

2026년 9월 2일

현대차증권 Megatrend Series #287 | 산업분석

인터넷/SW

SW/서비스의 겨울, 시인프라/네오클라우드의 봄

인터넷/SW | 최승호 csh@hmsec.com

CONTENTS

인터넷/SW

Executive Summary-투자전략 | 02

PART 1. AI 저평가 섹터 – 네오클라우드 | 14

네오클라우드의 장점 및 성장요인 | 29

국내 네오클라우드 기업전망 | 44

네오클라우드의 RISK -GPU 수요와 금리 | 53

Part2:

AI 인프라 진출은 이제 선택이 아닌 필수: SaaSocalypse | 58

PART 3. 기업 별 AI 포지셔닝맵 및 방어/피해섹터 전망 | 74

피해섹터 – 검색/포탈 서비스 | 77

방어섹터- 메신저 | 80

방어섹터- 커머스 | 87

방어섹터- 게임 SW | 90

게임섹터 투자전략 – 여전히 모멘텀 트레이딩 | 96

기업분석 | 103

인터넷/SW

SW/서비스의 겨울, AI인프라/네오클라우드의 봄

OVERWEIGHT

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

SW/서비스 AI 디레이팅의 정체: 특정할 수 없는 미래의 불안감에 대한 할인

AI가 기존 SW를 대체한다는 우려에서 촉발된 '26년 SaaS Apocalypse의 역설은 실적이 멀쩡하다는 데 있다. 대표적인 피해종목인 서비스나우는 YTD 40% 하락에도 상반기 매출 20%대 성장을 지켰다. 마찬가지로 국내 인터넷/SW의 실적도 상대적으로 훼손되지 않았다. 그러나 한국/미국 SW 모두 시장 대비 역사상 최저 밸류에이션을 기록하고 있다. 이는 시장이 할인하는 대상이 현재가 아니라 AI가 발전해 결국 기존 SW/서비스를 대체할 수 있다는 미래이기 때문이다. 그 시점과 파급력은 그 누구도 특정할 수 없다. 그리고 그 특정할 수 없다는 공포가 디레이팅을 영구화하고 있다.

서비스는 흔들리고, 인프라는 급격히 커질 전망. AI DC가치 현실화 시 당사 추정 수배를 상회할 전망

미국 SW는 올해 최대 YTD -36% 급락했으나 반도체 조정기에 반사수혜 겪으며 YTD +3%수준을 기록하며 회복세에 접어들었다. 미국 SW기업의 경우 경제적/기술적 해자를 가진 기업들이 많아 일부 종목에 한해서 과도한 AI 디레이팅 시 매수기회로 작용할 수 있다. 그러나 한국은 AI/기술 주도권이 없고 인력감축이 어려워 AI 서비스를 통해 매출증진/비용감소가 이뤄지기 어렵다. 이로 인해 한국 SW/서비스 기업들은 AI 디레이팅 낙폭과대에 따른 매수전환이 어렵다는 판단이다. 방어주 접근으로는 게임주와 카카오를 추천한다. 국내는 AI 서비스보다 AI 인프라에 주목할 필요가 있다.

소프트웨어의 줄어든 예산은 이미 인프라로 이동하고 있다. 컴퓨팅 수요는 향후 4년안에 15배 이상으로 증가할 것으로 전망된다. AI 컴퓨팅 수요 폭등에 따라 새롭게 나타난 네오클라우드에 주목한다. 네오클라우드 GPU MW당 임대단가는 1년만에 3배이상 급등하는 가운데 EBITDA는 60%에 달한다.

우리가 구축한 AI DC 수익성 프레임에 의하면 GPUaaS MW당 매출 200억원, EBITDA 마진 56%, OPM 25~33.7%, 코로케이션 매출 44.1억원, EBITDA 마진 44.1%, OPM 16~25.4%, DBO 매출 15.5억원 OPM 8~11%에 달할 전망이다. 국내 네오클라우드는 AI DC 운용/건립의 효율성, AI 추론의 증대, 엔비디아와의 협업 등을 발판삼아 빠르게 성장할 수 있을 것으로 전망한다. 이를 바탕으로 AI DC 가치 네이버 10.2조원, SKT 4.7조원, 삼성SDS 3.1조원, NHN 1.2조원을 제시한다. 이는 가시화된 목표만을 산정한 보수적 수치로, 추후 계획 구체화 시 AI DC 가치는 당사 추정 수 배를 상회할 전망이다.

한국SW: 네오클라우드가 AI 프리미엄을 처음 형성할 것

한국이 글로벌 대비 가지는 장점은 밸류에이션이다. 미국 SW/서비스는 '23~'24년에 부여된 AI 프리미엄을 반납하는 중이다. 그러나 한국은 반납할 프리미엄 자체가 없으며 미국SW 대비 상대 P/E는 역사상 최저수준에 진입했다. 이 상황에서 네이버·삼성SDS·NHN·SKT가 네오클라우드 비즈니스에 진입했다. 우리는 AI인프라로의 전환이 국내 인터넷/SW가 처음으로 AI 프리미엄을 받게 될 첫 경로라고 판단한다. 상대적으로 본업을 방어하는 가운데 인프라 사업자로 전환하며 리레이팅/EPS 개선이 동시에 가능할 것으로 전망한다.

Top-pick NAVER, NC

인터넷/SW 투자 의견 Overweight로 커버리지를 개시한다. 인터넷 Top-pick은 국내 네오클라우드 중 가장 사업가치가 높은 네이버다. 우리는 네이버 29년 매출 5.2조원 영업이익 1.17조원을 전망하며 이에 AI 인프라 가치를 10.2조원으로 평가한다. 이에 SOTP 밸류에이션을 진행해 목표주가 340,000원을 제시한다. 게임 Top-Pick은 NC를 제시한다. 올 하반기부터 내년까지 10종의 게임을 출시할 예정으로 단일 게임 의존도가 낮아지고 있어 긍정적이다. 캐주얼도 성장성이 밝다. P2E-개발사-퍼블리셔 수직계열화가 완료되며 연 2배 수준의 성장을 보이고 있다. TP 35만원을 제시한다.

인터넷/SW

Executive Summary-투자전략

국내 SW/서비스의 디레이팅은 불가피함, AI 인프라로 리레이팅이 필요

생성형 AI가 불러온 디레이팅

생성형AI의 발전은 글로벌/국내 인터넷/SW 수급과 판더멘탈 양방향으로 악영향을 주었다. 게임 섹터는 과거 P/E 15~20배 밸류에이션에서 10배 이하(vs 글로벌 20~30x)로 압축되었고, 네이버는 20~25배에서 15배, 카카오는 5~60배에서 20배 수준으로 하향되었다. 글로벌 소프트웨어도 '24, '25년 호의적인 밸류에이션이 유지되었으나 '26년 SaaSocalypse(AI가 SaaS를 대체할 것이라는 우려, 26년 2월 앤스로픽이 Claude에 에이전트형 AI 플러그인을 출시하며 대두)가 시장을 휩쓸며 평균적으로 30배 상회하던 밸류에이션이 20배 수준으로 압축되었다.

우리는 그 우려가 과장되지 않았으며, 서비스섹터에 따라 디레이팅을 반영해야 한다고 판단한다. 또한 그 판단대상은 SaaS 뿐만 아니라 전체 SW/서비스로 판단한다. 다만 글로벌 SW와 국내 SW는 출발점이 달라 다른 시각으로 봐야한다는 판단이다. 미국 SW는 2023~2024년 AI SW 프리미엄을 먼저 받았고, 이후 AI 대체 우려가 부각되며 높은 멀티플에서 빠르게 하락했다.

AI 인프라가 불러온 리레이팅

반면 한국 인터넷/SW는 애초에 AI 프리미엄을 받은 적이 없다. 미국 SW 대비 한국 SW P/E가 역사상 최저점까지 내려 있다는 점은 추가 디레이팅 여지가 제한적이라는 의미로 판단한다. 이 상황에서 국내 SW/서비스 기업에게 AI 인프라와 네오클라우드라는 새로운 투자동력이 붙고 있다. 우리는 AI 인프라로의 전환으로 미국 SW와 국내 SW의 밸류에이션 갭을 메우고 국내 인터넷/SW에 새로운 프리미엄이 형성될 수 있다고 판단한다. SW/서비스 AI 최대 수혜 섹터로 네오클라우드를 제시한다. 그외 게임, 커머스, SI, 메신저는 방어 섹터로, 검색, ERP, 업무용 SW는 피해 섹터로 분류한다. 주 판단 기준은 프론티어 AI가 해당 서비스를 대체하거나 트래픽/예산을 흡수할 수 있는지 여부다.

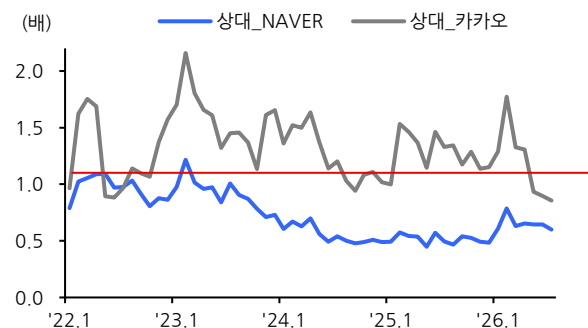
〈그림1〉 미국 SW 선행 P/E vs 금리내재 P/E



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 12MF P/E를 실질금리에 회귀해 도출한 관계식에 실질금리를 대입한 값

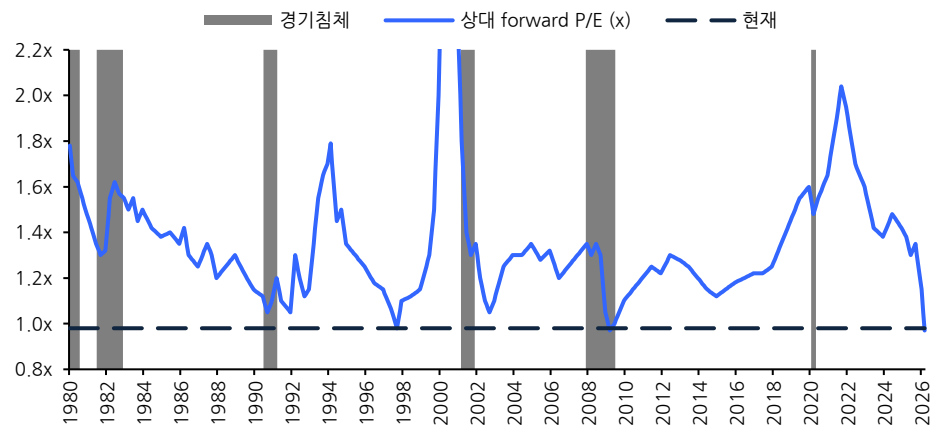
〈그림2〉 미국 SW 대비 국내 인터넷 상대 P/E.. 역사상 최저점을 매일 갱신 중



자료: Bloomberg, 현대차증권

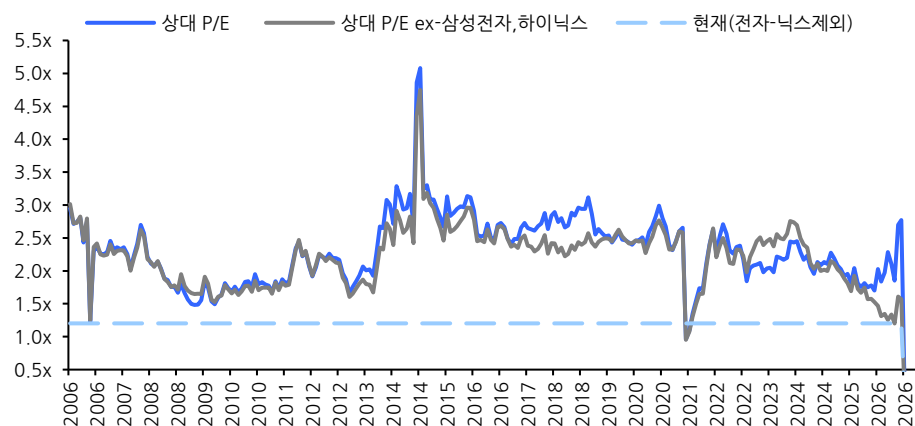
주: 미국 P/E 기준선 1.0

〈그림3〉 글로벌SW-S&P500 상대 P/E 추이 ... SW의 P/E는 역대 최저를 갱신함



자료: Bloomberg, 현대차증권

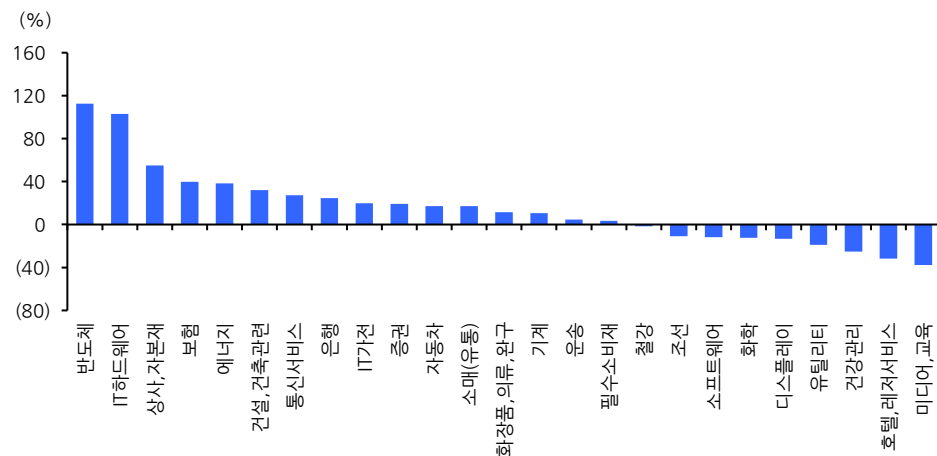
〈그림4〉 한국 SW- 코스피 상대 P/E 추이 ... SW의 P/E는 역대 최저를 갱신함



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 한국SW는 네이버, 카카오, SDS, 크래프톤, NC, 넷마블 등을 활용

〈그림5〉 섹터별 YTD 수익률



자료: Quantivise, 현대차증권

〈표1〉 AI도입에 따른 SW/서비스 섹터별 영향도 판단

서비스	과금 구조	판정	핵심 논거	대표종목 YTD 수익률	대표종목 (해외)	대표종목 (국내)
네오클라우드	Take or pay	수혜	AI 수요 증가와 컴퓨팅 증가가 모두 매출과 이익에 연결됨	NBIS +150% NAVER -11%	MSFT, CRWV, NBIS	통신사, 네이버, 삼성 SDS, NHN
개발도구·데이터베이스	사용량	수혜	에이전트발 코드·데이터 증가가 사용량 증가 -> 매출로 직결됨	DDOG+74% SNOW+50%	DDOG, NOW	-
여행·O2O 마켓플레이스	Take rate	수혜	숙소·이동·배달 등 실물 공급망은 AI가 대체불가. AI 에이전트가 오히려 신규 예약 채널로 유입되고, CS·매칭 자동화로 마진 확대	ABNB+40% BKNG-4%	ABNB, BKNG, ER, SH	하나투어
보안	인당	수혜	컴플라이언스에 따른 강제 지출	CRWD+86%	CRWD, PANW	안랩
결제·핀테크 플랫폼	Take rate	방어	에이전트 커머스로 기존 결제망은 그대로 활용할 것	V+9% MA+4%	V, MA, PYPL	카카오페이
규제산업 SW	인당	방어	규제에 따른 진입장벽 있음	VEEV+24%	VEEV, TYL	-
메신저·SNS	CPM	방어	AI가 소비자 행동 양식 바꾸기 어려움	META-12% 카카오-39%	META	카카오
이커머스	Take rate	방어	AI가 소비자 행동 양식 바꾸기 어려움	AMZN+15%	SHOP, AMZN	네이버
게임·콘텐츠	IAP·구독	방어	원론적으로는 원가절감으로 수혜, 그러나 경쟁산업으로 수혜제한	닌텐도-15% 크래프톤-8%	닌텐도, TTWO	크래프톤, NC
ERP·기간시스템	인당(seat)	피해	제품 대체 위험과 고객사 인력 축소 피해	SAP-9% NOW-6%	SAP, WDAY, NOW	더존비즈온
업무도구 SW	인당(seat)	피해	AI 프론티어 랩 직접 진출 위협	ADBE-17% CRM-3%	CRM, ADBE, TEAM	한글과컴퓨터
IT 용역 (SI)	인당/투입시간	피해	AI 도입에 따른 생산성 향상 -> 투입시간/인력 감소 -> 매출 감소로 이어짐 한국은 캡티브·AIDC로 방어 가능할 전망	ACN -29% 삼성 SDS +39%	CAN, EPAM	삼성 SDS, LG CNS
검색·광고	CPC/CPM	피해	AI 검색 도입에 따른 쿼리 감소, 점유율 하락 생성형 AI 서비스의 직접적인 광고비즈니스 진출위협	LY+34% BAIDU-27%	GOOGL, LY, BAIDU	네이버

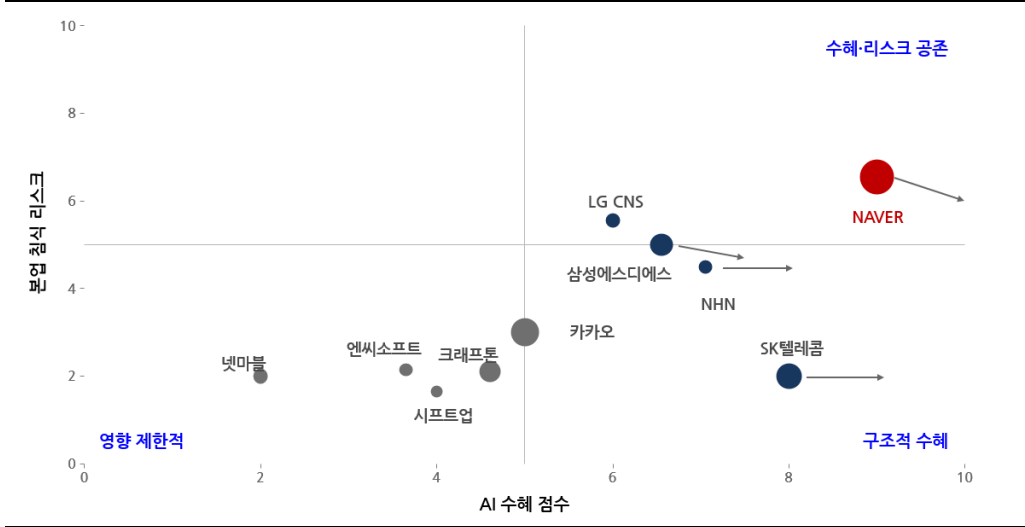
자료: 현대차증권

〈표2〉 마이클버리의 SW AI 디레이팅 분류

등급	명칭	정의 / 특징	연급 기업
1	Fortress	AI로 기존서비스를 위협하는 공격자 포지션, AI랩 성장에도 약점이 없음	
2	Castle	강한 해자, 자체적인 AI 역량 보유, 업계 지위도 안정적	CrowdStrike, Unity,
3	Chapel	자체 R&D에도 불구하고 AI 위협이 커지는 구간. 취약성 높음	Freshworks, Salesforce, ServiceNow, Adobe
4	Stone	실질적인 AI 위협에 적응능력이 부족, R&D는 있으나 적절성이 의문이거나 자금이 부족함. 업계지위가 심각히 위협될 수 있음	Paycom, HubSpot, Workday
5	Wood	가장 취약. 외부 LLM, AGENT를 빌려 쓸 뿐 소유하지 않음. AI전략이 전적으로 제 3자의존, 내부 R&D 없음. 장기적으로 소멸위험	

자료: 현대차증권

〈그림3〉 커버리지 AI 포지셔닝 맵



〈표4〉 국내 커버리지 종목 AI 포지셔닝 맵

종목	X: AI 수혜 점수	Y: 본업 침식 리스크	수혜 근거	리스크 근거
NAVER	9	6.5	1GW급 AI DC(가이던스 매출 20조·OPM 20%+), GPUaaS·소버린 AI, 브룩필드·엔비디아 협력. AI 모델 보유	검색/포탈 침식 노출. 단 커머스는 무관하며 국내 침식 속도 완만함. AI 인프라가 상쇄
SK텔레콤	8	2	15GW 로드맵, 울산 AI DC SK-AWS 건립 중. AI 모델 보유	통신 본업은 AI 침식 낮음
삼성에스디에스	6.5	5	구미 CAPEX형·해남 지분형·DBO 3모델 기반 3년 800MW+ 구축 목표	AI가 인력/투입시간 줄일 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
NHN	7	4.5	팩토리X 서울 B200 7,656장, 27년 중 30MW 증설, 기업규모 대비 AI 노출도 높음	본업(결제/게임/클라우드) AI 침식리스크 낮음
LG CNS	6	5.5	DBO(설계·구축·운영)/코로케이션 AI DC 운영	AI가 인력/투입시간 줄일 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
카카오	5	3	자체 컴퓨터 자산 부재, OpenAI 제휴, 자체 LLM 기반 온디바이스 AI	메신저 서비스는 AI 영향 적음. 반대로 AI로 부가가치 창출도 어려움
크래프톤	4.5	2	AI 별도 조직 운영, 게임/AI 내외부 결합에 가장 적극적, 블랙웰 클러스터(NHN운영)	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
엔씨소프트	4	2	자체 LLM(바르코) 보유, AI 별도법인 보유, AI 제작 도구 활용	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
시프트업	4	2	AI 제작 파이프라인 선도 활용(아트·리소스) — 비용 구조 수혜가능	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
넷마블	2	2	국내 TOP 게임사 대비 AI 활용정도 낮은 것으로 추정	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능

자료: 현대차증권

주: X = 컴퓨터 자산 보유·AI 매출·노출·AI 활용 종합(10점 만점), Y = 본업 매출이 AI 에이전트로 대체·침식될 위험(10점 만점). 점수는 당사 정성 평가

네오클라우드 비즈니스로 이뤄낸 Non-AI의 AI화, 가시화된 매출로 리레이팅을 전망

AI 대체 대상에서
AI 인프라 공급자로

SW/서비스에서 인프라서비스로 이동하는 움직임이 최근들어 확대되고 있다. 네이버/SK텔레콤/삼성에스티에스/NHN 등은 AI DC 내 GPU 임대사업(GPUaaS)을 전문으로 하는 네오클라우드 비즈니스에 진출할 예정이다. AI DC 비즈니스는 DBO → Colocation → GPUaaS로 갈수록 부가가치가 높다. 이 중 네오클라우드로 분류되는 GPUaaS는 MW당 100~300만달러, EBITDA 60% 이상, 개별 프로젝트 마진 25%를 상회한다. 전체적인 수익성이 Colocation 5배를 상회하기에 사업의 가치도 더 크다. 국내 네오클라우드 기업들은 AI 위협이 있는 기존 SW/서비스에서, AI 수혜인 AI 인프라 서비스로 점차 전환될 것이다. 이로써 최종적으로는 AI DC가치가 본업의 가치를 넘으며, EPS와 밸류에이션의 동반 리레이팅이 진행될 것으로 기대한다. 목표치가 높고, 사업이 진행되는 속도도 빠르기에 리레이팅은 점점 가시화될 전망이다.

'29 NAVER: 매출 5.2조
영업이익 1.17조원,
사업가치 10.2조원

NAVER는 27년 상반기부터 가동을 55MW 규모로 시작해 28년 200MW까지 증설 예정이며 최대 1GW를 목표로 한다. '29년 매출액 5.2조원, 영업이익 1.17조원을 예상한다. 이로 산정한 사업가치는 10.2조원이다

'29 NHN: 매출 4,120억원
EBITDA 1,710억원
사업가치 1.2조원

NHN은 GPUaaS를 4월부터 가동 시작했고 매출발생이 가장 빨랐다. 4MW 기준 2Q 매출 234억원, 영업이익 81억원을 기록한 것으로 추정된다. 이에 따른 연간 기대매출은 천억원이며, 27년 내 30MW 추가증설 계획에 있어 증설 시 그 규모는 4배에 달할 전망이다. 증설분 전량 GPUaaS 가정 하에 29년 매출액 4,120억원, EBITDA 1,710억원, 영업이익 880억원을 전망한다. 이에 따른 사업가치는 1.2조원을 제시한다.

'30 삼성SDS:매출액
1.7조원
EBITDA 4,759억원
사업가치 3.1조원

삼성SDS는 31년까지 DBO 500MW+GPUaaS/Colocation 220MW로 총 720MW를 확장할 계획이다. 2030년 매출액으로 1.7조원, EBITDA 4,759억원, 영업이익 1,779억원을 예상한다. 이에 따른 사업가치는 3.1조원을 제시한다.

'30 호라이즌 매출액
1.4조원
영업이익 3,053억원
사업가치 4.7조원

SKT는 울산 AIDC(100MW+), 구로 AI DC(75MW추정) 착공 중이다. 인적분할될 법인 SK 호라이즌의 '30년 가동 MW는 300MW에 근접할 전망이다. GW급 사업은 SK 하이퍼가 담당한다. 29년 5GW를 위한 첫 단계 시작으로 '35년까지 15GW 확대를 목표로한다. SK 하이퍼의 가치가 SK 호라이즌의 가치의 배를 상회할 전망이다. 그러나 세부 사항 공개가 없어 보수적으로 SKT AI DC가치는 SK 호라이즌이 영위할 비즈니스만을 따로 산출했다. 가시화된 계획만을 기준으로 산출한 SKT의 30년 매출액은 1.4조원, EBITDA 6,534억원, 영업이익 3,053억원을 제시한다. 전부 Colocation을 가정했으며, 이에 따른 사업가치는 4.7조원을 제시한다.

진행중인 사업만 반영한
보수적 가치, 회사들의 계획
대로 진행 시, 가치는 수 배
상회 전망.

이는 회사의 계획이 아닌 공시/진행 중 상황인 부분만 반영한 보수적인 계산이다. 최종적인 AI DC의 가치는 수 배를 상회할 전망이다. 따라서 본업과 AI DC의 가치를 합산 시 논리적 업사이드는 충분히 남아다. 이제 당사 인터넷/SW 커버리지 종목 중 NAVER/삼성SDS/NHN은 비로소 온전한 AI주식으로 분류될 수 있겠다. 그 외 AI 인프라와 연결성이 밀접하지 않은 카카오 및 게임주는 상대적 NON AI주로 분류한다.

〈표5〉 커버리지 종목 네오 클라우드 및 IDC 사업 개요

회사	핵심 자산 및 계획	네오클라우드 사업 모델	파트너·고객
네이버	각 세종(자체 55MW) + 브룩필드 JV로 55MW→200MW→GW급 확장목표	GPUaaS·뉴로클라우드·소버린 AI	브룩필드(\$9B JV), 엔비디아(유증 1.48조 3대주주), 대외 고객 확보 목표, 그외 정부·사우디 등 소버린
삼성SDS	국내 5개 DC + 국가 AI컴퓨팅센터 '29년 230MW에서 31년 800MW+목표	GPUaaS·코로케이션/DBO	삼성 관계사 캡티브 및 대외고객 확대목표
NHN	광주 국가 IDC운영 + 양평 리전 현재 20MW 수준에서 +30MW 추가증설 목표	공공 특화 GPUaaS·클라우드	정부(GPU 확보·운용 사업 '25 참여), 공공기관, AI 스타트업 등
SKT	울산 IDC(AWS 협력, 103MW급→확장예정), 구로 IDC(75MW) 준공 중, 추후 15GW 확대 목표	GPUaaS·코로케이션	AWS, 람다, 엔비디아·엔트로픽 협력
LG CNS	죽전/삼송 DC 코로케이션, 그외 DBO 다수 (국내 DBO 점유율 1위)	코로케이션 + DBO(설계·구축·운영)	네이버클라우드(상면 임차 제공)

자료: 각사, 언론보도, 현대차증권

〈표6〉 네오클라우드 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	NAVER
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,554	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	63,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	46,780	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.7	3.1	10.2

자료: 현대차증권

〈표7〉 네이버 네오클라우드 향후 매출 추정

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
용량 (MW)					
설치 CAPA (MW)	100	200	350	600	1,000
가동 CAPA(MW)	70	150	220	475	800
GPU임대단가					
블렌디드 임대단가 (\$/GPU/hr)	\$3.50	\$4.10	\$4.80	\$5.50	\$6.10
손익 (조원)					
매출액	1.20	3.02	5.18	12.82	23.94
영업비용	1.06	2.49	4.01	9.51	17.53
브룩필드 임대료 (자본회수·요구수익)	0.74	1.74	2.79	6.61	12.18
코로케이션·기타 (전력·시설 등)	0.22	0.52	0.84	1.99	3.67
자체 운영비 (인건비·네트워크·판관비)	0.09	0.23	0.38	0.91	1.68
영업이익(=EBITDA)	0.14	0.53	1.17	3.31	6.41
영업이익률	12.0%	17.5%	22.5%	25.8%	26.8%

자료: NAVER, 현대차증권

〈표8〉 SK텔레콤 코로케이션 추정 모델

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
설치 CAPA (MW)	190	240	315	315	1,000
가동 CAPA (MW)	130	150	190	280	800
매출액 (억원)	6,247	7,245	9,397	14,358	43,394
영업비용 (억원)	3,635	4,356	5,677	7,794	23,393
전기료	2,504	2,920	3,752	5,624	16,440
관리비 등	881	1,146	1,549	1,595	5,217
판관비	250	290	376	574	1,736
EBITDA	2,612	2,889	3,721	6,564	20,002
EBITDA 마진	41.8%	39.9%	39.6%	45.7%	46.1%
감가상각비	1,596	1,689	2,248	3,512	9,856
영업이익	1,016	1,200	1,473	3,053	10,146
영업이익률	16.3%	16.6%	15.7%	21.3%	23.4%

자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈표9〉 NHN 네오클라우드 추정 모델

구분	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
설치 CAPA (MW)	20	20	50	50	54
가동 CAPA (MW)	4	4	22	30	31
매출액 (억원)	720	1,030	3,178	4,120	4,238
영업비용 (억원)	382	467	2,222	2,410	2,476
서비스 원가	180	240	519	603	620
전기료	83	86	750	773	796
상면 임차료	48	49	549	560	572
인건비·관리비	19	21	180	186	191
기타 판관비	51	72	222	288	297
EBITDA	338	563	956	1,710	1,762
EBITDA 마진	46.9%	54.7%	30%	41.5%	41.5%
감가상각비	111	162	630	830	855
설비 및 사용권자산	111	162	173	175	180
GPU (자사구매 50%가정)	-	-	457	655	675
영업이익	227	401	326	880	907
영업이익률	31.5%	38.9%	10.3%	21.4%	21.4%

자료: NHN, 현대차증권

〈표 10〉 삼성에스디에스 AI DC 추정 모델

구분	2028E	2029E	2030E	2031E
GPUaaS 설치 CAPA (MW)	-	60	60	120
GPUaaS 가동 CAPA (MW)	-	30	50	80
DBO 구축중 CAPA (MW)	200	200	150	100
DBO 운영중 CAPA (MW)	50	150	350	500
매출액 (억원)	12,230	16,517	17,069	18,376
GPUaaS	-	3,493	5,764	9,130
DBO 구축 (턴키 총액, 진행기준)	11,965	12,204	9,336	6,348
DBO 운영수탁	265	820	1,970	2,898
영업비용 (억원)	11,220	13,819	12,311	12,387
전기료 (GPUaaS)	-	1,364	1,405	2,894
관리비 (GPUaaS)	-	328	338	696
판관비 (GPUaaS + DBO)	489	765	856	1,009
DBO 매출원가	10,730	11,362	9,713	7,789
EBITDA	1,010	2,697	4,759	5,989
EBITDA 마진	8.3%	16.3%	27.9%	32.6%
감가상각비 (억원)	-	1,982	2,980	4,961
DC 감가상각	-	473	478	961
GPU 감가상각 (전량 자사구매 가정)	-	1,509	2,502	4,000
영업이익 (억원)	1,010	715	1,779	1,029
GPUaaS	-	(425)	638	(59)
DBO	1,010	1,140	1,141	1,088
영업이익률	8.3%	4.3%	10.4%	5.6%

자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

인터넷/SW Top-pick: NAVER

인터넷 SW Top-pick
으로 NAVER 제시

인터넷/SW Top-pick으로는 NAVER를 제시한다. 네오클라우드 비즈니스를 수월히 영위하기 위해서는 다음 6가지의 역량이 필요하다. 1) GPU를 구매하기 위한 수십조원의 자금조달이 가능한 지 2)사업개시 속도와 가시성은 어떤 지, 3)밸류체인의 핵심인 엔비디아와의 협업강도가 어떤 지, 4)GPUaaS 서비스를 제공하기 위한 기반 스택 및 노하우가 충분한 지, 5) 네오클라우드 비즈니스를 진행할 AI DC 상면은 충분한 지, 6)고객이 확보 되어있는 지.

1)자금 조달 해결했고
2)내년 상반기부터 가동 목표
3)엔비디아 지분투자
4)AI 풀스택 사업자+조단위
GPU 가동 경험
5)상면도 충분
남은 것은 6) 고객뿐

네이버는 브룩필드와의 200MW 기준 9B 자금조달 **확약**으로 1)을 해결했고, 2)내년 상반기부터 55MW 가동 **예정**으로 국내에서 10MW이상 GPUaaS로서는 최초이며, 3)엔비디아가 네이버에 1.4조원을 투자했고 국내에서 쿠팡, SKT와 함께 유일하게 엔비디아 클라우드 파트너로 선정되었다. 4)또한 AI 풀스택 사업자로 하이퍼클로바X LLM 개발경험 및 조단위 GPU를 가동해 본 경험 이 있다. 5)AI DC 상면도 죽전, 삼송 장기계약 체결로 200MW 수준까지 램프업 가능한 **상황**으로 **판단**한다. 결국 남은 것은 6)실제 고객 및 계약체결 뿐이다. 네오클라우드 기업들의 주가는 실제 수주잔고와 비례해 상승하는 추이를 보인다. 네이버는 1차적인 목표인200MW 기준으로 2029년 매출액 5.2조원 영업이익 1.2조원을 시현할 것으로 전망된다. 현재 인정받지 못하고 있는 동사 AI DC에 대한 가치는 계약체결과 함께 주가에 반영될 것으로 전망한다.

계약체결과 함께 주가
리레이팅 이뤄질 것

엔비디아 협력으로 신용+GPU
우선배정 확보

국내에서 유일하게 엔비디아의 지분투자를 받았다는 부분도 향후 네이버 AI DC 비즈니스의 밸류에이션에 큰 가산점이다. GPU 입차의 니즈가 있는 글로벌 대기업 및 AI 랩들이 아시아 권역의 확장을 노릴 때 네이버를 우선적으로 컨택할 것으로 보는 이유다. 대형 고객과의 계약은 레퍼런스로 작용하고 이는 다시 새로운 대형 고객을 불러오는 선순환 구조로 이어질 수 있어 주목한다. 네이버 목표주가 34만원, 투자 의견 BUY로 커버리지를 개시한다. 밸류에이션은 기존 본업과 AI DC를 나누어 SOTP로 진행했다. 이에 따라 본업가치 30조원, AI DC 가치 10.2조원, 네이버-두나무 합병법인 3.4조원, LY지분가치 6.4조원을 합산했다.

〈표 11〉 커버리지 TABLE

종목	투자 의견	목표 주가	현재 주가	상승 여력	매출액			영업이익			P/E			P/B		
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
NAVER	BUY	340,000	215,000	58.1%	12,035	13,634	16,262	2,208.1	2,093	2,571	17.8	19.4	17.1	1.4	1.1	1.0
카카오	BUY	45,000	36,500	23.2%	8,099.1	8,168	8,550	732.0	986	1,102	48.2	30.5	21.9	2.5	1.4	1.3
SK 텔레콤	BUY	130,000	94,600				18,043	1,073.2	1,921	2,182	29.8	15.7	13.4	1.0	1.6	1.5
삼성에스디에스	BUY	300,000	245,000	22.4%	13,929.9	14,346	15,093	957.1	810	1,031	17.0	25.4	20.2	1.4	1.7	1.6
LG 씨엔에스	BUY	94,000	75,800	24.0%	6,129.5	6,537	7,054	551.8	583	682	13.8	15	13.6	2.0	2.3	2.1
NHN	BUY	100,000	70,400	42%	2,516.2	2,971	3,456	132.4	185	259	30.4	21.8	14.2	0.6	1.4	1.3
크래프톤	BUY	300,000	231,000	29.8%	3,326.6	4,719	4,780	1,054.4	1,340	1,184	12.9	20.3	12.5	1.5	1.4	1.3
NC	BUY	350,000	224,000	56.3%	1,506.9	2,804	3,278	16.1	524	576	13.2	10.4	9.2	1.2	1.3	1.1
넷마블	BUY	45,000	38,800	16%	2,835.1	2,853	2,522	352.5	356	230	12.8	5.4	13.4	0.7	0.5	0.5
시프트업	BUY	40,000	33,050	21%	294.5	220	183	181.4	118	90	11.7	13.2	18.6	2.2	1.8	1.7
더블유게임즈	BUY	76,000	58,500	29.9%	719.9	848	867	232.1	285	290	7.5	6.2	6.4	0.9	0.9	0.8
카카오게임즈	M.P	11,000	9,880	11.3%	465.0	346	664	(39.6)	(87)	53	—	—	—	1.0	0.9	0.8
네오위즈	M.P	20,000	18,060	10.7%	432.7	414	464	60.0	33	50	9.5	8.1	8.8	0.9	0.7	0.7
웹젠	M.P	12,000	11,360	5.6%	174.4	161	173	29.7	23	24	13.0	12.4	18.5	0.7	0.5	0.5
컴투스	BUY	50,000	34,500	44.9%	696.4	690	763	2.6	40	57	10.1	19.3	6.7	0.4	0.4	0.4

자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표 12〉 커버리지 TABLE - 컨센서스

종목	투자 의견	목표 주가	현재 주가	상승 여력	매출액			영업이익			P/E			P/B		
					2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
NAVER	BUY	340,000	215,000	58.1%	12,035.0	13,769.7	15,610.2	2,208.1	2,230.8	2,630.4	17.8	17.6	15.1	1.4	1.1	1.1
카카오	BUY	45,000	36,500	23.2%	8,099.1	8,341.8	9,010.7	732.0	1,017.1	1,157.5	48.2	26.6	18.7	2.5	1.3	1.3
SK 텔레콤	BUY	130,000	94,600	37.4%	17,099.2	17,689.9	18,059.3	1,073.2	1,954.5	2,074.0	29.8	16.3	15.5	1.0	1.5	1.5
삼성에스디에스	BUY	300,000	245,000	22.4%	13,929.9	14,368.9	15,249.9	957.1	832.8	1,089.4	17.0	26.4	20.9	1.4	1.8	1.7
LG 씨엔에스	BUY	94,000	75,800	24.0%	6,129.5	6,568.8	7,150.0	551.8	587.0	667.0	13.8	15.4	13.7	2.0	2.2	2.0
NHN	BUY	100,000	70,400	42%	2,516.2	2,959.1	3,275.2	132.4	198.0	245.3	21.8	21.8	16.6	0.6	1.5	1.4
크래프톤	BUY	300,000	231,000	29.8%	3,326.6	4,832.2	5,100.8	1,054.4	1,473.9	1,554.4	12.9	10.8	8.6	1.5	1.3	1.1
NC	BUY	350,000	224,000	56.3%	1,506.9	2,751.2	3,098.3	16.1	503.2	554.1	13.2	10.3	10.0	1.2	1.2	1.1
넷마블	BUY	45,000	38,800	16%	2,835.1	2,923.0	2,986.6	352.5	332.3	371.6	12.8	6.5	9.7	0.7	0.5	0.5
시프트업	BUY	40,000	33,050	21%	294.5	213.3	223.0	181.4	107.2	110.2	11.7	13.3	13.8	2.2	1.8	2.1
더블유게임즈	BUY	76,000	58,500	29.9%	719.9	839.8	888.7	232.1	281.4	304.3	7.5	6.1	5.5	0.9	0.9	0.8
카카오게임즈	M.P	11,000	9,880	11.3%	465.0	373.0	642.9	(39.6)	(70.3)	45.7	—	—	20.0	1.0	0.8	0.7
네오위즈	M.P	20,000	18,060	10.7%	432.7	420.4	461.9	60.0	36.5	48.0	9.5	8.4	9.4	0.9	0.7	0.6
웹젠	M.P	12,000	11,360	5.6%	174.4	154.7	172.6	29.7	22.4	26.4	13.0	12.6	12.5	0.7	0.5	0.5
컴투스	BUY	50,000	34,500	44.9%	696.4	705.5	740.0	2.6	40.7	52.1	42.4	19.0	10.6	0.4	0.4	0.4

자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표 13〉 인터넷/SW 글로벌 PEER TABLE

이름		구글	메타	오라클	세일즈포스	어도비	서비스나우	마이크로소프트	네비우스	코어위브
티커		GOOGL US	META US	ORCL US	CRM US	ADBE US	NOW US	MSFT US	NBIS US	CRWV US
매출액 (십억달러)	2025	402.84	200.97	57.40	37.90	23.77	13.28	281.72	0.53	5.13
	2026F	432.91	253.99	67.25	41.49	26.54	16.21	329.52	3.42	12.91
	2027F	544.17	304.85	89.13	46.24	28.92	19.24	391.85	11.82	26.51
영업이익 (십억달러)	2025	129.04	83.28	18.05	7.67	8.71	2.07	128.53	(0.16)	0.01
	2026F	237.66	120.94	43.66	20.41	16.86	7.08	225.07	(1.43)	1.48
	2027F	302.11	142.27	49.81	21.96	18.30	8.66	252.39	(0.40)	5.73
OPM (%)	2025	0.32	0.41	0.31	0.20	0.37	0.16	0.46	(0.31)	0.00
	2026F	0.55	0.48	0.65	0.49	0.64	0.44	0.68	(0.42)	0.11
	2027F	0.56	0.47	0.56	0.47	0.63	0.45	0.64	(0.03)	0.22
순이익 (십억달러)	2025	132.17	60.46	12.44	6.20	7.13	1.75	101.83	0.08	(1.17)
	2026F	253.95	81.08	17.20	7.03	7.20	1.79	129.16	(0.54)	(2.73)
	2027F	187.59	87.29	19.56	8.57	8.07	2.69	147.36	(1.18)	(1.99)
EPS (달러) (원)	2025	10.91	23.98	4.46	6.44	16.73	1.69	13.70	0.34	(2.75)
	2026F	18.96	34.69	7.48	11.78	24.41	4.08	16.96	(2.07)	(3.90)
	2027F	16.53	37.73	8.07	16.72	27.41	5.04	19.77	(1.70)	(1.77)
BPS (달러) (원)	2025	33.83	89.11	6.91	62.81	29.08	11.66	46.21	15.44	7.10
	2026F	57.63	119.86	13.99	65.00	31.15	14.65	60.14	27.28	7.30
	2027F	73.59	154.00	27.10	46.92	45.97	19.55	75.95	24.44	8.12
PER (배)	2025	28.69	21.56	27.29	33.65	15.37	44.01	36.75	—	—
	2026F	17.96	16.46	20.30	21.39	11.85	33.90	29.78	—	—
	2027F	20.61	15.14	18.83	15.08	10.55	27.49	25.54	—	—
PBR (배)	2025	9.24	7.40	23.63	5.38	11.01	13.14	10.66	5.42	10.09
	2026F	5.91	4.76	10.86	3.88	9.28	9.45	8.40	8.01	11.89
	2027F	4.63	3.71	5.61	5.37	6.29	7.08	6.65	8.94	10.68
EV/EBITDA (배)	2025	24.05	15.99	22.02	28.75	13.75	57.79	22.09	—	19.37
	2026F	17.86	12.09	14.93	11.58	9.13	22.83	18.66	54.04	12.08
	2027F	13.82	9.75	11.25	12.10	8.30	18.12	15.57	14.44	6.87

자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표14〉 게임 글로벌 PEER TABLE

이름		넥슨	캡콤	코나미	스퀘어에닉스	사이버에이전트	텐센트	넷이즈	닌텐도	TAKETWO	유비소프트	CDPROJECT
티커		3659 JT	9697 JT	9766 JT	9684 JT	4751 JT	700 HK	9999 HK	7974 JT	TTWO US	UBI FP	CDR PW
매출액 (십억) (엔/위안/달러/유로)	2025	475.10	169.60	421.60	324.51	874.03	751.77	112.63	1,164.92	5.65	1.79	0.87
	2026F	508.24	183.90	480.17	295.16	949.59	825.94	120.79	2,329.10	6.66	1.50	0.83
	2027F	522.96	219.39	555.34	314.08	994.99	904.00	129.82	2,301.39	8.60	1.39	2.55
영업이익 (십억) (엔/위안/달러/유로)	2025	120.31	65.78	107.67	40.58	71.70	241.56	35.42	282.55	(0.45)	(0.14)	0.47
	2026F	131.83	76.28	132.14	51.38	83.91	264.60	46.44	388.25	0.95	(0.98)	0.39
	2027F	136.04	88.02	173.13	56.08	88.23	279.26	50.05	442.38	1.63	(0.13)	1.36
OPM	2025	0.25	0.39	0.26	0.13	0.08	0.32	0.31	0.24	(0.08)	(0.08)	0.54
	2026F	0.26	0.41	0.28	0.17	0.09	0.32	0.38	0.17	0.14	(0.66)	0.47
	2027F	0.26	0.40	0.31	0.18	0.09	0.31	0.39	0.19	0.19	(0.09)	0.53
순이익 (십억) (엔/위안/달러/유로)	2025	92.05	48.45	74.69	24.41	31.67	224.84	33.76	278.81	(4.48)	(0.24)	0.59
	2026F	111.83	54.14	95.46	29.70	43.33	230.41	37.16	415.00	(0.32)	(1.05)	0.40
	2027F	108.11	63.68	123.50	38.62	48.11	244.80	43.06	409.05	0.45	(0.28)	1.34
EPS	2025	114.48	115.85	551.00	67.79	62.52	24.75	—	239.47	(25.58)	(1.92)	5.95
	2026F	141.42	129.64	704.17	81.87	85.60	29.44	—	355.01	3.91	(6.91)	3.99
	2027F	138.19	151.45	921.95	106.26	93.19	31.13	—	356.02	6.93	(1.36)	11.18
BPS	2025	1,304.62	544.31	3,599.37	932.69	380.65	128.69	51.63	2,294.32	32.55	14.26	31.43
	2026F	1,216.60	630.90	4,076.26	956.40	436.46	147.75	—	2,486.09	17.44	10.81	36.53
	2027F	1,276.84	744.33	4,762.24	1,041.00	512.22	170.93	—	2,687.56	21.12	9.07	45.59
PER (배)	2025	27.44	31.82	29.89	28.60	26.37	19.15	15.76	42.85	80.55	8.49	55.54
	2026F	22.42	32.94	31.39	36.09	15.83	13.19	13.29	25.48	56.22	—	58.81
	2027F	22.94	28.19	23.98	27.81	14.54	12.47	11.49	25.40	31.72	—	20.96
PBR (배)	2025	2.93	6.73	4.88	2.49	4.67	4.18	3.73	4.41	6.37	0.78	7.67
	2026F	2.59	6.83	5.46	3.09	3.06	2.66	2.86	3.66	13.36	0.50	6.41
	2027F	2.47	5.79	4.68	2.83	2.61	2.30	2.59	3.38	11.03	0.61	5.13
EV/EBITDA (배)	2025	16.27	19.55	16.64	12.02	10.40	16.10	12.03	32.63	—	5.13	48.04
	2026F	13.85	26.18	17.92	14.51	6.66	11.29	0.24	24.23	40.48	3.35	47.50
	2027F	13.26	22.34	13.63	12.32	6.00	10.47	—	20.47	25.05	3.43	12.41

자료: Bloomberg, 현대차증권

PART 1. AI 저평가 섹터 – 네오클라우드

네오클라우드: GPU 수요 폭등이 만들어 낸 고부가가치 비즈니스

네오클라우드: GPU 임대업

주요 등장배경

- 1) GPU 컴퓨팅 수요 폭등
- 2) 임차를 통한 리스크 분산
- 3) ASIC 견제

네오클라우드는 AI 연산에 특화된 GPU 클라우드 사업자를 지칭한다. 범용 서비스 스택(DB, 미들웨어, SaaS)을 갖춘 전통 CSP와 달리, 최신 GPU 클러스터를 묶어 임대하는 것이 사업의 전부다. 즉 GPUaaS(GPU-as-a-Service)가 본질이며, 수익 공식도 '가동 전력(MW) × 메가와트 당 임대단가 × 가동률'로 단순하다.

언뜻 보면 불필요해 보이는 네오클라우드가 등장하게 된 배경은 크게 4가지다. 1) 하이퍼스케일러 DC 공급이 도저히 따라가지 못할 만큼 폭등한 GPU 컴퓨팅 수요, 2) 자체 칩(ASIC)을 개발하며 이탈을 준비하는 하이퍼스케일러를 견제해야 했던 엔비디아의 전략적 필요, 3) 수요자 입장에서 수십조 단위 선행투자를 직접 떠안기보다 임차로 리스크를 분산하려는 유인, 4) 자체 AI 모델이 없어 고객과 이해상충 요소가 없는 중립 파트너에 대한 수요다.

글로벌 대표 주자는 CoreWeave와 Nebius다. CoreWeave는 암호화폐 채굴업체에서 전환한 회사이고 Nebius는 러시아 최대 검색기업 안텍스에서 분리됐다. GPU를 수만 장 단위로 굴리고 값싼 전력을 확보해 본 경험이 그대로 AI 인프라 역량으로 전환되었다.

산업이 본격적으로 개화한 계기는 하이퍼스케일러의 공급 부족이었다. 마이크로소프트는 폭증하는 OpenAI의 컴퓨팅 수요를 자체 데이터센터만으로 감당하지 못하자 외부에서 캐파를 통째로 빌리는 길을 택했다. 그리고 그 상대가 코어위브였다. '23년부터 시작된 이 거래는 '24년 11월 보도 기준 누적 계약규모가 100억달러에 달했고, 그 이후에는 원수요자인 OPENAI가 CoreWeave와 직접계약을 체결, 누적 계약규모는 현재 224억 달러에 달하는 것으로 추정된다.

〈표 15〉 네오클라우드 vs 클라우드 vs 코로케이션 vs DBO

구분	전통 클라우드 (하이퍼스케일러)	AI 클라우드 (네오클라우드)	코로케이션 (Colocation)	DBO (설계·구축·운영 위탁)
운영 모델	컴퓨팅·스토리지·DB·AI 등 수백 개 서비스를 갖춘 종합 클라우드, 인프라 대부분 자체 보유	GPU 클라우드 운영. 자체 인프라 보유 또는 임차	데이터센터 용량(공간·전력) 제공	고객을 위해 데이터센터를 설계·구축하고 운영까지 대행
수익 구조	종량제·예약 인스턴스 등 다양한 과금 + SaaS/PaaS 마진, 수익원 다변화	클라우드 가동률 + 시간당 GPU 과금 (~\$10M~50M /IT MW)	고정 리스 임대료 (\$2~5M /MW)	개발 수수료 + 장기 운영·관리 수수료 (임대료보다 낮지만 안정적)
자본지출 (Capex)	데이터센터 + GPU + 자체 칩. 연 수백억~천억 달러	GPU + 데이터센터 임차(필요시 투자) (\$20~50M /IT MW)	데이터센터만 투자 (\$11~21M /IT MW)	가장 낮음. 건설 자본은 대부분 고객·JV·외부 투자자가 부담
자금 조달	본업현금흐름+외부조달	자산담보 금융(GPU 리스), 고객 선납금	투자등급 회사채, 고객 선납금	고객 자본·조인트벤처·프로젝트 파 이낸싱 중심, 자기자본 투입 최소화
기술 리스크	GPU 노후화 리스크를 스스로 부담하되, 자체 칩 개발로 NVIDIA 의존도 완화 시도	공급사(NVIDIA)와의 관계가 중요. GPU 노후화 리스크를 운영사가 부담할 수도, 안 할 수도 있음	고객이 GPU를 직접 들여오고 노후화 리스크도 고객 부담	고객이 GPU를 직접 들여오고 노후화 리스크도 고객 부담
고객 기반	스타트업부터 대기업·정부까지 광범위, 특정 고객 의존 낮음	소수 대형 AI 고객(AI 랩, 빅테크) 의존도 높음	하이퍼스케일러·네오클라우드·기업 등 다양	자산운용사, 대형고객
대표 사례	AWS, MS, Google Cloud	CoreWeave, Nebius, IREN	Digital Realty, Equinix, 통신사	Crusoe

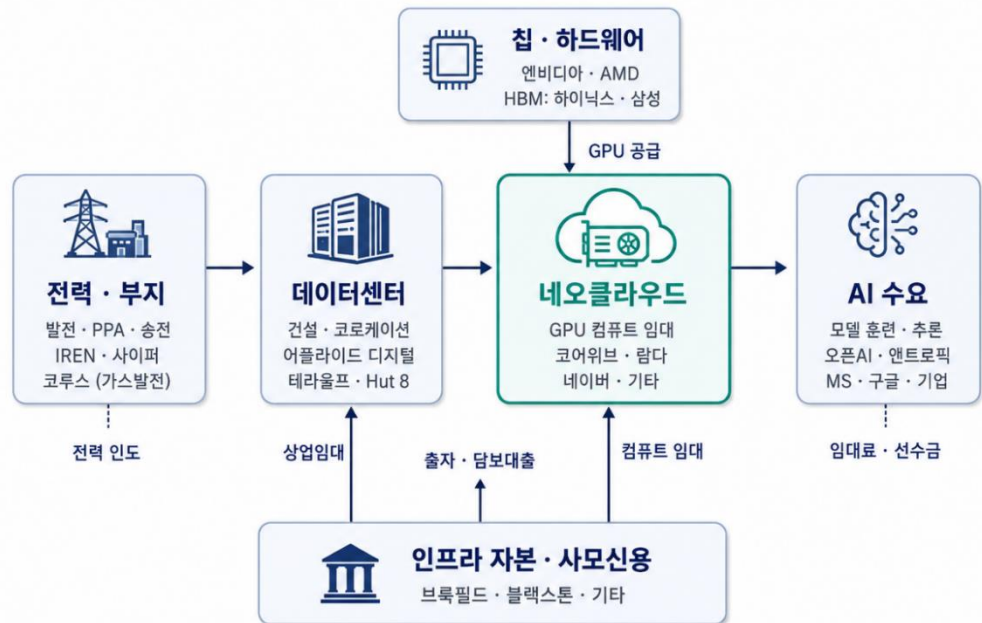
자료: 각사, 언론보도, 현대차증권

〈표 16〉 코어위브/네비우스 코어위브 주요 수주

발표시점	고객	계약규모	기간	비고
코어위브				
2024.11	Microsoft	~\$10B	5년	OPENAI 물량
2025.3.10	OpenAI	\$11.9B	5년	OPENAI가 코어위브 지분 \$350M 취득포함
2025.3	IBM	미공시	-	IBM 자체모델 학습용
2025.5.14	OpenAI	+\$4B	~'29.4	기존계약증액
2025.9.25	OpenAI	+최대 \$6.5B	~'31.5	기존계약 증액/누적 22.4B
2025.9.30	Meta	최대 ~\$14.2B	~'31.12	
2026.2.26	Cursor 등 6개사	미공시	-	AI SW 첫계약
2026.3	Meta	~\$21B	~'32.12	누적 ~\$35B, 베라루빈 탑재, 추론용
2026.4.10	Anthropic	미공시	다년	수십억\$ 규모(언론보도)
네비우스				
2025.9.8	Microsoft	\$17.4B	5년(~'31)	300MW 규모
2025.11.11	Meta	~\$3B	5년	3개월 내 배치
2026.3.17	Meta	최대 \$27B	5년	확정 \$12B+조건부 \$15B

자료: 각사, 언론보도, 현대차증권

〈그림 17〉 네오클라우드 밸류체인표



자료: 현대차증권

〈표 18〉 네오클라우드 밸류체인 계층도

사업 층위	수익모델	MW당 연매출 (추정)	마진	리스크	국내기업	해외기업
⑤ AI 클라우드 플랫폼	토큰·추론 API, 관리형 서비스 컴퓨트에 SW 마진 가산	GPUaaS + α	최고 마진	모델 경쟁	네이버	Nebius
④ GPUaaS (컴퓨트 임대)	GPU 클러스터 직접 구축 및 장기임대 매출 = MW X 단가 X 가동률	20M 달러 이상 (최근 계약 기 준)	성숙 EBITDA 5-70%	GPU세대 교 체 주기. 수 요/공급	네이버, 삼성 SDS, SK텔레 콤, NHN	CoreWeave, Nebius
③ 코로케이션 (상면 임대)	상면·전력·냉각 제공 서버는 고객 소유	2 달러~4M 달 러	안정적, 저마진	GPU 리스크 없음	SK텔레콤, LG CNS, KT, LG U+, KINX	Equinix, Digital Realty
② DBO (설계·구축·운영 대행)	시공·운용 수수료, 자산은 고객(FI)소유	MW 당 4~6 억 원(운영기준)	무자본	저마진	LG CNS, 삼 성 SDS	Crusoe
① 전력·부지 확보	임대료	-	회소성 프리미 엄	인허가 리스 크	GS, SK	-

자료: 현대차증권

모두 다 같은 AI DC 사업이 아니다. DBO → 코로케이션 → GPUaaS 높아지는 부가가치

AI DC로 뭉뚱그려 불리는 사업은 실제로는 다섯 층으로 나뉜다. 아래부터 ①전력·부지 확보, ②DBO(설계·구축·운영 대행), ③코로케이션(상면 임대), ④GPUaaS(컴퓨트 임대), ⑤AI 토큰 팩토리 (토큰·추론 서비스)이다. 일반적으로 위층으로 갈수록 같은 1MW에서 나오는 매출과 마진이 커지고, 대신 투자 부담과 리스크도 함께 커진다.

층별 성격은 간단하다. ①전력·부지(파워뱅크)은 전기와 땅을 선점하고 임대하는 사업이다. ②DBO는 남의 데이터센터를 구축/설계/운영해주고 수수료를 받는 무자본 사업이다. 보통 국내에서는 그룹사 DC가 아닌 이상 FI들의 투자로 건립된다. ③코로케이션은 건물·전력·냉각만 빌려주고 서버(GPU)는 고객이 들고 오는 구조다. MW당 연매출은 약 3~40억원 수준이다. 보통 장기 리스라 현금흐름이 채권처럼 안정적이며, GPU 조달도 고객이 한다. ④GPUaaS가 흔히 말하는 네오클라우드 비즈니스다. GPU를 직접 사서 이를 고객에게 임대한다. MW당 연매출이 최근기준 200억원 이상으로 코로케이션의 5배가 넘고, 성숙단계 EBITDA 마진은 60% 수준이다. 대신 MW당 투자비가 70억원+에 이르고 GPU 감가와 재계약 리스크를 진다. ⑤AI 토큰 팩토리는 그 위에 소프트웨어를 얹어 토큰과 API로 파는 단계다. 마진이 가장 높지만 프론티어 모델과의 경쟁이 불가피하다. 네비우스가 AI 팩토리로 비즈니스를 개시 중에 있으며 네이버도 자체 AI 역량과 클라우드 역량을 엮는다면 진출할 수 있다.

현재 계획 상 LG CNS, 삼성SDS는 ②DBO. SKT, LG CNS, 삼성SDS는 ③코로케이션, 네이버, 삼성SDS, NHN, SKT는 ④네오클라우드(GPUaaS)에 위치한다. ⑤토큰 팩토리까지 타겟가능한 기업은 네이버가 유일한 것으로 판단한다.

네오클라우드 재무구조 - 1GW 기준 50조이상의 비용을 필요

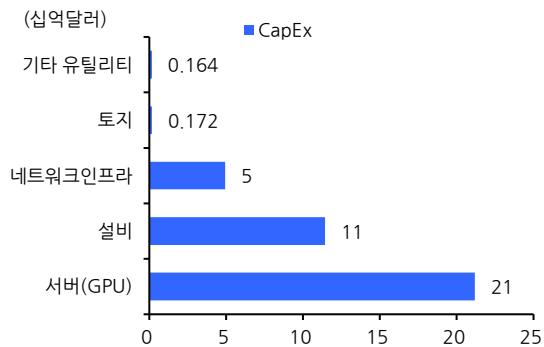
네오클라우드 쟁점 -
높은 자본 집약에 따른
재무부담 확대

네오클라우드 사업은 초기 투자비가 극단적으로 크다. 2026년 기준 1GW급 AI DC의 투자비는 50조 ~ 85조원에 이른다. 구성비는 GPU·컴퓨팅이 약 60%, 건물·전기기계설비(변압기·UPS·발전냉각)가 약 30%를 차지한다. 여기에 운영비만 1GW당 연간 약 1조원이 투입된다.

문제는 AI DC CAPEX의 과반이상을 차지하는 GPU의 세대교체 주기가 빠르다는 것이다. 최신 GPU 출시주기는 B200 24년 출시 이후 B300 25년, 베라루빈 26년으로 1년 주기로 더욱 짧아졌다. 물론 출시 6년이 지난 A100은 여전히 현역으로서 사용되고 있다. 감가가 끝난 후에도 과거보다 낮겠지만 수익을 창출할 수 있다. 모든 TASK에 초고성능 GPU를 필요하는 것은 아니기 때문이다. 그러나 신규 GPU 교체 수요가 많기에 경쟁력 있는 서비스를 위해서는(또는 고객의 요구) 교체 주기마다 GPU의 구매가 필요하다. 수조원, 많게는 수십조원의 GPU 구매는 일시적이 아니라 반영구인 셈이며, 이에 따라 네오클라우드 비즈니스의 자본조달도 반영구화된다.

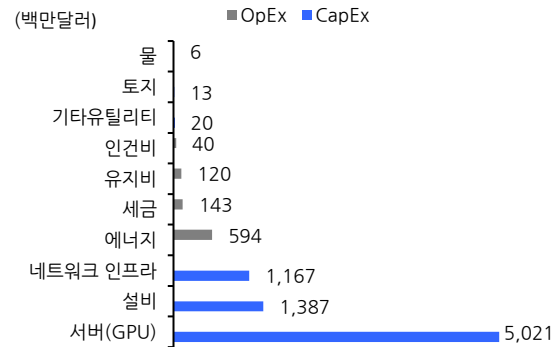
따라서 GPUaaS 사업의 근간은 자금조달이며, 수조원을 몇 년 주기로 얼마나 싸게, 얼마나 반복적으로 끌어올 수 있느냐가 곧 경쟁력이다. 그리고 같은 돈을 조달하더라도 그것을 누구 명의로, 어떤 장부에 올리느냐에 따라 회사의 재무제표는 전혀 다른 모습이 된다. 이에 따라 온밸런스-오프밸런스로 구조가 나뉜다.

〈그림19〉 AIDC 1GW 기준 초기 투자비



자료: Epoch.ai, 현대차증권

〈그림20〉 AIDC 1GW 운영 기준 연간 CAPEX



자료: Epoch.ai, 현대차증권

네오클라우드 재무구조 – 온밸런스: 수요급등에 따른 불가피한 적자 지속

온밸런스
-직접투자에 따른
회계 상 적자 불가피

온밸런스(On-Balance Sheet)는 말 그대로 GPU와 데이터센터를 회사가 직접 사고, 그 돈을 회사 명의로 빌려서, 자산과 부채를 모두 자기 연결재무제표에 올리는 방식이다. 재무상태표에는 유형자산과 차입금이 잡히고, 손익계산서에는 감가상각비와 이자비용이 적히며, 현금흐름표에는 CAPEX로 빠진다. 이에 부채비율이 올라가고, 매출이 본격화되기 전에 감가상각/이자비용이 먼저 인식돼 초기 적자를 피하기 어렵다.

〈그림21〉 온밸런스 구조 vs 오프밸런스 구조

온밸런스-직접 투자

마이크로소프트, 구글 다수 프로젝트

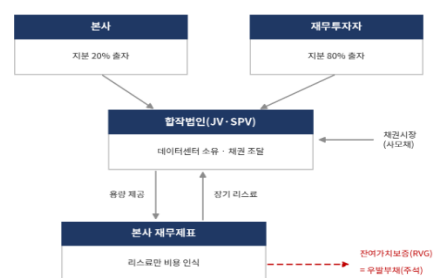


재무효과

부채비율 상승 • 감가상각 선반영
CAPEX가 FCF 전액 차감
통제권 • 잔존가치 100%

오프밸런스 - JV 리스

메타, 블루아울 Hyperion, 네이버-브룩필드



재무효과

자산 • 부채 B/S 외부 이전
부담 - JV, 리스크 - RVG 잔존 형태

자료: 현대차증권

네오클라우드 재무구조 – 온밸런스: 수요급등에 따른 불가피한 적자 지속

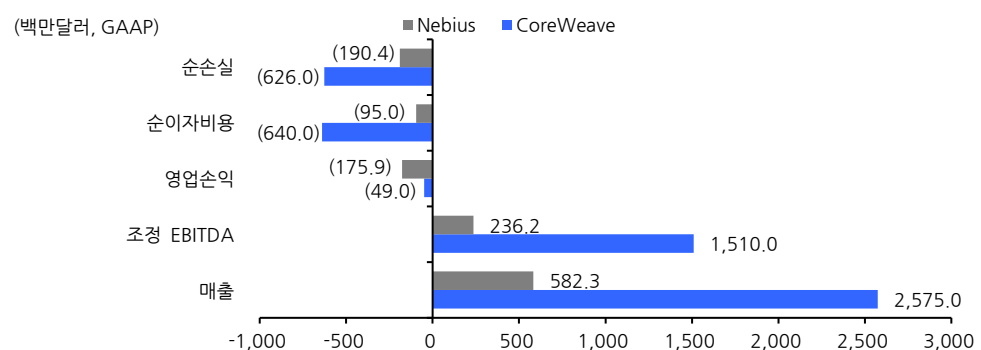
수요급등에 따른
지속적인 선 투자로,
적자 불가피

코어위브와 네비우스의 적자도 여기에서 기인한다. 코어위브는 2026년 2분기 매출 \$2.58B으로 전년 동기(\$1.21B) 대비 112% 성장했고 조정 EBITDA도 \$7.53억에서 \$1.51B으로 두 배가 됐지만, 순손실은 오히려 \$2.9억에서 \$6.26억으로 두 배 넘게 불어났다. 매출이 늘수록 적자가 커지는 이유는 분명하다. 감가상각비가 \$5.6억에서 \$13.9억으로 149%, 순이자비용이 \$2.67억에서 \$6.4억으로 139% 늘어 매출 증가율을 앞질렀기 때문이다. 조정 EBITDA 마진이 62%에서 59%로 소폭 빠지는 동안 영업이익은 +\$0.19억에서 -\$0.49억으로 적자 전환했고, 조정 영업이익률(영업손실+주식보상+인수관련 비용+인수관련 무형자산상각)은 16%에서 5%로 하락했다.

네비우스도 코어위브와 비슷한 상황이다. 2026년 2분기 매출은 \$5.82억으로 전년 동기(\$1.05억) 대비 454% 늘었고, 조정 EBITDA (순손실+감가상각+이자비용+주식보상비+기타 투자비용)는 1년 전 -\$2,100만 적자에서 +\$2.36억(마진 41%)으로 흑자 전환했다.

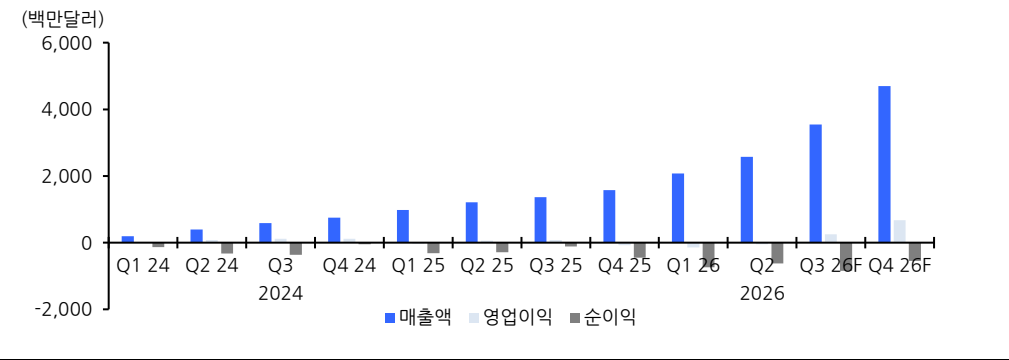
그런데 영업손실은 -\$1.11억에서 -\$1.76억으로 오히려 커졌다. 감가상각비가 \$7,500만에서 \$2.6억으로 245% 늘어 조정 EBITDA(\$2.36억)를 완전잠식했기 때문이다. 그 사이 이자비용은 \$480만에서 \$1.19억으로 25배가 됐다. 순손익은 +\$5.03억 이익에서 -\$1.9억 손실로 돌아섰지만, 전년 수치에 일회성 투자자산 재평가이익 \$5.97억이 들어 있어 이를 제외한 조정 순손실로 보면 -\$9,150만에서 \$3,320만으로 오히려 줄었다. 즉 영업은 좋아지는데 수주잔고가 너무 빠르게 쌓이다 보니 감가상각과 이자가 그 속도보다 빨리 불어나는 동일한 상황에 놓여있다.

<그림22> 2Q26 네비우스 코어위브 실적 비교



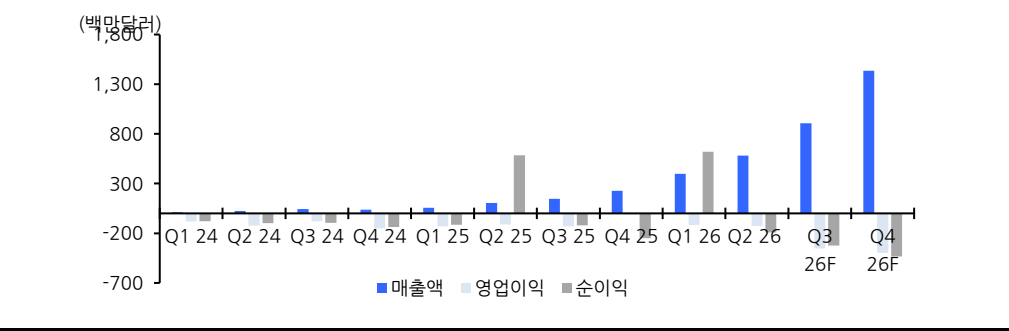
자료: 각사, 현대차증권

〈그림23〉 코어위브 실적 TABLE



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림24〉 네비우스 실적 TABLE



자료: Bloomberg, 현대차증권

흑자 전환을 위해서는 어느순간 투자속도가 줄어들거나, 오프밸런스의 형태를 취해야 함

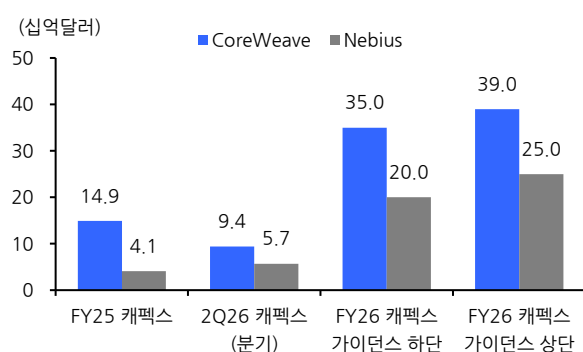
회계 상 이익
흑전을 위해서는
감가상각비를
외부로 빼내는
오프밸런스가필요함

그렇다고 이 적자가 만성화되는 것은 아니다. 적자의 원인이 매출 부진이 아니라 감가상각과 이자라는 점이 핵심이다. 계약 매출이 빠른속도로 쌓이면서 상대적으로 작아지는 비용이다. 코어위브는 적자를 내면서도 조정 EBITDA 마진 59%를 유지하고 있고, 수주잔고 \$104B은 연 매출의 10배가 넘는다.

네비우스는 조정 순손실이 1년 새 -\$9,150만에서 -\$3,320만으로 줄었고, 계약에 선수금이 붙어 현금은 오히려 먼저 들어온다. 구조적으로 보면 네오클라우드의 손익은 GPU 투입 시점에 감가상각과 이자가 앞서 나가고, 그 GPU가 계약 기간 동안 매출을 내면서 뒤따라 회수되는 형태다. 투자 속도를 늦추는 순간 적자는 빠르게 줄어든다.

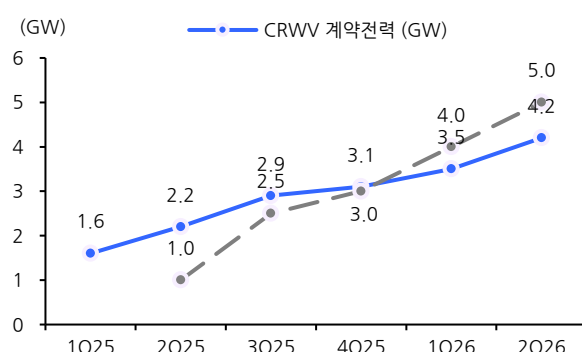
따라서 회계 상 흑자전환은 물론 1) 단가가 현재처럼 지속적으로 성장하면 성숙시기 25~30% 마진이 가능하다. 그러나 시장호황에 따라 GPU 구입규모가 계속 늘어날 것이기에 2)투자의 속도를 줄이거나, 3)투자 부담을 자기 장부 밖으로 넘기는 때 확실하게 흑자전환이 가능하다는 판단이다. 장부 밖으로 부채를 넘기는 오프밸런스가 네오클라우드에게도 필요해지는 이유다.

〈그림25〉 코어위브/네비우스 CAPEX



자료: 각사, 현대차증권

〈그림26〉 코어위브-네비우스 계약전력 추이



자료: 각사, 현대차증권

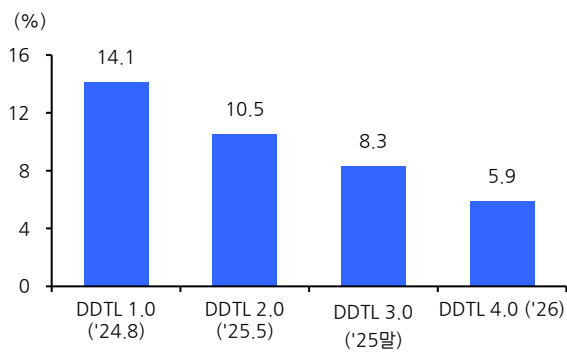
에셋라이트를 통한 재무부담 완화

실제로 네비우스는 2026년 8월 2분기 실적 발표에서 "에셋라이트 파트너십 모델"을 공식화했다. 파트너가 자기 돈으로 데이터센터를 짓고 GPU를 사서 소유·운영하며, 네비우스는 풀스택 AI 클라우드 소프트웨어와 고객 수요만 공급하는 구조다. 이 모델에서는 GPU가 파트너 장부에 있으므로 감가상각도 파트너 몫이고, 네비우스에는 플랫폼 수수료나 매출 배분 형태의 고마진 매출만 남는다.

코어위브는 아직 에셋라이트 모델을 공식화하지는 않았다. 그래도 데이터센터 건물은 처음부터 Core Scientific, Applied Digital, Galaxy 같은 제3자로부터 장기 임차해서 쓰고 있고, GPU만 직접 구매하고 있다.

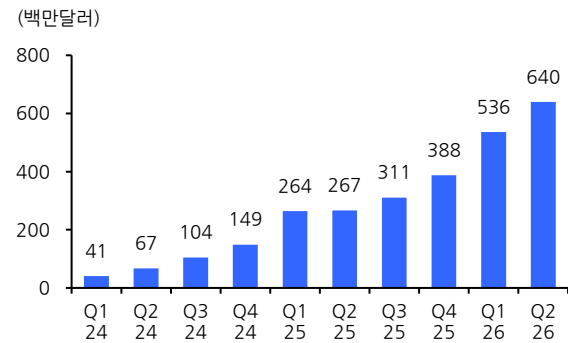
GPU를 살 때도 코어위브 본사가 직접 빌리지 않는다. "CoreWeave Compute Acquisition Co."라는 자회사를 따로 만들어, 그 안에 GPU와 그 GPU를 쓰는 고객 계약을 함께 넣고, 이 자회사 명의로 돈을 빌린다. 은행 입장에서는 코어위브 본사가 망하더라도 이 자회사의 GPU와 고객 계약은 따로 살아남아 돈을 갚아주니 안심하고 빌려줄 수 있다. 그 덕에 2026년 3월 네 번째 GPU 담보대출 \$85억은 무디스 A3라는 투자등급을 받아 SOFR+2.25%라는 낮은 금리로 조달됐다. 이 자회사는 코어위브가 100% 소유하고 있어 부채는 여전히 코어위브 연결 장부에 잡히므로 엄밀히 말해 오프밸런스는 아니다.

〈그림27〉 코어위브 조달금리 추이



자료: Coreweave, 현대차증권

〈그림28〉 코어위브 이자비용 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

오프밸런스 – 회계 상 흑자구조가 바로 가능

본업이 있는 기업은
오프밸런스 취할 시
재무제표 부담 존재

오프밸런스(Off-Balance) 방식을 쓰면 회계상 초기부터 흑자 구조를 만들 수 있다. 앞서 살펴본 것처럼 코어위브, 네비우스 같은 순수 네오클라우드 업체는 GPU 구매 부채를 전부 재무제표에 없앤다. 네오클라우드가 본체이자 전부이기에 부채가 커 보여도 문제될 게 없기 때문이다.

반면 메타, 네이버처럼 본업이 따로 있는 회사는 사정이 다르다. AI DC 프로젝트 하나에 수십조원의 부채를 연결로 잡는 순간 부채비율이 치솟고, 신용등급과 밸류에이션이 같이 훼손된다. 본업 실적이 멀쩡한데 재무제표만 보면 부실기업처럼 보이는 상황이 되는 것이다.

합작법인을 활용한
오프밸런스 부담완화

이 문제를 풀기 위한 해법이 네오클라우드 사업을 전담하는 합작법인(JV) 또는 SPV를 세워 자산과 부채를 본사 재무제표 밖으로 빼는 오프밸런스 구조다. 메타의 Hyperion 프로젝트가 이 방식으로 진행되었고, 네이버의 AI 팩토리 프로젝트도 오프밸런스 방식이다. 대략적인 구조는 다음과 같다.

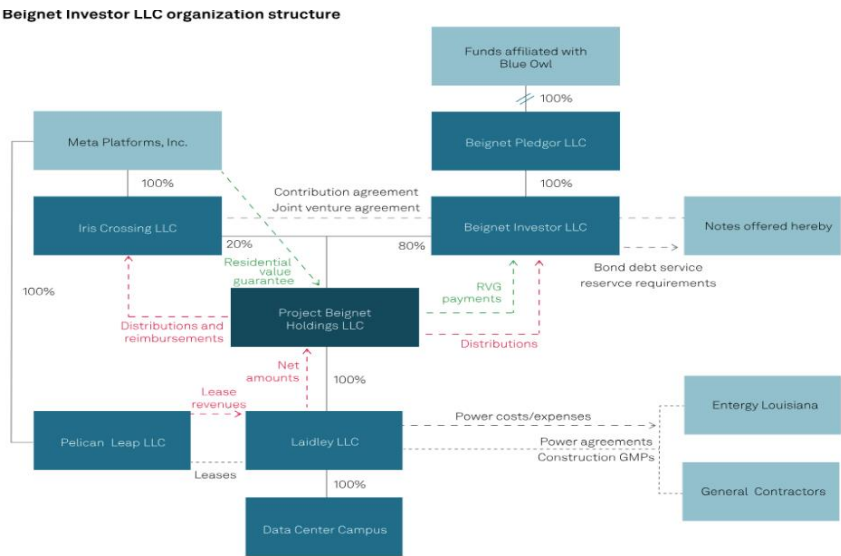
1) JV/SPV를 세우되 지분을 20% 이하 수준의 소수지분만 가져간다. 지분율이 낮으니 JV는 연결 대상이 아니라 지분법 대상이 된다. 따라서 SPV가 발생시키는 부채 및 기타 비용은 본업 재무제표에 잡히지 않는다.

