경망 학습	기가팩토리 내 데이터 수집 및 실전 훈련 본격화	압도적인 실세계 주행 데이터, 하드웨어 수직 계열화 양산 역량	정밀 제어 이론 경험 상대적 부족, 초기 양산 속도 지연
토요타	TRI LBM (대규모 행동 모델)	확산 트랜스포머 기반 범용 행동 학습(LBM)	연구 중심에서 범용 로봇 학습 모델 평가 단계	30년 제조 로봇 데이터, 시뮬레이션-현장 간 높은 학습 효율	보수적인 개발 문화로 인한 상용화 속도 저하
BMW	Figure AI 파트너십	외부 스타트업 (Figure) 협력 + 피지컬 AI 적용	라이프치히 공장 등 본격 파일럿 프로젝트 가동	유럽 최초 자동차 생산 로봇 투입, 정밀 제조 노하우와 규제 대응	자체 로봇 하드웨어 원천 기술 부재 (파트너십 의존)
혼다	차세대 아바타 로봇	다관절 손 기술 + 원격 제어 및 자율주행 융합	자율주행 로보택시 서비스 연계 및 연구 단계	아시모(ASIMO)부터 이어온 이족 보행 원천 기술 및 브랜드 신뢰	실제 소비자용 제품 출시 및 수익 모델 창출 미흡

자료: 기업 발표 자료, 언론 기사, IBK투자증권



## Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
NAVER (035420)	매수(유지)	320,000원
카카오 (035720)	매수(유지)	73,000원
크라프트 (259960)	매수(유지)	420,000원
NC (036570)	매수(유지)	390,000원
더블유게임즈 (192080)	매수(유지)	100,000원

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 320,000원  
현재가 (5/29) 234,000원

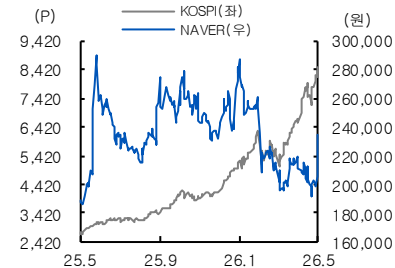
KOSPI (5/29) 8,476.15pt  
시가총액 36,708십억원  
발행주식수 156,874천주  
액면가 100원  
52주 최고가 290,500원  
최저가 185,500원  
60일 일평균거래대금 203십억원  
외국인 지분율 36.7%  
배당수익률 (2026F) 1.3%

주주구성  
국민연금공단 9.33%  
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.11%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-16%	-56%	-60%
절대기준	6%	-4%	24%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	320,000	320,000	-
EPS(26)	10,676	14,093	▼
EPS(27)	13,956	16,324	▼

### NAVER 상대주가 (%)



# NAVER (035420)

## 글로벌 시장에서 통하는 AI 경쟁력

### 검색을 넘어서는 AI 기술 강화

네이버는 사용자의 복합적인 검색 의도와 맥락을 실시간 대화형으로 탐색하는 'AI 탭' 서비스를 전면 전개한다. 이를 초개인화 커머스 솔루션인 'AI 쇼핑 에이전트'와 유기적으로 연계함으로써 탐색부터 구매까지 이탈 없는 소비 생태계를 구축 중이다. 특히 검색어의 핵심을 정교하게 요약하여 사용자에게 최적의 정보를 선제공하는 'AI 브리핑' 서비스는 검색 생태계 내 구매 전환율을 극대화하는 핵심 엔진으로 자리 잡았다. 이와 동시에 네이버의 차세대 광고 플랫폼인 'ADVoost'와의 시너지를 본격화하며 광고주 특화 타겟팅 효율을 극대화하고 있다. 자체 개발한 초거대 언어모델(LLM) 하이퍼클로바X는 글로벌 빅테크 경쟁사 대비 한국어 데이터 학습량에서 압도적인 우위를 점하고 있다. 이를 기반으로 보안성이 강조된 국내 B2B 엔터프라이즈 시장에서 공공·금융·제조 맞춤형 AI 인프라 구축 솔루션 매출을 본격적으로 실현하는 단계에 진입했다.

### 2026년 1분기 시장 컨센서스에 부합하는 견조한 성장

2026년 1분기 연결 기준 매출액은 3조 2,411억 원, 영업이익은 5,418억 원을 기록하며 시장 컨센서스에 부합하는 견조한 성장을 증명했다. AI 기반 고도화로 광고 효율이 증대되면서 성과형 광고 집행을 확대하려는 광고주 수가 크게 늘었다. 또한 스마트스토어의 총거래액(GMV) 성장세와 리커머스(C2C) 부문의 가파른 성장이 전체적인 외형 확대를 이끌었다. 다만 고성능 GPU 도입을 포함한 AI 인프라 투자 비용이 전년 동기 대비 32.5% 급증한 2,508억 원을 기록해 단기 비용 부담으로 작용했다. 여기에 스포츠 및 엔터테인먼트 중계권 관련 비용, 커머스 시장 점유율 방어를 위한 마케팅 비용이 동시에 반영되면서 영업이익률(OPM)은 16.7% 수준으로 다소 조정되었다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,729	15,197	16,528
영업이익	1,979	2,208	2,410	2,834	3,098
세전이익	2,322	2,420	2,309	2,958	3,266
지배주주순이익	1,923	1,953	1,675	2,189	2,417
EPS(원)	11,913	12,376	10,676	13,956	15,404
증가율(%)	92.8	3.9	-13.7	30.7	10.4
영업이익률(%)	18.4	18.3	17.6	18.6	18.7
순이익률(%)	18.0	15.1	12.4	14.4	14.6
ROE(%)	7.9	7.4	5.7	6.9	7.2
PER	16.7	19.6	19.2	14.7	13.3
PBR	1.2	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.4	12.0	10.5	8.6	7.4

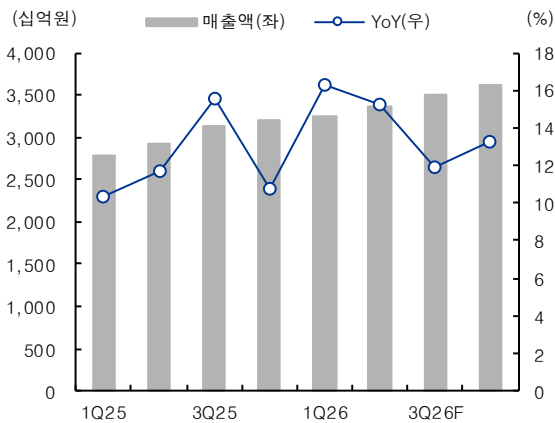
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 24. NAVER 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>2,787</b>	<b>2,915</b>	<b>3,138</b>	<b>3,195</b>	<b>3,241</b>	<b>3,360</b>	<b>3,510</b>	<b>3,618</b>	<b>12,035</b>	<b>13,729</b>	<b>15,197</b>
QoQ	-3.4%	4.6%	7.6%	1.8%	1.4%	3.7%	4.5%	3.1%			
YoY	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	15.3%	11.9%	13.2%	12.1%	14.1%	10.7%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,910	2,000	2,043	6,965	7,792	8,487
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,456	1,531	1,543	5,436	5,924	6,338
서비스	328	347	419	435	445	454	469	500	1,529	1,868	2,148
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	483	513	543	1,668	1,999	2,299
글로벌 도전	795	816	894	896	942	967	998	1,032	3,402	3,938	4,412
C2C	223	228	251	286	351	353	363	400	987	1,467	1,834
콘텐츠	446	462	498	445	440	458	473	463	1,851	1,834	1,870
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	157	161	169	564	637	708
<b>영업이익</b>	<b>505</b>	<b>522</b>	<b>571</b>	<b>611</b>	<b>542</b>	<b>574</b>	<b>631</b>	<b>664</b>	<b>2,208</b>	<b>2,410</b>	<b>2,834</b>
OPM	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	17.1%	18.0%	18.4%	18.3%	17.6%	18.6%
QoQ	-6.8%	3.2%	9.4%	7.0%	-11.3%	5.9%	9.9%	5.3%			
YoY	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	10.0%	10.5%	8.7%	11.6%	9.1%	17.6%
<b>세전이익</b>	<b>580</b>	<b>684</b>	<b>857</b>	<b>300</b>	<b>393</b>	<b>633</b>	<b>690</b>	<b>594</b>	<b>2,420</b>	<b>2,309</b>	<b>2,958</b>
QoQ	7.2%	17.8%	25.3%	-65.0%	31.4%	60.7%	9.0%	-13.9%			
YoY	-12.1%	46.3%	31.2%	-65.0%	-32.2%	-7.5%	-19.5%	-13.9%	-0.6%	22.2%	-100.0%
<b>순이익(지배)</b>	<b>425</b>	<b>489</b>	<b>726</b>	<b>313</b>	<b>285</b>	<b>459</b>	<b>500</b>	<b>430</b>	<b>1,953</b>	<b>1,675</b>	<b>2,189</b>
NM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	13.7%	14.2%	11.9%	16.2%	12.2%	14.4%
QoQ	-23.3%	15.1%	48.6%	-56.9%	-8.9%	60.8%	9.0%	-13.9%			
YoY	-16.8%	44.4%	39.6%	-43.5%	-32.8%	-6.1%	-31.2%	37.4%	1.6%	-14.3%	30.7%

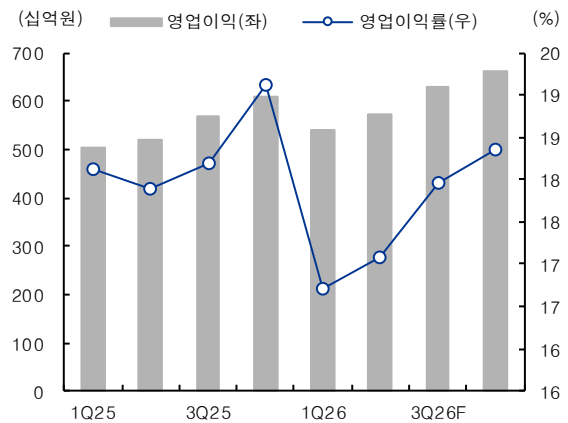
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 9. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



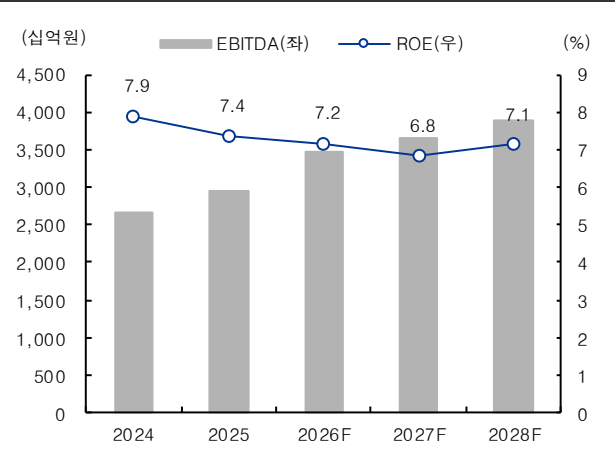
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 10. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



