한화투자증권

리서치센터 기업분석팀

2026 산업전망

2025년 11월 12일

인터넷/게임 (Positive)

실체화의 시간

분석종목

NAVER
카카오
삼성에스디에스
더존비즈온
크래프톤
엔씨소프트
넷마블
더블유게임즈

인터넷/게임/미디어 김소혜
sohye.kim@hanwha.com
3772-7404

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

목 차

03 Summary

05 I. 2025년: 기대감만으로 움직였던 주가

09 II. 2026년: 실체화의 시간: 결제, 클라우드, 에이전트

25 III. 투자전략 및 Valuation

29 IV. 기업 분석

NAVER, 카카오, 삼성에스디에스, 더존비즈온
크래프톤, 엔씨소프트, 넷마블, 더블유게임즈

Summary

❖ 2025년: 기대감만으로 움직였던 주가

- 연초 이후 인터넷/SW 기업들의 주가 흐름은 대체로 유사. 개별 기업의 실적 및 이슈보다는 1) 신정부 AI 관련 정책 기대감, 2) 스테이블코인 포함 신규 사업 진출에 대한 기대감이 이끌었다고 판단. 눌려있던 멀티플은 기대감만으로만 일부 상승 중
- 게임 기업들의 주가 수가수익률은 대체로 밋밋한 수준. 주가 하락세가 수년 째 지속되고 있었음에도 유의미한 반등 움직임도 없었던 상황. 업종 전반적인 모멘텀도 부재하기에 개별 기업의 단기 이슈에 따라 변동성을 나타낸 패턴 반복

❖ 2026년: 실체화의 시간: 결제, 클라우드, 에이전트

- 인터넷 다음 시대를 준비하는 경쟁의 핵심은 사용자 인터페이스단의 앱이 아니라 AI가 거래를 수행하는데 필요한 결제 인프라, 클라우드 인프라, 에이전트가 될 것으로 전망. 과거 인터넷 시대의 앱스토어나 OS 처럼 한번 표준으로 자리 잡으면 막대한 영향력 행사 가능
- 국내 로컬 기업의 한계는 명확하지만 상방으로의 사업 전개 가능성은 아무도 예상하지 못하는 상황. 수년 간 갈피를 못 잡았던 국내 인터넷 기업들의 방향성은 제시됐으며, 26년은 그 결실이 확인되는 구간

❖ 확실한 AI 밸류체인 중 가장 소외되어 있는 섹터

- 섹터 비중 확대 의견 유지. 다만 인터넷/SW > 게임 업종 선호. 인터넷/SW 업종은 눌려있던 밸류에이션이 신규 사업 가시화와 확장 가능성이 확인되며 리레이팅 될 전망
- 최선호주 카카오, NAVER, 삼성에스디에스 유지. 인터넷 대형주 모두 최선호주를 제시한다는 것은 그만큼 업종 전반적으로 눌려있는 주가의 상승 가능성을 높게 본다는 판단
- 게임 업종 대부분 업체는 단기 모멘텀을 활용하는 트레이딩 전략 제시. 시장 전체 성장 및 신사업 확장을 내년에도 기대하기 어렵기에 중장기 성장성에 배팅할 만한 기업은 현재 없다고 판단. 특히 다음주 아이온2 출시 이후 연말까지 주요 기업들의 대작 라인업은 없는 상황으로 투자 매력도는 약화되는 국면

Summary

커비리지 종목 투자의견과 목표주가

기업명	투자의견	시가총액 (십억원)	목표주가 (원)	목표주가 변경	현재주가 (원)	상승여력 (%)	26E 매출액 성장률(%)	26E 영업이익 성장률(%)	26E P/E
NAVER	Buy(유지)	41,252	340,000	유지	263,000	29.3	10.7	10.5	19
카카오	Buy(유지)	28,353	85,000	유지	64,100	32.6	9.7	19.2	39.5
삼성에스디에스	Buy(유지)	13,410	210,000	유지	173,000	21.2	5.5	8.1	13.8
더존비즈온	Buy(유지)	2,586	100,000	상향	85,100	17.5	9.8	14.3	31
크래프톤	Buy(유지)	12,512	380,000	하향	264,000	43.9	14.3	18.3	11.5
엔씨소프트	Buy(유지)	4,944	280,000	유지	229,500	22.0	19.1	287.4	17.4
넷마블	Hold(유지)	4,745	60,000	하향	55,200	8.7	6.0	18.7	14.7
더블유게임즈	Buy(유지)	1,105	72,000	유지	51,400	40.1	7.3	13.2	5.6

주: 11월 11일 종가 기준

I

2025년

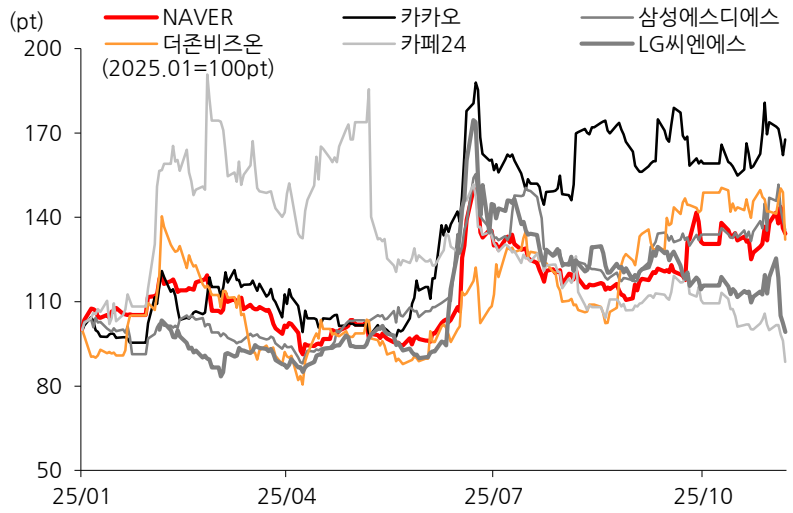
기대감만으로 움직였던 주가

2025년 리뷰 기대감으로만 움직였던 주가

[한화리서치센터]

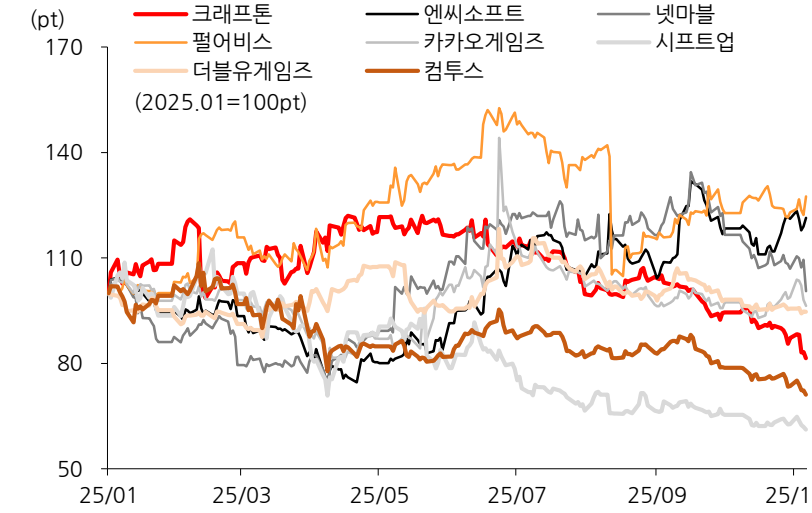
- 연초 이후 인터넷/SW 기업들의 주가 흐름은 대체로 유사. 개별 기업의 실적 및 이슈보다는 1) 신정부 AI 관련 정책 기대감, 2) 스테이블코인 포함 신규 사업 진출에 대한 기대감이 이끌었다고 판단. 눌려있던 멀티플은 기대감만으로만 일부 상승 중
- 게임 기업들의 주가 수가수익률은 대체로 밋밋한 수준. 주가 하락세가 수년 째 지속되고 있었음에도 유의미한 반등 움직임도 없었던 상황. 업종 전반적인 모멘텀도 부재하기에 개별 기업의 단기 이슈에 따라 변동성을 나타낸 패턴 반복
- 붉은사막, 아이온2, 뱀피르 등 주요 신작 출시 모멘텀 및 흥행 성과가 반영되면서 펄어비스, 엔씨소프트, 넷마블 주가만 긍정적 흐름. 이외 대부분 기업들의 주가 흐름은 크게 부진. 게다가 붉은사막 및 아이온2 역시 아직 출시 일정 및 기타 구체적인 정보 공개에 따라 기대감으로만 움직여왔음. 아직 성과 및 실적 확인은 지켜봐야 하는 상황

인터넷 기업 YTD 주가 수익률 추이: 카카오 > 더존비즈온 > NAVER



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

게임 기업 YTD 주가 수익률 추이: 펄어비스 > 엔씨소프트 > 넷마블

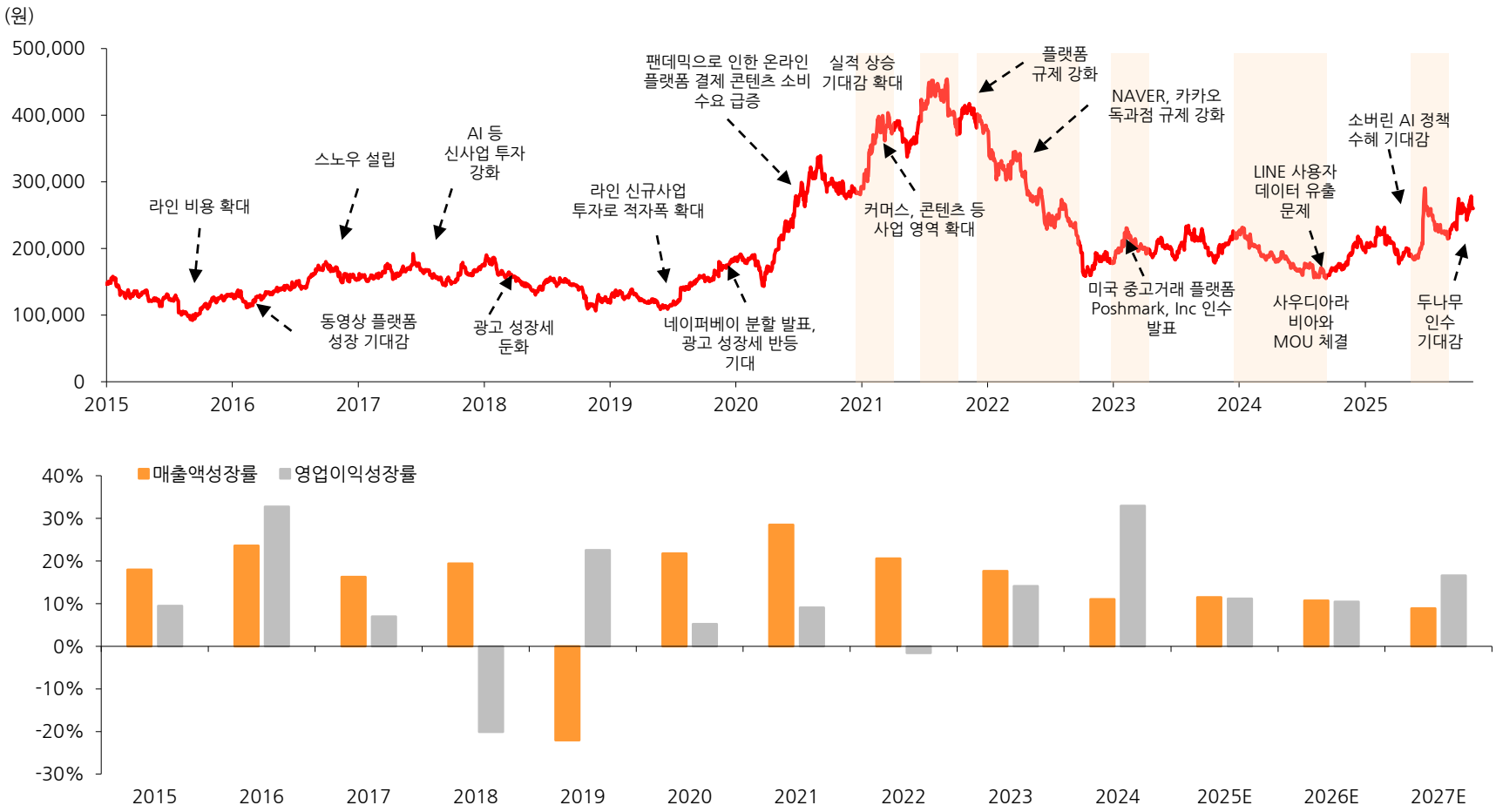


자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

NAVER 주가 History 신사업 확장 및 가시화에 탄력 상승

[한화리서치센터]