2) 인프라비(건설/GPU 구입 등)도 JV/SPV 명의로 조달한다. 메타-Blue Owl의 Hyperion 사례를 보면 총 개발비 \$34B에서 Blue Owl이 현금 \$7B를 출자하고, 나머지는 JV 산하 SPV가 발행한 \$27.3B 채권(고정 6.581%, 만기 2049년)으로 충당했다.

3) 그렇게 완공된 시설 및 GPU 인프라는 모회사가 장기 임차해서 쓴다. 소유는 SPV, 실제 운영권한 및 사용은 본사다. 회계상으로는 수십조의 CAPEX 및 부채가 사라지고 매년 임차료(비용)만 남게 된다. 매출도 본사가 JV에서 발생하는 매출을 100% 운영매출로 잡는 구조를 쓴다. CAPEX가 OPEX로 바뀌니 잉여현금흐름 훼손도 없고, 감가상각 선행에 따른 초기 적자 구간도 발생하지 않는다.

물론 결과적으로 채무는 네오클라우드 운영사가 부담하는 구조다. JV 부채가 연결재무제표에서 빠져도, 네오클라우드 운영사는 장기 임차료라는 고정 지급의무를 진다. 실질적으로는 원리금 상황과 구조가 비슷하다.

〈그림29〉 META-BLUEOWL 계약구조 -

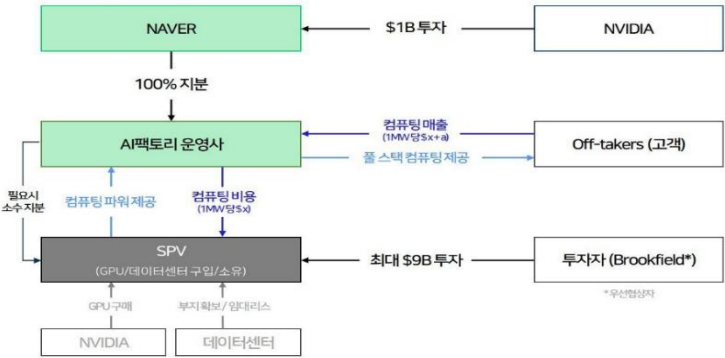


자료: A16Z, 현대차증권

〈그림30〉 네이버 AI 팩토리 사업구조 - 오프밸런스

네이버 AI팩토리 1단계 200MW 사업 구조(안)

- 전략적 파트너인 엔비디아의 네이버 직접 투자로 네이버는 AI팩토리 운영사를 100% 지분으로 연결
- 투자사 브룩필드는 SPV에 최대 \$9B 투자 후 SPV 대주주 지위



자료: NAVER, 현대차증권

네오클라우드 MW당 수익성 프레임 구축

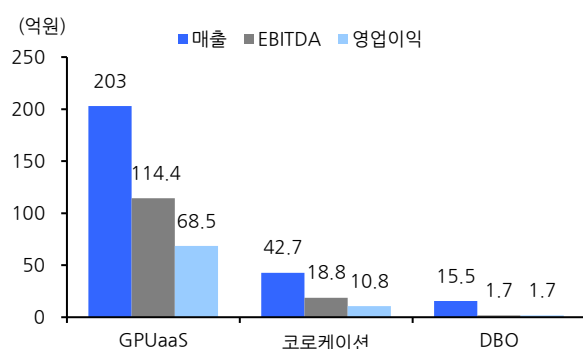
GPUaaS로 갈수록
높아지는 수익성

AI DC사업의 수익성을 비교 가능하게 만들기 위해 사업모델별 MW당 수익성 프레임을 구축했다. 코로케이션(상면임대), DBO(위탁 설계·구축·운영), GPUaaS(GPU 클라우드) 세 모델은 같은 AI 인프라로 묶이지만 자산 소유 구조와 매출·비용의 성격이 근본적으로 다르다. 따라서 MW당 매출과 마진을 분리해서 봐야 기업별 실적 추정과 밸류에이션이 가능하다

결론부터 정리하면 GPUaaS는 MW당 200억원 수준, 성숙 기준 EBITDA/영업이익률은 56.3%/33.7%에 달할 것으로 전망된다. 코로케이션은 MW당 42.7억원 EBITDA/영업이익률은 44.1%/16~25%에 달할 것으로 전망된다.

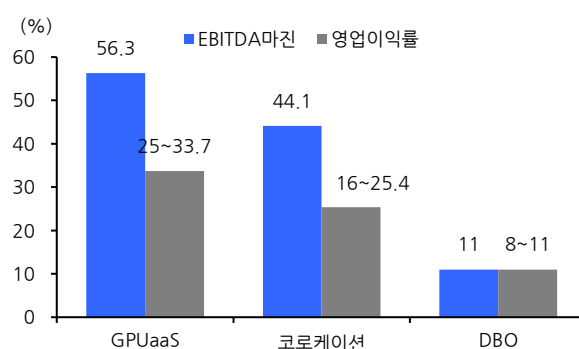
마지막으로 DBO는 신규 AI DC가 계속 수주된다는 전제하에 MW당 15.5억원, 11%수준의 마진을 예상한다.

〈그림31〉 GPUaaS/코로케이션/DBO MW당 이익추정



자료: 현대차증권

〈그림32〉 GPUaaS/코로케이션/DBO MW당 마진추정



자료: 현대차증권

코로케이션 손익 산출

코로케이션 임대단가는 시장 호가 등을 고려해 계산했다. 국내 데이터센터 총 개발비는 공사비·토지·금융비용을 포함해 MW당 약 100~140억원으로 추정된다. AI DC인 점과 최근 공사단가 상승을 고려해 200억원으로 추정했다. 여기에 최근 요구 수익률 수준인 9%를 적용하면 MW당 연 18억원의 이익이 요구된다. 현금 운영비 7.2억원을 더한 요구 연매출 25.2억원을 안정화 가동률 80%로 나누면 임대단가는 kW당 월 26.3만원으로 도출된다.

손익으로 내려가면, 상면 매출 25.2억원에 전력 패스스루 및 설비비용료 17.5억원(AI DC의 고밀도 특성을 고려해 기존 코로케이션 대비 높게 추정)을 더한 MW당 총매출은 42.7억원이다. 전력비와 현금 운영비를 차감한 EBITDA는 18.8억원으로 마진 44.1%이다. 이는 글로벌 코로케이션 사업자들의 마진(Equinix 49%, Digital Realty 55%, FY25 기준)과 유사한 수준이다. 감가상각(개발비 200억원, 25년 상각) 차감 후 영업이익률은 25.4%다. 다만 국내 사업자의 경우 글로벌 대비 단가차이 및 자산 중 전기·기계 설비 비중이 높아 실효 내용연수가 12~15년 수준으로 짧고, 이 경우 영업이익률은 10%대로 낮아질 수도 있을 것으로 추정한다.

〈표33〉MW 당 코로케이션/DBO 추정 가정 - 1

I. 가정				
A	총 개발비	200		공사비·토지·금융비용 포함, 국내 개발사례 종합 (당사 추정)
B	목표 투자수익률 (Yield on Cost)	9%		최근 상업용 부동산 요구수익률+개발리스크 프리미엄 반영
C	현금 운영비 (전력 제외)	7.2	억원/MW/년	시설관리·유지보수·보험·판관 (당사 추정)
D	안정화 가동률	80.0%		당사 추정
E	감가상각 연수	25	년	건물·설비 가중평균 (건물 40, 설비 8년 당사 추정)
F	산업용 전기요금	183	원/kWh	한국전력 전기요금표 (2025년 산업용 평균)
G	PUE	1.3	배	신규 AIDC 대형 센터 설계치 (당사 추정)
H	전력 재판매 및 기타 마진	5.0%		당사 추정

II. 임대단가도출

①	요구 NOI = $A \times B$	18.0	억원/MW/년	
②	요구 연매출 = ① + C	25.2	억원/MW/년	
③	임대단가 = ② ÷ 1.2 ÷ D	26.3	만원/kW/월	
③'	MW 당 월 임대료 = ③ × 1,000kW ÷ 10,000	2.63	억원/MW/월	

III. 코로케이션 MW 당 손익 (안정화 연도기준)

④	상면 매출 = ③ × 1.2 × D	25.2	억원/MW/년	
⑤	전력 패스스루 매출 및 설비이용료 = $8,760h \times G \times F \times D \times (1+H)$	17.5	억원/MW/년	AIDC 임을 고려해 기존 코로케이션 대비 높게 추정
⑥	총매출 = ④ + ⑤	42.7	억원/MW/년	
⑦	전력비 = ⑤ ÷ (1+H)	16.7	억원/MW/년	
⑧	운영비 = C	7.2	억원/MW/년	기타비용
⑨	EBITDA = ⑥ - ⑦ - ⑧	18.8	억원/MW/년	
	EBITDA 마진	44.1%	억원/MW/년	
⑩	감가상각 = $A \div E$	8.0	억원/MW/년	200억 투자비를 25년에 나눠 매년 8억씩 비용 처리
⑪	영업이익 = ⑨ - ⑩	10.8	억원/MW/년	
	영업이익률	25.4%	억원/MW/년	

자료: 현대차증권

DBO 손익 산출 DBO는 고객이 자산을 소유하고 사업자는 설계·구축·운영을 일괄 수행하는 수주형 모델이다. 통상적으로 사업자가 턴키 원청으로 계약 총액을 매출로 인식하기 때문에 구축 중인 MW는 수주단가 115억원이 공사기간 2년에 걸쳐 연 57.5억원씩 매출로 잡히는 반면, 준공 후에는 운영수탁 수수료 연 5억원만 남는 것으로 추정했다. 운영매출-구축 매출의 차이가 크기에 DBO 사업자의 매출은 수주잔고의 구축 진행 속도에 좌우된다. 성장기 사업자의 통상적인 구축 중 비중 20%를 가정한 포트폴리오 가중평균 매출은 MW당 연 15.5억원, 영업이익은 1.7억원(이익률 11%)으로 추정했다.

〈표34〉MW 당 코로케이션/DBO 추정 가정 - 2

IV. DBO (위탁 설계·구축·운영) 구축+운영 합산

I	구축 수주단가	115	억원/MW	국내 DC 수주사례 종합 (당사 추정)
J	공사기간	2	년	진행기준 매출 인식 (당사 추정)
K	운영수탁 fee (전기료 별도)	5.0	억원/MW/년	24 시간 운영인력·유지보수 포함 수수료 (당사 추정)
L	포트폴리오 중 구축중 비중	20.0%		성장기 사업자의 통상 수주잔고 비중 (당사 추정)
M	구축 영업이익률	8.0%		당사 추정
N	운영수탁 영업이익률	20.0%		인력 서비스 성격 고려 (당사 추정)
⑫	구축중 MW 당 연 매출 = $I \div J$	57.5	억원/MW/년	
⑬	운영중 MW 당 연 매출 = K	5.0	억원/MW/년	준공 완료 후 운영매출
⑭	DBO 매출/MW (구축+운영 가중평균) = $L \times ⑫ + (1-L) \times ⑬$	15.5	억원/MW/년	포트폴리오의 20%가 공사중, 80%가 운영중으로 가정
⑮	DBO 영업이익/MW = $L \times ⑫ \times M + (1-L) \times ⑬ \times N$	1.7	억원/MW/년	MW당 이익 1.7 억, 이익률 11%

자료: 현대차증권

GPU 손익 산출 GPUaaS는 같은 1MW 상면에 GPU를 채워 임대 판매하는 모델이다. GPU당 소요 전력을 서버·네트워크 포함 2.0kW로 가정하면 1MW에 500대가 탑재되며, 대당 38,000달러(H100~B200 세대 믹스) 기준 GPU 투자비만 MW당 276억원으로 데이터센터 개발비(200억원)를 웃돈다.

매출은 시간당 임대단가 4.0달러(장기계약 60~70% 비중과 on-demand의 blended)에 가동률 80%를 적용해 MW당 연 203.2억원으로 추정했다. 코로케이션(42.7억원)의 약 5배다. 비용에서 가장 큰 항목은 상면/솔루션 임차료로, AI DC 코로케이션 MW당 연 43억원을 반영했다. 그 외 전기료 20.8억원과 기타 운영비 18억원을 차감한 EBITDA는 MW당 114.4억원, 마진 56.3%로 추정된다. 이는 글로벌 최대 네오클라우드 CoreWeave의 조정 EBITDA 마진(FY25 60%)과 유사한 수준이다.

감가상각은 GPU 투자비 276억원을 최근 네오클라우드·하이퍼스케일러들의 회계 관행인 6년에 걸쳐 상각해 연 45.9억원으로 산출했다. 추가적인 GPU투자가 없다는 가정하에 산출한 비용이다. 실제 네오클라우드는 성장을 위해서 영구히 GPU를 구매해야 하므로 정확한 계산은 어렵다. 감가 차감 후 영업이익은 MW당 68.5억원(영업이익률 33.7%)으로 추정했다. 실제 성숙시기 OPM은 25~33.7% 밴드에 위치할 것으로 전망한다.

〈표35〉 GPUaaS MW 당 손익 계산

I. 가정				
A	GPU 당 소요 전력 (서버·네트워크 포함)	2.0	kW/대	HGX 서버 기준 GPU 당 1.3~1.8kW + 부대장비 (당사 추정)
B	GPU 구매단가	38,000	\$/대	H100~B300 세대 믹스 평균 (당사 추정)
C	시간당 임대단가 (blended)	4.0	\$/GPU-hr	장기계약(60~70% 비중, 할인가) + 중기계약+ on-demand 믹스 (당사 추정)
D	가동률 (시간 기준)	80.0%		계약비계약 물량 합산 실패 시간 비중 (당사 추정)
E	원/달러 환율	1,450	원/\$	가정 환율
F	상면 및 설비 이용료 (홀세일 장기계약)	35	만원/kW/월	당사 추정
G	산업용 전기요금	183	원/kWh	한국전력 전기요금표 (2025년 산업용 평균)
H	PUE	1.3	배	신규 대형 센터 설계치 (당사 추정)
I	GPU 감가상각 연수	6	년	최근 네오클라우드·하이퍼스케일러 GPU 감가상각연한 반영
J	기타 운영비 (인건비·네트워크·판관)	18.0	억원/MW/년	당사 추정

II. MW 당 산출 (억원/MW/년)

①	GPU 대수 = $1,000\text{kW} \div A$	500	대/MW	
②	GPU 투자비 = $① \times B \times E$	276	억원/MW	
③	연 매출 = $① \times C \times 8,760\text{h} \times D \times E$	203.2	억원/MW/년	
④	상면 임차료 = $F \times 1.2$	43.0		판매율과 무관하게 전액 발생가정
⑤	전기료 = $8,760\text{h} \times H \times G$	20.8		만실 기준 보수적 반영
⑥	기타 운영비 = J	18.0		
⑦	EBITDA = $③ - ④ - ⑤ - ⑥$	114.4		
	EBITDA 마진	56.3%		
⑧	GPU 감가상각 = $② \div I$	45.9		
⑨	영업이익 = $⑦ - ⑧$	68.5		

자료: 현대차증권

네오클라우드의 장점 및 성장요인

1)수요폭등에 따른 P/Q 상승, 2)높은 수익성과 매출가시성, 3)엔비디아 파트너십, 4)저렴한 운영비

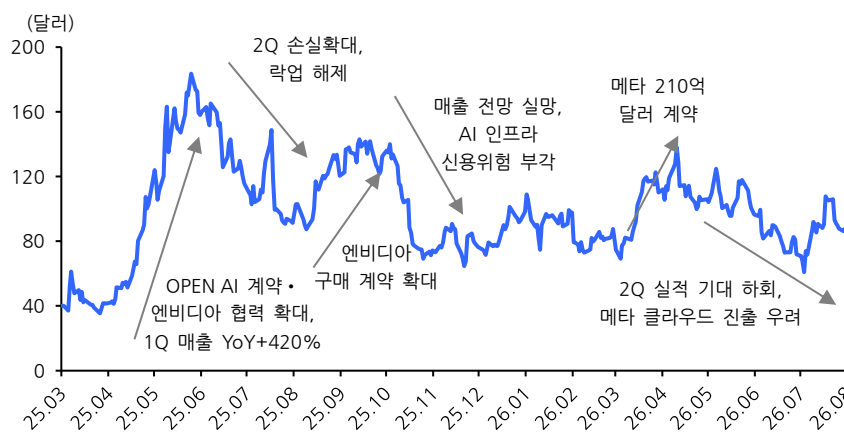
국내 AI DC
밸류체인 중 네오클
라우드가 가장 저평가되어
있다고 판단

계약 체결 시 급격한
리레이팅을 기대함

AI 밸류체인 내 국내 네오클라우드 비즈니스는 방어관점으로 기능할 것으로 전망한다. 네오클라우드를 희소한 자산을 남보다 먼저 받아, 이를 장기계약으로 임대하고, 잔여 리스크는 엔비디아가 보증하는 사업이다. AI 밸류체인 내에서 이보다 방어적인 포지션은 찾기 어렵다. 주가의 상승/하락 관점으로 보면 국내 AI 밸류체인 내 네오클라우드가 가장 저평가 되었다고 판단하는 이유다, 그 외 세부적인 근거는 총 네 가지다. 1)수요폭등에 따른 P/Q 상승, 2)이에 따른 수익성 개선과, 3)강화된 국내 -엔비디아 파트너십 관계, 4)미국 전력 병목에 따른 국내 AI DC 수요 증가 가능성이다.

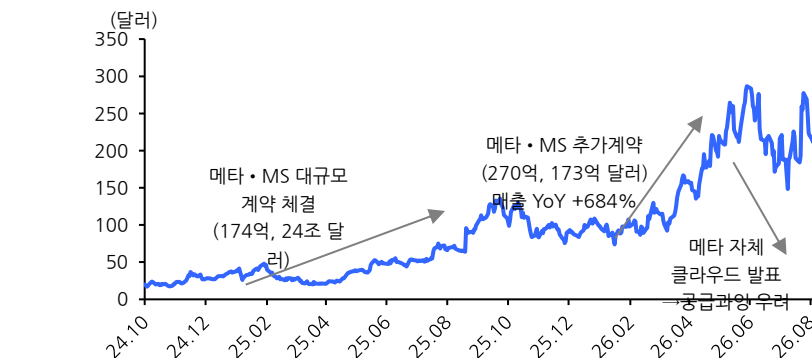
국내 네오클라우드 업체는 대형계약이 체결되면서 AI DC에 대한 가치를 인정받을 것으로 판단한다. 네비우스/코어위브 모두 계약잔고의 급격한 상승과 함께 EPS/밸류에이션이 동반 리레이팅된 바 있다.

<그림36> 코어위브 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림37> 네비우스 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

1)수요는 의심의 여지 없이 우상향, P하락은 Q상승을 야기해 컴퓨팅 수요증가

숫자가 입증하는
컴퓨팅 수요 가속화

토큰 단가 하락이
초래하는 수요 탄력

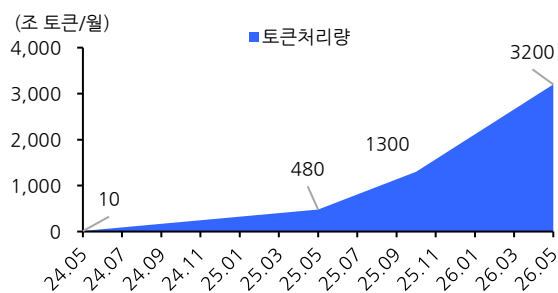
추론 중심 전환이
초래한 수요 구조

첫째, 수요의 방향은 논쟁의 여지가 없이 우상향이다. 구글이 월간 처리하는 토큰은 3,200조 개로 1년 새 7배가 됐고, ChatGPT 주간 사용자는 10억 명에 도달했다. B2B 중심의 Anthropic은 연환산 매출이 25년 말 90억달러에서 26년 5월 470억달러로 반년만에 5배 증가했다. 과거 대비 성장률이 둔화되었다고 단정하기는 이르다. AI 에이전트가 실무에 투입될수록, 소모되는 컴퓨팅 자원은 기존과 비교할 수 없을 정도로 커질 것이다. 그 외 퍼지컬 AI 등 수요의 폭발은 이미 예견된 상황이다.

토큰 가격하락도 네오클라우드와는 연관성이 비교적 떨어진다. 단가 하락이 수요를 더 크게 자극하며 전체 토큰 소모량은 급등하는 추이를 보이기 때문이다. 현재 100만 토큰 당 단가는 연초와 비슷한 수준으로 내려왔다. 그러나 이에 토큰 사용량이 정확히 단가가 급락하기 시작한 7월 경부터 급등하며 YTD 12배 성장했다. 이에 GPU RENTAL PRICE는 여전히 고성장세를 유지하고 있다. AI 컴퓨팅은 P 상승에 기대지 않아도 Q 상승만으로 충분한 업사이드를 창출할 수 있다. 우리는 토큰수요가 26년 9.5경토큰/월 수준에서 30년 142경/월 토큰으로 15배 증가할 것으로 예상한다.

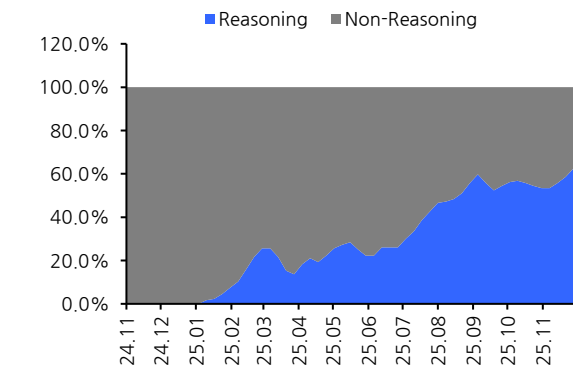
여기에 AI 전력수요의 무게중심이 학습에서 추론으로 이동하고 있다는 점(추론 비중 47% → '30년 60% 시장 전망)도 중요하다. AI 모델학습은 CAPEX 사이클을 탄다. 반면 추론은 사용량에 연동되는 매출연동형 수요다. 특히 국내에 임차하기 원하는 고객들의 주된 니즈가 추론임을 고려하면, 국내 네오클라우드의 수요는 학습수요가 많은 글로벌 대비 일정하게 유지될 수 있을 전망이다.

〈그림38〉 구글의 월간 토큰 처리수는 급등 중. 여기에 AI AGENT/퍼지컬AI가 더 큰 폭등을 만들 것



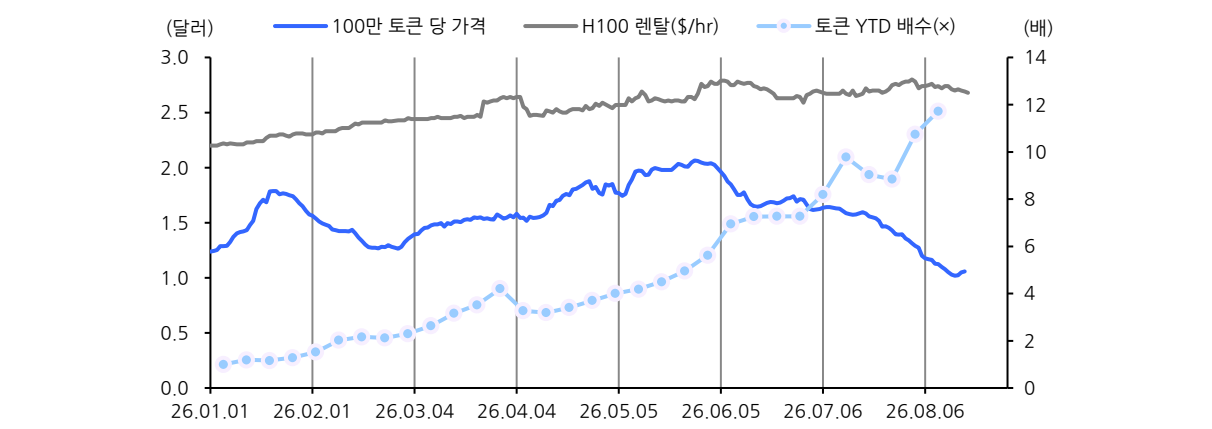
자료: GOOGLE, 현대차증권

〈그림39〉 추론 비중이 크게 증가... 추론 수요 높은 국내 네오클라우드에게는 긍정적으로 판단



자료: OPENROUTER, 현대차증권

〈그림40〉 토큰 가격의 하락은 토큰 사용을 야기하고, GPU 렌탈가 성장세를 유지시킴



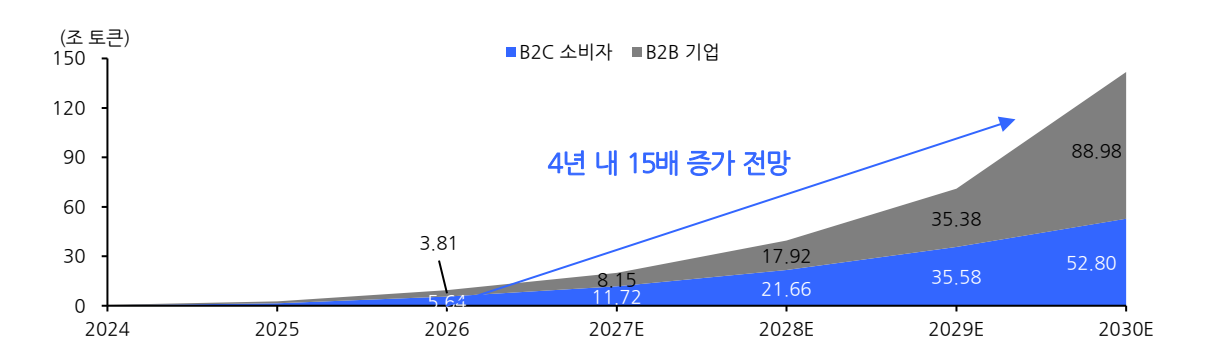
자료: Bloomberg, Openrouter, 현대차증권

〈표41〉 GPU 온디맨드 렌탈가 중간값 - 네오클라우드 P인상 여지 충분

(달러)	CRVV	NBIS	LAMBDA	ORCL	DOCN	AWS	AZURE
B300		7.85		15.00		17.80	
B200	8.60	7.15	6.89	14.00		14.24	
GB200	10.50			16.00			27.04
H200	6.30	4.50		10.00	3.44	7.91	13.78
H100	6.16	3.85	4.04	10.00	3.39	6.88	7.44
M1300X				6.00	1.99		7.86
L40S	2.25	1.69		3.50	1.57	3.19	
RTX PRO 6000	2.50	1.80		4.50		7.27	5.72

자료: 각사, 현대차증권

〈그림42〉 AI COMPUTING 폭증은 예정된 미래.. AI는 사용확장은 필연적. 피지컬 AI까지 고려하면 더 큰 성장예상



자료: 현대차증권 추정

주: 구글 시장점유율 30%기반한 추정

〈표43〉 AI 컴퓨팅 수요 추정 로직

구분	단위	2024	2025	2026	2027E	2028E	2029E	2030E
B2C — 소비자 (챗·검색 쿼리 + 개인 에이전트)								
소비자 챗·검색 쿼리 수	십억 건/월	15	54	126	174	204	228	240
쿼리당 평균 토큰 (입력+출력)	천 개	18	28	40	46	52	56	60
개인 에이전트 사용자 수	백만 명	2	20	150	450	850	1,250	1,600
사용자당 월 태스크 수	건/월	3	6	10	15	20	25	30
태스크당 토큰	천 개	150	250	400	550	650	730	800
B2C 소계	천조 개/월	0.27	1.54	5.64	11.72	21.66	35.58	52.80
B2B — 기업 (업무용 API + 엔터프라이즈 에이전트)								
기업 서비스 API 호출 수	십억 건/월	10	36	84	116	136	152	160
호출당 평균 토큰	천 개	18	28	40	46	52	56	60
글로벌 지식근로자	백만 명	1,150	1,180	1,200	1,220	1,240	1,250	1,260
에이전트 도입률	%	0.2%	1.0%	3.0%	8.0%	17.0%	28.0%	60.0%
근로자당 일 태스크	건/일	0.5	0.9	1.5	2.5	3.5	4.3	5.0
태스크당 토큰	천 개	200	280	400	550	700	850	1,000
B2B 소계	천조 개/월	0.18	1.07	3.81	8.15	17.92	35.38	88.98
합계								
총 토큰 수요	천조 개/월	0.5	2.6	9.5	19.9	39.6	71.0	141.8
YoY 증가율	%		473%	262%	110%	99%	79%	100%
2026년 대비 배수	배	0.0x	0.3x	1.0x	2.1x	4.2x	7.5x	15.0x
B2C 비중	%	59%	59%	60%	59%	55%	50%	37%
B2B 비중	%	41%	41%	40%	41%	45%	50%	63%

자료: 현대차증권

2) GPU 수요/공급 불균형이 만드는 네오클라우드의 계약단가 상승

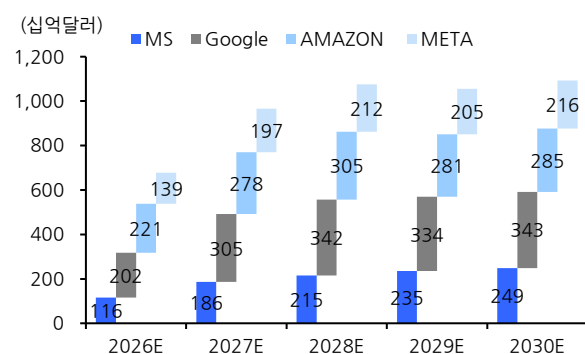
적어도 29년까지
지속될 GPU
공급 불균형

둘째, GPU 수요 폭등/공급 부족의 불균형은 네오클라우드 GPU 임대가 상승을 이끈다. 최근 글로벌 네오클라우드 임대가는 지속적인 성장추이를 보이고 있다. 글로벌 CAPEX 전망치를 고려하면 이러한 수요/공급 불균형은 적어도 29년까지 지속될 전망이다.

현재 컨센서스 기준 빅테크의 CAPEX는 28년을 정점으로 Flat 한 수준으로 내려온다. 그러나 AI 시대에는 당장 내년의 CAPEX 계획도 알 수 없다. 현재로서 컨센서스의 신뢰도가 높다고 판단할 수 없다.

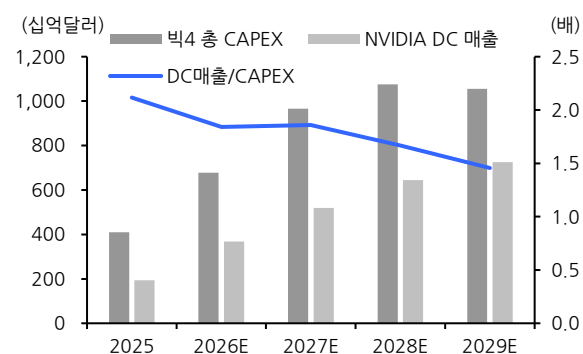
만약 시장의 예상을 뛰어넘어 빅테크의 CAPEX 추이가 지속 성장하거나 퍼지컬AI 향 추가적인 수요가 발생한다면 GPU 공급/수요 곡선은 다시 공급 과부족으로 이어질 수 있을 것으로 전망한다.

〈그림44〉 빅테크 CAPEX 전망



자료: Bloomberg, 현대차증권

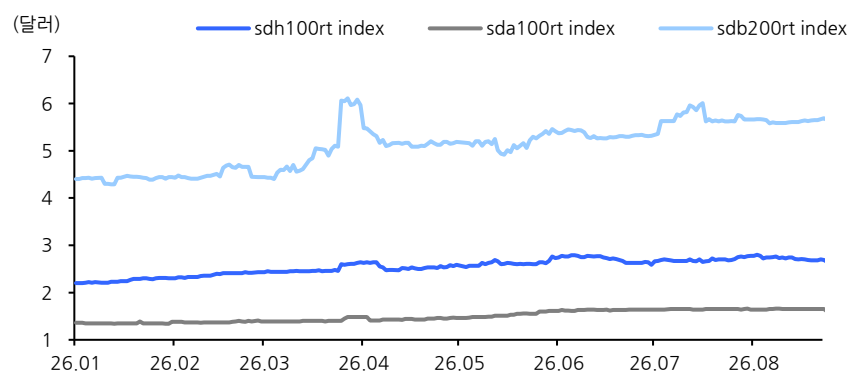
〈그림45〉 DC 매출 대비 CAPEX 예상 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

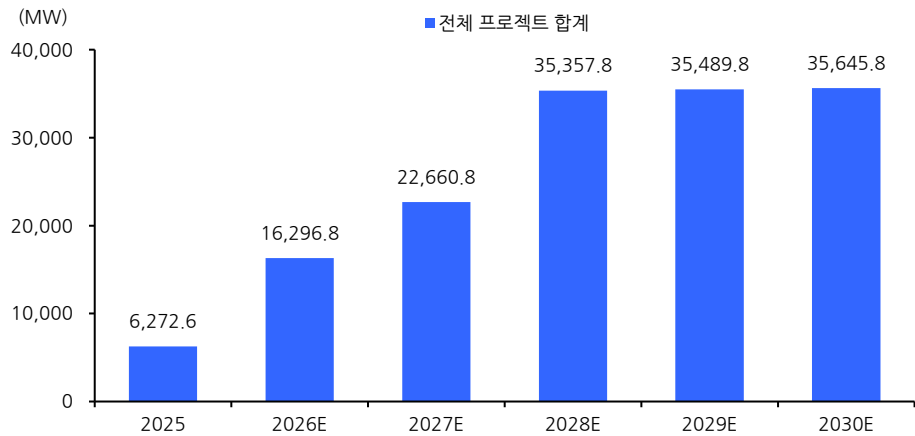
주: CAPEX는 GOOGLE, AMAZON, MS, META의 합.

〈그림46〉 GPU 렌탈가 추이



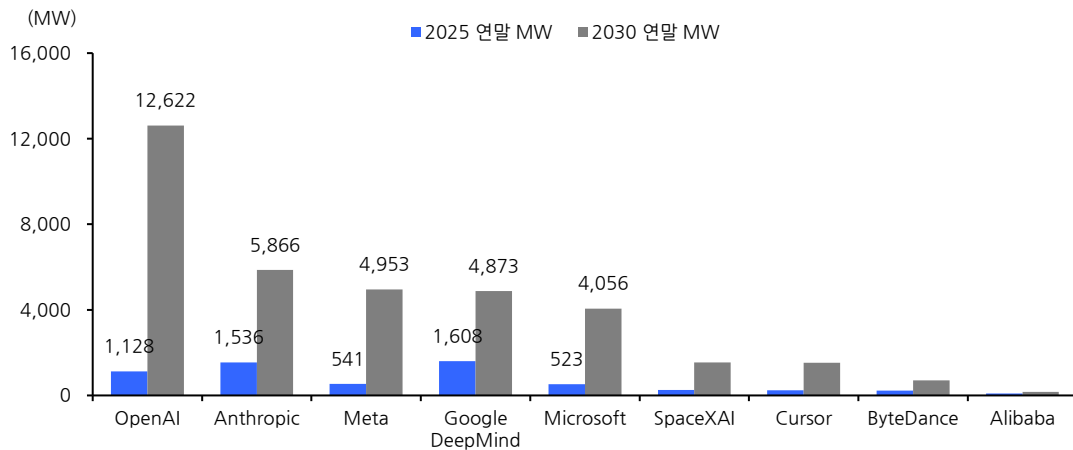
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림47〉 주요 AI DC 프로젝트 MW 확장 계획 및 전망



자료: Epoch.ai, 현대차증권

〈그림48〉 주요 외부 AI DC 프로젝트 MW 확장 계획 및 전망- 고객별 분류



자료: Epoch.ai, 현대차증권

확보 GPU/컴퓨팅 파워는 곧 매출 -> 현재는 확장기

향후 5년간은 지속될 컴퓨팅 경쟁

Epoch.ai가 조사한 주요 AI DC 기준 OPENAI의 잠재 컴퓨팅 용량은 Anthropic의 2배를 상회한다. 실제 확보용량도 비슷한 상황일 것으로 추정된다. 현재 AI 컴퓨팅 수요는 공급을 초월하고 있기에 컴퓨팅 파워의 확보는 곧 매출로 직결된다. AI LLM 전쟁은 아직 진행 중으로, 경쟁적인 컴퓨팅 CAPA 확보는 적어도 5년간 지속될 것으로 전망한다.

〈표49〉 주요 AI DC 프로젝트 MW 확장 계획 및 전망 - 1

프로젝트(MW, 10억달러)	IT MW 2025	IT MW 2026	IT MW 2027	IT MW 2028	IT MW 2029	IT MW 2030	Capex 2025	Capex 2026	Capex 2027	Capex 2028	Capex 2029	Capex 2030	사용고객
Microsoft Fairwater Wisconsin	0.0	369.0	737.0	2,263.0	2,263.0	2,263.0	\$0.0	\$14.0	\$27.9	\$85.7	\$85.7	\$85.7	OpenAI, Microsoft
Anthropic-Amazon New Carlisle	626.0	1,037.0	1,037.0	1,925.0	1,925.0	1,925.0	\$23.7	\$39.3	\$39.3	\$72.9	\$72.9	\$72.9	Anthropic
OpenAI Stargate New Mexico	0.0	0.0	0.0	1,750.0	1,750.0	1,750.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$66.3	\$66.3	\$66.3	OpenAI
Meta Hyperion	0.0	0.0	0.0	1,676.0	1,676.0	1,676.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$63.5	\$63.5	\$63.5	Meta
Colossus 2	239.0	946.0	1,531.0	1,531.0	1,531.0	1,531.0	\$9.1	\$35.8	\$58.0	\$58.0	\$58.0	\$58.0	Anthropic, SpaceXAI
OpenAI Stargate Shackelford	0.0	0.0	420.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	\$0.0	\$0.0	\$15.9	\$53.0	\$53.0	\$53.0	OpenAI
QTS Cedar Rapids	0.0	448.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0	1,133.0	\$0.0	\$17.0	\$42.9	\$42.9	\$42.9	\$42.9	
Goodnight	0.0	103.0	1,006.0	1,006.0	1,006.0	1,006.0	\$0.0	\$3.9	\$38.1	\$38.1	\$38.1	\$38.1	Google
OpenAI Stargate UAE	0.0	200.0	200.0	1,000.0	1,000.0	1,000.0	\$0.0	\$7.6	\$37.9	\$37.9	\$37.9	\$37.9	OpenAI
OpenAI Stargate Michigan	0.0	0.0	0.0	988.0	988.0	988.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$37.4	\$37.4	\$37.4	OpenAI
OpenAI Stargate Wisconsin	0.0	0.0	0.0	902.0	902.0	902.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$34.2	\$34.2	\$34.2	OpenAI
Google Fort Wayne	0.0	173.0	173.0	863.0	863.0	863.0	\$0.0	\$6.6	\$6.6	\$32.7	\$32.7	\$32.7	Google DeepMind
OpenAI Stargate Milam	0.0	0.0	0.0	857.0	857.0	857.0	\$0.0	\$0.0	\$0.0	\$32.5	\$32.5	\$32.5	OpenAI
Meta Prometheus	76.0	785.0	854.0	854.0	854.0	854.0	\$2.9	\$29.7	\$32.4	\$32.4	\$32.4	\$32.4	Meta
OpenAI Stargate Abilene	211.0	843.0	843.0	843.0	843.0	843.0	\$8.0	\$31.9	\$31.9	\$31.9	\$31.9	\$31.9	OpenAI
Amazon Ridgeland	0.0	228.0	284.0	840.0	840.0	840.0	\$0.0	\$8.6	\$10.8	\$31.8	\$31.8	\$31.8	Anthropic
VNET Bayin Ulanqab	221.0	221.0	700.0	700.0	700.0	700.0	\$8.4	\$8.4	\$26.5	\$26.5	\$26.5	\$26.5	ByteDance
Amazon Madison Mega Site	284.0	284.0	284.0	683.0	683.0	683.0	\$10.8	\$10.8	\$10.8	\$25.9	\$25.9	\$25.9	Anthropic
Crusoe Abilene Expansion	0.0	0.0	672.0	672.0	672.0	672.0	\$0.0	\$0.0	\$25.5	\$25.5	\$25.5	\$25.5	Microsoft
Microsoft Fairwater Atlanta	321.0	636.0	636.0	636.0	636.0	636.0	\$12.2	\$24.1	\$24.1	\$24.1	\$24.1	\$24.1	OpenAI, Microsoft
Coreweave Helios	0.0	132.0	132.0	396.0	528.0	528.0	\$0.0	\$5.0	\$5.0	\$15.0	\$20.0	\$20.0	OpenAI
DayOne Nusajaya	50.0	473.0	473.0	473.0	473.0	473.0	\$1.9	\$17.9	\$17.9	\$17.9	\$17.9	\$17.9	
Google New Albany	339.0	453.0	453.0	453.0	453.0	453.0	\$12.8	\$17.2	\$17.2	\$17.2	\$17.2	\$17.2	Google
Fluidstack Lake Mariner	16.0	268.0	436.0	436.0	436.0	436.0	\$0.6	\$10.2	\$16.5	\$16.5	\$16.5	\$16.5	
DayOne Kempas	0.0	421.7	421.7	421.7	421.7	421.7	\$0.0	\$16.0	\$16.0	\$16.0	\$16.0	\$16.0	
CoreWeave Ellendale ND	68.0	88.0	400.0	400.0	400.0	400.0	\$2.6	\$3.3	\$15.2	\$15.2	\$15.2	\$15.2	OpenAI
Google Omaha	158.0	237.0	237.0	395.0	395.0	395.0	\$6.0	\$9.0	\$9.0	\$15.0	\$15.0	\$15.0	Google DeepMind
Google Columbus	216.0	303.0	386.0	386.0	386.0	386.0	\$8.2	\$11.5	\$14.6	\$14.6	\$14.6	\$14.6	Google DeepMind
Anthropic Lake Mariner	0.0	210.0	378.0	378.0	378.0	378.0	\$0.0	\$8.0	\$14.3	\$14.3	\$14.3	\$14.3	Anthropic
Google Pryor (North)	53.0	368.0	368.0	368.0	368.0	368.0	\$2.0	\$13.9	\$13.9	\$13.9	\$13.9	\$13.9	Google DeepMind
Meta Montgomery	0.0	153.0	358.0	358.0	358.0	358.0	\$0.0	\$5.8	\$13.6	\$13.6	\$13.6	\$13.6	Meta
STACK Infrastructure NVA02	85.0	85.0	85.0	348.0	348.0	348.0	\$3.2	\$3.2	\$3.2	\$13.2	\$13.2	\$13.2	
Colossus 1	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0	\$12.9	\$12.9	\$12.9	\$12.9	\$12.9	\$12.9	Anthropic
QTS Eagle Mountain	0.0	203.0	304.0	304.0	304.0	304.0	\$0.0	\$7.7	\$11.5	\$11.5	\$11.5	\$11.5	Meta
Google Storey County	161.0	161.0	300.0	300.0	300.0	300.0	\$6.1	\$6.1	\$11.4	\$11.4	\$11.4	\$11.4	Google
Google Bristow	198.0	279.0	279.0	279.0	279.0	279.0	\$7.5	\$10.6	\$10.6	\$10.6	\$10.6	\$10.6	Google
CoreWeave Denton TX	67.0	262.0	262.0	262.0	262.0	262.0	\$2.5	\$9.9	\$9.9	\$9.9	\$9.9	\$9.9	OpenAI
Google Cedar Rapids	0.0	87.0	261.0	261.0	261.0	261.0	\$0.0	\$3.3	\$9.9	\$9.9	\$9.9	\$9.9	Google DeepMind
Google Council Bluffs (East)	158.0	237.0	237.0	237.0	237.0	237.0	\$6.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	Google DeepMind
Google Papillion	237.0	237.0	237.0	237.0	237.0	237.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	\$9.0	Google DeepMind
Start Campus Sines Data Campus	0.0	33.0	233.0	233.0	233.0	233.0	\$0.0	\$1.3	\$8.8	\$8.8	\$8.8	\$8.8	Microsoft
Meta Cheyenne	0.0	152.0	220.0	220.0	220.0	220.0	\$0.0	\$5.8	\$8.3	\$8.3	\$8.3	\$8.3	Meta
Stream Phoenix	0.0	64.0	64.0	64.0	64.0	220.0	\$0.0	\$2.4	\$2.4	\$2.4	\$2.4	\$8.3	
Microsoft Goodyear	202.0	202.0	202.0	202.0	202.0	202.0	\$7.7	\$7.7	\$7.7	\$7.7	\$7.7	\$7.7	OpenAI, Microsoft
Microsoft Project Osmium	190.0	190.0	190.0	190.0	190.0	190.0	\$7.2	\$7.2	\$7.2	\$7.2	\$7.2	\$7.2	OpenAI
Google Mesa	90.0	183.0	183.0	183.0	183.0	183.0	\$3.4	\$6.9	\$6.9	\$6.9	\$6.9	\$6.9	Google DeepMind
Meta-QTS Hillsboro 2	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	180.0	\$6.8	\$6.8	\$6.8	\$6.8	\$6.8	\$6.8	Meta

자료: Epoch.ai, 현대차증권

네오클라우드 계약 단가는 폭등 중

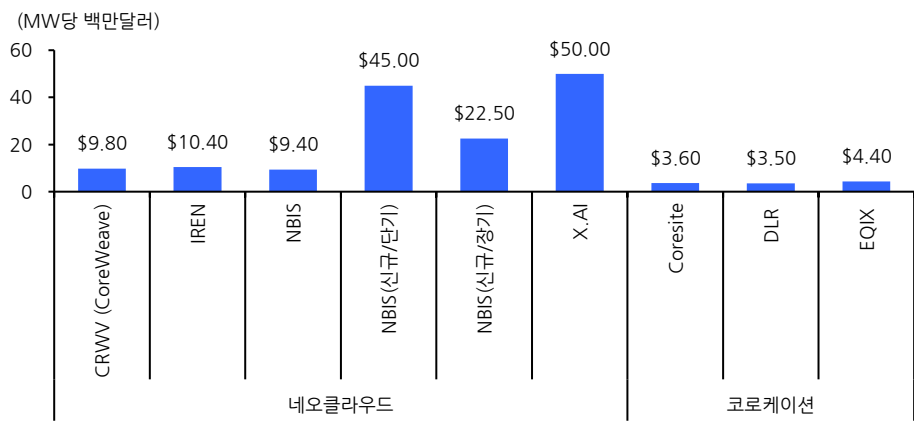
계약 단가가 증명하는
네오클라우드
프리미엄

실제 체결되고 있는 계약 단가도 이를 증명한다.

현재 네오클라우드의 MW당 단가는 최근 1년 사이 뚜렷한 우상향 흐름을 보이고 있다. 2025년 말 기준 CoreWeave와 IREN의 계약 단가는 MW당 연 8~10백만 달러 수준(IREN-마이크로소프트 \$9.7B/5년/200MW 등)에 형성되어 있었으나, 2026년 2분기 Nebius 실적발표에 따르면 GB300 세대 기반 신규 중기계약(1~3년)의 연간 계약가치(ACV)는 MW당 2천~2500만 달러로 뛰었고, 단기 스팟 딜(6개월 이하)은 MW당 4천~5천만 달러에 체결되고 있다. 또 구형 GPU 가격조차 전분기 대비 30% 인상됐다. 최근 엔비디아가 AI 칩셋 가격을 인상한다는 블룸버그의 보도가 있었다. 이 경우에도 임대료가 인상될 것이기에 가격전어로 Cost 상승을 상쇄할 수 있다.

그 외로 Anthropic은 xAI(SpaceX-xAI)의 콜로셔스 1 데이터센터 300MW를 월 12.5억 달러, 즉 MW당 연 5천만 달러에 통째로 임차했고, 구글 역시 Gemini 수요 대응을 위해 같은 시설의 캐파를 MW당 연 3천만 달러 수준에 확보한 것으로 추정된다. CoreWeave가 가격을 25% 인상하고 수주잔고가 1,040억 달러까지 불어난 점까지 감안하면, MW당 임대료가 2~4백만 달러의 좁은 밴드에 고정된 코로케이션과 달리 네오클라우드 컴퓨트 가격은 최신 GPU 세대 교체와 공급 부족이 맞물리며 GPU/컴퓨팅 수요 폭등의 수혜를 온전히 받을 수 있는 구조다. 현재 GPU 수요/공급 불균형을 보면 이 프리미엄은 당분간 유지내지 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

〈그림50〉 네오클라우드/코로케이션 MW 당 단가



자료: 언론보도, 각사, 현대차증권

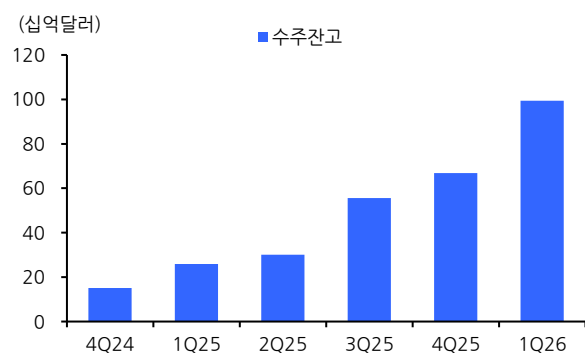
네오 클라우드의 수익성은 이미 검증됨

수익성은 네오클라우드의 수익성도 검증되었다. 현재 Top2 네오클라우드인 Coreweave, Nebius는 상반기 기준 매출액/영업이익/순손실 각각 \$4,653M/-193M/-1,336M, \$981M/-304M/431M을 기록했다. 이로 인해 네오클라우드 비즈니스가 마치 적자를 떠안고 향후 매출이 크게 증가할 때까지 기다려야 하는 불안정한 비즈니스로 오인되는 경우가 있다. 그러나 이는 앞서 설명했듯이 매출이 인식되는 것보다 수주잔고가 더 빨리 쌓이면서 CAPEX 투입이 이익을 상회하기 때문이다. 즉, 시차의 문제다.

성장을 위해 불가피한 투자

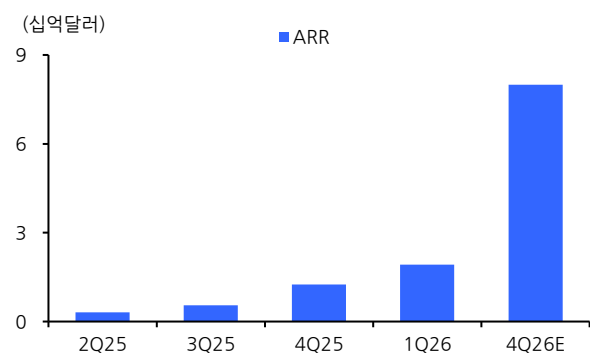
CoreWeave는 회사는 성숙 단계 계약 포트폴리오의 EBITDA 마진을 70%, 장기 영업마진을 25~30%로 제시하고 있다. 증설을 멈추는 순간 손익은 흑자로 전환되는 구조다. 따라서 네오클라우드 비즈니스 판단 기준은 당기 영업손익이 아니라 수주잔고가 우선되어야 한다. CoreWeave의 수주잔고 \$104B(YoY+246%)는 총부채 \$35.6B의 3배다. 계약된 미래 현금흐름이 조달 원리금을 넉넉히 덮고도 남는다. 신규 증설의 속도가 줄어드는 순간, 손익구조는 흑자로 전환된다.

〈그림51〉 CoreWeave 수주잔고 추이



자료: Coreweave, 현대차증권

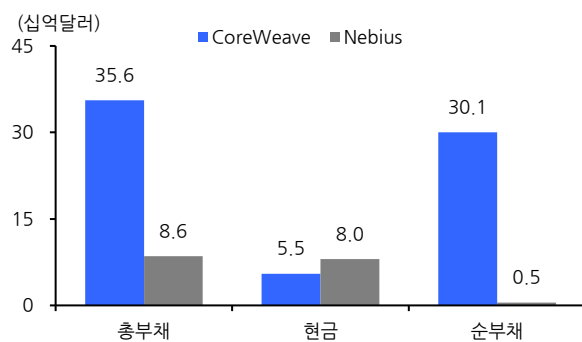
〈그림52〉 Nebius ARR 추이 및 전망



자료: Nebius, 현대차증권

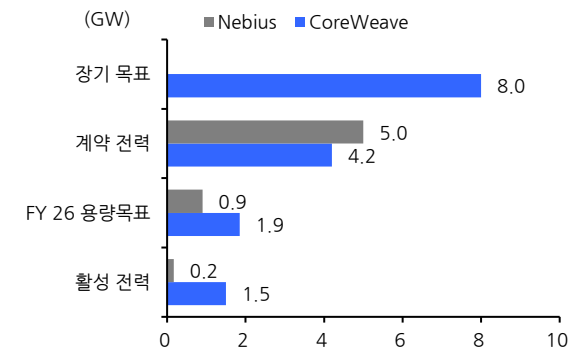
3개월 내 정상화되는 기여마진 경영진의 발언도 이를 확인해준다. Nebius는 2Q25 "코어 AI 클라우드 사업이 계획보다 앞서 조정 EBITDA 흑자를 달성했다"고 밝혔다. CoreWeave CFO는 1Q26 콜에서 **"신규 클러스터는 구축기 1~2개월간 마이너스 기여마진으로 출발하지만 3개월 차에 기여마진이 20%대 중반으로 정상화된다"**고 개별 프로젝트의 마진은 20%이상을 상회한다고 밝혔다. 특히 CoreWeave는 "구매주문서를 확보한 상태에서 목표 유닛 마진에 맞춰 계약 가격을 책정한다"고 밝혀, 손익이 가동 후에 결정되는 것이 아니라 계약 체결 시점에 사실상 확정됨을 시사했다.

〈그림53〉 CoreWeave/Nebius 재무상황



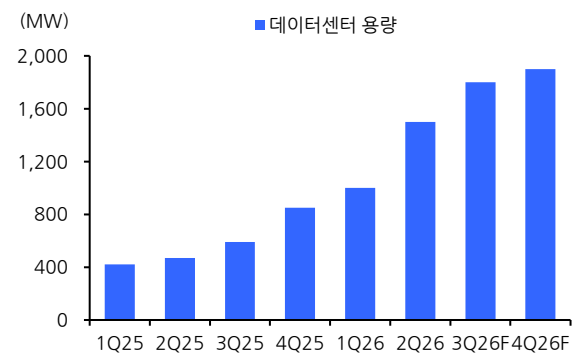
자료:각사, 현대차증권

〈그림54〉 Coreweave/Nebius 가이던스



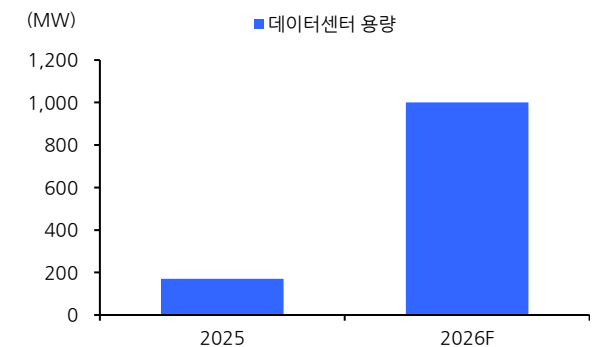
자료:각사, 현대차증권

〈그림55〉 CoreWeave CAPA 추이 및 전망



자료: CoreWeave, 현대차증권

〈그림56〉 Nebius CAPA 추이 및 전망



자료: Nebius, 현대차증권

추정 신뢰도가 높은 중장기 계약 기반 확정적인 마진 창출 가능

장기계약의 실적 가시성 효과	또한 네오클라우드 계약과 자금조달은 장기계약구조이기에 안정적인 현금흐름을 예측 가능하다. 적어도 계약기간 동안은 처음 목표한 매출과 마진을 예측/달성 가능하다. AI 컴퓨팅 부족이 지속되는 한 사업 예측성이 높은 비즈니스다. CoreWeave 2Q25 4년이상 계약은 수주잔고액의 10% 수준이었으나, 2Q26에는 21%로 최근 체결되는 계약은 대부분 4년이상 장기계약으로 이루어지고 있다. 현재 CoreWeave의 수주잔고는 \$100B에 달한다.
수요 급증이 이끄는 단기계약 폭증	장기계약 자체가 시사하는 바가 크다. 네오클라우드의 고객은 토큰 수요를 최전선에서 관측하는 프론티어 랩과 하이퍼스케일러들이다. 이들이 향후 수요 둔화를 예상했다면 단기 계약으로 유연성을 확보했을 것이고, GPU 렌탈가격이 폭등한 현재 장기계약을 체결하지 않았을 것이다. 오히려 네오클라우드 업체들이 다시 단기계약을 늘리는 흐름도 관측되고 있다. 수요가 이미 충분하기에, 장기계약이 충분히 쌓인 상황에서 더 높은 단가를 위해 단기계약을 체결하는 흐름이다.
가격 수준 고정 27년까지 지속 예정	공급 측 제약도 임대가의 하방을 받친다. GPU는 여전히 공급 부족이며, 미국의 전력 병목 및 AI DC 건설 반대 움직임으로 신규 공급은 수요 증가를 따라가지 못할 것으로 전망된다.
예측 가능 비즈니스 네오클라우드	<u>네오클라우드</u>는 <u>세간의 시선과 달리 예측가능성이 높은 비즈니스다. 가장 큰 비용을 차지하는 DEBT에 대한 조달금리(시장금리에 변동됨)와 GPU 감가상각비는 사실상 고정이며 예측 가능한 범위에 있다.</u> 여기에 고객과 계약 체결 시 해당 계약기간 동안 매출도 고정된다. 따라서 고객만 확보할 수 있다면 유례없는 GPU 수요/공급 불균형에서 25%이상의 마진과 MW당 최소 200억 이상의 매출을 일으킬 수 있다.

3) 아시아 파트너로서 엔비디아와 전략적 파트너십 관계 구축

엔비디아 협력을 강화
하는 국내 기업들

셋째, 국내 기업들도 네오클라우드 밸류체인 핵심인 엔비디아와의 협업강도가 높아지고 있다. 네이버는 지난 7월 엔비디아에게 1.4조원의 지분투자를 받으며 엔비디아의 국내 유일한 지분투자사이자 아시아 네오클라우드 파트너로 자리매김했다. SKT는 최대 2GW 규모 AI 팩토리 구축을 위해 엔비디아의 차세대 GPU를 공급받고 투자협력을 추진한다. 그 외 LG 그룹 피지컬 AI 협업 등, 엔비디아-국내 협업강도는 점점 그 규모를 키우고 있다. 이 중 최신 GPU 배정에 가장 중요한 엔비디아 클라우드 파트너는 국내에서 네이버, 쿠팡, SKT 3개사가 선정되어 있다.

엔비디아 파트너십
효과 : GPU 수급 안정

엔비디아와의 강한 유대관계는 매입보증을 통해 리스크를 줄여줄 뿐만 아니라, 지금 이 시장에서 가장 희소한 최신 GPU 배정을 보장한다. 엔비디아는 CoreWeave의 미판매 용량에 대해 '32년까지 \$6.3B의 매입보증을 제공하고 있으며, CoreWeave는 블랙웰을 하이퍼스케일러보다 먼저 세계 최초로 상용 배치했다.

사업 경쟁력을
결정짓는 GPU
배정 순위

현재 최신 GPU는 극심한 품귀현상을 겪고 있다. 리셀러 시장에서 H100의 리드타임은 36~52주에 달하고, B200은 '27년 하반기 물량까지 배정이 끝난 것으로 추정된다. 생산공정의 문제 때문에 추후 해결될 수 있는 문제도 아니다.

이런 시장에서 배정 순위는 고객확보와 매출로 직결된다. 네이버-엔비디아 협업도 1.4조원이라는 자금보다, GPU의 배정 우선순위를 확보했다는 점이 가장 큰 차별우위다. 엔비디아와의 파트너십은 곧 신용으로 이어지고, 이는 곧 고객사로 하여금 계약하는 수요를 만들 것이다.

<그림57> SKT, 네이버, 쿠팡은 엔비디아 클라우드파트너

Coupage Corp	NAVER CLOUD Corp.
Coupage Corp	NAVER CLOUD Corp.
파트너 유형 Cloud Partner	파트너 유형 Cloud Partner
역량 DGX AI Compute Systems	역량 Compute, NVIDIA Enterprise Software, Networking
자세히 알아보기 >	자세히 알아보기 >

자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림58> NCP 인증요건

영역	핵심 요건
컴퓨트	API 기반 프로비저닝(베어메탈-VM), 안정적 리소스 식별자, Redfish 기반 원격관리, 테넌트 간 펌웨어 증명
네트워크	SDN, BYOIP, 보안그룹, 테넌트 격리, NVLink 도메인 인지 할당, 다중경로 스토리지 연결
Kubernetes	CNCF 인증 K8s, 컨트롤플레인 SLA 99.95% 이상, 최근 3개 마이너 버전 지원, 무중단 업그레이드, OIDC 워크로드 ID 연동
스토리지	NFS 홀디렉토리(쿼터), 1 PiB 이상 병렬 파일시스템, CSI 드라이버, 가용성 99.99% 이상
보안	SOC 2 Type 1, 저장 데이터 암호화(SED), TPM 2.0, OIDC/SAML + RBAC
운영	메트릭 로그 120초 이내 전달, 24x7 지원 및 전담 기술 전문가, API 기반 유지보수 스케줄링
납기	API-전송 준비 12주 전, 데이터 이동 시스템 8주 전 스테이징, 컨트롤플레인 30분 내 프로비저닝

자료: NVIDIA, 현대차증권

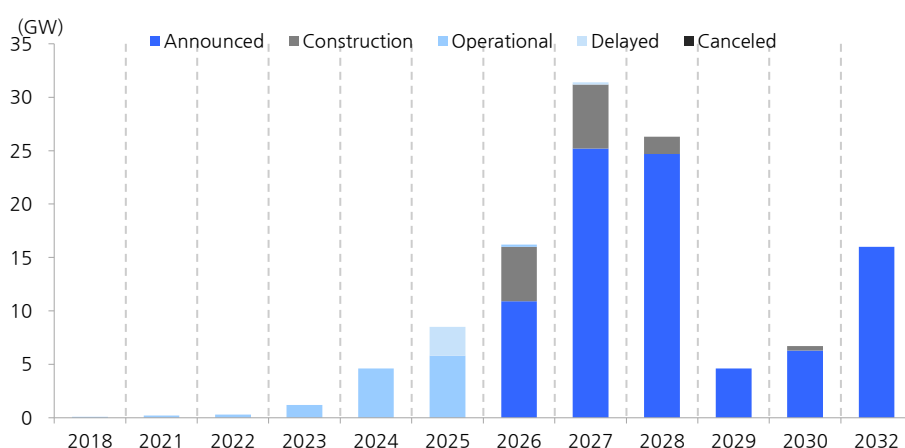
4) 미국의 전력 병목, 컴퓨팅 초과 수요 국내가 흡수가능

미국의 전력병목은
타지역의
AI DC 설립 니즈를 만듦

넷째, 현재 미국의 전력병목으로 인해 전력수급이 안정적이고 사회인프라/비용이 우월한 지역에 AI DC를 지어야할 니즈가 크게 발생할 것이다. 한국의 경우 AI DC 건립/운영에 사회인프라/비용을 고려할 때 이점이 많다고 판단된다.

현재 미국 전력 병목 현상은 갈수록 심화되고 있다. '25년 말 전력망 연계 대기 용량 2,060GW는 미국 송전망 규모 1,374GW를 초과한다. 대기물량이 미국 전체 전력 설비의 1.5배를 상회하는 상황이다. 이에 따라 심사/승인/사용 대기시간은 과거 1-2년에서 5년으로 크게 증가했다. AI가 자본/시간의 싸움임을 고려하면 인내하기 어려운 시차다. 또한 전기를 보내려면 변압기 같은 설비가 필요한데, 현재 변압기는 주문 후 납품까지만 2~4년이 걸리고, 수요가 '19년 이후 6년 새 4배 가까이 늘어 미국 안에서 만들 수 있는 양을 이미 넘어섰다. Sightline Climate에 따르면 가동예정 중인 16GW 중 실제 가동가능한 용량은 3.2GW에 불과할 전망이다. 요약하면 미국에서는 돈과 GPU가 있어도 전기가 없어서 데이터센터를 못 짓는 상황이 시작됐고, 발전소와 전력망은 몇 달 만에 지을 수 있는 것이 아니라서 이 병목은 앞으로 수년간 풀리지 않을 가능성이 높다. 따라서 결국 전력이 충분한 국가에 AI DC를 짓는 방향으로 선회할 수 밖에 없다. 실제로 미국 바깥으로의 이동은 이미 시작됐다. OpenAI는 '25년 5월 아부다비 5GW급 AI 캠퍼스의 1단계인 스타게이트 UAE(1GW)를 발표했고, 7월에는 노르웨이에 수력발전 기반의 스타게이트 노르웨이(230MW, '26년까지 GPU 10만장)를 발표했다. 동남아도 코어워브, 이퍼스케일러 등 건립이 가속화되고 있다.

〈그림59〉 연도별 데이터센터 계획



자료: Sightline Climate, 현대차증권

미국의 전력병목은
타지역의
AI DC 설립 니즈를 만듦

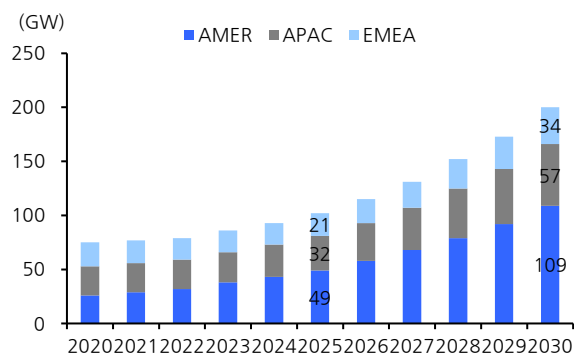
또한 국내 AI DC 건립은 크게 두 가지 장점이 있어 가속화될 가능성이 높다고 판단된다. **1)우선 국내 및 아시아 권역의 AI 추론을 빠르게 커버할 수 있으며, 추론수요이기에 서구권도 커버가 가능하다.** 검색과 달리 AI는 답변에 소요되는 시간이 많아 유저들이 일정 수준의 레이턴시를 용인하며, 또 이를 눈치채기 어렵다.

국내에 지어질 AI DC는 대부분 추론용으로 사용될 것으로 예상되기에 추후 수요 확장에 더 긍정적이다. JLL 조사에 따르면 현재 AI DC에서 AI 추론의 비중은 전체 AI 수요에 40%에 달하지만(AI 학습 60%) 빠르면 27년부터 AI 추론 수요가 학습 수요를 넘어서며 30년 경에는 AI 추론 74GW, AI 학습 26 GW로 AI 학습 수요를 약 3배 상회할 것이 기대된다. 물론 외부 리서치사의 조사처럼 3배 수준을 상회할지는 미지수다. 그러나 생성형 AI는 이제 단순 개발/연구 단계가 아니라 상용화 단계에 접어들며 그 수요가 폭발하는 국면이다. 생성형 AI 서비스 활용도가 높아지며 추론수요가 현재수준을 크게 상회할 것은 명확하다.

국내 건설 비용은
매우 저렴한 수준

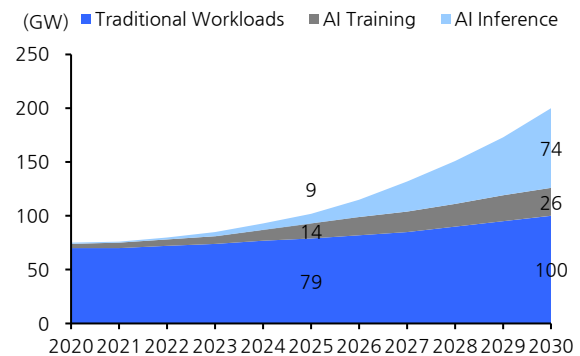
2)건립 및 운영비도 저렴하다. 현재 AI 건설 Cost는 한국이 주요 권역 중 가장 저렴한 수준을 보이는 것으로 추정된다. 한국의 kWh 당 단가는 172원 수준으로 타국대비 저렴한 수준이다. 물론 개발도상국 대비는 비싼 요금을 자랑하나, AI DC 설립에 있어서는 사회인프라와 운영주체도 중요하게 작용된다. 아시아권역에서는 한국의 AI DC 시장 점유율을 긍정적으로 보는 이유다.

<그림60> DC CAPA는 5년만에 2배 증가할 전망..



자료: JLL, 현대차증권

<그림61> DC CAPA의 폭증은 AI 추론이 크게 기여..



자료: JLL, 현대차증권

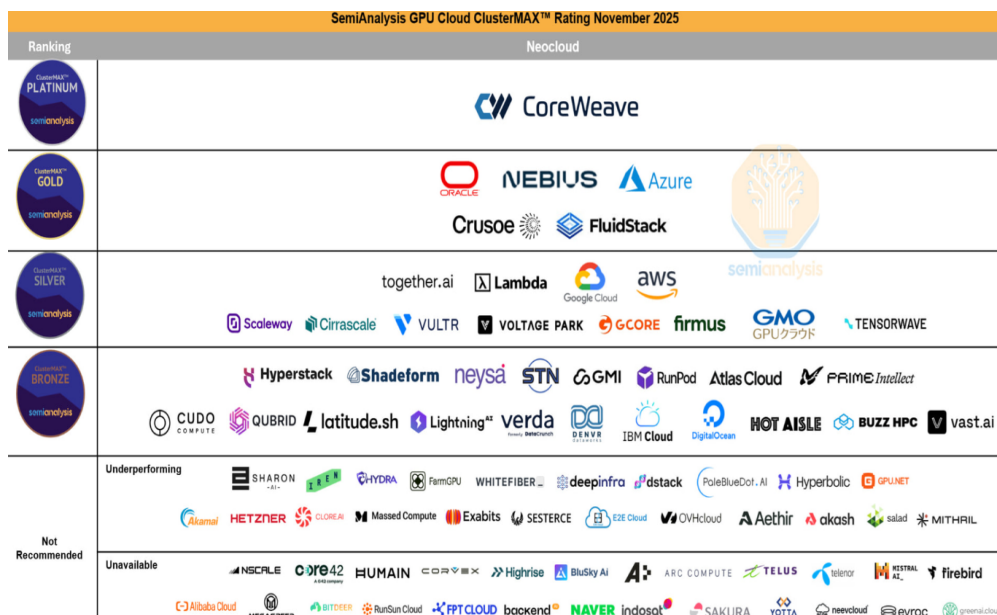
〈그림62〉MW당 건립비 추정 - 한국이 사회 인프라/비용 고려 시 가장 좋은 선택

2026 average data center construction costs in the largest global markets (\$ millions per MW)



자료: JLL, 현대차증권

〈그림63〉글로벌 GPU 네오클라우드 순위. 보안/엔비디아 협업/네트워킹 등 종합적으로 고려



자료: SEMIANALYSIS, 현대차증권

국내 네오클라우드 기업전망

NAVER: 가장 가시화된 네오클라우드 사업자

55MW->200MW,
AI 팩토리 본격 가시화

네이버는 국내에서 유일하게 매출 발생 시점을 특정해 둔 사업자이자 엔비디아가 1.48조원 유상증자로 3대주주에 오른 국내 유일 기업이다.

네이버는 2Q26 컨퍼런스콜에서 '27년 상반기 55MW 가동과 함께 AI 팩토리 매출이 발생하고, '27년 말 100MW, '28년 200MW를 거쳐 장기적으로 1GW급까지 확장하겠다고 밝혔다. 모두 GPUaaS로 부가가치가 높다. 회사의 가이드는 1GW 기준 매출 20조원, OPM20%이상이다.

현재 200MW분 상면은 죽전+삼송 AI DC 임차를 통해 대부분 확보를 마친 상황으로 추정된다. GPU 공급은 엔비디아와의 협업으로 바로 가능하다. 즉, 고객만 확보된다면 리드타임 2~3개월을 거쳐 바로 매출을 발생시킬 수 있는 상황이다. 이는 10MW이상 규모에서 국내에서 최하다.

FI는 브룩필드다. 최대 90억달러 자금조달 협약을 맺었다. 구조는 오프밸런스 방식이다. JV가 자산과 부채를 보유하고 네이버는 소수지분과 장기 임차로 참여해, 수십조원의 CAPEX를 연결 재무제표에 얹지 않고 GW급 인프라를 확보할 전망이다.

200MW 수요 확보,
고객 공개 임박

남은 것은 고객 하나다. 상면은 확보됐고 GPU 배정은 자본 관계로 보장되며 자금조달도 200MW까지 확약되었다. 고객이 등장하는 순간 매출은 사실상 확정이다. 그 시점은 멀지 않다. 브룩필드와의 독점협상 기한이 10월 중순인 점을 고려하면 3분기 중 계약 윤곽이 드러날 것으로 전망한다. 현재 GPUaaS 사업의 가시성이 가장 높은 사업자로 판단한다.

네이버 AI DC
사업가치10.2 조원

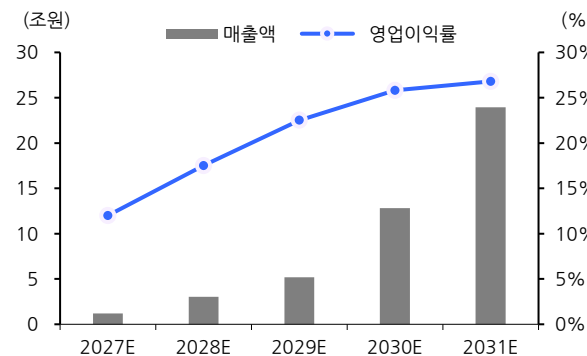
우리는 27년 기준 매출액 1.2조원, 영업이익 1,412억원, 그리고 29년 기준 매출액 5.2조원, 영업이익1.17조원을 예상한다. 이에따른 AI DC 사업가치로는 10.2조원을 제시한다. 밸류에이션은 '29년 예상 EBITDA(=영업이익) 1.17조원에 네비우스27F EV/EBITDA 15배, 코어워브 12배 평균에 향후 램프업 속도 차이를 감안해 20%할인한 Target Multiple 11배 적용했다. WACC는 8% 적용했다. 가시화 된 200MW에서 할인한 보수적인 추정이다.

〈표64〉 네이버 네오클라우드 향후 매출 추정

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
용량 (MW)					
설치 CAPA (MW)	100	200	350	600	1,000
가동 CAPA(MW)	70	150	220	475	800
GPU임대단가					
블렌디드 임대단가 (\$/GPU/hr)	\$3.50	\$4.10	\$4.80	\$5.50	\$6.10
손익 (조원)					
매출액	1.20	3.02	5.18	12.82	23.94
영업비용	1.06	2.49	4.01	9.51	17.53
브룩필드 임대료 (자본회수·요구수익)	0.74	1.74	2.79	6.61	12.18
코로케이션·기타 (전력·시설 등)	0.22	0.52	0.84	1.99	3.67
자체 운영비 (인건비·네트워크·판관비)	0.09	0.23	0.38	0.91	1.68
영업이익(=EBITDA)	0.14	0.53	1.17	3.31	6.41
영업이익률	12.0%	17.5%	22.5%	25.8%	26.8%

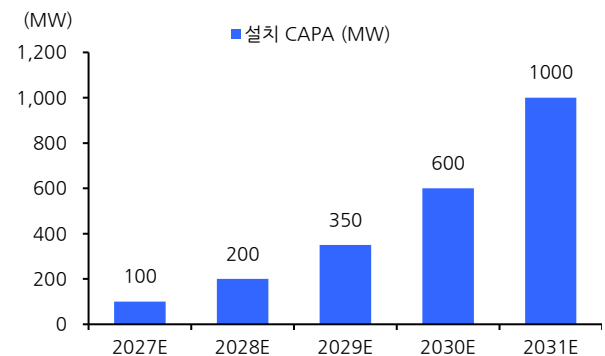
자료: 현대차증권

〈그림65〉 네이버 네오클라우드 매출액/영업익 전망



자료: 현대차증권

〈그림66〉 네이버 CAPA 전망



자료: 현대차증권

〈표67〉 NAVER 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: 현대차증권

SK텔레콤: 가장 큰 계획을 가지고 있는 네오클라우드 사업자

국내 최대 규모
AI DC 투자계획

SKT는 4사 중 AI DC 계획 CAPA가 가장 큰 회사다. 2Q26 AI DC 매출은 1,362억원으로 전년 대비 92.5% 늘었고, '25년 연간으로는 약 5,199억원 (YoY+35%)이었다. 기존 SK브로드밴드 IDC 기반의 코로케이션 매출 위에 GPUaaS/AI DC 사업을 확장하려는 계획을 가지고 있다. 확정된 추가 증설 Site는 두 곳으로, 2030년까지 300MW(기존135MW) 운영을 목표로 한다.

SK 호라이즌: 2030년까지
300MW 운영 목표

첫번째는 울산이다. AWS와 총 7조원을 투자하는 103MW급 데이터센터가 '25년 6월 착공됐고, '27년 하반기부터 일부 1차 가동시작해 29년까지 103MW로 확대될 것으로 추정한다.

두번째는 구로다. 위의 계획에서 제외하면 75MW 급으로 추정된다. 올해 착공 시작했고 데이터센터 건설기간 감안하면 넉넉히 30년부터는 가동이 가능할 것으로 전망된다. 여기까지는 인적분할으로 설립될 SK호라이즌의 사업내용이다.

SK하이퍼: GW급
프로젝트 전담 예정

GW급 프로젝트는 SK하이퍼가 전담할 것으로 예상된다. 6월 29일 대한민국 메가프로젝트 보고회에서 '29년부터 5GW를 단계적으로 오픈해 '35년까지 15GW를 구축한다는 중장기 계획이 발표됐다. 이에 따르면 각 거점지역에서 총 5GW를 추가 확보할 계획이다.

그 외 GPUaaS 비즈니스도 확장 예정에 있다 SKT는 엔비디아와의 2GW AI DC 구축 협약을 맺었다. 추후 해당부분 계획이 구체화된다면 그 가치는 국내 최대를 기록할 전망이다.

SK하이퍼의 사업가치가 SK호라이즌의 수 배를 상회할 전망이지만, 세부 계획이 공개되지 않아 보수적 관점에서 SKT AI DC가치는 SK호라이즌의 가치로만 산정했다.

SK호라이즌 AI DC가치만을
산정, 사업가치 4.7조원

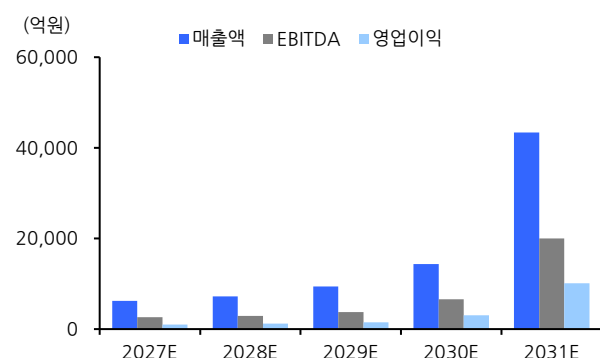
SK호라이즌이 담당할 사업만을 기준으로 산출한 SKT의 AIDC 가치로 30년 매출액 1.4조원, EBITDA 6,564억원, 영업이익 3,053억원을 제시한다. 이에 따른 사업가치는 4.7조원이다. 밸류에이션은 30년 예상 EBITDA 6,564억원에 네비우스 27F EV/EBITDA 15배, 코어위브 12배 평균에 국내에서 가장 CAPA 계획이 큰 점을 고려해 30% 할인한 Target Multiple 10배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.