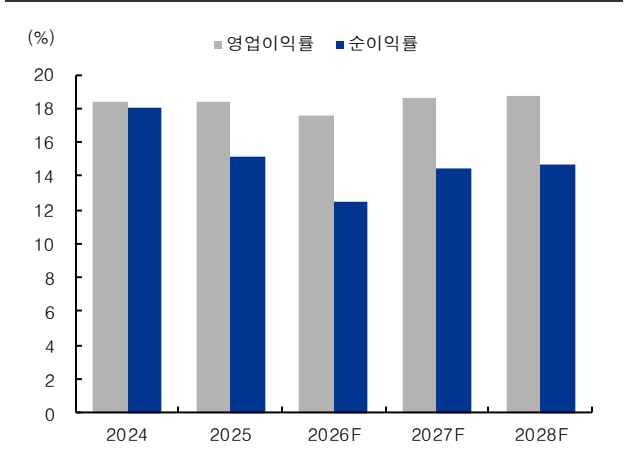
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 11. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



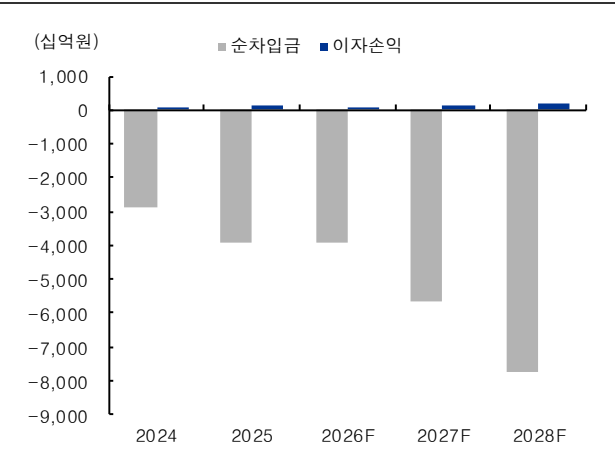
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 12. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



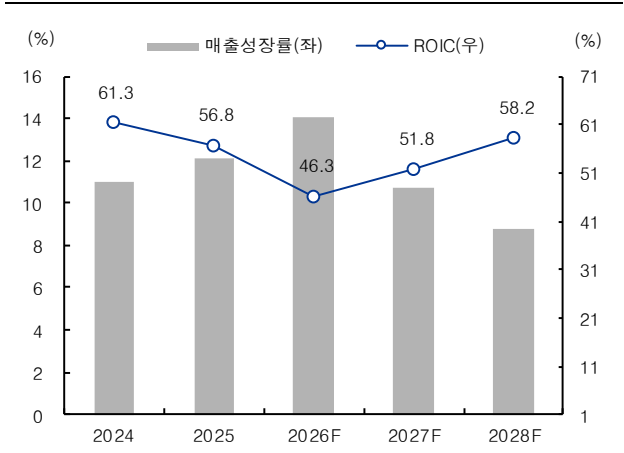
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. NAVER의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 14. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

NAVER (035420)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,729	15,197	16,528
증가율(%)	11.0	12.1	14.1	10.7	8.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,729	15,197	16,528
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	8,758	9,827	11,319	12,363	13,430
판매비율(%)	81.6	81.7	82.4	81.4	81.3
영업이익	1,979	2,208	2,410	2,834	3,098
증가율(%)	32.9	11.6	9.1	17.6	9.3
영업이익률(%)	18.4	18.3	17.6	18.6	18.7
순금융손익	54	245	158	124	168
이자손익	69	114	105	124	168
기타	-15	131	53	0	0
기타영업외손익	144	-528	-127	0	0
종속/관계기업손익	145	495	-132	0	0
세전이익	2,322	2,420	2,309	2,958	3,266
법인세	390	601	601	769	849
법인세율	16.8	24.8	26.0	26.0	26.0
계속사업이익	1,932	1,819	1,709	2,189	2,417
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,709	2,189	2,417
증가율(%)	96.1	-5.9	-6.0	28.1	10.4
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	12.4	14.4	14.6
지배주주당기순이익	1,923	1,953	1,675	2,189	2,417
기타포괄이익	699	119	2,045	0	0
총포괄이익	2,631	1,938	3,753	2,189	2,417
EBITDA	2,653	2,953	2,897	3,349	3,646
증가율(%)	28.1	11.3	-1.9	15.6	8.9
EBITDA마진율(%)	24.7	24.5	21.1	22.0	22.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	10,676	13,956	15,404
BPS	160,694	175,846	196,682	208,130	221,026
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
밸류에이션(배)					
PER	16.7	19.6	19.2	14.7	13.3
PBR	1.2	1.4	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.4	12.0	10.5	8.6	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	11.0	12.1	14.1	10.7	8.8
EPS증가율	92.8	3.9	-13.7	30.7	10.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	1.1	1.3	1.3	1.3
ROE	7.9	7.4	5.7	6.9	7.2
ROA	5.2	4.6	3.9	4.7	4.9
ROIC	61.3	56.8	42.9	44.0	46.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	41.4	41.9	41.1	40.1	39.5
순차입금 비율(%)	-12.8	-15.1	-11.7	-15.3	-19.4
이자보상배율(배)	18.9	20.3	18.7	21.6	23.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	22.2	24.8	27.2	28.7	29.7
재고자산회전율	587.5	573.4	487.2	398.5	394.9
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	11,984	13,752	15,913
현금및현금성자산	4,196	5,984	6,390	7,762	9,497
유가증권	2,860	2,337	2,041	2,209	2,391
매출채권	478	492	516	542	569
재고자산	22	20	36	40	44
비유동자산	28,793	30,156	33,656	34,075	34,556
유형자산	2,910	3,608	3,745	3,958	4,211
무형자산	3,657	3,421	4,578	4,614	4,657
투자자산	20,910	21,394	23,373	23,382	23,392
자산총계	38,168	41,084	45,639	47,827	50,469
유동부채	6,092	8,019	8,976	9,266	9,763
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	135	132	2,373	2,469	2,569
유동성장기부채	200	1,597	171	171	171
비유동부채	5,075	4,113	4,315	4,418	4,539
사채	2,007	382	218	218	218
장기차입금	863	874	902	902	902
부채총계	11,167	12,131	13,291	13,683	14,302
지배주주지분	25,460	27,582	30,854	32,650	34,673
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,604	1,604	1,604
자본조정등	-639	-452	-452	-452	-452
기타포괄이익누계액	-1,306	-1,194	779	779	779
이익잉여금	25,965	27,626	28,907	30,703	32,726
비지배주주지분	1,541	1,371	1,493	1,493	1,493
자본총계	27,001	28,953	32,348	34,144	36,167
비이자부채	6997	7755	8197	8493	9011
총차입금	4,170	4,376	5,094	5,190	5,291
순차입금	-3,462	-4,380	-3,772	-5,216	-7,033

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	1,911	2,712	2,973
당기순이익	1,932	1,819	1,709	2,189	2,417
비현금성 비용 및 수익	1,003	1,362	662	391	380
유형자산감가상각비	609	680	487	515	548
무형자산상각비	65	65	0	0	0
운전자본변동	152	462	-493	8	9
매출채권등의 감소	-3	-14	-516	-26	-27
재고자산의 감소	-13	1	-4	-4	-3
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-497	-547	33	124	167
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-1,424	-1,300	-1,424
유형자산의 증가(CAPEX)	-554	-1,235	-812	-728	-801
유형자산의 감소	32	14	14	0	0
무형자산의 감소(증가)	-24	-84	-53	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	839	564	25	-9	-10
기타	-1633	-3	-598	-527	-570
재무활동 현금흐름	-770	-524	-178	-39	186
차입금의 증가(감소)	105	26	5	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-875	-550	-183	-39	186
기타 및 조정	139	-40	97	0	0
현금의 증가	619	1,788	406	1,373	1,735
기초현금	3,576	4,196	5,984	6,390	7,762
기말현금	4,196	5,984	6,390	7,762	9,497

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 73,000원  
현재가 (5/29) 41,950원

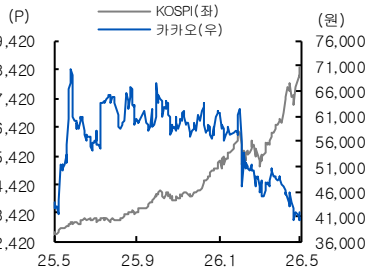
KOSPI (5/29) 8,476.15pt  
시가총액 18,529십억원  
발행주식수 441,691천주  
액면가 100원  
52주 최고가 70,400원  
최저가 40,100원  
60일 일평균거래대금 87십억원  
외국인 지분율 29.0%  
배당수익률 (2026F) 0.2%

주주구성  
김범수 외 76 인 24.15%  
국민연금공단 6.41%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-32%	-67%	-69%
절대기준	-13%	-29%	-5%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	73,000	73,000	-
EPS(26)	1,640	1,302	▲
EPS(27)	1,814	1,629	▲

카카오 상대주가 (%)



## 카카오 (035720)

### Agentic AI로서 가장 유리한 플랫폼 기업

#### 내외부 시를 활용하여 파트너사들과의 생태계 구축

카카오는 OpenAI와의 견고한 전략적 협력 체계를 가동하여 특 내 구독형 서비스 '챗GPT for 카카오'를 안착시켰다. 향후 카카오톡 내 프리미엄 유저를 겨냥한 유료 구독 상품 도입을 구체화하고 있다. 한편 카카오는 연내 공개를 앞둔 1,500억 개 파라미터 규모의 '카나나 2.5 모델' 고도화에 박차를 가하고 있다. 카나나 서비스의 핵심 차별화 요소는 유저가 요청하기 전에 AI가 먼저 유용한 맥락을 파악해 대화를 시도하는 선독 알고리즘이다. 일상 밀착형 에이전트로서의 사용자 락인 효과를 극대화한 후, 향후 외부 커머스 및 롱테일 파트너사들과의 생태계 연동을 추진하여 중개 수수료 중심의 비즈니스 모델을 확보할 계획이다.