NAVER 주가 이벤트 History

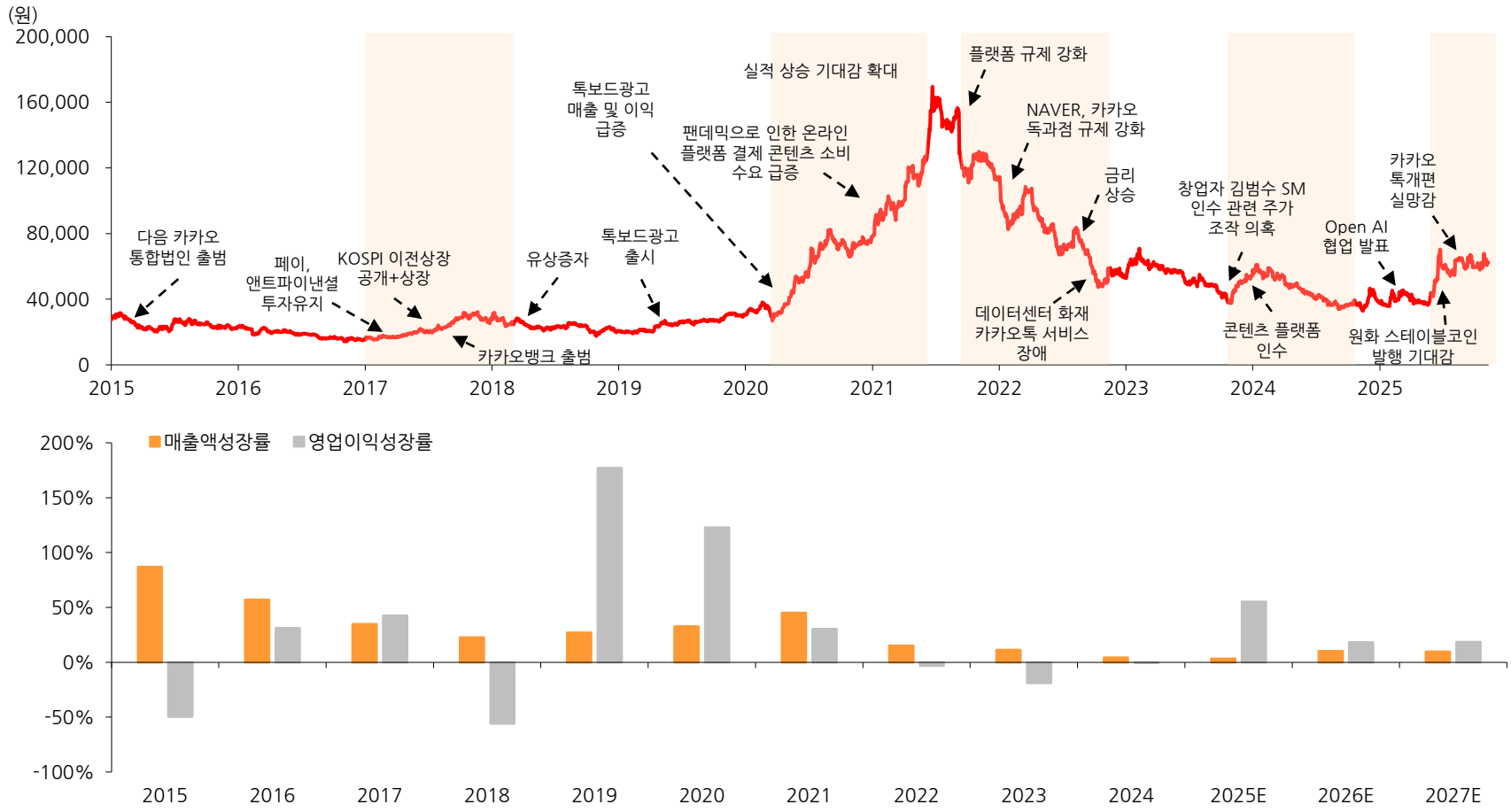


자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

카카오 주가 History 이익 성장세 확인될 때 랠리

[한화리서치센터]

카카오 주가 이벤트 History



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

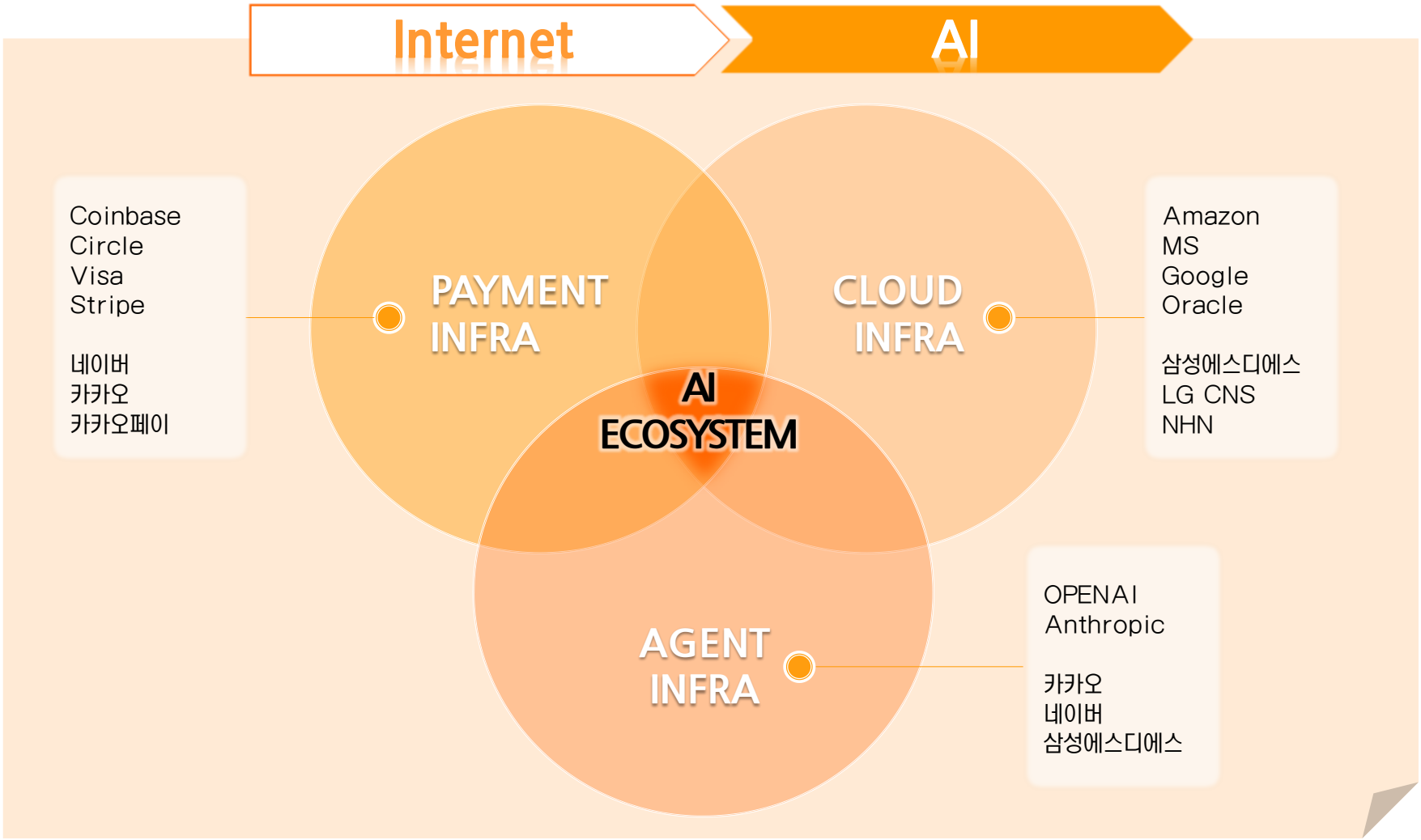
II

2026년

실체화의 시간:
결제, 클라우드, 에이전트

실체화를 위한 준비

[한화리서치센터]



자료: 한화투자증권 리서치센터

①결제 인프라 빅테크는 금융 인프라 확보에 사활 중

[한화리서치센터]

- 글로벌 빅테크 기업들은 디지털 기술, AI 및 블록체인을 활용하여 기존 시스템의 비효율성을 개선하기 위해 새로운 결제 인프라를 구축 중. 1) 신규 디지털 자산은 국경 간 결제 및 실시간 거래를 가능케해, 운영 비용 절감 및 수익성 향상에 도움, 2) 기보유한 사용자 데이터, 기술력, 자본을 바탕으로 기존 금융사와의 협력 또는 경쟁으로 새로운 생태계 구축을 노림
- 최근 구글과 코인베이스의 AP2 기술 발표가 한 사례. AI와 블록체인 기술을 결합해 스테이블코인을 활용한 자동화된 결제 생태계를 구축하기 위함. 이는 AI 에이전트가 인간의 개입 없이도 경제적 활동을 수행할 수 있는 기반을 마련, 금융과 기술의 융합 가속화
- 스테이블코인 발행 및 디지털금융 플랫폼 사업을 준비하고 있는 국내 기업들은 각자의 강점을 앞세워 신사업 제도화에 따른 시장 진입 준비

빅테크들은 금융 인프라를 강화하며 결제 → 유통 → 배송/풀필먼트로 확장 중

기업	핵심 내용	특징
OpenAI	Instant Checkout: ChatGPT 내 바로 구매 가능 기능. 결제용 표준 Agentic Commerce Protocol(ACP) 발표	우선 미국에서 시작, 판매처로는 Etsy 제휴. 추후 Shopify 연동 예정
Google	Agent Payments Protocol (AP2): AI 에이전트가 이용자 대신 결제할 수 있도록 설계된 오픈 결제 규격. 카드·계좌이체·스테이블코인 등 다양한 결제수단 지원	60여개 결제/금융사·플랫폼 참여 (예: PayPal, American Express 등) AI 에이전트 상거래의 규칙 제정 및 생태계 선점
Apple	Tap to Pay on iPhone 기능을 에스토니아·라트비아 등 5개국으로 확대. 아이폰만으로 카드·지갑 없이 상인이 결제승인 가능	총 43개국 이상으로 확대됨. 중소상인도 별도 단말 없이 아이폰으로 결제수납 가능 HW-SW-서비스로 이어지는 생태계 내 금융 경험 독점
Amazon	Buy with Prime 확대: 아마존 프라임 혜택을 외부 브랜드·상점에까지 확장하여 결제·배송·반품 인프라 제공	브랜드 웹사이트 및 앱에 아마존 결제/배송 연계 기능 제공 → 상점 결제 인프라 및 풀필먼트 통합 전략
Microsoft	Dynamics 365 Commerce 플랫폼에서 신규 결제 수단 지원, 비동기 결제(Pay-by-Link) 등 결제모델 강화	리테일·옴니채널 사업자를 대상으로 한 결제 인프라 기능 강화(예: Adyen 리스크관리 연동)