〈표68〉 SK텔레콤 코로케이션 추정 모델

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
설치 CAPA (MW)	190	240	315	315	1,000
가동 CAPA (MW)	130	150	190	280	800
매출액 (억원)	6,247	7,245	9,397	14,358	43,394
영업비용 (억원)	3,635	4,356	5,677	7,794	23,393
전기료	2,504	2,920	3,752	5,624	16,440
관리비 등	881	1,146	1,549	1,595	5,217
판관비	250	290	376	574	1,736
EBITDA	2,612	2,889	3,721	6,564	20,002
EBITDA 마진	41.8%	39.9%	39.6%	45.7%	46.1%
감가상각비	1,596	1,689	2,248	3,512	9,856
영업이익	1,016	1,200	1,473	3,053	10,146
영업이익률	16.3%	16.6%	15.7%	21.3%	23.4%

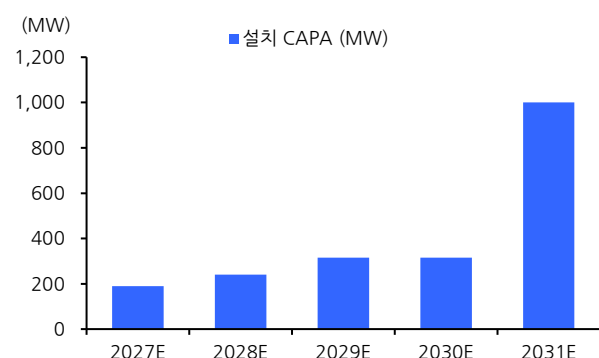
자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림69〉 SKT 네오클라우드 매출액/EBITDA 전망



자료: 현대차증권

〈그림70〉 SKT 가동 CAPA 전망(코로케이션)



자료: 현대차증권

〈표71〉 SK텔레콤 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림72〉 SK텔레콤 인적분할 구조



자료: SK텔레콤,현대차증권

〈그림73〉 SK텔레콤 주요 일정

시점	주요 내용	세부 내용
2026.06	15GW 청사진 발표	-2029년 5GW 1단계 오픈, 2035년 15GW 확대 목표 -권역별 AI 인프라 확대
2026.07	SK하이퍼 설립	-SK텔레콤 100% 자회사, -2030년까지 7,500억원 출자
2026.08	SK오라이즌 출범	-SK브로드밴드 인적분할 추진 -기존 데이터센터 8개 + 울산·구로 포함 -총 318MW 인프라 운영·확장 -총 3조800억원 투자 유치(6조밸류)
2026.08	외부 자본 유치	-지분 구조: SK텔레콤 51%, KKR 29%, IMM 등 20%
2029~2035	단계적 확장	-2029년 5GW 단계적 오픈 -2035년 15GW 로드맵 추진

자료: 언론, 현대차증권

〈그림74〉 SK텔레콤 인적분할 구조



자료: 현대차증권

NHN: 코어위브/네비우스 보다 우월한 수익성, 규모는 작지만 효율성은 최고

GPUaaS 매출 본격화,
정부 임대료 인한
가장 우월한
수익성 자랑

NHN은 국내 사업자 중 처음으로 GPUaaS 매출이 분기 손익에 잡히기 시작했다. 3월 말 가동한 양평 리전 '팩토리X 서울'에 엔비디아 GPU 7,656장을 투입했고, B200 기반 네오클라우드(GPUaaS) 사업이 2분기부터 본격 반영되며 NHN클라우드 매출이 전년 대비 85% 늘었다(기술 부문 1,598억원, +53%). 우리가 추정하는 2Q 매출액은 234억원, 영업이익 81억원이다. 현존하는 그 어떤 네오클라우드 보다 수익성이 좋다.

27년 하반기까지
30MW증설계획

높은 수익성의 비결은 GPU 조달 방식이었다. NHN은 AI 컴퓨팅 인프라 사업에 선정되어 B200 7,656장(약 1조원)을 정부에게 지원받았다. 그 결과로 약 80%는 정부/공공기관 용도로 무상임차하고, 20%는 수익사업에 활용할 수 있게 되었다. 즉 20MW에서 20%인 4MW 수준을 GPU에 대한 감가부담 없이 수익화 할 수 있게 된 것이다.

높은 수익성에 더해 증설 계획도 공격적이다. '27년 하반기까지 30MW를 증설하겠다는 계획이다. 이 중 20MW는 외부 데이터센터 임차, 10MW만 자체 데이터센터 내 구축이다. 현재 양평·판교·광주를 합친 것과 비슷한 규모다. 관건은 조달방식이다. 만약 30MW를 모두 GPUaaS로 서비스하게 된다면 GPU만 약 3조원 가까이 CAPEX가 집행될 것으로 보인다. 현재 NHN 가용현금으로 감당할 수 없기에 이는 양평DC와 같이 추후 정부 3차 AI 데이터센터 사업에 선정되거나, 아니면 다른회사들과 같이 외부차입을 통한 조달이 필요할 것으로 보인다. 이 경우 마진율은 타 네오클라우드 수준으로 내려올 전망이다.

커버리지 중 AI 익스포
저 가장 큼

추후 확보할 물량에는 B300 수준 최신 GPU를 도입할 계획이다. 또한 해외 진출의 가능성도 있다. NHN은 일본 현지 데이터센터를 확보해 글로벌 고객 대상 공급을 준비 중이며 일부 고객과는 실제 계약을 논의하고 있다고 밝혔다.

AI DC가치 1.2조원 제
시

NHN은 커버리지 기업 중 매출 대비 AI 익스포저가 가장 높은 종목이다. 게임·결제에서 나오는 현금이 AI 인프라 투자의 재원이 되고, AI 인프라가 전사 이익과 밸류에이션을 리레이팅한다. 향후 관전 포인트는 세가지다. 1)30MW 증설에 대한 구체적인 재원 확보, 2)30MW 증설에 대한 실제 고객확보 및 그 진행속도, 3)일본 발 첫 글로벌 계약이 이어질 수 있을지 주목한다.

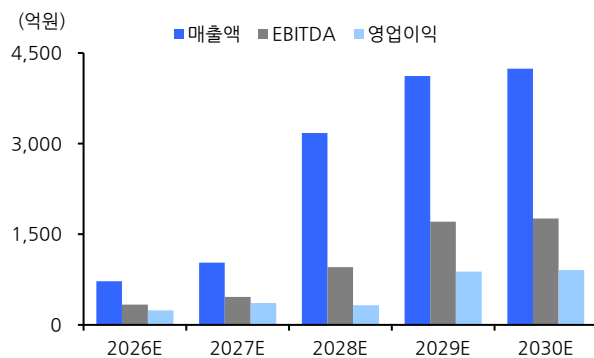
우리는 30MW 증설, 자사구매50%, 정부지원 50% 기준 하에 NHN 29년 매출액 4,120억원, 영업이익 880억원을 전망한다. 밸류에이션은 29년 예상 EBITDA 1,710억원에 네비우스 27F EV/EBITDA 15배, 코어위브 12배 평균에 자본조달 문제로 인한 향후 성장규모를 감안해 40% 할인한 Target Multiple 9배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.

〈표75〉NHN 네오클라우드 추정 모델

구분	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
설치 CAPA (MW)	20	20	50	50	54
가동 CAPA (MW)	4	4	22	30	31
매출액 (억원)	720	1,030	3,178	4,120	4,238
영업비용 (억원)	382	467	2,222	2,410	2,476
서비스 원가	180	240	519	603	620
전기료	83	86	750	773	796
상면 임차료	48	49	549	560	572
인건비·관리비	19	21	180	186	191
기타 판관비	51	72	222	288	297
EBITDA	338	563	956	1,710	1,762
EBITDA 마진	46.9%	54.7%	30%	41.5%	41.5%
감가상각비	111	162	630	830	855
설비 및 사용권자산	111	162	173	175	180
GPU (자사구매 50%가정)	-	-	457	655	675
영업이익	227	401	326	880	907
영업이익률	31.5%	38.9%	10.3%	21.4%	21.4%

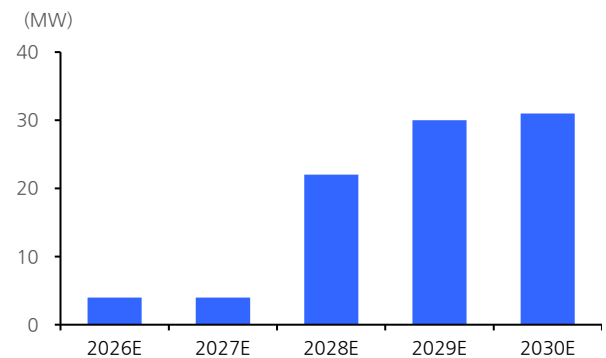
자료: NHN, 현대차증권

〈그림76〉NHN 네오클라우드 매출액/EBITDA 전망



자료: 현대차증권

〈그림77〉NHN 가동 CAPA 전망(코로케이션)



자료: 현대차증권

〈표78〉NHN 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: SK텔레콤, 현대차증권

삼성SDS: 안정적 캡티브 물량과 넘치는 현금이 무기

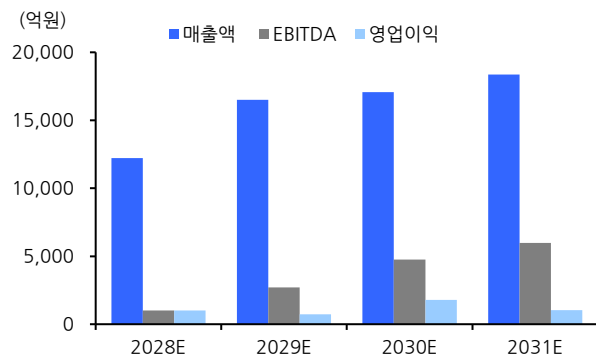
자기자본 기반 AI DC 투자 경쟁력 정적	삼성SDS는 DBO+Colocation+GPUaaS 합쳐서 720MW 증설계획을 가지고 있다. 세부적으로 나누면 DBO 500MW+GPUaaS/Colocation 220MW다. 현재 가용현금이 약 7조원에 이르고, AI 인프라에 5조원을 투입할 계획을 가지고 있다. 타사들과 달리 자기자본으로 외부자임을 최소화하면서 AI DC 비즈니스를 영위할 수 있다는 것이 강점이다.
구미 AI DC 증설 본격화 해남은 지분법인식대상	현재 증설중인 AI DC는 구미 한 곳이다. 29년 60MW 1차 증설 후 31년 60MW 추가 증설하는 것을 목표로 한다. 여기에 정부소유의 해남 국가 AI컴퓨팅센터가 추가된다. 전남 해남 솔라시도에 정부-민간 합산 2조 4,000억원이 투입되는 거대 프로젝트다. '28년까지 40MW 증설 후 31년까지 40MW 추가 증설을 목표로 한다.
DBO 비즈니스 개시	해당 프로젝트는 삼성SDS 컨소시엄의 단독 응모로 성사됐다. 삼성SDS 지분 30%로 최대주주, 정부 29%, 네이버가 26%를 확보했다. 해당 AICC는 지분법 손익으로 계상되며 일부 운영위탁 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 추정된다.
삼성에스디에스 AI DC사업가치 3.1조원	DBO는 올해초 새롭게 발표한 신규비즈니스다. DBO는 현재 LGCNS가 시장점유율 60%로 과점하고 있는 시장이다. 삼성SDS는 DC 구축/설계/운영 경험을 살려 이 비즈니스에서 500MW까지 확대할 계획을 가지고 있다. 자사 DC 운영에 대한 레퍼런스가 있으며 현재 DC 증설 수요가 많다는 점을 고려하면 장기적으로 달성가능한 목표로 판단한다.
	삼성에스디에스 AI DC 2030년 매출액으로 1.7조원, EBITDA 4,759억원, 영업이익 1,779억원을 예상한다. 이에 따른 사업가치는 3.1조원을 제시한다. 해남 AICC는 지분법 인식대상으로 운영구조가 구체화되지 않아 계산에서 제외했다. 대신 현재 캡티브 수요 및 대외고객 확장 가능성을 고려해 구미 AI DC를 전량 GPUaaS 가동으로 가정했다. 추후 계획 구체화 시 밸류 재산정 예정이다.
	<u>밸류에이션은 29년 예상 EBITDA 4,759억원에 네비우스27F EV/EBITDA 15배, 코어위브 26F 12배 평균에 DBO+Colocation+GPUaaS 모델 혼합이라는 점을 감안해 40%할인한 Target Multiple 9배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.</u>

〈표79〉 삼성에스디에스 IDC 추정 모델

구분	2028E	2029E	2030E	2031E
GPUaaS 설치 CAPA (MW)	-	60	60	120
GPUaaS 가동 CAPA (MW)	-	30	50	80
DBO 구축중 CAPA (MW)	200	200	150	100
DBO 운영중 CAPA (MW)	50	150	350	500
매출액 (억원)	12,230	16,517	17,069	18,376
GPUaaS	-	3,493	5,764	9,130
DBO 구축 (턴키 총액, 진행기준)	11,965	12,204	9,336	6,348
DBO 운영수탁	265	820	1,970	2,898
영업비용 (억원)	11,220	13,819	12,311	12,387
전기료 (GPUaaS)	-	1,364	1,405	2,894
관리비 (GPUaaS)	-	328	338	696
판관비 (GPUaaS + DBO)	489	765	856	1,009
DBO 매출원가	10,730	11,362	9,713	7,789
EBITDA	1,010	2,697	4,759	5,989
EBITDA 마진	8.3%	16.3%	27.9%	32.6%
감가상각비 (억원)	-	1,982	2,980	4,961
DC 감가상각	-	473	478	961
GPU 감가상각 (전량 자산구매 가정)	-	1,509	2,502	4,000
영업이익 (억원)	1,010	715	1,779	1,029
GPUaaS	-	(425)	638	(59)
DBO	1,010	1,140	1,141	1,088
영업이익률	8.3%	4.3%	10.4%	5.6%

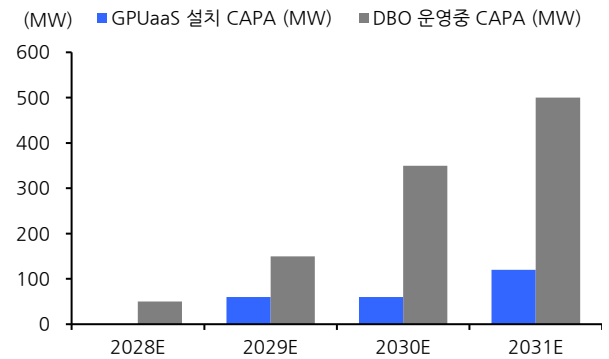
자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

〈그림80〉 삼성SDS 네오클라우드 매출액/EBITDA 전망



자료: 현대차증권

〈그림81〉 삼성SDS 설치 CAPA 전망



자료: 현대차증권

〈표82〉 삼성SDS 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: 삼성SDS, 현대차증권

네오클라우드의 RISK -GPU 수요와 금리

이제 SW기업들도 AI와 반도체 기업과 운명을 같이하게 됨

인터넷/SW -
AI 동조화 확대

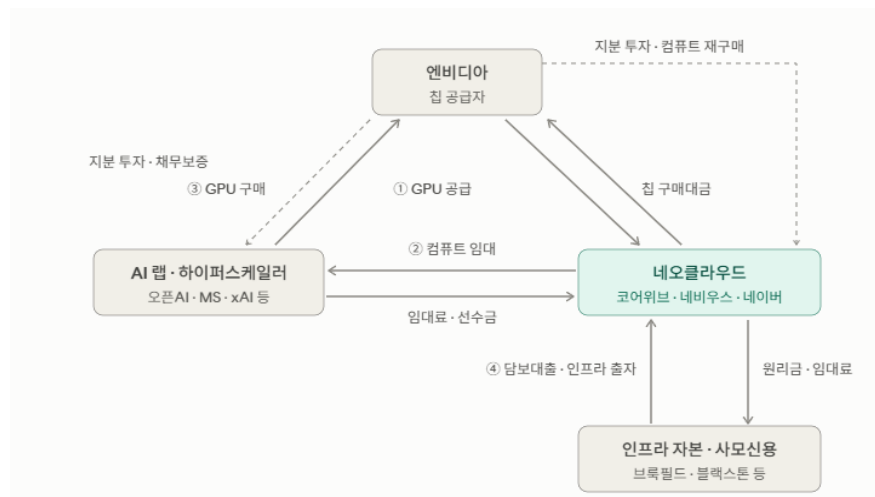
물론 Non AI의 AI화는 수혜이자 동시에 리스크로 작용할 수도 있다. 기존 약세장 진입 시 방어/아웃퍼폼 관점으로 접근되었던 인터넷/SW 기업들이, 이제는 반도체/AI 주식들과 추가적 흐름 및 이익이 동조화 될 수 있기 때문이다. 모든 주식이 그렇지만 인터넷/SW 투자에도 먼저 AI의 방향성 베팅이 필요성이 더욱 높아졌다.

반도체/AI 약세는 당연하게도 네오클라우드 실적/주가에 악영향이다. GPU 가격이 하락하면 -> 네오클라우드의 사업가치와 매출/이익도 하향조정 된다. 물론 기존 계약 분 까지는 문제가 없고 GPU렌탈가가 정확히 GPU P하락과 비례해서 움직이는 것은 아니다. 그러나 방향성은 같고 시장은 이미 네오클라우드-반도체의 주가를 동조화 시키고 있다. 특히 이들이 진행하는 네오클라우드는 순환 투자적 구조와 밀접히 맞닿아 있기에 그 변동성은 더 클 전망이다.

변동성을 증폭하는
순환투자

다소 복잡한 순환투자 구조를 실제사례에 비춰 설명하면 이렇다. 엔비디아는 CoreWeave·Nebius·네이버에 지분을 투자하고 대부분의 경우 미판매 물량에 대한 매입보증(바이백)까지 제공한다. 네오클라우드는 체결된 장기계약과 엔비디아의 신용을 바탕으로 자금을 조달해 엔비디아 GPU를 산다. 그리고 프론티어 AI랩은 네오클라우드와 장기 임차계약을 맺는다. 빅테크 및 FI는 다시 프론티어 랩에 지분을 넣으며 자사 클라우드 사용 약정을 받아낸다. 그리고 엔비디아는 다시 OpenAI와 같은 AI 랩에 투자를 단행한다. 그림으로 보면 다음과 같다.

〈그림83〉 순환출자 구조



자료: 출처, 현대차증권

국내 SW까지 확대되는 AI변동성 이 순환 구조에서 하나의 고리만 끊기면 네오클라우드의 수주잔고가 하향되고, GPU 주문이 취소되고, 반도체 가격이 꺾이고, 반도체와 AI 주식 하락으로 연결된다. AI는 이제 기존에는 연관관계가 적었던 국내 SW까지 순환투자의 연결고리로 끌어들었다. 인터넷/SW 투자전략을 말하기 전에 AI에 대한 방향 베틱부터 결정해야 하는 이유다. 만약 투자자 스스로 반도체 사이클이 정점이라 판단한다면 반도체와 AI 소프트웨어 종목 모두 투자를 줄이고 금융/소비재/게임과 같은 방어주에 투자해야 한다.

〈표84〉 위기 시기 방어/약세 산업

Sector	주식수	TopStocks	GFC_2008_DD	Q4_2018_DD	COVID_20_20_DD	BEAR_202_2_DD	CORR_202_5_DD	Avg_DD	Worst_DD	Best_DD	Std_DD	Defensive_Score
통신	3	KT, SK텔레콤, LG유플러스	-17	1.8	-27.2	-7.6	-2.2	-10.4	-27.2	1.8	11.7	89.6
음식료	14	KT&G, 삼양식품, 오리온	-26.9	-3	-25.8	0	-2.3	-11.6	-26.9	0	13.5	88.4
의료기기	9	파마리서치, 클래시스, 휴젤	2.1	-10.6	-33.2	-23.5	5.8	-11.9	-33.2	5.8	16.6	88.1
화장품	11	에이피알, 아모레퍼시픽, CJ	-6.9	-9.9	-20	-34.8	0.9	-14.1	-34.8	0.9	13.8	85.9
방산/우주항공	8	한화에어로스페이스, 한화시스템	-27.8	-4.1	-38.9	-1.5	0.7	-14.3	-38.9	0.7	17.9	85.7
제약/바이오	18	삼성바이오로직스, 셀트리온	-4	-16.5	-15.3	-25.5	-10.9	-14.4	-25.5	-4	7.9	85.6
조선	12	HD현대중공업, 한화오션	-34.4	-6.5	-26.1	6.6	-12.2	-14.5	-34.4	6.6	16.2	85.5
IT 하드웨어/서비스	4	삼성SDS, LG씨엔에스, NHN	-3.9	-9.5	-24.4	-23.9	-12.3	-14.8	-24.4	-3.9	9.1	85.2
소프트웨어/게임	11	크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블	-9.8	0	-10.3	-52.2	-3.9	-15.2	-52.2	0	21.1	84.8
금융(보험)	6	삼성생명, 삼성화재, DB손해보험	-30.2	6.9	-34.2	-3.1	-17.3	-15.6	-34.2	6.9	17.5	84.4
유통/상사	13	포스코인터내셔널, 롯데지주	-36.9	-8.5	-32	-8.4	2.5	-16.7	-36.9	2.5	16.9	83.3
2차전지	16	LG에너지솔루션, 삼성SDI, LG화학	-7.3	-6.5	-24.2	-25.6	-21.6	-17	-25.6	-6.5	9.4	83
신재생에너지	6	한화솔루션, 두산퓨얼셀	-11.4	-1.7	-44.5	-8.4	-22.5	-17.7	-44.5	-1.7	16.8	82.3
미디어/엔터	11	하이브, 에스엠, JYP Ent	-17.8	-6.1	-20.4	-44.1	-1.7	-18	-44.1	-1.7	16.5	82
유틸리티	7	한국전력, 한전기술, 한국가스공사	-21.3	-6	-37.3	-19.5	-7.1	-18.2	-37.3	-6	12.7	81.8
소비재	1	코웨이	-6.8	-9.8	-34.5	-26.7	-16.8	-18.9	-34.5	-6.8	11.6	81.1
의료/패션	5	영원무역, F&F, 미스트홀딩스	-0.2	0.7	-8.6	-78.3	-11.3	-19.5	-78.3	0.7	33.3	80.5
금융	1	삼성카드	-57.5	3.7	-29.7	-3.4	-12.4	-19.9	-57.5	3.7	24.5	80.1
자동차/모빌리티	18	현대차, 기아, 현대모비스	-17	-7.6	-41.6	-20.2	-13.4	-20	-41.6	-7.6	13	80
철강/금속	5	고려야연, POSCO홀딩스	-51.6	-4.4	-36	4.4	-15.9	-20.7	-51.6	4.4	23	79.3
금융(은행)	9	KB금융, 신한지주, 하나금융지주	-34.9	-4.4	-26.6	-27.5	-12.9	-21.3	-34.9	-4.4	12.3	78.7
전력/유틸리티	8	HD현대일렉트릭, 효성중공업	-20.6	-33	-33.4	3.5	-28.7	-22.4	-33.4	3.5	15.4	77.6
핀테크	3	카카오페이, 카뎀24, NHN KCP	-0.2	-11.3	-11.9	-75.5	-13.3	-22.4	-75.5	-0.2	30.1	77.6
반도체	27	삼성전자, SK하이닉스, SK스퀘어	-18.5	-12.8	-31.2	-32.2	-22.4	-23.4	-32.2	-12.8	8.3	76.6
운송	6	HMM, 대한항공, 팬오션	-55.8	2.9	-18.2	-35.5	-13.9	-24.1	-55.8	2.9	22.4	75.9
IT 하드웨어	8	삼성전기, LG전자, LG이노텍	-7.4	-24.1	-36.2	-32.4	-21.9	-24.4	-36.2	-7.4	11.2	75.6
기계	4	현대로템, 두산밥캣, 등	-7	-46.4	-49.3	-15.3	-8.2	-25.2	-49.3	-7	20.9	74.8
여행/레저	5	강원랜드, 롯데관광개발 등	-57.2	-4.4	-42.8	-20.5	-5.5	-26.1	-57.2	-4.4	23.3	73.9
화학/소재	12	GS, 금호석유화학, 롯데케미칼	-39.2	-3.8	-37.8	-33.3	-17.5	-26.3	-39.2	-3.8	15.3	73.7
건설	9	현대건설, 삼성E&A, KCC	-51.9	-9.3	-33.9	-35.8	-9.8	-28.1	-51.9	-9.3	18.4	71.9
금융(증권)	6	미래에셋증권, 메리츠금융지주	-54	-14.8	-40.6	-35.7	-10.4	-31.1	-54	-10.4	18.2	68.9
에너지/화학	2	SK이노베이션, S-Oil	-43.8	-13.6	-48.6	-27.4	-22.4	-31.2	-48.6	-13.6	14.7	68.8
원자력	1	두산에너지빌리티	-53	-27.4	-55.9	-35.1	-30.5	-40.4	-55.9	-27.4	13.2	59.6
SW/플랫폼	5	NAVER, 카카오, 더존비즈온	-49.1	-65.7	-27.5	-58.9	-21.2	-44.5	-65.7	-21.2	19.4	55.5

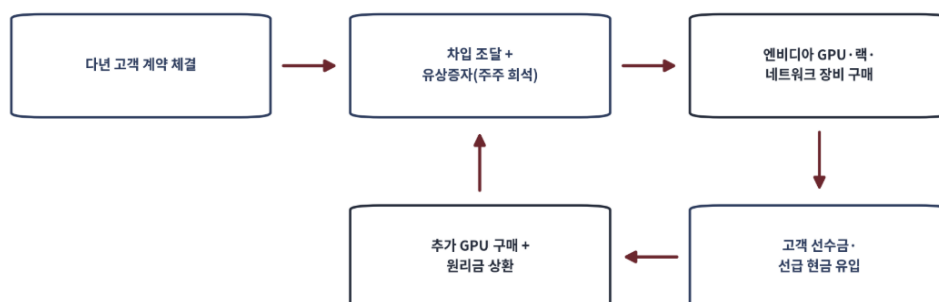
자료: 현대차증권

사실상 GPU FINANCING -> 금리가 중요

네오클라우드 핵심 리스크 금리 그 외 고려할 리스크는 금리다. 실제로 네오클라우드 GPU FINANCING으로 불리며 일정부분 여신업의 형태를 띠고 있음을 부정할 수 없다. 그동안 국내 인터넷은 금리보다는 기업의 개별이슈에 따라 움직였다. 성장주로서의 디레이팅 영향은 있었으나, 금리가 인상된다 해도 차입 및 CAPEX 규모가 크지 않은 국내 SW에게는 상대적으로 영향이 적었다. 그러나 네오클라우드 비즈니스에 진입하게 되면서 이제는 금리에 민감해지는 비즈니스로 변모하게 될 것이다.

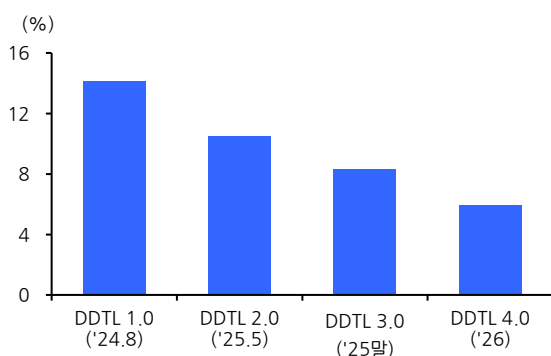
수익성 핵심은 조달금리 스프레드 네오클라우드 사업플로우는 다음과 같다. 1)부채로 GPU를 사고, 2)GPU에서 발생하는 매출로 그 원리금과 채권자의 요구수익률을 갚고, 3) 마지막으로 그 차액을 남긴다. MW당 투자비 \$38~60M의 6할이 서버고, 그 재원의 대부분은 차입이다. 따라서 네오클라우드의 수익은 결국 임대수익 - 조달금리의 스프레드다. 코어위브의 분기 이자비용도 매출의 26%에 달하는 상황이다. 마찬가지로 금리가 결정한다. 코어위브의 조달금리는 '24년 DDTL 14.1%에서 10.5%, SOFR+400bp를 거쳐 '26년 약 7%까지 내려왔다. 시장금리 하락과 엔비디아의 신용보강 및 장기계약이 조달금리를 낮추는 데 기여했다. 같은 기간 메타 Hyperion의 사모채는 6.581%에 발행됐다.

〈그림85〉 네오클라우드 GPUaaS 자금조달 구조



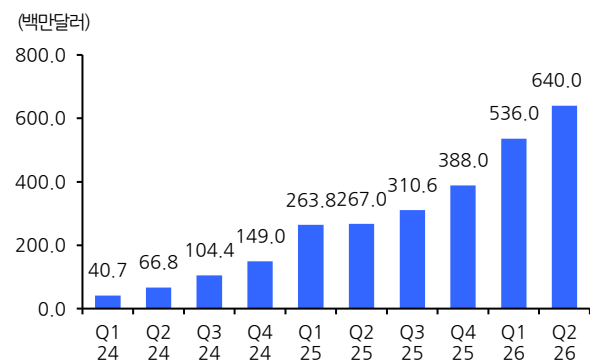
자료: 현대차증권

〈그림86〉 코어위브 조달금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림87〉 코어위브 이자비용 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표88〉 코어 위브 주요 차입 현황

금융수단	체결/발행 시점	약정/발행 규모	6월 말 원금	금리	만기
직접 상환 책임 부담 채무 : 직접 부담 또는 무조건 보증 채무					
DDTL 1.0	2023년 7월	\$2.30bn	\$1.30bn	15% 실효	2028년 3월
DDTL 2.0	2024년 5월	\$7.60bn	\$3.19bn	11% 실효	2030년 8월
DDTL 2.1	2025년 9월	\$3.00bn	\$3.00bn	9% 실효	2031년 3월
DDTL 3.0	2025년 7월	\$2.60bn	\$2.215bn	9% 실효	2030년 8월
DDTL 5.0	2026년 5월	\$3.10bn	\$1.101bn	9% 실효	2031년 11월*
2030년 만기 선순위채	2025년 5월	\$2.00bn	\$2.00bn	9.25% / 10% 실효	2030년 6월
2031년 만기 9.00% 채권	2025년 7월	\$1.75bn	\$1.75bn	9.00% / 10% 실효	2031년 2월
2031년 만기 9.75% 채권	2026년 4월	\$2.75bn	\$2.75bn	9.75% / 10% 실효	2031년 10월
2032년 만기 9.625% 채권	2026년 6월	\$1.25bn	\$1.25bn	9.625% / 10% 실효	2032년 7월
2032년 만기 EUR 채권	2026년 6월	€ 2.00bn	\$2.279bn	8.50% / 9% 실효	2032년 7월
2031년 만기 전환사채	2025년 12월	\$2.588bn	\$2.588bn	1.75% / 2% 실효	2031년 12월
2032년 만기 전환사채	2026년 4월	\$4.00bn	\$4.00bn	1.75% / 2% 실효	2032년 10월
OEM + 소프트웨어 금융	수시	N/A	\$4.220bn	11% 실효	2026~2030년
Magnetar 대출	2024년 8월	N/A	\$0.189bn	12% 실효	2029년 1월
회전신용한도(RCF)	2024년 6월	\$2.50bn	\$0	7% 실효	2029년 11월
상환 책임 자회사 자산 한정 채무 : 상환청구권이 차입 자회사 자산으로 제한					
DDTL 4.0	2026년 3월	\$8.50bn	\$2.837bn	7% 실효	2032년 3월
OEM 금융	수시	N/A	\$0.882bn	9% 실효	2026년 8월~2028년 8월

자료:코어위브,언론보도,Kakasisubstack, 현대차증권

금리 상승은 마진, 밸류
에이션 이중 부담

역으로 금리가 상승하면 마진율이 하락한다. 밸류에이션에도 악영향이다. 네오클라우드의 사업가치는 장기계약 기반 현금흐름에 기반하기에 미래의 가치를 현재로 할인하며 형성된다. 따라서 금리가 오른다면 단순 마진율이 하락할 뿐 만 아니라 할인율이 올라 기업가치에도 악영향을 끼친다.

엔비디아, 빅테크와 리
스크 공유

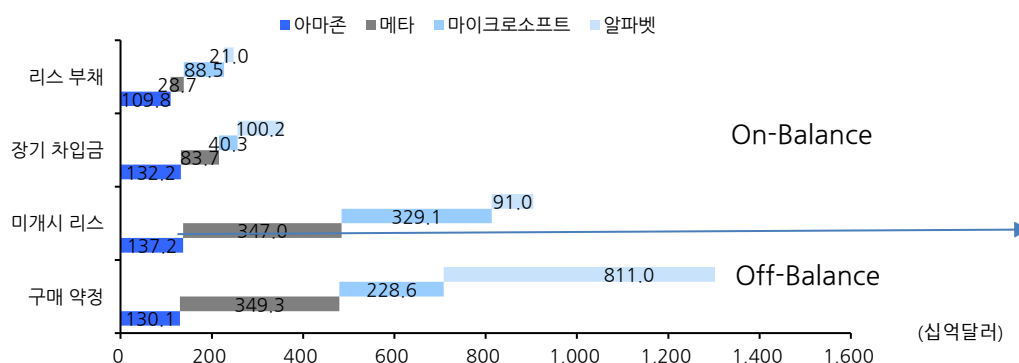
또한 현재 AI 거품을 논하는 가장 큰 논리는 막대한 자본지출을 과연 회수할 수 있을 것인지에 대한 것인데, 네오클라우드의 엔비디아/빅테크와 운명을 같이하기에 RISK도 같이 공유한다. 현재는 GPU의 가치가 높고 네오클라우드 수주잔고가 높기에 이를 기반해 조달금리를 낮게 가져갈 수 있다. 그러나 만약 GPU의 공급 과부족이 과잉으로 전환된다면 이에 맞춰 조달 금리도 높아져 네오클라우드 비즈니스의 마진에 악영향을 끼치게 될 것이다.

AI 투자 지속성은
금리 경로가 좌우

빅테크의 뇌관도 결국 금리다. 알파벳·아마존·메타·마이크로소프트 4사가 재무제표에 부채로 인식한 리스 부채와 장기 차입금은 합쳐서 6,000억 달러 수준이지만, 장부 밖에 있는 미개시 리스(9,040억 달러)와 구매 약정(1조 5,190억 달러)까지 더하면 실질 부담은 그 네 배가 넘는다. 문제는 이 장부 밖 약정 대부분이 앞으로 수년에 걸쳐 실제 부채와 현금 지출로 전환될 예정이라는 점인데, 그 전환 비용을 좌우하는 핵심 변수가 바로 금리다.

미개시 리스는 개시 시점에 부채화되고, 조 단위 데이터센터 투자 역시 상당 부분 차입과 리스로 조달되는 만큼, 금리가 높은 수준에 머물수록 같은 약정이라도 이자 부담과 자본비용이 눈덩이처럼 불어난다. 반대로 금리가 내려가면 이 거대한 약정의 실질 부담이 한결 가벼워지는 구조여서, AI 인프라 경쟁의 지속 가능성은 결국 각사의 현금창출력 못지않게 향후 금리 경로에 달려 있다고 볼 수 있다.

<그림89> 빅테크 부외 부채 vs 공시 부채



자료: WSTJ, 현대차증권

Part2:

AI 인프라 진출은 이제 선택이 아닌 필수: SaaSocalypse

AI는 기존 SW/서비스의 성장재가 아니라 디레이팅 요인으로 작용

PHASE 1 –
스마트폰 등장으로
인한 Capex Light
기반 성장

인터넷 서비스의 변곡점은 혁신 HW/SW의 등장과 함께했다. PHASE1:스마트폰 전환기에는 기존 데스크톱 서비스가 모바일로 이식되는 과정에서 대규모 CAPEX가 필요하지 않았다. 서비스 경쟁력도 자본보다 아이디어와 사용자 경험에서 나왔다. 이 때문에 구글/메타 등 플랫폼 공룡들의 침투에도 국내 서비스는 점유율을 유지할 수 있었다. 네이버, 카카오톡, 모바일 게임, 배달, 모빌리티 등 다양한 서비스가 적은 자본으로 플랫폼/선점 효과를 누리며 스마트폰 생태계 안에서 성장했다. 이 상황에서 국내 인터넷 서비스의 정점을 찍은 것이 코로나다. 비대면 생활의 확산과 함께 인터넷 트래픽이 폭등하며 당시 인터넷/SW 주요 기업들의 시가총액은 합산 200조를 상회하며 코스피 시가총액 대비 비중 10%를 상회했다. 대표종목인 네이버는 당시 국내 시가총액 3위에 위치했다.

PHASE 2 –
생성형 AI 디레이팅

그러나 코로나가 끝남과 동시에 PHASE2: 생성형 AI가 등장하며 국내 인터넷/SW 기업의 주가와 위상은 빠르게 내려왔다. 코로나 때의 성장은 기저효과를 높인 부담으로 작용했고, 야심차게 시작한 AI 서비스 / AI LLM은 빅테크/AI 프론티어랩의 자본과 기술력 앞에 무너졌다. 스마트폰처럼 성장의 촉매제로 작용할 줄 알았던 생성형 AI가 오히려 인터넷/SW 기업의 성장성과 밸류에이션을 압박하는 요인으로 바뀐 것이다. PHASE2: 생성형 AI 시기에는 성장에 대한 기대감이 점점 소멸하고 있다. 실제로 실적 서프라이즈는 종종 나오고 있지만 이것이 주가와 연결되는 연결고리는 약해졌다. 반면 실적이 기대치에 하회하면 주가는 하방으로 민감히 반응한다. 시장이 현재보다, 미래의 실적악화를 우선적으로 보면서 구조적인 AI 디레이팅이 지속되고 있다.

〈그림90〉 국내 IT 서비스 시가총액과 함께 보는 인터넷의 역사



자료: 출처, 현대차증권

주: NAVER, 카카오, NHN, 크래프톤, 넷마블, NC, SDS 등 당시 시가총액 상위권 기업들 합산

생성형 AI는 생태계를 연 동시에 잠식 중

AI 생태계의
수혜자 프론티어
시랩

현재 AI서비스의 경제적 과실은 프린티어 LLM과 인프라 제공자에 집중되고 있다. Claude와 ChatGPT가 각각 기업용과 소비자용 수익을 과점하는 동안, 다수의 버티컬 AI 서비스는 외부 모델 API를 호출해 제한적인 수익을 창출하는 동시에 API 원가에 대한 부담을 진다. 앱 생태계를 열고 수수료를 받던 스마트폰 OS 플랫폼과 달리, AI 플랫폼은 수요와 수익을 더 직접적으로 흡수하는 구조로 변모하고 있다.

단순 API 모델에서
SW/서비스 침투 가능성
충분

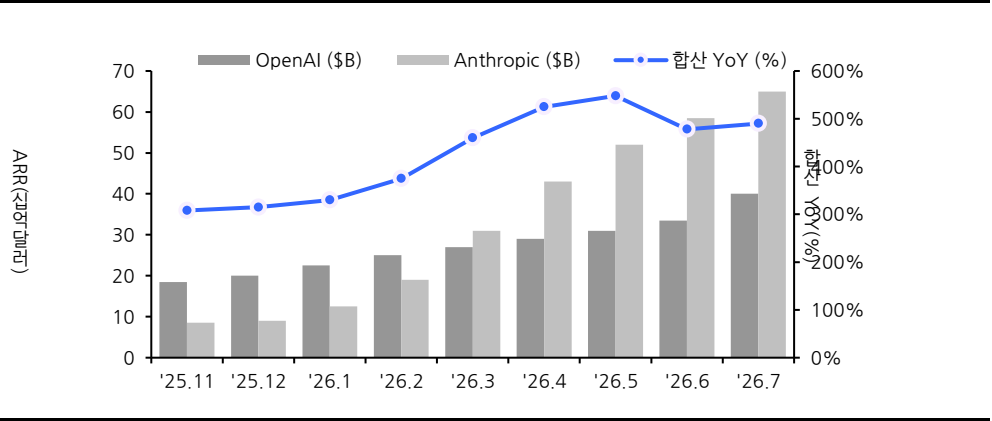
프론티어 AI 랩은 LLM과 API만 제공하는 플랫폼 사업자에 머물지 않고, 코딩·검색·문서작성·커머스·법률자문 등 버티컬 서비스로 직접 확장하고 있다. 즉, 과거 스마트폰 OS가 앱 생태계를 열어 외부 서비스의 성장을 열었다면, AI 플랫폼은 생태계를 구축함과 동시에 잠식하고 있다. 특히 ANTHROPIC 연내, OPENAI 내년 IPO를 목표로 움직이고 있는 점도 크리티컬하다. 26년 6월을 지나며 OPENAI/Anthropic ARR 성장률이 처음으로 둔화되었다. 결국 상장이후에는 수익성 개선에 힘을 쏟을 가능성이 높다. 실제로 OPENAI는 8개월만에 최고매출책임자를 교체하며 수익화에 열을 다하고 있다. 경쟁강도가 유지되는 상황에서 AI 랩이 부가적인 매출을 견인하기 위해 기존 SW/서비스의 영역에 침투할 가능성이 매우 높다고 판단된다.

<표91> OPENAI- ANTHROPIC ARR 추이

월	OpenAI (\$B)	Anthropic (\$B)	합산 (\$B)	합산 YoY (%)
25.11	18.5	8.5	27	308%
25.12	20	9	29	315%
26.1	22.5	12.5	35	330%
26.2	25	19	44	375%
26.3	27	31	58	460%
26.4	29	43	72	525%
26.5	31	52	83	548%
26.6	33.5	58.5	92	478%
26.7	40	65	105	490%

자료: 각사, 언론, 현대차증권

<그림92> OPENAI- ANTHROPIC ARR 추이



자료: 각사, 언론, 현대차증권

생성형 AI가 초래할
SW 수요 위협

또한, 기존 서비스 기업에게 그보다 가장 큰 문제는 생성형 AI가 소비자 행동양식을 바꾸는 속도다. 이용자는 더 이상 특정 앱을 열고 기능을 찾는 방식이 아니라, 범용 AI 인터페이스에 목적을 입력하고 결과를 받는 방식에 익숙해지고 있다. 이는 기존 플랫폼의 체류시간을 줄이고, 서비스와 SW가 쌓아온 트래픽 기반의 안전지대에 균열을 낸다.

초기 시장은 기존 서비스에 AI 기능이 결합되면 서비스 품질이 올라가 매출 성장이 가속화될 것으로 기대했다. 그러나 실제 서비스단에서의 수익은 소수의 코딩 SW, 프린터 AI 랩, 인프라 제공자에 집중되고 있으며, 다수의 기존 서비스 기업은 AI 성장 모멘텀보다 AI 비용을 먼저 부담하고 있다.

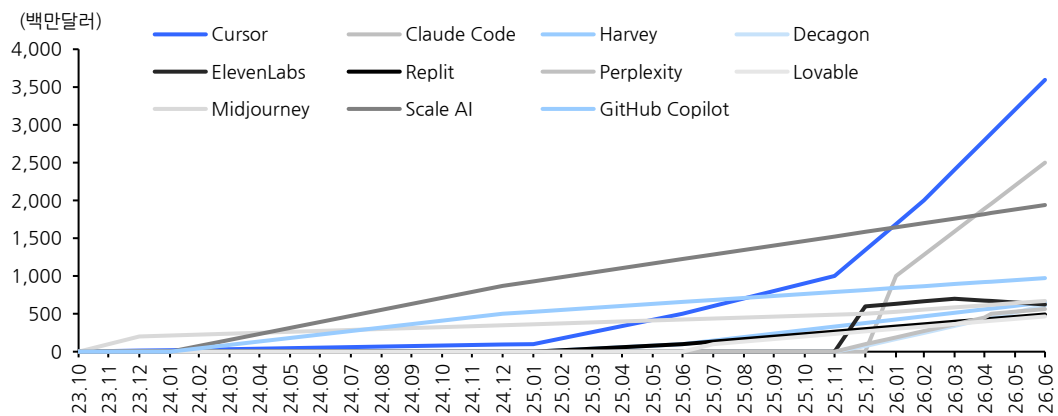
〈표93〉 생성형AI 앱은 7,000개가 출시됨… 반면 10M 돌파는 17개뿐, 26년 YTD 인앱매출

순위	서비스명	인앱 매출 (백만달러)	분류	사용 LLM
1	CHATGPT	2,736	AI 챗봇	자체모델
2	Claude	548	AI 챗봇	자체모델
3	Grok AI	286	AI 챗봇	자체모델
4	SUNO	76	음성 AI	자체모델
5	Perplexity	64	AI 검색	외부+자체모델
6	ZETA	42	AI 캐릭터챗	외부+자체모델
7	Gemini	40	AI 챗봇	자체모델
8	ChatOn	34	AI AGENT	외부모델
9	Manus	30	AI AGENT	외부모델
10	Kling AI	27	영상 AI	자체모델

자료: Google, Apple, 현대차증권

주: 인앱매출은 API 호출 등의 매출이 포함되어있지 않음. 또한 웹 결제 비중이 인앱결제를 상회하므로 순위정도만 참고할 것

〈그림94〉 AI 서비스 ARR. 코딩 AI가 가장 급격하게 성장



자료: 각사, 언론, 현대차증권

〈표95〉 OPENAI 버티컬 서비스들… OPENAI도 점점 B2B 영역에 진출 중

서비스	분류	내용·성과	출시
ChatGPT	챗봇	주간 사용자 10억 명, 유료 구독자 약 5,000만, B2C 1위	2022.11.30
ChatGPT Search	챗봇	RAG 이용한 실시간 검색 ->CHATGPT에 통합	2024.10~
DALL-E	이미지 생성	이미지 생성 -> CHATGPT에 통합	2022
GPT Store-	앱스토어	유익미한 성과 측정 없음, 출시초기 반짝관심	2023.11
ChatGPT Search	챗봇	RAG 이용한 실시간 검색 ->CHATGPT에 통합	2024.10~
Sora	영상 생성	5일 만에 100만 다운로드, 이후 수익화 문제로 26년 3월 서비스종료	2024.12
ChatGPT Agent	AI AGENT	브라우저 조작 에이전트->CHATGPT에 통합	2025.07
Deep Research	AI AGENT	리서치 에이전트 ->CHATGPT에 통합	2025.02
Codex	AI 코딩	주간 사용자 500만+, CHATGPT에 통합	2025.5
Instant Checkout	AI 커머스	ChatGPT 내 연동 이커머스 직접 결제(Etsy-Shopify), 수수료 수익 모델	2025.9
Atlas Browser	브라우저	사용자조, ChatGPT Work로 흡수	2025.10.21
ChatGPT Health	챗봇	건강정보 연동	2026.1.8
ChatGPT Finance	챗봇		
ChatGPT Work	AI AGENT	GPT-5.6 기반, 연결된 앱을 넘나들며 문서·시트·슬라이드를 스스로 만드는 오피스 에이전트	2026.7.9
OpenAI Presence	AI AGENT	기업용 음성/챗 상담 에이전트	2026.7.22 공개

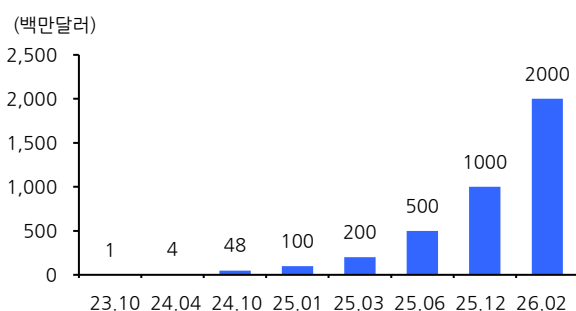
자료: 언론 보도, OPENAI, 현대차증권

〈표96〉 ANTHROPIC의 버티컬 서비스들

서비스	분류	내용·성과	출시
Claude	챗봇	B2B(기업용 LLM API) 점유율 1위, 웹 MAU 약 1,900만 (2026 추정)	2023-07
Computer Use	AI Agent	컴퓨터 화면 인식·조작을 통한 AI 에이전트 구현	2024-10
MCP	Protocol	AI-도구 연결 표준 통신규약	2024-11
Claude Code	AI 코딩	터미널 기반 에이전트 코딩 도구, 단독 ARR \$2.5B(2026년 초), 기업 구독 1년새 4배	2025-02
Claude for Education	AI 교육	대학용 플랜 — 정답 대신 사고를 유도, LSE·노스이스턴 등 제휴	2025-04
Claude for Financial Services	산업 특화AI	금융용도: 시장데이터·포트폴리오 분석 커넥터	2025-07
Claude in Chrome	AI Agent	브라우저에서 직접 작동하는 에이전트	2025-08
Claude for Life Sciences	산업 특화AI	생명과학 연구용 — 실험 플랫폼·문헌 커넥터	2025-10
Cowork	AI Agent	파일·업무 자동화 데스크톱 에이전트	2026-01
Claude Design	AI 디자인	비주얼·디자인 시안 생성, Canva/PPTX/PDF 내보내기	2026-04
Skills Marketplace	마켓플레이스	서비스 내 AI 스킬(부가서비스 ADD-ON)	2026-05
Excel·Word·PowerPoint	AI 오피스	M365 전체 네이티브 지원(Outlook 베타), 앱 간 컨텍스트 공유	2026-05
Claude for Small Business	AI 솔루션	중소기업용 AI 솔루션, QuickBooks·PayPal·HubSpot 등 연동,	2026-05

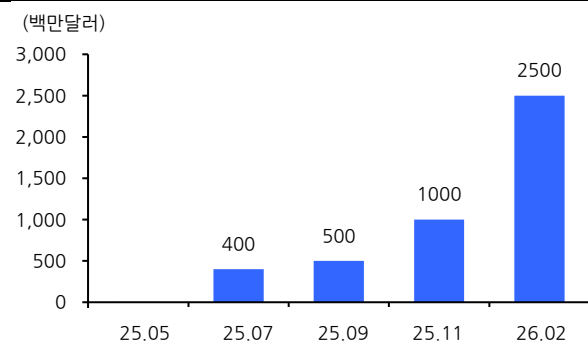
자료: 언론 보도, OPENAI, 현대차증권

〈그림97〉 Cursor ARR 추이…결국 원천기술은 Claude



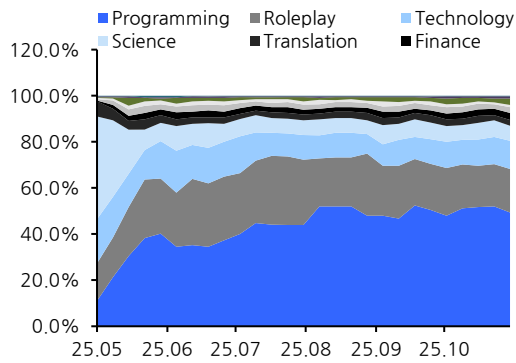
자료: 언론 보도, Cursor, 현대차증권

〈그림98〉 Claude code ARR 추이..Cursor보다 빠름



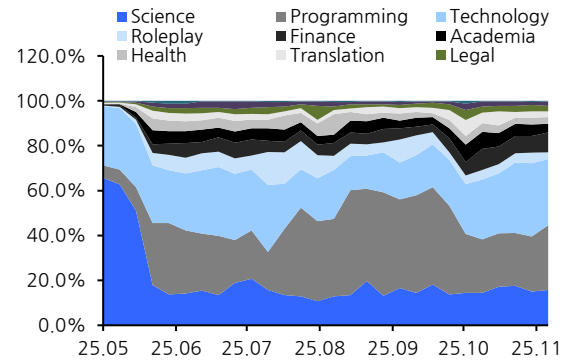
자료: 언론 보도, Anthropic, 현대차증권

〈그림99〉 코딩은 AI 사용량의 절반이상을 차지..



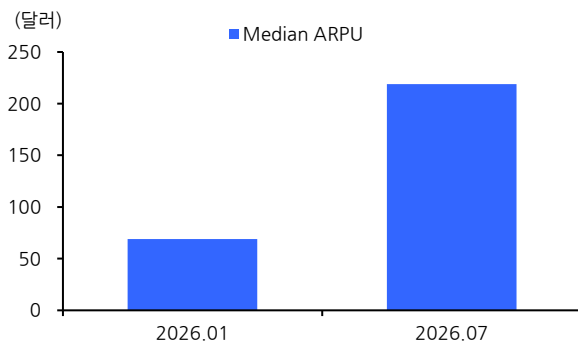
자료: Openrouter, 현대차증권

〈그림100〉B2C 비중 높은 OPENAI도 이제 1/3차지..



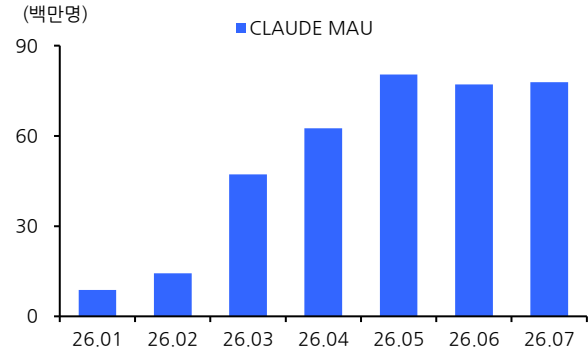
자료: Openrouter, OPENAI, 현대차증권

〈그림101〉 보도에 따르면 Claude code ARPU는 반년 만에 3배증가



자료: The information, 현대차증권

〈그림102〉Claude모바일앱 MAU/체류시간도 가파른 속도로 증가 중



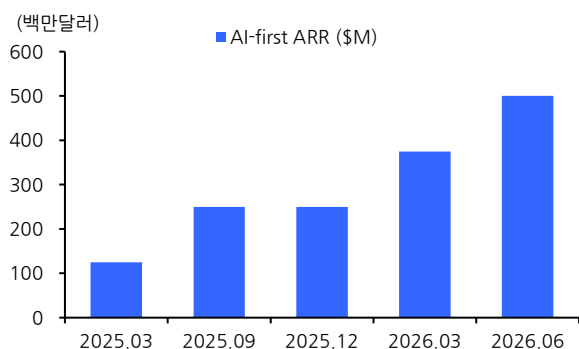
자료: 언론보도, 현대차증권

주: 모바일 조사기관 추정치로, 정확한 데이터가 아님. 추세만 참고할 것

어도비: AI 기대에서
수요 위협으로

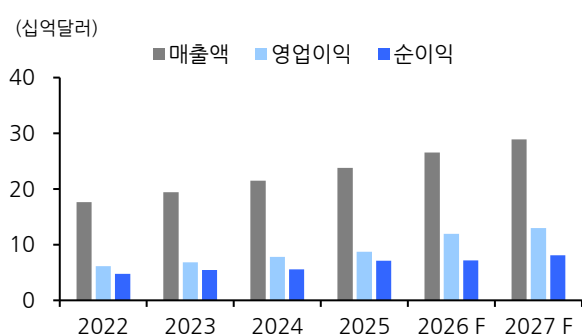
Adobe는 이러한 기대와 현실의 괴리를 보여준다. 시장은 포토샵 등 크리에이터 SW에 AI가 결합되면 신규 매출이 크게 늘어날 것으로 기대했지만, AI 관련 매출 비중은 2%수준으로 아직 전체 매출 대비 제한적이다. 반대로 저관여 고객은 이미지 생성과 편집을 기존 전문 SW가 아닌 Gemini, GPT 등 범용 AI 인터페이스에서 해결하기 시작했다. AI는 기존 SW의 성장 옵션이 아니라 대체 리스크로 작용하고 있다.

<그림103> ADOBE의 AI 매출비중은 2%를 하회



자료: ADOBE, 현대차증권

<그림104> ADOBE 실적은 견조..하지만 밸류에이션은



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림105> 12MF P/E 추이. 역사적 최하단에 진입



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림106> ADOBE 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

국내 AI 서비스 기대도 소멸, AI서비스를 붙이면서 과거대비 마진 압축도 우려

기대와 달리 제한적이
었던 AI 도입

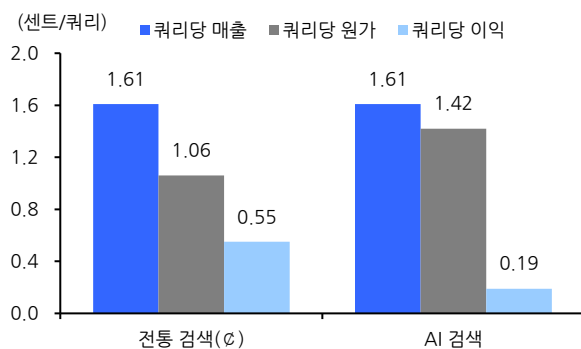
서비스 방어에
가까운 AI

국내 인터넷 기업의 주가도 기대에서 실망, 다시 포기의 패턴을 보여왔다. 생성형 AI가 처음 등장했을 때 시장은 네이버의 하이퍼클로바X, CUE, 카카오톡 내 ChatGPT 연동 등 국내 AI 서비스가 새로운 성장동력이 될 것으로 기대했다. 초기에는 이러한 기대가 주가에 반영되기도 했다.

그러나 시간이 지난 현재 국내 AI 서비스는 유의미한 성과를 창출하지 못했다. 서비스 산업의 특성상 초기 사용성과 반복 이용이 빠르게 확인되지 않는다면, 역주행 가능성은 낮다. 따라서 국내 인터넷 기업의 AI 서비스는 신규 매출 성장보다는, 기존 서비스 만족도와 이탈 방어를 위한 기능 개선에 가까운 성격을 가질 가능성이 높다. 특히 프런티어 AI 랩의 모델 개발 속도와 부가 서비스 출시 속도를 고려하면 격차는 더 깊어질 전망이다. 사실상 AI 모델 상용화가 어려운 국내 기업이 독자 AI 서비스만으로 차별적인 플러스 포인트를 만들기는 쉽지 않다. 오히려 기존 트래픽과 고객 접점을 방어하기 위해 AI 기능을 붙여야 하고, 이 과정에서 비용 부담이 먼저 발생한다. 즉, 아이디어와 낮은 자본만으로 히트 서비스를 만들던 시대는 저물고 있으며, 높은 자본투입이 가능한 빅테크와 대형 플랫폼의 방어력이 더 강해지고 있다.

이미 격차는 보이고 있다. 유튜브는 AI 영상 요약 서비스를 추가했고, 구글은 AI 브리핑 및 AI 검색 서비스를 출시했다. X는 트윗 자동번역 및 자사 AI인 GROK을 앱내 탑재했다. 소비자의 AI 사용마다 기존 검색 및 트래픽에서는 발생하지 않았을 추론비용이 발생함을 고려하면 마진은 과거대비 좋지 어렵다.

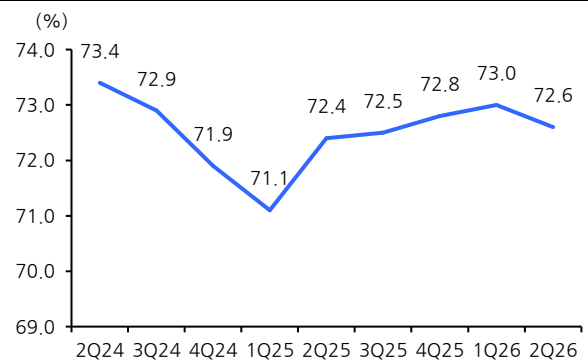
〈그림107〉AI 검색 수익화가 없다면 마진감소는 필연



자료: semianalysis, 현대차증권

주: A100 기준 추정치로, 현재 토큰가격 하락 고려 시 실제값과 일치 X

〈그림108〉듀오링고 GPM(%) - AI 도입 후 큰 폭으로 하락했다가 추론원가 하락으로 반등. 그러나 여전히 과거 수준을 회복하지 못하고 있음.



자료: DUOLINGGO, 현대차증권

〈표109〉 네이버 버티컬 AI 서비스

구분	서비스명	출시시점	서비스	주요 성과
검색 AI	큐: (Cue:)	2023-09 베타 / 2023-12 PC통합검색	하이퍼클로바X 기반 생성형 AI 검색, 네이버 50여 서비스 연동	정확도·최신성 열위 평가로 2년 7개월 만에 종료
검색 AI	AI 브리핑 (AI Briefing)	2025-03	검색 결과를 출처와 함께 요약하고 후속 탐색으로 연결	월 이용자 3,000만 명+. 통합검색 적용률 약 20%→2026년 40% 목표. 관련질문 클릭 10배 이상
검색 AI	AI 탭 (AI Tab)	2026-04 베타 / 2026-06-25 정식	탐색→예약구매까지 잇는 대화형 실행형 AI 검색 에이전트	누적 1,000만 명 돌파. 정식 출시 후 일일 질의 7배 상승. 상품 장 소 카드 클릭률 각 20%+
검색 AI	부동산·건강 버티컬 에이전트	2026-08(부동산) / 2026년 내(건강)	AI탭 내 매물 추천, 건강검진 결과·병원 연계	-
커머스 AI	쇼핑 AI 에이전트	2026-02 베타 / 2026-06 능동형	상품 비교·리뷰 기반 추천을 대화로 제공, AI가 먼저 말 거는 실행형	재방문 사용자 비율 출시 초 대비 4배. 2026 상반기 뷰티·식품 카테고리 확대예정
광고 AI	ADVoost (애드부스트)	2024	타겟·소재·입찰을 AI가 자동 최적화하는 성과형 광고	2026 1Q 광고 매출 성장 50% 이상 기여
광고 AI	AI 브리핑 광고	2026-05 베타 / 2026-07-21 정식	AI 브리핑 답변 안에 노출	출시 직후로 성과 미공개

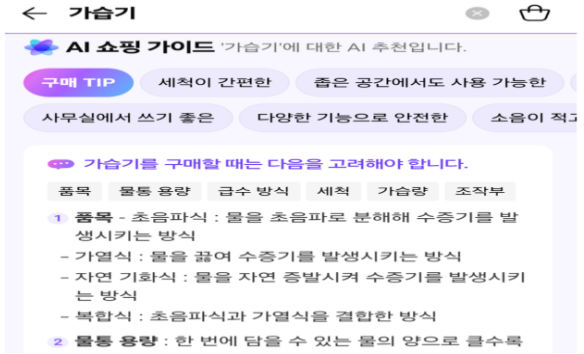
자료: 언론, 현대차증권

〈그림110〉 AI 브리핑 광고 - 기존 검색광고 대비 효율성은 미지수



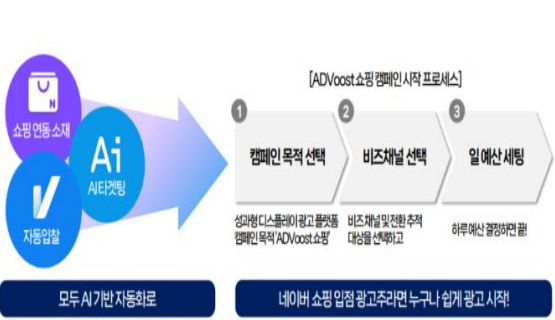
자료: NAVER, 현대차증권

〈그림111〉AI 쇼핑 에이전트- 실질적인 구매전환율은 미지수



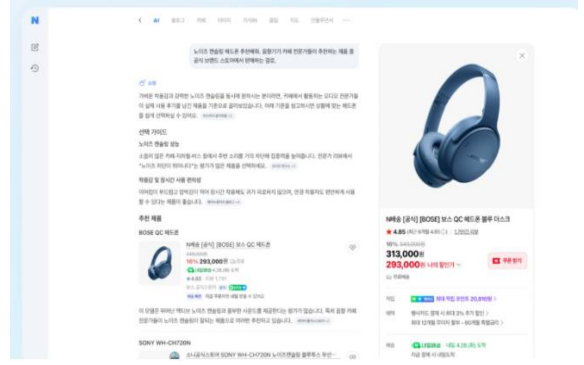
자료: NAVER, 현대차증권

〈그림112〉 네이버 ADVOOST -타겟팅 효율에 상관관계 있음.



자료: NAVER, 현대차증권

〈그림113〉AI TAB - 서비스 품질을 위해 도입해야 하나 경쟁자가 CHATGPT/CLAUDE임



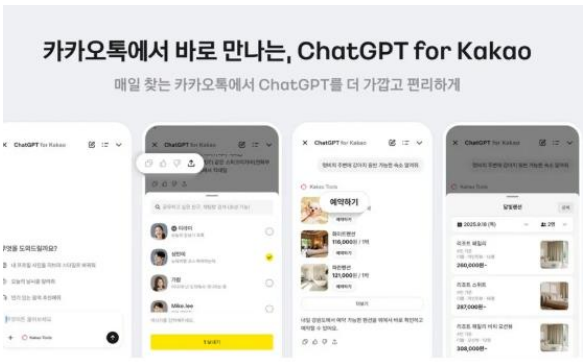
자료: NAVER, 현대차증권

〈표114〉 카카오퍼티컬 AI 서비스

구분	서비스명	출시시점	서비스	주요 성과
카나나 앱	카나나 앱 (AI 메이트)	2025-05-08 CBT	AI서비스 추가된 별도의 채팅앱	CBT 참가자-MAU 공개 수치 없음
카카오톡 AI	AI 메시지 요약	2025-10	안 읽은 메시지 5개+ 채팅방 자동 요약	공개 수치 없음
카카오톡 AI	카나나 인 카카오톡	2025-10 CBT / 2026-03-19	온디바이스 '카나나 나노' 기반 AI 비서	절대 이용자 수 미공개
카카오톡 AI	'카나나 서치	2026-04-21 베타	2015년 '#검색'을 대체하는 채팅방 내 대화형 AI 검색	구체 수치 미공개
카카오톡 AI	카나나 템플릿	2026-01-21	주고받은 사진을 AI가 솜품 영상으로 자동 변환 (Kinema 기반)	공개 수치 없음
카카오톡 AI	AI 통화 녹음 요약 (VoiceTalk)	2025-09 발표	통화 녹음 및 요약	공개 수치 없음
카카오톡 AI	쿠팡이츠 인 카카오톡	2026-08 발표	카톡대화로 쿠팡이츠 활용가능	공개 수치 없음
OpenAI 제휴	ChatGPT for Kakao	2025-10-28	카카오톡 채팅탭 상단에서 앱 설치 없이 GPT-5 이용	누적 1,100만 명 돌파. MAU:1인당 월 메시지 수 전분기 대비 약 2배. AI 이용 후 일평균 체류시간 약 4분 증가
OpenAI 제휴	카카오 툴 (Kakao Tools)	2025-10-28	ChatGPT에서 선물하기·멜론·예약하기를 직접 호출	공개 수치 없음
OpenAI 제휴	채팅방 내 @ChatGPT 챗봇	2026-06-16	그룹:1:1 채팅방에서 멘션으로 GPT 호출	공개 수치 없음
플랫폼-B2B	PlayMCP	2025-07 베타	MCP 기반 오픈 플랫폼. 카카오키즈 계정으로 외부 AI에서 도구 사용	하루 10만회 호출, 도구개수 3400개
플랫폼-B2B	카나나 상담매니저	2025-09-	카카오톡 채널 문의에 AI 자동 응답, 주문·예약 자동 접수	베타에서 '높은 만족도'(정성). 도입 채널 수 공개 없음
계열사	카카오뱅크 AI 금융비서	2025-05 / 2026-04 개편	대화형 AI 금융 비서. 투자정보·포트폴리오 분석	출시 1년 만에 이용자 500만 명 돌파 (2026-06-10)
중단	칼로 (Karlo)	2024-09-30 종료	초거대 이미지 생성 AI 모델	공개 수치 없음
중단	카카오톡 AI 프로필 만들기	2025-07-31 완전종료	사진 1장으로 고품상도 AI 프로필 생성 (칼로 기반)	이용자 수 공개 없음. 약 7~8개월 만에 종료 발표
카나나 앱	카나나 앱 (AI 메이트)	2025-05-08 CBT	AI서비스 추가된 별도의 채팅앱	CBT 참가자-MAU 공개 수치 없음
카카오톡 AI	AI 메시지 요약	2025-10	안 읽은 메시지 5개+ 채팅방 자동 요약	공개 수치 없음

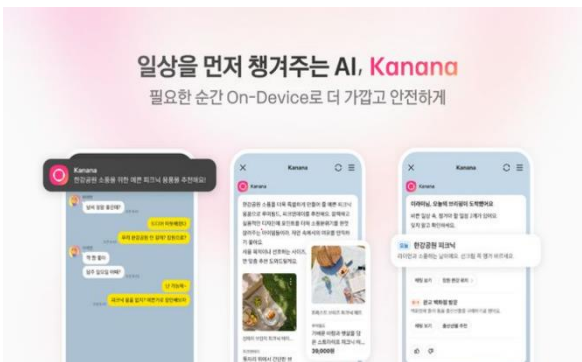
자료: 언론, 현대차증권

〈그림115〉 CHATGPT FOR KAKAO는 AI Wrapper에 가까움. 부가 가치 창출하기 어렵다고 판단



자료:카카오, 현대차증권

〈그림116〉카카오 AI 확장전략의 근간인 온디바이스 AI 카나나 - 사용자 사용패턴을 바꾸긴 어려울 것



자료: 카카오톡, 현대차증권

AI 디레이팅의 본질: 현재는 괜찮지만, AI 발전속도 고려 시 미래는 아닐 수 있다

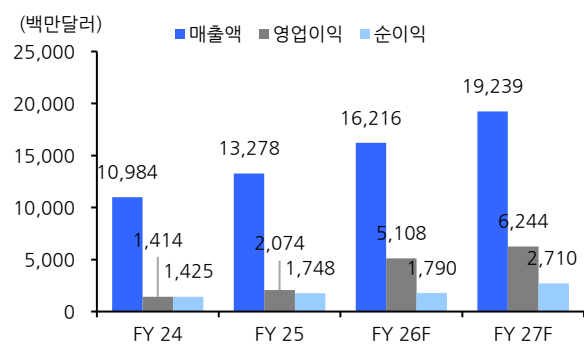
현재 상황만 보면
AI 디레이팅은
과도함

물론 인터넷 및 SW 기업 입장에서 SaaSocalypse 우려는 과도해 보일 수 있다. 1) 아직 전사 매출과 광고 실적은 과거 성장추이와 유사하다. 2) AI 서비스 도입으로 인해 마진율도 유의미하게 하락하지 않았다. 3) 일부 기업은 AI 관련 매출도 만들고 있다. 또한 4) 고객이 기존 SW/서비스를 대규모로 해지/이탈하고 AI로 이전하는 움직임도 아직은 뚜렷하지 않다.

실제로 26년 주가가 YTD 최대 -40% 하락한 서비스나우의 상반기 실적은 매출액 23%, 영업이익 24% 성장으로 평년과 유사한 수준을 유지했다. 여기에 서비스나우의 빌맥더멋 CEO는 지속적으로 “AI에 대한 공포는 과장되어있으며 AI로는 우리들의 소프트웨어를 대체할 수 없다고 지속 주장하고 있다.

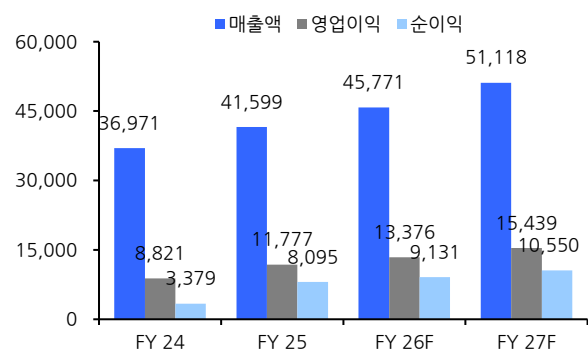
유럽 시가총액 1위, ERP 절대강자 SAP도 컨퍼런스콜에서 “수십년 간 쌓아온 ERP 노하우와 데이터는 대체 불가능”이라고 밝힌 바 있다.

<그림117> 서비스나우 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림118> SAP 실적 추이



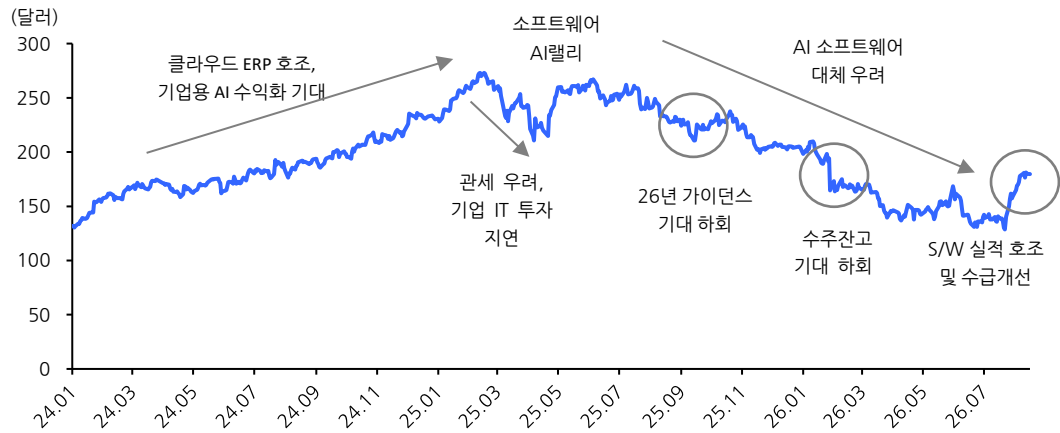
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림119> 서비스나우 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림120〉SAP 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표121〉CEO들의 생성형 AI 디레이팅 관련 말말말

기업	발언자	발언 요지	시점·채널	입장
Microsoft	사티아 나델라 CEO	"비즈니스 애플리케이션이라는 개념 자체가 에이전트 시대에 무너질 것". SaaSocalypse 논쟁의 출발점이 된 발언	2024.12 BG2 팟캐스트('26년 재확산)	대체 인정
Anthropic	다리오 아모데이 CEO	"개별 SaaS 기업이 시가총액을 잃고 파산하는 것도 충분히 가능하다. 대응에 달렸다". 해자 소멸을 직시하고 피벗하는 기업과 그렇지 못한 기업으로 양분될 것	2026.5 금융 컨퍼런스(NYC)	대체 인정
	마이클 버리	"앤스로픽의 에이전트가 모든 소프트웨어와 서비스의 자리를 대체하고 있다. 투자자들은 결국 기업용 소프트웨어 워크플로우의 상당 부분을 대체할 수 있다는 것을 깨달을 것"	2026.5 인터뷰	대체 인정
Klarna	세바스티안 시미아트코프스키 CEO	'24년 "세일즈포스 워크데이를 해지하고 AI로 대체" 선언으로 논쟁 촉발. 이후 "LLM으로 대체한 것은 아니며 타사가 따라할지는 회의적"이라고 한발 후퇴	2024 선언 → 2025.3 정정	대체 후 방어
Oracle	마이클 시실리아 공동 CEO	AI 코딩으로 무장한 신생사가 SaaS를 위협한다는 주장에 "전혀 동의하지 않는다". 단 "우리가 그 도구를 채택하지 않았다면 위협이었을 것"	2026.3.10 실적콜	방어
ServiceNow	빌 맥더맷 CEO	"AI 기업들은 우리가 하는 일을 하지 않는다". SaaSocalypse는 "속임수에 불과". 신규 계약의 절반가량이 좌석 기반이 아닌 토큰·인프라 과금이며 계약기간은 장기화	2026.4.7 실적콜	방어
SAP	크리스티안 클라인 CEO	미션크리티컬 프로세스에서 에이전트 AI를 스케일로 구현한 기업은 없다. ERP 내 730만개 데이터 필드의 도메인 지식이 해자	2026.4.23 실적콜	방어
Salesforce	마크 베니오프 CEO	SaaS 사망설은 "허튼소리이며 고객 현실에 근거하지 않은 주장". 인간용 SW에서 에이전트 계층이 얹힌 SW로의 전환일 뿐	2025.9 실적콜	방어
Box	애런 레비 CEO	SaaSocalypse 서사 자체를 반박. AI는 SW의 사용량을 늘리는 요인	2026 인터뷰	방어
Alphabet	순다르 피차이 CEO	검색은 대화·에이전트·툴이 수렴하는 형태로 전환. 퍼블리셔 트래픽 우려에는 "우리만큼 웹에 트래픽을 보내는 곳은 없다"	2026.5 Decoder 인터뷰	방어
NVIDIA	젠슨 황 CEO	AI가 소프트웨어 툴을 대체한다는 관념은 "세상에서 가장 비논리적". AI는 기존 SW를 도구로 사용. ServiceNow-SAP-Cadence 옹호	2026.2.3 시스코 AI 서밋	방어

자료: 언론, 현대차증권

흔들리기 시작한 IBM 레거시

IBM은 고객사들이 HW에 투자하기 위해 SW 투자를 줄인 영향으로 2분기 매출액이 YoY +1%로 대폭 둔화된 바 있다. 이에 주가는 7/14 단 하루만에 25% 폭락했다. 그 전에는 코볼(Cobol)이 클로드 코드로 현대화(기존 COBOL을 새로운 인프라에 재호스팅하거나, JAVA 같은 현대언어로 다시 작성하는 일련의 시스템 완전교체를 AI가 대행할 수 있다는 의미) 된다는 앤스로픽의 발표에 당일 13% 급락하기도 했다. 코볼은 1959년 등장한 프로그래밍 언어다. 미국 ATM의 95%가 코볼로 구동되는 등 레거시 인프라에 널리 쓰이지만 역사가 오래되어 다룰 줄 아는 개발자가 적다. 이로 인해 유지보수에 있어 SI/컨설팅 1위인 IBM의 경제적해자가 높았으나 그 해자에 균열이 간 셈이다.

디레이팅의 핵심은 미래 대체 가능성

물론 지금 현재 실제로 기존 금융권들이 IBM의 코볼에서 AI로 대체하는 움직임은 보이고 있지 않다.

그러나 시장이 할인하는 것은 현재 실적이 아니라 미래 대체 가능성이다. 지금은 AI가 기존 SW와 서비스를 완전히 대체하지 못하더라도, 향후 에이전트가 업무 흐름과 기능 단위를 흡수할 수 있다는 가능성만으로도 밸류에이션은 압박을 받고 있다. IBM 같은 경우는 2Q26 실적이 대폭 둔화되며 우려가 현실화되는 국면에 놓여있다.

〈그림122〉 IBM 주가 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

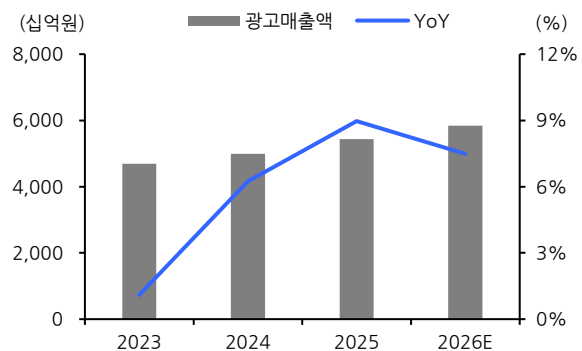
국내도 현재까지는 실적이 멀쩡, 하지만 성장을 기대하기 어렵고 우려는 지속

국내도 마찬가지다. 네이버의 광고성장률은 24년 6%, 25년 9%, 26년 8%(전망)로 과거와 유사한 성장 유지 중이다. AI 검색 확대로 광고성장이 둔화될 것이라는 우려와 달리 성장 속도는 유지되고 있다. 카카오는 AI의 영향이 크지 않은 메신저앱의 장점을 적극활용, 오히려 앱 개편의 효과로 2Q 광고 14% 신장하며 성장이 가속화되고 있다.

따라서 현 상황만으로 판단하면 AI의 도입으로 향후 한국 인터넷 기업들의 광고 실적을 하향조정할 이유는 없다.