#### 2026년 1분기 기준 역대 최대 실적 달성

2026년 1분기 연결 기준 매출액은 전년 동기 대비 11% 증가한 1조 9,421억 원을 기록하며 1분기 기준 역대 최대 실적을 달성했다. 사업 부문별로 보면 플랫폼 부문 매출이 전년 동기 대비 16% 늘어난 1조 1,827억 원을 기록하며 전체 외형 성장을 주도했다. 세부적으로는 톱비즈 매출이 9% 증가한 6,086억 원을 기록했으며, 모빌리티와 카카오페이 등이 포함된 플랫폼 기타 매출은 30% 급증한 5,065억 원을 달성했다. 콘텐츠 부문 매출 역시 스토리 부문의 감소에도 불구하고 뮤직과 미디어 사업의 견조한 성장에 힘입어 전년 동기 대비 5% 증가한 7,594억 원을 기록했다. 비용 측면에서 영업비용은 전년 동기 대비 7% 제한적으로 증가하여 핵심 사업 중심의 인프라 및 구조 효율화 조치가 성공적으로 반영되었다. 선제적인 비용 효율화 노력 덕분에 영업이익은 전년 동기 대비 66% 급증한 2,114억 원을 기록했다. 영업이익률 또한 11%로 전년 대비 개선되면서 외형 성장과 내실 경영을 동시에 실현했다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	7,670	8,365	9,090	9,847
영업이익	495	771	958	1,103	1,223
세전이익	50	804	1,208	1,249	1,392
지배주주순이익	55	491	725	801	946
EPS(원)	124	1,110	1,640	1,814	2,141
증가율(%)	-105.5	791.9	47.7	10.6	18.0
영업이익률(%)	6.3	10.1	11.5	12.1	12.4
순이익률(%)	-2.1	6.8	10.6	10.4	10.7
ROE(%)	0.6	4.6	6.2	6.5	7.1
PER	306.9	54.1	24.5	22.1	18.7
PBR	1.7	2.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.6	15.9	10.2	8.9	7.4

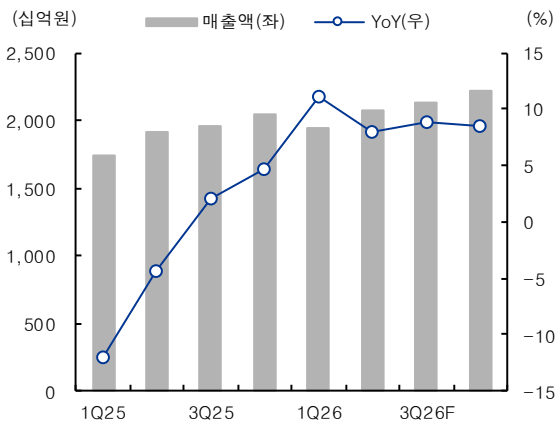
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 25. 카카오 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>1,748</b>	<b>1,917</b>	<b>1,962</b>	<b>2,042</b>	<b>1,942</b>	<b>2,071</b>	<b>2,135</b>	<b>2,217</b>	<b>7,670</b>	<b>8,365</b>	<b>9,090</b>
QoQ	-10.3%	9.7%	2.3%	4.1%	-4.9%	6.7%	3.1%	3.8%			
YoY	-12.1%	-4.4%	2.1%	4.7%	11.1%	8.0%	8.8%	8.6%	-2.5%	9.1%	8.7%
플랫폼부문	1,022	1,087	1,090	1,229	1,183	1,233	1,240	1,367	4,429	5,023	5,503
특비즈	559	546	538	630	609	619	606	707	2,272	2,540	2,734
포털비즈	74	79	73	72	68	71	66	65	298	269	244
플랫폼기타	389	463	479	527	506	543	569	596	1,859	2,215	2,525
콘텐츠부문	726	831	872	813	759	838	895	849	3,241	3,342	3,587
스토리	213	219	212	192	182	190	191	192	835	756	751
미디어	75	94	96	96	92	74	69	64	361	299	291
뮤직	438	517	565	525	485	574	635	593	2,045	2,287	2,545
<b>영업이익</b>	<b>127</b>	<b>204</b>	<b>224</b>	<b>216</b>	<b>211</b>	<b>212</b>	<b>260</b>	<b>275</b>	<b>771</b>	<b>958</b>	<b>1,103</b>
OPM	7.3%	10.6%	11.4%	10.6%	10.9%	10.2%	12.2%	12.4%	10.1%	11.5%	12.1%
QoQ	87.9%	60.1%	9.8%	-3.5%	-2.1%	0.2%	22.6%	6.1%			
YoY	5.9%	52.2%	71.5%	218.8%	66.0%	3.9%	16.0%	27.5%	55.7%	24.3%	15.1%
<b>세전이익</b>	<b>235</b>	<b>240</b>	<b>254</b>	<b>75</b>	<b>333</b>	<b>253</b>	<b>302</b>	<b>319</b>	<b>804</b>	<b>1,208</b>	<b>1,249</b>
QoQ	흑전	2.1%	6.0%	-70.7%	345.6%	-23.8%	19.2%	5.7%			
YoY	67.0%	45.5%	87.4%	흑전	41.6%	5.7%	18.8%	327.9%	1518.3%	50.2%	3.4%
<b>순이익(지배)</b>	<b>172</b>	<b>161</b>	<b>125</b>	<b>33</b>	<b>172</b>	<b>153</b>	<b>183</b>	<b>217</b>	<b>491</b>	<b>725</b>	<b>801</b>
NM	9.8%	8.4%	6.4%	1.6%	8.8%	7.4%	8.6%	9.8%	6.4%	8.7%	8.8%
QoQ	흑전	-6.2%	-22.5%	-73.2%	413.0%	-10.8%	19.6%	18.5%			
YoY	133.1%	59.2%	18.1%	흑전	-0.1%	-5.1%	46.6%	548.4%	789.1%	47.5%	10.5%

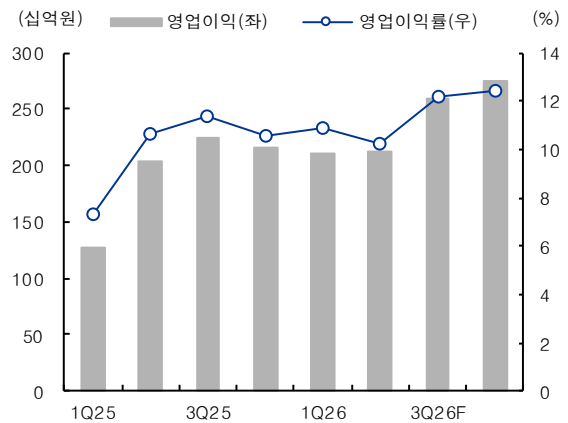
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 15. 카카오의 매출액 및 YoY 추이



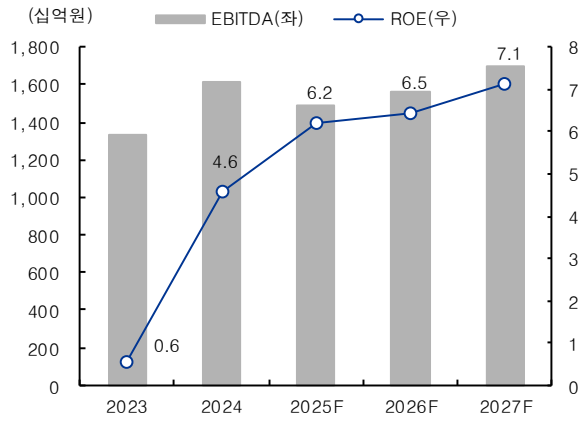
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 16. 카카오의 영업이익 및 영업이익률 추이



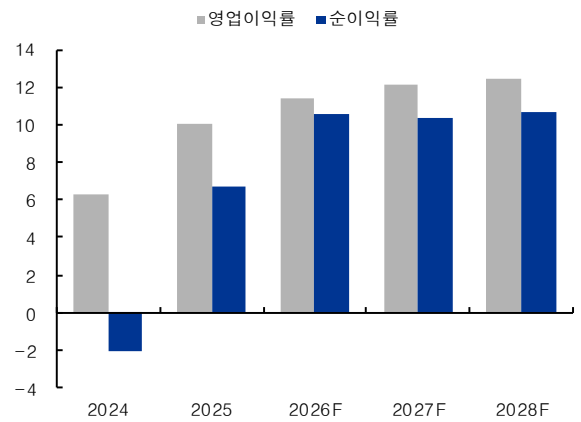
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 17. 카카오의 EBITDA 및 ROE 추이



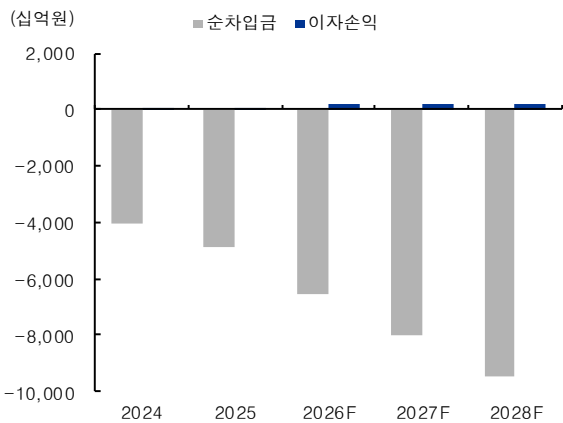
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 18. 카카오의 영업이익률 및 순이익률 추이



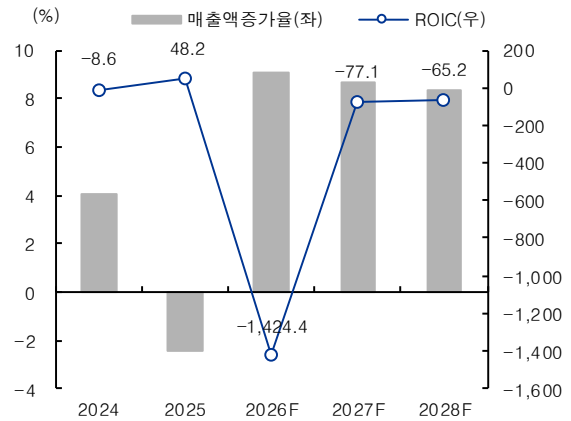
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 19. 카카오의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 20. 카카오의 매출증가율과 ROIC 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

카카오 (035720)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	7,670	8,365	9,090	9,847
증가율(%)	4.1	-2.5	9.1	8.7	8.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,864	7,670	8,365	9,090	9,847
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	7,369	6,898	7,407	7,987	8,624
판매비율(%)	93.7	89.9	88.5	87.9	87.6
영업이익	495	771	958	1,103	1,223
증가율(%)	7.5	55.7	24.3	15.1	10.9
영업이익률(%)	6.3	10.1	11.5	12.1	12.4
순금융손익	37	-5	171	145	168
이자손익	2	1	168	191	217
기타	35	-6	3	-46	-49
기타영업외손익	-539	-195	36	0	0
중속/관계기업손익	56	90	42	0	0
세전이익	50	804	1,208	1,249	1,392
법인세	160	95	260	306	341
법인세율	320.0	11.8	21.5	24.5	24.5
계속사업이익	-111	527	948	943	1,051
중단사업손익	-51	-9	-60	0	0
당기순이익	-162	518	888	943	1,051
증가율(%)	-91.1	-420.0	71.5	6.1	11.5
당기순이익률 (%)	-2.1	6.8	10.6	10.4	10.7
지배주주당기순이익	55	491	725	801	946
기타포괄이익	359	788	131	0	0
총포괄이익	197	1,306	1,019	943	1,051
EBITDA	1,331	1,611	1,486	1,563	1,698
증가율(%)	8.9	21.1	-7.8	5.2	8.6
EBITDA마진율(%)	16.9	21.0	17.8	17.2	17.2