자료: 각 사, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

국내 3사 전략 비교: 기술과 금융 결합 가속화

구분	네이버	카카오	토스
발행 구조	네이버페이 중심, 두나무와 협업	카카오페이 중심, 카카오뱅크 수탁 및 환매, 카카오톡 지갑 활용	토스 중심, 은행·금융기관 컨소시엄 협업
주요 파트너	업비트(두나무)	카카오페이, 카카오뱅크, 그라운드X	토스뱅크, 토스증권, 토스페이먼츠, 빗썸, 은행
직접중개	증권플러스 비상장 인수로 출시예상	카카오페이증권을 통해 출시예상	토스증권을 통해 출시예상
강점	Npay 사용자와 3,100만 확보	카카오톡 기반 확산력	토스 1,400만 사용자 기반 금융 슈퍼앱 생태계
전략 모델	두나무 협력 통한 연합 모델	그룹사 인프라 활용한 풀스택 모델	빗썸 등 내외부 파트너들과 협력한 금융 인프라

자료: 각 사, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

국내 시장 제도화 급진전 디지털 자산 및 스테이블 코인 법제화

[한화리서치센터]

- ❖ 원화 스테이블코인 제도화 및 결제수단 인정 방향 논의는 급진전 중, 11월 중 정부안 발표 예상
- ❖ 유통처 확대가 관건: 국내에서 스테이블코인 시장이 안정적으로 진입하기 위해서 초기 점유율 확보가 중요. 국내 법제화에서도 이자 지급 금지가 명문화된다면 투자자들이 사용한 유인은 유동성, 투명성, 안정성, 확장성 등이 전부

국내 스테이블코인 관련 주요 법안 발의 현황

법안명	발의자	날짜	내용
가치고정형 디지털자산을 활용한 지급 혁신에 관한 법률안 (특별법)	국민의힘 김은혜	25.07.28	발행업 인가제, 자본금 50억 원 이상, 준비자산 규정 및 상환의무 명시, 이자 지급에 대한 금지 내용 없음
가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안 (특별법)	더불어민주당 안도걸	25.07.28	지급결제 수단에 한정, 자본금 50억 원 이상, 이자 지금 금지 및 위반 시 형사처벌 규정, 준비자산/공시/감사 규정 강화
디지털자산기본법안 (포괄법)	더불어민주당 민병덕	25.06.10	스테이블코인 포함 디지털자산에 대한 인가, 등록, 감독 등 큰 틀 제시
디지털자산 육성 기본법안 (포괄법)	국민의힘 최보윤	25.10.01	정책 총괄/조정 기능을 갖춘 전담 기구 설치 필요. 국제 기준에 부합하는 스테이블코인 체계 도입
디지털자산통합법안 (포괄법)	국민의힘 김재섭	25.09.25	여러 암호화폐 관련 개별 규정을 통합 및 정비하는 내용. 스테이블코인 관련 조항 포함
디지털자산시장의 혁신과 성장에 관한 법률안 (포괄법)	더불어민주당 이강일	25.09.04	암호화폐 관련 시장 인프라 및 이용자 보호 틀 마련. 스테이블코인 관련 조항 포함

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

발의안들의 주요 쟁점 사항

구분	내용
자기자본 요건 수준	안도걸안은 50억 원 이상으로 비교적 높은 요건을 제시, 기본법 틀에서는 10~20억 원 수준→ 중소 사업자의 진입 장벽 여부가 핵심 이슈가 될 전망
이자 지급 금지 여부	안도걸안은 이자 지급을 명시적으로 금지, 모든 명칭(적립금, 할인금 등)도 이자로 간주하는 조항 포함. 김은혜안은 이자 금지 규정이 빠져 있어, 보유자에게 이자 지급 가능성 → 이자 지급 허용 여부가 금융시장·통화정책 영향 측면에서 중요한 변수
준비자산 비율 및 구성 기준	안도걸안은 '발행 잔액 이상'의 준비자산 보유 요구, 그 자산은 현금·요구불예금 및 만기 1년 이내 유동성 높은 자산. 다른 쪽은 '100% 담보 유지' 조항 등이 언급되지만 준비자산 구성 비율, 허용 자산 범위 등은 법안별로 조금씩 다름 → 준비자산 구성 유연성 vs 엄격성 사이의 균형 쟁점
정책기구 / 감독 권한 구조	안도걸안은 기획재정부·한은·금융위가 공동 협의하는 '가치안정형 디지털자산위원회'를 설치하고, 인가·감독·긴급 개입 권한을 부여하려는 조항 포함. 기본법안은 대통령 직속 디지털자산위원회를 두고 정책 조정 기능을 부여하는 구조→ 감독 주체의 독립성·전문성 vs 정부 통제성 균형관건

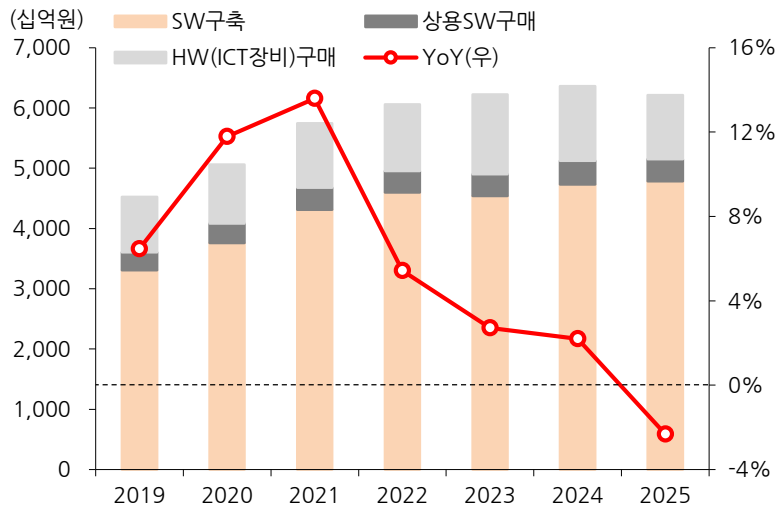
자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

②클라우드 인프라 공급을 넘어서는 수요 강조 중

[한화리서치센터]

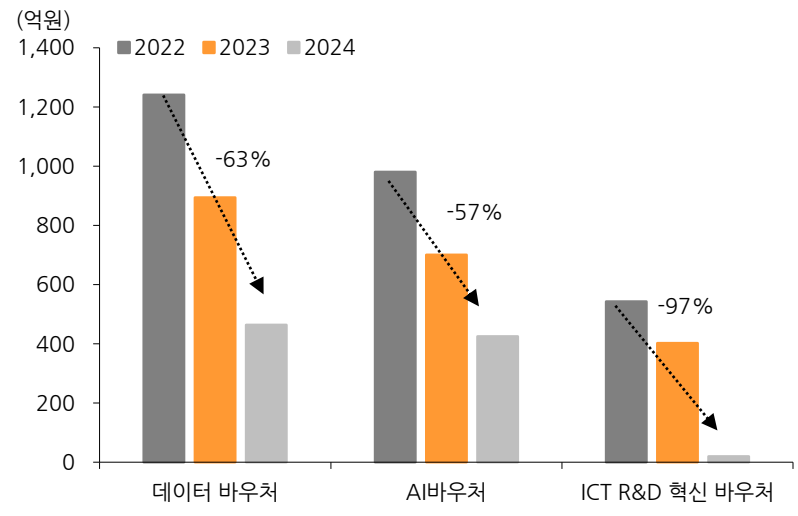
- 공공 SW 사업 예산 확대 기대: 지난 22~25년 공공 SW 사업 예산 증가율은 지속적으로 둔화되어 왔음
- 데이터 및 AI 바우처 관련 지원 사업 예산도 22년을 고점으로 지속 감소되어 온 추세
- 대형 AI 클라우드 계약이 연일 나오고 있다는 것은 여전히 공급을 넘어서는 수요 강조 중. 국내 시장 역시 클라우드 인프라 투자는 확대될 것으로 전망

공공 SW 사업 규모(예산)



자료: NIPA, SPRI, 한화투자증권 리서치센터

계속 줄어들고 있는 바우처 지원 사업



자료: 과학기술정보통신부, 정보통신산업진흥원, 한국어데이터산업진흥원, 정보통신기획평가원, 한화투자증권 리서치센터

CSP 가치 부각 클라우드+AI 가 견인하는 데이터센터 수요

[한화리서치센터]

- 국내 CSP들은 AI 수요 증대 및 기업들의 AX 전환 확대 니즈로 인해 점진적인 가치가 부각될 전망
- 과거 기업들은 자체적으로 운영하는 형태의 온프레미스 데이터센터 위주로 IT 인프라를 구축해 옴. 디지털화 트렌드가 전개되고 데이터센터가 대형화 및 고도화되면서 개별 기업이 데이터센터를 직접 구축하는데 한계 존재. CSP가 제공하는 클라우드 서비스를 사용하는 방식이 비용 효율성과 확장성을 동시에 충족하는 대안으로 부상
- 국내 CSP들은 자사의 특화 영역 부각 중

국내 데이터센터 사업자들

기업명	개수	위치	국내 건설 예정 수	위치	IT Load(MW)	확장(MW)	완공예상
SW							
NAVER	2	춘천, 세종	-	-	세종: 90 춘천: 40	현재 세종 1단계 운영 중(6차까지 단계적 증설 계획), 최대 270	2028~
카카오	1	안산	1	남양주	안산: 40	80	2029
NHN클라우드	3	판교, 광주, 평촌	1	순천	판교: 10.5 평촌: 165 광주: 6	미공개	
더존비즈온	1	춘천	-	-	비공개		
가비아	4	과천, 서초, 가산, 강남		과천	14		
AWS	4	서울	2	인천, 울산	100 내외	인천 100/울산 41→최종 103	2027-2029
통신사							
KT	14	목동, 용산, 강남, 분당, 여의도, 김해, 송정, 대전, 대구, 청주, 천안, 예천 등	2	가산, 부천	128	가산 26, 부천 80	2025-2026
LG U+	13	평촌, 가산, 서울	1	파주	142	50	2027
SK브로드밴드	6	서초, 일산, 분당, 가산	1	울산(AWS 협력)	98	1단계 41→ 최종 103	2027-2029
SI							
LG CNS	9	인천, 상암, 부산, 가산, 하남, 죽전	1	영천	100	130	2027
삼성SDS	5	상암, 춘천, 동탄, 수원, 구미	2	구미, 해남	135	구미 120, 해남 120	2027-2029
롯데이노베이트	4	서울, 대전, 용인	-	-	100	-	
SK C&C	2	판교, 대덕	1	대구	비공개	6-8	2027

자료: 각 사, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터 추정

CSP와 MSP의 매출은 동반 성장 삼성에스디에스

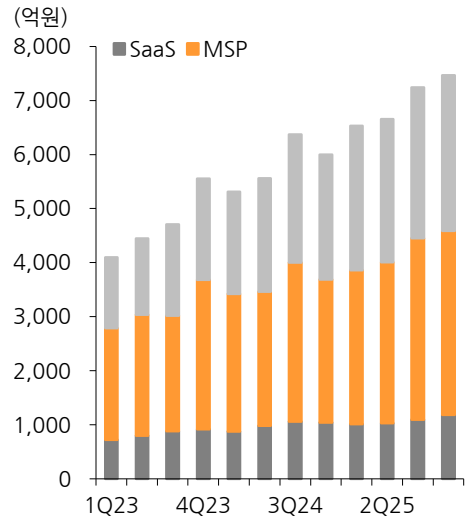
[한화리서치센터]