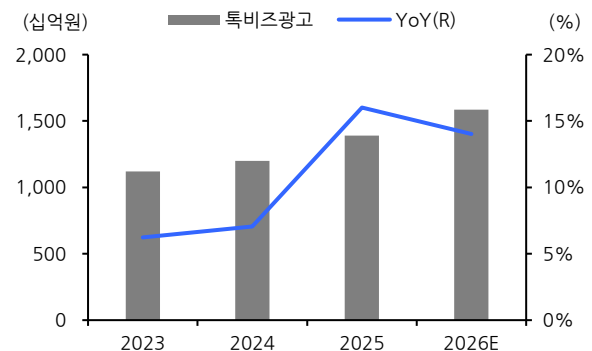
그러나 주가는 반대로 움직이고 있다. 카카오 AI 기대감 가장 높았던 25년 6월 주가 7.1만원 기록한 후 현재 4만원 수준으로 급락했다. 네이버 또한 AI DC 사업 발표, 두나무 합병 발표 등 긍정적 뉴스가 발생할 때 마다 20→30만원 수준으로 급등했지만 이슈가 소멸되면 항상 20만원 선을 유지하고 있다. 이는 결국 두 회사 모두 향후 AI 및 신사업을 통해 성장한다는 확신이 부족하며+본업에 대한 낮은 성장성을 탈피하지 못하고 있기 때문으로 분석한다.

〈그림123〉 네이버 광고매출 및 성장률 추이



자료: 현대차증권

〈그림124〉 카카오 광고매출 및 성장률 추이



자료: 현대차증권

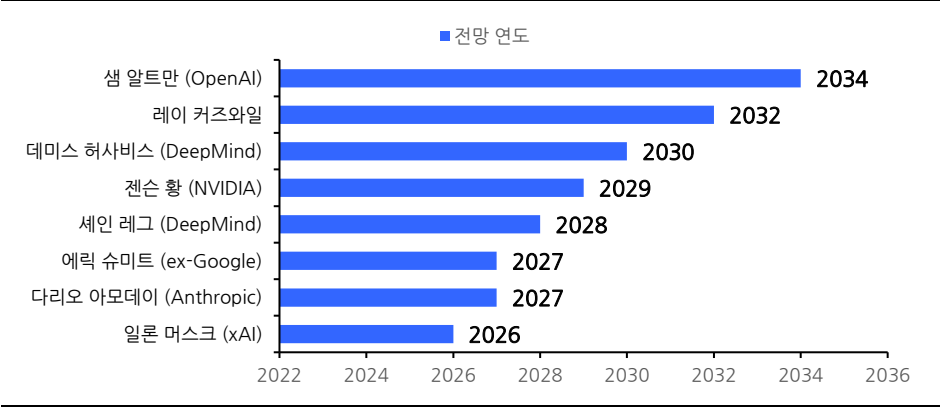
시기와 파급력을 특정할 수 없다는 두려움이 AI 디레이팅을 반영구화함

국내 SW 디레이팅
지속 중

앞서 살펴 본 것처럼 지속적인 AI 디레이팅의 이유는 명확하다. 지금은 아니지만, 미래는 아닐 수 있기 때문이다. 예상을 뛰어넘는 생성형 AI의 발전속도가 시장에 막연한 두려움을 자아낸다. 한국SW의 경우 미국과 달리 내수/기술적 차별 우위가 부족하다는 점에서 디레이팅은 더 깊어지고 있다.

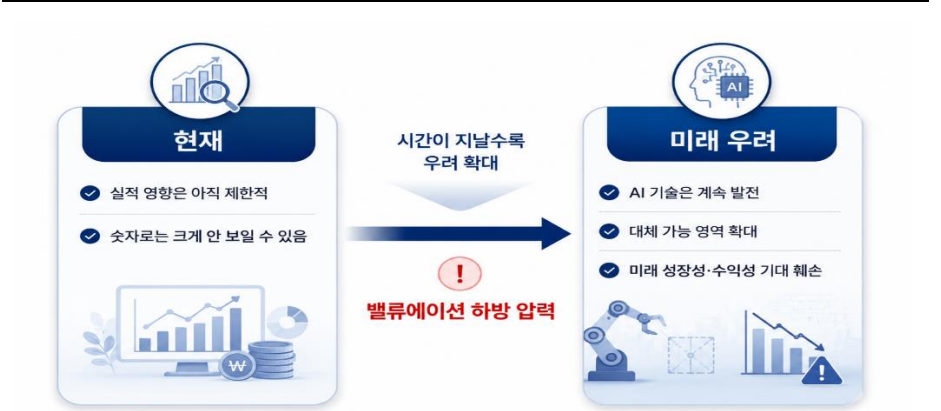
즉 현재 수준에서는 AI가 SW 및 서비스를 대체하기 어려워 보이지만 미래는 아닐 수 있다는 것이 디레이팅 스파이럴의 주요 고리다. SW의 SaaS Apocalypse에 대한 막연한 불안감은 예상을 뛰어넘는 AI의 발전에서 온다. 다시 말해 AGI ASI가 도래하는 시점에 대한 우려다. 해당시점과 실제 파급력을 예측하는 것이 어렵기에 우려가 해소되지 않고 디레이팅이 계속 지속되고 있다.

<그림125> AGI 도래에 대한 의견은 전문가별로 다름



자료: 언론, 현대차증권

<그림126> AI 디레이팅 구조



자료: 현대차증권

글로벌 SW는 바닥 확인. 리레이팅은 AI가 실제 손익에 기여할 때 급격히 일어날 것

되살아나는 SW-
실적과 수급이
견인한
반등

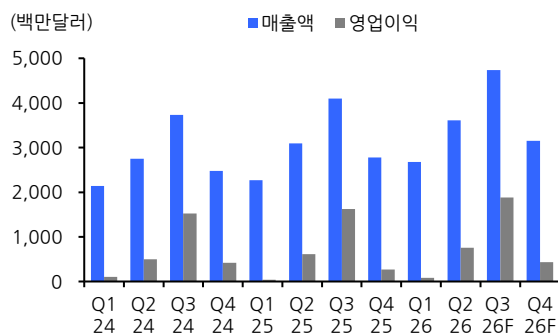
그래도 디레이팅이 무차별로 진행되는 구간은 지나가고 있다. '26년 8월 첫 주부터 실적을 낸 SW·서비스 기업들이 일제히 급반등했다. 그 중 에어비엔비가 특기할만 한 성과를 거두었다.

물론 미국 SW 반등은 반도체 부진에 따른 룡숏페이와 낙폭과대에 기인한 부분이 크다. 그래도 반등한 종목들을 살펴보면 AI를 통한 전사 효율성/이익 개선이 비전이 아니라 숫자로, 즉 비용과 마진과 가이던스로 실체가 확인되기 시작한 기업들이라는 공통점이 있었다.

에어비엔비는 AI를 도입해 가시적인 성과를 내고 있고 주가도 호조다. 실제 2분기 실적도 좋았다. 2Q26 매출 36억달러(+17%)·예약액 272억달러(+16%)로 서프라이즈를 냈다. 시장이 반응한 것은 성장률이 아니라 마진의 출처였다. AI 어시스턴트가 고객 문의의 45%를 사람 개입 없이 해결하면서 예약당 CS 비용이 YoY 16% 줄었고, 개발 조직에서는 기획에서 출시까지의 리드타임이 60% 단축되며 출시 기능 수가 기존 대비 80% 늘었다. 그 결과 조정 EBITDA 마진은 35%로 100bp 확장됐고 회사는 연간 마진 가이던스를 35.5%로 올렸다.

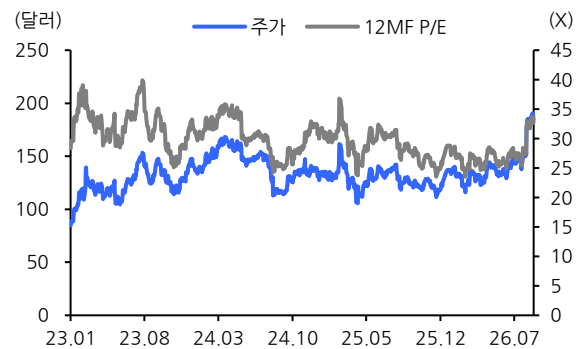
에어비엔비는 사용자 접점은 그대로 두고 CS와 개발이라는 백엔드에 AI를 넣어 원가 구조를 바꿨다. 또한 애초에 여행/숙박이라는 업 자체가 AI가 뺏을 수 없는 실물 재고기반이기에 디레이팅 요소가 없다.

〈그림127〉 에어비엔비 실적 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림128〉 에어비엔비 주가 및 12MF 추이



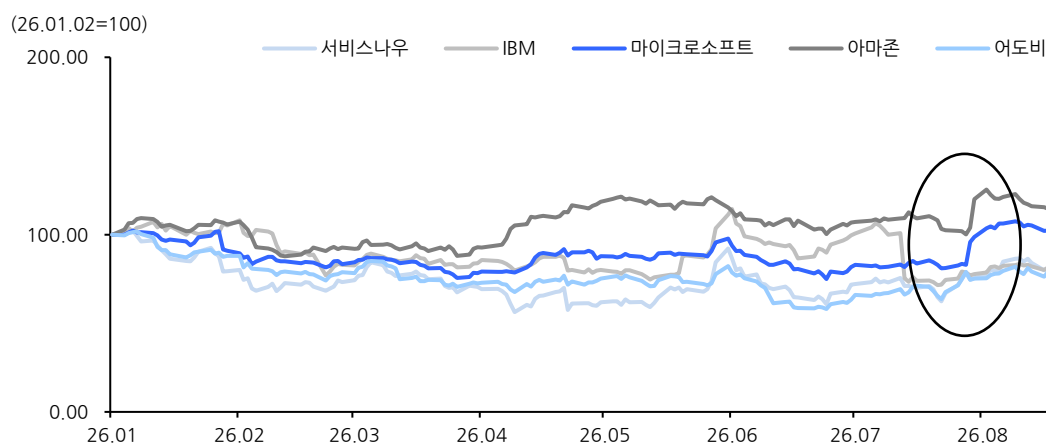
자료: Bloomberg, 현대차증권

AI 디레이팅 해소의 쟁점은 성과

즉, AI가 따라할 수 없는 차별적 데이터/서비스를 가지고 있거나, AI 인프라와 연관되었거나, 원가를 절감할 수 있는 기업들은 AI 디레이팅에서 벗어날 수 있다.

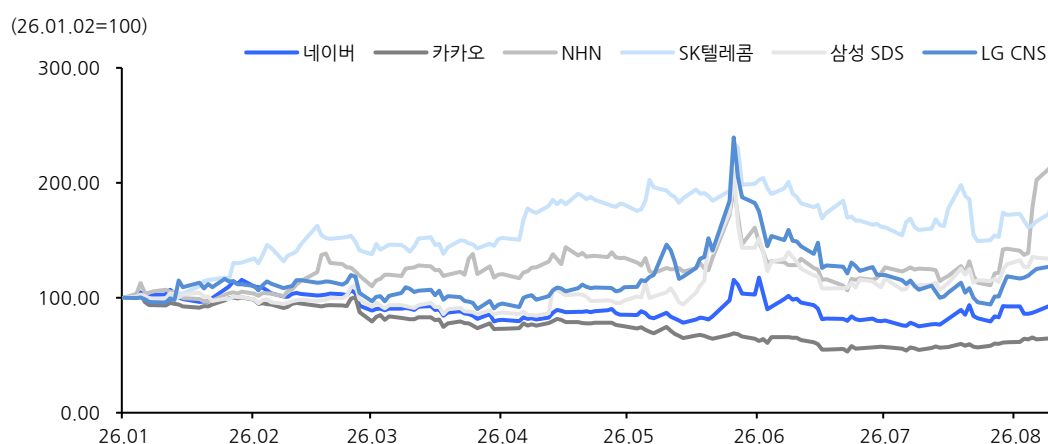
국내도 같은 흐름으로 갈 수 있을지 주목할 필요가 있다. 반납할 프리미엄이 없는 국내 인터넷/SW에게 필요한 것은 처음부터 리레이팅의 트리거였다. 에어비앤비는 그 트리거가 신사업을 통한 매출이 아니라 AI를 통한 마진 개선만으로도 성립함을 보여줬다. 확고한 차별우위를 가진 국내 버티컬 플랫폼(무신사, 토스 등)도 같은 경로로 나아갈 수 있어 주목한다. 결국 AI 디레이팅은 단순히 실적이 방어하는 것을 넘어 AI가 실질적으로 손익에 유의미한 +로 기여할 때 끝날 것이다.

〈그림129〉 글로벌 주요 SW 기업 YTD 추이 → 반등 모색



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림130〉 국내 주요 SW 기업 YTD 추이



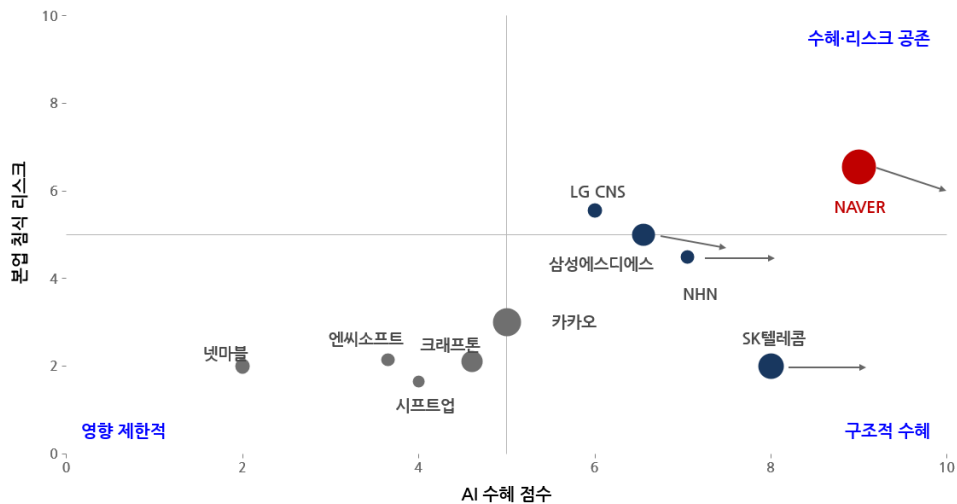
자료: Bloomberg, 현대차증권

PART 3. 기업 별 AI 포지셔닝맵 및 방어/피해섹터 전망

커버리지 기업 AI 포지셔닝맵 구축

앞서 살펴본 SW 디레이팅 사례와 상황을 고려해 커버리지 기업 AI 포지셔닝 맵을 구축했다. 우리의 분석에 따르면 현재 네이버, LGCNS, 삼성에스디에스는 수혜와 리스크가 공존하는 구간, NHN/SKT는 구조적 수혜구간, 카카오 및 게임주는 AI 영향 제한적(방어주)로 판단한다. 또한 AI DC 비즈니스 진출을 통해 CNS, SDS, 네이버 모두 최종적으로는 구조적 수혜에 위치할 것으로 전망한다.

<그림131> 커버리지 AI 포지셔닝 맵



자료: 현대차증권

주: 버블크기 = 시가총액, 화살표 = 향후 12개월 방향

〈표132〉 국내 커버리지 종목 AI 포지셔닝 맵

종목	X: AI 수혜 점수	Y: 본업 침식 리스크	수혜 근거	리스크 근거
NAVER	9	6.5	1GW급 AIDC(가이던스 매출 20조-OPM 20%+), GPUaaS-소버린 AI, 브룩필드/엔비디아 협력. AI 모델 보유	검색/포탈 침식 노출. 단 커머스는 무관하며 국내 침식 속도 완만함. AI 인프라가 상쇄
SK텔레콤	8	2	15GW 로드맵, 울산 AIDC SK-AWS 건립 중. AI 모델 보유	통신 본업은 AI 침식 낮음
삼성에스디에스	6.5	5	구미 CAPEX형-해남 지분형-DBO 3모델 기반 3년 800MW+ 구축 목표	AI가 인력/투입시간 줄여 SI 매출 침식할 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
NHN	7	4.5	팩토리X 서울 B200 7,656장, 27년 중 30MW 증설, 기업규모 대비 AI매출 익스포져 가장 높음.	본업(결제/게임/클라우드) AI 침식리스크 낮음
LG CNS	6	5.5	DBO(설계-구축-운영)/코로케이션 AIDC 운영	AI가 인력/투입시간 줄여 SI 매출 침식할 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
카카오	5	3	자체 컴퓨트 자산 부재, OpenAI 제휴, 자체LLM기반 온디바이스 AI	메신저 서비스는 AI 영향 적음. 반대로 AI로 부가가치 창출도 어려움
크래프톤	4.5	2	AI 별도 조직 운영, 게임/AI 내외부 결합에 가장 적극적, 블랙웰 클러스터(NHN운영)	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
엔씨소프트	4	2	자체LLM(바르코) 보유, AI 별도법인 보유, AI 제작 도구 활용	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
시프트업	4	2	AI 제작 파이프라인 선도 활용(아트-리소스) — 비용 구조 수혜가능	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
넷마블	2	2	국내 TOP 게임사 대비 AI 활용정도 낮은 것으로 추정	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능

자료: 현대차증권

주: X = 컴퓨트 자산 보유-AI 매출 노출-AI 비용절감 활용 종합(10점 만점), Y = 본업 매출이 AI 에이전트로 대체-침식될 위험(10점 만점). 점수는 당사 정성 평가

〈표133〉 AI도입에 따른 SW/서비스 섹터별 영향도 판단

서브섹터	과금 구조	판정	핵심 논거	대표종목 YTD 수익률	대표종목 (해외)	대표종목 (국내)
네오클라우드	Take or pay	수혜	AI 수요 증가와 컴퓨팅 증가가 모두 매출과 이익에 연결됨	NBIS +150% NAVER -11%	MSFT, CRWV, NBIS	통신사, 네이버, 삼성 SDS, NHN
개발도구·데이터베이스	사용량	수혜	에이전트발 코드·데이터 증가가 사용량 증가 -> 매출로 직결됨	DDOG+74% SNOW+50%	DDOG, NOW	-
여행·O2O 마켓플레이스	Take rate	수혜	숙소·이동·배달 등 실물 공급망은 AI가 대체불가. AI 에이전트가 오히려 신규 예약 채널로 유입되고, CS·매칭 자동화로 마진 확대	ABNB+40% BKNG-4%	ABNB, BKNG, ER, SH	하나투어
결제·핀테크 플랫폼	Take rate	방어	에이전트 커머스로 기존 결제망은 그대로 활용할 것	V+9% MA+4%	V, MA, PYPL	카카오페이
보안	인당	방어	컴플라이언스에 따른 강제 지출	CRWD+86%	CRWD, PANW	안랩
규제산업 SW	인당	방어	규제에 따른 진입장벽 있음	VEEV+24%	VEEV, TYL	-
메신저·SNS	CPM	방어	AI가 소비자 행동 양식 바꾸기 어려움	META-12% 카카오-39%	META	카카오
이커머스	Ttake rate	방어	AI가 소비자 행동 양식 바꾸기 어려움	AMZN+15%	SHOP, AMZN	네이버
게임·콘텐츠	IAP·구독	방어	원론적으로는 원가절감으로 수혜, 그러나 경쟁산업으로 수혜제한	닌텐도-15% 크래프톤-8%	닌텐도, TTWO	크래프톤, 엔씨
ERP·기간시스템	인당(seat)	피해	제품 대체 위험과 고객사 인력 축소 피해	SAP-9% NOW-6%	SAP, WDAY, NOW	더존비즈온
업무도구 SW	인당(seat)	피해	AI 프론티어 랩 직접 진출 위협	ADBE-17% CRM-3%	CRM, ADBE, TEAM	한글과컴퓨터
IT 용역 (SI)	인당/투입시간	피해	AI 도입에 따른 생산성 향상 -> 맨파워 감소로 이어짐 한국은 캡티브·AIDC로 방어 가능	ACN -29% 삼성 SDS +39%	CAN, EPAM	삼성 SDS, LG CNS
검색·광고	CPC/CPM	피해	AI 검색 도입에 따른 쿼리 감소, 점유율 하락	LY+34 % BAIDU-27%	GOOGL, LY, BAIDU	네이버

자료: 현대차증권

〈표134〉 마이클버리의 SW AI 디레이팅 분류

등급	명칭	정의 / 특징	연급 기업
1	Fortress	AI로 기존서비스를 위협하는 공격자 포지션, AI랩 성장에도 약점이 없음	
2	Castle	강한 해자, 자체적인 AI 역량 보유, 업계 지위도 안정적	CrowdStrike, Unity,
3	Chapel	자체 R&D에도 불구하고 AI 위협이 커지는 구간. 취약성 높음	Freshworks, Salesforce, ServiceNow, Adobe
4	Stone	실질적인 AI 위협에 적응능력이 부족, R&D는 있으나 적절성이 의문이거나 자금이 부족함. 업계지위가 심각히 위협될 수 있음	Paycom, HubSpot, Workday
5	Wood	가장 취약. 외부 LLM, AGENT를 빌려 쓸 뿐 소유하지 않음. AI전략이 전적으로 제 3자의존, 내부 R&D 없음. 장기적으로 소멸위험	

자료: Michael Burny,현대차증권

피해섹터 – 검색/포탈 서비스

AI 검색확산에 따른 레거시 검색 포탈의 균열은 이미 관측 중

AI 검색 확산, 흔들리는 레거시 검색

AI 검색의 확산은 레거시 검색 트래픽에 지속적인 악영향을 끼칠 것으로 전망한다. 이는 AI 검색이 필연적으로 제로클릭 서치(검색 이후 다음 행동으로 이루어지지 않는, 검색 한번으로 끝나는 검색)을 늘리기 때문이다. AI 검색은 이미 많은 정보성 쿼리를 대체하고 있다. DATOS 조사에 따르면, BAIDU 정보성 쿼리 비중은 1년만에 6%p 감소했다.

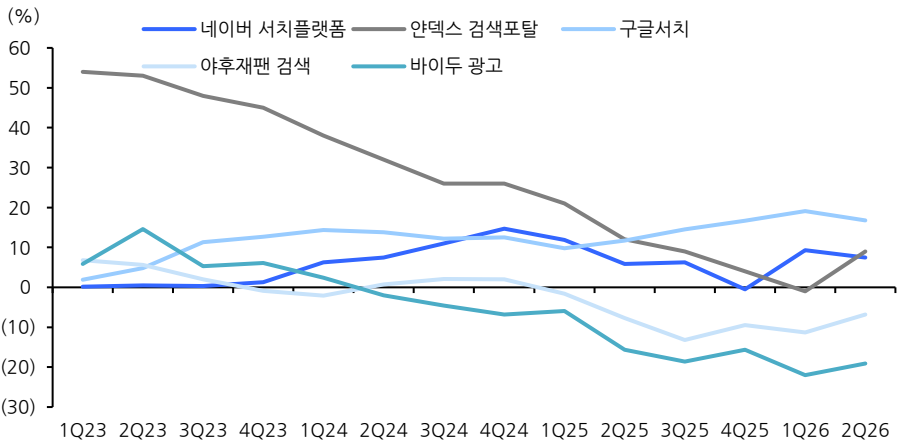
실제로 네이버를 제외한 로컬 검색 플랫폼(중국 바이두,일본 야후재팬,러시아 안텍스)들의 검색광고 실적은 급격한 하락 추세를 그리고 있다. 바이두는 2Q24 부터 광고 역성장을 시작해 1분기에는 YoY 21% 감익 기록했다. 야후재팬(라인야후) 검색은 1Q25부터 역성장을 시작해 5개분기 역성장을 거두고 있다. 두 회사 모두 AI서비스가 검색에 도입되어 있다. 그러나 구글/메타와 달리 AI 서비스가 트래픽 향상/수익화 모두 도움되지 못하며 오히려 비용 부담으로 작용하고 있다.

상업성 쿼리 우위
네이버, 방어력 보유

로컬 검색포탈 중 네이버가 상대적으로 방어하고 있는 이유는 비즈니스쿼리/정보성쿼리 비중의 차이 일 가능성이 높다. 생성형 AI가 현재 상대적으로 침투하고 있지 못한 영역이 상업적 검색이다. 현재 네이버 콘텐츠는 크롤링이 막혀있다. 이로 인해 생성형 AI 챗봇이 네이버의 UGC(블로그/리뷰 등) 데이터를 활용할 수 없고, 따라서 “강남 맛집 알려줘”와 같은 질문에 적절하게 대응할 수 없다.

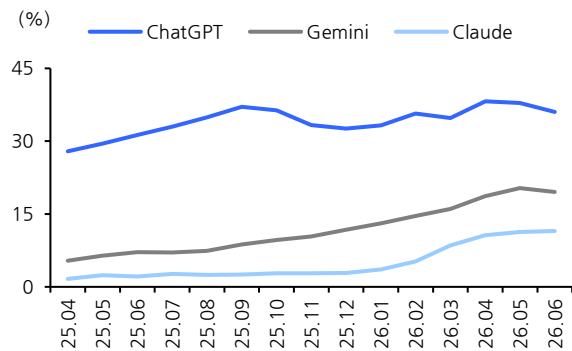
구글에 절대다수 데이터가 존재하는 글로벌과 달리(가령 도쿄에서 맛집을 찾는다면 구글 리뷰도 충분한 데이터를 제공하듯이) 국가적 특수성으로 인해 대한민국의 상업성 데이터의 절대다수가 네이버 플레이스 리뷰와 같은 플랫폼에 집중되어 있기에, 상업성 쿼리에 대한 네이버의 비교우위는 지속될 전망이다.

<그림135> 바이두,야후재팬,안텍스,네이버 검색광고 YoY 증감률 추이... 구글 성장가속/ 네이버 성장 방어, 바이두/야후재팬 하락 가속화



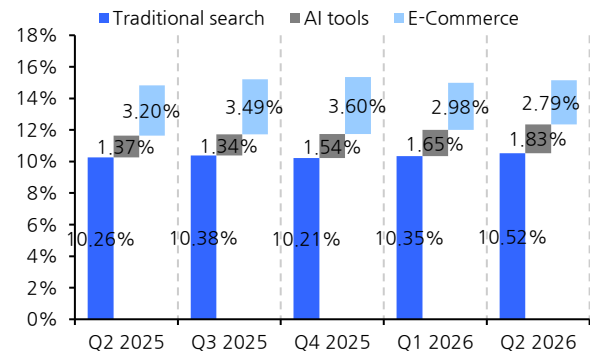
자료: 각사, 현대차증권

〈그림136〉 AI 서비스 웹 방문 비율



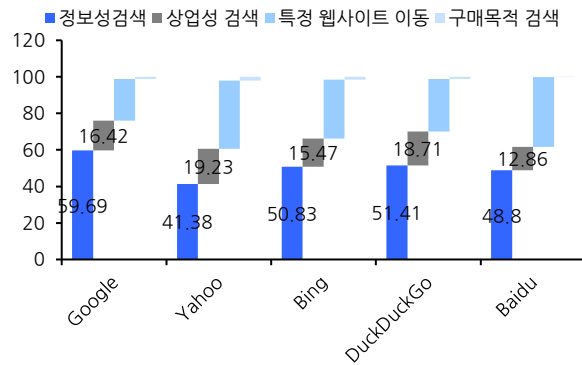
자료: DATOS, 현대차증권

〈그림137〉 전체 트래픽 비중... AI/전통검색 동반상승



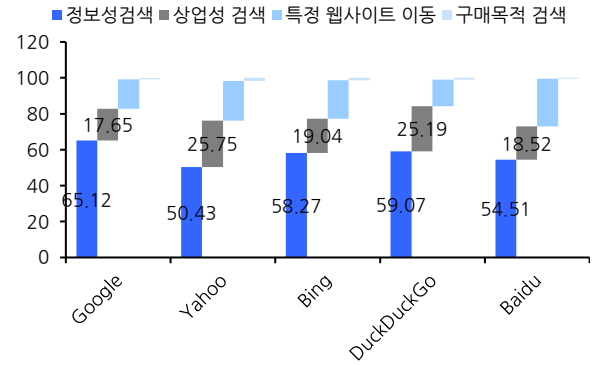
자료: DATOS, 현대차증권

〈그림138〉 미국 2Q25 검색 카테고리 별 비중



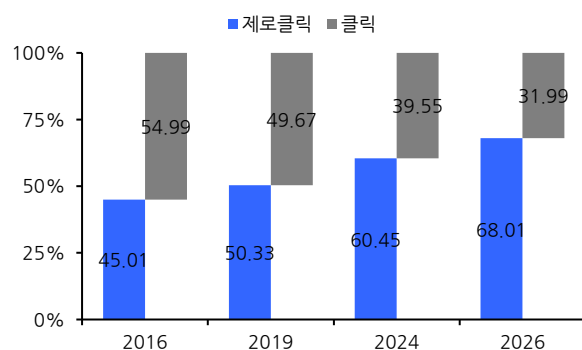
자료: DATOS, 현대차증권

〈그림139〉 2Q26 -정보성 쿼리는 살아남는다



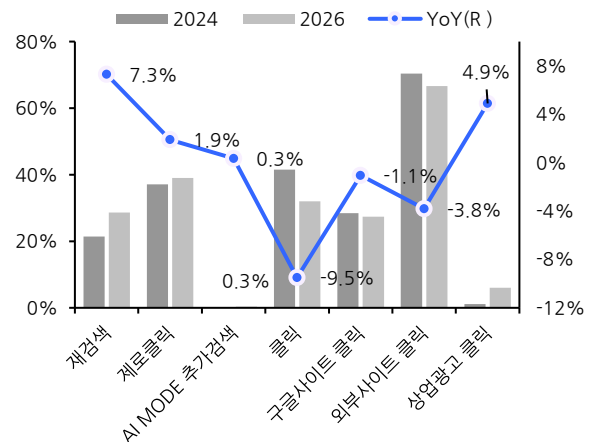
자료: DATOS, 현대차증권

〈그림140〉 구글의 제로클릭은 AI의 도입과 함께 빠르게 증가. 로컬 검색플랫폼에게는 부정적



자료: DATOS, 현대차증권

〈그림141〉 검색행동 별 증감률



자료: DATOS, 현대차증권

검색/광고 – 그러나 안심하기는 이르다

AI 에이전트, 상업성
쿼리 위협 가능성

다만 상업성 쿼리가 안전하다고 안심하기는 이르다. AI 발전이 가속화되며 이제는 AI가 컴퓨터의 제어권을 가지고 직접 업무를 수행하는 사례도 많아지고 있기 때문이다.

국내 검색이 상업성 쿼리를 지켜온 방식은 단순하다. 플레이스 리뷰, 쇼핑 랭킹, 블로그 후기 등 네이버의 상업 데이터는 크롤링이 원천 차단되어 있어 글로벌 LLM 학습에서 빠져 있다. ChatGPT에 강남 맛집/피부과 추천을 물었을 때 네이버 검색만 못한 답이 나오는 이유다.

그러나 컴퓨터 제어 에이전트는 이를 우회해 정보를 수집할 수 있다. 엔트로픽이 '24.10 Computer Use API를 내놓은 뒤 오픈AI Operator('25.1), Claude in Chrome('25.8), ChatGPT Atlas 브라우저('25.10), 구글 Gemini Computer Use('25.10)가 이어졌고, '26.1에는 개인 PC를 제어하는 오픈소스 OpenClaw까지 나왔다. 서버에서 끊어가는 것이 아니라 사용자 브라우저에서 사용자 로그인 세션으로 화면을 보고 클릭하는 방식이다. 해당방식으로 데이터를 수집하는 것까지 막을 수는 없다. 여기에 성능 개선 속도도 빠르다. 컴퓨터 작업 벤치마크 OSWorld 기준 성공률은 '24.10 22%에서 '26 상반기 70%대까지 올라와 인간 기준선(72%)에 도달했다.

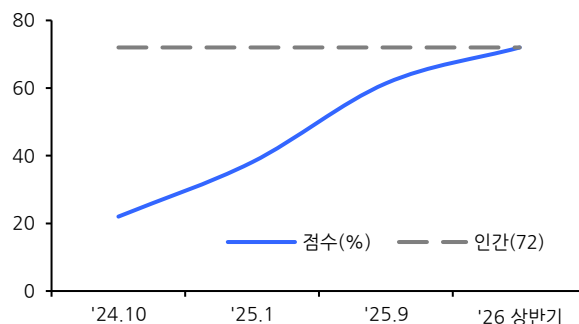
다만 위협을 과장할 이유는 없다. 에이전트 브라우징은 페이지마다 추론 비용이 붙고 작업당 수십 초가 걸려 대량 수집 수단으로는 크롤링의 경제성을 따라가지 못한다. 실제 리스크는 데이터 유출이 아니라 사용자가 네이버 화면을 직접 보지 않게 되는 것, 즉 검색광고 노출의 감소다.

<그림142> AI는 이제 컴퓨터를 직접 조작 ...



자료: Google, 현대차증권

<그림143> Computer-use AI는 이제 인간수준에 도달



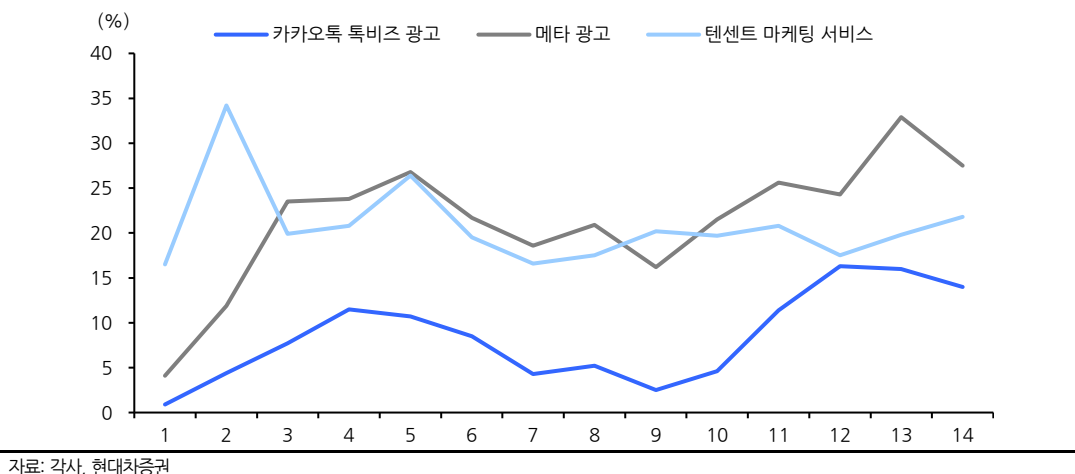
자료: OSWORLD, 현대차증권

방어섹터- 메신저

SNS/메신저: AI 디레이팅을 고려할 필요 없지만, 리레이팅을 고려하기도 어렵다

견고한 해자 커머스 / 메신저	생성형 AI의 주된 위협은 프론티어 AI 랩의 서비스(Chatgpt 등)가 기존 서비스를 대체할 수도 있다는 공포에서 온다. 그런 관점에서 보면 커머스/메신저는 AI 무풍지대다.
	<u>본질적인 이유는 생성형 AI가 기존 이커머스/메신저 사용자의 행동패턴을 바꿀 수 없을 것으로 전망하기 때문이다.</u> 우선 메신저의 경우에는 Chatgpt/Claude가 채팅 앱 서비스를 시작한다고 해도 전환 수요가 없을 것으로 판단한다. 대다수 사용자들이 채팅앱에게 원하는 니즈는 채팅서비스 그 자체와 충분히 많은 사용자 풀임이 이미 확인되었다. 따라서 카카오톡은 기타 부가가능 우수한 텔레그램/라인/왓츠앱과 같은 글로벌 메신저의 침투에도 굳건히 국내 No.1 대화플랫폼으로의 지위를 가지고 있고 앞으로도 그럴 것이다. 이 부분에 대해서는 이견의 여지가 없다. <u>그러나 반대로 이는 창출할 수 있는 부가가치가 제한된다는 의미와도 연결된다.</u>
소비자들이 AI 메신저 를 원하지 않기에 리레이팅도 제한적	최근 AI 서비스와 개편을 진행한 카카오는 소비자의 거센 반발에 부딪힌 바 있다. 앞서 말한 것처럼 유저들의 니즈는 명확하다. <u>친구/가족/지인과의 원활한 대화라는 본질적인 니즈다.</u> 물론 기업입장에서는 새로운 부가가치를 창출하기 위해 AI 서비스 및 여러가지의 개편이 필요할 것이다. 그러나 국내 소비자의 니즈는 그렇지 않다. AI 서비스 이후 외부 데이터조사기관
	기준으로도 체류시간의 뚜렷한 변화도 관측되지 않는다.
	토스와 중국의 위챗이 슈퍼앱으로 지속적인 진화를 거듭 수 있었던 것은 처음부터 슈퍼앱으로 시작했고, 포지셔닝 했기 때문이다. 이미 메신저로 포지셔닝 되어있는 서비스를 무리하게 슈퍼앱으로 확장하려는 시도는 오히려 리스크를 야기할 수 있음을 우리는 이미 최근 카카오톡의 업데이트에서 확인했다.
	<u>메신저/SNS 비즈니스의 AI 디레이팅을 고려할 필요는 없지만 리레이팅도 어렵다고 판단한다.</u>

〈그림144〉 메타/텐센트/카카오톡 광고 YoY 증감률 추이…AI 위협은 없고, 오히려 AI 타겟팅광고/서비스 도입으로 성장은 가속화..



〈표145〉 메신저/SNS AI 도입 현황

앱	AI 기능	시점	사용자 반응	수익화	현재 상태
스냅챗	GPT 기반 대화·추천형 AI 챗봇	'23.2	무료 이용자 제한 강화 후 앱스토어 1점 리뷰 급증, 이용자 150만명 이탈('23.6 발표)	Snapchat+ 가입 유도, My AI 대화 맥락 기반 스폰서드 링크 테스트	강제 노출 축소 → 선택형으로 전환
디스코드	OpenAI 기반 대화형 챗봇 Clyde	'23.3	이용자피·반응 비공개	별도 수익화 없음 (무료 실험)	'23.11 서비스 종료
X(트위터)	Grok — 실시간 답변 제공	23.11	활동 이용자 중심 정보 탐색·토론 활용 확대, 저품질 답변 논란 병존	Grok 사용 한도·신기능 차등을 통한 유료 구독 유도	유지·확대
메타	Meta AI 어시스턴트 — 검색·채팅 통합 + 독립 앱 출시	24.4	MAU 약 10억명('25.4), Instagram·Facebook 등 기존 서비스와 결합	AI 대화 기반 콘텐츠·광고 개인화, 기존 광고사업과 연계	유지·확대, 광고 고도화·AI 에이전트 수익화 추진
Instagram	Meta AI 검색·DM 통합, AI Studio 크리에이터·추천·생성광고	24.4	출시 직후 정량 반응은 제한적	LLM 기반 광고 예측·순위 개선, AI 광고 제작·개인화	검색·추천·광고 전반으로 AI 적용 확대
iMessage(애플)	앱 연동 답장·질문 도구, 실시간 번역, Siri·ChatGPT 연동	'24.10	요약 오류 논란 후 일부 기능 일시 중단)	직접 수익화 없음	기능 유지·확대
구글 메시지	Gemini 1:1 챗 - 메시지·아이디어 생성	'24.5	정량 반응 미공개	직접 과금 없음, Gemini 이용 점점 확대	Android 전반 AI 어시스턴트로 확장
LINE(LY)	AI 질의·이미지 생성·친구 추천, Agent 기반 개인화	24.2	공식 계정 친구 추가 89만명('24.07)	구독 수익, 프리미엄 요금제·기업 협업 연계	LINE 앱 내 AI 기능 확대, '26.4 Agent 통합
위챗(텐센트)	DeepSeek AI 검색, AI 에이전트 개발	'25.2	세부 이용지표 미공개, Yuanbao 이용 확대	AI 광고 타기팅·검색광고 최적화, Mini Shops 추천·구매전환 강화	Mini Programs·소셜·결제로 AI 적용 확대
카카오톡	ChatGPT for Kakao·Kakao Tools, 채팅형 AI	'25.10	피드형 개편 반발 이후 관련 기능 일부 조정	ChatGPT Plus 구독, Kakao Tools 기반 커머스 전환 추진	피드 개편 일부 후퇴, AI는 채팅·검색·추천·커머스 중심 확대

자료: 언론, 현대차증권

메타는 AI 타겟팅 광고 효율 증대로 성장 가속화... 그러나 AI에 대한 투자가 디레이팅으로 작용

AI가 잠식하지 못한 SNS/메신저

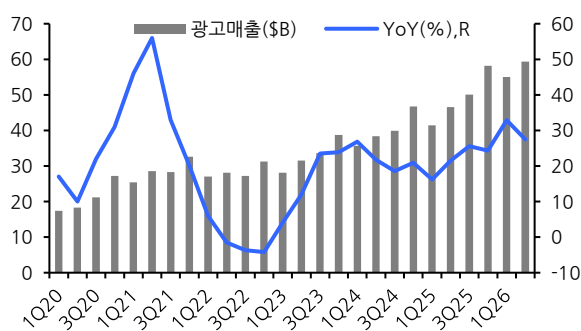
ChatGPT 주간 사용자 10억 명 시대에 AI로 인해 SNS·메신저가 잠식당하고 있다면 그 증거는 메타 실적에 먼저 나타나야 한다. 결과는 그렇지 않다.

2Q26 광고 매출은 594억달러로 YoY +27%를 기록했고, DAP는 36.0억 명(+3%), 광고 노출은 +14%, 단가는 +12%로 물량과 가격이 동시에 늘었다. 챗봇이 아무리 성장해도 사람들은 여전히 피드를 보고 메시지를 보낸다. 친구·가족과의 연결이라는 니즈는 AI가 대신할 수 있는 것이 아니기 때문이다. 검색이 정보성 쿼리부터 잠식당하는 것과 달리, SNS·메신저에는 AI가 가져갈 쿼리 자체가 없다. 이것이 우리가 메신저 업종을 AI 무풍지대로 분류하는 근거이며, 카카오의 디레이팅을 고려하지 않는 이유다. 실제로 메타에게 AI는 위협이 아니라 보완재로 작동했다. 사용자 접점은 건드리지 않은 채 광고 백엔드에 AI를 넣어 타겟팅과 소재, 측정을 개선했고, 그 결과로 광고효율성이 개선, 광고단가는 +12%성장했다. 생성형AI가 등장해도 SNS/메신저 서비스 사용자들의 주된 행동은 바뀐 것이 없다. 오히려 AI는 광고 시스템의 효율성을 제고했다.

메타 디레이팅의 이유는 AI에 대한 과도한 투자

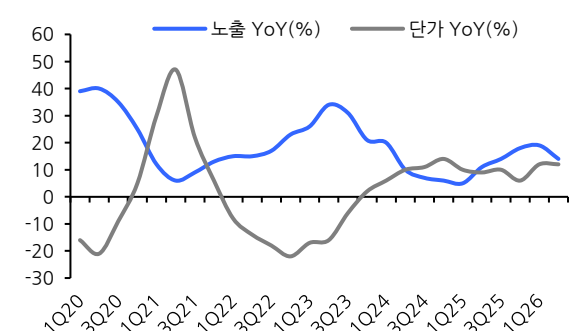
그럼에도 메타의 주가는 26년들어 지속적인 약세에 있다. 원인은 매출이 아니라 이익과 현금흐름이다. 2Q26 총비용은 YoY +55% 늘었고 순이익은 158억달러로 -14% 감익됐다. 문제는 현금흐름이다. 분기 CAPEX 311억달러가 영업현금흐름의 97.5%를 흡수하며 FCF는 7.8억달러로 YoY -91% 급감했고, 회사는 연간 CAPEX 가이드런스 하단을 재차 올려 1,300~1,450억달러를 제시했다. 광고가 벌어오는 현금을 AI 인프라가 그대로 삼키는 구조가 완성된 것이다. AI 무풍지대라는 것은 매출이 안전하다는 뜻이지 밸류에이션이 안전하다는 뜻이 아니다. 메타는 사업이 AI에 침식당하지 않아도 AI 군비경쟁의 비용 때문에 디레이팅을 겪고 있다.

〈그림146〉 메타 광고매출액 추이



자료: 메타, 현대차증권

〈그림147〉 메타 광고 노출 및 단가 YoY 추이



자료: 메타, 현대차증권

카카오는 AI 광풍에서 가장 안전한 포지션. 디레이팅은 없지만 리레이팅은 어려움

AI 투자 정도가 가장
낮아
가장 방어적 포지션

역으로 카카오는 메타와 달리 비용없이 수혜만 수취할 수 있는 구조다. 프론티어 경쟁에 참전하지 않는 에셋라이트 구조라 메타식 CAPEX 부담이 없고, 마찬가지로 잠식당할 검색 쿼리도 없다. AI 사이클에서 카카오의 밸류에이션 하방이 경쟁사 대비 탄탄할 수 있는 이유다.

타겟팅 데이터 확보
필요

다만 상방도 같은 논리로 제한된다. 메타의 멀티플과 광고매출을 지탱하는 것은 결국 AI 타겟팅 광고가 만들어내는 단가 상승이다. 그리고 광고 상승의 가장 큰 이유는 방대한 퍼포먼스 광고주 풀과 타겟팅 데이터다. 카카오는 퍼스트 파티 데이터 보유가 상대적으로 부족해 타겟팅 데이터에 활용할 부분이 적다. 그래도 AI 검색을 도입할 계획에 있어 해당 부분에서는 개선이 있을 것으로 보인다.

AI 서비스 행보는
가장빠름

지난 1년간 카카오의 AI 행보는 공격적이며 가장 빨랐다. '25년 10월 오픈AI 협업 개시 후 ChatGPT for Kakao 가입자는 출시 직후 200만 명에서 '26년 2월 800만, 5월 1,100만 명으로 늘었고, 26년 6월에는 카카오톡 채팅방 안에서 @멘션으로 호출하는 ChatGPT 챗봇이 붙었다. 3월 정식 오픈한 '카나나 인 카카오톡'은 680MB 경량 모델(카나나 나노)을 단말에 얹은 온디바이스 방식으로 서비스되었다. 이 상황에서 PLAY MCP 생태계를 구축하며 카톡 내 다양한 버티컬 서비스를 늘려나가기 위한 시도를 계속하고 있다. 이런 일환으로 하반기 쿠팡이츠가 AI서비스로 불을 예정이다.

실질적인 지표 확인은 아직

그러나 아직 외부 조사기관 기준 체류시간트래픽의 유의미한 개선은 관측되지 않는다. 카카오 2분기 광고매출액은 4,000억원(YoY+14%)으로 큰 폭의 상승을 거두었으나 이 부분이 AI의 효과인지, 앱 개편의 효과일지는 조금 더 지켜봐야 한다.

메신저/SNS:
AI 중립으로 판단

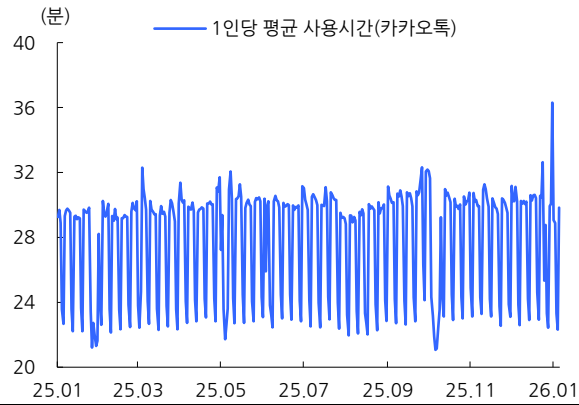
다시 정리하면 메신저 업종의 AI 노출은 디레이팅도 리레이팅도 아닌 중립으로 판단한다. 이것이 우리가 카카오톡을 방어주로 분류되 AI 수혜주로 분류하지는 않은 이유다. 그러나 이 중립이 영구적이라는 뜻은 아니다. 특비즈 광고 백엔드에 AI 타겟팅이 실제 적용되는지, 그리고 ChatGPT for Kakao 등 카카오 AI가 실제로 유저 트래픽 확대와 매출에 유의미하게 기여하는지. 이 두가지가 유의미한 증가세를 만든다면 카카오는 AI 주식으로 분류될 수 있다.

카카오 AI 서비스
'29년 매출액
5,087억원 제시

실제로 카카오는 지난 8월21일 AI사업을 인적분할해 카카오 AI로 새로 출범하기로 결정했다. 해당법인은 CAGR 20% 성장을 목표로하며, 2030년 매출 6조원+를 가이던스로 제시했다. AI 매출 가이던스는 '30년 1조원이다.

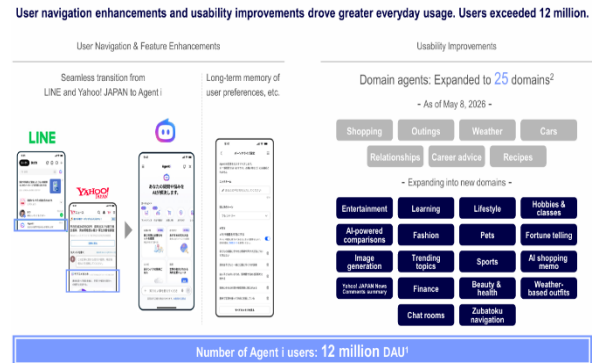
다만 우리는 최근 업데이트 반응 및 추이를 고려, 카카오 29년 AI 매출로 5,087억원을 제시한다. 회사 가이던스인 '2030년 검색시장 5% 침투를 인용한 결과다.

〈그림148〉 외부조사 기준 업데이트 이후 유의미한 체류시간 증대는 관측되지 않음, 이는 모수의 차이일수도



자료: 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림149〉 채팅앱 +AI 서비스는 사실상 모든 앱들이 진행중...



자료: LY, 현대차증권

〈표150〉 카카오 AI 서비스 추정

(단위: 억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E	2029E
합산 AI 매출액	15	21	87	123	247	360	462	573	246	1,642	3,320	5,087
AI 멤버십 매출	15	21	30	33	33	36	39	45	99	153	263	359
GPT 유료구독자수(만명)	293	305	311	322	331	342	355	365	322	365	391	422
GPT 앱MAU(만명)	1,626	1,705	1,811	2,005	2,111	2,132	2,225	2,311				
카카오 AI서비스구독유저(만명)	5	7	10	11	11	12	13	15	11	15	22	30
GPT -> 카카오 AI 전환률	2%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	4%	6%	7%
AI AGENT 서비스 매출			57	90	121	169	190	218	147	698	1,137	1,428
카카오톡 AI 커머스 매출액			20	26	41	62	72	81	46	256	407	477
한국 모바일쇼핑 GMV(조원)	53.9	54.5	54.4	57.3	56.7	57.5	57.2	60.1	220.1	231.5	251.0	265.0
AI 커머스 GMV(억원)	539	1,635	2,178	2,866	4,536	6,899	8,011	9,009	7,218	28,455	45,180	53,000
AI 커머스 침투율	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	0.3%	1.2%	1.8%	2.0%
카카오톡 AI 커머스 예상 GMV(억 원)			653	860	1,361	2,070	2,403	2,703	1,513	8,537	13,554	15,900
카카오톡 AI 커머스 M/S			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
퀵커머스 서비스 연동매출			17	39	50	72	78	92	56	292	508	600
기타 연동매출(OTA 등)			20	25	30	35	40	45	45	150	222	351
퀵커머스 산업GMV(조원)	6.3	6.6	6.7	7.0	6.6	6.9	7.1	7.4	26.6	28.0	29.0	30.0
카카오 퀵커머스 GMV(억원)			336	774	992	1,447	1,552	1,847	1,110	5,838	10,150	12,000
AI 퀵커머스 전체 GMV 침투율			0.5%	1.1%	1.5%	2.1%	2.2%	2.5%	0.4%	2.1%	3.5%	4.0%
AI 검색광고 매출			0	0	93	155	233	310	0	791	1,920	3,300
국내 검색광고 시장규모(조원)										6.20	6.40	6.60
카카오 AI 검색광고 M/S					0.6%	1.0%	1.5%	2.0%	0.0%	1.3%	3.0%	5.0%

자료: 카카오, 현대차증권

<그림151> 카카오 분할개요1

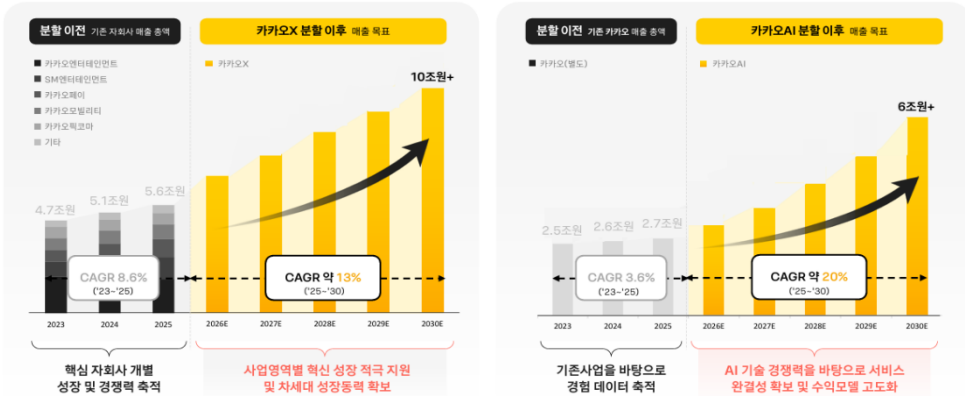


자료: 카카오, 현대차증권

<그림152> 카카오 분할개요 2

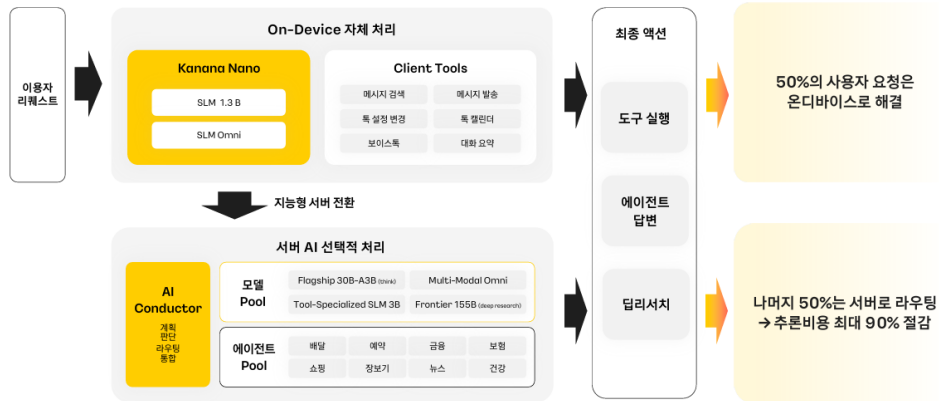
5. 주주가치 제고 (연결매출 성장)

카카오X와 카카오AI는 분할 후 각 사업 특성에 최적화된 성장 전략으로 매출 성장을 가속화 추진
25년 합산 매출 8.3조원 대비 30년 약 2배 가량 성장한 합산 매출 16+조원 달성 목표



자료: 카카오, 현대차증권

〈그림153〉 카카오 온디바이스 전략

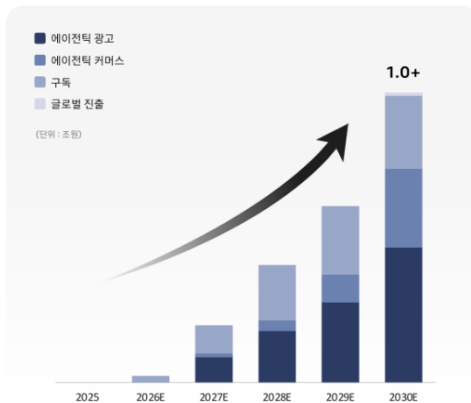


자료: 카카오, 현대차증권

〈그림154〉 카카오 AI 매출 목표 -2030년 1조원

11. 매출 목표 - AI

AI 매출은 2028년 카카오AI 전체 매출의 두 자릿수 비중으로 확대되며, 2030년에는 1조 원 돌파 목표



■ 에이전틱 광고

- 자연어 맥락 속 의도를 포착하여 제안-완결까지 압도적 전환을 보유한 신규 상품 출시
- AI를 활용하여 단기간 내 검색광고 시장 침투, 2030년까지 최소 5% 점유율 확보 목표
- 여러 B2C AI 서비스에서 새로운 형태의 광고 상품 라인업 확대

■ 에이전틱 커머스

- A2A 기반 외부 생태계와의 연동에서 발생하는 Agentic 거래 수수료
- 기존 커머스 서비스 진입 없이도, AI 서비스를 통해 탐색/추천/결제까지 연동되며, 이용자 상품 탐색 맥락에 대한 높은 이해도를 기반으로 구매 전환을 비약적인 증가

■ 구독

- 기존 B2C AI 구독 상품에 더해 신규 라인업 확장하여 ARR 증가

■ 글로벌 진출

- 이미 보유한 여러 자산을 기반으로 경쟁력 있는 분야에서 글로벌 시장 공략

자료: 카카오, 현대차증권

방어섹터- 커머스

커머스는 오히려 AI 수혜섹터

커머스 플랫폼, AI 침투 제한적
쿠팡/네이버에 AI가 붙는게 더 강력함

갑론을박이 많은 부분은 커머스다. 일견 생성형 AI에 커머스가 붙으면 좋은 시너지를 발휘할 수 있을 것이라는 세간의 의견이 많다. 그러나 우리는 몇 가지 이유로 그에 동의하지 않는다. 그 보다는 기존 커머스 플랫폼에 생성형 AI가 붙는 것이 훨씬 파괴적 효과를 자아낼 것으로 전망한다. 다시말해, ChatGPT에 아마존/쿠팡 등 기존 커머스 서비스가 add 되는 것 보다, 아마존/쿠팡에 ChatGPT와 같은 생성형 AI 서비스가 결합되는 방식이 더 강력할 것이다.

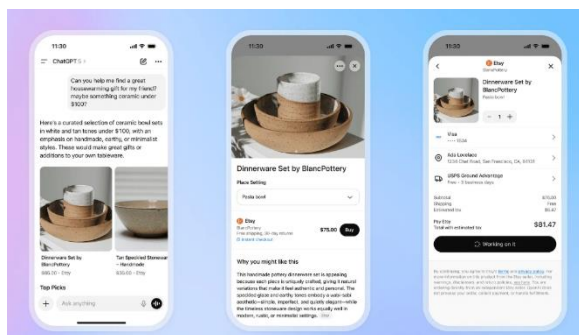
소비자들은 AI 기능이 아닌 플랫폼의 가격/커버리지/배송 등을 종합적으로 고려해 메인 커머스 플랫폼을 선택

실제로 Instant Checkout 서비스를 도입하며 25년 9월 AI 커머스 서비스를 출시한 OPENAI는 출시 6개월 만에 해당 서비스를 종료시킨 바 있다. 월마트의 자체조사에 따르면 챗봇 내 직접결제 전환율이 외부 클릭 방식의 1/3 수준에 불과했고, 그 외 셀러들도 AI AGENT 발 주문은 극소수라고 발언했다.

AI AGENT 커머스가 성공하지 못했고, 앞으로도 어려울 것이라고 보는 가장 큰 이유는 소비자의 커머스 플랫폼 선택이 AI와 같은 부가 기능보다는 가격, 물품커버리지, 배송 등을 모두 고려해 종합적으로 결정되기 때문이다. 이를 국내에서 네이버/쿠팡 및 주요 오픈마켓, 그외 버티컬 강자들(무신사 등)을 제외하고 경쟁력 있게 서비스할 기업은 없다고 판단한다.

커머스 섹터에서는 기존 주도 버티컬 플랫폼이 생성형 AI를 무기로 보완/성장하는 그림을 기대한다. 최근 들어서는 네이버/쿠팡 모두 서비스 내 AI를 탑재해 소비자 경험을 향상시키는 방향으로 나아가고 있다.

〈그림155〉 CHATGPT 커머스는 반년만에 종료.. 셀러 모집의 어려움 및 소비자 행동양식 변화 어려움



자료: ChatGPT, 현대차증권

〈그림156〉 기존 커머스 플랫폼에 AI가 결합되는 것이 더 강력할 것..



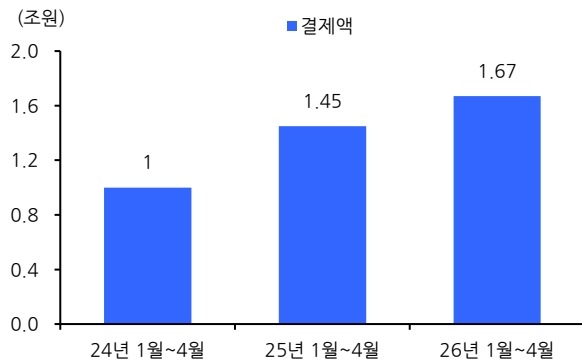
자료: 네이버, 현대차증권

AtoZ 이커머스의
강력한 로열티

소비자가 특정 이커머스 플랫폼을 쓰는 이유는 명확하다. 1)가격이 싸거나, 2)구매 배송등이 편리하거나, 3) 물품이 많은 경우다. 실제로 그 세가지를 고루 충족하는 커머스 플랫폼(쿠팡/네이버)가 시장의 메인 플랫폼으로서 지배적 점유율을 가져갈 수 있었다.

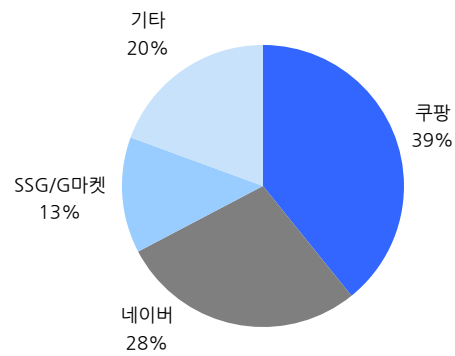
물론 이 구도에 도전장을 낸 회사는 많았다. 최근의 도전자는 C커머스(알리익스프레스-테무)였다. 초저가와 공격적 마케팅으로 '24년 한 해 국내 광고 시장을 흔들었다. 그러나 3년이 지난 현재 광풍은 잦아들었다. 알라-테무-쉬인 합산 결제추정액은 연환산 5조원 내외로 국내 온라인쇼핑 거래액(약 240조원)의 2% 수준이고, MAU는 알리 831만-테무 842만 명(26.4)으로 '24년 수준에서 멈췄다. 결제액이 늘고는 있지만 대세에는 변함이 없다. 대부분의 소비자에게 알라-테무는 살 것을 검색하는 메인 플랫폼이 아니라 핫딜이 있을 때 잠시 거쳐가는 채널에 불과하다. 단발의 할인 트래픽을 만들지만 습관을 만들지 못한다. 일상의 플랫폼이 되려면 가격 하나가 아니라 A to Z가 구비되어야 한다.

<그림157> C커머스 결제 추정액



자료: 와이즈앱, 현대차증권

<그림158> 공정위 조사기준 24년 이커머스 점유율



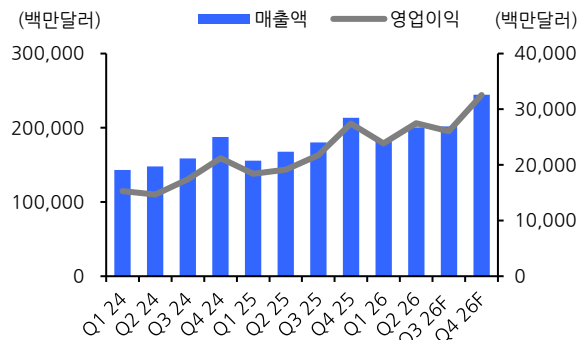
자료: 공정위, 현대차증권

AI, 커머스 리더들의
점유율 강화전망

오히려 AI는 거대 커머스기업(네이버/쿠팡)에게 점유율을 더 공고히 할 수 있는 기회로 판단한다. 다이나믹 프라이싱, 개인화 추천, 탐색 자동화는 전환 데이터와 재고-물류 정보를 쥔 플랫폼 안에서 가장 잘 작동하며, 굳이 통합 AI 솔루션을 거칠 이유가 없다. 지배적인 커머스 사업자, 아마존 Rufus와 월마트 Sparky가 이를 이미 실증했다. 아마존에 따르면, 아마존 AI 쇼핑 RUFUS는 연간 매출 120억달러를 기록했다. 또한 루퍼스를 이용하는 고객은 구매 가능성이 기존 대비 60% 높으며, 사용자수는 2억 5천만명으로 전년대비 150% 증가했다고 밝혔다. 월마트의 Sparky역시 기존 사용자 대비 평균 주문 금액이 35% 더 높았다.

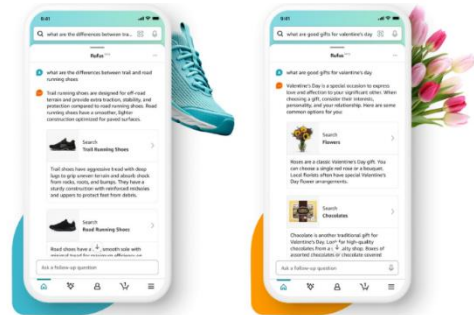
국내에서도 쿠팡의 AI 상품 비교와 네이버의 에이전틱 커머스 전환이 같은 경로를 밟고 있다. 우리는 AI가 소비 총량 자체를 늘리기는 어렵다고 보아 커머스를 방어 섹터로 분류하지만, 점유율의 관점에서는 다르다. 커머스에서 생성형AI는 1위 사업자 우위를 더 증폭시키며, 승자독식을 심화시키는 방향으로 작용할 것이다. 숫자에 앞서 구조만 보면 커머스 리더에게 AI는 수혜로 작용할 것이다.

〈그림159〉 아마존 실적 추이



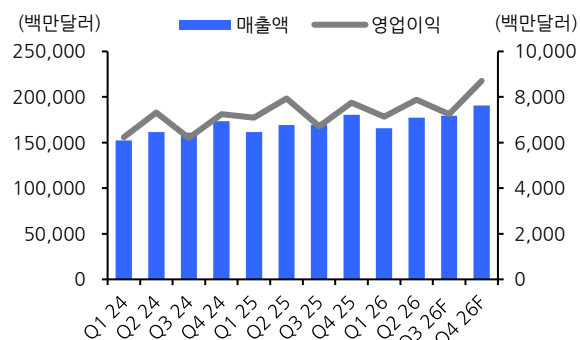
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림160〉 아마존 AI 쇼핑, RUFUS



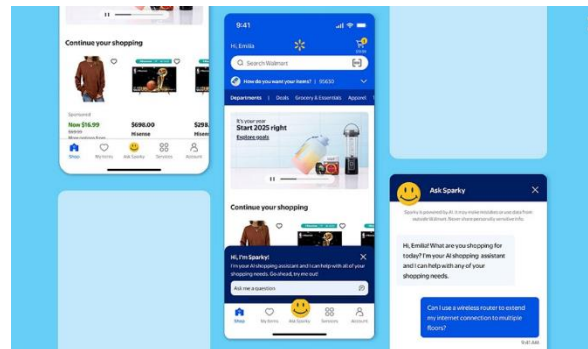
자료: 공정위, 현대차증권

〈그림161〉 월마트 실적 추이



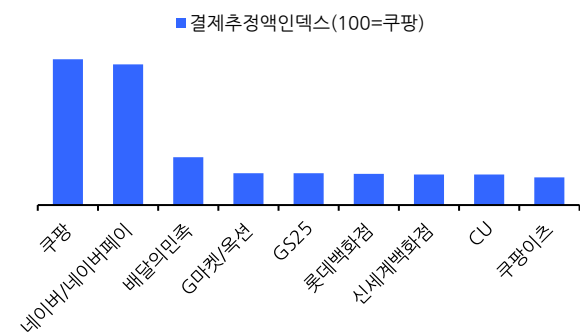
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림162〉 월마트 AI 쇼핑, Sparky



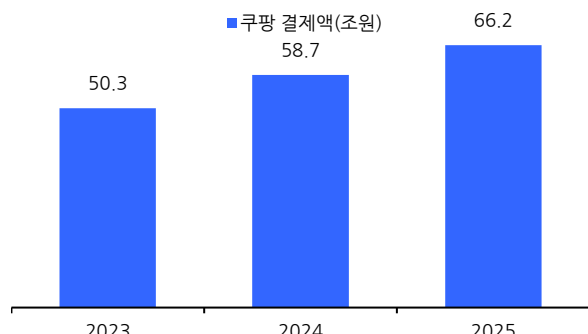
자료: 공정위, 현대차증권

〈그림7〉 리테일 신용카드 26년 상반기 결제액



자료: 와이즈앱, 현대차증권

〈그림8〉 쿠팡 연간 결제액 추이



자료: 와이즈앱, 현대차증권

방어섹터- 게임SW

이론적으로는 AI 수혜 강도 높음

AI 수혜는 공통,
차별화가 필요

생성형 AI 통한
P/Q/C개선
가능

1)게임 외부 활용
2)게임 내부 활용

원론적으로는 AI 수혜섹터지만 Market share를 놓고 경쟁하는 산업이기에 그 과실은 일부 기업만 획득할 전망이다. 개발과정에서 AI를 사용하는 것은 결국 모든 게임사가 하게 될 것이므로 차별우위를 지니기 어렵다. 산업 전반적으로는 긍정적인 영향이 있겠으나 회사별로는 다르게 판단해야 하는 이유다.

그보다 우리는 게임내 AI가 활용되는 사례에 더 주목한다. 그동안 게임의 역사를 되짚어보면 게임의 사양과 게임의 흥미는 어느정도 정비례 관계를 가졌다. 2020년대 들어오면서 하드웨어 혁신이 다소 멈추며 이로 인해 유저들의 지불용의(P)와 유저수(Q)모두 정체에 놓여있는 상황이다. 생성형 AI가 새로운 흥미 요소로 작용할 것을 기대한다.

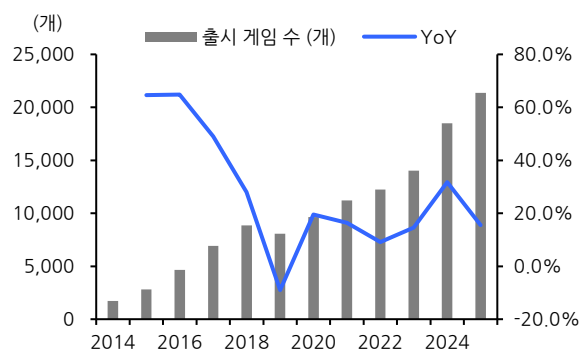
생성형 AI의 발전은 게임 내부와 외부 양방향으로 긍정적인 영향을 미친다.

1)게임 외부로 보면 생성형 AI를 활용해 코딩/기획/아트 업무를 대체/보완하며 개발 cost와 기간이 단축될 수 있다.

2)게임 내부로 보면 생성형 AI를 도입해 AI NPC, 생성형 대화 등의 신규기능을 추가해 게임에 흥미를 불러일으킬 수 있다. 유의미한 업데이트가 된다면 게임의 퀄리티를 향상시켜 P/Q 증대로 연결될 것이다.

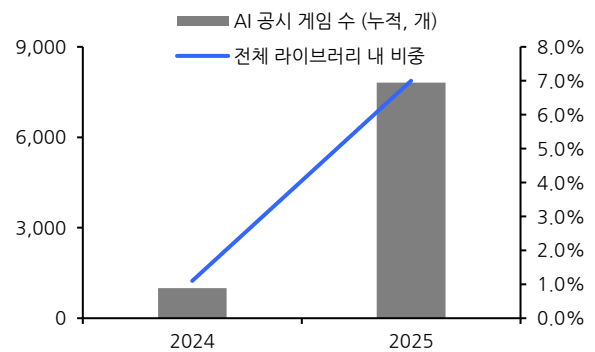
개발과정에서는 이미 AI 툴에 대한 사용이 높아지고 있다. 게임플랫폼 스템은 생성형AI를 사용했을 시 의무적으로 고시하게 한다. 데이터에 따르면 24년 AI 공시게임은 누적 천개 수준에 불과했으나 25년에는 7천개로 대폭 상승되었다.

〈그림163〉 스팀 연간 게임 출시 갯수



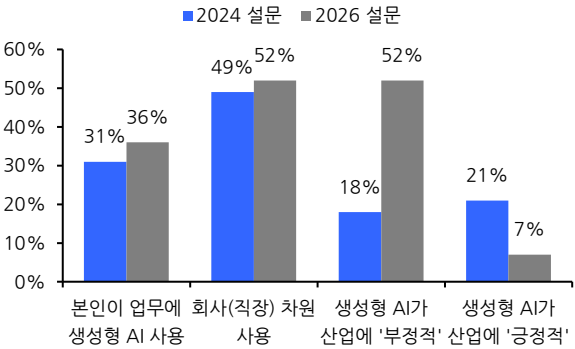
자료: STEAMDB, 현대차증권

〈그림164〉 결국 모든 게임에서 AI를 활용하게 될 것



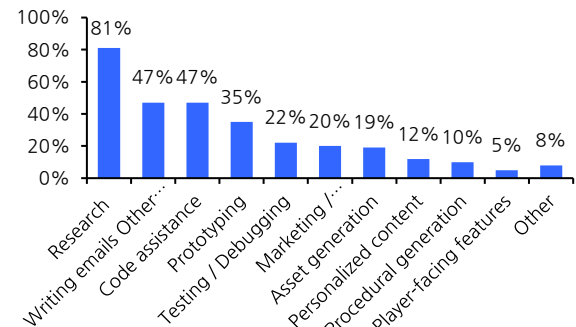
자료: STEAMDB, 현대차증권

〈그림165〉 GDC 게임개발자 AI 설문조사 - 개발자들이 싫어한다는 것은 역설적으로 AI를 통한 인건비절감 시사



자료: GDC, 현대차증권

〈그림166〉 GDC 게임개발자 AI 설문조사 AI 사용용도 - 부가가치 높은 코딩/아트 등 사용 증가 확인..



자료: GDC, 현대차증권

〈그림167〉 소비자들은 AI에 민감하게 반응함

"말 뒷다리가 3개네"...펄어비스, '붉은사막' AI 사용 미고지로 곤혹 [1일IT템]



해외 사회관계망서비스(SNS) 레드딴(Reddit)에 올라온 붉은사막 게임 내 생성형 AI 사용 의심 이미지. 그림 속 사람들의 얼굴이나 말의 다리 부분이 어색하다. 레드 캡처

자료: 연합뉴스, 현대차증권

〈그림168〉 소비자들은 AI에 민감하게 반응함

[AI픽] AI 이미지 넣은 게임들, 왜 유저들이 돌아섰나



'콜 오브 듀티'·'아크 레이드' 품질 논란 확산
AI 음성·이미지에 거부감 폭발...업계는 정반대 시각



'콜 오브 듀티: 블랙 옴스 7' 속 AI 생성 의혹 이미지
[X 캡처]

자료: 연합뉴스, 현대차증권

하드웨어 혁신의 정체 — P·Q 정체의 구조적 배경

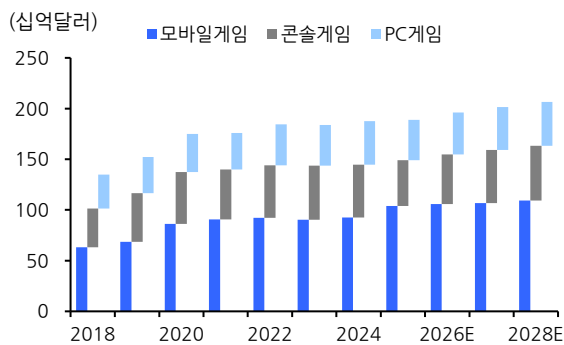
하드웨어 교체주기 장기화 게임의 역사에서 사양(그래픽·연산)의 진보는 곧 흥미의 진보였다. 그러나 2020년대 들어 이 공식이 약해지고 있다. 플레이스테이션의 세대교체 주기는 PS1→PS2의 5.3년에서 PS4→PS5 이후 7년으로 늘어났고, 차세대기(PS6·차기 Xbox)는 빨라야 2027년으로 관측된다. PS5의 누적 판매량(95.3M, 26.6월 말)은 동일 시점의 PS4(100.2M)에 미치지 못하며, 사양 업그레이드 버전인 PS5 Pro는 PS5 판매의 5% 미만에 그친 것으로 추정된다. PC에서도 스팀 이용자 1위 GPU는 출시 5년이 지난 RTX 3060이다.

기존작 체류 장기화 기존에 하던 게임을 계속하는 현상도 짙어지고 있다. 스팀 전체 플레이타임에서 '당해 출시작'이 차지하는 비중은 2022년 17%, 2023년 9%, 2024년 15%에 그쳤고, 2024년 기준 유저 플레이타임의 37%는 2017년 이전 출시게임에서 발생했다. 특히 연마다 출시되는 스포츠게임을 제외하면 신작의 플레이타임 점유율은 6.5%까지 떨어진다. 그래픽 개선이 더 이상 유저의 플레이타임을 신작으로 옮기지 못하는 것이다.

PQ동반 정체, 게임시장 성장 한계 그 결과 P와 Q 모두 정체 국면이다. 글로벌 게이머 수는 연 +4% 내외의 완만한 증가에 머물고, 시장 규모는 2022~25년 4년간 사실상 제자리에 머물고 있다. 가격(P) 측면에서도 어려움이 지속된다. 콘솔 게임의 경우 2020년 \$70 전환 이후 2025년 \$80 시도(마리오카트 월드)가 있었으나, 보더랜드4가 유저 반발로 \$70으로 회귀, GTA6도 80달러에 머무르는 등 인상 여력은 제한적이다. 모바일은 경쟁심화로 특히 중국게임사들이 게임 퀄리티 대비 과금을 저렴하게 책정하며 산업전반에 P하락 압력이 거세지고 있다. 종합하면 게임산업은 P도 Q도 모두 진퇴양난이다.

중국의 사실상 덤핑도 문제

〈그림169〉 게임시장 추이 및 전망 - 사실상 성장 멈춤



자료: 현대차증권 추정

〈그림170〉 GTA6 가격도 사실상 동결에 가까움

분류	달러	체감 가격 (원)	포함 국가 및 시장가격 (달러)
최상위	\$100~	15.5만	이스라엘(\$106.88), 헝가리(\$101.85)
상위	\$90~	14만원	스위스 (\$98.31) 체코(\$93.98), 폴란드 (\$92.3) 영국(\$92.11), 스웨덴(\$91.97)
중위	\$80~	12.4만~13.9만	호주(\$89.66), 루마니아(\$86.58), 브라질(\$86.53), 튀르키예(\$86.02),
기준	\$70~	11만~12.3만	미국(\$79.99), 사우디아라비아(\$79.99), 아랍에미리트(\$79.99), 뉴질랜드(\$78.97)
최하위	~\$70	10만원 미만	인도네시아 (\$66.2), 일본(\$60.61), 대한민국(최저가, 89,800원 정가)

자료: 디스이즈게임, 현대차증권

게임 내 생성형 AI 도입이 P/Q 상승으로 이어질 수 있을지 주목

게임 내 생성 AI,
흥미 재건 돌파구

PQ개선 효과는 검증 필요

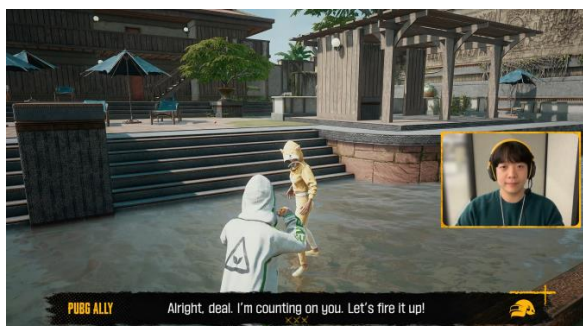
게임 AI선두주자 크래프톤

정체된 흥미 곡선을 다시 세울 후보는 게임 '내부'의 생성형 AI로 판단한다. 국내에서는 크래프톤이 가장 적극적이다. 크래프톤은 생활 시뮬레이션 inZOI에 온디바이스 소형언어모델 기반의 AI NPC 'Smart Zoi'를 탑재했고(25.3월), PUBG IP에는 음성으로 대화하며 파밍·전투·플레이를 자율 판단하는 AI 팀메이트 'PUBG Ally'를 개발해 26년 6~7월 2주간 아케이드 모드에서 베타 테스트를 진행했다. 회사 차원에서도 'AI First'를 선언하고 GPU 클러스터에 1,000억원 이상의 투자를 단행했다.