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	124	1,110	1,640	1,814	2,141
BPS	22,858	25,483	27,242	28,982	31,048
DPS	68	75	75	75	75
밸류에이션(배)					
PER	306.9	54.1	24.5	22.1	18.7
PBR	1.7	2.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.6	15.9	10.2	8.9	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	4.1	-2.5	9.1	8.7	8.3
EPS증가율	-105.5	791.9	47.7	10.6	18.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	0.6	4.6	6.2	6.5	7.1
ROA	-0.6	1.9	3.0	3.0	3.1
ROIC	-8.6	48.2	-1,424.4	-77.1	-65.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	84.8	82.5	90.0	92.0	93.1
순차입금 비율(%)	-28.8	-31.8	-40.8	-47.1	-52.6
이자보상배율(배)	2.4	4.3	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.4	13.7	14.3	14.9	15.3
재고자산회전율	71.6	97.3	110.4	118.8	123.8
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,722	12,374	16,637	18,354	20,107
현금및현금성자산	6,170	6,374	7,701	9,084	10,498
유가증권	1,432	1,960	1,637	1,772	1,918
매출채권	549	569	599	624	664
재고자산	81	77	75	78	81
비유동자산	15,051	15,409	13,903	14,246	14,647
유형자산	1,363	1,557	1,385	1,404	1,450
무형자산	5,171	5,228	3,903	4,105	4,332
투자자산	5,750	6,066	5,942	5,962	5,983
자산총계	25,773	27,784	30,540	32,599	34,754
유동부채	8,545	8,780	11,502	12,519	13,507
매입채무및기타채무	228	228	239	251	264
단기차입금	1,458	938	940	1,017	1,101
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,285	3,779	2,966	3,099	3,248
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	328	991	354	354	354
부채총계	11,830	12,559	14,468	15,618	16,755
지배주주지분	10,141	11,276	12,033	12,801	13,714
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,803	8,635	8,635	8,635
자본조정등	-34	-82	-86	-86	-86
기타포괄이익누계액	-724	-174	-37	-37	-37
이익잉여금	1,943	2,685	3,476	4,245	5,157
비지배주주지분	3,802	3,949	4,039	4,180	4,286
자본총계	13,943	15,225	16,072	16,981	17,999
비이자부채	8241	9071	11686	12759	13812
총차입금	3,589	3,488	2,782	2,859	2,943
순차입금	-4,013	-4,845	-6,556	-7,997	-9,473

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,250	1,405	1,418	1,445	1,559
당기순이익	-162	518	888	943	1,051
비현금성 비용 및 수익	1,462	1,014	353	314	306
유형자산감가상각비	576	583	410	341	350
무형자산상각비	260	258	117	118	125
운전자본변동	-4	-106	103	-3	-15
매출채권등의 감소	-20	-27	-43	-26	-40
재고자산의 감소	0	-20	-1	-3	-3
매입채무등의 증가	0	0	239	12	13
기타 영업현금흐름	-46	-21	74	191	217
투자활동 현금흐름	10	-478	-428	-1,104	-1,169
유형자산의 증가(CAPEX)	-380	-479	-211	-360	-396
유형자산의 감소	32	14	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	-87	-102	-143	-320	-352
투자자산의 감소(증가)	-16	23	-27	-20	-21
기타	461	66	-51	-404	-400
재무활동 현금흐름	-521	-708	784	1,041	1,024
차입금의 증가(감소)	225	360	58	0	0
자본의 증가	0	0	-10	5	7
기타	-746	-1068	736	1036	1017
기타 및 조정	42	-15	-446	1	0
현금의 증가	781	204	1,328	1,383	1,414
기초현금	5,389	6,170	6,374	7,701	9,084
기말현금	6,170	6,374	7,701	9,084	10,498

## 매수 (유지)

목표주가 (유지) 420,000원  
현재가 (5/29) 257,500원

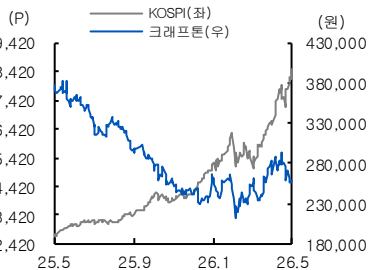
KOSPI (5/29) 8,476.15pt  
시가총액 11,880십억원  
발행주식수 46,137천주  
액면가 100원  
52주 최고가 382,500원  
최저가 211,000원  
60일 일평균거래대금 42십억원  
외국인 지분율 43.4%  
배당수익률 (2026F) 0.8%

주주구성  
장병규 외 29 인 22.44%  
IMAGE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED 14.40%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-27%	-54%	-78%
절대기준	-7%	0%	-32%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	420,000	420,000	-
EPS(26)	25,481	23,696	▲
EPS(27)	26,310	27,166	▼

### 크래프톤 상대주가 (%)



## 크래프톤 (259960)

### 글로벌 Si플랫폼 기업으로 확장 가능한 잠재력

#### 게임에서 피지컬 AI로 AI산업 확장

크래프톤은 고도화된 멀티모달AI 파운데이션 모델 브랜드인 '라온(Raon)'을 통해 실시간 양방향 대화 기술력을 입증하는 데 전사적 역량을 집중하고 있다. 한편 엔비디아와 공동 개발한 CPC(Co-Playable Character) 기반 'PUBG 엘라이'를 '배틀그라운드 아케이드' 모드를 통해 유저들에게 최초로 선보였다. 'PUBG 엘라이'는 CBT 및 초기 테스트 환경에서 플레이어의 음성 명령을 실시간으로 이해하고, 전장의 전술적 맥락을 판단하여 플레이어와 유기적으로 소통·협업하는 혁신적인 게임 경험을 선사한다. 더 나아가 크래프톤은 자율주행 및 방산 분야 전문 기업들과 합작 법인(JV)을 설립했다. 로봇 하드웨어·소프트웨어 기술 투자를 단행하며 가상 세계를 넘어 현실 세계와 상호작용하는 '피지컬 AI(Physical AI)' 영역으로 사업 다각화를 본격화하고 있다.

#### 2026년 1분기 역대 최대 분기 실적 달성

2026년 1분기 연결 기준 매출액은 전년 동기 대비 56.9% 급증한 1조 3,714억 원을 기록하며 역대 최대 분기 실적을 달성했다. 부문별로는 모바일 부문이 아폴로 오토모빌 협업 및 배틀그라운드 모바일 인도(BGMI)의 결제 이용자 수 증가에 힘입어 7,027억 원을 기록했고, PC 부문 역시 배틀그라운드 9주년 애스턴마틴 협업 효과로 3,639억 원의 매출을 올렸다. 여기에 ADK그룹의 실적이 반영된 기타 매출(2,910억 원)이 더해지며 전반적인 외형 성장을 주도했다. 영업이익은 전년 동기 대비 22.8% 증가한 5,616억 원을 기록했다. 매출 증가 폭에 비해 영업이익 성장률이 다소 낮게 나타난 것은 신규 연결 자회사 편입에 따른 영업비용 반영과 글로벌 마케팅 투자가 집행된 결과로 분석된다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,710	3,327	4,799	5,254	5,644
영업이익	1,182	1,054	1,471	1,560	1,560
세전이익	1,723	959	1,667	1,608	1,619
지배주주순이익	1,306	735	1,186	1,214	1,223
EPS(원)	27,162	15,438	25,481	26,310	26,502
증가율(%)	122.3	-43.2	65.1	3.3	0.7
영업이익률(%)	43.6	31.7	30.7	29.7	27.6
순이익률(%)	48.1	22.1	24.8	23.1	21.7
ROE(%)	21.1	10.6	15.8	14.2	12.6
PER	11.5	15.9	10.0	9.7	9.6
PBR	2.2	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	9.7	6.7	5.8	5.6

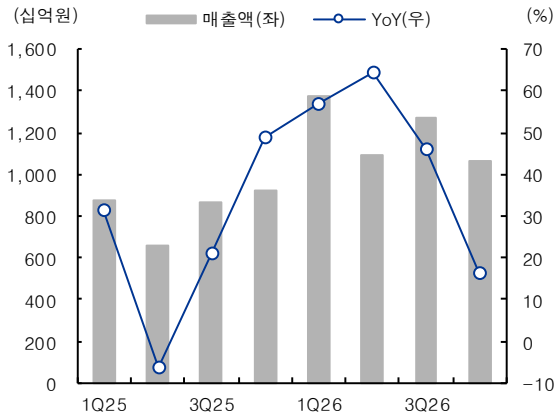
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 26. 크래프톤 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>874</b>	<b>662</b>	<b>871</b>	<b>920</b>	<b>1,371</b>	<b>1,088</b>	<b>1,271</b>	<b>1,069</b>	<b>3,327</b>	<b>4,799</b>	<b>5,254</b>
QoQ	41.6%	-24.3%	31.5%	5.6%	49.1%	-20.6%	16.8%	-15.9%			
YoY	31.3%	-6.4%	21.0%	48.9%	56.9%	64.4%	46.0%	16.2%	22.8%	44.3%	9.5%
온라인	324	220	354	287	364	255	373	300	1,185	1,292	1,357
모바일	532	428	488	292	703	501	528	400	1,741	2,131	2,217
콘솔	13	10	10	10	14	11	46	44	43	115	379
기타	5	5	18	7	10	11	11	9	35	41	46
광고 및 콘텐츠	-	-	-	323	281	311	313	315	323	1,220	1,257
<b>영업이익</b>	<b>457</b>	<b>246</b>	<b>349</b>	<b>2</b>	<b>562</b>	<b>314</b>	<b>416</b>	<b>179</b>	<b>1,054</b>	<b>1,471</b>	<b>1,560</b>
OPM	52.3%	37.2%	40.0%	0.3%	40.9%	28.8%	32.7%	16.8%	31.7%	30.6%	29.7%
QoQ	112.2%	-46.2%	41.7%	-99.3%	22980.1%	-44.1%	32.6%	-56.9%			
YoY	47.3%	-25.9%	7.5%	-98.9%	22.8%	27.5%	19.3%	7271.8%	-10.8%	39.5%	6.1%
<b>세전이익</b>	<b>499</b>	<b>24</b>	<b>487</b>	<b>-50</b>	<b>719</b>	<b>314</b>	<b>425</b>	<b>209</b>	<b>959</b>	<b>1,667</b>	<b>1,608</b>
QoQ	-17.2%	-95.2%	1936.5%	적전	흑전	-56.4%	35.4%	-50.8%			
YoY	7.2%	-94.8%	147.4%	적전	44.1%	1213.2%	-12.7%	흑전	-44.3%	73.8%	-3.6%
<b>순이익(지배)</b>	<b>372</b>	<b>15</b>	<b>368</b>	<b>-20</b>	<b>515</b>	<b>222</b>	<b>301</b>	<b>148</b>	<b>735</b>	<b>1,186</b>	<b>1,214</b>
NIM	42.6%	2.3%	42.2%	-2.2%	37.5%	20.4%	23.7%	13.9%	22.1%	24.7%	23.1%
QoQ	-24.4%	-95.9%	2323.9%	적전	흑전	-56.9%	35.4%	-50.8%			
YoY	6.3%	-95.6%	201.0%	적전	38.4%	1364.9%	-18.2%	흑전	-43.7%	61.4%	2.4%