- 정부 주도 사업은 삼성에스디에스의 CSP 및 MSP 부문 모두에 긍정적 영향 예상. 행안부 지능형 업무관리 시스템 수주 뿐만 아니라 범정부 초거대 AI 공통 기반 사업 관련 예산도 점차적으로 증대될 것으로 예상, CSP 매출 뿐 아니라 SaaS 매출 동시 발생 할 것으로 전망
- CSP: HPC 사용량 증가, 클라우드 네트워크 서비스 확대, 대구센터 공공 클라우드 서비스 본격화로 분기 매출 YoY 25% 성장세 유지
- MSP: 공공 부문의 클라우드 전환 및 AI 플랫폼 구축 사업 수주에 힘입어 분기 매출 YoY 20% 수준 성장세 전망. 플랫폼 개발과 기업용 AI에이전트 확장으로 추가 업사이드 존재
- 지난 10/1, 오픈AI와의 파트너십: 국내 최초 기업 대상 리셀러 역할로 MSP 매출 확대 → AI 데이터센터 인프라 공동 개발 및 운영

오픈AI와 삼성에스디에스의 파트너십

분야	협력 내용
AI 데이터센터 공동 개발 및 운영	- Open AI의 차세대 '스타게이트' AI데이터센터의 설계, 구축, 운영 부문 협력 - 기업들이 OpenAI의 모델을 내부 시스템에 통합하려 할 때 컨설팅, 배포, 관리서비스 제공 가능
국내 최초 기업 대상 AI 서비스 제공 리셀러 파트너십	- 한국 내에서 Open AI 서비스의 공식 리셀러 역할 수행 - 기업이 ChatGPT 엔터프라이즈 등 업무 시스템과 Open AI 모델을 API로 연결해 활용할 수 있도록 컨설팅, 구축, 운영 지원

삼성에스디에스의 CSP 매출액 추이



삼성에스디에스의 최근 수주 현황

수주 사업명	시작 시기	투자규모	주요 내용
경찰청 AI 빅데이터 플랫폼 사업	24년 3분기	약 500억	경찰청 빅데이터 플랫폼 구축 통한 AI 기반 범죄 예방 및 수사 효율화. 실시간 데이터 분석 및 예측 시스템으로 범죄예방 및 대응 강화
행정안전부 지능형 업무 관리 플랫폼 사업	24년 2분기	약 400억	공공기관 업무 최적화 위한 지능형 업무 관리 시스템 구축. 클라우드 기반 시스템 도입으로 업무 효율성 증대 및 공공 서비스 개선
범정부 초거대 AI 공통 기반 사업	24년 1분기	약 1000억	범정부 차원의 AI 플랫폼 구축. 공공기관 간 데이터 공유 및 AI 기반 서비스 확대를 위한 인프라 구축
대구 센터 공공 클라우드 서비스	23년 6월	약 300억	대구 센터의 보안 3등급 인증을 바탕으로 공공 클라우드 서비스 본격화. 민간 및 공공 부문 클라우드 서비스의 활용 범위 확대
정부의 AI 및 클라우드 네이티브 전환 지원 사업	24년 2분기	약 600억	정부 주도의 클라우드 네이티브 전환 및 생성형 AI 도입 사업에 참여. 공공 부문 디지털 혁신을 위한 AI 플랫폼 구축 및 운영

자료: 삼성에스디에스, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

국가 AI컴퓨팅센터 국내 투자 점진적 확대 예상

[한화리서치센터]

- 과기부 주관, 국가AI컴퓨팅센터 구축사업 공모에 삼성에스디에스 컨소시엄이 단독 입찰. 1~2달 뒤 최종 선정 결과 발표 예정. 설립 부지는 전남 해남을 제시, 컨소시엄에는 KT와 네이버클라우드, 카카오 등 참여
- 총 사업비 2조5000억원 규모로 추진된다고 공개되었지만, 실제 규모는 이상일 것으로 추정. 삼성에스디에스는 설계, 구축, 용역 서비스 관련 매출 인식 가능

국가 AI컴퓨팅센터 구축사업	
최종입찰	삼성에스디에스 단독입찰
주관기관	과학기술정보통신부
입지	전라남도 해남 솔라시도 데이터센터파크
컨소시엄	네이버클라우드, 카카오, KT 등
투자비용	약 2조
사업구조	정부-민간 합작 특수목적법인(SPC) 설립, 실시협약 체결, 정책금융·세액공제·전력계통 신속·인허가 등 지원책 부여 방식
사업내용	28년까지 GPU 1만 5천장, 30년까지 5만장 규모 AI 연산 인프라 단계적 구축
비용조달	민간 주도 SPC 설립을 통해 조달, 민간투자 유인을 위한 정책금융 지원, 세액공제, 전력계통간소화, 인허가 신속절차 등 제공 예정
사업계획	26년 착공, 28년 1단계 가동 예정
의의	비수도권 초대형 데이터센터 구축, 민간주도형 전환 가속화

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

SK텔레콤-AWS 울산 AI 데이터센터 프로젝트	
입지	울산광역시 미포국가산업단지
규모	1단계 약 40MW 규모 가동(2027년 목표) -> 최종 약 103MW
	GPU 6만장 규모, 향후 1GW급까지 확대 계획
투자비용	약 7조원
참여	SK그룹 + AWS 협업
	- SK텔레콤, SK브로드밴드: 데이터센터 구축 및 운영 - SK하이닉스: HBM, SK가스, 전력과 냉각열
	- AWS는 데이터센터 글로벌 핵심 고객으로 참여해 국내 기술과 글로벌 투자가 결합된 인파라 공급자 SK 수요자 AWS 모델 구현
의의	- 울산은 SK그룹의 에너지/화학 계열사 부지 및 인프라, 가스/전력 공급망 등에서 유리한 입지 - 비수도권 초대형 데이터 센터 구축

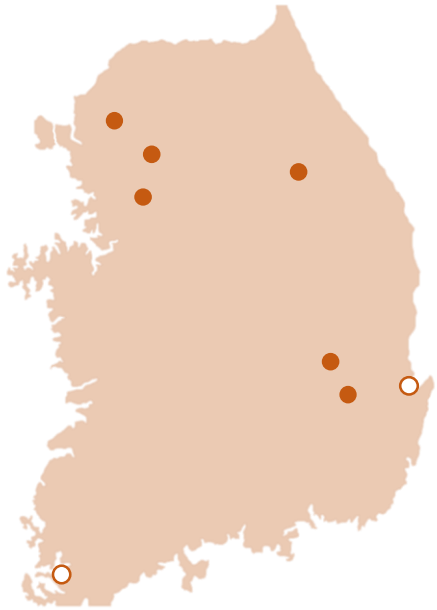
자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

삼성SDS 데이터센터 순차적 투자 계획 발표 기대

[한화리서치센터]

- 삼성에스디에스의 데이터센터 투자 계획은 보다 구체화될 것으로 전망
- 신규 센터들의 오픈은 28년부터로 예상되지만, 그 전까지는 동탄 서관 매출이 충분히 커버될 것으로 예상. 게다가 기존 코로케이션 서비스의 클라우드 전환 매출도 일부 기여 전망

삼성에스디에스의 데이터센터



수원 DC(07~)	
구미 DC(96~)	
상암 DC(15~)	
춘천 DC(19~)	
동탄 DC(23~)	26년 1분기 서관 오픈 예정. 동관이 약 1년 만에 풀로 가동된 사례를 고려, 서관 매출 기여도 단기 기대해볼 수 있음. 동관 관련 매출은 약 2000억 원 수준으로 추정. 서관은 이 이상 가능
대구 PPP(24~)	임차 사용 중
국가 AI 컴퓨팅센터	연내 기술 검증 단계 이후 SPC 설립 예정. 정부차원의 전력 공급 이슈 문제 없을 것으로 추정 최초 40MW로 시작, 이후 중장기 플랜으로 총 120MW 예상
Open AI 협력DC	포항으로 거론되는 데이터센터. 추후 구체화 가능
New Center	구미로 거론되는 신규 데이터센터. 28년 하반기 오픈 예정. 약 110MW 예상되며 조만간 구체적인 계획 발표 예상

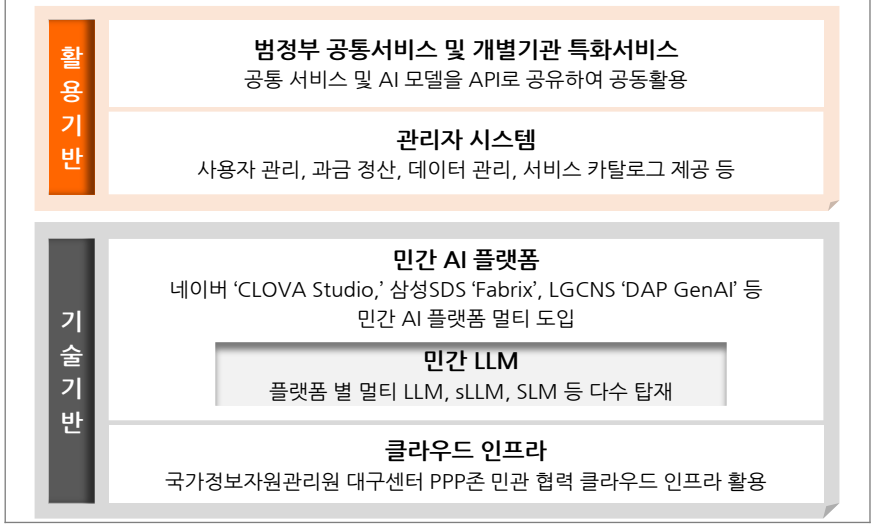
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

공공부문 AI AX 핵심은 로컬 LLM과 플랫폼을 쓸 수 밖에 없다

[한화리서치센터]

- 중장기적으로 행정안전부 주관 범정부 초거대 AI 플랫폼 개발이 완료될 것. 정부는 민간의 AI 기술력과 공공기관의 AI 수요를 연결해 AI 활용도를 높여 AI 대중화를 앞당기는 것이 목표. 향후 2027년까지 전 부처와 공공기관으로 확대되어 해당 예산 규모는 커질 수 밖에 없음
- 정부는 국내형 에이전트 생태계 육성과 함께 개인정보·저작권·AI표시 의무 정합성 확보 과제. 글로벌 모델과 로컬 플랫폼의 하이브리드 채택 전략을 예상. LLM모델들은 이제 성능이 어느정도 수렴되고 있음. 향후에는 누가 더 강력한 모델을 보유하고 있느냐 보다는 누가 더 많은 사람과 함께 쓸 수 있느냐가 우위가 될 것

범정부 초거대 AI 공통기반 목표 시스템



자료: 행정안정부, NIPA, 한화투자증권 리서치센터

행정안전부, 네이버 카카오 국민비서 구축

사업명	AI 국민비서 구축사업
주관기관	행정안정부
협력기업	네이버, 카카오 - 네이버: AI파운데이션 모델 하이퍼클로바X를 기반으로 에이전트 구축 - 카카오: 카나나 모델 활용하여 카카오톡 내 별도 앱 설치나 로그인 없이 대화형으로 공공서비스 이용할 수 있도록 설계
사업목표	양 기업의 민간 AI 플랫폼을 활용해 국민이 보다 편리하고 공공서비스를 이용할 수 있는 AI 국민비서 시범 서비스를 연내 출시하는 것이 목표
주요 적용 플랫폼	네이버 웹/앱, 카카오톡
시범 서비스 분야	전자증명서 발급 및 제출, 유휴 공공자원 예약 등 국민 수요가 높은 기능
의의	- 민관 협력을 통한 공공서비스 전달 방식 혁신 - 향후 복지/세무/생활민원 등으로 적용 범위 확대 가능성

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

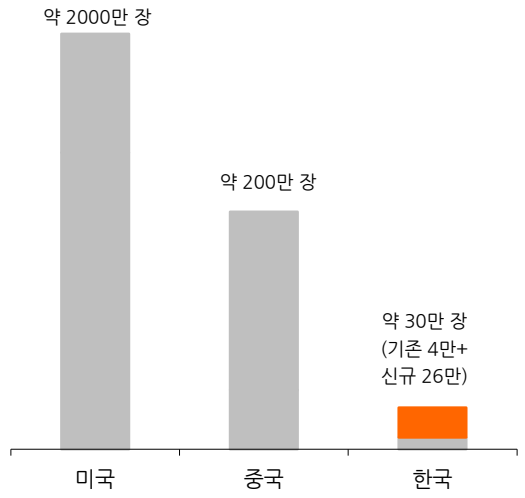
AI 투자 엔비디아 GPU 26만 장 공급의 의미

[한화리서치센터]