다만 현재까지 유의미한 성과는 보이지 않는다. 즉 해당 AI 기능이 P(자불용의)와 Q(유저 수)를 끌어올렸다는 증거는 보이지 않는다. inZOI는 첫 주 100만장이 팔렸으나 동시접속자가 출시 2주 만에 87,377명에서 12,950명으로 85% 급감했고, 이후 1년 가까이 누적 판매는 100만장대에 머무른 것으로 추정된다. 주요 AI 서비스인 Smart Zoi의 판매·리텐션 기여도 크지 않다는 평가다. 크래프톤 AI에 대한 외신 평가도 "기존 유틸리티 AI와 실질적 차이를 못 느꼈다"(PC Gamer), "결국 우리가 오래 봐온 붓의 고급판"(TechRadar, PUBG Ally)에 그친다. 이는 생성형 AI 서비스의 깊이가 기존 서비스 대비 소폭 진보에 불과하기 때문이다.

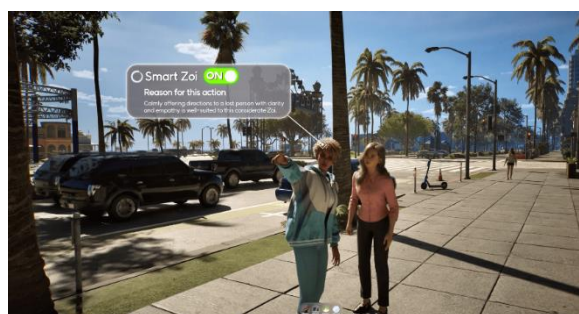
게임업계 전체로 보면 크래프톤은 그래도 선구자에 속한다. GDC 2026 설문에서 AI를 쓰는 개발자 중 '인게임 기능'에 쓴다는 응답은 5%로 전체 용도 중 최하위였다(브레인스토밍 81%, 코드 지원 47%). 퍼스트무버로서 AI 게임이 개화할 때 글로벌에서 크래프톤이 가장 앞서나갈 것으로 보는 이유다.

<그림171> AI NPC, PUBG ALLY



자료: 크래프톤, 현대차증권

<그림172> AI NPC, SMART ZOI



자료: 디스이즈게임, 현대차증권

AI와 게임의 결합은 필연적이지만 아직 데모/테스트 단계

게임 내 AI 확산을
가로막는 허들

게임 내 AI가 아직 개척되지 않은 데에는 이유가 있다. 1)보안, 2)비용 및 유지인프라, 3)아이디어 부족 때문이다.

첫번째, 보안이다. 포트나이트의 AI 다스베이더는 출시 90분 만에 욕설·혐오발언으로 탈옥당해 당일 핫픽스가 필요했다. 이처럼 게임 내 캐릭터와 AI 대화를 도입하는 것에 개발자들이 부정적인 이유도 명확하다. 탈옥문제와 캐릭터성 파괴 문제 때문이다.

두번째, 비용은 회사 자체의 부담도 있지만 유저 자체의 부담도 있다. 크래프톤이 택한 온디바이스 SLM은 크래프톤 서버 비용을 제로에 가깝게 만드는 대신 RTX·8GB VRAM 이상이라는 사양을 유저에게 요구한다. GPU 가격이 지속 상승하는 지금, 게임 내 AI 도입이 저변이 넓은 선택이라 할 수는 없다.

세번째, 아이디어다. 현재 게임 내 AI 도입은 NPC/몬스터 인공지능 향상, 게임 내 생성형 AI 대화 지원, 생성형 AI 이미지 생성 가능 정도로, 필자도 생각할 수 있는 범위에 그친다.

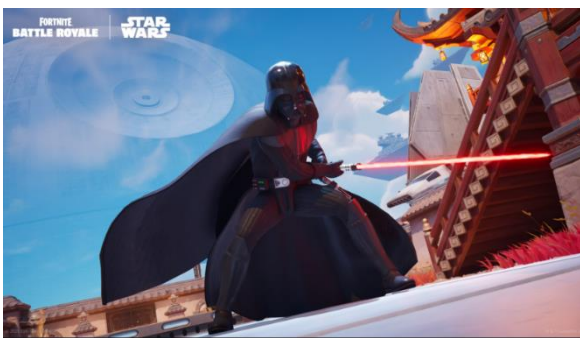
상용화를 위한
숙제는 여전

게임 내 AI 도입이 게임의 핵심 재미를 바꾸는 수준의 아이디어는 아직 등장하지 않았다.

현재의 시도들은 모두 완성된 게임 위에 AI를 얹는 방식이다. NPC가 조금 더 자연스럽게 말하고, 붓이 조금 더 사람처럼 움직이는 것은 분명 진보지만, 유저가 지갑을 여는 이유가 되지는 못한다. 이를 증명한 것이 미호요 창업자 차이하오위가 설립한 Anuttacon의 사례다. LLM 대화를 게임의 전면에 내세운 'Whispers from the Star'는 출시 초 '매우 긍정적' 평가를 받았음에도 신선함이 소진되자 리텐션이 무너져 말 그대로 데모로 남았다. 대화 그 자체는 게임플레이가 아니며, 갈등 구조와 목표 설계라는 게임의 본질이 빠진 AI는 데모에 그친다는 교훈을 남겼다.

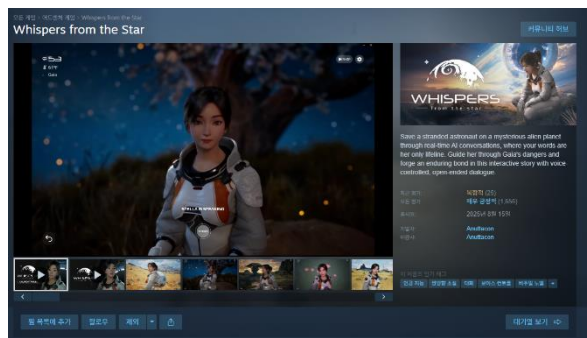
되돌아보면 게임산업의 새로운 재미는 신선한 아이디어에서부터 나왔다. 배틀로얄은 ARMA의 모드에서, 오토배틀러는 도타2의 커스텀맵에서 출발했다. PUBG를 개발한 크래프톤 스스로가 그 발상의 최대 수혜자였다. 신선한 아이디어가 다시 한번 필요한 시점이다.

〈그림173〉Fortnite의 AI NPC - 다스베이더



자료: Epicgames, 현대차증권

〈그림174〉실험으로 끝난 Whispers from the star



자료: STEAM, 현대차증권

게임 AI의 개화,
결국 시간의 문제

결론을 다시 정리하면, 게임 내 AI 활용을 통한 P/Q상승은 보안·비용 및 유저 인프라·아이디어의 3개 관문이 모두 열려야 가능하다. 현재는 어느 하나도 완전히 열리지 않았다고 판단한다. 다만 방향은 분명하다. 추론 비용은 동일 성능 기준 연 10배로 하락 중이고, AI 구동 가능 하드웨어는 세대교체와 함께 서서히 보급되며, 유저의 AI 수용성도 점차 높아지고 있다. AI는 필연적으로 게임제언자로 기능할 것이다. 결국 AI 관련 참신한 아이디어로 시장을 선점할 기업/게임이 나타날 것이고, 해당시기부터 게임산업이 다시 강력하게 +로 성장 전환될 수 있을 것으로 전망한다.

현재 투자규모와 회사의 방향성을 볼때, 한국에서는 크래프톤이 게임 AI에서 가장 앞서 나갈 것으로 판단한다.

게임섹터 투자전략 – 여전히 모멘텀 트레이딩

게임섹터 투자전략 – 신작 모멘텀 트레이딩이 여전히 우월전략

게임 섹터 –
구조적 성장 둔화

Trading Buy에 가까운
OVERWEIGHT, 신작 보유
선별적 접근

Top Pick: NC,
262H~27신작 주목

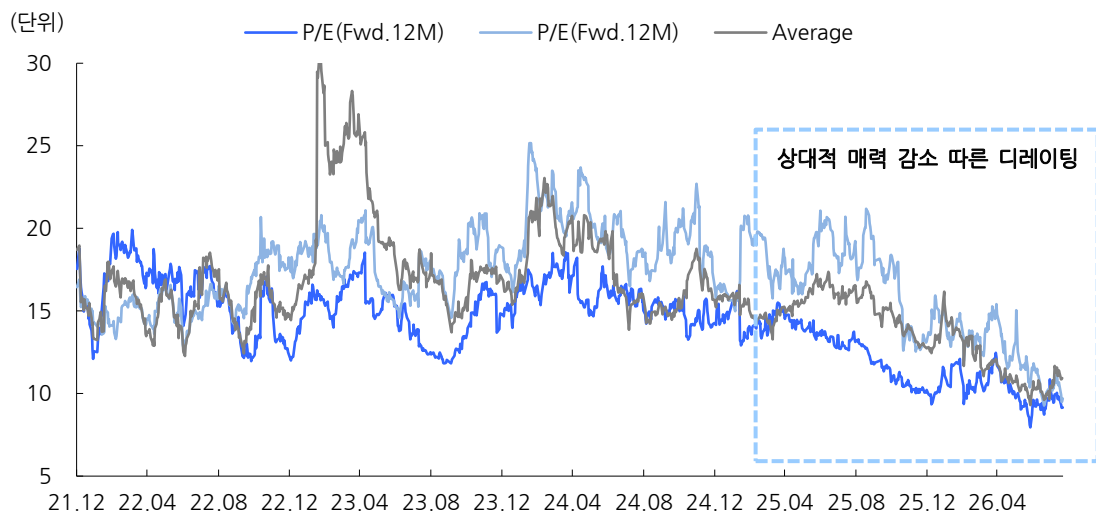
수급적 이유와 경쟁심화를 이유로 게임주 밸류에이션은 과거 25~20배 → 15~20배를 넘어
이제는 P/E 10배 이하로 계속 축소되고 있다.

그래도 게임사들의 이익은 개선 중에 있으며, 주요 신작 출시 시 트레이딩 퍼포먼스는 좋은
상황이다. 따라서 주요 신작 출시되는 일부 종목에 한해서 매수접근이 가능할 것으로 판단한다.
이에 따라 투자의견 Overweight를 제시한다. 다만 산업의 성장이 없고 종목별 이익/신작 편차가
크기에 사실상 Trading BUY에 가까움도 알린다.

게임섹터 투자전략은 신작 일정에 기반한 모멘텀 트레이딩이 계속 우월 전략으로 판단한다.
산업의 성장이 멈춘 상황에서 Cycle은 기업 개별적으로 움직이고 있다. 시장의 성장이 부재하기에
장기적인 투자접근이 유효하지 않으며 중단기적 매매와 잦은 매매가 가장 수익률이 좋았음을
부정할 수 없다. 이는 산업의 성장이 있지 않는 한 향후에도 그럴 가능성이 크다. 하반기~27년
신작과 향후 성장성을 고려해 NC를 Top-pick으로 제시한다.

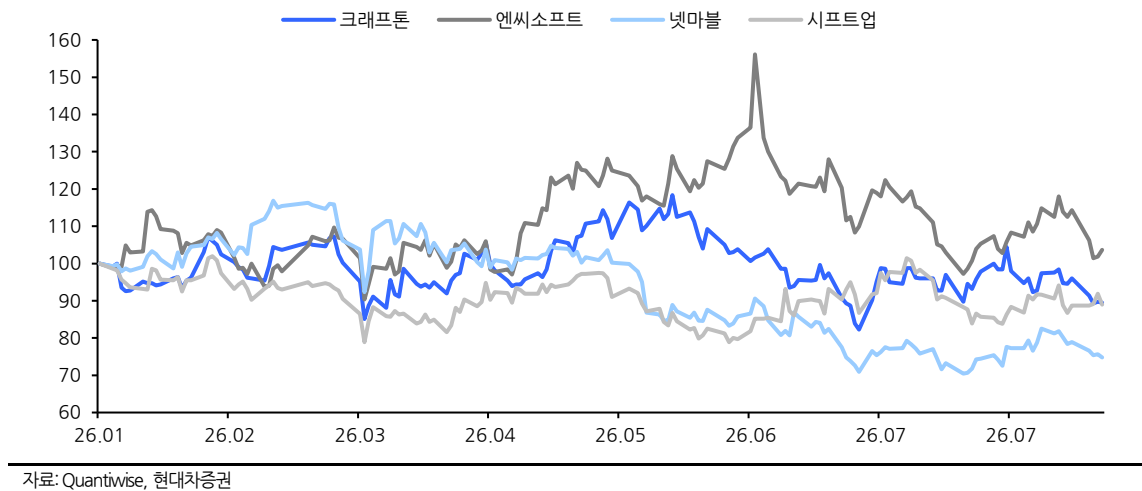
게임사의 전반적인 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 1)스마트폰 다음의 새로운 주요 품목터가
등장하거나(ex VR 등), 2) AI를 통한 퀄리티 개선으로 P/Q가 증대되어야 할 것으로 보인다.
두가지 모두 다가올 미래지만 적어도 3년 내에 도달할 미래는 아니다. 따라서 현재로서는 주요
투자 포인트로 삼기 어렵다.

〈그림175〉 밸류에이션 디레이팅은 계속해서 심화 중

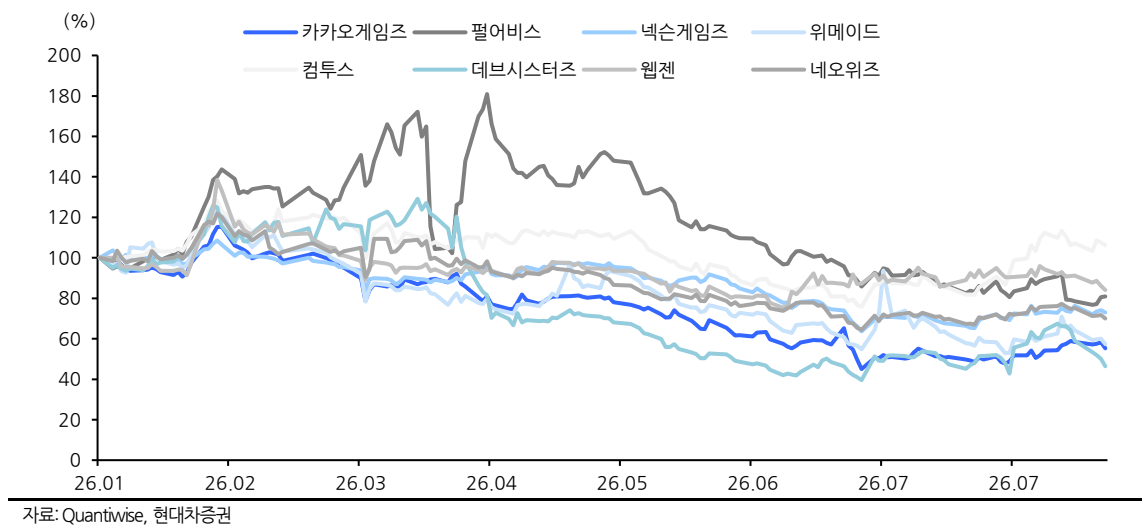


자료: Quantwise, 현대차증권
주: 시기별로 BEP 기업 및 적자기업 제외

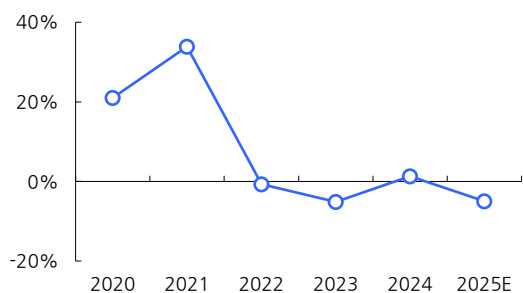
〈그림176〉 코스피 게임주 YTD 주가 퍼포먼스



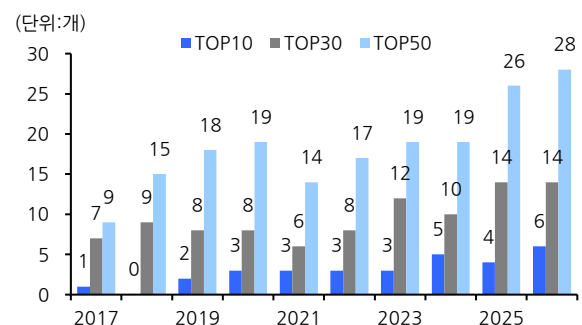
〈그림177〉 코스닥 게임주 YTD 주가 퍼포먼스



〈그림178〉 모바일게임시장 성장률 - 이제는 Flat



〈그림179〉 국내 모바일 게임시장 외산게임 비중 추이



하반기는 게임이 적다, 이제는 내년 라인업까지 보고 움직일 때

높아지는 글로벌 경쟁력	물론 국내 게임사의 해외 경쟁력은 분명 강화되고 있다. 23년 네오위즈 P의거짓을 시작으로 기존에 공략하지 못했던 PC/콘솔 시장에 발을 내딛었다. 그 이후에는 시프트업의 스텔라블레이드, 펠어비스의 붉은사막이 연속 히트하며 한국 게임사의 저력을 보였다.
축소되고 있는 국내 게임 시장	다만 글로벌 경쟁력과 매출 성장은 동의어가 아님을 유의할 필요가 있다. PC/콘솔 패키지 시장의 경쟁력은 강화되었지만 모바일 게임시장에서의 경쟁력은 약화되었다. 모바일 게임시장이 콘솔 시장보다 규모가 더 큼을 고려하면 사실상 국내 시장은 축소 상황에 놓여있는 셈이다.
업황 정체 속 신작 모멘텀 트레이딩 유효	따라서 여전히 신작 모멘텀에 기반한 잦은 매매와 모멘텀 트레이딩이 가장 우월전략이다. 신작 스케줄 기반 트레이딩을 권고한다. 따라서 이번 커버리지에서 기존작의 매출이 하락하는 가운데 주요 신작일정이 근 시일내 없거나, 적자인 기업들은 모두 Market perform 의견을 제시했다(넷마블, 네오위즈, 웹젠, 카카오게임즈). 신작 일정이 구체화될 때 매수 접근해도 늦지 않다는 판단이다.
2H26보다는 27년 신작 사이클에 기대	<u>올 하반기는 기대신작이 적다. 따라서 하반기 신작보다는 내년의 중의 가능성과 신작까지 감안해 투자하는 것을 권고한다. 또한 현재 27년 신작 기대감을 반영하기에는 이른 시점이므로 엔씨소프트/크래프톤과 같이 27년 신작 라인업이 유효하게 있는 기업들은 현재 주가수준을 바닥으로 견조한 상승 이터널 가능성이 높다.</u> 하반기 국내 게임산업 주요이벤트는 9월 30일 엔씨 아이온2 글로벌 출시, 4Q 넥슨게임즈 던파키우기, 카카오게임즈 아키에이지 크로니클에 주목한다. 27년은 엔씨 신도시티, 호라이즌, 아스트라에 오라티오, 크래프톤: 펠월드 모바일, PUBG 데드넷, 카카오게임즈: 오딘Q에 주목한다.

<그림180> GTA6 - 11월 출시전망



자료: Taketwo, 현대차증권

<그림181> 아이온2 글로벌 9/30 출시



자료: NC, 현대차증권

〈표182〉 2027~주요신작 일정

회사	게임명	장르	플랫폼	구분	출시에정일	이익대비중요도	모멘텀중요도
크래프톤	프로젝트 제타	AOS	PC/콘솔	퍼블리싱	2H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	PUBG:블랙버킷	익스트렉션 슈터	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★☆	★★★★★
	딩컴투게더	생활 RPG	모바일	자체개발	2027~	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	노 로우(NO LAW)	슈팅 RPG	PC/콘솔	자체개발	2027	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	PUBG:데드넷	배틀로얄	콘솔	자체개발	2027	☆☆☆☆☆	★★★★☆
	에이지트위스터	2인협동	PC/콘솔	퍼블리싱	2027	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	타래:언바운드	액션 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2027	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	INZOI 정식출시	생활시물	PC	자체개발	2027	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
엔씨소프트	팔월드 모바일	수렵 RPG	모바일	자체개발	2027	★★☆☆☆	★★★★☆
	신도시티	루트슈터	PC/콘솔	자체개발	2027	★★★★☆	★★★★★
	브레이커스	수집형 RPG	모바일	퍼블리싱	2026~	★★☆☆☆	★★★★☆
	아이온모바일중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	리니지 M 중국	MMORPG	모바일	자체개발	2026~	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	아이온2 글로벌	MMORPG	PC	자체개발	9월30일	★★★★★	★★★★★
	미스트 바운드	길드워 IP 카드	모바일	자체개발	2026~	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	아스트라에 오라티오	서브컬처	모바일	퍼블리싱	2027~	★★★★☆	★★★★★
	DEFECT	슈터	PC/콘솔	퍼블리싱	2027~	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	본파이어	슈터	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★☆☆☆	★★☆☆☆
시프트업	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★★★★
	타임메이커스	히어로 슈터	PC	퍼블리싱	2026~	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	스텔라블레이드2	액션어드벤처	PC/콘솔	자체개발	2029~	★★★★★	★★★★★
	프로젝트 스피릿	서브컬처 RPG	모바일	자체개발	2028~	★★★★★	★★★★★
넷마블	프로젝트 이블베인	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★☆☆☆	★★★★☆
	상그릴라 프론티어	액션 RPG	모바일	자체개발	2H26	★★★★☆	★★★★☆
	프로젝트 옥토퍼스	로그라이크 RPG	모바일	자체개발	2027~	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
	나혼렐:카르마	로그라이크 RPG	PC/콘솔	자체개발	2H26	☆☆☆☆☆	★★☆☆☆
	프로젝트이지스	카드	모바일	자체개발	2H26	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
카카오게임즈	도깨비의세계	MMORPG	모바일	퍼블리싱	4Q26	★★★★☆	★★☆☆☆
	던전어라이즈	4X 전략	모바일	퍼블리싱	2H26	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
	크로노오디세이	MMORPG	PC/콘솔	퍼블리싱	2Q27	★★★★☆	★★★★★
	아키에이지크로니클	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	4Q26	★★★★☆	★★★★★
	오딘 Q	MMORPG	모바일	자체개발	1Q27	★★★★★	★★★★★
	아키에이지 S	MMORPG	모바일	자체개발	2Q27	★★★★★	★★☆☆☆
	갯세이브버밍엄	액션 PRG	PC/콘솔	자체개발	4Q26	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
위메이드	나이트크로우2	MMORPG	모바일	자체개발	2027	★★★★★	★★☆☆☆
네오위즈	안녕서울:이태원편	퍼즐플랫폼	PC	퍼블리싱	2H26	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
넥슨게임즈	던파 아라드	오픈월드RPG	모바일	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	우치:웨이페이어	RPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	던파 키우기	키우기	모바일	자체개발	4Q26	★★★★★	★★★★★
	프로젝트 RX	서브컬처	모바일	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★★
	듀랑고월드	MMORPG	PC/콘솔	자체개발	2027~	★★★★★	★★★★☆
웹젠	게이트 오브 게이츠	서브컬처 디펜스	모바일	퍼블리싱	2027~	★★☆☆☆	★★★★☆
	뮤 IP	MMORPG	모바일	자체개발	2H27	★★★★★	★★★★☆
	프로젝트 D1	수집형 RPG	모바일	자체개발	2027	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	프로젝트 R	MMORPG	모바일	자체개발	1H27	★★★★☆	★★☆☆☆
컴투스	데스티니차일드 IP	키우기 RPG	모바일	자체개발	2027	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
	도원암귀	턴제 RPG	모바일	자체개발	2H26	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	가치아쿠타:THE GAME	액션 RPG	PC/콘솔	자체개발	2027	★★☆☆☆	★★★★☆
	A 랭크 파티 IP		모바일	퍼블리싱	2028	★★☆☆☆	★★☆☆☆
	전지적 독자시점 IP	액션 RPG	모바일	자체개발	2027	★★★★☆	★★★★☆

자료: 각사 현대차증권 추정

주: 이익대비중요도: 회사 이익에 미치는 IMPACT 수준 계량화, 모멘텀중요도: 출시 전 예상 기대감 형성수준을 계량화.

NAVER(035420)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

본업 디레이팅을 뒤엎을 네오클라우드의 가치

BUY

TP 340,000원

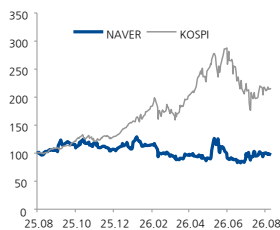
현재주가 (9/1)	215,000원
상승여력	58.1%
시가총액	32,696십억원
발행주식수	159,318천주
자본금/액면가	16십억원/100원
52주 최고가/최저가	287,000원/183,200원
일평균 거래대금 (60일)	354십억원
외국인 지분율	35.93%
주요주주 지분율	
삼성생명보험외 15인	8.48%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	3.4	-20.8	-15.5
상대주가(%p)	-0.3	1.8	-22.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	TP
Before	N/A	N/A	N/A
After	11,316	12,861	340,000
Consensus	12,543	14,220	330,565
Cons. 차이	-9.8%	-9.6%	2.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

네이버 본업의 하락은 불가피할 것

- 2026년 매출액 13조 6,336억원(YoY +13.3%), 영업이익 2조 928억원(YoY -5%)을 전망. 커머스/AI/핀테크 전방위적인 투자로 영업비용은 증가하는 반면 매출효율성은 하락하며 올해 영업이익률은 전년 대비 3%p 감소한 15% 수준으로 전망
- 가장 큰 우려는 검색광고. 네이버는 검색 피어그룹(바이두/야후재팬/안덱스) 대비 상업성 검색에 강점이 있어 상대적으로 광고 비즈니스를 방어하고 있음. 그러나 현재수준의 성장률에서 확대되는 그림을 기대하기 어려우며, AI TAB과 같은 신규서비스는 기존 검색광고 대비 마진율이 압축될 가능성이 있음
- 커머스 역시 점유율 확대를 위한 비용 투자가 이어지고 있으나, 실제 매출로 돌아오기까지 2년 이상 소요될 것으로 예상

그러나 중요한 것은 네오클라우드, 네오클라우드 가치 10조원을 제시

- 신사업(네오클라우드/크립토)이 밸류에이션 및 EPS 리레이팅의 기회가 될 것으로 예상
- 네오클라우드는 200MW 기준 29년 매출액 5.2조원, 영업이익 1.2조원을 예상. 이에 따른 사업가치는 10.2조원으로 제시. (상세 내용은 뒷페이지 참고)
- 네이버의 계획대로 GPUaaS가 1GW까지 확대될 경우, 신사업 가치가 AI 디레이팅 진행 중인 본업의 가치를 상회할 가능성. 1GW 기준 매출액 24조원, 영업이익 6.4조원 예상
- 네오클라우드 사업 영위를 위해 필요한 자금조달, 엔비디아협력(1.4조원 투자 및 NCP), AI DC 상면을 모두 해결. 남은 것은 고객 뿐. 계약 체결 시 추정치가 현실화되며 빠르게 주가에 반영될 것으로 전망. 이후 수주잔고 성장이 향후 주가의 Key-Trigger로 작용할 것.

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 340,000원으로 인터넷/네오클라우드 Top-pick의견 제시
- 목표주가는 SOTP로 진행. 본업가치 30조원에 AI DC가치 10.2조원, 네이버 파이낸셜 3.4조원, LY지분가치 6.4조원을 합산. 본업가치는 26년 예상 EPS에 광고 둔화전망을 고려, Target P/E 17배를 적용. (AI DC는 뒷장의 페이지를 참고)
- 26년 하반기 실적 저조가 예상되는 가운데, 신사업에 대한 증명은 27년 상반기에 가능. 하반기 컨센서스의 빠른 하향 조정으로 하반기 쇼크 및 모멘텀 부재는 반영된 것으로 판단.
- PEER(SKT, NHN) 대비 주가 퍼포먼스가 저조한 상황. 네오클라우드 추후 기업가치를 고려하면 현 주가에서 강력매수를 권고

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	10,738	1,979	1,923	2,653	11,913	92.8	16.7	1.2	11.1	7.9	0.6
2025	12,035	2,208	1,953	2,953	12,376	3.9	19.6	1.4	11.5	7.4	1.1
2026F	13,634	2,093	1,753	2,898	11,316	-8.6	19.0	1.1	10.2	6.0	1.2
2027F	16,262	2,571	1,956	4,538	12,861	13.7	16.7	1.0	6.4	6.2	1.2
2028F	18,455	3,085	2,321	4,141	15,261	18.7	14.1	0.9	6.7	6.9	1.2

* K-IFRS 연결 기준

NAVER: 가장 가시화된 네오클라우드 사업자

55MW->200MW,
AI 팩토리 본격 가시화

네이버는 국내에서 유일하게 매출 발생 시점을 특정해 둔 사업자이자 엔비디아가 1.48조원 유상증자로 3대주주에 오른 국내 유일 기업이다.

네이버는 2Q26 컨퍼런스콜에서 '27년 상반기 55MW 가동과 함께 AI 팩토리 매출이 발생하고, '27년 말 100MW, '28년 200MW를 거쳐 장기적으로 1GW급까지 확장하겠다고 밝혔다. 모두 GPUaaS로 부가가치가 높다. 회사의 가이던스는 1GW 기준 매출 20조원, OPM20%이상이다.

현재 200MW분 상면은 죽전+삼송 AI DC 임차를 통해 대부분 확보를 마친 상황으로 추정된다. GPU 공급은 엔비디아와의 협업으로 바로 가능하다. 즉, 고객만 확보된다면 리드타임 2-3개월을 거쳐 바로 매출을 발생시킬 수 있는 상황이다. 이는 10MW이상 규모에서 국내에서 최하다.

200MW 수요 확보,
고객 공개 임박

FI는 브룩필드다. 최대 90억달러 자금조달 협약을 맺었다. 구조는 오프밸런스 방식이다. JV가 자산과 부채를 보유하고 네이버는 소수지분과 장기 임차로 참여해, 수십조원의 CAPEX를 연결 재무제표에 얹지 않고 GW급 인프라를 확보할 전망이다.

네이버 AI DC
사업가치10.2 조원

남은 것은 고객 하나다. 상면은 확보됐고 GPU 배정은 지분 관계로 보장되며 자금조달도 200MW까지 확보되었다. 고객이 등장하는 순간 매출은 사실상 확정이다. 그 시점은 멀지 않다. 브룩필드와의 독점협상 기한이 10월 중순인 점을 고려하면 3분기 중 계약 윤곽이 드러날 것으로 전망한다. 현재 GPUaaS 사업의 가시성이 가장 높은 사업자로 판단한다.

우리는 27년 기준 매출액 1.2조원, 영업이익 1,412억원, 그리고 29년 기준 매출액 5.2조원, 영업이익 1.17조원을 예상한다. 이에 따른 AI DC 사업가치로는 10.2조원을 제시한다. 밸류에이션은 '29년 예상 EBITDA(=영업이익) 1.17조원에 네비우스27F EV/EBITDA 15배, 코어워브 12배 평균에 향후 램프업 속도 차이를 감안해 20%할인한 Target Multiple 11배 적용했다. WACC는 8% 적용했다. 가시화 된 200MW에서 할인한 보수적인 추정이다.

<그림1> 네이버 AI 팩토리 사업구조 - 오프밸런스

네이버 AI팩토리 1단계 200MW 사업 구조(안)

- 전략적 파트너인 엔비디아의 네이버 직접 투자로 네이버는 AI팩토리 운영사를 100% 자본으로 연결
- 투자사 브룩필드는 SPV에 최대 \$9B 투자 후 SPV 대주주 지위



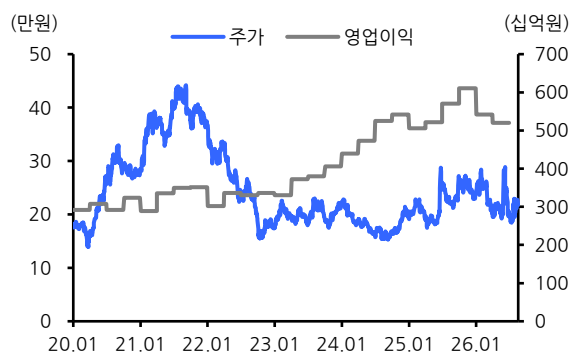
자료: NAVER, 현대차증권

〈표1〉 NAVER 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	2,786.8	2,915.1	3,138.1	3,195.1	3,241.1	3,388.8	3,459.2	3,544.5	12,035.0	13,633.6	16,261.8
서치플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,962.4	2,006.6	2,032.8	6,964.7	7,841.5	8,300.5
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,501.4	1,525.3	1,541.3	5,436.2	5,962.5	6,240.1
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	460.9	481.3	491.5	1,528.5	1,879.0	2,060.4
파이낸셜	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	450	487	502	1,668.2	1,899.1	2,193.0
글로벌	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	968.1	1,003.7	1,026.6	3,402.1	3,940.0	5,768.3
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,584.4	2,699.3	2,868.4	2,946.5	3,026.5	9,826.9	11,540.7	13,691.1
개발/운영비용	671.1	683.1	732.7	743.7	748.9	786.9	808.2	822.8	2,830.7	3,166.8	3,303.2
파트너	990.9	1,030.2	1,114.1	1,129.8	1,188.0	1,256.8	1,290.3	1,329.2	4,265.0	5,064.2	5,798.5
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	250.8	219.8	231.5	239.3	810.9	941.4	1,977.5
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	511.7	604.9	616.5	635.2	1,920.3	2,368.3	2,612.0
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	520.3	512.7	518.0	2,208.1	2,092.8	2,570.8
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	14.8%	14.6%	18.3%	15.4%	15.8%
지배순이익	424.8	488.8	726.4	313.2	285.3	698.6	388.5	380.6	1,953.2	1,753.0	1,955.8
NPM(%)	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	20.6%	11.2%	10.7%	16.2%	12.9%	12.0%

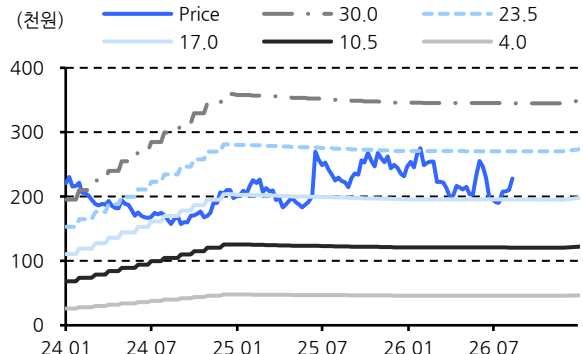
자료: NAVER, 현대차증권

〈그림2〉 네이버 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 네이버 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표2〉 네이버 네오클라우드 향후 매출 추정

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
용량 (MW)					
설치 CAPA (MW)	100	200	350	600	1,000
가동 CAPA(MW)	70	150	220	475	800
GPU임대단가					
블렌디드 임대단가 (\$/GPU/hr)	\$3.50	\$4.10	\$4.80	\$5.50	\$6.10
손익(조원)					
매출액	1.20	3.02	5.18	12.82	23.94
영업비용	1.06	2.49	4.01	9.51	17.53
브룩필드 임대료 (자본회수·요구수익)	0.74	1.74	2.79	6.61	12.18
코로케이션·기타 (전력·시설 등)	0.22	0.52	0.84	1.99	3.67
자체 운영비 (인건비·네트워크·판관비)	0.09	0.23	0.38	0.91	1.68
영업이익(=EBITDA)	0.14	0.53	1.17	3.31	6.41
영업이익률	12.0%	17.5%	22.5%	25.8%	26.8%

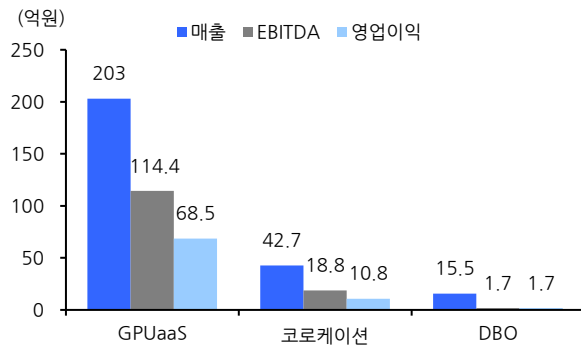
자료: NAVER, 현대차증권

〈표3〉 네이버 Valuation Table

항목	금액	비고
NAVER 26년 지배순이익(a)	1,75조원	
Target P/E(b)	17	검색광고 둔화전망 고려
NAVER 본업가치(c)	30조원	(a)*(b)
2029 예상 AI 팩토리 매출(d)	5.2조원	표<2>참고
EBITDA (e)	1.17조원	
Target EV/EBITDA (f)	16.0x	네비우스/코어위브
2029 AI 팩토리 EV (g)	18조원	(b) *(c)
2029 AI 팩토리 사업가치 (h)	18조원	브룩필드 차입은 영입비용에 이미 가정, 따라서 순차입금 고려X
할인계수 (3년, WACC 8%)	0.751x	
현재 AI 팩토리 사업가치 (g)	10.2조원	3년, WACC 8% 할인
LY 자본가치 (h)	6.4조원	네이버 LY 자본 32.5%/상장회사 할인을 40% 적용
네이버 파이낸셜-두나무 합병법인(i)	3.4조원	25.11두나무 주식 교환 공시 시 평가 받은 기업가치 합산 20조원*네이버 지분을 17%
NAVER 기업가치	50조원	(g)+(i)
목표주가	34만원	기업가치/자사주 제외 발행주식수 및 올림

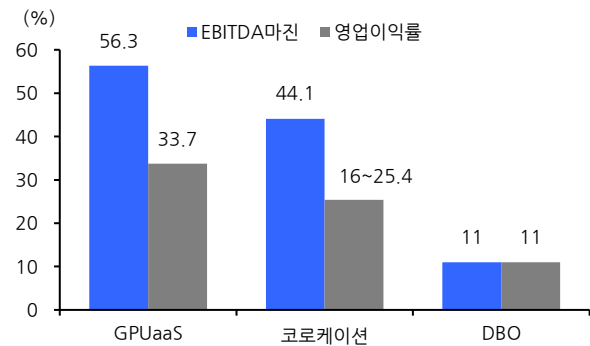
자료: NAVER, 현대차증권

〈그림4〉 GPUaaS/코로케이션/DBO MW당 이익추정



자료: 현대차증권

〈그림5〉 GPUaaS/코로케이션/DBO MW당 마진추정



자료: 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,634	16,262	18,455
증가율 (%)	11.0	12.1	13.3	19.3	13.5
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,738	12,035	13,634	16,262	18,455
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	11.0	12.1	13.3	19.3	13.5
판매관리비	8,758	9,827	11,541	13,691	15,370
판매비율 (%)	81.6	81.7	84.6	84.2	83.3
EBITDA	2,653	2,953	2,898	4,538	4,141
EBITDA 이익률 (%)	24.7	24.5	21.3	27.9	22.4
증가율 (%)	28.1	11.3	-1.9	56.6	-8.7
영업이익	1,979	2,208	2,093	2,571	3,085
영업이익률 (%)	18.4	18.3	15.4	15.8	16.7
증가율 (%)	32.9	11.6	-5.2	22.8	20.0
영업외손익	198	-283	466	259	279
금융수익	633	807	350	227	279
금융비용	579	562	98	25	32
기타영업외손익	144	-528	214	57	32
종속관계기업관련손익	145	495	-132	0	0
세전계속사업이익	2,322	2,420	2,427	2,830	3,364
세전계속사업이익률	21.6	20.1	17.8	17.4	18.2
증가율 (%)	56.8	4.2	0.3	16.6	18.9
법인세비용	390	601	642	835	997
계속사업이익	1,932	1,819	1,780	1,995	2,367
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,780	1,995	2,367
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	13.1	12.3	12.8
증가율 (%)	96.1	-5.8	-2.1	12.1	18.6
지배주주지분 순이익	1,923	1,953	1,753	1,956	2,321
비지배주주지분 순이익	9	-134	27	39	46
기타포괄이익	699	119	2,045	321	215
총포괄이익	2,631	1,938	3,824	2,316	2,582

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	2,590	3,096	2,646	5,606	4,381
당기순이익	1,932	1,819	1,780	1,995	2,367
유형자산 상각비	609	680	806	1,967	1,056
무형자산 상각비	65	65	0	0	0
외환손익	117	-15	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	152	462	-147	1,644	958
기타	-285	85	207	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-1,340	-744	-2,823	-5,063	-2,920
투자자산의 감소(증가)	766	139	-1,457	-4,225	-2,461
유형자산의 감소	32	14	14	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-554	-1,235	-417	-555	-322
기타	-1,584	338	-963	-283	-137
재무활동으로인한현금흐름	-770	-524	143	478	-27
차입금의 증가(감소)	-131	11	28	0	0
사채의증가(감소)	352	-1,625	-164	0	0
자본의 증가	180	164	18	0	0
배당금	-119	-168	-394	-381	-381
기타	-1,052	1,094	655	859	354
기타현금흐름	140	-39	97	0	0
현금의증가(감소)	619	1,788	64	1,021	1,434
기초현금	3,576	4,196	5,984	6,048	7,069
기말현금	4,196	5,984	6,048	7,069	8,504

* K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	11,446	13,549	15,613
현금성자산	4,196	5,984	6,048	7,069	8,504
단기투자자산	2,927	2,410	2,674	3,277	3,629
매출채권	478	492	545	669	740
채고자산	22	20	22	28	30
기타유동자산	1,340	1,397	1,550	1,900	2,104
비유동자산	28,793	30,156	34,295	37,108	38,836
유형자산	2,910	3,608	3,031	1,619	885
무형자산	3,657	3,421	4,556	4,556	4,556
투자자산	20,910	21,394	24,806	29,031	31,492
기타비유동자산	1,316	1,733	1,902	1,902	1,903
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	38,168	41,084	45,741	50,657	54,449
유동부채	6,092	8,019	9,427	11,693	12,867
단기차입금	135	132	2,326	3,126	3,446
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	200	1,597	171	171	171
기타유동부채	5,757	6,290	6,930	8,396	9,250
비유동부채	5,075	4,113	4,289	5,004	5,420
사채	2,007	382	218	218	218
장기차입금	863	874	902	902	902
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,205	2,857	3,169	3,884	4,300
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,167	12,131	13,716	16,697	18,287
지배주주지분	25,460	27,582	30,539	32,435	34,589
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,604	1,604	1,604
자본조정 등	-639	-452	-452	-452	-452
기타포괄이익누계액	-1,306	-1,194	779	1,100	1,315
이익잉여금	25,965	27,626	28,591	30,166	32,106
비지배주주지분	1,541	1,371	1,486	1,525	1,572
자본총계	27,001	28,953	32,025	33,960	36,161

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	11,967	11,524	11,488	13,117	15,565
EPS(지배순이익 기준)	11,913	12,376	11,316	12,861	15,261
BPS(자본총계 기준)	170,420	184,587	210,586	223,309	237,784
BPS(지배지분 기준)	160,694	175,846	200,813	213,280	227,450
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
P/E(당기순이익 기준)	16.6	21.0	18.7	16.4	13.8
P/E(지배순이익 기준)	16.7	19.6	19.0	16.7	14.1
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.3	1.0	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.2	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	11.1	11.5	10.2	6.4	6.7
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	99.0	-3.7	-0.3	14.2	18.7
EPS(지배순이익 기준)	92.8	3.9	-8.6	13.7	18.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.5	6.5	5.8	6.0	6.8
ROE(지배순이익 기준)	7.9	7.4	6.0	6.2	6.9
ROA	5.2	4.6	4.1	4.1	4.5
안정성 (%)					
부채비율	41.4	41.9	42.8	49.2	50.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	18.9	20.3	N/A	N/A	N/A

SK텔레콤 (017670)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

압도적인 AI DC규모, 관건은 이행여부

BUY

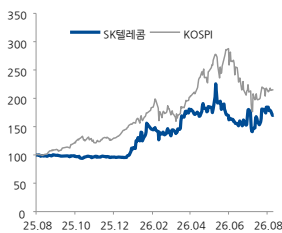
TP 130,000원

현재주가 (9/1)	94,600원		
상승여력	37.4%		
시가총액	20,319십억원		
발행주식수	214,790천주		
자본금/액면가	30십억원/100원		
52주 최고가/최저가	125,200원/52,100원		
일평균 거래대금 (60일)	147십억원		
외국인 지분율	34.36%		
주요주주 지분율			
SK외9인	30.60%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	16.2	-15.7	18.5
상대주가(%p)	12.1	8.4	8.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	6,350	7,426	130,000
Consensus	6,246	6,546	120,947
Cons. 차이	1.7%	13.4%	7.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026년 전망: 보안사고를 딛고 다시 정상화 구간 진입

- 2026년 매출액 17.6조원(YoY +3%), 영업이익 1.9조원(YoY +79%)으로, 전년 보안사고를 딛고 다시 성장전환 예상

AIDC: 가장 압도적인 CAPA를 자랑, 일단 가시화는 29년 175MW

- SK텔레콤은 AI DC 전문 자회사 SK HYPER를 설립(지분 100%). 향후 AI DC 프로젝트는 HYPER 밑에서 PF방식으로 진행될 가능성이 높을 것으로 분석. 이 경우 운영만을 전담하는 만큼 막대한 CAPEX 규모를 재무제표에 부담하지 않을 것
- AI DC 계획은 현재 137MW→29년 5GW→35년 15GW 건립 목표를 제시. 다만 현재 가시화된 AI DC 증설은 구로 75MW(29년 완료전망), 울산 100MW(1차 27년 오픈 후 2차 29년 중 완료전망) 두 건. 언론에 따르면 그 외 영남 1GW를 포함한 주요권역에서의 5GW규모 증설 진행을 예정 중
- 실제 사업모델은 코로케이션과 GPUaaS가 혼합될 예정. 동사는 엔비디아 클라우드 파트너이며, 2GW AI 팩토리 협업 MOU도 체결함. SK하이퍼를 통해 부가가치가 높은 GPUaaS 사업에 공격적으로 진출할 가능성 높다고 판단. 실제로 SK브로드밴드는 SK호라이즌(기존 AIDC), SK하이퍼(GW급 신규 AI DC)으로 인적분할을 단행할 예정. 하이퍼의 가치가 호라이즌의 배에 달할 상회할 전망이다, 세부 계획이 공개되지 않음에 따라 SKT AI DC 가치는 보수적으로 SK호라이즌(100%코로케이션 추정)을 가정했음. 추후 하이퍼 계획 공개 시 추정치 변경 예정
- '30년 SKT AIDC 코로케이션 매출액은 1.4조원, 영업이익 3,053억원을 예상. 이를 현재가치로 할인한 사업가치는 4.8조원을 제시

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 130,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP 적용. 본업 13.6조원, AI DC 4.8조원, 엔트로픽 지분 8.5조원을 합산해 계산. 본업가치는 26년 본업 예상 EPS에 통신회사 Historical P/E 중단인 Target P/E 11배를 적용
- 방어하는 본업에 AI 인프라가 신성장 동력으로 붙는 국면. 본업의 안정성이 있다는 점에서 AI 디레이팅 우려가 있는 인터넷/SW 대비 차별적 우위가 있음
- 다만 이미 밸류에이션에 반영되기 시작. 과거 10배 하회하던 밸류에이션은 현재 국내 인터넷과 유사한 15배 수준. 배당주의 매력은 떨어지는 가운데 앞으로의 리레이팅 및 주가상승은 실제 AI DC 사업 진행속도와 그 규모에 달려있음
- SK하이퍼 사업계획(15GW)의 10%수준만 이행되어도 사업가치는 10조원을 상회할 전망. 계획이 거대한 만큼 실제 이행여부와 속도에 따라 동사 기업가치도 크게 변동됨. 하이퍼 AI DC계획 구체화 공개여부가 장기적 주가 리레이팅의 KEY로 작용할 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	17,941	1,823	1,250	5,523	5,810	16.3	9.5	1.0	3.5	10.8	6.4
2025	17,099	1,073	408	4,663	1,901	-67.3	28.1	0.9	4.2	3.3	3.1
2026F	17,607	1,921	1,364	5,519	6,350	234.0	14.8	1.5	4.0	10.2	3.9
2027F	18,043	2,182	1,595	4,822	7,426	16.9	12.7	1.4	3.9	11.2	4.3
2028F	18,689	2,287	1,727	4,120	8,042	8.3	11.7	1.3	4.0	11.5	4.7

* K-IFRS 연결 기준

SK텔레콤: 가장 큰 계획을 가지고 있는 네오클라우드 사업자

국내 최대 규모
AI DC 투자계획

SKT는 4사 중 AI DC 계획 CAPA가 가장 큰 회사다. 2Q26 AI DC 매출은 1,362억원으로 전년 대비 92.5% 늘었고, '25년 연간으로는 약 5,199억원 (YoY+35%)이었다. 기존 SK브로드밴드 IDC 기반의 코로케이션 매출 위에 GPUaaS/AI DC 사업을 확장하려는 계획을 가지고 있다. 확정된 추가 증설 Site는 두 곳으로, 2030년까지 300MW(기존135MW) 운영을 목표로 한다.

SK 호라이즌: 2030년까지
300MW 운영 목표

첫번째는 울산이다. AWS와 총 7조원을 투자하는 103MW급 데이터센터가 '25년 6월 착공됐고, '27년 하반기부터 일부 1차 가동시작해 29년까지 103MW로 확대될 것으로 추정한다.

두번째는 구로다. 위의 계획에서 제외하면 75MW 급으로 추정된다. 올해 착공 시작했고 데이터센터 건설기간 감안하면 넉넉히 30년부터는 가동이 가능할 것으로 전망된다. 여기까지는 인적분할으로 설립될 SK호라이즌의 사업내용이다.

SK하이퍼: GW급
프로젝트 전담 예정

GW급 프로젝트는 SK하이퍼가 전담할 것으로 예상된다. 6월 29일 대한민국 메가프로젝트 보고회에서 '29년부터 5GW를 단계적으로 오픈해 '35년까지 15GW를 구축한다는 중장기 계획이 발표됐다. 이에 따르면 각 거점지역에서 총 5GW를 추가 확보할 계획이다.

그 외 GPUaaS 비즈니스도 확장 예정에 있다 SKT는 엔비디아와의 2GW AI DC 구축 협약을 맺었다. 추후 해당부분 계획이 구체화된다면 그 가치는 국내 최대를 기록할 전망이다.

SK하이퍼의 사업가치가 SK호라이즌의 수 배를 상회할 전망이지만, 세부 계획이 공개되지 않아 보수적 관점에서 SKT AI DC가치는 SK호라이즌의 가치로만 산정했다.

SK호라이즌 AI DC가치만을
산정, 사업가치 4.7조원

SK호라이즌이 담당할 사업만을 기준으로 산출한 SKT의 AIDC 가치로 30년 매출액 1.4조원, EBITDA 6,564억원, 영업이익 3,053억원을 제시한다. 이에 따른 사업가치는 4.7조원이다. 밸류에이션은 30년 예상 EBITDA 6,564억원에 네비우스 27F EV/EBITDA 15배, 코어워브 12배 평균에 국내에서 가장 CAPA 계획이 큰 점을 고려해 30% 할인한 Target Multiple 10배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.

〈표1〉 SK텔레콤 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,359	4,406	4,449	17,099	17,607
SKT	3,167	3,135	2,665	3,084	3,106	3,117	3,131	3,144	12,051	12,498
이동전화	2,651	2,612	2,113	2,526	2,568	2,563	2,571	2,578	9,902	10,280
접속수익	97	94	95	94	91	91	90	90	380	362
기타	419	429	457	464	447	463	470	477	1,769	1,856
SKB	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,160	1,178	1,189	4,534	4,677
영업비용	3,886	4,001	3,930	4,210	3,855	3,793	3,911	4,127	16,026	15,686
SKT(별도)	2,685	2,884	2,717	2,953	2,696	2,689	2,739	2,895	11,239	11,020
인건비	278	266	242	278	284	272	247	283	1,064	1,086
마케팅비	671	702	695	706	721	726	728	735	2,775	2,909
감가상각비	661	653	652	667	649	648	660	663	2,634	2,620
영업이익	567	338	48	119	538	566	496	322	1,073	1,921
OPM(%)	12.7%	7.8%	1.2%	2.8%	12.2%	13.0%	11.2%	7.2%	6.3%	10.9%
지배순이익	364	90	-158	113	322	471	361	211	408	1,364
NPM(%)	8.2%	2.1%	-4.0%	2.6%	7.3%	10.8%	8.2%	4.7%	2.4%	7.7%

자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈표2〉 SK텔레콤 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	1,364	26F 지배주주 순이익 적용,
Target P/E	(x)	11	통신주 평균 P/E 11배 적용
기존 본업가치(a)	(조원)	13.6	지배순이익*Target P/E
`30 AI DC매출	(십억원)	1,436	SK호라이즌만 계산, 당사 AI DC계산표 참고
`30 AI DC EBITDA	(십억원)	656	당사 AI DC 계산표 참고
Target Multiple	(x)	10	글로벌 PEER 30%할인
`30 AI DC가치(b)	(조원)	4.8	WACC 8% 할인 적용
사업가치(c)	(조원)	18.4	(a)+(b)
Anthropic 지분	%	0.3	최근 공시 기준
Anthropic 가치	(조원)	2,820	최근 보도 기준
Anthropic 지분가치(d)	(조원)	8.5	앤스로픽 비상장가치 * 지분율
기업가치	(조원)	26.9	(c)+(d), 하이퍼 자금조달 방식 명확하지 않음에 따라 순차입금 미고려.
목표주가	(원)	130,000	기업가치/발행주식수, 천단위 반올림
현재주가	(원)	94,600	
Upside	(%)	37.4	

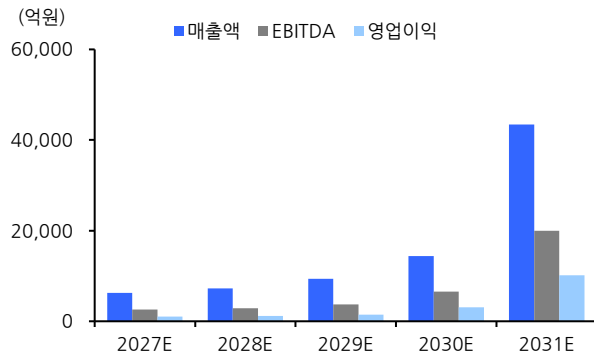
자료: 현대차증권

〈표3〉 SK텔레콤 코로케이션 추정 모델

구분	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
설치 CAPA (MW)	190	240	315	315	1,000
가동 CAPA (MW)	130	150	190	280	800
매출액 (억원)	6,247	7,245	9,397	14,358	43,394
영업비용 (억원)	3,635	4,356	5,677	7,794	23,393
유틸리티 비용	2,504	2,920	3,752	5,624	16,440
관리비 등	881	1,146	1,549	1,595	5,217
판관비	250	290	376	574	1,736
EBITDA	2,612	2,889	3,721	6,564	20,002
EBITDA 마진	41.8%	39.9%	39.6%	45.7%	46.1%
감가상각비	1,596	1,689	2,248	3,512	9,856
영업이익	1,016	1,200	1,473	3,053	10,146
영업이익률	16.3%	16.6%	15.7%	21.3%	23.4%

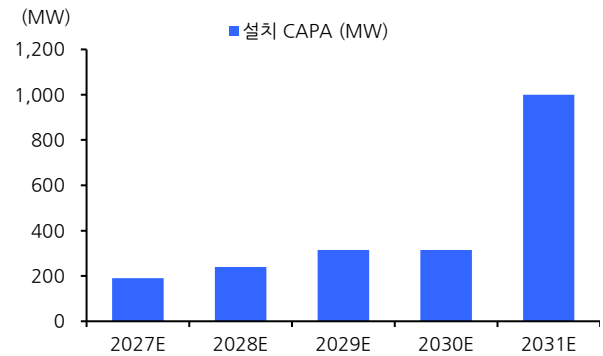
자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림1〉 SKT 네오클라우드 매출액/EBITDA 전망



자료: 현대차증권

〈그림2〉 SKT 가동 CAPA 전망(코로케이션)



자료: 현대차증권

〈표4〉 SK텔레콤 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림3〉 SK텔레콤 인적분할 구조



자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림5〉 SK텔레콤 주요 일정

시점	주요 내용	세부 내용
2026.06	15GW 청사진 발표	-2029년 5GW 1단계 오픈, 2035년 15GW 확대 목표 -권역별 AI 인프라 확대
2026.07	SK하이퍼 설립	-SK텔레콤 100% 자회사, -2030년까지 7,500억원 출자
2026.08	SK호라이즌 출범	-SK브로드밴드 인적분할 추진 -기존 데이터센터 8개 + 울산·구로 포함 -총 318MW 인프라 운영확장 -총 3조8000억원 투자 유치(6조밸류)
2026.08	외부 자본 유치	-지분 구조: SK텔레콤 51%, KKR 29%, IMM 등 20%
2029~2035	단계적 확장	-2029년 5GW 단계적 오픈 -2035년 15GW 로드맵 추진

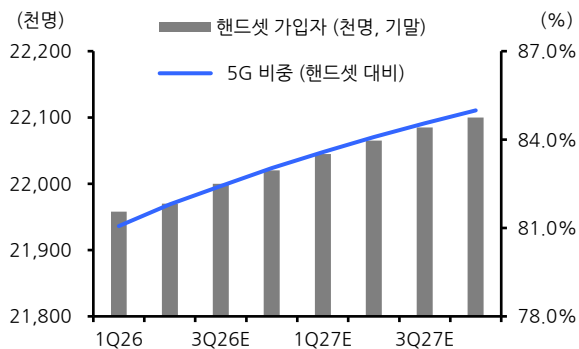
자료: 언론, 현대차증권

〈그림4〉 SK텔레콤 인적분할 구조



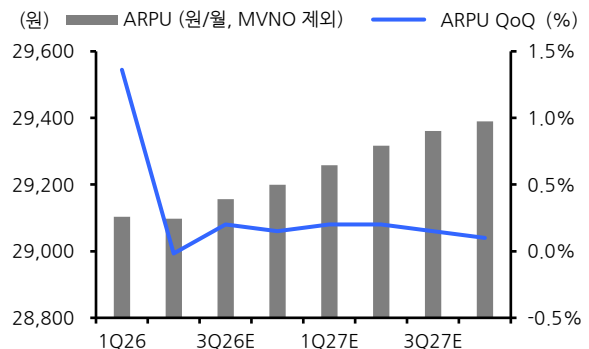
자료: 현대차증권

〈그림5〉 핸드셋 가입자 및 5G 비중



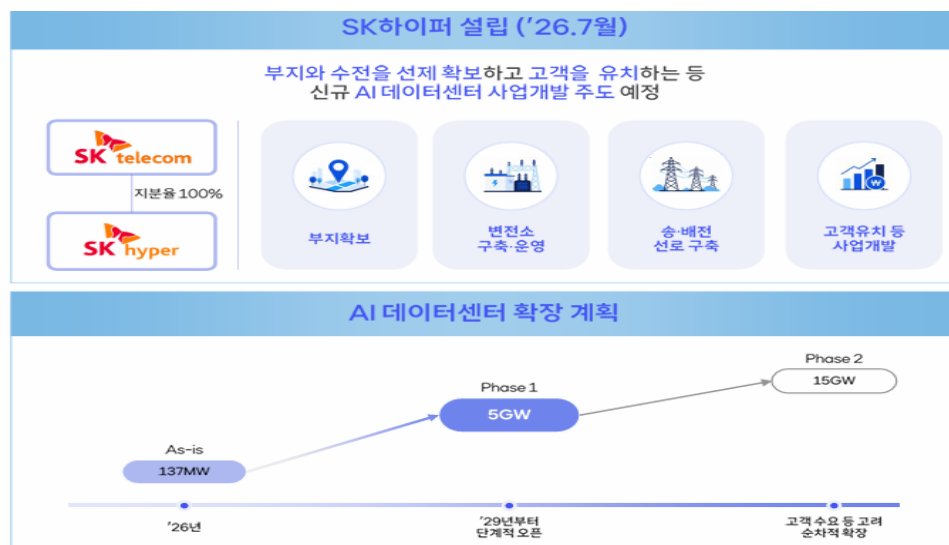
자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림6〉 ARPU 및 QoQ 증감률 추이



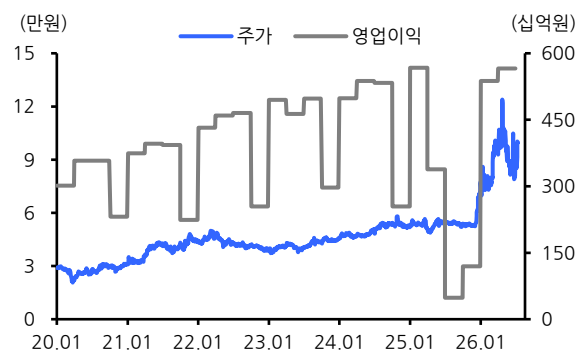
자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림7〉 SKT AI DC 계획



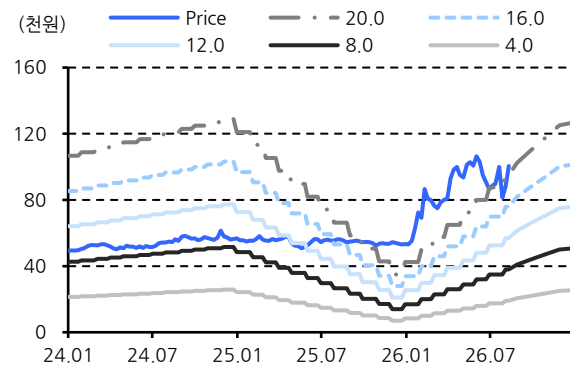
자료: SK텔레콤, 현대차증권

〈그림8〉 SK텔레콤 주가 영업이익



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림9〉 SK텔레콤 P/E 밴드



자료 : Bloomberg, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	17,941	17,099	17,607	18,043	18,689
증가율 (%)	1.9	-4.7	3.0	2.5	3.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	17,941	17,099	17,607	18,043	18,689
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	1.9	-4.7	3.0	2.5	3.6
판매관리비	16,117	16,026	15,686	15,861	16,402
판매비율 (%)	89.8	93.7	89.1	87.9	87.8
EBITDA	5,523	4,663	5,519	4,822	4,120
EBITDA 이익률 (%)	30.8	27.3	31.3	26.7	22.0
증가율 (%)	0.3	-15.6	18.4	-12.6	-14.6
영업이익	1,823	1,073	1,921	2,182	2,287
영업이익률 (%)	10.2	6.3	10.9	12.1	12.2
증가율 (%)	4.0	-41.1	79.0	13.6	4.8
영업외손익	-384	-288	-105	-3	69
금융수익	355	219	195	298	388
금융비용	606	482	371	353	354
기타영업외손익	-133	-25	71	52	35
종속/관계기업관련손익	322	-64	-15	-5	-6
세전계속사업이익	1,762	722	1,801	2,174	2,351
세전계속사업이익률	9.8	4.2	10.2	12.0	12.6
증가율 (%)	18.4	-59.0	149.4	20.7	8.1
법인세비용	375	347	444	609	656
계속사업이익	1,387	375	1,343	1,565	1,695
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,387	375	1,343	1,565	1,695
당기순이익률 (%)	7.7	2.2	7.6	8.7	9.1
증가율 (%)	21.0	-73.0	258.1	16.5	8.3
지배주주지분 순이익	1,250	408	1,364	1,595	1,727
비지배주주지분 순이익	137	-33	-21	-30	-32
기타포괄이익	161	1,530	123	0	0
총포괄이익	1,548	1,905	1,466	1,565	1,695

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	5,087	3,924	5,397	4,303	3,442
당기순이익	1,387	375	1,343	1,565	1,695
유형자산 상각비	3,700	3,590	3,598	2,640	1,832
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-6	-1	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-109	-144	282	75	-109
기타	115	104	176	23	24
투자활동으로인한현금흐름	-2,712	-1,737	-622	-298	-42
투자자산의 감소(증가)	-568	229	-81	-81	104
유형자산의 감소	47	240	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,487	-2,207	-661	-211	-156
기타	296	1	118	-6	10
재무활동으로인한현금흐름	-1,810	-2,712	-1,130	-770	-871
차입금의 증가(감소)	-414	94	-1	0	0
사채의증가(감소)	-743	931	-31	0	0
자본의 증가	0	0	-1,700	0	0
배당금	-804	-628	-530	-765	-835
기타	151	-3,109	1,132	-5	-36
기타현금흐름	3	-9	8	0	0
현금의증가(감소)	569	-534	3,653	3,234	2,530
기초현금	1,455	2,024	1,490	5,143	8,377
기말현금	2,024	1,490	5,143	8,377	10,907

* K-IFRS 연결기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	7,477	6,727	10,528	13,916	16,223
현금성자산	2,024	1,490	5,143	8,377	10,907
단기투자자산	509	228	234	241	231
매출채권	1,989	1,919	1,972	2,028	1,946
재고자산	210	168	172	177	170
기타유동자산	2,745	2,888	2,968	3,053	2,929
비유동자산	23,039	23,381	20,346	17,993	16,206
유형자산	12,617	11,902	8,930	6,501	4,824
무형자산	4,267	3,783	3,623	3,623	3,623
투자자산	4,476	5,763	5,934	6,009	5,899
기타비유동자산	1,679	1,933	1,859	1,860	1,860
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	30,515	30,108	30,875	31,908	32,429
유동부채	9,224	6,530	6,355	6,500	6,289
단기차입금	100	130	130	130	130
매입채무	127	111	114	117	112
유동성장기부채	2,828	1,491	1,180	1,180	1,180
기타유동부채	6,169	4,798	4,931	5,073	4,867
비유동부채	9,463	10,623	10,676	10,765	10,635
사채	6,364	7,294	7,264	7,264	7,264
장기차입금	203	300	300	300	300
장기금융부채	3	1	0	0	0
기타비유동부채	2,893	3,028	3,112	3,201	3,071
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	18,688	17,152	17,031	17,264	16,924
지배주주지분	11,699	12,863	13,795	14,626	15,518
자본금	30	30	30	30	30
자본잉여금	1,771	1,771	71	71	71
자본조정 등	-13,726	-13,902	-13,921	-13,921	-13,921
기타포괄이익누계액	647	2,026	2,169	2,169	2,169
이익잉여금	22,976	22,938	25,446	26,277	27,169
비지배주주지분	129	92	48	18	-14
자본총계	11,828	12,955	13,843	14,644	15,504

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	6,446	1,746	6,251	7,288	7,893
EPS(지배순이익 기준)	5,810	1,901	6,350	7,426	8,042
BPS(자본총계 기준)	55,066	60,316	64,451	68,179	72,183
BPS(지배지분 기준)	54,465	59,887	64,230	68,095	72,248
DPS	3,540	1,660	3,320	3,680	4,000
P/E(당기순이익 기준)	8.6	30.6	15.1	12.9	11.9
P/E(지배순이익 기준)	9.5	28.1	14.8	12.7	11.7
P/B(자본총계 기준)	1.0	0.9	1.5	1.4	1.3
P/B(지배지분 기준)	1.0	0.9	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA(Reported)	3.5	4.2	4.0	3.9	4.0
배당수익률	6.4	3.1	3.9	4.3	4.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	23.1	-72.9	258.0	16.6	8.3
EPS(지배순이익 기준)	16.3	-67.3	234.0	16.9	8.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	11.5	3.0	10.0	11.0	11.2
ROE(지배순이익 기준)	10.8	3.3	10.2	11.2	11.5
ROA	4.6	1.2	4.4	5.0	5.3
안정성 (%)					
부채비율	158.0	132.4	123.0	117.9	109.2
순차입금비용	61.9	60.8	28.0	4.5	순현금
이자보상배율	4.5	2.8	5.4	6.2	6.5

삼성에스디에스 (018260)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

현금부자에게 유리한 AI DC 비즈니스

BUY

TP 300,000원

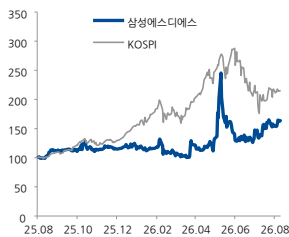
현재주가 (9/1)	245,000원
상승여력	22.4%
시가총액	18,958십억원
발행주식수	77,378천주
자본금/액면가	39십억원/500원
52주 최고가/최저가	362,000원/145,900원
일평균 거래대금 (60일)	78십억원
외국인 지분율	18.69%
주요주주 지분율	
삼성전자외 10인	48.90%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	18.9	-32.3	25.6
상대주가(%p)	14.8	-13.0	14.8

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	TP
Before	N/A	N/A	N/A
After	8,979	11,293	300,000
Consensus	9,025	11,392	273,357
Cons. 차이	-0.5%	-0.9%	9.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

26년 하반기 전망

- 2026년 실적은 매출액 14조 3,457억원(YoY +3%), 영업이익 8,103억원(YoY -15.3%)을 전망함. AX 기반 MSP 성장이 클라우드 성장을 견인할 전망. 일회성 비용 퇴직금이 제거되며 하반기 IT 마진율도 12% 수준 회복을 전망

AI 인프라 사업: GPUaaS+Colocation+DBO, 장점은 넘치게 많은 현금

- 동사는 31년까지 GPUaaS 200MW+DBO 500MW 추가 증설을 통해 총 CAPA 800MW+를 구축할 예정
- DBO: 500MW 풀CAPA 가정 시 31년 구축매출 6,348억원, 운영매출 2,898억원 영업이익은 1,088억원 수준을 예상.
- AIDC: 구미120MW에서 31년 매출 9,130억원 수준을 예상
- 이에 기반한 31년 매출액은 매출액 1.8조원, EBITDA 5,989억원을 전망. DBO+GPUaaS 현재가치로 할인한 사업가치는 3.1조원을 제시함.
- AI 인프라 비즈니스의 핵심인 자금 조달 부담이 완화되어 긍정적. DBO를 제외한 실질적 AI DC 증분 규모는 200MW. 또한 200MW 기준 AI DC (GPU 포함) 14조원 수준이 필요. 다만 전량 GPUaaS 운영이 아니라 일부 코로케이션이 있기에, 보유한 현금성자산 6.6조원으로 외부 조달을 최소화하며 사업 전개가 가능할 것으로 판단

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 300,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시
- 본업가치는 1분기 퇴직금 일회성 제거한 26년 예상 EPS(10,026원)에 글로벌 CSP 평균 밸류에이션에 20%할인한 20배를 적용하여 산출. 이에 AI DC 사업가치 3.1조원+순현금 5.7조원을 합산해 목표주가를 산출.
- 향후 주요 포인트는 1)AX 가속화에 따른 MSP 매출 가속화 유무, 2)AI DC 관련 사업 진행속도, 3)KKR 자문으로 진행되는 향후 M&A 딜
- 29년까지 증설되는 100MW(한국 AICC 40MW+구미AIDC 60MW)는 캡티브/정부 물량으로 채워질 것으로 전망. 그룹사 계획에 따라 달라지겠으나 장기적인 비즈니스 영위를 위해서는 외부 테넌트 모객도 필요할 것으로 보임
- 그룹사 로보틱스, Physical AI 추진 가속화에 따라 Captive 기반 GPUaaS 테넌트 확보도 가능할 것. 그룹사의 신사업 전략과 테넌트 확보유무가 동사 AI DC 비즈니스 가치를 결정 지을 것으로 분석

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	13,828	911	757	1,518	9,783	9.2	13.1	1.1	3.0	8.4	2.3
2025	13,930	957	760	1,587	9,816	0.3	17.5	1.3	4.7	7.9	1.9
2026F	14,346	810	695	1,565	8,979	-8.5	26.7	1.8	7.9	6.9	1.3
2027F	15,093	1,031	874	1,689	11,293	25.8	21.3	1.7	6.7	8.3	1.3
2028F	14,817	1,124	959	1,689	12,391	9.7	19.4	1.6	6.2	8.5	1.3

* KIFRS 연결 기준

삼성SDS: 안정적 캡티브 물량과 넘치는 현금이 무기

자기자본 기반 AI DC 투자 경쟁력 공정적	삼성SDS는 DBO+Colocation+GPUaaS 합쳐서 720MW 증설계획을 가지고 있다. 세부적으로 나누면 DBO 500MW+GPUaaS/Colocation 220MW다. 현재 가용현금이 약 7조원에 이르고, AI 인프라에 5조원을 투입할 계획을 가지고 있다. 타사들과 달리 자기자본으로 외부차입을 최소화하면서 AI DC 비즈니스를 영위할 수 있다는 것이 강점이다.
구미 AI DC 증설 본격화	현재 증설중인 AI DC는 구미 한 곳이다. 29년 60MW 1차 증설 후 31년 60MW 추가 증설하는 것을 목표로 한다. 여기에 정부소유의 해남 국가 AI컴퓨팅센터가 추가된다. 전남 해남 솔라시도에 정부-민간 합산 2조 4,000억원이 투입되는 거대 프로젝트다. '28년까지 40MW 증설 후 31년까지 40MW 추가 증설을 목표로 한다.
해남은 지분법인식대상	해당 프로젝트는 삼성SDS 컨소시엄의 단독 응모로 성사됐다. 삼성SDS 지분 30%로 최대주주, 정부 29%, 네이버가 26%를 확보했다. 해당 AICC는 지분법 손익으로 계상되며 일부 운영위탁 매출을 발생시킬 수 있을 것으로 추정된다.
DBO 비즈니스 개시	DBO는 올해초 새롭게 발표한 신규 비즈니스다. DBO는 현재 LG CNS가 시장점유율 60%로 과점하고 있는 시장이다. 삼성 SDS는 DC 구축/설계/운영 경험을 살려 이 비즈니스에서 500MW까지 확대할 계획을 가지고 있다. 자사 DC 운영에 대한 레퍼런스가 있으며 현재 DC 증설 수요가 많다는 점을 고려하면 장기적으로 달성가능한 목표로 판단한다.
삼성에스디에스 AI DC 사업가치 3.1 조원	삼성에스디에스 AI DC 2030년 매출액으로 1.7조원, EBITDA 4,759억원, 영업이익 1,779억원을 예상한다. 이에 따른 사업가치는 3.1조원을 제시한다. 해남 AICC는 지분법 인식대상으로 운영구조가 구체화되지 않아 계산에서 제외했다. 대신 현재 캡티브 수요 및 대외고객 확장 가능성을 고려해 구미 AI DC를 전량 GPUaaS 가동으로 가정했다. 추후 계획 구체화 시 밸류 재산정 예정이다. <u>밸류에이션은 29년 예상 EBITDA 4,759억원에 네비우스 27F EV/EBITDA 15배, 코어위브 26F 12배 평균에 DBO+Colocation+GPUaaS 모델 혼합이라는 점을 감안해 40% 할인한 Target Multiple 9배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.</u>

〈표1〉 삼성에스디에스 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	3,489.8	3,512.0	3,391.3	3,536.8	3,352.9	3,717.8	3,563.3	3,711.7	13,929.9	14,345.7	15,092.9
IT서비스	1,600.4	1,678.4	1,595.7	1,669.0	1,610.5	1,762.5	1,704.8	1,797.2	6,543.5	6,875.0	7,367.5
SI	235.6	318.1	241.4	246.3	242.7	259.0	251.1	263.2	1,041.4	1,016.0	979.9
ITO	711.9	695.1	679.7	735.1	676.9	724.1	665.9	723.1	2,821.8	2,790.0	2,814.0
CLOUD	652.9	665.2	674.6	687.6	690.9	779.4	787.8	810.9	2,680.3	3,069.0	3,573.6
CSP	267.1	264.6	280.0	271.3	298.2	328.1	341.6	333.7	1,083.0	1,003.4	1,526.3
MSP	284.3	297.4	294.3	311.2	295.8	346.7	339.9	363.2	1,187.2	1,049.8	1,603.6
SaaS	101.5	103.2	100.3	105.1	96.9	104.6	106.3	114.0	410.1	421.9	443.8
물류	1,889.4	1,833.6	1,795.6	1,867.8	1,742.4	1,955.3	1,858.4	1,914.5	7,386.4	7,470.6	7,725.4
영업이익	268.5	230.2	232.3	226.1	78.3	231.8	241.3	258.9	957.1	810.3	1,031.2
IT서비스	225.9	203.7	197.2	200.2	63.0	203.0	209.7	228.2	827.0	703.9	908.8
물류	42.6	26.5	35.1	25.9	15.3	28.8	31.6	30.6	130.1	106.3	122.4
OPM(%)	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.2%	6.8%	7.0%	6.9%	5.6%	6.8%
IT서비스	14.1%	12.1%	12.4%	12.0%	3.9%	11.5%	12.3%	12.7%	12.6%	10.2%	12.3%
물류	2.3%	1.4%	2.0%	1.4%	0.9%	1.5%	1.7%	1.6%	1.8%	1.4%	1.6%
지배순이익	211.5	170.6	195.2	182.3	80.8	185.0	192.9	236.3	759.5	695	874
NPM (%)	6.1%	4.9%	5.8%	5.2%	2.4%	5.0%	5.4%	6.4%	5.5%	4.8%	5.8%

자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

〈표2〉 삼성에스디에스 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
조정 지배 순이익(a)	(십억원)	805	26F 지배주주 순이익+일회성 퇴직급여(약 1100억원) 적용,
Target P/E(b)	(x)	20	글로벌 CSP 평균에 기업규모/사업내용 감안해 20%할인해 적용
본업가치(c)	조원	16.1	(a)*(b)
AI DC 가치(d)	조원	3.1	표(3)참고
순현금(e)	조원	5.7	현금성자산+단기금융상품-총차입금
기업가치	조원	25	(c)+(d)+(e)
목표주가	(원)	320,000	기업가치/유통주식수(77,377,800), 적정주가 323,112원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	245,000	
Upside	(%)	22.4	

자료: Quantivise, 현대차증권

〈표3〉 삼성에스디에스 AI DC 추정 모델

구분	2028E	2029E	2030E	2031E
GPUaaS 설치 CAPA (MW)	-	60	60	120
GPUaaS 가동 CAPA (MW)	-	30	50	80
DBO 구축중 CAPA (MW)	200	200	150	100
DBO 운영중 CAPA (MW)	50	150	350	500
매출액 (억원)	12,230	16,517	17,069	18,376
GPUaaS	-	3,493	5,764	9,130
DBO 구축 (턴키 총액, 진행기준)	11,965	12,204	9,336	6,348
DBO 운영수탁	265	820	1,970	2,898
영업비용 (억원)	11,220	13,819	12,311	12,387
전기료 (GPUaaS)	-	1,364	1,405	2,894
관리비 (GPUaaS)	-	328	338	696
판관비 (GPUaaS 7% + DBO 4%)	489	765	856	1,009
DBO 매출원가 (하도급 운영인력)	10,730	11,362	9,713	7,789
EBITDA	1,010	2,697	4,759	5,989
감가상각비 (억원)	-	1,981	2,979	4,960
DC	-	469	473	1,005
GPU (전량 자산가정)	-	1,522	2,506	3,955
영업이익 (억원)	1,010	717	1,779	1,029
GPUaaS	-	(423)	638	(59)
DBO	1,010	1,140	1,141	1,088
영업이익률	8.3%	4.3%	10.4%	5.6%

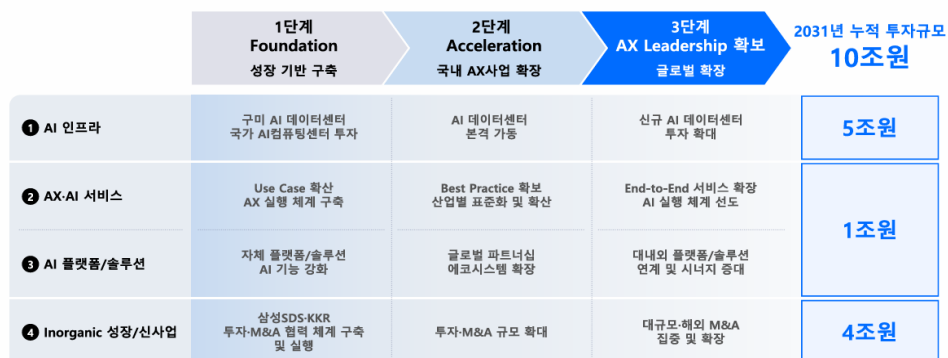
자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

〈표4〉 삼성SDS 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: 삼성SDS, 현대차증권

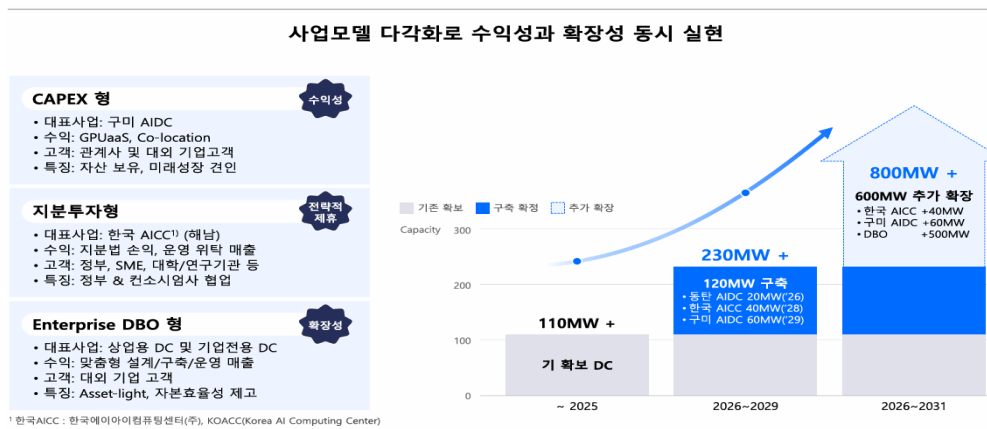
〈그림1〉 삼성SDS 향후 투자 예정 규모



* 사업 부문별 세부 투자 집행 시점은 수요/공급/기술성숙도 등에 따라 탄력적으로 집행

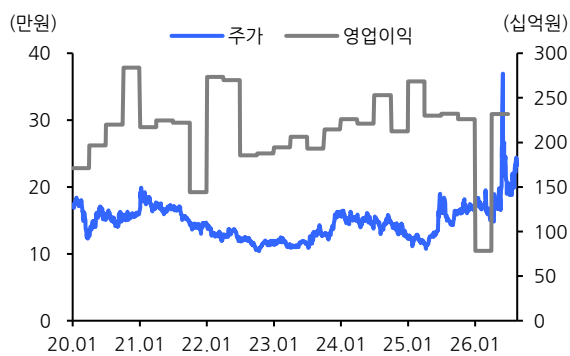
자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

〈그림2〉 삼성SDS 인프라 로드맵: GPUaaS+Colocation+DBO



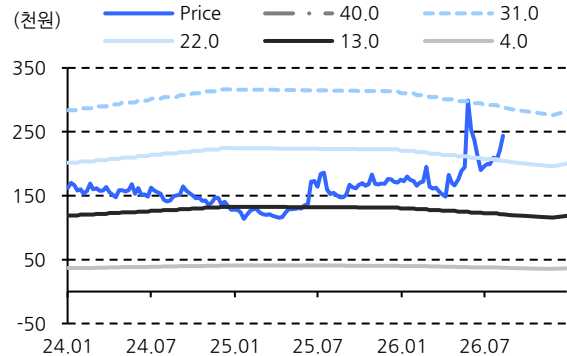
자료: 삼성에스디에스, 현대차증권

〈그림3〉 삼성에스디에스 주가 영업이익



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 삼성에스디에스 P/E 밴드



자료 : Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,346	15,093	14,817
증가율 (%)	4.2	0.7	3.0	5.2	-1.8
매출원가	11,816	11,850	12,334	12,772	12,298
매출원가율 (%)	85.4	85.1	86.0	84.6	83.0
매출총이익	2,012	2,080	2,011	2,321	2,519
매출이익률 (%)	14.6	14.9	14.0	15.4	17.0
증가율 (%)	12.0	3.4	-3.3	15.4	8.5
판매관리비	1,101	1,123	1,201	1,290	1,395
판매비율 (%)	8.0	8.1	8.4	8.5	9.4
EBITDA	1,518	1,587	1,565	1,689	1,689
EBITDA 이익률 (%)	11.0	11.4	10.9	11.2	11.4
증가율 (%)	6.8	4.5	-1.4	7.9	0.0
영업이익	911	957	810	1,031	1,124
영업이익률 (%)	6.6	6.9	5.6	6.8	7.6
증가율 (%)	12.7	5.0	-15.4	27.3	9.0
영업외손익	189	112	160	172	199
금융수익	329	279	238	220	249
금융비용	155	161	77	53	53
기타영업외손익	15	-6	-1	5	3
종속/관계기업관련손익	3	6	1	5	3
세전계속사업이익	1,103	1,076	971	1,208	1,326
세전계속사업이익률	8.0	7.7	6.8	8.0	8.9
증가율 (%)	11.9	-2.4	-9.8	24.4	9.8
법인세비용	313	293	275	340	373
계속사업이익	790	783	697	868	953
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	783	697	868	953
당기순이익률 (%)	5.7	5.6	4.9	5.8	6.4
증가율 (%)	12.7	-0.9	-11.0	24.5	9.8
지배주주지분 순이익	757	760	695	874	959
비지배주주지분 순이익	33	23	2	-6	-6
기타포괄이익	145	38	145	0	0
총포괄이익	934	821	841	868	953

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,238	1,203	1,323	1,522	1,520
당기순이익	790	783	697	868	953
유형자산 상각비	553	599	656	550	473
무형자산 상각비	54	31	99	108	92
외환손익	-32	13	-8	0	0
운전자본의 감소(증가)	-252	-347	-204	-5	3
기타	125	124	83	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-1,069	-824	-531	-499	-343
투자자산의 감소(증가)	-3	-3	5	-6	4
유형자산의 감소	2	2	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-475	-315	-369	-250	-500
기타	-593	-508	-168	-243	153
재무활동으로인한현금흐름	-423	-509	-312	-247	-247
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-216	-233	-247	-247	-247
기타	-207	-276	-65	0	0
기타현금흐름	135	20	60	0	0
현금의증가(감소)	-119	-110	541	776	931
기초현금	1,788	1,669	1,559	2,100	2,876
기말현금	1,669	1,559	2,100	2,876	3,807

* K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,004	9,406	10,335	11,507	12,187
현금성자산	1,669	1,559	2,100	2,876	3,807
단기투자자산	4,355	4,821	5,060	5,303	5,149
매출채권	1,720	1,790	1,878	1,968	1,911
채고자산	19	15	16	17	17
기타유동자산	1,240	1,220	1,281	1,342	1,303
비유동자산	4,235	4,048	3,623	3,221	3,152
유형자산	1,774	1,752	1,538	1,237	1,265
무형자산	814	824	734	626	534
투자자산	156	165	168	174	170
기타비유동자산	1,491	1,307	1,183	1,184	1,183
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	13,238	13,454	13,958	14,727	15,340
유동부채	2,495	2,332	2,452	2,557	2,491
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	707	585	614	643	625
유동성장기부채	267	262	280	280	280
기타유동부채	1,521	1,485	1,558	1,634	1,586
비유동부채	1,037	859	901	945	917
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,037	859	901	945	917
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,533	3,191	3,354	3,502	3,408
지배주주지분	9,333	9,916	10,275	10,903	11,615
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
자본조정 등	61	63	77	77	77
기타포괄이익누계액	-59	-13	130	130	130
이익잉여금	7,995	8,530	8,732	9,359	10,071
비지배주주지분	372	347	329	323	317
자본총계	9,705	10,263	10,604	11,226	11,932

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	10,203	10,115	9,001	11,220	12,311
EPS(지배순이익 기준)	9,783	9,816	8,979	11,293	12,391
BPS(자본총계 기준)	125,429	132,634	137,046	145,078	154,200
BPS(지배지분 기준)	120,618	128,152	132,794	140,898	150,101
DPS	2,900	3,190	3,190	3,190	3,190
P/E(당기순이익 기준)	12.5	17.0	26.7	21.4	19.5
P/E(지배순이익 기준)	13.1	17.5	26.7	21.3	19.4
P/B(자본총계 기준)	1.0	1.3	1.8	1.7	1.6
P/B(지배지분 기준)	1.1	1.3	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA(Reported)	3.0	4.7	7.9	6.7	6.2
배당수익률	2.3	1.9	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	12.6	-0.9	-11.0	24.7	9.7
EPS(지배순이익 기준)	9.2	0.3	-8.5	25.8	9.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.5	7.8	6.7	8.0	8.2
ROE(지배순이익 기준)	8.4	7.9	6.9	8.3	8.5
ROA	6.2	5.9	5.1	6.1	6.3
안정성 (%)					
부채비율	36.4	31.1	31.6	31.2	28.6
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	18.2	18.9	15.4	19.4	21.2

NHN(181710)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

가성비 최고의 네오클라우드 비즈니스 영위

BUY

TP 100,000원

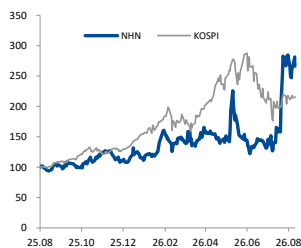
현재주가 (9/1)	70,400원
상승여력	42.0%
시가총액	2,306십억원
발행주식수	32,329천주
자본금/액면가	19십억원/500원
52주 최고가/최저가	75,200원/24,800원
일평균 거래대금 (60일)	11십억원
외국인 지분율	12.53%
주요주주 지분율	
이준호 외 16인	56.66%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	89.8	18.1	85.8
상대주가(%p)	83.1	51.9	69.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	2,170	2,508	32,000
After	2,999	4,584	100,000
Consensus	3,262	4,313	66,600
Cons. 차이	-8.1%	6.3%	50.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

GPUaaS 매출 발생 시작, 연간

- 26년 매출액 2조 9710억원(YoY +18.1%), 이익 1,849억원(YoY +39.6%)을 예상
- 2분기 서프라이즈 요인은 GPUaaS와 게임의 호조. 양평 AI DC에서 4MW 수준 매출이 2분기부터 발생하고 있는 것으로 추정. 매출액 234억원, 영업이익 81억원으로 추정함. 게임은 웹보드가 1인 결제액 한도 상승으로 견조히 성장하는 가운데 컴파스가 QoQ+129% 성장한 270억원을 시험한 것으로 추정. 2분기 게임 매출액은 1,396억원으로 연간 PEAK로 예상

네오클라우드 비즈니스 사업가치 1.2조원으로 전망

- 국내 PEER 대비 규모는 작지만 네오클라우드 비즈니스를 가장 효율적으로 영위하고 있는 기업으로 평가함. 정부 AI 지원사업에 선정되어 GPU 약 1.2조원을 임대 중이며, 이 중 20%수준의 물량을 동사가 수익사업에 활용 중.
- 27년에는 30MW(임차20MW+자체10MW) 추가 확대 계획이 있어 높은 매출 추이 이어질 수 있을 것. 다만 필요한 GPU 수급을 위해서는 자본조달 및 정부의 지원이 필요한 만큼 해당부분이 명확해질 필요는 있음
- 30MW 추가증설 반영한 28년 예상 매출액 영업이익으로 4,120억원, 880억원을 제시. 현재가치로 할인한 사업가치는 1.2조원을 제시.