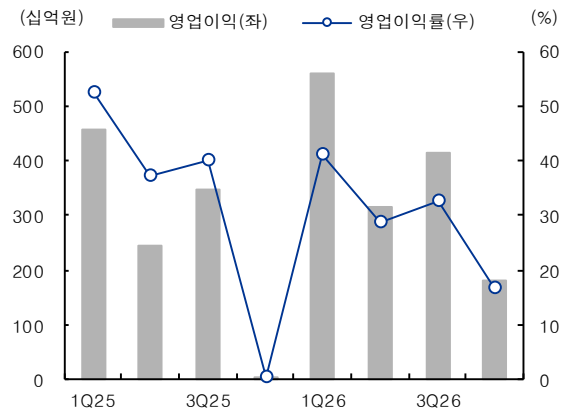
자료: 크래프톤, IBK투자증권 추정

그림 21. 크래프톤의 매출액 및 YoY 추이



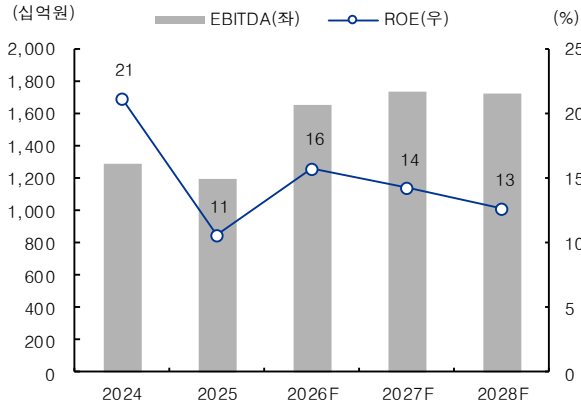
자료: 크래프톤, IBK투자증권 추정

그림 22. 크래프톤의 영업이익 및 영업이익률 추이



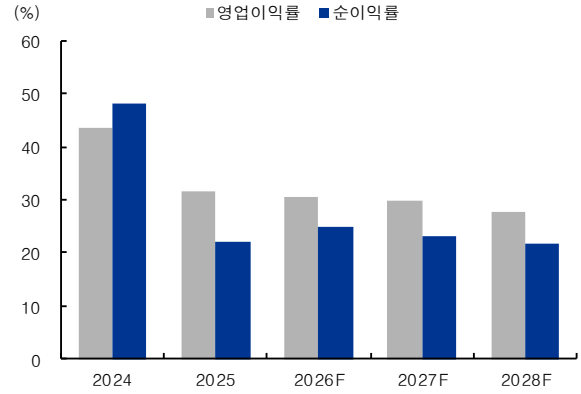
자료: 크래프톤, IBK투자증권 추정

그림 23. 크래프톤의 EBITDA 및 ROE 추이



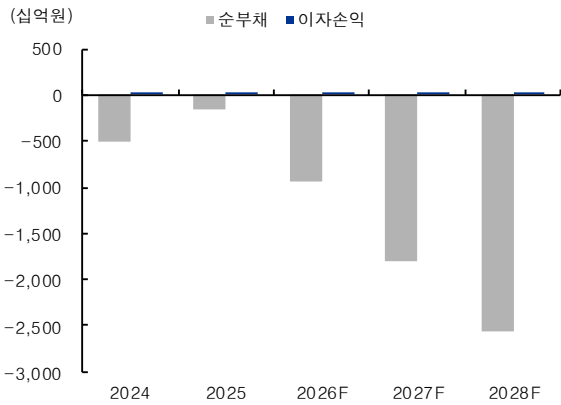
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 24. 크래프톤의 영업이익률 및 순이익률 추이



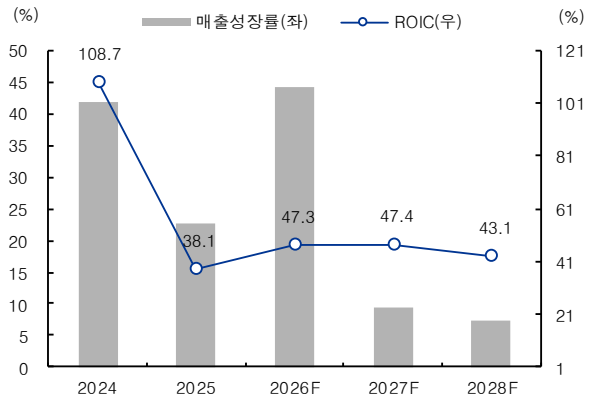
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 25. 크래프톤의 순부채 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 26. 크래프톤의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

크래프톤 (259960)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,710	3,327	4,799	5,254	5,644
증가율(%)	41.8	22.8	44.3	9.5	7.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,710	3,327	4,799	5,254	5,644
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,527	2,272	3,329	3,694	4,083
판매비율(%)	56.3	68.3	69.4	70.3	72.3
영업이익	1,182	1,054	1,471	1,560	1,560
증가율(%)	54.0	-10.8	39.5	6.1	0.0
영업이익률(%)	43.6	31.7	30.7	29.7	27.6
순금융손익	23	13	42	47	59
이자손익	23	13	21	20	31
기타	0	0	21	27	28
기타영업외손익	565	-63	164	0	0
중속/관계기업손익	-48	-46	-9	0	0
세전이익	1,723	959	1,667	1,608	1,619
법인세	420	225	475	394	397
법인세율	24.4	23.5	28.5	24.5	24.5
계속사업이익	1,303	734	1,192	1,214	1,223
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,303	734	1,192	1,214	1,223
증가율(%)	119.3	-43.7	62.4	1.8	0.7
당기순이익률 (%)	48.1	22.1	24.8	23.1	21.7
지배주주당기순이익	1,306	735	1,186	1,214	1,223
기타포괄이익	73	-46	55	0	0
총포괄이익	1,376	688	1,246	1,214	1,223
EBITDA	1,289	1,200	1,656	1,748	1,691
증가율(%)	47.1	-6.9	38.0	5.5	-3.2
EBITDA마진율(%)	47.6	36.1	34.5	33.3	30.0

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,162	15,438	25,481	26,310	26,502
BPS	142,524	148,541	173,175	197,363	221,759
DPS	0	2,240	2,240	2,240	2,240
밸류에이션(배)					
PER	11.5	15.9	10.0	9.7	9.6
PBR	2.2	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	9.7	6.7	5.8	5.6
성장성지표(%)					
매출증가율	41.8	22.8	44.3	9.5	7.4
EPS증가율	122.3	-43.2	65.1	3.3	0.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE	21.1	10.6	15.8	14.2	12.6
ROA	18.1	8.5	11.9	10.9	9.8
ROIC	108.7	38.1	47.0	46.5	41.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	16.0	31.3	29.4	28.0	27.0
순차입금 비율(%)	-8.2	-3.6	-12.6	-20.0	-24.3
이자보상배율(배)	125.0	90.5	70.0	70.0	65.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.2	2.8	3.5	3.3	2.9
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,004	4,866	5,810	7,042	8,231
현금및현금성자산	582	597	1,517	2,380	3,086
유가증권	106	125	0	0	0
매출채권	1,007	1,339	1,425	1,757	2,200
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,915	4,567	4,721	4,798	4,945
유형자산	240	579	616	629	706
무형자산	656	1,804	1,798	1,823	1,849
투자자산	1,148	1,320	1,387	1,397	1,408
자산총계	7,919	9,434	10,531	11,840	13,177
유동부채	785	1,583	1,819	1,983	2,162
매입채무및기타채무	0	460	0	0	0
단기차입금	7	252	285	322	364
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	306	666	575	604	637
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,090	2,250	2,394	2,587	2,798
지배주주지분	6,828	7,041	7,989	9,105	10,230
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,477	1,474	1,474	1,474
자본조정등	105	-192	-383	-383	-383
기타포괄이익누계액	159	114	169	169	169
이익잉여금	5,081	5,637	6,724	7,840	8,966
비지배주주지분	1	143	148	148	148
자본총계	6,829	7,184	8,137	9,253	10,378
비이자부채	902	1683	1793	1948	2117
총차입금	188	567	601	639	681
순차입금	-561	-261	-1,029	-1,855	-2,519

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	908	1,045	1,193	1,045	885
당기순이익	1,303	734	1,192	1,214	1,223
비현금성 비용 및 수익	126	517	218	140	72
유형자산감가상각비	85	110	117	120	61
무형자산상각비	22	36	69	68	70
운전자본변동	-276	241	-182	-329	-440
매출채권등의 감소	-233	163	-41	-332	-443
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	36	-21	0	0
기타 영업현금흐름	-245	-447	-35	20	30
투자활동 현금흐름	-832	-580	-104	-301	-318
유형자산의 증가(CAPEX)	-20	-77	-129	-132	-139
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-6	-21	-17	-92	-96
투자자산의 감소(증가)	-220	-175	-134	-10	-11
기타	-586	-308	176	-67	-72
재무활동 현금흐름	-259	-452	-186	119	139
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-259	-452	-186	119	139
기타 및 조정	44	2	17	0	0
현금의 증가	-139	15	920	863	706
기초현금	721	582	597	1,517	2,380
기말현금	582	597	1,517	2,380	3,086

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 390,000원  
현재가 (5/29) 289,500원

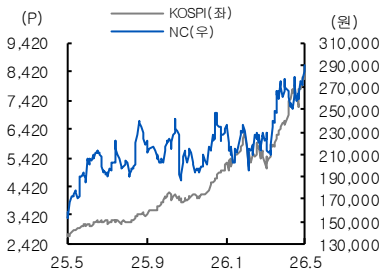
KOSPI (5/29)	8,476.15pt
시가총액	6,237십억원
발행주식수	21,544천주
액면가	500원
52주 최고가	289,500원
최저가	152,500원
60일 일평균거래대금	34십억원
외국인 지분율	36.7%
배당수익률 (2026F)	1.1%

주주구성	
김택진 외 16 인	12.37%
국민연금공단	10.01%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-18%	-36%	-42%
절대기준	4%	38%	82%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	390,000	280,000	▲
EPS(26)	20,601	15,019	▲
EPS(27)	22,600	18,384	▲

NC 상대주가 (%)



## NC (036570)

### 탄탄해진 체력, AI가 날개를 달아줄 것

#### NC AI를 통해 게임을 넘어서는 AI산업 전개

엔씨소프트는 AI 비즈니스의 전문성과 기민성을 높이기 위해 2025년 2월 AI 전문 조직을 성공적으로 물적분할하여 독립 자회사 'NC AI'를 공식 출범시켰다. 여기에서는 게임 그래픽 디지털 휴먼 제작, 고휘상도 사운드 생성, 실시간 다국어 번역, 디지털 패션 디자인 등을 통합 지원하는 차세대 멀티모달 AI 플랫폼 'VARCO'를 고도화하여 운영한다. 동시에 게임 영역을 넘어 제조, 금융, 방산 등 공공 및 기업 비즈니스의 생성형 AI 수요를 흡수하기 위해 1,000억 개 파라미터급 규모의 산업 특화 파운데이션 모델을 전격 공개했다. 연산 시 메모리 사용량을 최대 83%까지 획기적으로 낮추는 기술을 적용함으로써 기업 맞춤형 소버린 AI 공급 플랫폼의 입지를 다지고 있다.