- 엔비디아는 총 26만 장의 GPU를 국내 정부를 비롯해 삼성 및 현대차 그룹, SK그룹, 네이버에 공급하기로 결정. 이는 2.5GW 규모 및 약 12~14조 원 규모로 추산되는 양이며, 이를 통해 컴퓨팅파워 GPU 보유량 기준으로는 한국은 미국과 중국에 이어 전세계 3위권 수준에 달함
- 1) 반도체·메모리 산업 강화, 2) 제조업 전반의 Physical AI 전환 가속화, 3) 클라우드 및 AI인프라 생태계 확대, 4) 글로벌 공급망 및 외교·기술 전략 측면에서 긍정적 영향으로 판단. 당일 선언하지는 않았지만 엔비디아는 한국을 아시아 AI GPU 허브로 인식하고 예속 지원할 예정인 것으로 파악
- 다만 데이터센터 공간, 전력, AI인재, 규제 면에서는 해결해야할 요소들이 잔재. 26만 장의 GPU를 가동하기 위한 수백 메가와트의 전력이 보장되어야 하며, GPU를 운영 및 활용할 수 있는 AI인재는 턱없이 부족한 상황. 게다가 국내 데이터 환경은 개인정보보호법, 금융실명제, 의료법 등 각종 규제로 활용이 제한적인 특징이 있어 명확한 규제 가이드라인이 시급하다고 판단

엔비디아 GPU 26만 장 공급 예정

세계적으로 어느 수준인가



각 사 활용 계획

구분	주요 협력 내용	투자 계획
삼성	반도체 생산 공정용 디지털 트윈 기반 'AI팩토리' 구축. 젠슨황, '삼성은 AI슈퍼컴퓨터를 가능케 한 최초의 파트너'	미공개 (HBM 및 파운드리 중심 협력 지속)
SK	디지털 트윈 플랫폼 구축, 제조 AI스타트업에 개방 사업 전반의 AI 생태계 허브 역할	정부 지원 건의 -> 대통령 '적극지원'지시
현대차	피지컬AI 기반 모빌리티 혁신을 위한 공동 AI팩토리 구축. 현대차 공장을 '로보틱 팩토리'로 전환 계획	30억 달러 공동 투자
네이버	소버린AI 경험 기반 클라우드 및 AI인프라 확장, 글로벌 서비스 확대. 한국형 LLM 기반 아시아 및 중동 진출 추진	미공개
정부/공동	슈퍼컴퓨터 6호기 '한강'기반 양자 하이브리드 AI 환경 구축. 한국형 AI생태계 'AI고속도로'핵심 인프라	정부 주도형

자료: 언론보도, 각사, 한화투자증권 리서치센터

③에이전트 카카오-ChatGPT 연동으로 B2C에이전트 상용화 시작

[한화리서치센터]

- 카카오톡-ChatGPT 연동 등으로 B2C 에이전트 상용화 시작, 월 구독요금 29,000원으로 소규모 프리미엄 중심의 니치 수익 모델을 지향한다고 판단. 동사 서비스 구조상 초반 대규모 매출보다는 브랜드 가치 및 AI 실험적 서비스 출시 면에서 큰 의의
- 향후 전환율 개선으로 커머스·광고 재편. 메시징·콘텐츠·커머스·내비게이션 등 카카오 생태계 접점과 연결, B2C 에이전트 허브로 확대 가능
- 실적 기여 변수는 1) OpenAI 라이선스 조건이 매출 연동형인지, API 콜 단가형인지, 2) 무료버전 트래픽의 비용 구조 등으로 볼 수 있음. 초반에는 서비스 체류시간 및 플랫폼 락인 강화 효과가 더 중요하다고 판단

ChatGPT를 품은 카카오톡

자료: 한화투자증권 리서치센터

카카오톡 체류시간

(단위: 억 원)	2025E	2026E	2027E	2028E
카카오 ChatGPT 이용자(만 명)	1000	1000	1300	1690
유료 전환율	1.5%	2.5%	3.0%	3.5%
유료 구독자(만 명)	15.0	25.0	39.0	59.2
월 구독 요금(원)	29,000	29,000	29,000	29,000
전체 서비스 매출	522.0	870.0	1,357.2	2,058.4
OpenAI 수수료(40% 추정)	208.8	348.0	542.9	823.4
기타 비용(20% 추정)	104.4	174.0	271.4	411.7
카카오 ChatGPT 순이익	208.8	348.0	542.9	823.4

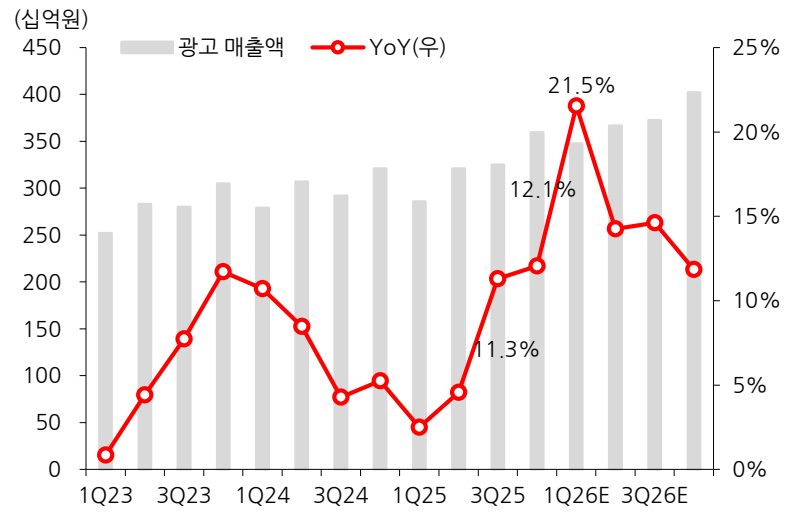
자료: 한화투자증권 리서치센터

카카오 실적 반등 시작 톡비즈 매출 성장 가속화

[한화리서치센터]

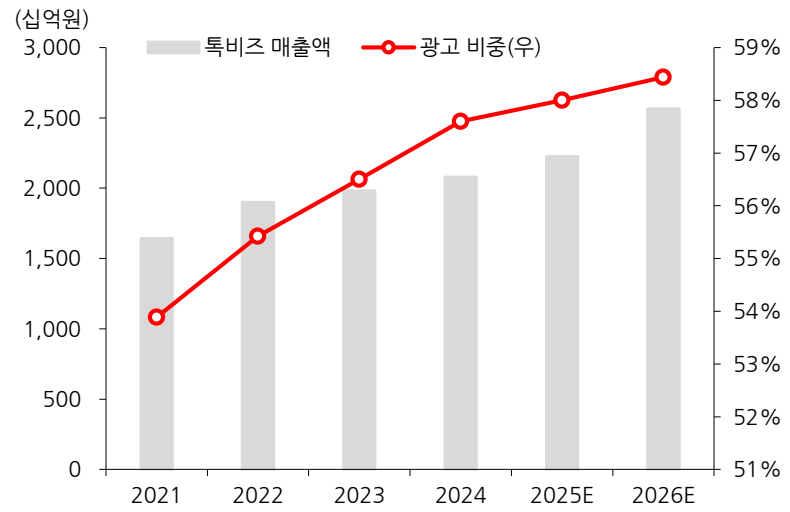
- 카카오 광고 3Q25 매출액 성장률은 YoY 11.3%로 크게 반등. 이는 톡개편 및 AI 서비스 도입 효과가 반영되지도 않은 상황에서 체질 개선 중. 특히 역성장을 지속하던 DA는 순성장으로 전환된 것도 고무적
- 본격적인 매출 상승세가 동반될 4분기와 내년 실적의 이익 레버리지 기대. 톡비즈 수익성은 약 30% 수준으로 추정되기에 관련 매출 성장세가 조금만 확인되어도 증익폭은 더 클 것으로 예상

카카오 광고 매출액 추이 및 전망



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

톡비즈 매출액 및 광고 비중 추이



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

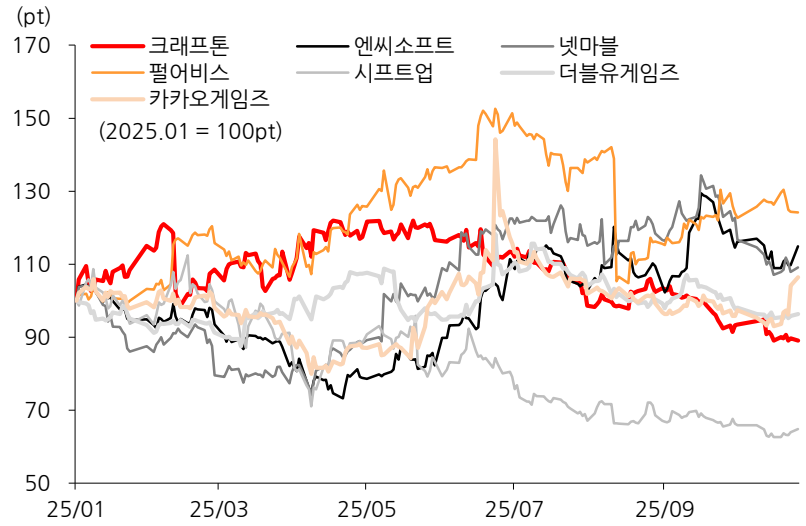
게임 지수 상승 랠리에서 가장 소외 중

[한화리서치센터]

❖ 연초 이후 게임 기업들의 주가 수가수익률은 일부 기업 제외하고 밋밋한 수준. 주가 하락세가 수년 째 지속되고 있었음에도 유의미한 반등 움직임도 없었던 상황. 당사 커버리지 6개 기업(크래프톤 제외) 합산 영업이익은 2020년 1.5조 원에서 2025년 7,915억 원으로 하락

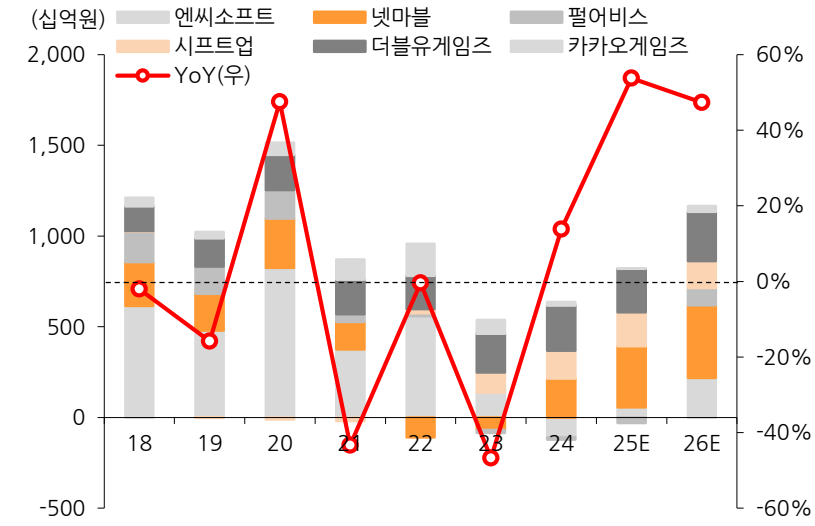
❖ 1) 여전히 모바일 시장에 한정되어 업황 개선이 뚜렷하지 않고, 2) 경쟁 심화에 따라 투자 비용 회수세가 줄어들며 수익성도 악화, 3) 타 산업 대비 26년 및 27년 실적 성장 가시성도 크지 않다는 점에 기인