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 100,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 SOTP로 진행. 본업가치는 26년 예상 EPS 2,999원에 국내 플랫폼 평균인 Target PER 20 적용해 1.9조원 산출, AI DC는 1.2조원 산출, 합산 3.1조원.
- 만성 적자였던 클라우드 비즈니스가 마진율 높은 GPUaaS 서비스를 시작하며 BEP를 넘어 연간 300억원 이상의 흑자로 기여할 것으로 전망
- 사업방향도 긍정적, 게임 사업은 캐시카우인 웹보드 중심으로 개편 중이며, 결제사업은 해외 머천트 확대에 힘입어 연간 19% 성장 기대. 기타 종속회사 사업 축소로 비용 효율화 지속될 것으로 전망. 27년 영업이익률은 7.5%를 기대
- 본업이 살아나면서 네오클라우드 신사업까지 붙는 매력적인 투자스토리. 동사 네오클라우드 비즈니스 확대에 주목하며 투자하기를 권고

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,456	-33	-133	72	-3,904	적지	NA	0.4	5.8	-8.6	2.8
2025	2,516	132	32	236	954	흑전	30.4	0.7	NA	2.2	1.7
2026F	2,971	185	98	313	2,999	214.2	24.8	1.6	NA	6.5	1.2
2027F	3,456	259	148	361	4,584	52.9	16.2	1.4	NA	9.2	1.2
2028F	3,994	513	285	600	8,810	92.2	8.4	1.2	NA	15.7	1.2

* K-IFRS 연결 기준

NHN: 코어워브/네비우스 보다 우월한 수익성, 규모는 작지만 효율성은 최고

GPUaaS 매출 본격화,
정부 임대료 인한
가장 우월한
수익성 자랑

NHN은 국내 사업자 중 처음으로 GPUaaS 매출이 분기 손익에 잡히기 시작했다. 3월 말 가동한 양평 리전 '팩토리X 서울'에 엔비디아 GPU 7,656장을 투입했고, B200 기반 네오클라우드(GPUaaS) 사업이 2분기부터 본격 반영되며 NHN클라우드 매출이 전년 대비 85% 늘었다(기술 부문 1,598억원, +53%). 우리가 추정하는 2Q 매출액은 234억원, 영업이익 81억원이다. 현존하는 그 어떤 네오클라우드 보다 수익성이 좋다.

27년 하반기까지
30MW증설계획

높은 수익성의 비결은 GPU 조달 방식이었다. NHN은 AI 컴퓨팅 인프라 사업에 선정되어 B200 7,656장(약 1조원)을 정부에게 지원받았다. 그 결과로 약 80%는 정부/공공기관 용도로 무상임차하고, 20%는 수익사업에 활용할 수 있게 되었다. 즉 20MW에서 20%인 4MW 수준을 GPU에 대한 감가부담 없이 수익화 할 수 있게 된 것이다.

커버리지 중 AI
익스포저 가장 큼

높은 수익성에 더해 증설 계획도 공격적이다. '27년 하반기까지 30MW를 증설하겠다는 계획이다. 이 중 20MW는 외부 데이터센터 임차, 10MW만 자체 데이터센터 내 구축이다. 현재 양평·판교·광주를 합친 것과 비슷한 규모다. 관건은 조달방식이다. 만약 30MW를 모두 GPUaaS로 서비스하게 된다면 GPU만 약 3조원 가까이 CAPEX가 집행될 것으로 보인다. 현재 NHN 가용현금으로 감당할 수 없기에 이는 양평DC와 같이 추후 정부 3차 AI 데이터센터 사업에 선정되거나, 아니면 다른회사들과 같이 외부차입을 통한 조달이 필요할 것으로 보인다. 이 경우 마진율은 타 네오클라우드 수준으로 내려올 전망이다.

AI DC가치 1.2조원
제시

추후 확보할 물량에는 B300 수준 최신 GPU를 도입할 계획이다. 또한 해외 진출의 가능성도 있다. NHN은 일본 현지 데이터센터를 확보해 글로벌 고객 대상 공급을 준비 중이며 일부 고객과는 실제 계약을 논의하고 있다고 밝혔다.

NHN은 커버리지 기업 중 매출 대비 AI 익스포저가 가장 높은 종목이다. 게임·결제에서 나오는 현금이 AI 인프라 투자의 재원이 되고, AI 인프라가 전자 이익과 밸류에이션을 리레이팅한다. 향후 관전 포인트는 세가지다. 1)30MW 증설에 대한 구체적인 자원 확보, 2)30MW 증설에 대한 실제 고객확보 및 그 진행속도, 3)일본 발 첫 글로벌 계약이 이어질 수 있을지 주목한다.

우리는 30MW 증설, 자사구매50%, 정부지원 50% 기준 하에 NHN 29년 매출액 4,120억원, 영업이익 880억원을 전망한다. 밸류에이션은 29년 예상 EBITDA 1,710억원에 네비우스 27F EV/EBITDA 15배, 코어워브 12배 평균에 자본조달 문제로 인한 향후 성장규모를 감안해 40% 할인한 Target Multiple 9배 적용했다. WACC는 8% 적용했다.

〈표1〉NHN 실적 전망 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	754.4	787.3	2,516.2	2,971.0	3,455.6
게임	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	133.0	134.3	478.9	534.7	545.4
PC온라인	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	49.1	50.5	51.1	172.6	198.7	212.7
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	90.5	82.5	83.2	306.3	336.0	332.7
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	381.1	389.1	1,272.7	1,518.8	1,694.9
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	179.8	205.8	460.9	671.1	907.0
기타	104.5	96.5	89.6	94.2	84.7	88.0	80.5	78.1	384.7	331.3	308.3
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	708.7	732.3	2,383.8	2,786.1	3,196.9
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	505.5	527.5	1,680.7	1,996.5	2,332.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	120.5	121.1	435.9	471.7	504.8
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	23.3	24.5	86.8	88.9	86.5
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.3	3.8	3.6	14.8	14.1	13.2
기타영업비용	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	16.5	17.1	15.5	62.1	64.4	71.1
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	45.8	55.0	132.4	184.9	258.7
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	7.6%	6.1%	7.0%	5.3%	6.2%	7.5%
지배순이익	-3.8	9.1	12.1	14.7	23.6	20.0	24.6	29.6	32.1	97.8	148.2
NPM(%)		1.5%	1.9%	2.1%	3.5%	2.6%	3.3%	3.8%	1.3%	3.3%	4.3%

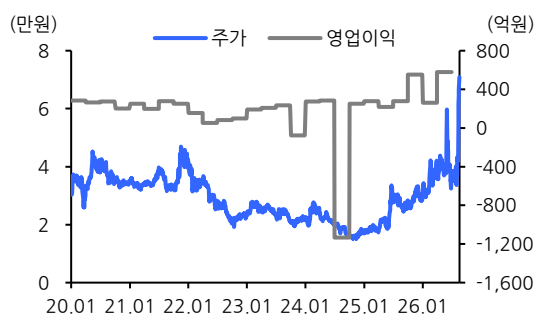
자료: NHN, 현대차증권

〈표2〉NHN Valuation Table

구분	단위	내용	비고
26F 지배 순이익	(십억원)	978	26F 지배주주 순이익 적용
26F EPS	(원)	2,999	
Target P/E	(x)	20	결제/게임 시장 점유율 고려, 국내 플랫폼 Historical 평균 P/E 적용
본업가치(a)	(조원)	1.9	26F EPS*Target P/E
AI DC 가치(b)	(조원)	1.2	표<3>참고
기업가치	(조원)	3.1	
목표주가	(원)	100,000	기업가치/유통주식수, 적정주가 100,623원 에서 백단위 버림
현재주가	(원)	70,400	9/1 종가 기준
Upside	(%)	42.0%	9/1 종가 기준

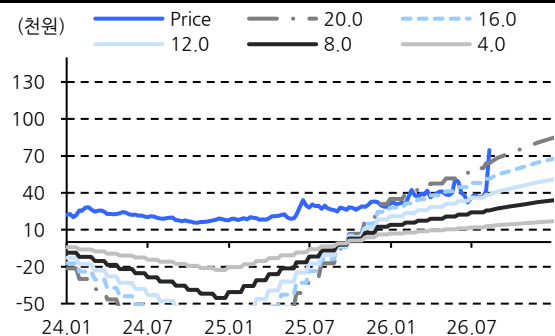
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉NHN 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉NHN P/E 밴드



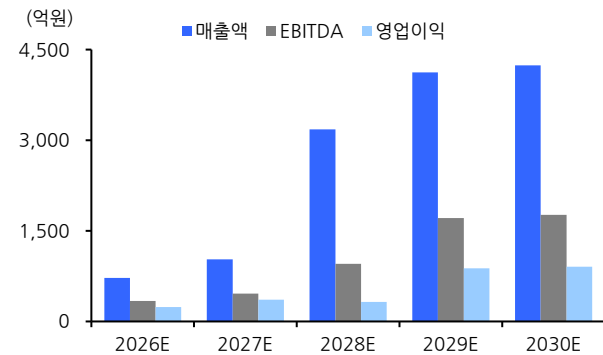
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉NHN AI DC 매출 추정

구분	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
용량 (MW)					
설치 CAPA (MW)	4	4	34	34	34
가동 CAPA(MW)	4	4	22	30	31
매출액	720	1,030	3,178	4,120	4,238
영업비용 (억원)	382	567	2,222	2,410	2,476
서비스 원가	180	340	519	603	620
전기료	83	86	750	773	796
상면 임차료	48	49	549	560	572
인건비·관리비	20	21	180	186	191
판관비	50	72	222	288	297
EBITDA	338	463	956	1,710	1,762
감가상각비	100	100	630	830	855
설비	100	100	180	180	180
GPU (자사구매 50%분)	-	-	450	650	675
영업이익	238	363	326	880	907
영업이익률	33.1%	35.2%	10.3%	21.4%	21.4%

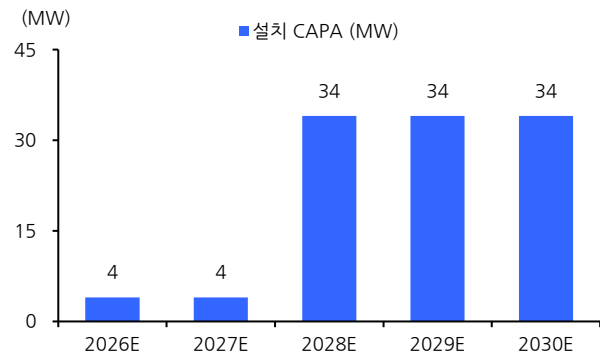
자료: NHN, 현대차증권

〈그림3〉NHN 네오클라우드 매출액/EBITDA 전망



자료: 현대차증권

〈그림4〉NHN 가동 CAPA 전망(코로케이션)



자료: 현대차증권

〈표4〉NHN 사업가치

구분	NHN	SK텔레콤	삼성SDS	네이버
기준연도	2029	2030	2030	2029
기준연도 EBITDA (억원)	1,710	6,564	4,759	11,700
적용 EV/EBITDA (배)	9.0	10.0	9.0	11.0
기준연도 EV (억원)	15,390	65,643	42,828	128,700
할인율 / 할인계수(WACC 8% 적용)	0.794	0.735	0.735	0.794
현재 사업가치 (억원)	12,217	48,248	31,480	102,166
현재 사업가치 (조원)	1.2	4.8	3.1	10.2

자료: SK텔레콤, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,971	3,456	3,994
증가율 (%)	8.2	2.4	18.1	16.3	15.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,456	2,516	2,971	3,456	3,994
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	8.2	2.4	18.1	16.3	15.6
판매관리비	2,489	2,384	2,786	3,197	3,481
판매비율 (%)	101.3	94.8	93.8	92.5	87.2
EBITDA	72	236	313	361	600
EBITDA 이익률 (%)	2.9	9.4	10.5	10.4	15.0
증가율 (%)	-51.7	227.8	32.6	15.3	66.2
영업이익	-33	132	185	259	513
영업이익률 (%)	-1.3	5.2	6.2	7.5	12.8
증가율 (%)	적전	흑전	40.2	40.0	98.1
영업외손익	-86	3	19	17	17
금융수익	92	75	26	11	13
금융비용	69	51	11	9	8
기타영업외손익	-109	-21	4	15	12
종속/관계기업관련손익	-11	-5	-2	0	0
세전계속사업이익	-130	131	203	276	530
세전계속사업이익률	-5.3	5.2	6.8	8.0	13.3
증가율 (%)	적전	흑전	55.0	36.0	92.0
법인세비용	63	79	71	80	154
계속사업이익	-193	52	132	196	376
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	132	196	376
당기순이익률 (%)	-7.9	2.1	4.4	5.7	9.4
증가율 (%)	적지	흑전	153.8	48.5	91.8
지배주주지분 순이익	-133	32	98	148	285
비지배주주지분 순이익	-60	20	34	48	92
기타포괄이익	12	-5	11	0	0
총포괄이익	-180	47	143	196	376

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	47	374	1,026	560	580
당기순이익	-193	52	132	196	376
유형자산 상각비	86	86	111	88	75
무형자산 상각비	18	17	17	14	12
외환손익	-3	1	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-168	163	754	261	116
기타	307	55	13	1	1
투자활동으로인한현금흐름	-50	13	-44	-72	-132
투자자산의 감소(증가)	30	6	7	-42	-19
유형자산의 감소	6	3	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-48	-61	-31	-5	-102
기타	-38	65	-20	-25	-11
재무활동으로인한현금흐름	-149	554	-722	-11	-13
차입금의 증가(감소)	-4	-22	-27	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-300	0	0	0
배당금	-21	-18	-15	-15	-15
기타	-124	894	-680	4	2
기타현금흐름	3	1	1	0	0
현금의증가(감소)	-150	942	261	477	435
기초현금	772	622	1,564	1,825	2,302
기말현금	622	1,564	1,825	2,302	2,736

* K-IFRS 연결기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,549	3,147	3,635
현금성자산	622	1,564	1,825	2,302	2,736
단기투자자산	143	129	149	174	185
매출채권	185	185	213	249	265
채고자산	49	26	30	35	37
기타유동자산	389	279	320	375	399
비유동자산	1,774	1,649	1,690	1,634	1,668
유형자산	701	685	629	545	572
무형자산	345	325	315	301	289
투자자산	474	464	450	492	511
기타비유동자산	254	175	296	296	296
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,193	3,851	4,239	4,781	5,303
유동부채	878	1,545	1,790	2,076	2,204
단기차입금	65	51	91	91	91
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	31	29	17	17	17
기타유동부채	782	1,465	1,682	1,968	2,096
비유동부채	549	536	565	640	673
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	176	153	126	126	126
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	373	383	439	514	547
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,428	2,081	2,355	2,716	2,877
지배주주지분	1,451	1,463	1,545	1,679	1,948
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
자본조정 등	-133	-112	-113	-113	-113
기타포괄이익누계액	12	-2	10	10	10
이익잉여금	325	630	700	833	1,103
비지배주주지분	314	308	339	386	478
자본총계	1,765	1,771	1,884	2,065	2,426

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-5,674	1,544	4,043	6,057	11,641
EPS(지배순이익 기준)	-3,904	954	2,999	4,584	8,810
BPS(자본총계 기준)	52,282	54,066	58,266	63,860	75,037
BPS(지배지분 기준)	42,986	44,671	47,791	51,912	60,258
DPS	500	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	NA	18.8	18.4	12.3	6.4
P/E(지배순이익 기준)	NA	30.4	24.8	16.2	8.4
P/B(자본총계 기준)	0.3	0.5	1.3	1.2	1.0
P/B(지배지분 기준)	0.4	0.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(Reported)	5.8	NA	NA	NA	NA
배당수익률	2.8	1.7	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	161.9	49.8	92.2
EPS(지배순이익 기준)	적지	흑전	214.2	52.9	92.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-10.3	2.9	7.2	9.9	16.8
ROE(지배순이익 기준)	-8.6	2.2	6.5	9.2	15.7
ROA	-5.8	1.5	3.3	4.3	7.5
안정성 (%)					
부채비율	80.9	117.5	125.0	131.6	118.6
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	5.1	N/A	N/A	N/A

LG씨엔에스 (064400)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

AI DC에 얹어지는 대외 수주확대

BUY

TP 94,000원

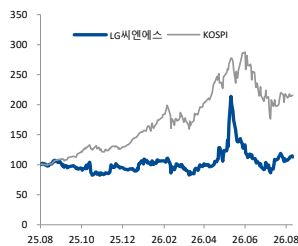
현재주가 (9/1)	75,800원
상승여력	24.0%
시가총액	7,344십억원
발행주식수	96,886천주
자본금/액면가	52십억원/500원
52주 최고가/최저가	143,700원/55,400원
일평균 거래대금 (60일)	93십억원
외국인 지분율	5.23%
주요주주 지분율	
LG외5인	47.09%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	21.3	-47.3	1.7
상대주가(%p)	17.0	-32.2	-7.1

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	4,944	5,463	94,000
Consensus	4,899	5,516	99,091
Cons. 차이	0.9%	-1.0%	-5.1%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026 전망: AI DC와 금융권 차세대 인프라 전환에 따른 UPCYCLE 진입

- Physical AI, AI DC, 스테이블코인 등 그룹사 공격적인 사업확장에 따른 신사업 기회 있음. 현재로서 Physical AI, 스테이블코인에 대한 가치 산정은 어렵지만 AI DC는 실제 매출이 나오고 있기에 추정에 반영 가능
- 현재 LG씨엔에스 AI 인프라(DBO+코로케이션) CAPA는 330MW 수준인 것으로 추정. 상반기 말 구축 완료될 삼성데이터센터와 인도네시아 자카르타를 합쳐서 내년 상반기까지 440MW로 100MW+ 수준 증설될 것으로 전망
- 이에 따라 AIDC `27년 예상매출액 6,351억원을 전망함. 영업이익률은 8%수준을 예상
- `26년 매출액은 6조 5,370억원(YoY+6.6%), 영업이익 5,829억원(YoY+5.6%)을 예상함. 금융권 차세대 인프라 전환(새마을금고 3,370억 우선 협상자 등)에 따라 `27년 디지털비즈니스는 연간 12% 성장한 1.6조원으로 성장 가속화될 것

AI 인프라 사업: DBO 중심 확장전망

- LG CNS는 CSP 사업자는 아니지만 데이터센터 구축/설계/운영(DBO)사업과 코로케이션 비즈니스 영위 중임. 데이터센터 구축/설계/운영 역량 없는 F를 대리해서 Total 솔루션을 제공
- 국내 AI DC 비즈니스가 개화하며 DBO/코로케이션 연간 두자리 수 이상의 성장이 지속될 것으로 예상
- 수주도 이어지는 중. 삼성DC는 9년, 조원에 가까운 규모의 코로케이션 수주계약 완료된 가운데 주요 파트너사 DC 건립 확대에 따른 추가 수주 기대됨
- 구축/운영/설계에서 가장 많은 매출이 발생하는 영역은 구축임. 추가적인 수주공시에 주목할 필요

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 94,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 26년 예상 EPS에 국내 PEER 평균 밸류에이션 21배에 10%할인한 19배를 적용해서 산출함
- 금융권 차세대 시스템 교체 주기에 따른 수주호황에 AI DC 매출도 긍정적. 본업에 신사업 모멘텀이 붙는 구간으로 주목함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	5,983	513	365	617	4,180	9.7	0.0	0.0	NA	18.3	N/A
2025	6,130	552	438	686	4,548	8.8	13.5	2.0	7.0	17.3	3.0
2026F	6,537	583	479	737	4,944	8.7	16.2	2.4	8.5	15.8	2.3
2027F	7,054	682	529	791	5,463	10.5	14.6	2.1	7.4	16.0	2.3
2028F	7,484	753	604	829	6,239	14.2	12.8	1.9	6.4	16.3	2.3

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉LG CNS 실적 전망 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,211.4	1,460.2	1,522.3	1,935.7	1,315.0	1,520.8	1,593.6	2,107.6	6,129.5	6,537.0	7,054.2
디지털비즈니스	287.7	321.0	336.5	403.5	321.9	340.2	367.1	464.8	1,348.7	1,494.1	1,667.3
클라우드&AI	717.3	872.4	879.5	1,118.1	765.4	906.0	916.4	1,241.1	3,587.3	3,828.9	4,116.2
스마트엔지니어링	206.3	266.7	306.4	414.1	227.8	274.6	310.1	401.7	1,193.6	1,214.2	1,270.7
매출총이익	158.2	239.0	212.3	342.8	181.3	233.2	247.0	343.5	952.3	1,005.1	1,116.6
판관비	79.3	98.2	92.2	130.8	87.1	105.4	104.2	125.6	400.5	422.3	435.0
영업이익	78.9	140.8	120.2	212.0	94.2	127.9	142.8	217.9	551.9	582.9	681.7
OPM (%)	6.5%	9.6%	7.9%	11.0%	7.2%	8.4%	9.0%	10.3%	9.0%	8.9%	9.7%
지배순이익	56.8	98.7	104.9	177.5	80.5	118.5	103.3	176.7	437.9	479.0	529.2
NPM (%)	4.7%	6.8%	6.9%	9.2%	6.1%	7.8%	6.5%	8.4%	7.1%	7.3%	7.5%

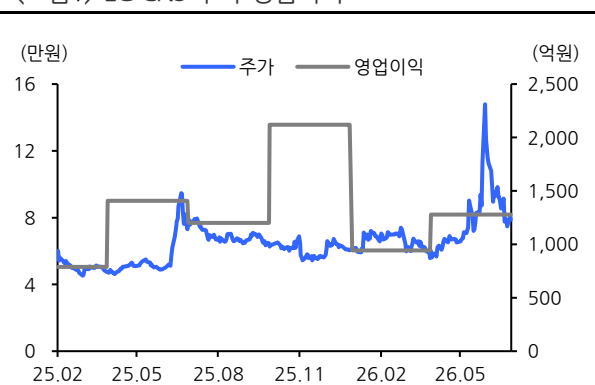
자료: LG CNS, 현대차증권

〈표2〉LG CNS Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	479	26F 지배주주 순이익 적용
Target EPS	(원)	4,944	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	19	사업내용 고려 국내 PEER 대비 10%할인
목표주가	(원)	94,000	적정주가 93,936원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	75,800	
Upside	(%)	24.0	

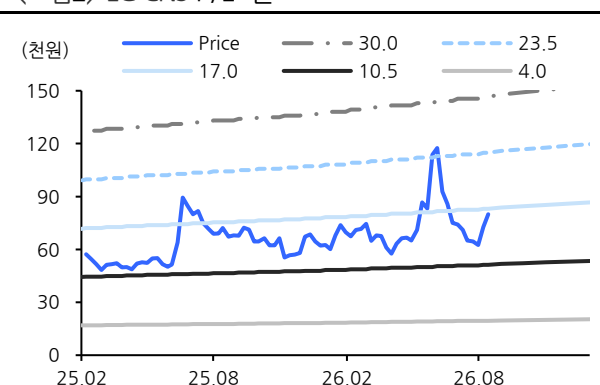
자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림1〉LG CNS 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉LG CNS P/E 밴드



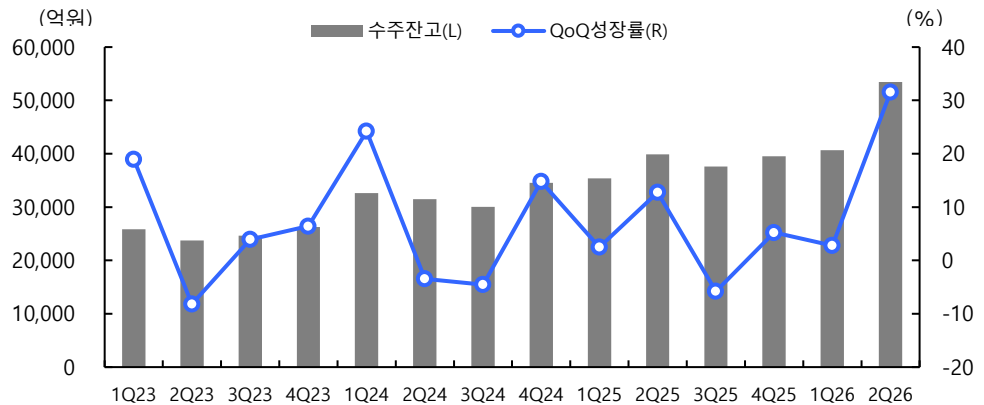
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉 LG CNS 2026년 주요 수주

시기	발주처	수주 내용	금액
26.01	국군지휘통신사령부	유사시통신망 네트워크 통합사업 (약 15개월)	215억원
26.01	국방전산정보원	차세대 국방시설통합정보체계 구축	227억원
26.04	한국은행	통합 IT 운영(ITO) 2기	약 930억원
26.04	네이버클라우드	삼성 AI데이터센터 코로케이션 계약 (2026.7~2035.5, 9년)	약1조
26.04	KB 국민은행	코어뱅킹 현대화 2단계	1,597억원
26.05	한국전력	차세대 영업배전시스템 ISP 컨설팅	비공개 (본 구축 수천억원 예상)
26.07	농림축산식품부	국가 농업 AX 플랫폼 민간사업자 (대동·전남광주 컨소시엄, 20년간 총 1.53조 사업모델)	비공개
26.08	새마을금고중앙회	계정계 최신화(차세대 금융시스템) 우선협상대상자	3,370억원
26.08	동아쏘시오그룹	AI 신약개발 플랫폼 구축	비공개 (민간 계약, 미공시)

자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림3〉 LG CNS 수주잔고 추이 - AI DC 초대형 계약으로 가파른 성장



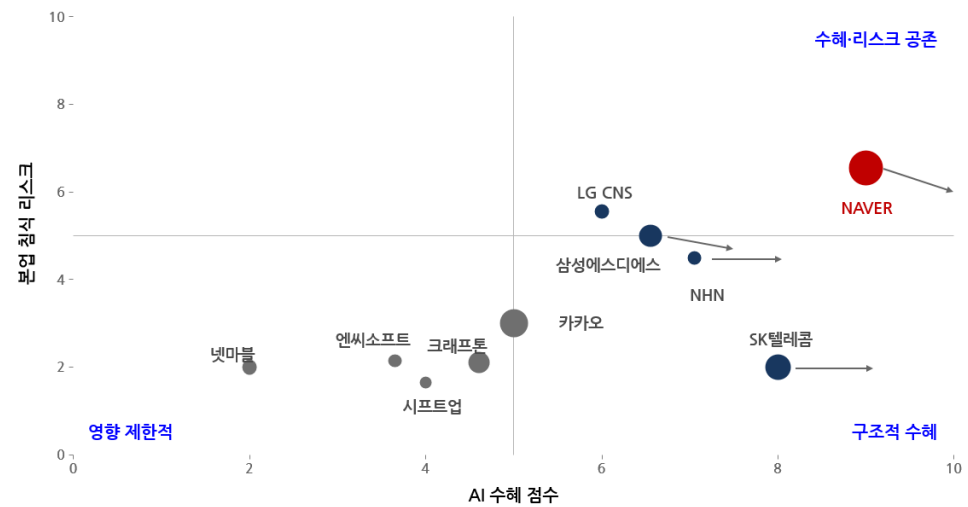
자료: LG CNS, 현대차증권

〈표4〉 커버리지 종목 네오 클라우드 및 AI DC 사업 개요

회사	핵심 자산 및 계획	네오클라우드 사업 모델	파트너·고객
네이버	각 세종(차제 55MW) + 브룩필드 JV로 55MW→200MW→GW급 확장목표	GPUaaS·뉴로클라우드·소버린 AI	브룩필드(\$9B JV), 엔비디아(유증 1.48조 3 대주주), 대외 고객 확보 목표. 그외 정부· 사우디 등 소버린
삼성SDS	국내 5개 DC + 국가 AI컴퓨팅센터 '29년 230MW에서 '31년 800MW+목표	GPUaaS·코로케이션/DBO	삼성 관계사 캡티브 및 대외고객 확대목표
NHN	광주 국가 AI DC 운영 + 양평 리전 현재 20MW 수준에서 +30MW 추가증설 목표	공공 특화 GPUaaS·클라우드	정부(GPU 확보·운용 사업 '25 참여), 공공 기관, AI 스타트업 등
SKT	울산 AI DC(AWS 협력, 103MW급→확장예정), 구로 AI DC(75MW) 준공 중, 추후 15GW 확대 목표	GPUaaS·코로케이션	AWS, 람다, 엔비디아·애틀로픽 협력
LG CNS	죽전/삼송 DC 코로케이션, 그외 DBO 다수 (국내 DBO 점유율 1위)	코로케이션 + DBO(설계·구축·운영)	네이버클라우드(상면 임차 제공)

자료: 각사, 언론보도, 현대차증권

〈그림4〉 커버리지 AI 포지셔닝 맵



자료: 현대차증권

주: 버블크기 = 시가총액, 화살표 = 향후 12개월 방향

〈표5〉 국내 커버리지 종목 AI 포지셔닝 맵

종목	X: AI 수혜 점수	Y: 본업 침식 리스크	수혜 근거	리스크 근거
NAVER	9	6.5	1GW급 IDC(가이던스 매출 20조-OPM 20%+), GPUaaS-소버린 AI, 브룩필드/엔비디아 협력, AI 모델 보유	검색/포탈 침식 노출. 단 커머스는 무관하며 국내 침식 속도 완만함. AI 인프라가 상쇄
SK텔레콤	8	2	15GW 로드맵, 울산 AI DC SK-AWS 건립 중, AI 모델 보유	통신 본업은 AI 침식 낮음
삼성에스디에스	6.5	5	구미 CAPEX형-해남 지분형-DBO 3모델 기반 3년 800MW+ 구축 목표	AI가 인력/투입시간 줄일 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
NHN	7	4.5	팩토리X 서울 B200 7,656장, 27년 중 30MW 증설, 기업규모 대비 AI 노출도 높음	본업(결제/게임/클라우드) AI 침식리스크 낮음
LG CNS	6	5.5	DBO(설계-구축-운영)/코로케이션 IDC 운영	AI가 인력/투입시간 줄일 위험 있으나 Captive 기반으로 방어. 일부 AX 수주도 발생
카카오	5	3	자체 컴퓨터 자산 부재, OpenAI 제휴, 자체LLM기반 온디바이스 AI	메신저 서비스는 AI 영향 적음. 반대로 AI로 부가가치 창출도 어려움
크래프톤	4.5	2	AI 별도 조직 운영, 게임/AI 내외부 결합에 가장 적극적, 블랙웰 클러스터(NHN운영)	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
엔씨소프트	4	2	자체LLM(바르코) 보유, AI 별도법인 보유, AI 제작 도구 활용	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
시프트업	4	2	AI 제작 파이프라인 선도 활용(아트-리소스) - 비용 구조 수혜가능	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능
넷마블	2	2	국내 TOP 게임사 대비 AI 활용정도 낮은 것으로 추정	게임 콘텐츠는 AI 리스크 적음. AI를 통한 비용효율화 가능

자료:현대차증권

주: X = 컴퓨터 자산 보유-AI 매출 노출-AI 비용절감 활용 종합(10점 만점), Y = 본업 매출이 AI 에이전트로 대체-침식될 위험(10점 만점). 점수는 당사 정성 평가

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,537	7,054	7,484
증가율 (%)	6.7	2.5	6.6	7.9	6.1
매출원가	5,051	5,177	5,532	5,938	6,235
매출원가율 (%)	84.4	84.5	84.6	84.2	83.3
매출총이익	931	952	1,005	1,117	1,249
매출이익률 (%)	15.6	15.5	15.4	15.8	16.7
증가율 (%)	11.5	2.3	5.6	11.1	11.8
판매관리비	418	400	422	435	496
판매비율 (%)	7.0	6.5	6.5	6.2	6.6
EBITDA	617	686	737	791	829
EBITDA 이익률 (%)	10.3	11.2	11.3	11.2	11.1
증가율 (%)	10.0	11.2	7.4	7.3	4.8
영업이익	513	552	583	682	753
영업이익률 (%)	8.6	9.0	8.9	9.7	10.1
증가율 (%)	10.6	7.6	5.6	17.0	10.4
영업외손익	-33	24	57	37	67
금융수익	39	62	50	56	71
금융비용	30	34	27	19	19
기타영업외손익	-42	-4	34	0	15
종속/관계기업관련손익	5	16	3	0	0
세전계속사업이익	485	593	643	719	821
세전계속사업이익률	8.1	9.7	9.8	10.2	11.0
증가율 (%)	9.5	22.3	8.4	11.8	14.2
법인세비용	121	154	162	187	213
계속사업이익	365	439	481	532	608
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	365	439	481	532	608
당기순이익률 (%)	6.1	7.2	7.4	7.5	8.1
증가율 (%)	9.9	20.3	9.6	10.6	14.3
지배주주지분 순이익	365	438	479	529	604
비지배주주지분 순이익	0	1	2	3	3
기타포괄이익	20	4	17	0	0
총포괄이익	385	443	498	532	608

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	715	418	536	603	706
당기순이익	365	439	481	532	608
유형자산 상각비	86	119	143	100	70
무형자산 상각비	18	15	12	9	7
외환손익	0	0	0	0	0
운전차분의 감소(증가)	121	-206	-73	-39	22
기타	125	51	-27	1	-1
투자활동으로인한현금흐름	-13	-530	-78	-62	36
투자자산의 감소(증가)	-29	-47	-26	-14	8
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-31	-44	-8	0	0
기타	47	-440	-44	-48	28
재무활동으로인한현금흐름	-141	174	-438	-179	-179
차입금의 증가(감소)	0	-0	0	0	0
사채의증가(감소)	-159	-230	0	0	0
자본의 증가	0	594	0	0	0
배당금	-133	-219	-179	-179	-179
기타	151	29	-259	0	0
기타현금흐름	11	3	4	0	0
현금의증가(감소)	572	64	24	361	563
기초현금	505	1,077	1,141	1,165	1,526
기말현금	1,077	1,141	1,165	1,526	2,089

* K-IFRS 연결기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,435	3,965	4,240	4,853	5,271
현금성자산	1,077	1,141	1,165	1,526	2,089
단기투자자산	89	539	587	635	607
매출채권	1,662	1,664	1,812	1,961	1,876
재고자산	46	61	66	71	68
기타유동자산	562	560	610	660	631
비유동자산	1,069	1,320	1,200	1,105	1,021
유형자산	545	536	421	320	251
무형자산	64	53	42	33	26
투자자산	203	253	281	295	287
기타비유동자산	257	478	456	457	457
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,505	5,285	5,440	5,958	6,291
유동부채	1,852	1,861	1,774	1,911	1,832
단기차입금	6	0	0	0	0
매입채무	794	664	723	783	749
유동성장기부채	202	333	111	111	111
기타유동부채	850	864	940	1,017	972
비유동부채	529	483	512	541	524
사채	389	160	160	160	160
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	140	323	352	381	364
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,382	2,344	2,286	2,452	2,356
지배주주지분	2,115	2,932	3,142	3,493	3,918
자본금	47	52	52	52	52
자본잉여금	35	624	624	624	624
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	30	36	54	54	54
이익잉여금	2,003	2,221	2,413	2,763	3,189
비지배주주지분	8	9	11	13	17
자본총계	2,123	2,941	3,153	3,506	3,935

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	4,185	4,561	4,966	5,493	6,273
EPS(지배순이익 기준)	4,180	4,548	4,944	5,463	6,239
BPS(자본총계 기준)	24,345	30,360	32,549	36,191	40,614
BPS(지배지분 기준)	24,257	30,270	32,439	36,053	40,442
DPS	1,672	1,850	1,850	1,850	1,850
P/E(당기순이익 기준)	0.0	13.5	15.5	14.1	12.3
P/E(지배순이익 기준)	0.0	13.5	16.2	14.6	12.8
P/B(자본총계 기준)	0.0	2.0	2.4	2.1	1.9
P/B(지배지분 기준)	0.0	2.0	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA(Reported)	NA	7.0	8.5	7.4	6.4
배당수익률	N/A	3.0	2.3	2.3	2.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	9.8	9.0	8.9	10.6	14.2
EPS(지배순이익 기준)	9.7	8.8	8.7	10.5	14.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	18.3	17.3	15.8	16.0	16.3
ROE(지배순이익 기준)	18.3	17.3	15.8	16.0	16.3
ROA	8.5	9.0	9.0	9.3	9.9
안정성 (%)					
부채비율	112.2	79.7	72.5	69.9	59.9
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	19.2	21.3	27.7	35.7	39.4

카카오 (035720)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

AI CAPEX LIGHT 모델의 근본적 한계, AI 약세시는 최선후주

BUY

TP 45,000원

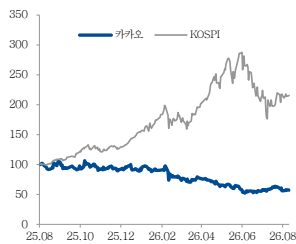
현재주가 (9/1)	36,500원
상승여력	23.3%
시가총액	16,169십억원
발행주식수	442,981천주
자본금/액면가	44십억원/100원
52주 최고가/최저가	67,700원/33,150원
일평균 거래대금 (60일)	81십억원
외국인 지분율	29.07%
주요주주 지분율	
감범수와 76인	24.08%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.4	-14.5	-41.4
상대주가(%p)	-5.8	9.9	-46.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	1,192	1,661	45,000
Consensus	1,320	2,078	56,526
Cons. 차이	-9.7%	-20.1%	-20.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026 실적전망: 계속 증명하며 호실적

- 2026년 매출액 8조 1,685억원(YoY +6.5%), 영업이익 9,857억원(YoY +27.8%)으로 컨센서스 부합을 전망
- 지속적인 영업효율화가 나타나는 중. 적자 기여하던 다음, 카카오게임즈, 헬스케어 모두 매각완료 되었고 효율적 운영기조를 통해 2분기 영업이익률은 13.2%를 기록
- 카카오의 ASSET LIGHT 전략이 실적호조로 연결되는 국면으로 긍정적. 다만 현재의 특개편/AI 효과가 내년까지 이어지지 않을 시 Asset-light가 성장둔화로 이어질 리스크는 상존함

카카오 AI 서비스: 회사 기대치 충족 난이도 높음

- 카카오는 기존에 목표했던 대로 다양한 외부서비스를 카카오톡 내 AI에 결합하는 시도를 진행중에 있음. 글로벌SNS로 봐도 가장 공격적이고 빠른 속도의 사업전개
- 그 일환으로 쿠팡이츠가 하반기 중 카톡내 AI로 삽입될 예정
- 다만 산업레포트에 작성했듯이 소비자 행동양식을 바꾸기 어려울 것으로 판단
- 우리는 '29년 카카오 AI 매출액으로 5,087억원을 제시함 (표 참고)

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 45,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 27년 예상EPS 1,651원에 카카오 Historical 하단 P/E인 27배를 적용해 산출함
- 동사 밸류에이션은 과거 50배를 상회하다가 순차적으로 하향조정 중. 현재는 30배 수준까지 내려옴. 과거 높은 밸류에이션은 카카오의 다각적 성장산업 M&A와 확대에 기인했음. 현재는 반대로 사업을 축소하는 국면
- 카카오X/카카오AI 인적분할 준비 중이나 합산 기업가치는 같을 것으로 전망. 인적분할 자체가 주가를 하락시킬 요인은 아님
- 수급 및 MDD 관점에서 하락폭이 깊기에 일시 반등은 가능한 주가로 판단. 또한 주요 SW 기업에서 가장 보수적인 AI 비용 집행 중. 상대적인 NON_AI 주식으로 향후 시장 약세 시 견조한 실적 성장에 힘입어 방어주의 역할은 가장 돋보일 것으로 전망. 향후 관전포인트는 AI 소비자 반응과 27년 특비즈 투자릿수 성장 가능성

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	7,864	495	55	1,331	124	흑전	306.9	1.7	10.9	0.6	0.2
2025	7,670	771	491	1,572	1,110	791.9	54.1	2.4	14.4	4.6	0.1
2026F	8,168	986	528	2,189	1,192	7.4	30.7	1.4	4.8	4.6	0.2
2027F	8,550	1,102	736	2,077	1,661	39.3	22.0	1.3	4.1	6.0	0.2
2028F	9,303	1,302	908	2,004	2,049	23.4	17.8	1.2	3.2	6.9	0.2

* K-IFRS 연결 기준

카카오는 AI 광풍에서 가장 안전한 포지션. 디레이팅은 없지만 리레이팅은 어려움

AI 투자 정도가 가장 낮아 가장 방어적 포지션 역으로 카카오는 메타와 달리 비용없이 수혜만 수취할 수 있는 구조다. 프론티어 경쟁에 참전하지 않는 에셋라이트 구조라 메타식 CAPEX 부담이 없고, 마찬가지로 잠식당할 검색 쿼리도 없다. AI 사이클에서 카카오의 밸류에이션 하방이 경쟁사 대비 탄탄할 수 있는 이유다.

타겟팅 데이터 확보 필요 다만 상방도 같은 논리로 제한된다. 메타의 멀티플과 광고매출을 지탱하는 것은 결국 AI 타겟팅 광고가 만들어내는 단가 상승이다. 그리고 광고 상승의 가장 큰 이유는 방대한 퍼포먼스 광고주 풀과 타겟팅 데이터다. 카카오는 퍼스트 파티 데이터 보유가 상대적으로 부족해 타겟팅 데이터에 활용할 부분이 적다. 그래도 AI 검색을 도입할 계획에 있어 해당 부분에서는 개선이 있을 것으로 보인다.

AI 서비스 행보는 가장빠름 지난 1년간 카카오의 AI 행보는 공격적이며 가장 빨랐다. '25년 10월 오픈AI 협업 개시 후 ChatGPT for Kakao 가입자는 출시 직후 200만 명에서 '26년 2월 800만, 5월 1,100만 명으로 늘었고, 26년 6월에는 카카오톡 채팅방 안에서 @멘션으로 호출하는 ChatGPT 챗봇이 붙었다. 3월 정식 오픈한 '카나나 인 카카오톡'은 680MB 경량 모델(카나나 나노)을 단말에 얹은 온디바이스 방식으로 서비스되었다. 이 상황에서 PLAY MCP 생태계를 구축하며 카톡 내 다양한 버티컬 서비스를 늘려나가기 위한 시도를 계속하고 있다. 이런 일환으로 하반기 쿠팡이츠가 AI서비스로 붙을 예정이다.

실질적인 지표 확인은 아직 그러나 아직 외부 조사기관 기준 채류시간트래픽의 유의미한 개선은 관측되지 않는다. 카카오 2분기 광고매출액은 4,000억원(YoY+14%)으로 큰 폭의 상승을 거두었으나 이 부분이 AI의 효과일지, 앱 개편의 효과일지는 조금 더 지켜봐야 한다.

메신저/SNS: AI 중립으로 판단 다시 정리하면 메신저 업종의 AI 노출은 디레이팅도 리레이팅도 아닌 중립으로 판단한다. 이것이 우리가 카카오톡을 방어주로 분류하되 AI 수혜주로 분류하지는 않은 이유다. 그러나 이 중립이 영구적이라는 뜻은 아니다. 톡비즈 광고 백엔드에 AI 타겟팅이 실제 적용되는지, 그리고 ChatGPT for Kakao 등 카카오 AI가 실제로 유저 트래픽 확대와 매출에 유의미하게 기여하는지. 이 두가지가 유의미한 증가세를 만든다면 카카오는 AI 주식으로 분류될 수 있다.

카카오 AI 서비스 '29년 매출액 5,087억원 제시 실제로 카카오는 지난 8월21일 AI사업을 인적분할해 카카오 AI로 새로 출범하기로 결정했다. 해당법인은 CAGR 20% 성장을 목표로하며, 2030년 매출 6조원+를 가이던스로 제시했다. AI 매출 가이던스는 '30년 1조원이다.

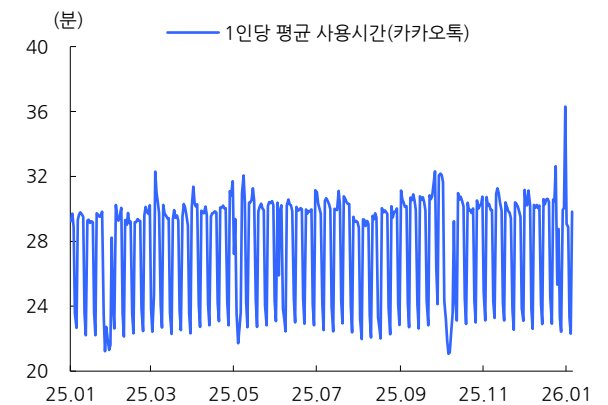
다만 우리는 최근 업데이트 반응 및 추이를 고려, 카카오 29년 AI 매출로 5,087억원을 제시한다. 회사 가이던스인 '2030년 검색시장 5% 침투를 인용한 결과다.

〈표1〉 카카오 AI 서비스 추정

(단위:억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E	2029E
합산 AI 매출액	15	21	87	123	247	360	462	573	246	1,642	3,320	5,087
AI 멤버십 매출	15	21	30	33	33	36	39	45	99	153	263	359
GPT유료구독자수(만명)	293	305	311	322	331	342	355	365	322	365	391	422
GPT 앱MAU(만명)	1,626	1,705	1,811	2,005	2,111	2,132	2,225	2,311				
카카오 AI서비스구독유저(만명)	5	7	10	11	11	12	13	15	11	15	22	30
GPT →카카오AI 전환률	2%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	4%	6%	7%
AI AGENT 서비스 매출			57	90	121	169	190	218	147	698	1,137	1,428
카카오톡 AI 커머스 매출액			20	26	41	62	72	81	46	256	407	477
한국 모바일쇼핑 GMV(조원)	53.9	54.5	54.4	57.3	56.7	57.5	57.2	60.1	220.1	231.5	251.0	265.0
AI 커머스 GMV(억원)	539	1,635	2,178	2,866	4,536	6,899	8,011	9,009	7,218	28,455	45,180	53,000
AI 커머스 침투율	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.8%	1.2%	1.4%	1.5%	0.3%	1.2%	1.8%	2.0%
카카오톡AI 커머스 예상 GMV(억원)			653	860	1,361	2,070	2,403	2,703	1,513	8,537	13,554	15,900
카카오톡AI커머스 M/S			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
퀵커머스 서비스 연동매출			17	39	50	72	78	92	56	292	508	600
기타 연동매출(OTA 등)			20	25	30	35	40	45	45	150	222	351
퀵커머스 산업GMV(조원)	6.3	6.6	6.7	7.0	6.6	6.9	7.1	7.4	26.6	28.0	29.0	30.0
카카오 퀵커머스 GMV(억원)			336	774	992	1,447	1,552	1,847	1,110	5,838	10,150	12,000
AI 퀵커머스 전체 GMV 침투율			0.5%	1.1%	1.5%	2.1%	2.2%	2.5%	0.4%	2.1%	3.5%	4.0%
AI 검색광고 매출			0	0	93	155	233	310	0	791	1,920	3,300
국내 검색광고 시장규모(조원)										6.20	6.40	6.60
카카오 AI 검색광고 M/S					0.6%	1.0%	1.5%	2.0%	0.0%	1.3%	3.0%	5.0%

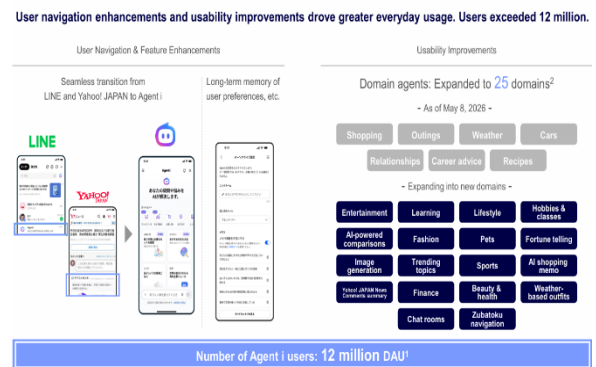
자료:카카오, 현대차증권

〈그림1〉 외부조사 기준 업데이트 이후 유의미한 체류 시간 증대는 관측되지 않음, 이는 모수의 차이일수도



자료: 모바일인덱스, 현대차증권

〈그림2〉 채팅앱 +AI 서비스는 사실상 모든 앱들이 진 행중...



자료: LY, 현대차증권

〈표2〉 카카오 실적 전망 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,747.9	1,917.5	1,962.2	2,041.9	1,942.1	2,098.5	2,018.7	2,109.2	7,669.5	8,168.4	8,550.4
플랫폼부문	993.2	1,055.1	1,059.7	1,199.5	1,153.0	1,230.3	1,189.5	1,269.9	4,307.5	4,842.6	5,315.5
특비즈	582.8	572.7	561.7	653.4	630.0	643.2	655.3	695.1	2,370.6	2,623.6	2,859.5
광고형	286.0	352.0	353.0	400.0	360.0	400.0	387.6	438.6	1,391.0	1,586.2	1,795.7
거래형	267.0	221.0	209.0	253.0	270.0	243.0	267.8	256.5	950.0	1,037.3	1,063.8
플랫폼기타	410.5	482.4	497.9	546.2	523.0	587.0	534.2	574.8	1,937.0	2,219.0	2,456.0
컨텐츠	754.7	862.4	902.6	842.4	789.1	868.2	829.2	839.3	3,362.0	3,325.8	3,234.9
뮤직	437.9	518.0	565.0	526.0	485.0	558.0	532.1	551.9	2,046.9	2,127.0	2,207.6
스토리	212.6	218.7	211.1	191.8	211.0	210.0	208.0	202.3	834.3	831.3	709.7
영업비용	1,620.5	1,713.6	1,738.4	1,825.9	1,730.7	1,821.4	1,780.6	1,849.9	6,898.4	7,182.7	7,448.4
인건비	425.6	438.9	428.6	455.1	444.9	448.0	451.6	475.2	1,748.2	1,819.8	1,903.5
매출연동비	658.7	678.5	698.0	739.7	701.2	745.9	726.7	759.3	2,774.9	2,933.1	3,078.1
외주인프라	190.2	217.8	245.2	237.9	208.2	223.1	222.1	232.0	891.0	885.3	940.5
마케팅비	74.8	78.9	91.6	109.2	72.5	96.6	107.0	109.7	354.5	385.8	427.5
상각비	193.5	209.0	194.9	192.4	196.8	191.5	191.9	192.3	789.8	772.6	773.1
영업이익	127.4	203.9	223.8	216.0	211.4	277.0	238.1	259.2	771.1	985.7	1,102.0
OPM (%)	7.3%	10.6%	11.4%	10.6%	10.9%	13.2%	11.8%	12.3%	10.1%	12.1%	12.9%
지배순이익	171.9	161.2	124.9	33.5	171.7	16.3	181.6	158.1	491.5	527.7	733.4
NPM (%)	9.8%	8.4%	6.4%	1.6%	8.8%	0.8%	9.0%	7.5%	6.4%	6.5%	8.6%

자료 : 카카오, 현대차증권

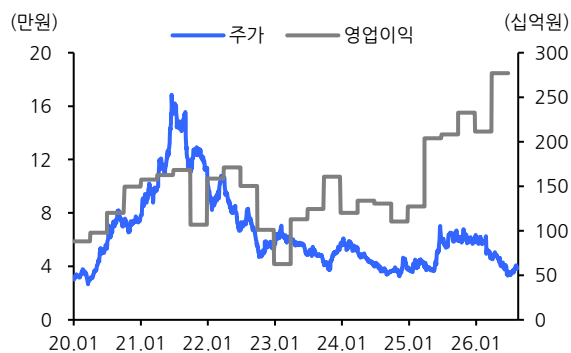
주: 2025년 실적의 경우 AX, 카카오게임즈 연결 제외

〈표3〉 카카오 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
2027F 지배주주순이익	(원)	733	AI 서비스 본격 출시 시점 적용
2027F EPS		1,661	
Target Multiple	(x)	27	별도 비중 커짐에 따라 PER 방식 적용. AI 매출 가시화 단계 높지 않은 점 고려, 회사 HISTORICAL PER BAND 하단 적용
목표 주가	(원)	45,000	적정주가 44,847에서 백단위 반올림
전일 종가	(원)	36,500	
상승 여력	(%)	23.3	

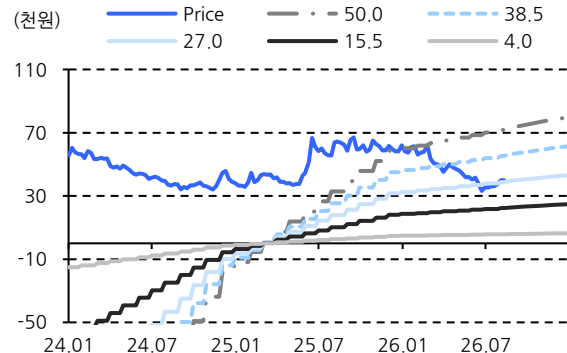
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림3〉 카카오 주가 영업이익



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림4〉 카카오 P/E 밴드



자료 : Bloomberg, 현대차증권

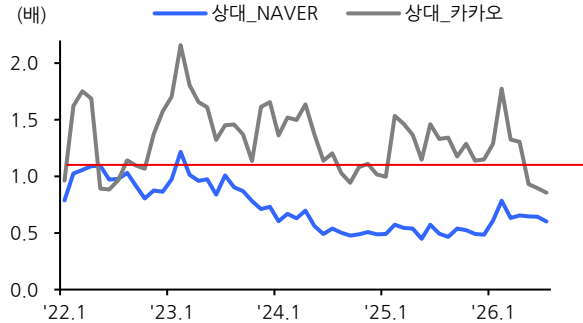
〈그림5〉 미국 SW 선행 P/E vs 금리내재 P/E



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 금리 내재 P/E는 2015~2022년 월말 기준 미국 SW 12MF P/E를 실질금리에 회귀해 도출한 관계식에 각 시점의 실질금리를 대입한 값.

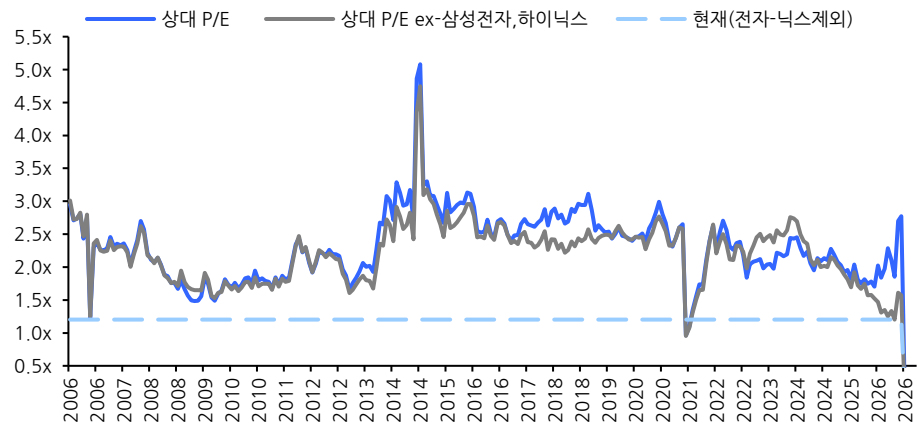
〈그림6〉 미국 SW 대비 국내 인터넷 상대 P/E.. 역사상 최저점을 매일 갱신 중



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 미국 P/E 기준선 1.0

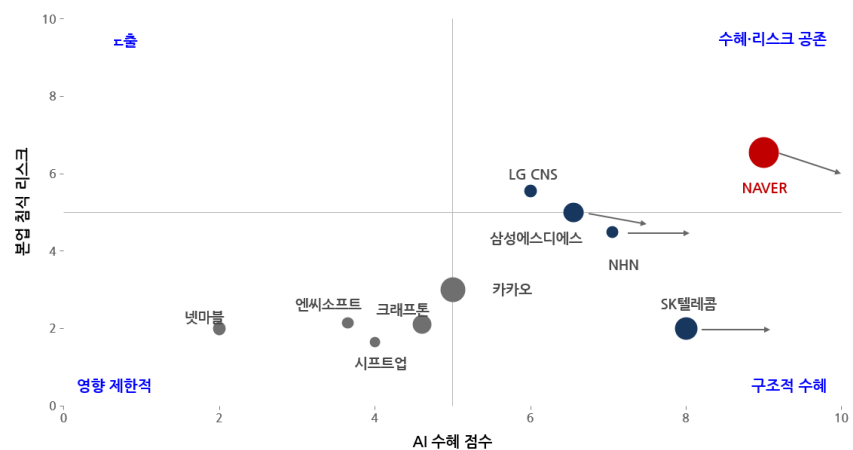
〈그림7〉 한국 SW- 코스피 상대 P/E 추이 … SW의 P/E는 역대 최저를 갱신함



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 한국SW는 네이버, 카카오, SDS, 크래프톤, NC, 넷마블 등을 활용

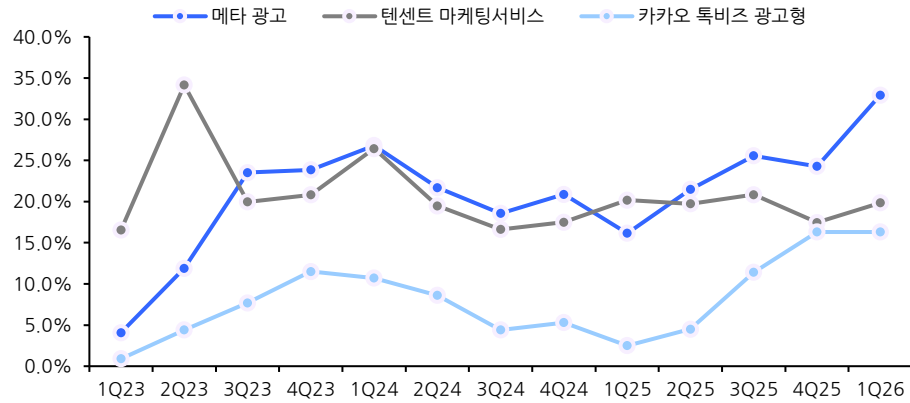
〈그림8〉 커버리지 AI 포지셔닝 맵



자료: 현대차증권

주: 버블크기 = 시가총액, 화살표 = 향후 12개월 방향

〈그림9〉 메타/텐센트/카카오톡 광고 YoY 증감률 추이...AI 위협은 없고, 오히려 AI 타겟팅광고/서비스 도입으로 성장은 가속화..