#### 2026년 1분기 어닝 서프라이즈 시현

2026년 1분기 연결 기준 영업수익 5,574억 원, 영업이익 1,133억 원을 기록하며, 시장의 기존 기대치를 대폭 상회하는 압도적인 '어닝 서프라이즈'를 시현했다. 신작 '리니지 클래식'의 성과와 '아이온2'의 흥행이 반영되었다. 또한 최근 전략적으로 인수한 모바일 캐주얼 게임사들의 연결 실적 편입 효과가 더해지며 외형과 이익이 모두 폭발적으로 성장했다. 영업비용은 전년 동기 대비 25.1% 증가했다. 이는 '리니지 클래식'의 흥행 성공에 따른 전사 인센티브 선반영분과 핵심 인력 락인을 위한 직원 대상 자기주식 보상 비용이 반영된 것에 기인한다.

#### 목표주가 390,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 향후 출시될 신작과 M&A를 진행한 모바일캐주얼 게임 매출이 온기 반영될 2027년 예상 EPS에 최근 2년간 12개월 FW PER 의 평균값인 17배를 적용하여 산출했다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578	1,507	2,670	2,985	3,049
영업이익	-109	16	445	566	596
세전이익	121	461	573	645	685
지배주주순이익	94	347	444	487	517
EPS(원)	4,291	16,023	20,601	22,600	24,017
증가율(%)	-55.6	273.4	28.6	9.7	6.3
영업이익률(%)	-6.9	1.1	16.7	19.0	19.5
순이익률(%)	6.0	23.0	16.9	16.3	17.0
ROE(%)	3.0	10.8	12.4	12.1	11.6
PER	42.7	12.6	13.8	12.6	11.8
PBR	1.3	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	-76,035.3	32.8	9.1	6.8	5.8

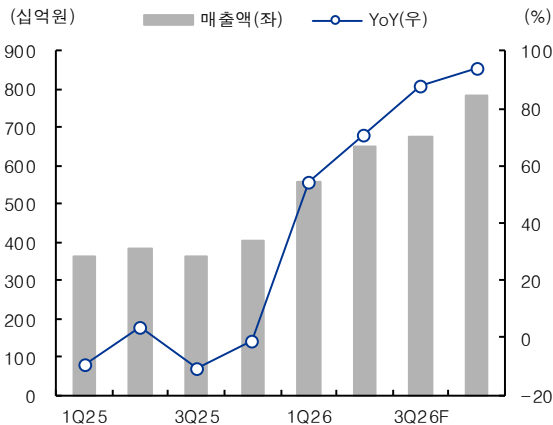
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 27. NC 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>360</b>	<b>382</b>	<b>360</b>	<b>404</b>	<b>557</b>	<b>652</b>	<b>677</b>	<b>784</b>	<b>1,507</b>	<b>2,670</b>	<b>2,985</b>
QoQ	-12.0%	6.1%	-5.8%	12.3%	37.9%	17.0%	3.8%	15.8%			
YoY	-9.5%	3.7%	-10.4%	-1.3%	54.7%	70.5%	88.0%	94.0%	-4.5%	77.2%	11.8%
PC	83	92	88	168	318	313	266	280	431	1,177	1,109
모바일게임	206	219	197	178	183	202	188	167	801	740	711
모바일캐주얼	-	-	-	-	36	135	160	165	-	496	520
기타	26	29	28	16	21	2	63	172	99	258	644
로열티	45	42	47	42	-	-	-	-	176	-	-
<b>영업이익</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>-7</b>	<b>3</b>	<b>113</b>	<b>105</b>	<b>95</b>	<b>132</b>	<b>16</b>	<b>445</b>	<b>566</b>
OPM	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	20.3%	16.1%	14.0%	16.8%	1.1%	16.7%	18.9%
QoQ	흑전	188.9%	적전	흑전	3388.8%	-7.2%	-9.5%	38.4%			
YoY	-79.7%	70.5%	적지	흑전	2070.1%	597.0%	흑전	3954.9%	흑전	2668.5%	27.1%
<b>세전이익</b>	<b>31</b>	<b>-33</b>	<b>435</b>	<b>28</b>	<b>187</b>	<b>122</b>	<b>113</b>	<b>151</b>	<b>461</b>	<b>573</b>	<b>645</b>
QoQ	흑전	적전	흑전	-93.5%	563.0%	-34.6%	-7.6%	33.0%			
YoY	-60.1%	적전	흑전	흑전	499.3%	흑전	-74.0%	432.9%	281.6%	24.3%	12.5%
<b>순이익(지배)</b>	<b>38</b>	<b>-35</b>	<b>347</b>	<b>-2</b>	<b>149</b>	<b>93</b>	<b>88</b>	<b>115</b>	<b>347</b>	<b>444</b>	<b>487</b>
NIM	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	26.7%	14.2%	12.9%	14.6%	23.0%	16.6%	16.3%
QoQ	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-37.6%	-5.6%	30.8%			
YoY	-34.0%	적전	흑전	적지	294.0%	흑전	-74.7%	흑전	268.0%	28.0%	9.7%

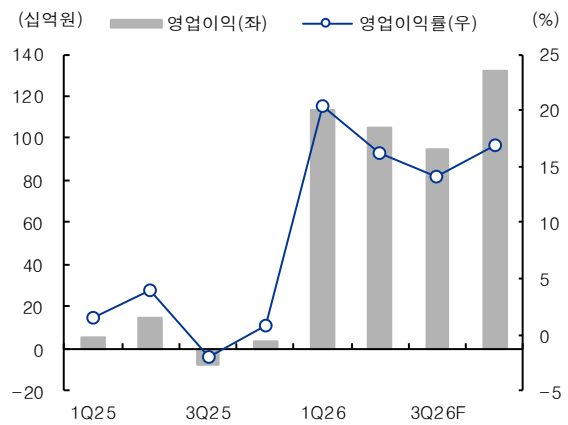
자료: NC, IBK투자증권 추정

그림 27. NC의 매출액 및 YoY 추이



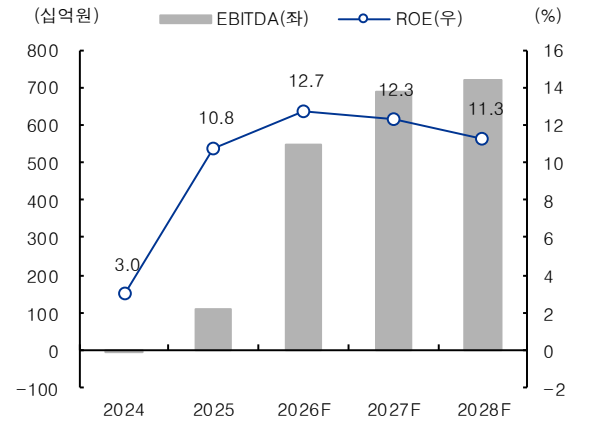
자료: NC, IBK투자증권 추정

그림 28. NC의 영업이익 및 영업이익률 추이



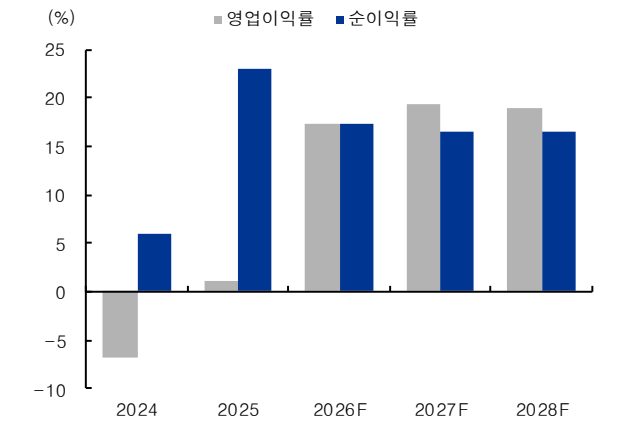
자료: NC, IBK투자증권 추정

그림 29. NC의 EBITDA 및 ROE 추이



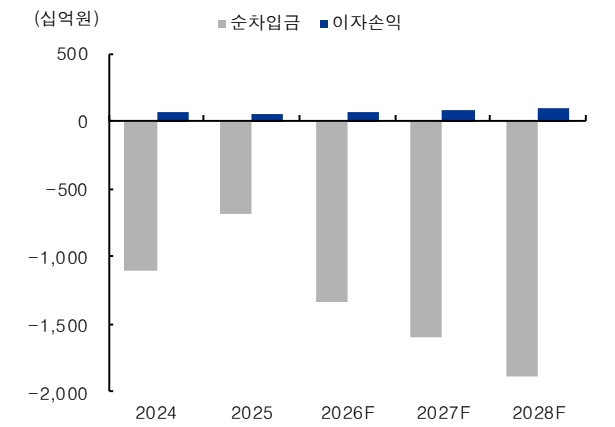
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 30. NC의 영업이익률 및 순이익률 추이



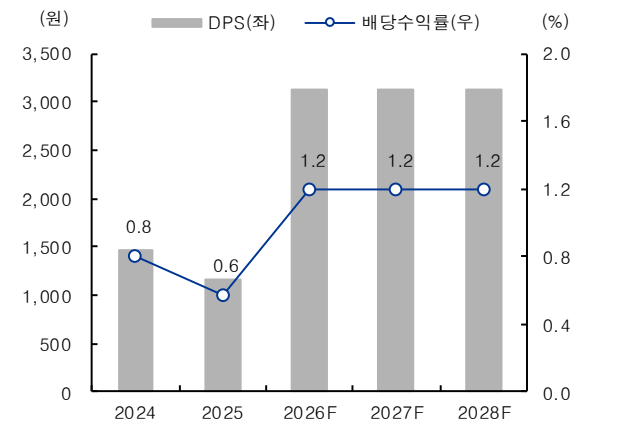
자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 31. NC의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 32. NC의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