주요 게임 기업 YTD 주가 수익률 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

디레이팅이 n년 째 지속되고 있는 실적



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터 추정

게임 글로벌, 콘솔/PC, 장르 다변화 시도 시작

[한화리서치센터]

주요 기업들의 신작 라인업

	4Q25		2026~					
크래프톤	마이리틀퍼피 싱글 어드벤처 PC	딩컴 개척 생활 시뮬 콘솔	펍지: 블라인드스팟 5:5 PVP 슈터 PC	서브노티카2 수중 어드벤쳐 PC,콘솔	팰월드 모바일 서바이벌 모바일	딩컴 투게더 개척 생활 시뮬 멀티플랫폼	Project 블랫버짓 익스트랙션 슈팅 PC, 콘솔	Project Windless 오픈월드 ARPG PC, 콘솔
엔씨 소프트	아이온2 MMORPG 모바일	기존 IP 기반 스핀오프 미공개	브레이커스 서브컬쳐 PC, 모바일	타임 테이커즈 슈팅게임 PC, 콘솔	신더시티 3인칭 슈팅 PC, 콘솔	기존 IP 기반 스핀오프 3종		
넷마블	스톤에이지: 펫월드 수집형 RPG 모바일	나혼렙: ARISE ARPG PC, 콘솔	일곱개의 대죄: Origin RPG PC,콘솔,모바일	몬길: STAR DIVE ARPG PC, 모바일	SOL: enchant MMORPG PC, 모바일	프로젝트 이블베인 3인칭 협동 ARPG PC, 콘솔	나혼렙: KARMA ARPG PC, 모바일	프로젝트 SOL MMORPG PC, 모바일
카카오 게임즈	SM 게임 스테이션 (가제) 캐주얼 모바일	던전어라이즈 전략어드벤처 PC, 모바일	Project Q MMORPG PC, 모바일	Project C 서브컬쳐 PC, 모바일	Project OQ MMORPG PC, 모바일	갓 세이브 버밍엄 좀비 생존 시뮬 PC,콘솔	아키에이지 크로니클 ARPG PC,콘솔	크로노오디세이 ARPG PC, 콘솔	Project S 루트슈터 PC,콘솔	검술명가 막내아들 IP 헌팅 ARPG PC,콘솔
펄어비스					붉은사막 오픈월드액션 PC, 콘솔			도깨비 수집형 오픈월드액션	플랜8 MMO 슈팅 게임	이브 프론티어 블록체인 기반 게임
컴투스			프로젝트 M MMORPG PC, 모바일	프로젝트 ES MORPG PC, 모바일	프로젝트 MAIDEN 육성 시뮬 PC, 모바일	도원암귀 IP RPG PC, 모바일	데스티니 차일드 IP 키우기 RPG 모바일	전지적 독자시점 IP RPG PC, 모바일		
더블유 게임즈				Color Slide Jam 캐주얼 게임 모바일	Jewelry Jam 캐주얼 게임 모바일	Hexa Hive Adventure 캐주얼 게임 모바일				

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

III

투자전략 및 Valuation

투자전략 및 Valuation

[한화리서치센터]

- 섹터 비중 확대 의견 유지. 다만 인터넷 > 게임 업종 선호. 인터넷/SW 섹터는 눌려있던 밸류에이션이 신규 사업 가시화와 확장 가능성이 확인되며 리레이팅 될 전망. 최선호주 카카오, NAVER, 삼성에스디에스 유지. 인터넷 대형주 모두 최선호주를 제시한다는 것은 그만큼 업종 전반적으로 눌려있는 주가의 상승 가능성을 높게 본다는 판단
- 게임 업종 대부분 업체는 단기 모멘텀을 활용하는 활용하는 트레이딩 전략 제시. 시장 전체 성장 및 신사업 확장을 기대하기 어렵기에 중장기 성장성에 배팅할 만한 기업은 현재 없다고 판단. 특히 다음주 아이온2 출시 이후 연말까지 주요 기업들의 대작 라인업은 없는 상황으로 투자 매력도는 약화되는 국면
- 연초 이후 주가가 올라있는 넷마블과 엔씨소프트의 26E 컨센서스에는 예정된 신작 라인업들의 추정치가 중박 이상 수준의 성과로 반영되어 있으므로, 향후 실제 흥행 여부에 따라 주가 변동 가능성은 큼

커버리지 종목 투자의견과 목표주가

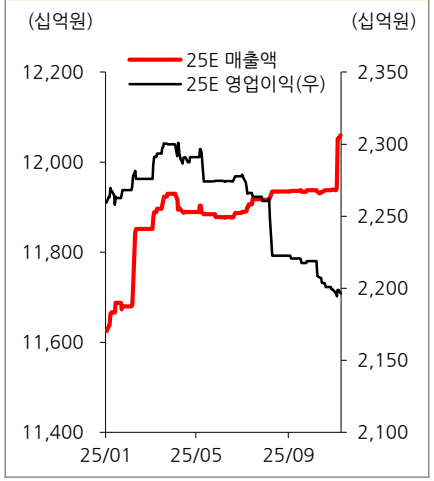
기업명	투자의견	시가총액 (십억원)	목표주가 (원)	목표주가 변경	현재주가 (원)	상승여력 (%)	26E 매출액 성장률(%)	26E 영업이익 성장률(%)	26E P/E
NAVER	Buy(유지)	41,252	340,000	유지	263,000	29.3	10.7	10.5	19
카카오	Buy(유지)	28,353	85,000	유지	64,100	32.6	9.7	19.2	39.5
삼성에스디에스	Buy(유지)	13,410	210,000	유지	173,000	21.2	5.5	8.1	13.8
더존비즈온	Buy(유지)	2,586	100,000	상향	85,100	17.5	9.8	14.3	31
크래프톤	Buy(유지)	12,512	380,000	하향	264,000	43.9	14.3	18.3	11.5
엔씨소프트	Buy(유지)	4,944	280,000	유지	229,500	22	19.1	287.4	17.4
넷마블	Hold(유지)	4,745	60,000	하향	55,200	8.7	6.0	18.7	14.7
더블유게임즈	Buy(유지)	1,105	72,000	유지	51,400	40.1	7.3	13.2	5.6

주: 11월 11일 종가 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

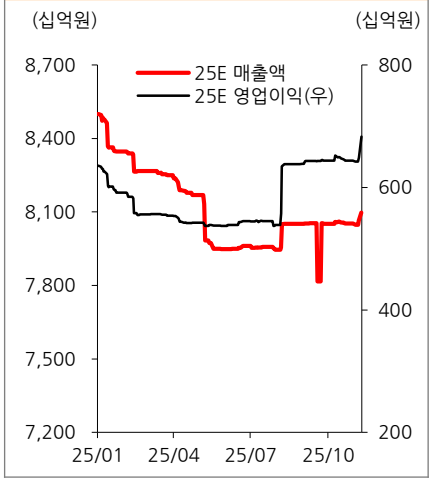
25년 컨센서스 추이

[한화리서치센터]

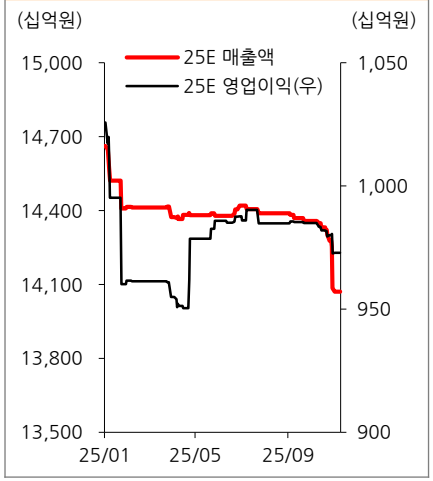
NAVER



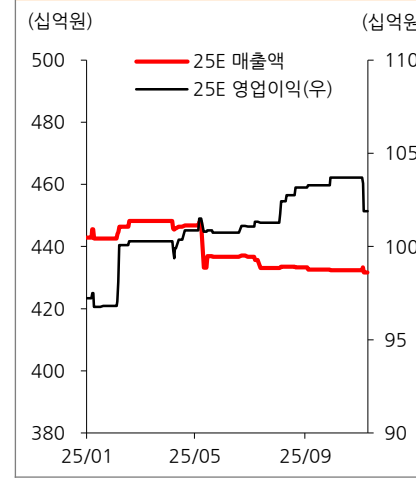
카카오



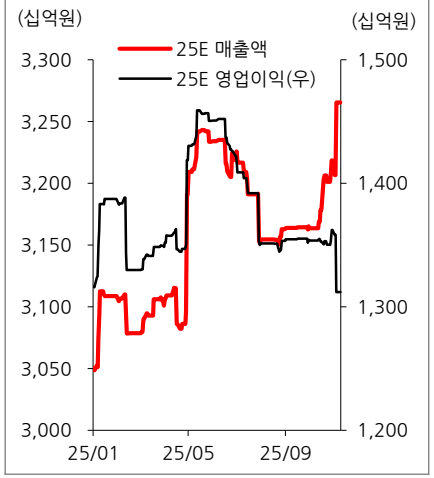
삼성에스디에스



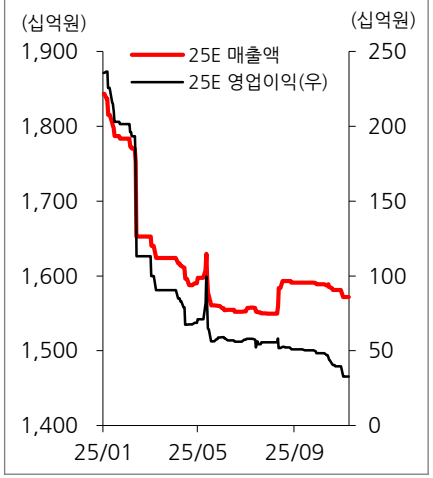
더존비즈온



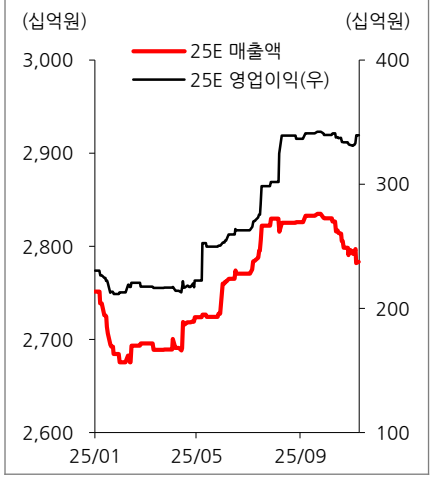
크래프톤



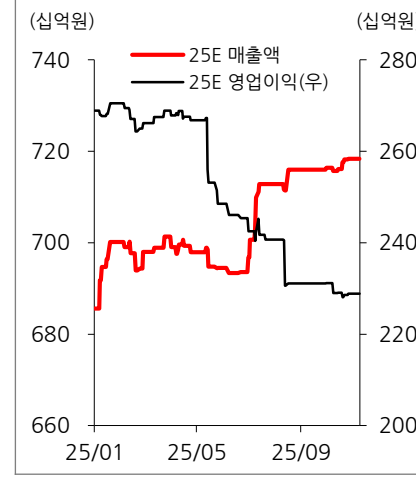
엔씨소프트



넷마블



더블유게임즈

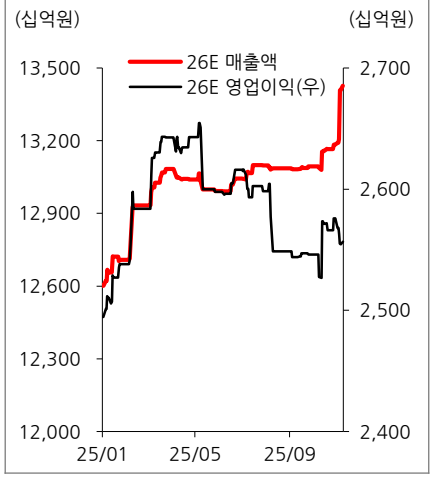


자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터 추정

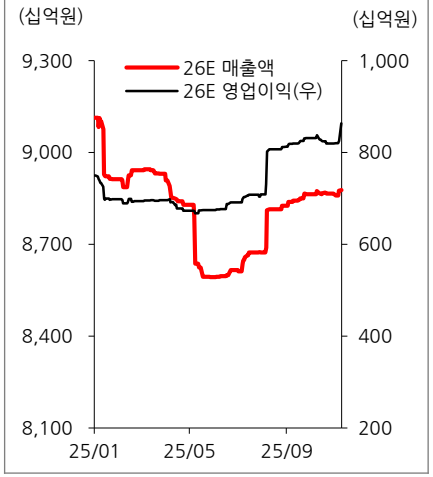
26년 컨센서스 추이

[한화리서치센터]