자료: 각사, 현대차증권

〈표4〉 메신저/SNS AI 도입 현황

앱	AI 기능	시점	사용자 반응	수익화	현재 상태
스냅챗	GPT 기반 대화추천형 AI 챗봇	'23.2	무료 이용자 제한 강화 후 앱스토어 1점 리뷰 급증, 이용자 150만명 이탈('23.6 발표)	Snapchat+ 가입 유도, My AI 대화 맥락 기반 스폰서드 링크 테스트	강제 노출 축소 → 선택형으로 전환
디스코드	OpenAI 기반 대화형 챗봇 Clyde	'23.3	이용지표 반응 비공개	별도 수익화 없음 (무료 실험)	'23.11 서비스 종료
X(트위터)	Grok — 실시간 답변 제공	23.11	활동 이용자 중심 정보 탐색·토론 활용 확대, 저품질 답변 논란 병존	Grok 사용 한도·신기능 차등을 통한 유료 구독 유도	유지·확대
메타	Meta AI 어시스턴트 — 검색·채팅 통합 + 독립 앱 출시	24.4	MAU 약 10억명('25.4), Instagram·Facebook 등 기존 서비스와 결합	AI 대화 기반 콘텐츠·광고 개인화, 기존 광고사업과 연계	유지·확대, 광고 고도화·AI 에이전트 수익화 추진
Instagram	Meta AI 검색·DM 통합, AI Studio 크리에이터·추천·생성광고	24.4	출시 직후 정량 반응은 제한적	LLM 기반 광고 예측·순위 개선, AI 광고 제작·개인화	검색·추천·광고 전반으로 AI 적용 확대
iMessage(애플)	앱 연동 답장·질문 도구, 실시간 번역, Siri·ChatGPT 연동	'24.10	요약 오류 논란 후 일부 기능 일시 중단	직접 수익화 없음	기능 유지·확대
구글 메시지	Gemini 1:1 챗 - 메시지·아이디어 생성	'24.5	정량 반응 미공개	직접 과금 없음, Gemini 이용 점점 확대	Android 전반 AI 어시스턴트로 확장
LINE(LY)	AI 질의·이미지 생성·친구 추천, Agent 기반 개인화	24.2	공식 계정 친구 추가 89만명('24.07)	구독 수익, 프리미엄 요금제·기업 협업 연계	LINE 앱 내 AI 기능 확대, '26.4 Agent 통합
위챗(텐센트)	DeepSeek AI 검색, AI 에이전트 개발	'25.2	세부 이용지표 미공개, Yuanbao 이용 확대	AI 광고 타기팅·검색광고 최적화, Mini Shops 추천·구매전환 강화	Mini Programs·소셜·결제로 AI 적용 확대
카카오톡	ChatGPT for Kakao·Kakao Tools, 채팅형 AI	'25.10	피드형 개편 반발 이후 관련 기능 일부 조정	ChatGPT Plus 구독, Kakao Tools 기반 커머스 전환 추진	피드 개편 일부 후퇴, AI는 채팅·검색·추천·커머스 중심 확대

자료: 언론, 현대차증권

〈그림10〉 카카오 분할개요1

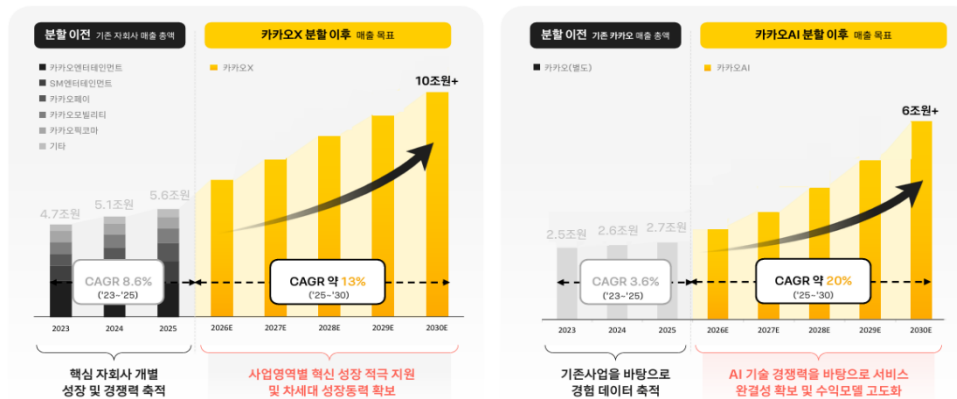


자료: 카카오, 현대차증권

〈그림11〉 카카오 분할개요 2

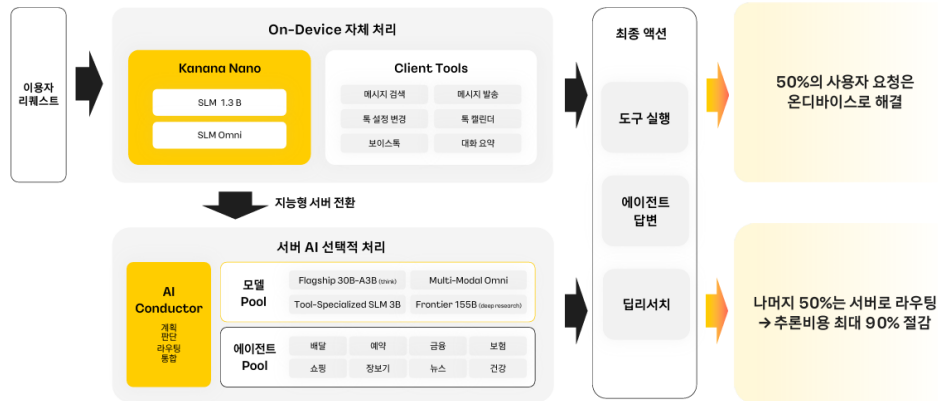
5. 주주가치 제고 (연결매출 성장)

카카오X와 카카오AI는 분할 후 각 사업 특성에 최적화된 성장 전략으로 매출 성장을 가속화 추진
25년 합산 매출 8.3조원 대비 30년 약 2배 가량 성장한 합산 매출 16+조원 달성 목표



자료: 카카오, 현대차증권

〈그림12〉 카카오 온디바이스 전략

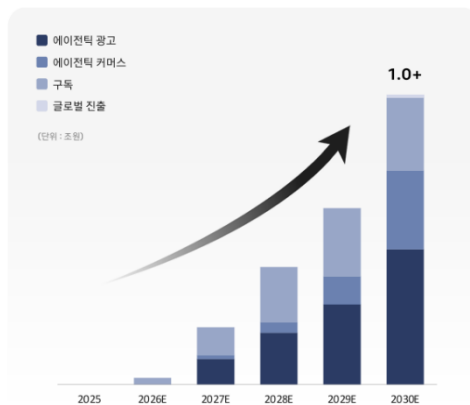


자료: 카카오, 현대차증권

〈그림13〉 카카오 AI 매출 목표 -2030년 1조원

11. 매출 목표 - AI

AI 매출은 2028년 카카오AI 전체 매출의 두 자릿수 비중으로 확대되며, 2030년에는 1조 원 돌파 목표



■ 에이전틱 광고

- 자연어 맥락 속 의도를 포착하여 제안-완결까지 압도적 전환을 보유한 신규 상품 출시
- AI를 활용하여 단기간 내 검색광고 시장 침투, 2030년까지 최소 5% 점유율 확보 목표
- 여러 B2C AI 서비스에서 새로운 형태의 광고 상품 라인업 확대

■ 에이전틱 커머스

- A2A 기반 외부 생태계와의 연동에서 발생하는 Agentic 거래 수수료
- 기존 커머스 서비스 진입 없이도, AI 서비스를 통해 탐색/추천/결제까지 연동되며, 이용자 상품 탐색 맥락에 대한 높은 이해도를 기반으로 구매 전환을 비약적인 증가

■ 구독

- 기존 B2C AI 구독 상품에 더해 신규 라인업 확장하여 ARR 증가

■ 글로벌 진출

- 이미 보유한 여러 자산을 기반으로 경쟁력 있는 분야에서 글로벌 시장 공략

자료: 카카오, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	7,670	8,168	8,550	9,303
증가율 (%)	4.1	3.0	0.9	4.7	8.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,864	8,099	8,168	8,550	9,303
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	4.1	3.0	0.9	4.7	8.8
판매관리비	7,369	7,367	7,183	7,448	8,000
판매비율 (%)	93.7	91.0	87.9	87.1	86.0
EBITDA	1,331	1,572	2,189	2,077	2,004
EBITDA 이익률 (%)	16.9	19.4	26.8	24.3	21.5
증가율 (%)	8.9	18.1	39.2	-5.1	-3.5
영업이익	495	771	986	1,102	1,302
영업이익률 (%)	6.3	9.0	12.1	12.9	14.0
증가율 (%)	7.4	47.9	34.7	11.8	18.1
영업외손익	-502	-200	100	-57	-13
금융수익	405	393	220	209	245
금융비용	368	398	56	55	100
기타영업외손익	-539	-195	-64	-211	-158
종속관계기업관련손익	56	90	42	0	0
세전계속사업이익	50	622	1,128	1,045	1,289
세전계속사업이익률	0.6	7.7	13.8	12.2	13.9
증가율 (%)	흑전	1,144.0	81.4	-7.4	23.3
법인세비용	160	95	69	209	258
계속사업이익	-111	527	754	836	1,031
중단사업이익	-51	-9	-60	0	0
당기순이익	-162	518	694	836	1,031
당기순이익률 (%)	-2.1	6.4	8.5	9.8	11.1
증가율 (%)	적지	흑전	34.0	20.5	23.3
지배주주지분 순이익	55	491	528	736	908
비지배주주지분 순이익	-217	26	166	100	124
기타포괄이익	359	788	131	115	99
총포괄이익	197	1,306	825	951	1,130

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	1,250	1,405	4,794	2,203	2,475
당기순이익	-162	518	694	836	1,031
유형자산 상각비	576	583	670	432	246
무형자산 상각비	260	258	534	543	456
외환손익	-22	4	-17	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4	-106	2,938	392	741
기타	602	148	-25	0	1
투자활동으로인한현금흐름	10	-478	-483	-142	-387
투자자산의 감소(증가)	236	749	212	-22	-160
유형자산의 감소	32	14	4	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-380	-479	-91	0	0
기타	122	-762	-608	-120	-227
재무활동으로인한현금흐름	-521	-708	-1,644	-14	2
차입금의 증가(감소)	-519	662	-456	0	0
사채의증가(감소)	-50	-225	-182	0	0
자본의 증가	71	-108	-158	0	0
배당금	-43	-39	-33	-33	-33
기타	20	-998	-815	19	35
기타현금흐름	41	-14	-506	0	0
현금의증가(감소)	781	204	2,162	2,046	2,090
기초현금	5,389	6,170	6,374	8,536	10,582
기말현금	6,170	6,374	8,536	10,582	12,672

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,722	12,374	14,758	17,019	19,516
현금성자산	6,170	6,374	8,536	10,582	12,672
단기투자자산	1,685	2,486	2,472	2,593	2,820
매출채권	549	569	566	594	646
채고자산	81	77	76	80	87
기타유동자산	1,187	1,311	1,304	1,367	1,487
비유동자산	15,051	15,409	12,963	12,125	11,682
유형자산	1,363	1,557	1,006	574	328
무형자산	5,171	5,228	3,367	2,823	2,368
투자자산	5,750	6,066	6,040	6,177	6,436
기타비유동자산	2,767	2,558	2,550	2,551	2,550
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	25,773	27,784	27,721	29,145	31,198
유동부채	8,545	8,780	8,513	8,884	9,584
단기차입금	1,458	938	894	894	894
매입채무	228	228	227	238	259
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	6,859	7,614	7,392	7,752	8,431
비유동부채	3,285	3,779	3,308	3,443	3,698
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	328	991	354	354	354
장기금융부채	1	0	181	181	181
기타비유동부채	2,956	2,788	2,773	2,908	3,163
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	11,830	12,559	11,821	12,327	13,283
지배주주지분	10,141	11,276	11,858	12,676	13,649
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,803	8,645	8,645	8,645
자본조정 등	-34	-82	-86	-86	-86
기타포괄이익누계액	-724	-174	-37	78	177
이익잉여금	1,943	2,685	3,292	3,995	4,869
비지배주주지분	3,802	3,949	4,042	4,142	4,266
자본총계	13,943	15,225	15,900	16,818	17,915

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-365	1,170	1,567	1,887	2,328
EPS(지배순이익 기준)	124	1,110	1,192	1,661	2,049
BPS(자본총계 기준)	31,427	34,407	35,894	37,966	40,443
BPS(지배지분 기준)	22,858	25,483	26,770	28,615	30,813
DPS	68	75	75	75	75
P/E(당기순이익 기준)	NA	51.4	23.3	19.4	15.7
P/E(지배순이익 기준)	306.9	54.1	30.7	22.0	17.8
P/B(자본총계 기준)	1.2	1.7	1.0	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	1.7	2.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	10.9	14.4	4.8	4.1	3.2
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	흑전	33.9	20.4	23.4
EPS(지배순이익 기준)	흑전	791.9	7.4	39.3	23.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.2	3.6	4.5	5.1	5.9
ROE(지배순이익 기준)	0.6	4.6	4.6	6.0	6.9
ROA	-0.6	1.9	2.5	2.9	3.4
안정성 (%)					
부채비율	84.8	82.5	74.3	73.3	74.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.4	4.1	N/A	N/A	N/A

NC (036570)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

성공적인 M&A와 설레는 신작들

BUY

TP 350,000원

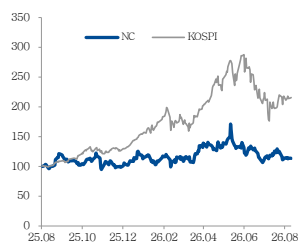
현재주가 (9/1)	224,000원
상승여력	56.3%
시가총액	4,826십억원
발행주식수	21,544천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	338,000원/187,000원
일평균 거래대금 (60일)	23십억원
외국인 지분율	38.33%
주요주주 지분율	
김택진 외 15인	12.37%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.5	-24.2	-3.0
상대주가(%p)	-7.8	-2.5	-11.4

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	21,676	24,544	350,000
Consensus	21,722	23,729	368,529
Cons. 차이	-0.2%	3.4%	-5.0%

최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

리니지와 M&A(캐주얼)이 견인하는 전사 실적

- 2026년 매출액 2.8조원(YoY +86.1%), 영업이익 5,243억원(YoY +316%)을 전망
- 아이온2 (국내, 대만) 매출 하향안정화를 리니지 클래식이 방어하는 그림이 지속될 전망. 리니지 6,249억원, 아이온2 4,376억원을 예상
- 모바일은 리니지M 라인업 하향안정화 완료되며 하향속도는 확실히 둔화될 전망. 특히 캐주얼은 개발-플랫폼(P2E/AD)-퍼블리셔 수직계열화가 완료되었으며, 리워드 앱 2위권 사업자로서 점유율 확대와 리워드 시장 자체 성장에 따른 급속 성장이 가능할 것으로 전망. **모바일 매출액 6,848억원, 캐주얼 매출액 5,792억원 예상**

기존게임 호조와 캐주얼 편입으로 낮아진 아이온2 글로벌 비중, 셀온 시 매수권고

- 현재 동사의 하반기 주요 신작은 아이온2 글로벌. 9월 말 얼리엑세스로 출시 대기중이며 현재 스팀 팔로워는 5만명 수준으로, 출시 전 동일 시점의 TL 대비 40% 약한 상황. 현재 지표만 놓고 보면 흥행보다는 실패에 가까운 상황
- 아이온2 지표는 출시 전 마케팅과 함께 상승할 전망. 초기 트래픽 집중은 가능할 것으로 분석하며, 4Q 아이온2(글로벌+국내) 매출액으로 1,737억원을 예상
- 출시 전후로 주가의 변동성이 있겠으나 흔들릴 필요는 없다는 판단. NC는 27년부터 호라이즌 제로 던 모바일, 캐주얼, 신더시티 등 대작을 본격적으로 출시하며 Up-Cycle에 진입할 전망. 하반기~27년 총 10종 게임 출시 예정
- 특히 캐주얼은 고성장세를 기대. P2E(리워드 앱) 플랫폼-캐주얼개발-퍼블리싱 수직계열화를 통해 리워드앱 중 가장 높은 수준의 성장세를 기록하고 있기 때문. 27년 캐주얼 매출액은 9,232억원으로, 전년 대비 2배 가까운 성장을 예상

주가전망 및 Valuation – 게임주 TOP-PICK 의견 제시

- 목표주가 350,000원으로 게임주 Top-pick 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 26년 예상 EPS 21,676원에 신작 사이클을 고려, 게임주 Historical 중상단 PER 16를 적용해 산출
- 현재 P/E 레벨은 9배 수준으로, 27년도 및 28년도 신작 사이클 도래함을 고려하면 저평가 상태로 판단
- 27년 실적 증익이 가장 확실히 기대되는 게임사인 만큼 단기적 이벤트보다 장기적 성장경로를 보고 투자하기를 권고

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	1,578	-109	94	-0	4,291	-55.6	42.7	1.3	NA	3.0	0.8
2025	1,507	16	347	112	16,023	273.4	12.6	1.3	22.9	10.8	0.6
2026F	2,804	524	467	612	21,676	35.3	11.2	1.3	4.5	13.0	0.5
2027F	3,278	576	529	647	24,544	13.2	9.9	1.1	3.3	12.9	0.5
2028F	3,600	732	603	789	27,982	14.0	8.7	1.0	1.9	12.9	0.5

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉NC 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	770.5	686.5	790.1	1,506.9	2,804.5	3,278.1
모바일	203.7	216.7	195.9	178.1	182.8	185.3	163.2	153.1	794.4	684.4	1,001.0
리니지M	112.7	121.1	105.3	93.8	112.8	117.3	104.2	99.1	433.0	433.4	439.0
리니지2M	37.9	48.0	47.2	45.3	37.5	37.1	32.1	28.9	178.3	135.6	84.7
리니지W	53.1	47.6	43.4	38.9	32.5	30.8	26.9	25.1	183.1	115.3	90.8
호라이즌											280.2
브레이커스											46.3
PC	83.3	91.7	87.7	168.2	318.4	343.8	274.7	379.0	430.9	1,315.8	1,273.9
아이온2				77.4	136.8	71.9	55.3	173.7	77.4	437.6	421.3
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	99.8	204.7	165.1	155.2	93.2	624.9	522.8
신더시티											113.1
캐주얼					35.5	169.7	171.5	202.5	0.0	579.2	923.2
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	596.6	612.4	627.0	1,490.8	2,280.1	2,702.2
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	244.0	260.0	265.1	271.3	775.2	1,040.4	1,116.8
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	163.1	187.0	174.6	105.6	562.5	841.4
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	113.3	173.9	74.1	163.1	16.1	524.4	576.0
OPM (%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	20.3%	22.6%	10.8%	20.6%	1.1%	18.7%	17.6%
지배순이익	37.8	-35.4	346.7	-2.4	148.8	124.6	65.4	128.2	346.7	467.1	529.2
NPM (%)	10.5%	-9.3%	96.3%	-0.6%	26.7%	16.2%	9.5%	16.2%	23.0%	16.7%	16.1%

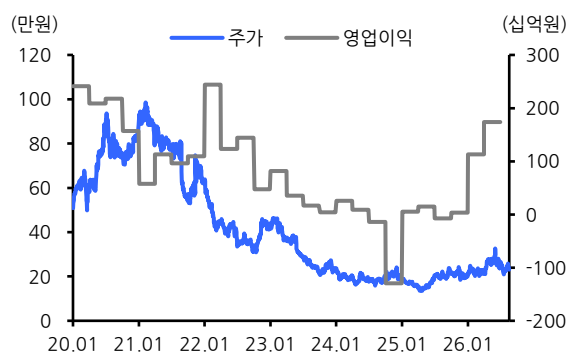
자료: NC, 현대차증권

〈표2〉NC Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	467	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	21,677	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	16	신작 CYCLE 고려, 게임주 중상단 P/E 적용
목표주가	(원)	350,000	적정주가 346,816원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	224,000	
Upside	(%)	56.3	

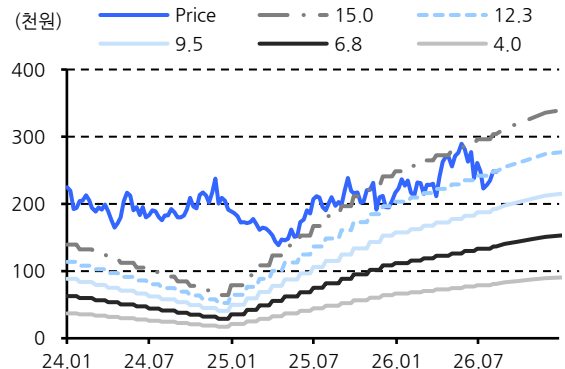
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉NC 주가 영업이익



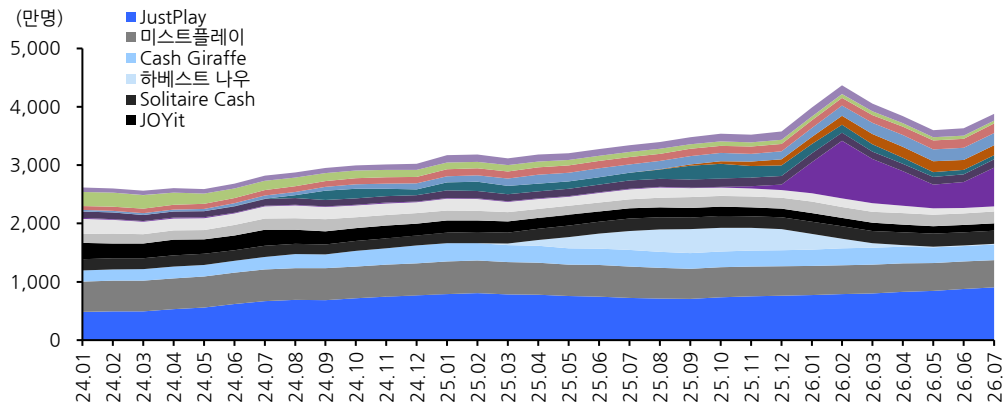
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉NC P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 리워드게임 MAU 추이

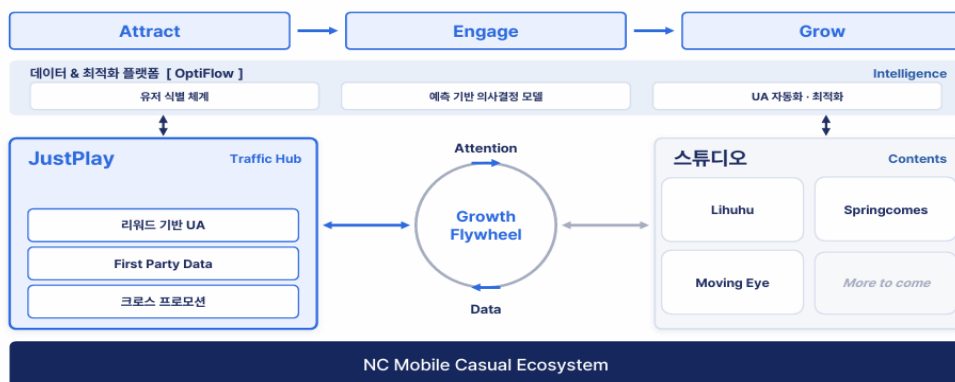


자료: Google, Apple, 현대차증권

〈그림4〉 NC 캐주얼 수직계열화

3. 모바일 캐주얼 - Growth Intelligence Platform

- NC만의 독자적인 모바일 캐주얼 생태계 구축 - 1) 데이터 & 최적화 플랫폼, 2) 보상형 트래픽 허브, 3) 개발 스튜디오의 결합
- 단순한 장르 다변화가 아닌, 유저 LTV (Lifetime Value) 및 자본 효율을 극대화하는 지능형 콘텐츠 플랫폼으로 도약



자료: NC, 현대차증권

〈표3〉 NC 신작 일정

출시(추정)	게임명	장르	플랫폼	구분
2026.9.30	아이온2 글로벌	MMORPG	PC	자체개발
2H26~	신더시티	루트슈터	PC/콘솔	자체개발
	아이온 모바일 중국	MMORPG	모바일	자체개발
	타임테이커스	슈터	PC/콘솔	퍼블리싱
	리니지M 중국	MMORPG	모바일	자체개발
	미스트 바운드	길드워IP 카드게임	모바일	자체개발
	리밋제로브레이커스	액션RPG	모바일	퍼블리싱
2027	호라이즌 스틸 프론티어스	MMORPG	모바일	자체개발
	아스트라에 오라티오	서브컬처	모바일	퍼블리싱
	DEFECT	슈터	PC/콘솔	퍼블리싱
	본파이어	슈터	PC/콘솔	자체개발

자료: NC, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578	1,507	2,804	3,278	3,600
증가율 (%)	-11.3	-4.5	86.1	16.9	9.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,578	1,507	2,804	3,278	3,600
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-11.3	-4.5	86.1	16.9	9.8
판매관리비	1,687	1,491	2,280	2,702	2,869
판매비율 (%)	106.9	98.9	81.3	82.4	79.7
EBITDA	-0	112	612	647	789
EBITDA 이익률 (%)	0.0	7.4	21.8	19.7	21.9
증가율 (%)	-100.0	N/A	446.4	5.7	21.9
영업이익	-109	16	524	576	732
영업이익률 (%)	-6.9	1.1	18.7	17.6	20.3
증가율 (%)	적전	흑전	3,175.0	9.9	27.1
영업외손익	226	465	140	186	137
금융수익	157	116	124	115	137
금융비용	40	47	21	24	25
기타영업외손익	109	396	37	95	25
종속/관계기업관련손익	4	-20	-6	0	0
세전계속사업이익	121	461	659	762	869
세전계속사업이익률	7.7	30.6	23.5	23.2	24.1
증가율 (%)	-41.3	281.0	43.0	15.6	14.0
법인세비용	27	114	181	221	252
계속사업이익	94	347	482	542	618
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	94	347	482	542	618
당기순이익률 (%)	6.0	23.0	17.2	16.5	17.2
증가율 (%)	-56.1	269.1	38.9	12.4	14.0
지배주주지분 순이익	94	347	467	529	603
비지배주주지분 순이익	-0	1	15	13	15
기타포괄이익	-46	-11	17	23	19
총포괄이익	48	337	499	565	637

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	107	162	974	658	662
당기순이익	94	347	482	542	618
유형자산 상각비	106	91	79	62	49
무형자산 상각비	3	5	9	8	8
외환손익	-4	5	-6	0	0
운전자본의 감소(증가)	-43	-7	416	45	-13
기타	-49	-279	-6	1	0
투자활동으로인한현금흐름	1,294	-832	-328	-34	35
투자자산의 감소(증가)	-227	102	-81	-11	3
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-84	-103	-23	0	0
기타	1,604	-832	-225	-23	32
재무활동으로인한현금흐름	-523	-82	16	-18	-24
차입금의 증가(감소)	-5	-1	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-130	130	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-64	-28	-22	-22	-22
기타	-454	77	-92	4	-2
기타현금흐름	17	-4	13	0	0
현금의증가(감소)	895	-757	676	606	673
기초현금	365	1,260	504	1,179	1,785
기말현금	1,260	504	1,179	1,785	2,458

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,789	2,267	3,293	3,970	4,623
현금성자산	1,260	504	1,179	1,785	2,458
단기투자자산	181	501	978	1,025	1,012
매출채권	130	187	366	384	379
재고자산	1	1	3	3	3
기타유동자산	176	72	140	146	145
비유동자산	2,165	2,067	2,282	2,222	2,162
유형자산	998	1,035	1,005	942	893
무형자산	104	111	251	242	234
투자자산	872	751	840	850	847
기타비유동자산	191	170	186	188	188
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,954	4,333	5,575	6,192	6,785
유동부채	322	641	1,129	1,177	1,164
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	130	0	0	0
기타유동부채	322	511	1,129	1,177	1,164
비유동부채	568	322	590	617	609
사채	170	40	40	40	40
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	1	0	0	0	0
기타비유동부채	397	282	550	577	569
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	890	963	1,720	1,794	1,773
지배주주지분	3,059	3,364	3,829	4,358	4,957
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
자본조정 등	-799	-673	-655	-655	-655
기타포괄이익누계액	-61	-76	-64	-41	-22
이익잉여금	3,474	3,669	4,103	4,609	5,190
비지배주주지분	5	6	27	40	55
자본총계	3,064	3,370	3,856	4,398	5,012

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	4,287	16,057	22,371	25,146	28,668
EPS(지배순이익 기준)	4,291	16,023	21,676	24,544	27,982
BPS(자본총계 기준)	139,546	156,444	178,972	204,146	232,657
BPS(지배지분 기준)	139,312	156,186	177,706	202,279	230,103
DPS	1,460	1,150	1,150	1,150	1,150
P/E(당기순이익 기준)	42.7	12.5	10.0	8.9	7.8
P/E(지배순이익 기준)	42.7	12.6	11.2	9.9	8.7
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(Reported)	NA	22.9	4.5	3.3	1.9
배당수익률	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-56.0	274.6	39.3	12.4	14.0
EPS(지배순이익 기준)	-55.6	273.4	35.3	13.2	14.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.0	10.8	13.3	13.1	13.1
ROE(지배순이익 기준)	3.0	10.8	13.0	12.9	12.9
ROA	2.3	8.4	9.7	9.2	9.5
안정성 (%)					
부채비율	29.1	28.6	44.6	40.8	35.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	NA	3.6	29.6	30.3	37.5

크래프톤 (259960)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

PUBG의 성장과 함께 다가오는 신작들 +게임스컴 플레이 후기

BUY

TP 300,000원

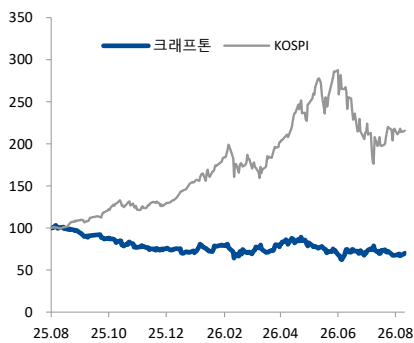
현재주가 (9/1)	231,000원
상승여력	29.9%
시가총액	10,568십억원
발행주식수	45,748천주
자본금/액면가	5십억원/100원
52주 최고가/최저가	332,500원/204,000원
일평균 거래대금 (60일)	28십억원
외국인 지분율	42.34%
주요주주 지분율	
장병규외 29인1인	22.63%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.9	-7.4	-7.0
상대주가(%p)	-8.3	19.0	-15.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	23,258	18,906	300,000
Consensus	20,133	26,698	368,333
Cons. 차이	15.5%	-29.2%	-18.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,710	1,182	1,306	1,289	27,162	122.3	11.5	2.2	8.7	21.1	0.0
2025	3,327	1,054	735	1,200	15,438	-43.2	15.9	1.7	7.4	10.6	0.9
2026F	4,719	1,340	766	1,526	23,258	7.0	9.9	1.4	5.2	10.6	0.9
2027F	4,831	1,227	865	1,381	18,906	14.4	12.2	1.3	5.2	11.0	0.9
2028F	5,487	1,482	1,060	1,609	23,169	22.5	10.0	1.1	4.0	12.1	0.9

* K-IFRS 연결 기준

26 년은 상고하자 흐름예상, 4Q 모바일 비수기 실제성과는 지켜봐야

- 크래프톤 하반기 실적은 매출액 2조원, 영업이익 3,676억원으로 상반기 대비 -23%, -62% 하락하며 매출액과 영업이익 모두 상고하자 흐름이 예상
- 1분기는 PUBG의 서프라이즈, 2분기는 (영업이익 기준) 서브노티카 매출 약 2,000억원 반영되며 호조를 보였으나, 하반기는 신작 부재와 화평정영 4Q 비수기 영향으로 실적 하향 흐름을 예상
- 올해 관전포인트는 4Q 모바일 실적. 4Q가 전통적 비수기였던 예년과 다른 추이를 보일 경우, 영업이익은 당사 추정치에서 최대 +2,000억원 수준 변동가능

견조한 PUBG 성장 + 출시예정 신작으로 Up-Cycle 진입할 것으로 예상

- PUBG는 연간 총 매출 8조원 수준을 창출하는 명실상부 글로벌 TOP IP로서 동사 기업가치의 대부분을 설명. 문제는 이미 PUBG의 기업가치가 주가에 충분히 반영되어 있다는 점. 현재의 거대한 규모를 감안하면 여기서 추가 성장을 견인하기도 쉽지 않은 상황
- 따라서 기업가치 증진의 핵심은 'NEXT PUBG' 발굴. 이를 위해 크래프톤은 M&A (게임/비게임), 퍼블리싱 확대, 자체개발 등 다양한 노력을 기울이는 중
- 그래도 서브노티카2가 흥행에 성공하며(법률분쟁이슈로 주가 영향은 제한적이었음) 드디어 신작이 성과를 내는 구간으로 진입. 27년출시될 팰월드모바일, 타래, PUBG데드넷, 에이지트위스터, NOLAW가 합산 전사 매출 10% 수준을 견인할 시 리레이팅이 이뤄질 것으로 분석함. 3,692 이 중에서는 팰월드 모바일의 흥행강도가 가장 높을 것으로 기대함.

주가전망 및 Valuation: BUY, 목표주가 30 만원 제시

- 목표주가 300,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 26년 예상 EPS 16,522원에 PUBG 지속적 성장+주요신작 출시 CYCLE 고려해 국내 게임주 PER 상단인 18배를 적용
- 분기별 비중 차이는 있으나, PUBG 매출은 올해 13% 성장할 것으로 추정함. PUBG IP의 성장강도에 대해서 확인할 수는 없으나, 적어도 영속성에 대해서는 의문 없음
- AI에 대한 투자와 열의는 긍정적으로 판단. 글로벌 게임사 중 AI에 대한 투자강도가 가장 높은 편. PUBG ALLY를 시작으로 게임의 코어 흥미 요소에 AI가 적용될 경우, 새로운 성장동력으로 자리매김할 것으로 기대함

〈표1〉 크래프톤 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,290.2	1,111.8	945.1	2,709.8	3,326.5	4,718.5
온라인	323.5	219.7	353.9	287.4	363.9	560.4	373.2	311.4	941.9	1,184.50	1,608.90
모바일	532.4	427.6	488.5	292.2	702.7	451	465.5	311	1,689.80	1,740.70	1,930.20
콘솔/패키지	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	8.9	10.5	9.3	44.3	42.8	42.5
광고콘텐츠				323.2	281	249.8	256.9	305.1		323.2	1,092.80
기타	5.2	4.9	18.0	7.1	10	5.2	5.7	8.3	33.7	35.2	29.2
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	879.3	854	835.3	1,527.30	2,272.20	3,378.50
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	276.1	237.4	243.2	249.9	516.8	734.7	1,006.60
마켓수수료	105.0	83.9	128.6	103.7	114.7	166.5	123.2	90.5	349.3	421.2	494.9
지급수수료	84.2	96.2	141.6	390.3	288.7	342.5	356.3	365.9	316	712.3	1,353.40
마케팅비용	22.9	26.1	43.3	51.8	42	44.9	53.2	50.1	101.4	144.1	190.2
기타	38.5	43.0	47.6	81.0	74.9	74	69.4	71.4	102.4	210.1	289.7
영업이익	457.3	246.0	348.6	2.4	561.6	410.9	257.8	109.8	1,182.5	1,054.3	1,340.1
OPM(%)	52%	37%	40%	0%	41%	32%	23%	12%	44%	32%	28%
지배순이익	371.5	15.2	367.5	-20.0	514.8	-27.4	193.6	85.4	1,306.1	734.8	766.4
NPM(%)	42%	2%	42%	-2%	38%	-2%	17%	9%	48%	22%	16%

자료: 크래프톤, 현대차증권

〈표2〉 크래프톤 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	833	27년 주요신작 출시 감안해 27F 지배주주 순이익 적용 기업 자본규모에 따른 M&A/퍼블리싱 확대여력 +PUBG 성장세와 신작 CYCLE 고려해 게임주 상단 P/E 적용
Target EPS	(원)	16,522	
Target P/E	(x)	18	
목표주가	(원)	300,000	적정주가 297,398원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	231,000	
Upside	(%)	29.9	

자료: Quantwise, 현대차증권

게임스컴 시연후기

2년전에 방문했던 게임스컴과 비교하면 중국게임의 비중이 높아졌다는 점이 특기할 만 했다. 전 세계적인 게임 불황속에 중국이 모바일 기반 시장확대를 노리고 있음을 확인할 수 있었다. 아직 서구권은 모바일 보다 PC/콘솔을 더 선호하기에 중국의 모바일 침투가 가속화 된다면 모바일 게임 강국인 한국도 수혜를 입을 수 있을 것으로 보여 긍정적인 흐름으로 판단한다.

실제로 2년전 소규모 부스에 인기도 낮았던 명일방주:엔드필드 부스는 게임스컴 최대규모로 다시 돌아왔으며, 호요버스,텐센트,넷이즈 등 중국 주요 게임사들이 모두 총출동하여 높은 인기를 끌었다. 특히 게임스컴 연사들의 대부분의 주제에 AI가 들어갈 만큼 과거와 달리 AI에 대한 높은 관심도 확인할 수 있었다.

〈그림1〉 게임스컴 텐센트 부스



자료: 현대차증권

〈그림2〉 게임스컴 전경



자료: 현대차증권

〈그림3〉 게임스컴 호요버스 광고



자료: 현대차증권

〈그림4〉 게임스컴 엔드필드 부스



자료: 현대차증권

게임스컴 크래프톤 부스 후기

크래프톤은 이번 게임스컴 행사에서 프로젝트 제타(MOBA), PUBG 데드넷(배틀로얄), NO LAW(몰입형 오픈월드), 에이지트위스터(2인 협동 퍼즐), 타래(다크판타지액션 RPG) 5종을 행사에서 선보였다. 모두 2027년 출시 예정이다.

이 중 시연을 제공한 게임은 제타, 에이지트위스터, 타래 3게임이었다. 세가지 게임 모두 퍼블리싱 타이틀로 크래프톤의 퍼블리싱 확장 전략이 확대되고 있음을 확인할 수 있었다. 제타/타래의 경우 국내 개발사의 게임이었지만, 에이지트위스터는 바르셀로나 소재 35명 규모의 소형 스튜디오다. 크래프톤 퍼블리싱이 발굴하기 어려운 소형 스튜디오까지 타겟해 진행하고 있음을 확인할 수 있었다.

PUBG 데드넷, NO LAW는 플레이시연 대신 부스와 디렉터/플레이 영상을 선보였다.

PUBG 데드넷은 기존 배틀로얄 장르에 새로운 게임방식과 콘텐츠를 도입해 '27년 콘솔로 출시하는 것으로 추정된다. 콘솔PUBG의 매출 비중이 2%수준에 불과하기에 콘솔 타겟 자체는 나름 이해가 되는 선택이다. 이에 따라 콘솔시장이 큰 미국을 배경으로 잡은 점은 좋은 선택으로 보인다. 다만 현재 서구권에서 상대적으로 PUBG 인기가 높지 않은 만큼, 기존과 다른 진일보된 플레이 경험을 선보여야 할 것으로 보인다.

에이지 트위스터: 연령변경 시스템이 독창적인 2인 협동 퍼즐게임

에이지 트위스터는 2인 협동 퍼즐게임으로 게임스컴 Most wholesome 부문 노미네이트 되었지만 아쉽게도 수상에는 실패했다. 그래도 행사 내 평가가 가장 좋은 게임이었다. 바르셀로나 소재의 퍼콜로 스튜디오에서 제작된 이 게임은 It Takes two와 유사한 2인협동 액션 게임이다. 첫인상과 달리 단순 아류작이 아닌 확고한 차별성과 흥미요소를 가지고 있는 게임이었다.

게임은 할아버지와 손녀가 사라진 엄마를 찾아 근미래 바르셀로나를 여행하는 이야기다. 특별한 팔찌 에이지 트위스터를 통해 유년기(오브젝트 이동·위치 교환 등), 청소년기(대화), 청년기(주먹 공격·파괴), 노년기(자석 조작)까지 4개 연령대로 변신하며 퍼즐마다 적합한 연령대를 선택해 협동으로 퍼즐을 푼다.

전연령을 대상으로 한 게임답게 경쟁작 대비 전반적인 난이도 수준은 높지 않게 느껴졌다. 퍼즐은 충분히 합리적이고 창의적이었으며, 변신요소를 사용해 계속해서 게임의 신선함을 불러일으키는 점이 긍정적이었다.

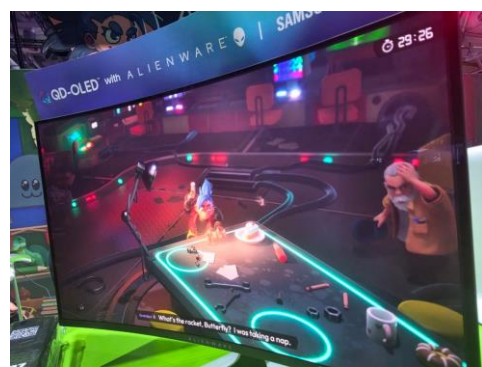
2인용 파티게임의 타겟층이 명확한 만큼, 추후 입소문 등을 통해 오랜 기간동안 판매를 일으킬 것으로 분석한다. 장르의 고점도 높지만(IT TAKES TWO 3천만장+) 저점도 낮기에 초기 입소문이 흥행에 주효할 것으로 보인다. 우선 게임 퀄리티는 매우 합격적이다.

〈그림5〉 에이지 트위스터



자료: 현대차증권

〈그림6〉 에이지 트위스터



자료: 현대차증권

프로젝트 제타: 새로운 장르를 창시, 높은 경쟁강도는 우려

'프로젝트 제타'는 "지난 10여 년간 MOBA에는 게임플레이 혁신이 없었다"는 문제의식에서 출발한 신작이다. 개발사 너바나는 이 게임을 MOBA도, 배틀로얄도, 히어로 슈터도 아닌 '멀티팀 택티컬 아레나(MTA)'라는 새 장르로 정의하고 있다. 3인 4개 팀, 총 12명이 '아란 고원'이라는 하나의 맵에서 핵심 자원 '프리즘'을 중앙 '안정기'에 투입해 5점을 먼저 채우는 스코어 레이스를 벌인다. 한 판은 평균 20분 안팎이다.

기존 MOBA의 라인전·넥서스·베이스를 모두 건너낸 대신 중립 몬스터로 성장을 대체하고, 전투 밀도를 극단적으로 끌어올린 것이 핵심이다. 경기당 평균 18회 이상의 한타가 벌어지고, 상대 팀 3인을 전멸시키면 죽은 아군이 체력·쿨다운 100% 상태로 즉시 부활하는 '투혼 시스템'이 공격적인 플레이를 보상한다. 펜타킬을 넘어 '데카킬(10킬)'이 나올 정도로 전투의 빈도/규모가 크다. 또한 평타의 경우 조준점이 없는 자동 타겟 3인칭 백뷰 액션으로 에임보다 무방·포지셔닝·타이밍 싸움에 무게를 뒀다. 또한 키보드·마우스와 패드를 지원하며 동일한 플레이 경험을 두는 것을 목표로 한다.

팀플레이 게임인 만큼 매우 재미있게 플레이했지만 문제는 해당장르에서 경쟁작이 너무 많다는 데에 있다. 기존 MOBA장르 유저들을 유입시키기 위해서는 기존게임 대비 차별요소와 흥미요소가 필요할 것이다. 아쉽게도 프로젝트 제타가 내세운 차별요소가 흥미지점으로 다가오지는 않았다. 지속적인 CBT를 통해 개선되는 그림을 기대한다. 포텐셜은 충분하다.

〈그림7〉 프로젝트 제타



자료: 현대차증권

〈그림8〉 프로젝트 제타 부스



자료: 현대차증권

타래: 언바운드 – 한국게임사만 만들 수 있는 독창적인 동양 배경 액션 RPG

'타래: 언바운드'는 불교의 육도윤회에서 영감을 받은 동양 다크 판타지 액션 RPG다. 사찰과 폐허 등의 동양의 색채가 진하게 묻어나는 맵들을 지나며 도깨비·요괴, 그리고 80종이 넘는 보스와 맞선다. 동아시아 여러 지역의 색을 전면에 내세운 세계관은 한국 개발사만이 만들 수 있는 미학을 노린 선택으로 긍정적이다.

시연버전에서는 타이거헌터, 풍수사, 사무라이가 가능했고 사무라이를 선택해 1차보스인 두꺼비까지 플레이 완료했다. 전반적으로 핵앤슬래시의 감성을 잘 살리면서도 보스전은 긴장감 있는 난이도를 선 보인 것이 인상깊었다.

특히 빌드/아이템파밍/액션성 등 핵앤슬래시가 갖춰야 할 기본적인 문법은 잘 갖추면서도 동양 배경으로 차별요소를 더한 점이 인상깊었다. 비주얼은 강렬했고, 플레이는 익숙하지만 진일보된 경험을 가져다 주었다.

추후 매출의 경우 라이브서비스화가 중요할 것으로 판단된다. 타겟고객이 일부 아시아 배경을 선호하는 타겟층 + 핵앤슬래시 팬들로 타겟 고객군이 한정될 약점을 라이브서비스화 시킨다면 온라인게임을 즐기는 유저층까지 확대해나갈 가능성이 있다. 회사에 따르면 패키지모델에 추후 멀티플레이 요소를 붙일 계획에 있다. 크래프톤이 선보인 다른 게임들처럼 이미 퀄리티가 완성된 게임이다. 추후 정보 공개 및 출시를 기대한다.

〈그림9〉 타래:언바운드



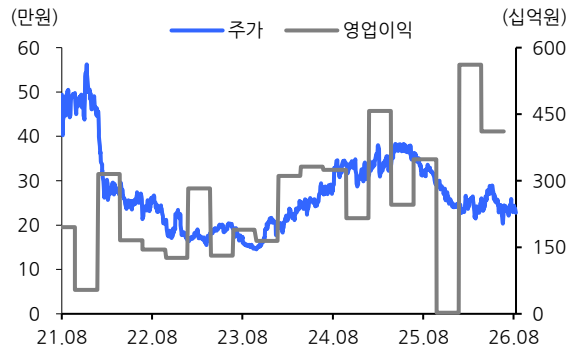
자료: 현대차증권

〈그림10〉PUBG: 데드넷 부스



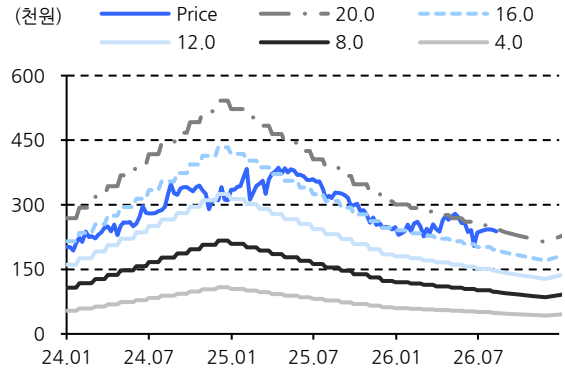
자료: 현대차증권

〈그림11〉 크래프톤 주가 영업이익



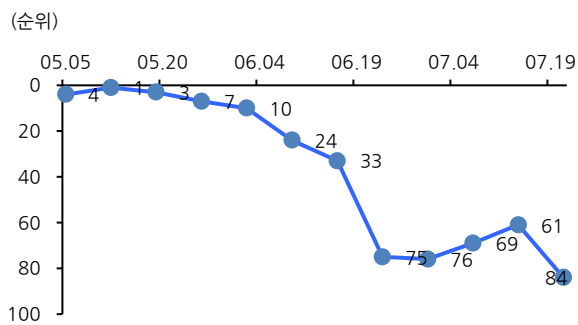
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림12〉 크래프톤 P/E 밴드



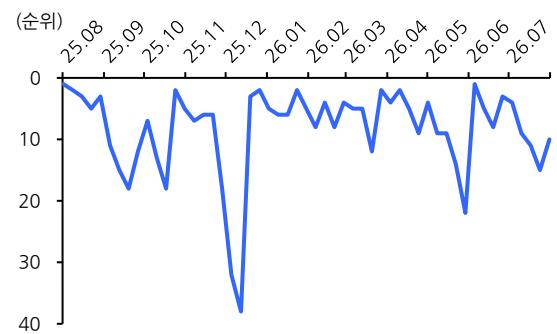
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림13〉 2025년 서브노티카2 스팀 동시접속자 추이



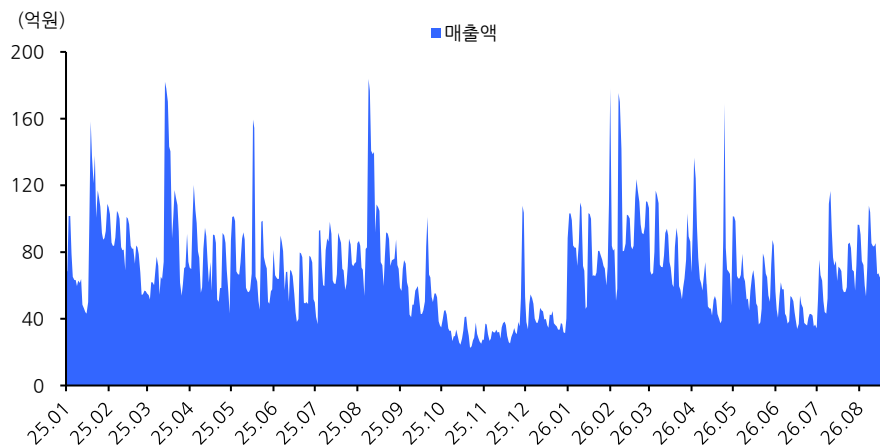
자료 : STEAMDB, 현대차증권

〈그림14〉 PUBG PC 스팀 주간 순위 추이



자료 : STEAMDB, 현대차증권

〈그림15〉 PUBG M(중국포함) 글로벌 매출 추이



자료 : Google, Apple, 현대차증권

〈표3〉 크래프톤 신작 스케줄

출시 일정	타이틀	자체개발/퍼블리싱	장르	플랫폼
2027	팰월드 모바일	오픈월드 RPG	모바일	자체개발
	NO LAW	오픈월드 FPS RPG	PC/콘솔	자체개발
	에이지트위스터	어드벤처	PC/콘솔	퍼블리싱
	타래언바운드	액션 RPG	PC/콘솔	퍼블리싱
	프로젝트 제타	MOBA	PC/콘솔	퍼블리싱
	VALOR	배틀로얄	PC/콘솔	자체개발
	딩컴 투게더	생활 시뮬레이션	모바일	자체개발
	INZOI 정식출시	인생시뮬레이션	PC	자체개발
TBD	블랙버짓	익스트랙션 슈터	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 골드러쉬	액션 어드벤처	PC/콘솔	자체개발
	프로젝트 윈드리스	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	자체개발

자료: 크래프톤, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,710	3,327	4,719	4,831	5,487
증가율 (%)	41.8	22.8	41.8	2.4	13.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,710	3,327	4,719	4,831	5,487
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	41.8	22.8	41.8	2.4	13.6
판매관리비	1,527	2,272	3,378	3,604	4,006
판매비율 (%)	56.3	68.3	71.6	74.6	73.0
EBITDA	1,289	1,200	1,526	1,381	1,609
EBITDA 이익률 (%)	47.6	36.1	32.3	28.6	29.3
증가율 (%)	47.1	-6.9	27.2	-9.5	16.5
영업이익	1,182	1,054	1,340	1,227	1,482
영업이익률 (%)	43.6	31.7	28.4	25.4	27.0
증가율 (%)	53.9	-10.8	27.1	-8.4	20.8
영업외손익	589	-50	-142	-38	-30
금융수익	33	25	15	0	7
금융비용	9	12	4	3	5
기타영업외손익	565	-63	-153	-35	-32
종속/관계기업관련손익	-48	-46	-9	22	25
세전계속사업이익	1,723	959	1,188	1,211	1,477
세전계속사업이익률	63.6	28.8	25.2	25.1	26.9
증가율 (%)	107.8	-44.3	23.9	1.9	22.0
법인세비용	420	225	425	347	418
계속사업이익	1,303	734	763	864	1,059
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,303	734	763	864	1,059
당기순이익률 (%)	48.1	22.1	16.2	17.9	19.3
증가율 (%)	119.4	-43.7	4.0	13.2	22.6
지배주주지분 순이익	1,306	735	766	865	1,060
비지배주주지분 순이익	-3	-1	-4	-1	-1
기타포괄이익	73	-46	55	23	31
총포괄이익	1,376	688	817	887	1,090

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	908	1,045	1,612	1,035	1,307
당기순이익	1,303	734	763	864	1,059
유형자산 상각비	85	110	130	101	77
무형자산 상각비	22	36	56	53	50
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-276	241	647	39	147
기타	-226	-76	16	-22	-26
투자활동으로인한현금흐름	-832	-580	208	-137	-588
투자자산의 감소(증가)	-207	-148	-29	-121	-515
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-20	-77	-61	-15	-13
기타	-605	-356	298	-1	-60
재무활동으로인한현금흐름	-259	-452	-1,161	420	-34
차입금의 증가(감소)	0	0	26	0	0
사채의증가(감소)	0	2	-1	0	0
자본의 증가	6	-1	-3	0	0
배당금	0	0	-100	-96	-96
기타	-265	-453	-1,083	516	62
기타현금흐름	43	1	17	0	0
현금의증가(감소)	-139	15	677	1,318	686
기초현금	721	582	597	1,274	2,592
기말현금	582	597	1,274	2,592	3,278

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,004	4,866	5,424	7,001	8,660
현금성자산	582	597	1,274	2,592	3,278
단기투자자산	129	158	163	187	278
매출채권	1,007	1,339	1,376	1,580	2,353
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	96	189	194	223	332
비유동자산	2,915	4,567	4,527	4,530	4,956
유형자산	240	579	535	449	385
무형자산	656	1,804	1,802	1,749	1,699
투자자산	1,148	1,320	1,359	1,502	2,042
기타비유동자산	871	864	831	830	830
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,919	9,434	9,951	11,531	13,616
유동부채	785	1,583	1,627	2,331	3,098
단기차입금	7	252	260	760	760
매입채무	0	460	472	543	808
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	778	871	895	1,028	1,530
비유동부채	306	666	715	801	1,125
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	26	26	26
기타비유동부채	306	666	689	775	1,099
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,090	2,250	2,342	3,131	4,223
지배주주지분	6,828	7,041	7,471	8,262	9,257
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,478	1,477	1,474	1,474	1,474
자본조정 등	105	-192	-383	-383	-383
기타포괄이익누계액	159	114	169	192	223
이익잉여금	5,081	5,637	6,206	6,974	7,938
비지배주주지분	1	143	138	137	136
자본총계	6,829	7,184	7,609	8,399	9,393

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	27,089	15,415	23,149	18,881	23,138
EPS(지배순이익 기준)	27,162	15,438	23,258	18,906	23,169
BPS(자본총계 기준)	142,551	151,552	166,323	183,604	205,318
BPS(지배지분 기준)	142,524	148,541	163,296	180,603	202,348
DPS	0	2,240	2,240	2,240	2,240
P/E(당기순이익 기준)	11.5	16.0	10.0	12.2	10.0
P/E(지배순이익 기준)	11.5	15.9	14.6	12.8	10.4
P/B(자본총계 기준)	2.2	1.6	1.4	1.3	1.1
P/B(지배지분 기준)	2.2	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(Reported)	8.7	7.4	5.2	5.2	4.0
배당수익률	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	122.2	-43.1	6.7	14.8	22.5
EPS(지배순이익 기준)	122.3	-43.2	7.0	14.4	22.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	21.0	10.5	10.3	10.8	11.9
ROE(지배순이익 기준)	21.1	10.6	10.6	11.0	12.1
ROA	18.1	8.5	7.9	8.0	8.4
안정성 (%)					
부채비율	16.0	31.3	30.8	37.3	45.0
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	125.0	90.5	N/A	N/A	N/A

넷마블 (251270)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

삐걱거리는 순증사이클, 27년 신작공개 필요

BUY

TP 45,000원

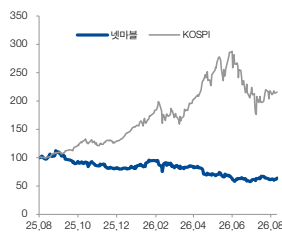
현재주가 (9/1)	38,800원
상승여력	16.0%
시가총액	3,227십억원
발행주식수	83,158천주
자본금/액면가	9십억원/100원
52주 최고가/최저가	68,000원/34,900원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인 지분율	27.36%
주요주주 지분율	
방준혁 외 12인	25.44%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	1.3	-9.6	-26.2
상대주가(%p)	-2.3	16.3	-32.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	6,103	2,789	45,000
Consensus	5,945	3,599	56,118
Cons. 차이	2.7%	-22.5%	-19.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026년 하반기 전망 – 상반기보다 약한 신작, 예상만큼의 성장은 없을 것

- 2026년 실적은 매출액 2.8조원(YoY Flat), 영업이익 3,097억원(YoY-12.1%)으로 신작 실패에 따라 감익을 예상
- 상반기 주요 신작인 문길과 7대죄 오리진이 모두 기대를 하회한 가운데, SOL은 흥행에 성공. 다만 기존 MMORPG 라인업 쇠퇴를 방어하는 수준에 그칠 전망. 신작 MMORPG의 매출이 구작 MMORPG 매출을 덮는 상황에 불과하기에 성장관점으로 보기 어려움
- 하반기 신작은 체급이 더 낮은 것으로 판단. 특히 하반기 기대작 상그릴라 프론티어의 경우 7대죄 대비 신생 IP이지만 일반 유저 유입을 견인할 수요가 부족하다고 판단

UP-CYCLE에서 DOWN-CYCLE로의 진입 우려

- 동사의 백화점식 구조(A~AA급 신작 다수 출시에 기반한 성장)가 다시 하락 사이클로 전환되고 있는 점도 우려 요인
- 25년까지 HIT RATIO 업계 1위였으나 26년 주요 신작들이 실패하기 시작. 그 결과 기존작품 하락을 신작으로 덮고 +a를 창출하는 전략에 먹구름이 끼고 있는 상황
- 증명하기 전까지는 밸류에이션 디레이팅이 지속될 가능성, 결국 다시 Hit cycle로 돌아오는 것을 확인할 필요

주가전망 및 Valuation: BUY, TP 45,000 원

- 목표주가 45,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 27년 예상 EPS에 게임주 중단 PER 15배 적용해 산출함.
- 투자관점에서 또 다른 문제는 27년 신작 라인업에 대한 정보가 없다는 것. 과거 회사 추이를 고려하면 내년에도 6~7개 수준의 게임을 출시할 것으로 보이나, 정보공개가 없어 추정치에 반영하기 어려운 상황
- 27년 신작 정보가 공개되지 않음에 따라 평작수준의 게임 7종 출시를 보수적으로 가정. 만약 당사 예상대로 대작이 없다면 27년은 감익을 피하기 어려울 전망. 27년 매출액 2.5조원, 영업이익 2,300억원으로 감익을 예상. 내년 구글 수수료 인하 효과는 있겠지만 탑라인 성장 이끌 신작이 더 중요함. 주요 신작 정보 공개 이후 실적 추정치 조정 예정

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	2,664	216	26	370	298	흑전	173.3	0.8	14.7	0.5	0.8
2025	2,835	352	225	484	2,618	777.7	18.4	0.8	10.1	4.1	1.8
2026F	2,786	310	506	598	6,103	133.1	6.4	0.5	5.1	8.9	2.2
2027F	2,522	230	232	541	2,789	-54.3	14.0	0.5	4.6	3.8	2.2
2028F	2,695	219	241	497	2,900	4.0	13.5	0.5	4.8	3.9	2.2

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 넷마블 실적 추정 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	623.9	717.6	696	797.6	651.7	749.2	738.1	713.8	2,835.1	2,786.4	2,522.0
MCoC	56.2	64.6	48.7	87.7	52.1	67.4	44.4	73.6	257.2	237.6	248.4
스핀엑스 3중	149.7	143.5	146.2	151.5	156.4	157.3	143.6	151	591	608.3	599.3
나 혼자만 레벨업	49.9	43.1	27.8	31.9	26.1	22.5	22.6	34.5	152.7	105.6	77.4
레이븐2	31.2	28.7	20.9	31.9	19.6	13.8	9.5	8.1	112.7	45.5	45.5
RF 온라인 넥스트	18.7	64.6	34.8	31.9	26.1	22.5	18.8	16.2	150	83.6	51
뱀피르	-	-	62.6	55.8	39.1	37.5	22	18	118.5	116.6	36
세븐나이츠 리버스	-	93.3	83.5	119.6	45.6	30	27.6	25.8	296.4	128.9	81.9
일곱 개의 대죄: Origin	-	-	-	-	19.6	52.4	36.4	31.9	-	140.2	100.1
몬길: STAR DIVE	-	-	-	-	-	22.5	18.2	13.7	-	54.3	34.6
SOL	-	-	-	-	-	22.5	83.7	68.3	-	174.5	125.7
영업비용	574.2	616.5	605.1	686.8	598.6	669.1	606.0	603.0	2,476.6	2,476.7	2,291.9
지급수수료	219.1	242.4	224.9	252.3	200.9	235.6	211.8	210.1	945.1	858.4	714.9
인건비	172.1	174.9	170.4	182	167.6	182.5	181.1	186.5	725.5	717.7	738.6
마케팅비	114.2	135.4	145.3	178.7	168.2	183.5	150	145.9	495.8	647.6	621.6
기타	36.9	33.8	33	35.7	31.1	35.6	32.6	31	170.7	130.3	129.2
감가상각비	31.9	30	31.5	38.1	30.8	31.9	30.5	29.5	139.5	122.7	87.6
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.8	53.1	80.1	79.4	97.2	352.5	309.8	230.0
OPM(%)	8.0%	14.1%	13.1%	13.9%	8.1%	10.7%	10.8%	13.6%	12.4%	10.9%	9.1%
지배순이익	75.6	160.4	37.5	48.4	209.7	197.6	56.9	41.9	225.0	506.1	231.9
NPM(%)	12.1%	22.4%	5.4%	6.1%	32.2%	26.4%	7.7%	5.9%	7.9%	17.7%	9.2%

자료: 넷마블, 현대차증권

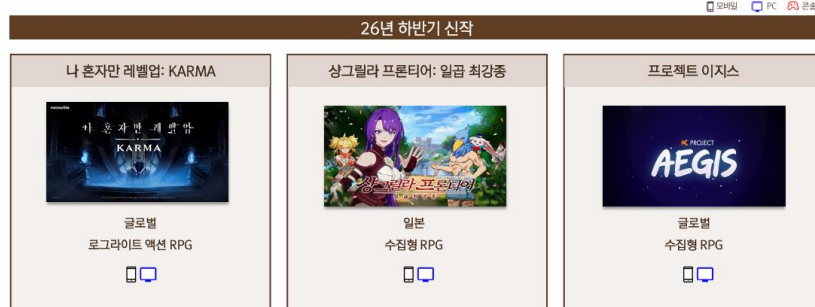
〈표2〉 넷마블 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	233	27F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	2,803	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	16	신작 사이클 불명확한 점 고려, 게임주 중단 P/E 적용
목표주가	(원)	45,000	적정주가 44,848원에서 십단위 반올림
현재주가	(원)	38,800	9/1기준
Upside	(%)	16%	9/1기준

자료: Quantiverse, 현대차증권

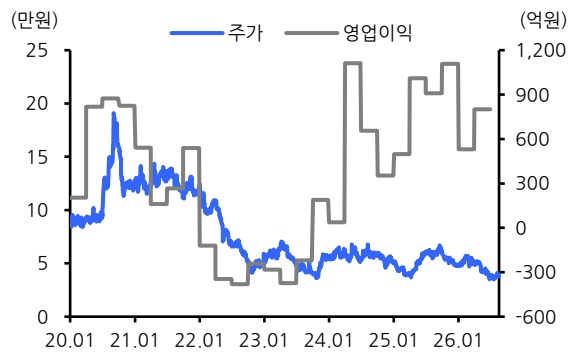
〈그림1〉 넷마블 하반기 신작일정

신작라인업 • 26년 하반기에는 나 혼자만 레벨업: KARMA, 상그릴라 프론티어: 일곱 최강종, 프로젝트 이지스를 포함한 신작 3종을 출시할 예정



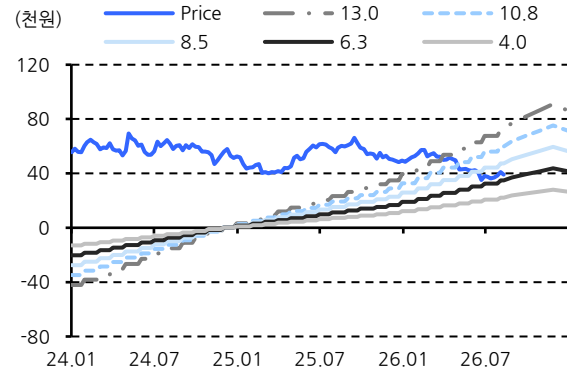
자료: 넷마블, 현대차증권

〈그림2〉 넷마블 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 넷마블 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,664	2,835	2,786	2,522	2,695
증가율 (%)	6.5	6.4	-1.7	-9.5	6.9
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,664	2,835	2,786	2,522	2,695
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	6.5	6.4	-1.7	-9.5	6.9
판매관리비	2,448	2,483	2,477	2,292	2,476
판매관리비율 (%)	91.9	87.6	88.9	90.9	91.9
EBITDA	370	484	598	541	497
EBITDA 이익률 (%)	13.9	17.1	21.5	21.5	18.4
증가율 (%)	216.2	30.8	23.6	-9.5	-8.1
영업이익	216	352	310	230	219
영업이익률 (%)	8.1	12.4	11.1	9.1	8.1
증가율 (%)	흑전	63.0	-11.9	-25.8	-4.8
영업외손익	-248	-112	329	68	95
금융수익	77	196	49	55	71
금융비용	192	159	118	53	54
기타영업외손익	-133	-149	398	66	78
종속/관계기업관련손익	109	106	39	22	18
세전계속사업이익	76	346	678	320	332
세전계속사업이익률	2.9	12.2	24.3	12.7	12.3
증가율 (%)	흑전	355.3	96.0	-52.8	3.8
법인세비용	73	115	161	86	90
계속사업이익	3	231	517	233	243
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	231	517	233	243
당기순이익률 (%)	0.1	8.1	18.6	9.2	9.0
증가율 (%)	흑전	7,600.0	123.8	-54.9	4.3
지배주주지분 순이익	26	225	506	232	241
비지배주주지분 순이익	-22	6	11	1	1
기타포괄이익	349	-9	193	0	0
총포괄이익	352	221	710	233	243

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	288	338	579	500	646
당기순이익	3	231	517	233	243
유형자산 상각비	53	48	64	60	50
무형자산 상각비	101	84	225	251	228
외환손익	5	5	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-35	-47	-28	-44	125
기타	161	17	-199	0	0
투자활동으로인한현금흐름	37	-74	628	176	-500
투자자산의 감소(증가)	150	34	359	166	-473
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-17	-47	-9	0	0
기타	-96	-62	278	10	-27
재무활동으로인한현금흐름	-221	-146	-551	-51	-41
차입금의 증가(감소)	226	-384	15	20	30
사채의증가(감소)	399	-107	-147	0	0
자본의 증가	5	6	0	0	0
배당금	-0	-41	-72	-71	-71
기타	-851	380	-347	0	0
기타현금흐름	44	-6	20	0	0
현금의증가(감소)	148	111	675	625	105
기초현금	430	578	689	1,364	1,989
기말현금	578	689	1,364	1,989	2,093

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,115	1,257	1,855	2,444	2,650
현금성자산	578	689	1,364	1,989	2,093
단기투자자산	106	146	128	118	145
매출채권	277	281	246	228	280
채고자산	2	2	1	1	2
기타유동자산	138	116	101	94	115
비유동자산	7,062	6,837	6,430	5,952	6,147
유형자산	340	402	347	286	237
무형자산	3,245	2,858	2,773	2,522	2,294
투자자산	2,928	3,060	2,790	2,624	3,097
기타비유동자산	549	517	520	520	519
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,177	8,094	8,284	8,396	8,797
유동부채	1,348	1,901	1,714	1,666	1,803
단기차입금	505	733	734	734	734
매입채무	28	23	21	19	23
유동성장기부채	131	291	191	191	191
기타유동부채	684	854	768	722	855
비유동부채	1,355	701	524	522	615
사채	399	150	0	0	0
장기차입금	598	214	224	244	274
장기금융부채	0	0	5	5	5
기타비유동부채	358	337	295	273	336
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,703	2,601	2,239	2,189	2,418
지배주주지분	5,416	5,429	5,981	6,142	6,312
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,055	3,061	3,061	3,061	3,061
자본조성 등	430	256	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	777	767	1,621	1,621	1,621
이익잉여금	1,145	1,338	1,295	1,456	1,626
비지배주주지분	58	63	65	66	67
자본총계	5,474	5,492	6,046	6,208	6,379

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	37	2,685	6,233	2,806	2,917
EPS(지배순이익 기준)	298	2,618	6,103	2,789	2,900
BPS(자본총계 기준)	63,684	63,901	72,703	74,652	76,712
BPS(지배지분 기준)	63,011	63,170	71,925	73,857	75,900
DPS	417	876	876	876	876
P/E(당기순이익 기준)	1,381.7	18.0	6.2	13.8	13.3
P/E(지배순이익 기준)	173.3	18.4	6.4	14.0	13.5
P/B(자본총계 기준)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	14.7	10.1	5.1	4.6	4.8
배당수익률	0.8	1.8	2.2	2.2	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	7,076.8	132.1	-55.0	4.0
EPS(지배순이익 기준)	흑전	777.7	133.1	-54.3	4.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.1	4.2	9.0	3.8	3.9
ROE(지배순이익 기준)	0.5	4.1	8.9	3.8	3.9
ROA	0.0	2.8	6.3	2.8	2.8
안정성 (%)					
부채비율	49.4	47.4	37.0	35.3	37.9
순차입금비용	17.1	12.2	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	2.0	4.9	5.7	4.3	4.1

시프트업 (462870)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

역량은 국내 최상위, 신작일정은 아직 남았다

BUY

TP 40,000원

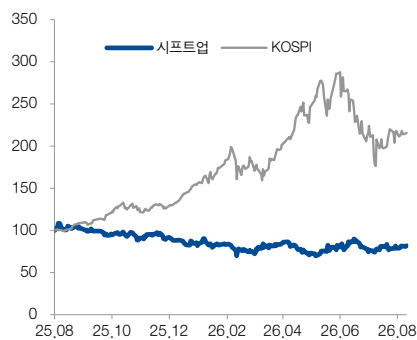
현재주가 (9/1)	33,050원
상승여력	21.0%
시가총액	1,941십억원
발행주식수	58,742천주
자본금/액면가	12십억원/200원
52주 최고가/최저가	42,400원/28,200원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인 지분율	36.95%
주요주주 지분율	
김행태외 8인	42.40%

추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	4.6	13.0	2.2
상대주가(%)	0.9	45.3	-6.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	2,502	1,765	40,000
Consensus	2,381	2,132	44,182
Cons. 차이	5.1%	-17.2%	-9.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	224	153	148	157	2,733	N/A	23.2	4.8	19.4	19.4	0.0
2025	295	181	191	187	3,261	19.3	10.9	2.3	8.0	22.7	0.0
2026F	220	118	147	125	2,502	-23.3	12.4	1.7	7.6	14.8	0.0
2027F	183	90	104	92	1,765	-29.4	17.6	1.6	9.1	9.3	0.0
2028F	257	149	156	151	2,647	50.0	11.7	1.4	4.5	12.5	0.0

* K-IFRS 연결 기준

니케는 계속 순항 중이지만, 결국 투자적 관점에서는 신작 스케줄이 중요

- 2026년 매출액 2,202억원(YoY-25%), 영업이익 1,176억원(YoY-35%)을 예상.
- 니케는 주요 이벤트 시기마다 크게 반등 중. 롱텀 IP라는 데에는 아무도 이견이 없으나 현재 출시 4년차로 현재 수준을 지키는 것이 최선일 것으로 판단
- 신작이 없기에 탑라인 감소 및 신작 개발비로 인한 영업비용 상승으로 마진이 계속 압축될 수밖에 없는 구조지만, 니케의 롱런이 이익의 하방을 지지해 줄 것

결국 주가는 주요 신작 출시 및 소식에 움직인다

- 니케로 증명한 시프트업의 압도적인 서브컬처 역량, 스텔라블레이드로 증명한 AAA콘솔 역량에는 의문이 없음. 국내 게임사 중 최상위 개발 역량을 가진 회사로 평가
- 다만 개발 역량이 실제 신작 출시로 이어져 매출로 연결되어야 한다는 점도 부정할 수 없음. 주가의 하방지지는 매년 신작이 출시되는 구조를 필요로 함
- 동사 메인 신작은 프로젝트 스피릿과 스텔라블레이드2(블러드레인). 스텔라블레이드2는 최근 트레이일러 영상 공개와 함께 긍정적 반응을 많이 모으고 있음
- 현재 실적은 YoY 감익추세를 확연히 보이고 있고, 신작 출시 전까지 이러한 추이가 지속될 것으로 예상
- 결국 중요한 것은 실제 신작 출시 일정과 공개 일정이며, 주가도 해당 시기에 움직일 것이 명백함. 현재로서는 28년 스피릿, 29년 스텔라블레이드2 출시를 기대

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 40,000원, BUY 의견으로 커버리지 개시. 내년 신작이 없음을 고려해도 니케의 실적방어+개발중인 스피릿/스텔라블레이드2가 창출할 가치가 높다는 판단.
- 목표주가는 26년 예상 EPS 2,502원에 신작부재+ 스피릿/스텔라 잠재력을 종합적으로 고려해 게임주 Historical P/E 중단인 16배를 적용해 산출함
- 26년 감익 예상되는 가운데 27년에도 연속 감익(영업이익 896억원 예상)이 불가피한 상황으로 판단. 그러나 견조한 니케의 매출 덕에 신작 없이도 이익하단은 최소 700억원 수준의 영업이익 방어가 가능할 것으로 분석
- 주요 신작 출시 기대되는 28년 전후 시기에 급격한 실적성장과 주가 성장을 예상
- 우리는 스텔라2+스피릿이 니케+스텔라에 필적할 성과를 거두며 연속히트할 것으로 예상. 현재 주가 수준에서는 장기투자가 가능한 밸류에이션 레벨로 판단함

〈표1〉 시프트업 실적 추정 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	42.2	112.3	75.5	64.4	47.3	55.7	52.7	64.5	294.5	220.2	183.2
니케	32.3	45.1	44.5	43.4	32.7	43.3	42.0	46.0	165.3	164.0	1,474
스텔라블레이드	7.0	65.7	27.7	17.2	12.9	8.8	6.5	13.5	117.6	41.7	19.9
영업비용	16.0	44.2	26.0	27.0	25.8	27.6	24.1	25.2	113.1	102.7	93.5
인건비	9.8	16.4	14.0	13.6	16.2	15.6	16.2	16.7	53.9	64.7	65.7
변동비	2.3	25.4	9.6	5.8	4.9	6.0	4.6	6.5	43.1	22.0	9.8
고정비	3.8	2.3	2.3	7.7	4.6	6.0	3.3	2.0	16.2	16.0	18.0
영업이익	26.3	68.2	49.5	37.4	21.5	28.1	28.7	39.3	181.4	117.6	89.6
OPM(%)	62%	61%	66%	58%	45%	50%	54%	61%	62%	53%	49%
지배순이익	26.8	51.3	54.6	42.3	37.8	41.7	29.9	37.6	191	147.0	104.0
NPM (%)	64%	46%	72%	66%	80%	75%	57%	58%	65%	67%	57%

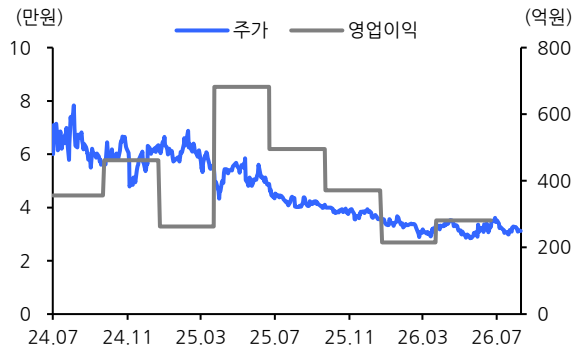
자료: 시프트업, 현대차증권

〈표2〉 시프트업 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	147	26F 지배주주 순이익 적용, 내년 신작 부재와 니케 방어+스텔라2/스피릿 잠재력 반영해 게임주 중단 PER 15 배 적용.
Target EPS	(원)	2,502	
Target P/E	(x)	16	
목표주가	(원)	40,000	적정주가 40,322원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	33,050	
Upside	(%)	21.0	

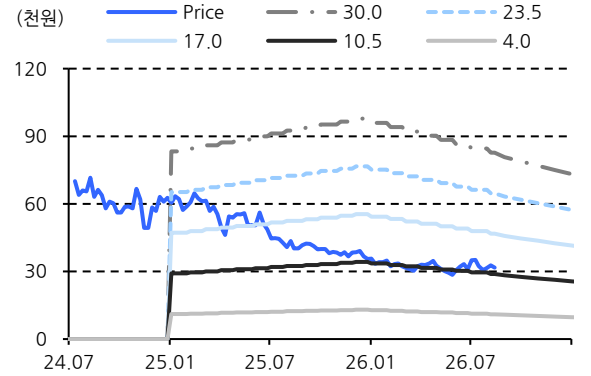
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉 시프트업 주가 영업이익



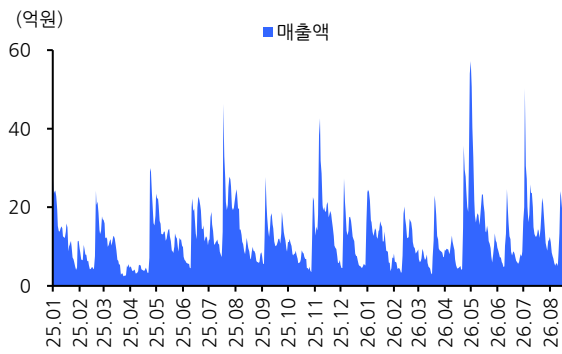
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 시프트업 P/E 밴드



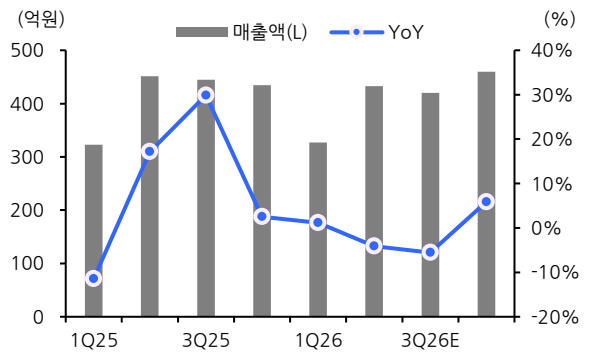
자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 니케 일매출 추이



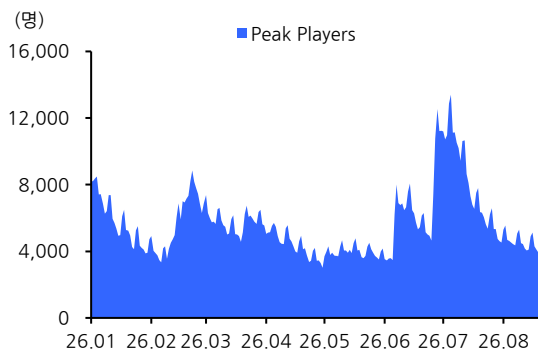
자료 : Google, Apple, 현대차증권

〈그림4〉 니케 분기별 매출 추이



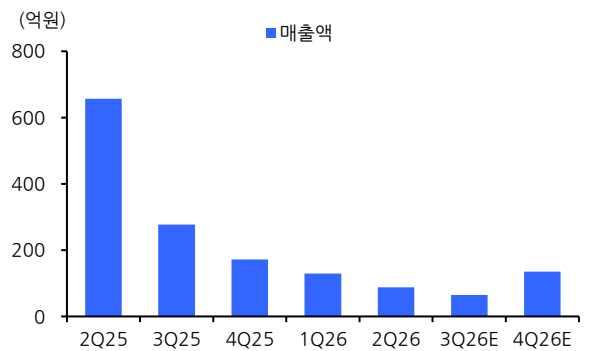
자료 : 시프트업, 현대차증권

〈그림5〉 스텔라블레이드 스팀 PCU 추이



자료 : 시프트업, 현대차증권

〈그림6〉 스텔라블레이드 분기별 매출 추이



자료 : 시프트업, 현대차증권

〈그림7〉 텐센트 공동개발의 프로젝트 스피릿



자료: 시프트업, 현대차증권

〈그림8〉 스텔라블레이드: 블러드 레인



자료: 시프트업, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	224	295	220	183	257
증가율 (%)	N/A	31.7	-25.4	-16.8	40.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	224	295	220	183	257
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	N/A	31.7	-25.4	-16.8	40.4
판매관리비	71	113	103	94	109
판매비율 (%)	31.7	38.3	46.8	51.4	42.4
EBITDA	157	187	125	92	151
EBITDA 이익률 (%)	70.1	63.4	56.8	50.3	58.8
증가율 (%)	N/A	19.1	-33.2	-26.4	64.1
영업이익	153	181	118	90	149
영업이익률 (%)	68.3	61.4	53.6	49.2	58.0
증가율 (%)	N/A	18.3	-34.8	-23.7	65.6
영업외손익	26	37	61	25	25
금융수익	21	48	37	21	23
금융비용	2	9	10	1	1
기타영업외손익	7	-2	34	5	3
종속관계기업관련손익	0	15	-1	5	5
세전계속사업이익	179	233	178	119	178
세전계속사업이익률	79.9	79.0	80.9	65.0	69.3
증가율 (%)	N/A	30.2	-23.6	-33.1	49.6
법인세비용	31	42	31	15	23
계속사업이익	148	191	147	104	156
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	148	191	147	104	156
당기순이익률 (%)	66.1	64.7	66.8	56.8	60.7
증가율 (%)	N/A	29.1	-23.0	-29.3	50.0
지배주주지분 순이익	148	191	147	104	156
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	14	0	0	0
총포괄이익	148	205	147	104	156

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	114	157	165	108	158
당기순이익	148	191	147	104	156
유형자산 상각비	3	4	7	2	2
무형자산 상각비	1	1	1	0	0
외환손익	-6	-0	-5	0	0
운전자본의 감소(증가)	-44	-13	24	2	0
기타	12	-26	-9	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-368	-283	94	8	-2
투자자산의 감소(증가)	-16	-178	113	10	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-3	-3	-2	-2
기타	-349	-102	-16	0	0
재무활동으로인한현금흐름	427	-51	-9	-0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	-0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	539	5	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-112	-56	-9	0	0
기타현금흐름	0	-2	1	0	0
현금의증가(감소)	173	-179	251	115	156
기초현금	116	289	110	361	476
기말현금	289	110	361	476	632

* K-IFRS 연결기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	768	782	914	1,017	1,172
현금성자산	289	110	361	476	632
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	102	130	28	19	19
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	18	55	12	8	8
비유동자산	36	301	185	175	175
유형자산	3	4	2	3	3
무형자산	3	2	1	0	0
투자자산	16	223	110	100	100
기타비유동자산	14	72	72	72	72
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	804	1,083	1,099	1,192	1,347
유동부채	29	95	20	14	14
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	29	95	20	14	14
비유동부채	11	67	14	10	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	11	67	14	10	10
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	39	162	35	23	23
지배주주지분	764	921	1,065	1,168	1,324
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	527	532	533	533	533
자본조정 등	6	-47	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	-0	14	14	14	14
이익잉여금	219	411	540	644	800
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	764	921	1,065	1,168	1,324

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	2,733	3,261	2,502	1,765	2,647
EPS(지배순이익 기준)	2,733	3,261	2,502	1,765	2,647
BPS(자본총계 기준)	13,104	15,624	18,126	19,891	22,538
BPS(지배지분 기준)	13,104	15,624	18,126	19,891	22,538
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	23.2	10.9	13.2	18.7	12.5
P/E(지배순이익 기준)	23.2	10.9	13.2	18.7	12.5
P/B(자본총계 기준)	4.8	2.3	1.8	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	4.8	2.3	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	19.4	8.0	7.6	9.1	4.5
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	19.3	-23.3	-29.4	50.0
EPS(지배순이익 기준)	N/A	19.3	-23.3	-29.4	50.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	19.4	22.7	14.8	9.3	12.5
ROE(지배순이익 기준)	19.4	22.7	14.8	9.3	12.5
ROA	18.4	20.3	13.5	9.1	12.2
안정성 (%)					
부채비율	5.2	17.6	3.2	2.0	1.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	130.5	138.1	63.8	67.7	104.9

컴투스 (078340)

12년만의 대성공

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

BUY

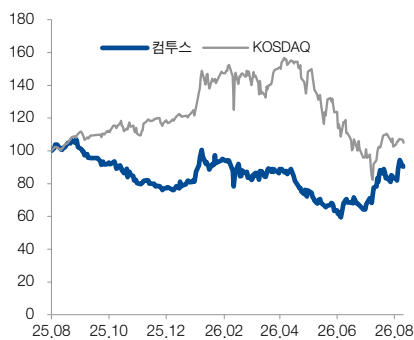
TP 50,000원

현재주가 (9/1)	34,500원		
상승여력	44.9%		
시가총액	417십억원		
발행주식수	12,091천주		
자본금/액면가	6십억원/500원		
52주 최고가/최저가	40,850원/22,700원		
일평균 거래대금 (60일)	3십억원		
외국인 지분율	10.46%		
주요주주 지분율			
삼성생명보험외 15인	31.44%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	16.6	33.2	-3.9
상대주가(%p)	2.2	70.3	39.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	2,489	6,849	50,000
Consensus	1,007	3,294	43,571
Cons. 차이	147.2%	107.9%	14.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	694	6	-108	30	-8,462	적전	NA	0.6	25.5	-10.4	2.8
2025	696	3	36	22	2,865	흑전	10.1	0.4	26.7	3.7	4.5
2026F	764	74	30	100	2,489	-13.1	12.8	0.4	6.0	3.0	4.1
2027F	856	152	83	175	6,849	175.1	4.6	0.4	2.8	8.0	4.1
2028F	976	166	144	183	11,929	74.2	2.7	0.3	2.1	12.8	4.1

* K-IFRS 연결 기준

제우스: 서머너즈워 '14년 출시이후 12년만의 최대성공

-제우스의 대형히트 덕에 컴투스 '26년 실적은 매출액 7,637억원(YoY +9.7%) 영업이익 7422억원(YoY+716원)으로 컨센서스를 크게 상회할 것으로 전망. 동사의 주가 상방을 제한했던 요인은 연 이은 신작 실패와 자회사의 적자 심화. 이번 제우스:오만의신을 통해 서머너즈워 이후 최대 성과를 거두고 성장전환할 전망으로 긍정적. **제우스:오만의신은 초기 일 매출 30억원 상회하는 수준 발생하고 있는 것으로 추정.** 에이버튼 개발의 퍼블리싱 타이틀이지만, 170억원 투자로 지분 9%를 보유 중이며, 언론보도에 따르면 200억 규모의 전환사채도 보유 중. MMORPG 장르 특성 상 매출 급락은 있겠으나 초기 흥행이 거대해 적어도 내년까지는 유의미한 흑자 기여를 예상. **올해 제우스 예상매출액으로 1,443억원을 제시할**

신작라인업: 애니메이션 IP 기반으로 전략 전환

-외부/애니메이션 IP 기반 신작으로 사업전략을 선회함. 동사가 준비중인 신작은 '26년 하반기 도원암귀, '27년 데스티니 차일드 IP, A랭크파티 IP, 가치아쿠타 IP, 28년 전지적 독자시점IP로 모두 서브컬처 IP임. 애니메이션 IP는 한계와 하방이 뚜렷. IP 팬덤에 의해 하방이 지지되지만 일반 유저층을 타겟하기 어렵다는 단점도 같이 지니고 있음. 결국 IP 팬덤의 규모가 중요. 전지적 독자시점은 누적 1억회 조회수, 영화화, 애니메이션화(28년예정)를 자랑하는 초대형 IP. 가치아쿠타/도원암귀는 누계판매부수 천만 이하이지만 확고한 팬덤을 가지고 있어 두 게임 합쳐 매출액 연간 300억원 수준은 가능하다는 판단. **높은 기대는 어려우나 BEP 이상의 매출은 발생할 전망.**

주가전망 및 Valuation

-목표주가 50,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시. 12MF EPS에 이익 PEAK 시기임을 고려해 국내 게임주 PER 최하단 미만인 8배 적용.

-지난 7월 자회사 위지윅과 엔피가 합병하며 컴투스의 지분율이 38.1%에서 28.3%로 하락함. **회계법인의 감사를 거쳐 연결에서 제거될 경우 연간 100억이상의 영업이익 개선 효과 있을 것으로 전망.** 시점은 빠르면 3Q부터도 가능해 주목.