NC (036570)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578	1,507	2,670	2,985	3,049
증가율(%)	-11.3	-4.5	77.2	11.8	2.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,578	1,507	2,670	2,985	3,049
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	1,687	1,491	2,225	2,419	2,453
판매비율(%)	106.9	98.9	83.3	81.0	80.5
영업이익	-109	16	445	566	596
증가율(%)	-179.6	-114.7	2,668.5	27.1	5.4
영업이익률(%)	-6.9	1.1	16.7	19.0	19.5
순금융손익	117	70	97	79	89
이자손익	62	52	65	79	89
기타	55	18	32	0	0
기타영업외손익	109	396	37	0	0
종속/관계기업손익	4	-20	-6	0	0
세전이익	121	461	573	645	685
법인세	27	114	122	158	168
법인세율	22.3	24.7	21.3	24.5	24.5
계속사업이익	94	347	452	487	517
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	94	347	452	487	517
증가율(%)	-56.0	269.1	30.0	7.8	6.3
당기순이익률 (%)	6.0	23.0	16.9	16.3	17.0
지배주주당기순이익	94	347	444	487	517
기타포괄이익	-46	-11	17	0	0
총포괄이익	48	337	468	487	517
EBITDA	0	112	530	676	736
증가율(%)	-100.0	na	374.3	27.6	8.9
EBITDA마진율(%)	0.0	7.4	19.9	22.6	24.1

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,291	16,023	20,601	22,600	24,017
BPS	139,312	156,186	177,350	197,121	218,321
DPS	1,460	1,150	3,130	3,130	3,130
밸류에이션(배)					
PER	42.7	12.6	13.8	12.6	11.8
PBR	1.3	1.3	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	-76,035.3	32.8	9.1	6.8	5.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.3	-4.5	77.2	11.8	2.2
EPS증가율	-55.6	273.4	28.6	9.7	6.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	0.6	1.1	1.1	1.1
ROE	3.0	10.8	12.4	12.1	11.6
ROA	2.3	8.4	9.8	9.5	9.2
ROIC	9.6	36.3	47.5	45.2	42.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	29.1	28.6	27.9	26.2	24.8
순차입금 비율(%)	-36.1	-20.4	-34.4	-37.1	-39.7
이자보상배율(배)	-10.6	3.6	35.5	59.2	62.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.0	9.5	11.3	10.2	9.8
재고자산회전율	1,759.7	1,285.9	3,721.8	20,117.0	19,450.2
총자산회전율	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,789	2,267	2,484	2,779	3,109
현금및현금성자산	1,260	504	1,093	1,335	1,613
유가증권	178	491	399	416	433
매출채권	130	187	284	304	318
재고자산	1	1	0	0	0
비유동자산	2,165	2,067	2,427	2,606	2,784
유형자산	998	1,035	1,138	1,285	1,428
무형자산	104	111	261	265	270
투자자산	872	751	743	747	750
자산총계	3,954	4,333	4,911	5,385	5,893
유동부채	322	641	765	796	828
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	130	0	0	0
비유동부채	568	322	305	322	341
사채	170	40	40	40	40
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	890	963	1,070	1,118	1,170
지배주주지분	3,058	3,365	3,821	4,247	4,704
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정등	-799	-673	-655	-655	-655
기타포괄이익누계액	-61	-76	-64	-64	-64
이익잉여금	3,474	3,669	4,095	4,521	4,978
비지배주주지분	5	6	20	20	20
자본총계	3,064	3,370	3,841	4,267	4,724
비이자부채	556	655	900	948	1000
총차입금	334	308	170	170	170
순차입금	-1,105	-687	-1,323	-1,581	-1,876

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	107	162	478	581	647
당기순이익	94	347	452	487	517
비현금성 비용 및 수익	-7	-203	45	31	50
유형자산감가상각비	106	91	80	105	134
무형자산상각비	3	5	5	5	5
운전자본변동	-43	-7	-47	-16	-9
매출채권등의 감소	20	-40	-73	-20	-14
재고자산의 감소	0	0	1	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	63	25	28	79	89
투자활동 현금흐름	1,294	-832	90	-323	-355
유형자산의 증가(CAPEX)	-84	-103	-158	-252	-277
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	41	52	-6	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	-20	-82	-252	-4	-3
기타	1356	-700	505	-58	-65
재무활동 현금흐름	-523	-82	8	-17	-14
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	-1	-1
기타	-523	-82	8	-16	-13
기타 및 조정	17	-5	14	1	1
현금의 증가	895	-757	590	242	279
기초현금	365	1,260	504	1,093	1,335
기말현금	1,260	504	1,093	1,335	1,613

## 매수 (유지)

목표주가 (상향) 100,000원  
현재가 (5/29) 68,400원

KOSPI (5/29) 8,476.15pt  
시가총액 14,483억원  
발행주식수 21,173천주  
액면가 500원  
52주 최고가 70,000원  
최저가 47,300원  
60일 일평균거래대금 51억원  
외국인 지분율 19.4%  
배당수익률 (2026F) 1.7%

주주구성  
김가람 외 6 인 44.98%  
국민연금공단 7.03%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-40%	-57%
절대기준	11%	30%	35%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	100,000	70,000	▲
EPS(26)	9,192	8,014	▲
EPS(27)	9,381	8,769	▲

더블유게임즈 상대주가 (%)



# 더블유게임즈 (192080)

## AI 치트키로 기업 경쟁력 제고

### M&A 자회사를 중심으로 AI 역량 강화

더블유게임즈는 캐주얼 게임 전문 자회사인 팍시게임즈(Paxie Games) 내 구축된 'AI Lab'을 통해 게임 개발 전 프로세스의 워크플로우 자동화 시스템을 내재화하는 데 성공했다. 이를 통해 기획부터 그래픽 에셋 생성, 밸런싱 테스트, 글로벌 최종 출시까지 이르는 전 과정을 '1인 개발자 기준 3주' 만에 완수할 수 있는 초고효율 AI 기반 개발 프로세스를 정립하여 다작(多作) 중심의 하이퍼 캐주얼 라인업을 리스크 없이 확장할 수 있는 토대가 되었다.

### 2026년 1분기, 분기 2천억원 매출 돌파

2026년 1분기 연결 기준 매출액은 2,050억 원, 영업이익은 685억 원을 기록하여 회사 창립 이래 최초로 분기 매출 2,000억 원 고지를 돌파한 성과이며, 시장 컨센서스에도 부합했다. 캐주얼 게임 사업부문이 사상 최초로 흑자 전환에 성공하며 신성장 동력으로서 이익 기여도를 높였다. 비용 측면에서 신규 캐주얼 게임들의 글로벌 유저 확보를 위해 공격적인 마케팅비를 집행했음에도 불구하고, 소셜카지노의 DTC(Direct-to-Consumer) 결제 비중이 38.7%까지 치솟으면서 플랫폼 앱마켓 수수료 지출이 365억 원으로 크게 감소했다. 이 같은 수수료 비용 절감 효과 덕분에 마케팅비 증가를 완전히 상쇄하며 33.4%의 높은 영업이익률(OPM)을 유지할 수 있었다.

### 목표주가 100,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 2026년 예상 EPS에 게임 산업의 2026년 예상 PER 11배를 적용하여 산출했다. 한편 나스닥 상장 자회사 DoubleDown Interactive의 잔여 지분을 전량 취득하여 완전 자회사화를 연내 완료하는 것을 목표로 추진 중인 점 역시 긍정적인 정책으로 판단한다.

(단위: 억원, 배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,335	7,199	8,423	8,803	9,472
영업이익	2,487	2,321	2,827	3,102	3,388
세전이익	3,148	2,411	3,309	3,508	3,890
지배주주순이익	1,872	1,313	1,947	1,986	2,202
EPS(원)	8,708	6,106	9,192	9,381	10,402
증가율(%)	25.9	-29.9	50.5	2.1	10.9
영업이익률(%)	39.3	32.2	33.6	35.2	35.8
순이익률(%)	38.4	25.0	30.2	30.1	31.0
ROE(%)	18.7	11.3	15.0	13.3	13.1
PER	6.2	8.8	7.6	7.5	6.7
PBR	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.0	3.3	3.3	2.4	1.6

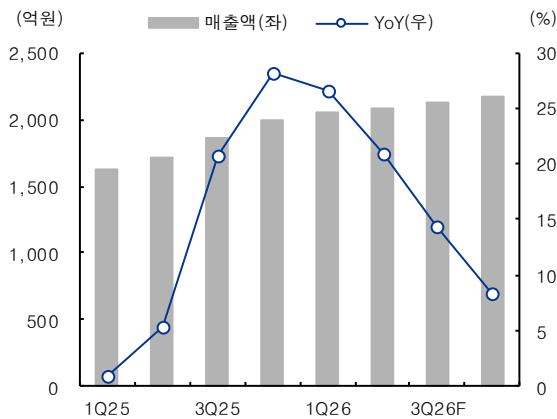
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 28. 더블유게임즈 실적 추정

(억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>1,620</b>	<b>1,719</b>	<b>1,862</b>	<b>1,998</b>	<b>2,050</b>	<b>2,079</b>	<b>2,129</b>	<b>2,166</b>	<b>7,199</b>	<b>8,423</b>	<b>8,803</b>
QoQ	4.0%	6.2%	8.3%	7.3%	2.6%	1.4%	2.4%	1.7%			
YoY	0.9%	5.4%	20.8%	28.3%	26.6%	20.9%	14.4%	8.4%	13.6%	17.0%	4.5%
더블다운 인터랙티브	1,021	973	975	994	982	980	986	972	3,963	3,920	3,707
더블유카지노	407	409	408	419	423	442	445	436	1,644	1,747	1,761
슈퍼네이션	192	218	225	233	252	251	264	277	867	1,043	1,175
팍시게임즈	-	120	124	192	247	251	264	290	436	1,052	1,368
와우게임즈	-	-	128	161	145	155	170	190	289	660	792
<b>영업이익</b>	<b>548</b>	<b>543</b>	<b>592</b>	<b>639</b>	<b>685</b>	<b>703</b>	<b>713</b>	<b>726</b>	<b>2,321</b>	<b>2,827</b>	<b>3,102</b>
OPM	33.8%	31.6%	31.8%	32.0%	33.4%	33.8%	33.5%	33.5%	32.2%	33.6%	35.2%
QoQ	-9.5%	-0.8%	8.9%	8.0%	7.1%	2.7%	1.4%	1.7%			
YoY	-11.2%	-19.0%	-0.5%	5.6%	25.1%	29.5%	20.6%	13.6%	-6.7%	21.8%	9.7%
<b>세전이익</b>	<b>611</b>	<b>445</b>	<b>719</b>	<b>637</b>	<b>919</b>	<b>780</b>	<b>796</b>	<b>814</b>	<b>2,411</b>	<b>3,309</b>	<b>3,508</b>
QoQ	-39.6%	-27.1%	61.6%	-11.4%	44.3%	-15.1%	2.1%	2.3%			
YoY	-19.8%	-45.8%	29.6%	-37.0%	50.5%	75.3%	10.7%	27.9%	-23.4%	37.3%	6.0%
<b>순이익(지배)</b>	<b>342</b>	<b>227</b>	<b>417</b>	<b>325</b>	<b>565</b>	<b>450</b>	<b>440</b>	<b>492</b>	<b>1,313</b>	<b>1,947</b>	<b>1,986</b>
NM	21.1%	13.2%	22.4%	16.3%	27.6%	21.6%	20.7%	22.7%	18.2%	23.1%	22.6%
QoQ	-44.0%	-33.6%	83.6%	-22.1%	73.7%	-20.4%	-2.1%	11.8%			
YoY	-27.4%	-53.6%	39.5%	-46.8%	65.1%	97.7%	5.4%	51.2%	-29.9%	48.3%	2.0%