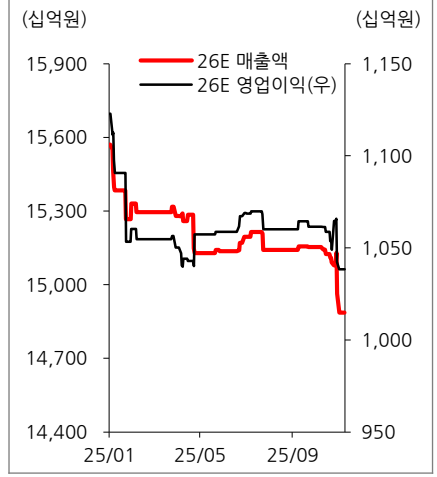
NAVER



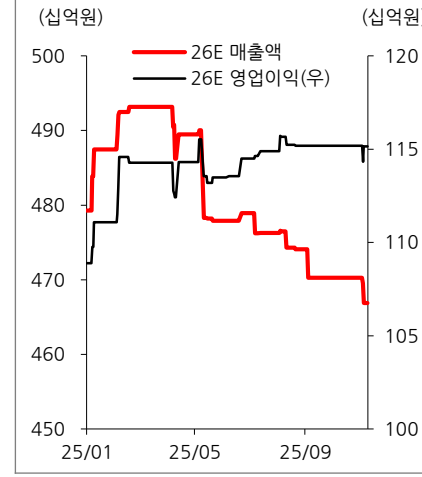
카카오



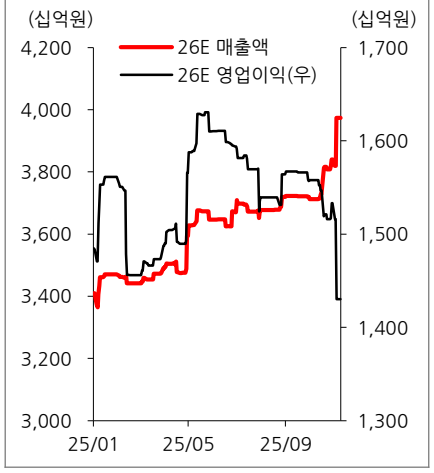
삼성에스디에스



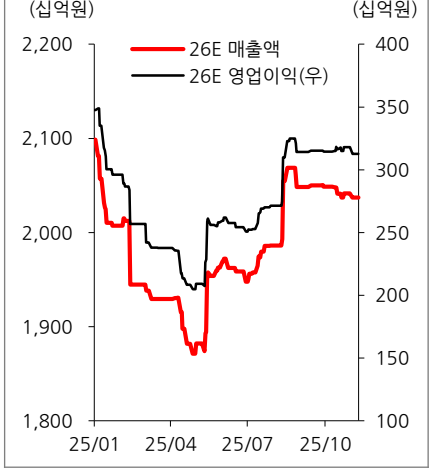
더존비즈온



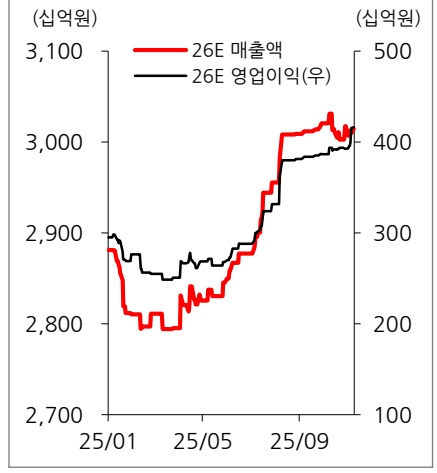
크래프톤



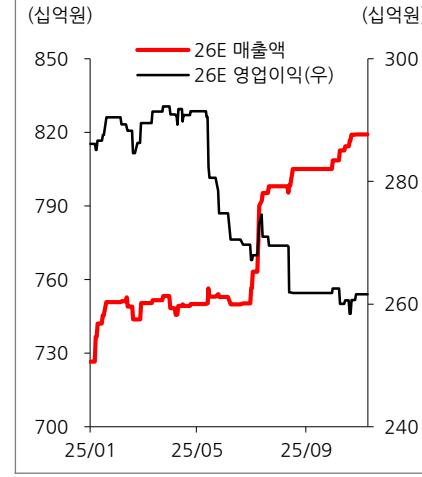
엔씨소프트



넷마블



더블유게임즈



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터 추정

IV

기업분석

NAVER | 카카오 | 삼성에스디에스 | 더존비즈온
크래프톤 | 엔씨소프트 | 넷마블 | 더블유게임즈

NAVER (035420) 애매했던 투자포인트가 명확해질 시점

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 340,000원

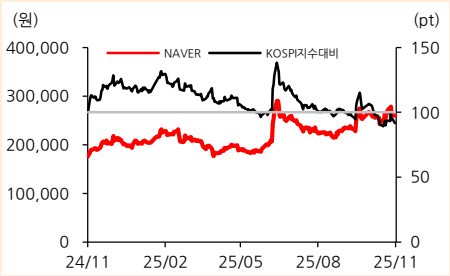
Stock Data

현재 주가(11/11)	263,000원
상승여력	▲ 29.3%
시가총액	412,522억원
발행주식수	156,853천주
52주 최고가 / 최저가	290,500 / 174,600원
90일 일평균 거래대금	3,911.01억원
외국인 지분율	39.5%

주주 구성

국민연금공단 (외 1인)	9.3%
BlackRockFundAdvisors (외 14인)	6.1%
자사주 (외 1인)	4.8%

Stock Price



본격화될 AI 버티컬 에이전트

- AI브리핑 적용 쿼리는 점진적으로 확대 중, AI탭 신설 후 검색 서비스 제공되며 쇼핑, 플레이스, 금융 등 버티컬 에이전트 도입으로 중장기 로드맵 구체화 될 것
- 서치플랫폼은 매출은 AI브리핑 및 ADVoost 적용 효과로 ROAS 개선 중. 피드 지면 및 확장 검색 영역 확대되고 있음. 특히 커머스 광고의 고성장세도 지속될 것으로 전망
- 컬리 제휴 이후 트래픽 반등 및 멤버십 구독자 성장세 지속 추정

투자의견 BUY와 목표주가 34만 원 유지

- 2026년 매출액 13.6조 원(YoY 11.9%), 영업이익 2.44조 원(YoY 10.9%) 성장 전망
- 연내 스테이블 코인 관련 규제 법안이 마련되고, 디지털 자산 및 스테이블코인 사업 확장 시 실적 상향 및 밸류에이션 리레이팅 동시 기대. 1차적으로는 재무적 효과가 즉각 기대, 이후 시너지에 따라 신성장 동력 장착 될 것
- 수년간 동사의 투자 포인트는 광고인지, 커머스인지, AI인지 애매했던 상황, 신사업 구체화 시 명확해진 투자포인트 생길 것

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	11,974	13,261	14,440
영업이익	1,489	1,979	2,200	2,430	2,833
EBITDA	2,071	3,211	3,044	3,346	3,826
지배주주순이익	1,012	1,923	1,840	1,945	2,335
EPS	6,824	13,322	12,742	13,472	16,176
순차입금	480	-2,744	-2,820	-4,493	-6,519
PER	32.8	14.9	20.6	19.5	16.3
PBR	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.8	9.0	12.6	11.0	9.1
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	4.4	7.9	7.0	7.0	7.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

NAVER (035420) 애매했던 투자포인트가 명확해질 시점

NAVER 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,787	2,915	3,138	3,309	3,159	3,310	3,492	3,634	9,671	10,738	12,149	13,594
YoY(%)	10.3	11.7	15.6	14.7	13.3	13.6	11.3	9.8	17.6	11.0	13.1	11.9
서치플랫폼	1,013	1,037	1,060	1,131	1,064	1,119	1,150	1,196	3,589	3,946	4,240	4,530
커머스	787.9	861.1	985.5	1,025.6	1,014.4	1,065.8	1,116.7	1,158.2	2,547	2,923	3,660	4,355
핀테크	392.7	411.8	433.1	456.9	447.4	473.8	515.7	524.1	1,355	1,508	1,695	1,961
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	495.9	482.2	502.9	540.3	530.6	1,733	1,796	1,938	2,056
엔터프라이즈	134.3	131.8	150.0	199.8	151.0	148.2	168.8	224.7	447.2	563.8	615.8	692.7
YoY (%) 성장률												
서치플랫폼	11.9	5.9	6.3	6.2	5.0	8.0	8.5	5.8	0.6	9.9	7.4	6.8
커머스	12.0	19.8	35.9	32.3	28.8	23.8	13.3	12.9	41.4	14.8	25.2	19.0
핀테크	11.0	11.7	12.5	14.0	13.9	15.1	19.1	14.7	14.2	11.3	12.3	15.7
콘텐츠	2.9	12.8	10.0	6.1	5.0	6.1	6.1	7.0	37.4	3.7	7.9	6.1
엔터프라이즈	14.7	5.8	3.8	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	11.0	26.1	9.2	12.5
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,708	2,603	2,706	2,861	2,987	8,182	8,758	9,951	11,158
YoY(%)	9.3	12.0	17.2	15.6	14.1	13.1	11.4	10.3	18.3	7.0	13.6	12.1
개발/운영비용	687.7	699.3	749.8	784.8	761.9	786.7	827.0	838.5	2,573	2,664	2,922	3,214
파트너	974.2	1,014.0	1,097.0	1,162.8	1,104.7	1,148.9	1,217.8	1,290.9	3,534	3,790	4,248	4,762
인프라	189.3	197.7	218.6	238.3	240.7	252.7	265.3	281.2	596	705	844	1,040
마케팅	430.2	482.4	502.0	522.2	495.5	518.2	551.1	576.5	1,480	1,599	1,937	2,141
영업이익	505.4	521.6	570.7	600.7	556.0	603.7	630.6	646.5	1,489	1,979	2,198	2,437
YoY(%)	15.0	10.3	8.6	10.8	10.0	15.7	10.5	7.6	14.1	32.9	11.1	10.9
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	18.2	17.6	18.2	18.1	17.8	15.4	18.4	18.1	17.9
당기순이익	423.7	497.4	734.7	410.9	473.0	518.9	532.6	420.4	985	1,926	1,840	1,945
당기순이익률(%)	15.2	17.1	23.4	12.4	15.0	15.7	15.3	11.6	10.2	17.9	15.1	14.3