-회사 사업전략 변화와 비용개선+신작 성공이 동시에 붙는 구조로 긍정적, 제우스 출시 모멘텀이 끝난 것은 약점이나, 내년 신작 4종 대기중인 만큼 현 주가 수준은 매수가능한 밸류로 판단. **제우스 흥행 장기화 시 리레이팅도 가능한 상황.**

〈표1〉 컴투스 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	168.0	184.8	161.2	182.4	144.7	157.0	217.3	244.6	696.4	763.7	855.6
RPG게임	75.9	73.3	63.8	72.8	56.6	62.4	121.6	150.3	285.8	390.9	442.8
제우스							61.5	82.8		144.3	166.5
스포츠게임	75.9	73.3	63.8	72.8	63.9	68.9	70.5	71.2	285.8	274.5	321.8
영업비용	166.3	183.4	180.8	163.2	139.6	149.9	198.1	202.0	693.8	689.5	703.4
인건비	40.3	40.5	43.9	42.1	41.4	38.8	37.5	39.1	166.7	156.8	161.8
마케팅비	18.2	31.3	27.0	11.0	7.8	15.0	33.1	10.5	87.5	66.4	49.4
영업이익	1.7	1.4	-19.6	19.2	5.1	7.2	19.2	42.6	2.6	74.2	152.2
OPM(%)	1%	1%		11%	4%	5%	9%	17%	0%	10%	18%
지배순이익	7.4	8.7	-11.3	31.7	-10.5	2.5	10.2	28	36.5	30.2	82.8
NPM(%)	4%	5%		17%		2%	5%	11%	5%	4%	10%

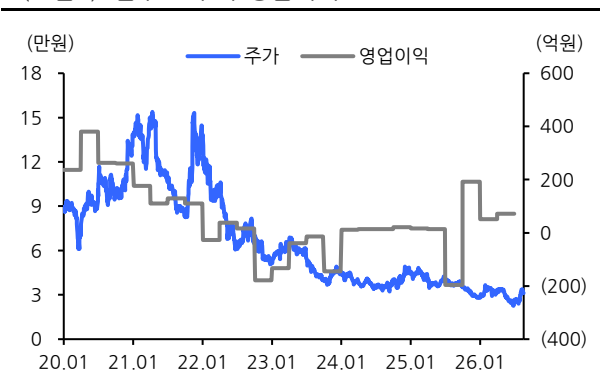
자료: 컴투스, 현대차증권

〈표2〉 컴투스 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	763	12MF 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	6,311	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	8	이익 PEAK 시기 밸류에이션 시점 반영 고려, 게임주 최하단 미만 8배 적용
목표주가	(원)	50,000	적정주가 50,488원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	34,500	9/1 종가 기준
Upside	(%)	44.9	9/1 종가 기준

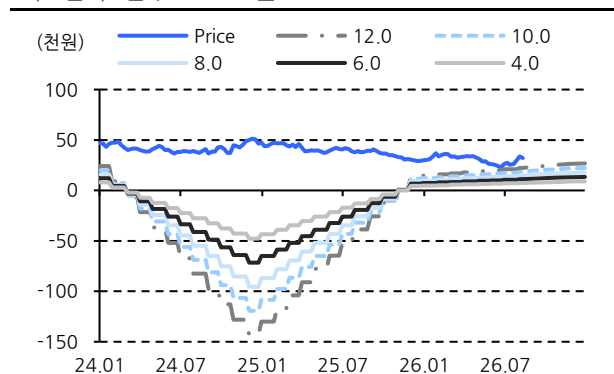
자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림1〉 컴투스 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 컴투스 PER 밴드



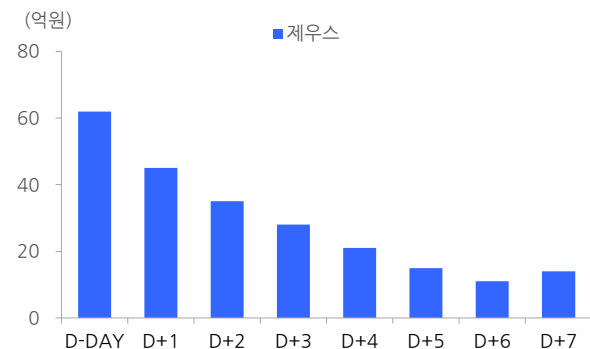
자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 제우스 - 오만의 신



자료: 컴투스, 현대차증권

〈그림4〉 제우스:오만의 신 매출 추정



자료: 현대차증권
주: 구글/애플 매출 1위 달성 속도 고려한 당사의 추정

〈표3〉 컴투스 신작 일정

출시 일정	타이틀	자체개발/퍼블리싱	장르	개발사	플랫폼	출시 지역
2026.08.26	제우스: 오만의 신	퍼블리싱	MMORPG	에이버튼	모바일/PC	한국
2026	도원암귀 Crimson Inferno	자체개발	다크판타지 턴제 RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌
2027	데스티니 차일드 IP	자체개발	방치형 RPG	컴투스	모바일	글로벌
2027	가치아쿠타:The Game	자체개발	서바이벌 액션 RPG	컴투스	PC/콘솔	글로벌
2027	A랭크 파티를 이탈한 나는 전 제자 들과 미궁 심부를 목표로 한다 IP	자체개발	RPG	컴투스	모바일/PC	글로벌
2028	전지적 독자 시점 IP	퍼블리싱	액션 RPG	오프비트	PC/콘솔	미정

자료: 컴투스, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	694	696	764	856	976
증가율 (%)	-6.2	0.3	9.8	12.0	14.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	694	696	764	856	976
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-6.2	0.3	9.8	12.0	14.0
판매관리비	688	694	689	703	811
판매비율 (%)	99.1	99.7	90.2	82.1	83.1
EBITDA	30	22	100	175	183
EBITDA 이익률 (%)	4.3	3.2	13.1	20.4	18.8
증가율 (%)	흑전	-26.7	354.5	75.0	4.6
영업이익	6	3	74	152	166
영업이익률 (%)	0.9	0.4	9.7	17.8	17.0
증가율 (%)	흑전	-50.0	2,366.7	105.4	9.2
영업외손익	-153	-31	-36	-55	-15
금융수익	109	123	42	22	25
금융비용	91	84	62	18	19
기타영업외손익	-171	-70	-16	-59	-21
종속관계기업관련손익	-13	66	-7	-14	-5
세전계속사업이익	-160	38	31	83	146
세전계속사업이익률	-23.1	5.5	4.1	9.7	15.0
증가율 (%)	적전	흑전	-18.4	167.7	75.9
법인세비용	-8	28	14	22	39
계속사업이익	-152	9	17	62	107
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-152	9	17	62	107
당기순이익률 (%)	-21.9	1.3	2.2	7.2	11.0
증가율 (%)	적전	흑전	88.9	264.7	72.6
지배주주지분 순이익	-108	36	30	83	144
비지배주주지분 순이익	-44	-27	-13	-21	-37
기타포괄이익	-14	10	-1	0	0
총포괄이익	-166	19	16	62	107

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	16	-39	34	99	129
당기순이익	-152	9	17	62	107
유형자산 상각비	13	12	11	9	6
무형자산 상각비	11	7	14	14	10
외환손익	-6	-1	-4	0	0
운전자본의 감소(증가)	-13	-45	-22	0	-0
기타	163	-21	18	14	6
투자활동으로인한현금흐름	-40	7	-59	12	-44
투자자산의 감소(증가)	-66	1	-15	5	-34
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-6	-1	0	0
기타	36	11	-43	7	-10
재무활동으로인한현금흐름	29	-11	-7	-21	-6
차입금의 증가(감소)	23	-25	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-66	1	0	0
자본의 증가	0	-1	0	0	0
배당금	-15	-15	-15	-15	-15
기타	21	96	7	-6	9
기타현금흐름	5	-1	3	0	0
현금의증가(감소)	10	-44	-30	90	79
기초현금	143	153	109	79	169
기말현금	153	109	79	169	248

* K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	454	416	457	530	634
현금성자산	153	109	79	169	248
단기투자자산	99	110	147	140	150
매출채권	93	78	104	100	107
재고자산	16	9	12	11	12
기타유동자산	54	70	94	90	97
비유동자산	1,192	1,200	1,210	1,168	1,180
유형자산	65	41	33	24	18
무형자산	125	55	55	41	31
투자자산	937	1,013	1,028	1,008	1,037
기타비유동자산	65	91	94	95	94
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,646	1,616	1,667	1,698	1,814
유동부채	442	491	537	525	543
단기차입금	172	202	179	179	179
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	72	72	72	72
기타유동부채	269	217	286	274	292
비유동부채	154	55	74	70	75
사채	71	0	0	0	0
장기차입금	17	1	1	1	1
장기금융부채	9	0	0	0	0
기타비유동부채	57	54	73	69	74
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	596	547	611	595	618
지배주주지분	965	995	996	1,065	1,193
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	208	208	208	208	208
자본조정 등	-115	-115	-55	-55	-55
기타포괄이익누계액	15	19	18	18	18
이익잉여금	849	877	819	887	1,017
비지배주주지분	85	74	60	38	2
자본총계	1,050	1,069	1,056	1,103	1,195

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-11,931	735	1,412	5,093	8,872
EPS(지배순이익 기준)	-8,462	2,865	2,489	6,849	11,929
BPS(자본총계 기준)	82,422	83,932	87,362	91,225	98,867
BPS(지배지분 기준)	75,719	78,141	82,423	88,042	98,740
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
P/E(당기순이익 기준)	NA	39.5	24.4	6.8	3.9
P/E(지배순이익 기준)	NA	10.1	12.8	4.6	2.7
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.3
P/B(지배지분 기준)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(Reported)	25.5	26.7	6.0	2.8	2.1
배당수익률	2.8	4.5	4.1	4.1	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	92.1	260.8	74.2
EPS(지배순이익 기준)	적전	흑전	-13.1	175.1	74.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-13.3	0.9	1.6	5.7	9.3
ROE(지배순이익 기준)	-10.4	3.7	3.0	8.0	12.8
ROA	-9.0	0.6	1.0	3.7	6.1
안정성 (%)					
부채비율	56.8	51.1	57.8	54.0	51.7
순차입금비용	9.2	12.7	15.2	6.5	순현금
이자보상배율	0.4	0.1	4.2	8.3	8.6

카카오게임즈 (293490)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

이익은 다소 멀지만, 모멘텀은 가깝다

M.PERFORM TP 11,000원

현재주가 (9/1)	9,880원
상승여력	11.3%
시가총액	1,055십억원
발행주식수	106,745천주
자본금/액면가	9십억원/100원
52주 최고가/최저가	17,760원/6,930원
일평균 거래대금 (60일)	5십억원
외국인 지분율	4.39%
주요주 지분율	
엘트리플에이인베스트먼트	33.32%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	24.0	5.0	-32.5
상대주가(%p)	8.6	34.2	-1.9

* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	-1,712	273	11,000
Consensus	-1,133	280	8,914
Cons. 차이	51.1%	-2.5%	23.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

신작 부재와 매출 하락에 따른 영업적자 장기화

- 2026년 매출액 3,461억원(YoY -25%), 영업적자 -875억원(적자확대)을 예상
- 신작의 연속된 실패에도 불구하고 비용효율화가 제한적으로 나타나며 만성 적자 상황에 놓임. 급진적 비용효율화가 이뤄지거나, 신작이 이익을 견인해야 하는 어려운 구간을 지나고 있음. 지배구조와 경영진이 교체되면서 수익성 중심으로 전반적 사업기조 재검토 될 것으로 전망.

현재 재무상황에서는 MMORPG 위주 신작이 오히려 긍정적

- 동사는 MMORPG 위주의 포트폴리오를 통해 2021년 매출 1.1조원, 영업이익 1,758억원의 실적을 기록한 바 있음
- 그 후 MMORPG 장르 인기 하락과 신작 실패 + 그에 반해 높은 고정비로 영업적자를 25년도 및 26년도 연속으로 기록할 전망. 추가 역시 2021년 11만원의 고점으로 단 한 차례의 유의미한 반등 없이 1만원 이하로 폭락
- 이런 상황에서 드디어 주요 신작 사이클이 도래. 4Q26-아키에이지 크로니클, 도깨비의 세계, 1Q27-오딘Q, 2Q27-크로노 오디세이, 아키에이지S로 모두 동사가 강점을 보유한 MMORPG 장르로 신작을 재준비 중.
- 여전히 MMORPG가 캐시카우는 부정할 수 없으며 최근들어 MMORPG 반등이 나타남. 따라서 만성적자를 벗어나는 수준의 매출은 가능할 것으로 전망. 오딘Q는 초기 일 매출 30억원 수준을 예상. 계획대로 게임이 나오고 호의적인 매출가정이 충족된다면 전제하에, 27년 매출액 6,640억원, 영업이익 529억원으로의 턴어라운드를 예상. 28년은 신작 스케줄이 불명확해 보수적으로 감익으로 추정

주가전망 및 Valuation: Market Perform, 목표주가 11,000 원

- 목표주가 11,000원으로 Market Perform 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 26년 추정 BPS 9,052원에 게임주 중대형주 PEER `26F 평균 PBR 1.2배 적용해 산출. 이는 회사의 이익이 만성 적자인 상황이지만, 동사가 가진 IP가치(오딘, 아키에이지)와 개발 포트폴리오의 가치를 산정하기 위한 밸류에이션 방법
- 현재 주가 수준에서 일부 게임 히트가 나올 시에 단기적인 반등세가 나올 가능성도 충분. 26년 하반기~27년 7종의 신작 출시가 예정되어 있고 오딘Q와 같은 대형 신작이 있기에 모멘텀 매매는 가능할 것으로 판단. 사실상 Trading BUY에 가까운 의견제시.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	627	19	-109	91	-1,318	적지	N/A	1.0	20.3	-8.0	0.0
2025	465	-40	-100	8	-1,186	적지	N/A	1.1	179.1	-7.9	0.0
2026F	346	-87	-169	61	-1,712	적지	N/A	0.9	16.3	-15.2	0.0
2027F	664	53	29	206	273	흑전	33.2	0.9	3.4	2.8	0.0
2028F	679	33	24	166	220	-19.2	41.1	0.9	1.9	2.2	0.0

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 카카오게임즈 실적 TABLE

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	122.9	115.8	127.5	98.9	82.9	75.0	72.0	116.2	465	346	664.0
PC	26.8	14.8	42.7	29.9	27.9	22.3	21.5	44.2	114	116	142.5
모바일	96.1	101.0	84.8	69.0	55.0	52.7	50.5	72.0	351	230	521.5
영업비용	135.3	124.4	132.9	112.0	108.4	98.0	99.0	128.2	505	434	611.1
인건비	38.7	37.0	36.7	36.5	38.7	39.2	38.8	40.2	149	157	147.3
마케팅비	4.6	8.5	9.1	7.2	4.6	3.5	5.2	10.1	29	23	325.4
영업이익	-12.4	-8.6	-5.4	-13.1	-25.5	-23.0	-27.0	-12.0	-40	-87	52.9
OPM(%)											8%
지배순이익	-23	-26.1	34	-84.9	-30	-49	-24.5	-65.8	-100	-169.2	29.1
NPM(%)			27%								4%

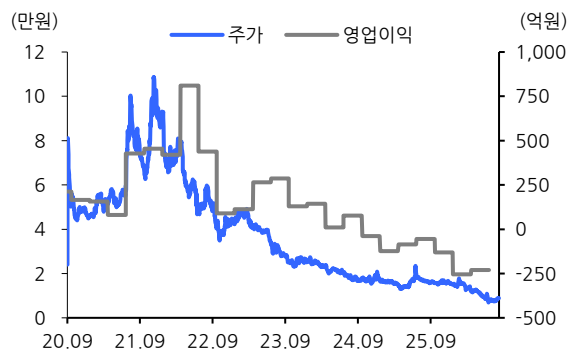
자료: 카카오게임즈, 현대차증권

〈표2〉 카카오게임즈 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
Target BPS	(원)	9,052	26년 예상 BPS
Target P/B	(x)	1.2	크래프톤, 시프트업, 넷마블, NC 26F PBR 평균치 적용
목표주가	(원)	11,000	적정주가 10,826에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	9,880	9/1주가
Upside	(%)	11.3%	9/1주가

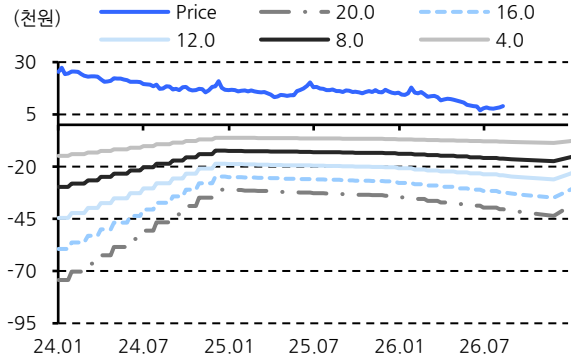
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉 카카오게임즈 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 카카오게임즈 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈표3〉 카카오게임즈 게임 출시 일정

출시 일정	타이틀	자체개발/퍼블리싱	장르	플랫폼	출시 지역
4Q26	도깨비의 세계	퍼블리싱	MMORPG	모바일+PC	국내
	아키에이지 크로니클	자체개발(XL게임즈)	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌
	던전 어라이즈	퍼블리싱	전략 어드벤처 RPG	모바일	글로벌
1Q27	오딘 Q:발키리스콜	자체개발(라이온하트)	MMORPG	모바일+PC	국내,대만,일본
	갯 세이브 버밍엄	자체개발(오션드라이브)	오픈월드 좀비 생존 시뮬레이터	PC/콘솔	글로벌
2Q27	크로노 오디세이	퍼블리싱	온라인액션RPG	PC/콘솔	글로벌
	아키에이지S:자유의해협	자체개발(XL게임즈)	MMORPG	PC	글로벌
TBD	PROJECT C	자체개발(라이온하트)	서브컬처 육성 시뮬레이션	모바일+PC	국내, 일본
	PROJECT S	자체개발(라이온하트)	3인칭 PvP 슈팅	PC/콘솔	글로벌

자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림3〉 바람의나라 연의 정식적 후속작, 10월 출시



자료: 카카오게임즈, 현대차증권

〈그림4〉 아키에이지 크로니클 - 연말출시 예상
콘솔/PC 유료 패키지 +과금구조의 RPG 예상

자료: 카카오게임즈, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	627	465	346	664	679
증가율 (%)	-13.6	-25.8	-25.6	91.9	2.3
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	627	465	346	664	679
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	-13.6	-25.8	-25.6	91.9	2.3
판매관리비	608	505	434	611	646
판매비율 (%)	97.0	108.6	125.4	92.0	95.1
EBITDA	91	8	61	206	166
EBITDA 이익률 (%)	14.5	1.7	17.6	31.0	24.4
증가율 (%)	-46.8	-91.2	662.5	237.7	-19.4
영업이익	19	-40	-87	53	33
영업이익률 (%)	3.0	-8.6	-25.1	8.0	4.9
증가율 (%)	-74.7	적전	적지	흑전	-37.7
영업외손익	-111	-142	-133	2	12
금융수익	43	54	7	0	0
금융비용	109	56	55	25	21
기타영업외손익	-45	-140	-85	27	33
종속관계기업관련손익	-16	-3	-3	0	0
세전계속사업이익	-108	-184	-223	55	45
세전계속사업이익률	-17.2	-39.6	-64.5	8.3	6.6
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	-18.2
법인세비용	5	-44	-8	16	14
계속사업이익	-113	-140	-216	38	31
중단사업이익	-15	-3	0	0	0
당기순이익	-128	-143	-216	38	31
당기순이익률 (%)	-20.4	-30.8	-62.4	5.7	4.6
증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	-18.4
지배주주지분 순이익	-109	-100	-169	29	24
비지배주주지분 순이익	-19	-43	-46	9	7
기타포괄이익	48	-68	-17	0	0
총포괄이익	-80	-212	-232	38	31

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	27	-44	41	315	409
당기순이익	-128	-143	-216	38	31
유형자산 상각비	36	19	16	2	0
무형자산 상각비	37	28	133	152	133
외환손익	-2	-0	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-17	-23	95	123	245
기타	101	75	14	0	0
투자활동으로인한현금흐름	85	-6	-52	-91	-182
투자자산의 감소(증가)	92	235	-1	-7	-14
유형자산의 감소	3	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-8	-1	0	0
기타	3	-233	-50	-84	-168
재무활동으로인한현금흐름	-137	-89	-17	18	36
차입금의 증가(감소)	-504	498	13	0	0
사채의증가(감소)	-298	-21	4	0	0
자본의 증가	0	20	-7	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	665	-586	-27	18	36
기타현금흐름	0	1	1	0	0
현금의증가(감소)	-24	-137	-28	242	263
기초현금	654	630	492	464	706
기말현금	630	492	464	706	969

* K-IFRS 연결기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,069	941	974	1,313	1,770
현금성자산	605	492	464	706	969
단기투자자산	31	298	350	435	603
매출채권	43	25	29	36	50
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	359	21	25	31	43
비유동자산	2,104	1,736	1,583	1,436	1,317
유형자산	12	13	2	0	0
무형자산	1,484	1,348	1,214	1,063	930
투자자산	498	237	240	246	260
기타비유동자산	110	138	127	127	127
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,173	2,677	2,557	2,749	3,087
유동부채	1,199	514	557	621	747
단기차입금	190	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	413	147	147	147	147
기타유동부채	596	367	410	474	600
비유동부채	495	965	1,033	1,124	1,304
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	147	645	658	658	658
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	348	320	375	466	646
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,695	1,479	1,591	1,745	2,051
지배주주지분	1,338	1,184	1,037	1,066	1,090
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	1,100	1,119	1,112	1,112	1,112
자본조정 등	-30	-34	-34	-34	-34
기타포괄이익누계액	71	-46	-62	-62	-62
이익잉여금	188	137	13	42	66
비지배주주지분	140	14	-71	-61	-54
자본총계	1,478	1,198	966	1,005	1,036

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-1,550	-1,696	-2,180	360	291
EPS(지배순이익 기준)	-1,318	-1,186	-1,712	273	220
BPS(자본총계 기준)	17,840	13,342	9,052	9,412	9,703
BPS(지배지분 기준)	16,148	13,188	9,714	9,987	10,207
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	NA	NA	NA	27.5	34.0
P/E(지배순이익 기준)	NA	NA	NA	33.2	41.1
P/B(자본총계 기준)	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
P/B(지배지분 기준)	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	20.3	179.1	16.3	3.4	1.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	-19.2
EPS(지배순이익 기준)	적지	적지	적지	흑전	-19.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-8.3	-10.7	-19.9	3.9	3.0
ROE(지배순이익 기준)	-8.0	-7.9	-15.2	2.8	2.2
ROA	-3.9	-4.9	-8.2	1.4	1.1
안정성 (%)					
부채비율	114.6	123.4	164.6	173.7	198.1
순차입금비율	24.3	8.6	11.0	순현금	순현금
이자보상배율	0.4	NA	N/A	N/A	N/A

더블유게임즈 (192080)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

AI와 자체결제 비중 확대를 통한 효율화 구간

BUY

TP 76,000원

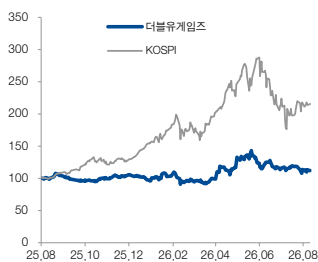
현재주가 (9/1)	58,500원
상승여력	29.9%
시가총액	1,239십억원
발행주식수	21,173천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	74,600원/47,300원
일평균 거래대금 (60일)	4십억원
외국인 지분율	20.95%
주요주주 지분율	
김기림 외 5인	43.28%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.7	-13.2	10.4
상대주가(%p)	-6.1	11.6	0.8

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	9,479	9,212	76,000
Consensus	9,285	10,592	84,846
Cons. 차이	2.1%	-13.0%	-10.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026 년 하반기 전망: 비용효율화 지속에 타라인 방어

- 2026년 매출액 8,478억원(YoY +18%), 영업이익 2,852억원(YoY +23%)을 예상
- 팍시게임즈는 인수 스튜디오 실적의 온기 반영과 AI 게임을 통한 효율적이고 속도감 있는 개발로 연간 163% 성장한 1,146억원을 예상. 소셜카지노는 산업 하락에도 상반기 환율효과로 전년 수준 유지를 전망

타라인 상승과 비용 하락이 동반되는 사업구조가 긍정적

- 게임사 비용효율화의 핵심인 자체결제 확대와 AI 도입이 가장 원활하게 진행 중
- 자체결제 비중은 2Q26 기준 47.5%로 글로벌 PEER 상회. 매출액 대비 플랫폼수수료 비중은 1Q25 25%에서 2Q26 17%까지 8%p 감소. 자체결제 비중은 구글 자체결제 도입에 힘입어 최종 60%이상, 플랫폼 수수료는 13%수준까지 개선을 전망
- 소셜카지노 본업은 강한 락인효과로 현 수준 유지, 캐주얼 자회사 실적은 상승 중. 팍시게임즈 매출은 2Q25 120억원에서 2Q26 271억원으로 두 배 이상 성장 전망
- 캐주얼 자회사의 개발 노하우, 더블유게임즈의 마케팅 역량을 합친 시너지 효과 증대를 긍정적으로 판단. 특히 캐주얼 게임의 경우 유저의 AI 민감도가 매우 낮음. 팍시게임즈는 AI 개발작들을 다수 출시하며 2Q26 AI게임 매출 비중 81%까지 확대전망. **지속적인 타라인 성장과 비용 하락이 동반되는 구조로 긍정적**

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 76,000원으로 BUY 의견 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 26년 추정 EPS에 캐주얼 성장세 고려, 동사 '24~'25 평균 P/E에 10%할증한 8배 적용.
- 소셜카지노/캐주얼 게임사로 국내 게임사에서 흔히 찾아볼 수 있는 AAA 지향 게임사는 아니지만, 오히려 그런 점이 게임산업 약세기에 빛을 보고 있음
- 소셜카지노 시장은 하락 중이지만 점유율은 확대중. 락인효과 감안 시 국내 웹보드(고포류)와 같이 영구적인 매출발생 가능성 높음. 여기에 온라인카지노, 캐주얼게임으로 성장동력도 장착한 상황
- 주주환원 정책도 게임주 중에서는 최상위권, 배당수익률 2%수준 유지하며 DDI 상장폐지를 통해 주주가치 제고에도 힘쓰는 중
- **단기 주가 변동성이 크지 않으므로 방어주인 게임섹터 내에서도 가장 방어적임. 시장 약세 전환 시 매수 권고**

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	633	249	187	261	8,708	25.9	6.2	1.0	3.0	18.7	2.2
2025	720	232	131	252	6,106	-29.9	8.8	1.0	3.2	11.3	2.2
2026F	848	285	201	363	9,479	55.2	6.5	0.9	2.0	15.6	1.9
2027F	867	290	195	372	9,212	-2.8	6.7	0.8	1.3	13.2	1.9
2028F	890	297	206	372	9,714	5.4	6.4	0.7	0.6	12.4	1.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 더블유게임즈 실적 전망 상세 내역

(단위: 억원, %)

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	162.0	171.9	186.2	199.8	205.0	210.6	212.5	219.7	719.9	847.8
DDI	102.1	97.3	97.5	99.4	98.2	100.8	98.8	103.0	396.3	400.8
더블유게임즈	40.7	40.9	40.8	41.9	42.3	41.9	40.5	40.2	164.4	164.9
슈퍼네이션	19.2	21.8	22.5	23.3	25.2	25.5	27.3	28.1	86.7	106.1
팍시게임즈		12.0	12.4	19.2	24.7	27.1	30.3	32.5	43.6	114.6
영업비용	107.2	117.6	127.0	135.9	136.5	140.6	141.4	144.2	487.8	562.6
변동비	50.0	50.8	55.5	54.7	51.8	55.5	55.1	55.5	211.0	217.8
인건비	23.7	22.4	23.5	21.0	24.1	23.4	24.2	23.5	90.6	95.2
마케팅비	23.8	31.9	33.4	44.7	46.2	45.3	45.1	47.2	133.8	183.8
영업이익	54.8	54.3	59.2	63.9	68.5	70.1	71.2	75.5	232.1	285.2
OPM(%)	34%	32%	32%	32%	33%	33%	33%	34%	32%	34%
지배순이익	34.2	22.7	41.7	32.5	56.5	48.6	42.8	53.1	131.3	201.0
NPM(%)	21%	13%	22%	16%	28%	23%	20%	24%	18%	24%

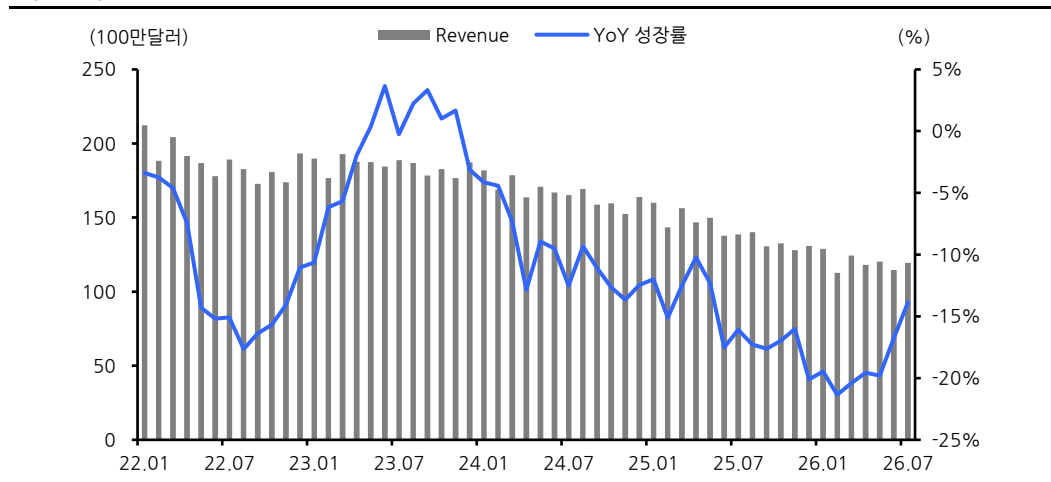
자료: 더블유게임즈, 현대차증권

〈표2〉 더블유게임즈 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	201	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	9,479	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	8	소셜카지노 특수성+캐주얼 성장세 고려 24-25 P/E에 10%할증
목표주가	(원)	76,000	적정주가 75,832원에서 천단위 반올림
현재주가	(원)	58,500	9/1 종가 기준
Upside	(%)	29.9	9/1 종가 기준

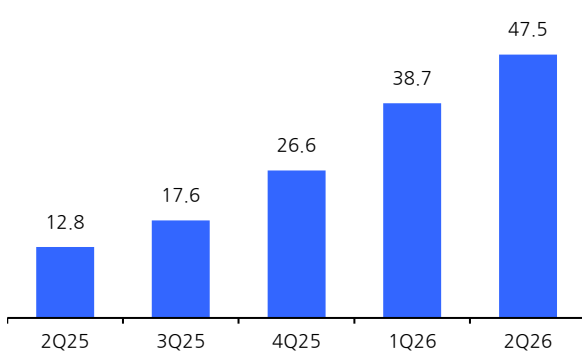
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉 소셜카지노- 슬롯게임 인앱 결제액 추이 - 역성장 심화



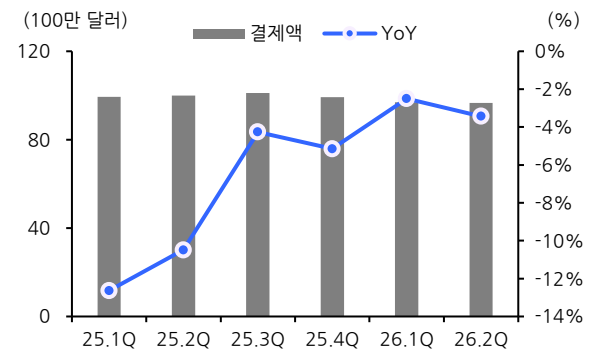
자료: Google, Apple 현대차증권

〈그림2〉 소셜카지노 DTC 추이(%)



자료: 더블유게임즈, 현대차증권

〈그림3〉 분기별 결제액 추이(DDI+더블유게임즈)



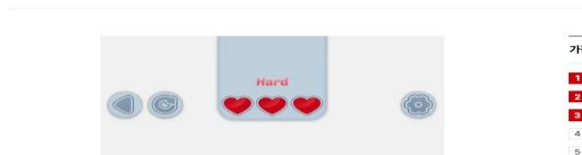
자료: 더블유게임즈, 현대차증권

〈그림4〉 팍시게임즈 AI 게임

더블유게임즈, AI로 3주 만에 만든 게임 48만 다운로드...캐주얼 시장 돌풍

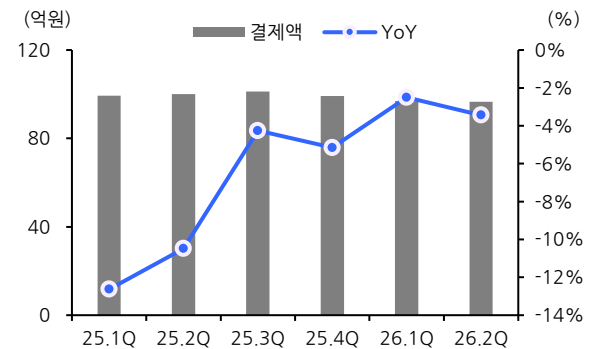
1~2명 개발자가 AI툴로 3주 만에 제작...'Arrow Rescue' 6주 만에 48만 다운로드
소수 인력·단기 개발로 빠른 시장 대응...광고 기반 수익 모델로 성과
단순하고 가벼운 게임 선호 유저층 공략...올해 50종 이상 출시 목표

문거수 기자 입력 2026.05.08 11:15 | 댓글 0



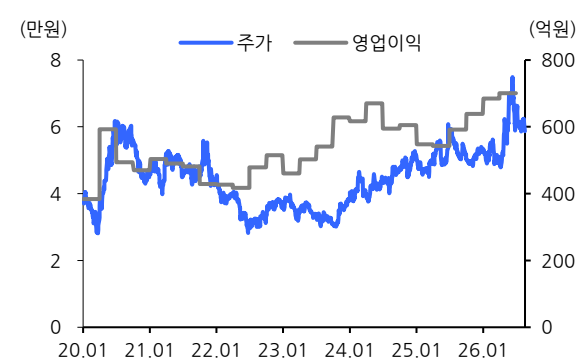
자료: 인터스트리뉴스, 현대차증권

〈그림5〉 팍시게임즈 AI 매출 추이



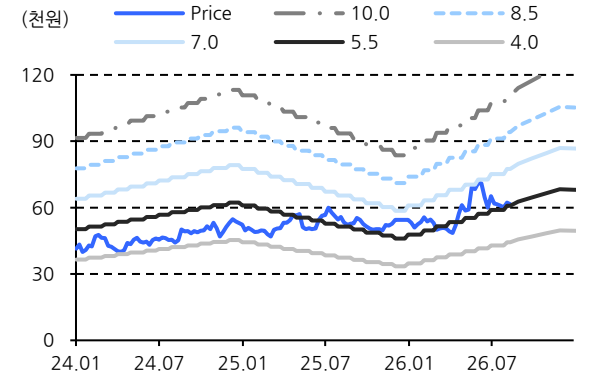
자료: 더블유게임즈, 현대차증권

〈그림6〉 더블유게임즈 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림7〉 더블유게임즈 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	633	720	848	867	890
증가율 (%)	8.8	13.7	17.8	2.2	2.7
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	633	720	848	867	890
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	8.8	13.7	17.8	2.2	2.7
판매관리비	385	488	563	577	593
판매비율 (%)	60.8	67.8	66.4	66.6	66.6
EBITDA	261	252	363	372	372
EBITDA 이익률 (%)	41.2	35.0	42.8	42.9	41.8
증가율 (%)	17.6	-3.4	44.0	2.5	0.0
영업이익	249	232	285	290	297
영업이익률 (%)	39.3	32.2	33.6	33.4	33.4
증가율 (%)	16.9	-6.8	22.8	1.8	2.4
영업외손익	65	10	55	43	54
금융수익	73	44	53	45	56
금융비용	7	23	4	2	2
기타영업외손익	-1	-11	6	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	315	241	341	333	351
세전계속사업이익률	49.8	33.5	40.2	38.4	39.4
증가율 (%)	29.1	-23.5	41.5	-2.3	5.4
법인세비용	71	61	75	79	84
계속사업이익	243	180	263	254	268
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	243	180	263	254	268
당기순이익률 (%)	38.4	25.0	31.0	29.3	30.1
증가율 (%)	25.9	-25.9	46.1	-3.4	5.5
지배주주지분 순이익	187	131	201	195	206
비지배주주지분 순이익	56	49	62	59	62
기타포괄이익	134	-32	73	0	0
총포괄이익	377	148	336	254	268

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	275	237	311	341	338
당기순이익	243	180	263	254	268
유형자산 상각비	8	8	5	0	0
무형자산 상각비	4	12	72	83	75
외환손익	-14	4	-12	0	0
운전자본의 감소(증가)	10	8	-34	4	-4
기타	24	25	17	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-33	-133	-12	-22	21
투자자산의 감소(증가)	1	-0	-0	-0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2	-1	-0	0	0
기타	-32	-132	-12	-22	21
재무활동으로인한현금흐름	-43	-66	-24	-23	-24
차입금의 증가(감소)	0	0	-0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-0	-199	0	0	0
배당금	-17	-24	-23	-23	-23
기타	-26	157	-1	0	-1
기타현금흐름	49	-14	32	0	0
현금의증가(감소)	247	24	307	297	335
기초현금	298	546	570	877	1,174
기말현금	546	570	877	1,174	1,509

* K-IFRS 연결 기준

	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	893	941	1,281	1,605	1,913
현금성자산	546	570	877	1,174	1,509
단기투자자산	273	271	298	319	298
매출채권	60	70	77	82	77
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	14	13	14	15	14
비유동자산	753	907	872	789	714
유형자산	3	3	0	0	0
무형자산	717	873	841	759	684
투자자산	5	6	6	6	6
기타비유동자산	28	25	25	24	24
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,646	1,848	2,152	2,394	2,627
유동부채	57	91	97	104	98
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	57	91	97	104	98
비유동부채	33	104	113	118	113
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	33	104	113	118	113
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	90	195	211	222	211
지배주주지분	1,131	1,185	1,390	1,561	1,744
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	297	98	98	98	98
자본조정 등	-62	-91	-78	-78	-78
기타포괄이익누계액	184	159	208	208	208
이익잉여금	702	1,009	1,150	1,322	1,504
비지배주주지분	425	467	552	611	673
자본총계	1,556	1,652	1,942	2,172	2,417

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	11,319	8,365	12,420	11,989	12,642
EPS(지배순이익 기준)	8,708	6,106	9,479	9,212	9,714
BPS(자본총계 기준)	72,403	76,869	91,710	102,596	114,136
BPS(지배지분 기준)	52,632	55,167	65,641	73,751	82,362
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	4.8	6.4	4.7	4.9	4.6
P/E(지배순이익 기준)	6.2	8.8	6.5	6.7	6.4
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
P/B(지배지분 기준)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA(Reported)	3.0	3.2	2.0	1.3	0.6
배당수익률	2.2	2.2	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	26.5	-26.1	48.5	-3.5	5.4
EPS(지배순이익 기준)	25.9	-29.9	55.2	-2.8	5.4
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	17.7	11.2	14.6	12.3	11.7
ROE(지배순이익 기준)	18.7	11.3	15.6	13.2	12.4
ROA	16.6	10.3	13.2	11.2	10.7
안정성 (%)					
부채비율	5.8	11.8	10.8	10.2	8.7
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	106.7	139.7	157.7	159.2	161.9

네오위즈 (095660)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

신작 구체화 후 매수접근 추천

M.PERFORM

TP 20,000원

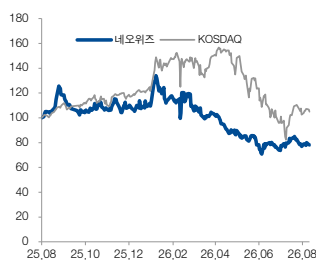
현재주가 (9/1)	18,060원
상승여력	10.7%
시가총액	391십억원
발행주식수	21,636천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	30,950원/16,350원
일평균 거래대금 (60일)	1십억원
외국인 지분율	21.37%
주요주주 지분율	
나성균 외 11인	38.08%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.1	-7.8	-31.1
상대주가(%p)	-13.4	17.9	0.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	2,230	2,050	20,000
Consensus	2,238	2,260	27,833
Cons. 차이	-0.4%	-9.3%	-28.1%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026년 하반기 전망: 신작 성과 아쉬운 가운데 기존작은 하락 중

- 2026년 매출액 4,138억원(YoY-4%), 영업이익 329억원(YoY-45%)을 예상
- MMORPG 신작 킹덤2를 출시했으나, 일 매출 1억원 이하로 추정되어 실적 기여는 낮을 것으로 판단. 결국 회사의 주력 비즈니스인 PC/콘솔 주요 신작 출시가 필요함

라이브 서비스에서도 증명할 필요

- 콘솔/PC 게임에서 우수한 성과가 이어지는 중. (23년)P의거짓 - (25년) P의거짓DLC 모두 히트하며 누적 판매량 400만장 이상을 기록. 이에 '23년 PC매출액은 2,071억원(YoY +64%), 25년 PC매출액은 1,985억원(YoY +27%)을 기록했음
- 다만 콘솔에서는 이제 IP를 쌓아나가는 단계로, 다음 대작 출시까지 텀이 길다는 점이 동사 주가 상방을 제한하고 있는 중
- 네오위즈의 기업 규모와 개발 역량을 감안하면, 대형 콘솔IP의 출시 공백을 메우기 위해 라이브 서비스에서도 성과 창출이 필요. 브라운더스트2 역주행으로 올해 모바일은 2,112억원(YoY +8%)를 예상하나 전사실적을 견인하기에는 어려움. 새로운 라이브 서비스 게임의 발굴이 필요하다는 판단

주가전망 및 Valuation

- 목표주가 20,000원으로 Market Perform 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 26년 추정 EPS에 신작 사이클 고려 게임주 최하단 P/E 9배 적용해서 산출
- 웹보드에 기반한 안정적인 현금흐름이 장점이지만, 콘솔 비즈니스를 본격적으로 시작하며 신작 텀이 길어지고 있음
- 한국의 캡콤이 되겠다는 야심을 가지고 있는 회사. 따라서 주요 신작 출시 전까지의 비용 감소를 기대하기 어려운 구조. 라이브서비스가 아닌 콘솔 패키지를 주력으로 선정했기에 게임 하나의 개별 리스크도 커진 상황
- 신작사이클이 도래하는 시점에 매수 접근으로 전환해도 늦지 않다고 생각. 국내 게임사 중 최상위권의 개발역량을 보여준 만큼 포텐셜은 높다고 판단

	매출액	영업이익	순이익	EBITDA	EPS	증감율	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	배당수익률
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2024	367	33	2	50	109	-95.1	173.6	0.8	3.7	0.5	0.0
2025	433	60	50	76	2,287	2,001.2	10.6	1.0	3.3	9.8	1.2
2026F	414	33	48	53	2,230	-2.5	8.1	0.7	1.4	8.8	1.6
2027F	464	50	44	69	2,050	-8.1	8.8	0.7	0.2	7.6	1.6
2028F	534	80	63	96	2,916	42.2	6.2	0.6	NA	10.0	1.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 네오위즈 실적 추정 상세 내역

(단위: 십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	890	1,100	1,274	1,063	1,014	1,021	1,102	1,001	3,668	4,327	4,138
PC	364	575	587	459	395	373	435	390	1,563	1,985	1,593
모바일	453	440	585	477	514	532	565	502	1,688	1,955	2,112
영업비용	788	914	1,009	1,016	945	941	995	928	3,339	3,727	3,809
인건비	366	418	366	445	396	364	373	388	1,574	1,596	1,521
마케팅비	56	83	84	85	73	107	112	75	350	308	367
영업이익	102	186	265	47	70	79	107	73	329	600	329
OPM(%)	11%	17%	21%	4%	7%	8%	10%	7%	9%	14%	8%
지배순이익	73	140	259	27	162	186	81	55	24	499	484
NPM(%)	8%	13%	20%	3%	16%	18%	7%	5%	1%	12%	12%

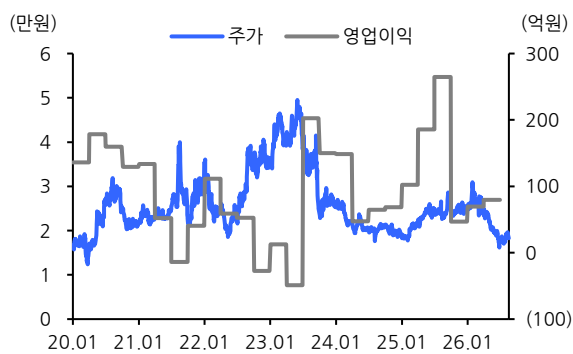
자료: 네오위즈, 현대차증권

〈표2〉 네오위즈 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	484	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	2,230	
Target P/E	(x)	9	신작일정 고려, 게임주 최하단 P/E 적용
목표주가	(원)	20,000	적정주가 20,070원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	18,060	9/1기준
Upside	(%)	10.7%	9/1기준

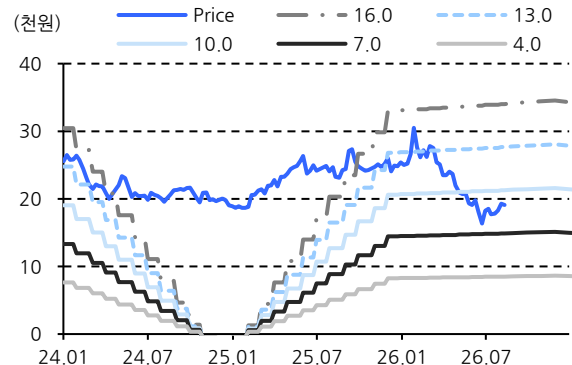
자료: Quantivise, 현대차증권

〈그림1〉 네오위즈 주가 영업이익



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 네오위즈 P/E 밴드



자료: Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 주요 신작 일정

• Phase 1: 시리즈화가 가능하고 성장성 높은 타이틀 발굴

게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱	출시
킹덤 2	MMORPG	모바일	한국/대만·홍콩·마카오	자체개발	26년 8월 5일/하반기
안녕서울: 이태원편	퍼즐 플랫폼머	PC(Steam)	글로벌	퍼블리싱	26년 하반기

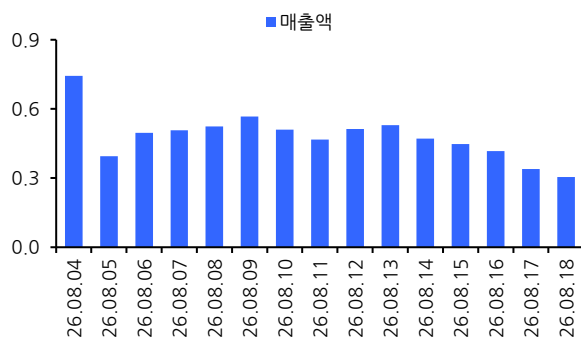
• Phase 2: 본격적 글로벌 IP 확장 준비

게임	장르	플랫폼	시장	자체개발/퍼블리싱	개발단계
Wolfeye Studios 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
와인드 업 데드맨	내러티브 CRPG	PC(Steam)	글로벌	퍼블리싱	Prototype
Zakazane Studio 신작	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱	Production
프로젝트 CF	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Production
프로젝트 Rubicon	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
P의 거짓 차기작	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice
프로젝트 Windi	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Prototype
프로젝트 FN	서브컬처 세계관 기반 RPG	PC/콘솔	글로벌	자체개발	Vertical-slice

※ 현재 개발 중인 차기작은 글로벌 퍼블리싱 및 프랜차이즈 확장을 전제로 개발 중이며 게임명 및 출시 일정은 추후 공개 예정입니다.

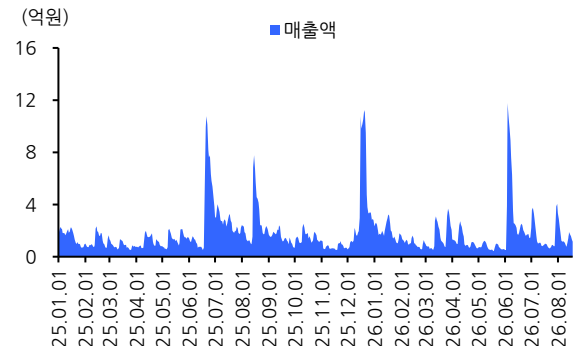
출처: 네오위즈, 현대차증권

〈그림4〉 킹덤2 매출액 추이



자료: 네오위즈, 현대차증권

〈그림5〉 브라운더스트2 매출액 추이



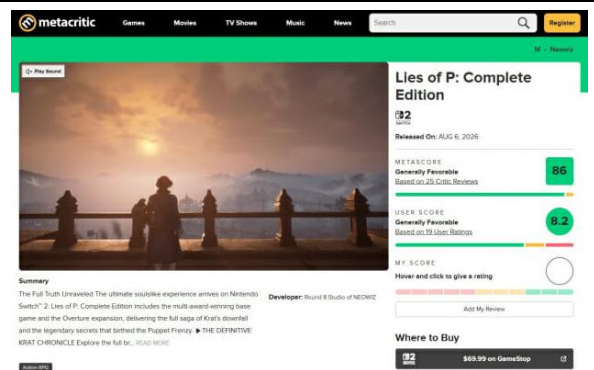
자료: 네오위즈, 현대차증권

〈그림6〉 Wolfeye Studios 1인칭 RPG 신작 - 개발중



자료: 네오위즈, 현대차증권

〈그림7〉 P의거짓 닌텐도 스위치2 8/6출시 -메타 86



자료: 네오위즈, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	367	433	414	464	534
증가율 (%)	0.3	18.0	-4.4	12.1	15.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	367	433	414	464	534
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	0.3	18.0	-4.4	12.1	15.1
판매관리비	334	373	381	415	454
판매비율 (%)	91.0	86.1	92.0	89.4	85.0
EBITDA	50	76	53	69	96
EBITDA 이익률 (%)	13.6	17.6	12.8	14.9	18.0
증가율 (%)	0.0	52.0	-30.3	30.2	39.1
영업이익	33	60	33	50	80
영업이익률 (%)	9.0	13.9	8.0	10.8	15.0
증가율 (%)	3.1	81.8	-45.0	51.5	60.0
영업외손익	-28	4	21	10	5
금융수익	21	24	30	5	3
금융비용	14	12	8	0	0
기타영업외손익	-35	-8	-1	5	2
종속관계기업관련손익	-1	-0	6	0	0
세전계속사업이익	5	63	60	60	85
세전계속사업이익률	1.4	14.5	14.5	12.9	15.9
증가율 (%)	-88.6	1,160.0	-4.8	0.0	41.7
법인세비용	12	18	14	17	25
계속사업이익	-7	45	47	42	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	45	47	42	60
당기순이익률 (%)	-1.9	10.4	11.4	9.1	11.2
증가율 (%)	적전	흑전	4.4	-10.6	42.9
지배주주지분 순이익	2	50	48	44	63
비지배주주지분 순이익	-9	-5	-2	-2	-3
기타포괄이익	9	-2	0	0	0
총포괄이익	2	43	47	42	60

(단위:십억원)

현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	34	76	56	70	87
당기순이익	-7	45	47	42	60
유형자산 상각비	5	4	8	8	7
무형자산 상각비	13	11	13	11	9
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-26	-3	-6	9	10
기타	49	19	-6	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-16	-117	23	-29	-35
투자자산의 감소(증가)	11	-11	1	-5	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1	-1	-0	0	0
기타	-26	-105	22	-24	-30
재무활동으로인한현금흐름	-35	-6	-12	-6	-6
차입금의 증가(감소)	0	-0	-0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	-50	0	0	0
배당금	-5	0	-6	-6	-6
기타	-30	44	-6	0	0
기타현금흐름	4	1	5	0	0
현금의증가(감소)	-13	-45	72	35	46
기초현금	130	117	72	143	178
기말현금	117	72	143	178	224

* K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	314	381	430	503	594
현금성자산	117	72	143	178	224
단기투자자산	110	142	133	158	188
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	1	0	1	1
기타유동자산	56	73	69	82	97
비유동자산	306	298	272	257	246
유형자산	87	85	78	70	63
무형자산	100	79	61	49	40
투자자산	59	70	69	74	79
기타비유동자산	60	64	64	64	64
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	620	679	702	760	840
유동부채	81	108	102	120	143
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	11	23	22	26	31
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	70	85	80	94	112
비유동부채	20	16	15	18	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	16	15	18	21
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	101	124	116	138	164
지배주주지분	487	531	563	601	658
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	130	80	80	80	80
자본조정 등	-65	-69	-74	-74	-74
기타포괄이익누계액	-10	-12	-13	-13	-13
이익잉여금	421	521	559	597	655
비지배주주지분	32	25	23	21	18
자본총계	519	556	586	622	676

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	-316	2,062	2,159	1,956	2,782
EPS(지배순이익 기준)	109	2,287	2,230	2,050	2,916
BPS(자본총계 기준)	23,743	25,430	27,075	28,757	31,264
BPS(지배지분 기준)	22,296	24,302	26,003	27,779	30,420
DPS	0	303	303	303	303
P/E(당기순이익 기준)	NA	11.8	8.4	9.2	6.5
P/E(지배순이익 기준)	173.6	10.6	8.5	9.3	6.5
P/B(자본총계 기준)	0.8	1.0	0.7	0.6	0.6
P/B(지배지분 기준)	0.8	1.0	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	3.7	3.3	1.4	0.2	NA
배당수익률	0.0	1.2	1.6	1.6	1.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	4.7	-9.4	42.2
EPS(지배순이익 기준)	-95.1	2,001.2	-2.5	-8.1	42.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-1.3	8.4	8.2	7.0	9.3
ROE(지배순이익 기준)	0.5	9.8	8.8	7.6	10.0
ROA	-1.1	6.9	6.8	5.8	7.5
안정성 (%)					
부채비율	19.5	22.2	19.9	22.2	24.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	63.0	1,228.8	N/A	N/A	N/A

웹젠 (069080)

COVERAGE INITIATION

Analyst 최승호 csh@hmsec.com

역대급 주주환원과 개선해야 할 퍼블리싱 평판

M.PERFORM TP 13,000원

현재주가 (9/1)	11,360원
상승여력	14.4%
시가총액	352십억원
발행주식수	30,967천주
자본금/액면가	18십억원/500원
52주 최고가/최저가	17,990원/9,780원
일평균 거래대금 (60일)	2십억원
외국인 지분율	29.07%
주요주주 지분율	
김병관 외 2인	33.48%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-3.5	9.0	-13.5
상대주가(%p)	-15.4	39.4	25.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(26F)	EPS(27F)	T/P
Before	N/A	N/A	N/A
After	883	590	13,000
Consensus	886	891	12,500
Cons. 차이	-0.3%	-33.8%	4.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

2026 년 하반기 전망: 주주환원이 끌어주는 하방지지

- 2026년 매출액 1,607억원(YoY -8%), 영업이익 261억원(YoY -23.2%)을 예상
- 하반기 기대 신작이 없어 매출/이익 상승은 어려울 것으로 보이나, 이에 맞춰 비용도 절감되는 만큼 이익규모는 상대적으로 방어할 전망
- 올해 자사주소각 및 배당을 포함해 주주환원 규모가 약 천억원을 상회할 전망. 25년 배당 203억원, 자사주 매입 및 소각 638억원, 비과세 특별 배당 165억원 진행. 현재 시가총액 대비 30%를 상회, 이는 당사 인터넷/SW 커버리지 중 최대 비율임. 역대급 주주환원이 주가 하방을 지지해 줄 것으로 전망하며, 호의적인 주주환원은 내년에도 이어질 것으로 전망되어 긍정적으로 판단

퍼블리싱 이미지 개선이 가장 중요

- 뮤와 퍼블리싱에 의존했던 과거를 벗어나 자체개발과 비MMORPG 장르 라인업을 확대하고 있는 점은 긍정적. 서브컬처 스튜디오 지분투자를 통한 유저 POOL 확대 시도 역시 긍정적으로 평가
- 그러나 최근 출시작들의 계속된 잡음(드래곤소드 분쟁, 어둠의 실력자 서비스 종료)으로, 서비스 평판 및 신뢰도가 지속적으로 하락하고 있음
- 이런 추이가 지속된다면 신작 출시 시 디마케팅은 피할 수 없음. 실적보다 시급한 것은 이미지개선(미래의 매출)임
- 향후 웹젠의 신작 출시게임들이 이 부분을 해결할 수 있을지가 주요 쟁점이 될 것

주가전망 및 Valuation: Market Perform, TP 13,000 원

- 목표주가 13,000원으로 Market Perform 의견 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 26년 추정 EPS 883원에 추후 자사주 소각일정 등을 감안해 게임주 중단 P/E 15배 적용해서 산출
- 경쟁 게임사들이 공격적인 투자를 통해 적자로 전환하는 와중에 효율적인 사업진행으로 흑자기조 계속 이어 나가고 있는 점은 긍정적
- PBR도 0.5배 수준으로 여전히 업계 최하위 밸류에이션. 현금성 자산이 많은 만큼 추후 M&A 및 지분투자, 주주환원도 계속 가능한 상황
- 27년 출시예정인 뮤IP 대형 모바일 신작, GOG(서브컬처 타워디펜스)에 주목함

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2024	215	55	57	61	1,629	-1.0	8.4	0.7	0.5	8.8	2.2
2025	174	30	24	38	693	-57.4	18.6	0.7	3.9	3.5	5.4
2026F	161	23	28	30	883	27.4	13.5	0.5	NA	4.2	5.9
2027F	173	24	18	30	590	-33.2	20.3	0.5	NA	2.7	5.9
2028F	183	25	19	31	599	1.6	19.9	0.5	NA	2.8	5.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 웹젠 실적 전망 상세 내역

항목	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	41.6	39.1	43.8	49.9	39.4	38.0	37.6	45.7	174.3	160.7
뮤	29.6	26.0	27.1	27.1	24.5	24.8	20.5	25.1	109.8	95.0
R2	3.5	3.1	4.1	8.3	4.1	3.4	5.6	6.2	19.0	19.4
메틴2	5.5	5.9	8.5	10.1	6.4	7.8	7.1	9.9	30.0	31.1
영업비용	32.7	32.9	36.2	42.9	34.0	32.4	32.9	38.6	144.7	137.8
인건비	16.7	17.3	17.5	17.6	17.5	17.5	17.9	18.1	69.1	71.0
마케팅비	0.4	0.8	3.2	9.1	3.2	1.1	0.8	4.1	13.4	9.2
영업이익	8.9	6.1	7.6	7.0	5.4	5.7	4.7	7.1	29.6	22.8
OPM (%)	21%	16%	17%	14%	14%	15%	12%	16%	17%	14%
지배순이익	1.3	6.8	8.9	6.9	8.9	6.3	3.2	10.0	23.9	28.4
NPM (%)	3%	18%	20%	14%	23%	17%	9%	22%	14%	18%

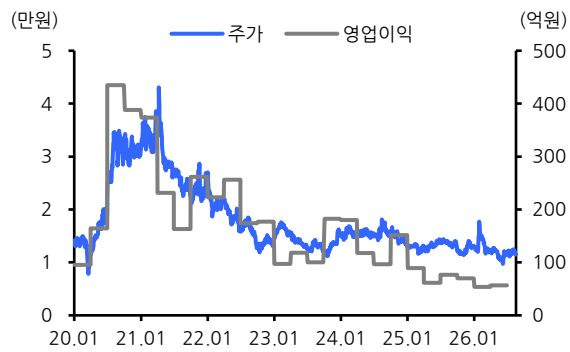
자료: 웹젠, 현대차증권

〈표2〉 웹젠 Valuation Table

구분	단위	내용	비고
지배 순이익	(십억원)	28	26F 지배주주 순이익 적용
Target EPS	(원)	883	
Target P/E	(x)	15	게임주 중단 P/E적용
목표주가	(원)	13,000	적정주가 13,245원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	11,360	9/1 기준
Upside	(%)	14.4%	9/1 기준

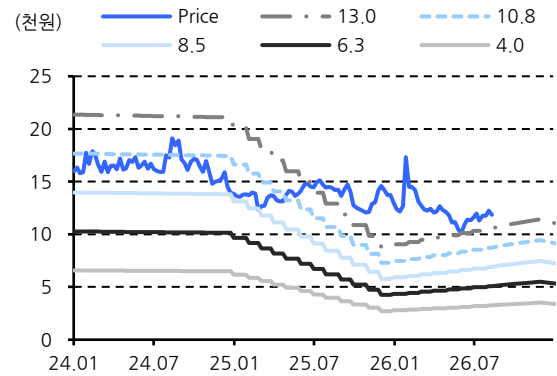
자료: Quantwise, 현대차증권

〈그림1〉 웹젠 주가 영업이익



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림2〉 웹젠 P/E 밴드



자료 : Bloomberg, 현대차증권

〈그림3〉 27년 출시예정 - 디펜스게임의 폭군이되었다



자료: 웹젠, 현대차증권

〈그림4〉 게이트 오브 게이트즈



자료: 웹젠, 현대차증권

	(단위:십억원)				
포괄손익계산서	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	215	174	161	173	183
증가율 (%)	9.7	-19.1	-7.5	7.5	5.8
매출원가	0	0	0	0	0
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	215	174	161	173	183
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	9.7	-19.1	-7.5	7.5	5.8
판매관리비	160	145	138	149	158
판매비율 (%)	74.4	83.3	85.7	86.1	86.3
EBITDA	61	38	30	30	31
EBITDA 이익률 (%)	28.4	21.8	18.6	17.3	16.9
증가율 (%)	7.0	-37.7	-21.1	0.0	3.3
영업이익	55	30	23	24	25
영업이익률 (%)	25.6	17.2	14.3	13.9	13.7
증가율 (%)	10.0	-45.5	-23.3	4.3	4.2
영업외손익	17	2	17	3	2
금융수익	24	21	8	0	0
금융비용	3	4	1	0	0
기타영업외손익	-4	-15	10	3	2
종속/관계기업관련손익	0	3	0	0	0
세전계속사업이익	71	35	40	27	27
세전계속사업이익률	33.0	20.1	24.8	15.6	14.8
증가율 (%)	-1.4	-50.7	14.3	-32.5	0.0
법인세비용	15	11	11	8	9
계속사업이익	57	24	28	18	18
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	24	28	18	18
당기순이익률 (%)	26.5	13.8	17.4	10.4	9.8
증가율 (%)	-1.7	-57.9	16.7	-35.7	0.0
지배주주지분 순이익	57	24	28	18	19
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	-0	1	-0	0	0
총포괄이익	57	25	28	18	18

	(단위:십억원)				
현금흐름표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	72	19	24	52	48
당기순이익	57	24	28	18	18
유형자산 상각비	5	7	7	6	5
무형자산 상각비	2	1	1	1	0
외환손익	0	1	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-21	-13	27	23
기타	3	7	1	0	2
투자활동으로인한현금흐름	115	-187	39	-87	-76
투자자산의 감소(증가)	62	-147	117	-25	-21
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12	-7	-2	0	0
기타	65	-33	-76	-62	-55
재무활동으로인한현금흐름	-11	-16	120	-19	-19
차입금의 증가(감소)	-0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	-0	-99	-0	0	0
배당금	-9	-9	-20	-20	-20
기타	-2	92	140	1	1
기타현금흐름	0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	177	-185	183	-54	-47
기초현금	84	261	76	259	205
기말현금	261	76	259	205	158

* K-IFRS 연결 기준

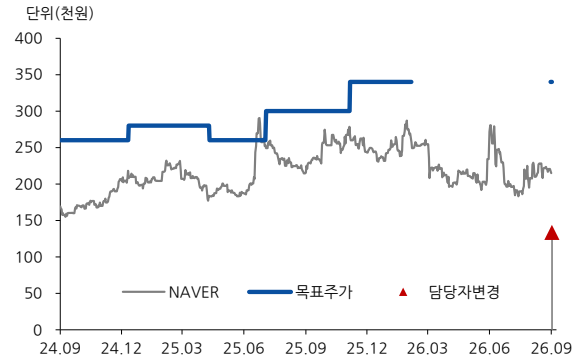
	(단위:십억원)				
재무상태표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	482	330	578	601	621
현금성자산	261	76	259	205	158
단기투자자산	76	123	113	175	229
매출채권	22	22	20	31	41
채고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	6	7	7	10	13
비유동자산	269	438	321	339	355
유형자산	66	75	71	65	60
무형자산	30	32	32	32	31
투자자산	135	285	168	193	214
기타비유동자산	38	46	50	49	50
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	751	768	899	940	976
유동부채	69	71	215	251	283
단기차입금	0	0	150	150	150
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	69	71	65	101	133
비유동부채	10	13	12	19	24
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	13	12	19	24
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	78	84	227	270	307
지배주주지분	671	684	672	670	669
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	150	51	51	51	51
자본조정 등	-70	-69	-69	-69	-69
기타포괄이익누계액	2	2	2	2	2
이익잉여금	571	681	670	669	667
비지배주주지분	2	0	0	0	0
자본총계	673	684	672	670	669

	(단위:원, 배, %)				
주요투자지표	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS(당기순이익 기준)	1,624	679	879	586	596
EPS(지배순이익 기준)	1,629	693	883	590	599
BPS(자본총계 기준)	19,245	19,765	21,696	21,646	21,606
BPS(지배지분 기준)	19,185	19,757	21,687	21,641	21,604
DPS	300	700	700	700	700
P/E(당기순이익 기준)	8.4	19.0	13.6	20.4	20.1
P/E(지배순이익 기준)	8.4	18.6	13.5	20.3	19.9
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(Reported)	0.5	3.9	NA	NA	NA
배당수익률	2.2	5.4	5.9	5.9	5.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-1.3	-58.2	29.4	-33.3	1.6
EPS(지배순이익 기준)	-1.0	-57.4	27.4	-33.2	1.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	3.5	4.2	2.7	2.8
ROE(지배순이익 기준)	8.8	3.5	4.2	2.7	2.8
ROA	7.8	3.1	3.4	2.0	1.9
안정성 (%)					
부채비율	11.6	12.3	33.8	40.2	45.9
순차입금비용	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	324.0	86.9	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.05	BUY	260,000	-32.90	-16.15
2024.12.12	BUY	280,000	-25.30	-17.14
2025.04.11	BUY	260,000	-20.16	11.73
2025.07.04	BUY	300,000	-19.71	-7.17
2025.11.06	BUY	340,000	-25.84	-15.59
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.05.06	AFTER 6M	340,000	-36.92	-17.50
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	340,000		

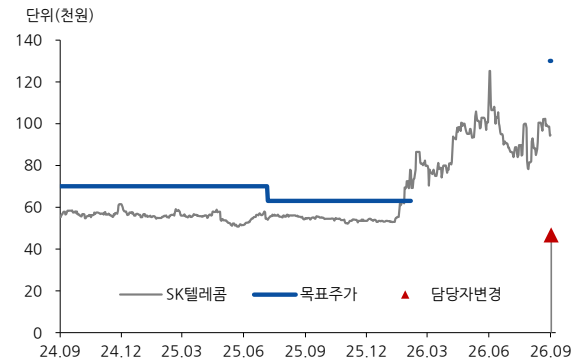
▶ 최근 2년간 NAVER 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.04.05	BUY	70,000	-23.95	-16.57
2024.10.05	AFTER 6M	70,000	-20.22	-12.14
2025.07.07	BUY	63,000	-13.50	-10.32
2026.01.07	AFTER 6M	63,000	0.61	23.65
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	130,000		

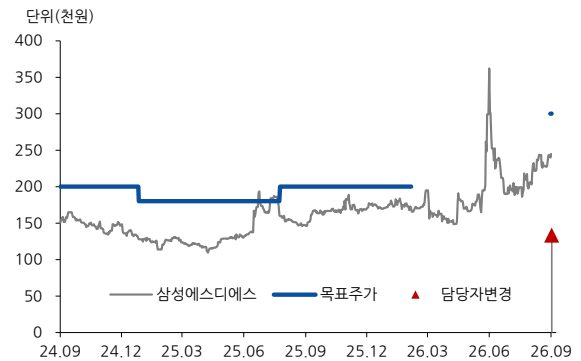
▶ 최근 2년간 SK텔레콤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.04.01	BUY	200,000	-23.19	-16.00
2024.10.01	AFTER 6M	200,000	-28.81	-24.00
2024.12.27	BUY	180,000	-28.47	7.50
2025.06.27	AFTER 6M	180,000	-3.13	4.11
2025.07.25	BUY	200,000	-16.90	-5.60
2026.01.25	AFTER 6M	200,000	-13.95	-11.50
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	300,000		

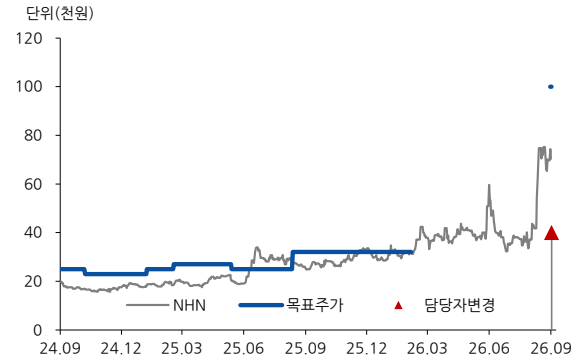
▶ 최근 2년간 삼성에스디에스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.07	BUY	25,000	-25.92	-20.24
2024.10.08	BUY	23,000	-25.09	-16.48
2025.01.08	BUY	25,000	-24.10	-20.36
2025.02.17	BUY	27,000	-25.83	-15.93
2025.05.14	BUY	25,000	0.33	35.80
2025.07.07	M.PERFORM	25,000	16.38	7.80
2025.08.13	BUY	32,000	-8.44	8.75
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	100,000		

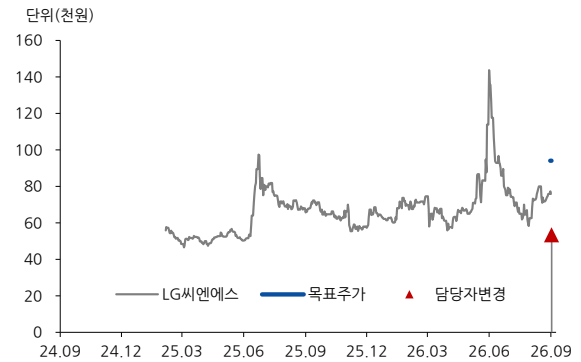
▶ 최근 2년간 NHN 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2026.09.02	BUY	94,000		

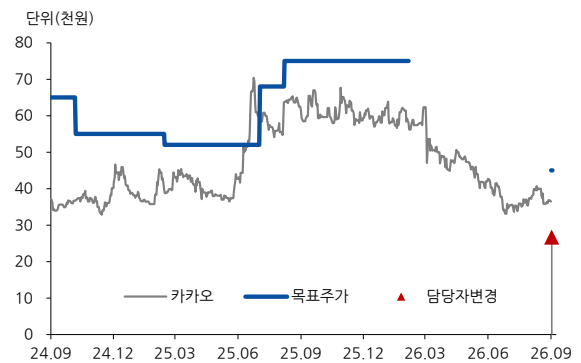
▶ 최근 2년간 LG씨엔에스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.09	BUY	65,000	-44.40	-40.46
2024.10.07	BUY	55,000	-29.64	-15.27
2025.02.14	BUY	52,000	-15.43	35.38
2025.07.03	BUY	68,000	-15.46	-6.47
2025.08.08	BUY	75,000	-18.78	-9.73
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.02.08	AFTER 6M	75,000	-41.93	-16.93
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	45,000		

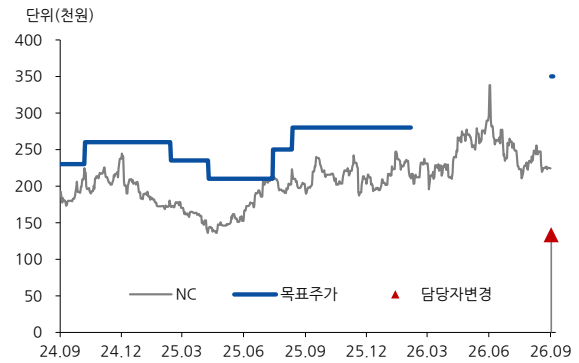
▶ 최근 2년간 카카오 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.09	BUY	230,000	-19.15	-2.39
2024.10.08	BUY	260,000	-23.18	-5.96
2025.02.13	BUY	235,000	-30.92	-24.09
2025.04.10	BUY	210,000	-19.80	0.95
2025.07.15	BUY	250,000	-19.61	-10.80
2025.08.13	BUY	280,000	-23.63	-11.61
2026.02.06	종목편출	종목편출	-13.00	20.71
2026.02.13	AFTER 6M	280,000		
2026.09.02	담당자 변경	담당자 변경		
2026.09.02	BUY	350,000		

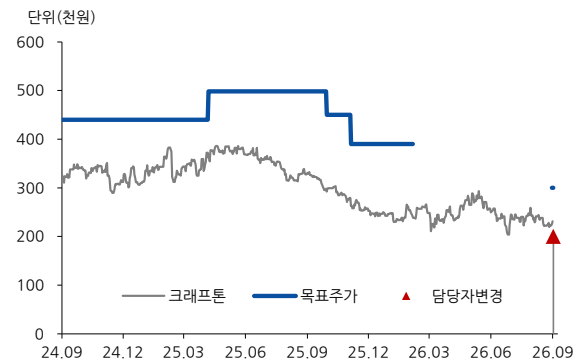
▶ 최근 2년간 NC 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.27	BUY	440,000	-24.98	-12.95
2025.02.27	AFTER 6M	440,000	-21.46	-15.45
2025.04.07	BUY	498,000	-29.63	-22.49
2025.09.30	BUY	450,000	-36.11	-32.56
2025.11.05	BUY	390,000	-36.22	-29.49
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	300,000		

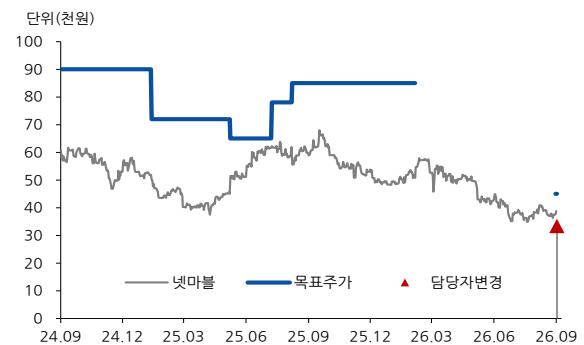
▶ 최근 2년간 크래프톤 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.09	BUY	90,000	-37.54	-29.78
2025.01.13	BUY	72,000	-39.98	-30.69
2025.05.09	BUY	65,000	-13.28	-4.46
2025.07.09	BUY	78,000	-22.37	-18.21
2025.08.08	BUY	85,000	-35.07	-20.00
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.02.08	AFTER 6M	85,000	-47.37	-31.88
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	45,000		

▶ 최근 2년간 넷마블 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2025.04.14	BUY	60,000	-22.39	-2.50
2025.10.14	AFTER 6M	60,000	-38.84	-33.92
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	40,000		

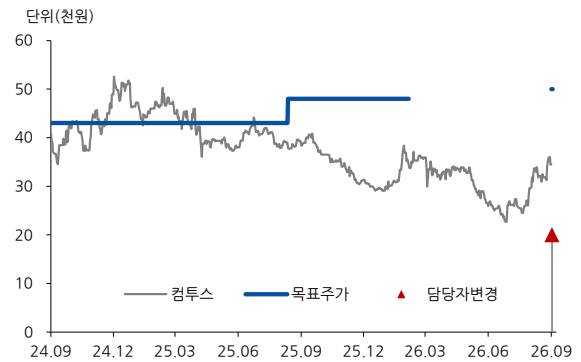
▶ 최근 2년간 시프트업 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.12	M.PERFORM	43,000	-2.06	22.33
2025.01.12	AFTER 6M	43,000	-2.80	-16.16
2025.08.13	BUY	48,000	-28.55	-14.90
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	50,000		

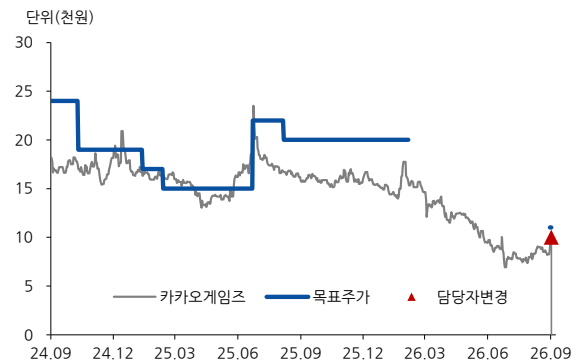
▶ 최근 2년간 컴투스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.07.10	BUY	24,000	-25.36	-18.67
2024.10.11	M.PERFORM	19,000	-8.95	10.00
2025.01.13	M.PERFORM	17,000	-3.37	-1.47
2025.02.12	M.PERFORM	15,000	1.67	-13.13
2025.06.23	BUY	22,000	-17.75	6.82
2025.08.07	BUY	20,000	-20.72	-11.20
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.02.07	AFTER 6M	20,000	-46.69	-21.00
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	M.PERFORM	11,000		

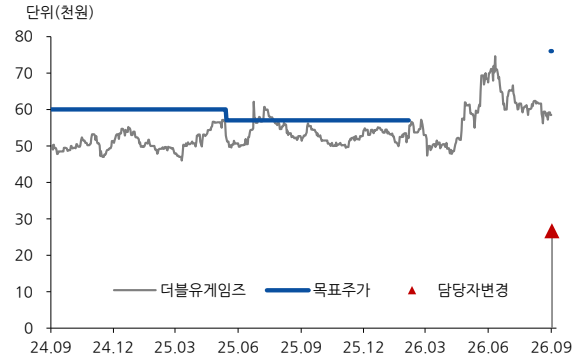
▶ 최근 2년간 카카오게임즈 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.05.10	BUY	60,000	-21.10	-11.33
2024.11.10	AFTER 6M	60,000	-14.67	-4.83
2025.05.15	M.PERFORM	57,000	-6.35	8.95
2025.11.15	AFTER 6M	57,000	-6.91	-2.46
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	BUY	76,000		

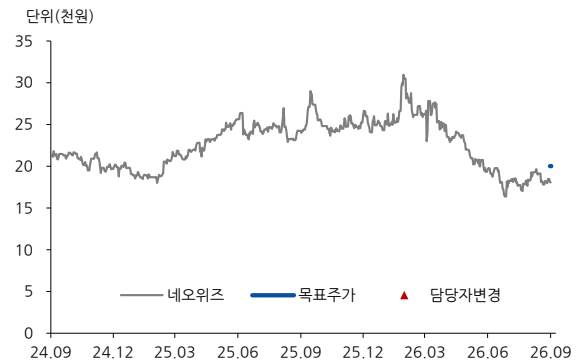
▶ 최근 2년간 더블유게임즈 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
신규 커버리지 개시				
2026.09.02	M.PERFORM	20,000		

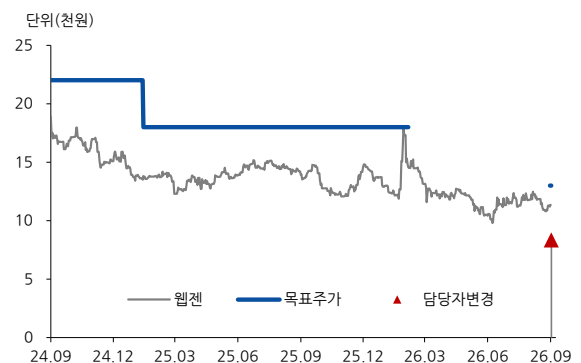
▶ 최근 2년간 네오위즈 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.08.09	BUY	22,000	-26.50	-11.50
2025.01.14	BUY	18,000	-23.61	-15.78
2025.07.14	AFTER 6M	18,000	-23.80	-0.06
2026.02.06	종목편출	종목편출		
2026.09.02	담당자변경	담당자변경		
2026.09.02	M.PERFORM	13,000		

▶ 최근 2년간 웹젠 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성과 관련하여 당사의 애널리스트 최승호는 크래프톤의 탐방행사에 크래프톤의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최승호의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	189건	95.5%
보유	9건	4.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.