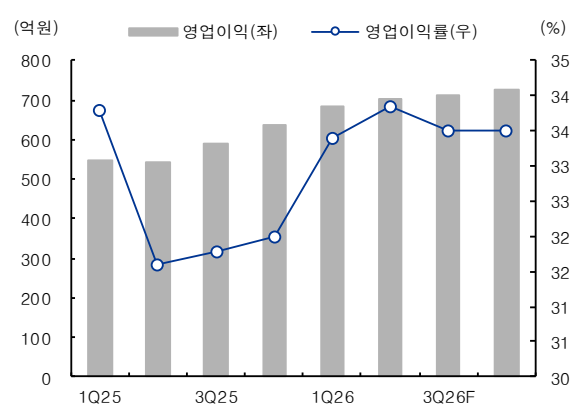
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 33. 더블유게임즈의 매출액 및 YoY 추이



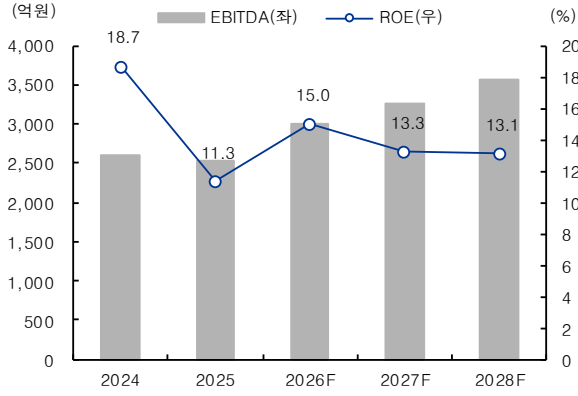
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 34. 더블유게임즈의 영업이익 및 영업이익률 추이



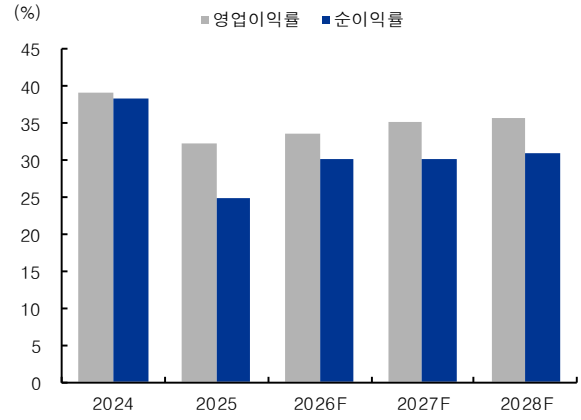
자료: 더블유게임즈, IBK투자증권 추정

그림 35. 더블유게임즈의 EBITDA 및 ROE 추이



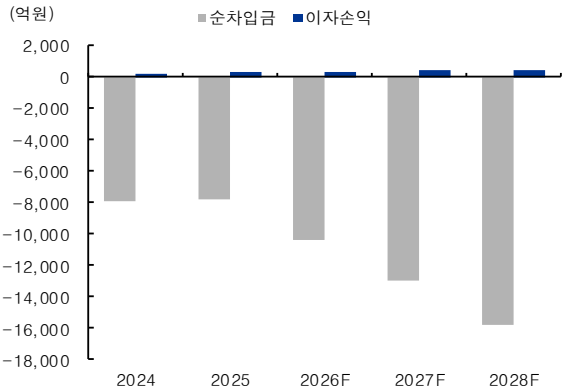
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 36. 더블유게임즈의 영업이익률 및 순이익률 추이



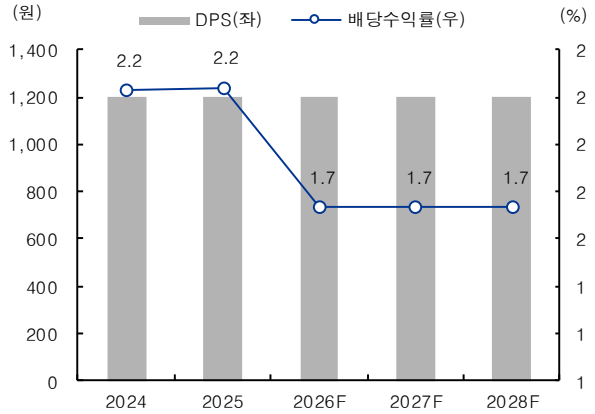
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 37. 더블유게임즈의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 38. 더블유게임즈의 DPS 및 배당수익률 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

더블유게임즈 (192080)

포괄손익계산서

(억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,335	7,199	8,423	8,803	9,472
증가율(%)	8.8	13.6	17.0	4.5	7.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,335	7,199	8,423	8,803	9,472
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	3,847	4,878	5,596	5,700	6,083
판매비율(%)	60.7	67.8	66.4	64.8	64.2
영업이익	2,487	2,321	2,827	3,102	3,388
증가율(%)	16.6	-6.7	21.8	9.7	9.2
영업이익률(%)	39.3	32.2	33.6	35.2	35.8
순금융손익	667	204	484	405	501
이자손익	260	281	321	405	501
기타	407	-77	163	0	0
기타영업외손익	-6	-115	-3	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	3,148	2,411	3,309	3,508	3,890
법인세	715	613	769	859	953
법인세율	22.7	25.4	23.2	24.5	24.5
계속사업이익	2,433	1,798	2,540	2,648	2,937
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,433	1,798	2,540	2,648	2,937
증가율(%)	26.1	-26.1	41.3	4.3	10.9
당기순이익률 (%)	38.4	25.0	30.2	30.1	31.0
지배주주당기순이익	1,872	1,313	1,947	1,986	2,202
기타포괄이익	1,335	-319	727	0	0
총포괄이익	3,768	1,480	3,267	2,648	2,937
EBITDA	2,611	2,522	3,005	3,272	3,562
증가율(%)	17.6	-3.4	19.1	8.9	8.9
EBITDA마진율(%)	41.2	35.0	35.7	37.2	37.6

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	8,708	6,106	9,192	9,381	10,402
BPS	52,632	55,167	66,447	74,725	84,052
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배)					
PER	6.2	8.8	7.6	7.5	6.7
PBR	1.0	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.0	3.3	3.3	2.4	1.6
성장성지표(%)					
매출증가율	8.8	13.6	17.0	4.5	7.6
EPS증가율	25.9	-29.9	50.5	2.1	10.9
수익성지표(%)					
배당수익률	2.2	2.2	1.7	1.7	1.7
ROE	18.7	11.3	15.0	13.3	13.1
ROA	16.6	10.3	12.8	11.7	11.7
ROIC	34.4	22.1	28.9	30.4	34.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	5.8	11.8	9.2	8.4	7.7
순차입금 비율(%)	-50.7	-50.0	-55.8	-61.6	-66.3
이자보상배율(배)	106.7	139.7	128.8	124.0	135.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.8	11.1	12.3	13.7	15.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	8,933	9,406	11,995	14,563	17,430
현금및현금성자산	5,456	5,699	8,107	10,602	13,311
유가증권	2,623	2,705	2,934	3,053	3,177
매출채권	604	698	666	616	645
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,530	9,073	9,360	9,256	9,154
유형자산	28	30	32	34	36
무형자산	7,169	8,729	9,009	8,878	8,747
투자자산	54	57	58	62	65
자산총계	16,463	18,479	21,354	23,819	26,584
유동부채	572	913	1,041	1,041	1,041
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	327	1,042	754	805	860
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	899	1,955	1,795	1,845	1,901
지배주주지분	11,314	11,859	14,069	15,822	17,797
자본금	108	108	108	108	108
자본잉여금	2,968	982	982	982	982
자본조정등	-620	-914	-776	-776	-776
기타포괄이익누계액	1,839	1,589	2,084	2,084	2,084
이익잉여금	7,018	10,093	11,670	13,423	15,398
비지배주주지분	4,250	4,665	5,490	6,152	6,886
자본총계	15,564	16,524	19,559	21,974	24,683
비이자부채	714	1,319	1,169	1,219	1,275
총차입금	185	636	626	626	626
순차입금	-7,894	-8,264	-10,916	-13,530	-16,363

현금흐름표

(억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,747	2,369	2,689	2,867	3,082
당기순이익	2,433	1,798	2,540	2,648	2,937
비현금성 비용 및 수익	288	723	-83	-236	-327
유형자산감가상각비	81	84	43	30	33
무형자산상각비	43	117	135	139	141
운전자본변동	99	81	-74	50	-28
매출채권등의 감소	11	-15	58	51	-29
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-73	-233	306	405	500
투자활동 현금흐름	-330	-1,328	-129	-190	-201
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-8	-25	-32	-35
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-8	-2	-6	-9	-10
투자자산의 감소(증가)	0	0	-2	-3	-4
기타	-306	-1319	-96	-146	-152
재무활동 현금흐름	-434	-656	-472	-182	-172
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-434	-656	-472	-182	-172
기타 및 조정	488	-141	320	0	0
현금의 증가	2,471	244	2,408	2,495	2,709
기초현금	2,985	5,456	5,699	8,107	10,602
기말현금	5,456	5,699	8,107	10,602	13,311

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

본 조사분석자료 작성과 관련하여( 2025-11-12~13 ) 당사의 조사분석담당자 이승훈은 상기 회사 크래프톤 행사에 해당 회사비용으로 참석하였음을 고지합니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

NAVER	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
					2023.05.31 2024.05.31 2024.11.08 2025.02.07 2025.07.15 2026.06.01

카카오	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
					2023.11.09 2024.11.09 2025.02.20 2025.05.08 2025.07.15 2025.09.03 2026.06.01

크래프톤	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.02.13	매수	260,000	8.25	35.00
	2024.11.08	매수	450,000	-23.92	-14.22
	2025.05.22	매수	500,000	-33.71	-23.40
	2025.11.05	매수	420,000	-40.18	-30.12
	2026.06.01	매수	420,000		
NC	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
	2024.05.20	매수	270,000	-31.80	-9.44
	2025.05.15	매수	235,000	-15.91	2.13
	2025.10.23	매수	280,000	-18.55	3.39
	2026.06.01	매수	390,000		
더블유게임즈	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
	2023.07.04	매수	52,504	-23.74	-7.15
	2024.07.04	1년경과	52,504	-3.93	18.28
	2025.07.04	1년경과	52,504	3.06	-4.77
	2025.10.27	매수	70,000	-23.43	0.00
	2026.06.01	매수	100,000		



## IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

### 투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com

### 기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

### 혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

### 코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com

## “국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11  
대표번호 02-6915-5000  
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		