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

NAVER (035420) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	11,974	13,261	14,440
매출총이익	9,671	10,738	11,974	13,261	14,440
영업이익	1,489	1,979	2,200	2,430	2,833
EBITDA	2,071	3,211	3,044	3,346	3,826
순이자손익	10	89	75	69	200
외화관련손익	62	38	0	0	0
지분법손익	244	565	0	0	0
세전계속사업손익	1,481	2,317	2,520	2,664	3,199
당기순이익	985	1,926	1,840	1,945	2,335
지배주주순이익	1,012	1,923	1,840	1,945	2,335
증가율(%)					
매출액	17.6	11.0	11.5	10.7	8.9
영업이익	14.1	32.9	11.2	10.5	16.6
EBITDA	11.0	55.1	-5.2	9.9	14.4
순이익	46.3	95.6	-4.5	5.7	20.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.4	18.4	18.4	18.3	19.6
EBITDA이익률	21.4	29.9	25.4	25.2	26.5
세전이익률	15.3	21.6	21.0	20.1	22.2
순이익률	10.2	17.9	15.4	14.7	16.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	9,728	11,608	13,817
현금성자산	4,403	7,122	7,198	8,871	10,897
매출채권	1,706	1,588	1,834	2,012	2,165
재고자산	15	22	26	29	31
비유동자산	28,710	28,793	29,067	29,381	29,722
투자자산	22,523	22,226	22,286	22,349	22,413
유형자산	2,742	2,910	3,190	3,507	3,845
무형자산	3,446	3,657	3,591	3,526	3,463
자산총계	35,738	38,168	38,794	40,990	43,539
유동부채	6,306	6,092	5,302	5,643	5,945
매입채무	3,873	3,866	3,030	3,324	3,577
유동성이자부채	1,465	1,105	1,105	1,105	1,105
비유동부채	5,194	5,075	5,144	5,217	5,292
비유동이자부채	3,417	3,273	3,273	3,273	3,273
부채총계	11,500	11,167	10,446	10,860	11,236
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	25,965	27,641	29,423	31,595
자본조정	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273	-2,273
자기주식	-853	-876	-876	-876	-876
자본총계	24,238	27,001	28,348	30,130	32,302

NAVER (035420) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	2,002	2,806	1,357	3,066	3,522
당기순이익	985	1,932	1,840	1,945	2,335
자산상각비	582	1,232	844	916	993
운전자본증감	361	0	-1,067	134	119
매출채권 감소(증가)	43	-3	-246	-178	-153
재고자산 감소(증가)	-2	-13	-5	-3	-2
매입채무 증가(감소)	347	-251	-836	294	252
투자현금흐름	-950	-1,541	-1,237	-1,354	-1,462
유형자산처분(취득)	-633	-584	-1,021	-1,130	-1,231
무형자산 감소(증가)	-51	-24	-37	-37	-37
투자자산 감소(증가)	482	-1,678	-119	-124	-129
재무현금흐름	-110	-646	-163	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-180	-636	0	0	0
자본의 증가(감소)	-109	-10	-163	-163	-163
배당금의 지급	-137	-136	-163	-163	-163
총현금흐름	2,311	2,806	2,424	2,933	3,403
(-)운전자본증가(감소)	-854	-520	1,067	-134	-119
(-)설비투자	641	592	1,021	1,130	1,231
(+)자산매각	-44	-16	-37	-37	-37
Free Cash Flow	2,481	2,718	299	1,899	2,254
(-)기타투자	1,240	-225	60	62	65
잉여현금	1,241	2,943	239	1,836	2,189
NOPLAT	990	1,646	1,606	1,774	2,068
(+) Dep	582	1,232	844	916	993
(-)운전자본투자	-854	-520	1,067	-134	-119
(-)Capex	641	592	1,021	1,130	1,231
OpFCF	1,785	2,806	362	1,693	1,949

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,824	13,322	12,742	13,472	16,176
BPS	142,887	160,694	169,198	180,444	194,154
DPS	910	1,130	1,130	1,130	1,130
CFPS	14,232	17,710	15,299	18,510	21,482
ROA(%)	2.9	5.2	4.8	4.9	5.5
ROE(%)	4.4	7.9	7.0	7.0	7.9
ROIC(%)	35.1	46.8	38.8	36.7	41.7
Multiples(x,%)					
PER	32.8	14.9	20.6	19.5	16.3
PBR	1.6	1.2	1.6	1.5	1.4
PSR	3.8	2.9	3.5	3.1	2.9
PCR	15.7	11.2	17.2	14.2	12.2
EV/EBITDA	17.8	9.0	12.6	11.0	9.1
배당수익률	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
안정성(%)					
부채비율	47.4	41.4	36.8	36.0	34.8
Net debt/Equity	2.0	-10.2	-9.9	-14.9	-20.2
Net debt/EBITDA	23.2	-85.5	-92.6	-134.3	-170.4
유동비율	111.5	153.9	183.5	205.7	232.4
이자보상배율(배)	11.7	18.9	20.1	19.8	n/a
자산구조(%)					
투하자본	11.6	10.7	13.9	13.5	13.1
현금+투자자산	88.4	89.3	86.1	86.5	86.9
자본구조(%)					
차입금	16.8	14.0	13.4	12.7	11.9
자기자본	83.2	86.0	86.6	87.3	88.1

카카오 (035720) AI 기대감 선반영 됐어도, 실체화의 시간

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 85,000원

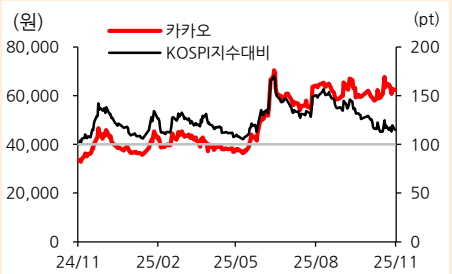
Stock Data

현재 주가(11/11)	64,100원
상승여력	▲ 32.6%
시가총액	283,526억원
발행주식수	442,318천주
52주 최고가 / 최저가	70,400 / 32,800원
90일 일평균 거래대금	2,091.85억원
외국인 지분율	29.7%

주주 구성

김범수 (외 76인)	24.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
MAXIMOPTE (외 1인)	6.3%

Stock Price



우려했던 체류시간 증가세 확인, 톡개편 이후 약 10% 증가

- 톡개편 및 AI서비스 효과가 반영되지 않았음에도 비용 통제 효율화 및 광고 상품 개선으로 인해 체력 레벨은 상승 중
- 카카오톡-ChatGPT 서비스는 소규모 프리미엄 중심의 니치 수익 모델을 지향한다고 판단. 동사 서비스 구조상 초반 대규모 매출보다는 브랜드 가치 및 AI 실험적 서비스 출시 면에서 큰 의의. 일부 가정(유료전환율 2.5%, 기타 비용 및 수수료율 약 60%)을 적용해 26년 ChatGPT 서비스 순이익 350억 원 수준 추정
- 이번 톡개편 이후 일평균 체류시간은 약 10% 증가, 최근 출시한 ChatGPT 서비스의 인당 체류시간도 약 4분까지 증가했다고 밝힘. 동사에 대해 높은 멀티플을 줄 수 없는 이유 중 하나였던 '체류시간 감소' 요인은 해소될 것으로 예상

투자의견 BUY와 목표주가 8만 5천 원 유지

- 2026년 매출액 8.97조 원(YoY 10.3%), 영업이익 8,442억 원(YoY 18.2%) 성장 전망
- 여전히 편안하게 설명되는 밸류에이션은 아니지만, 동사 주가는 밸류에이션 매력으로 움직인 경험은 없음
- 본업 체력도 좋아지는데, 여러 계열사들과의 사업적 시너지도 본격적으로 나타나는 구간

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,557	7,872	8,131	8,966	9,650
영업이익	461	460	714	844	1,000
EBITDA	1,222	1,296	1,617	1,783	1,947
지배주주순이익	-1,013	55	607	776	908
EPS	-2,276	126	1,393	1,782	2,085
순차입금	-2,718	-3,416	490	-353	-1,217
PER	-23.9	302.0	46.0	36.0	30.7
PBR	2.5	1.7	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.5	10.4	17.8	15.7	13.9
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
ROE	-10.3	0.6	5.9	7.3	7.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

카카오 (035720) AI 기대감 선반영 됐어도, 실체화의 시간

카카오 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,864	2,028	2,087	2,152	2,085	2,214	2,251	2,417	7,556	7,872	8,131	8,966
YoY (%)	-6.3	1.2	8.6	10.0	11.8	9.2	7.9	12.3	11.1	4.2	3.3	10.3
플랫폼부문	993	1055	1060	1151	1144	1205	1216	1273	3,554	3,901	4,259	4,838
톡비즈	553	542	534	597	600	635	647	684	1,982	2,082	2,227	2,565
포털비즈	74	78	73	79	75	83	69	77	344	332	304	305
플랫폼기타	366	435	453	475	469	488	500	512	1,228	1,487	1,728	1,968
콘텐츠부문	871	973	1,027	1,001	941	1,009	1,034	1,143	4,002	3,971	3,872	4,128
뮤직	438	518	565	557	477	543	545	639	1,724	1,920	2,078	2,204
스토리	213	219	211	230	233	235	238	240	922	864	873	946
게임	145	143	154	125	142	134	154	160	1,009	873	567	591
미디어	75	94	96	90	89	97	98	103	347	313	355	387
YOY 성장률												
플랫폼부문	4%	10%	12%	10%	15%	14%	15%	11%	3%	10%	9%	14%
톡비즈	7%	7%	7%	7%	8%	17%	21%	15%	4%	5%	7%	15%
포털비즈	-12%	-11%	-5%	-5%	2%	6%	-5%	-2%	-19%	-4%	-8%	0%
플랫폼기타	3%	21%	24%	17%	28%	12%	11%	8%	8%	21%	16%	14%
콘텐츠부문	-16%	-7%	5%	10%	8%	4%	1%	14%	20%	-1%	-2%	7%
뮤직	-6%	1%	20%	18%	9%	5%	-4%	15%	93%	11%	8%	6%
스토리	-6%	1%	-3%	13%	9%	8%	12%	5%	0%	-6%	1%	8%
게임	-40%	-39%	-34%	-24%	-2%	-6%	0%	29%	-9%	-13%	-35%	4%
미디어	-21%	5%	75%	21%	18%	3%	2%	15%	-16%	-10%	13%	9%
영업비용	1,758	1,842	1,879	1,937	1,908	1,999	2,051	2,164	7,096	7,411	7,417	8,122
YoY (%)	-5.9	-1.5	4.9	3.0	8.5	8.5	9.2	11.7	13.9	4.4	0.1	9.5
인건비	479	489	477	510	498	515	542	569	1,860	1,917	1,955	2,123
매출연동비	701	717	748	770	746	797	810	870	2,986	3,018	2,936	3,224
외주/인프라	206	233	261	250	246	261	266	285	835	880	950	1,058
마케팅비	87	88	102	102	110	114	116	118	406	406	379	458
상각비	206	222	208	240	245	245	250	250	751	862	876	990
기타	60	63	69	65	63	66	68	72	228	252	256	269
영업이익	105.4	185.9	208.0	214.9	176.6	215.4	199.8	252.3	460	461	714	844
YoY(%)	-12.6	38.8	59.4	184.9	67.6	15.9	-4.0	17.4	-19.2	0.2	55.1	18.2
영업이익률(%)	5.7	9.2	10.0	10.0	8.5	9.7	8.9	10.4	6.1	5.9	8.8	9.4
당기순이익	200.3	171.8	192.9	91.8	181.7	245.2	176.9	172.0	-1816	-162	650	776
YoY(%)	196	97	146	흑전	-9	43	-8	87	적전	적유	흑전	19.4
순이익률(%)	10.7	8.5	9.2	4.3	8.7	11.1	7.9	7.1	-24.0	-2.1	8.0	8.7

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

카카오 (035720) 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	7,557	7,872	8,131	8,966	9,650
매출총이익	7,557	7,872	8,131	8,966	9,650
영업이익	461	460	714	844	1,000
EBITDA	1,222	1,296	1,617	1,783	1,947
순이자손익	57	49	211	245	255
외화관련손익	-4	25	0	0	0
지분법손익	-135	13	58	0	0
세전계속사업손익	-1,648	-3	734	970	1,135
당기순이익	-1,817	-162	650	776	908
지배주주순이익	-1,013	55	607	776	908
증가율(%)					
매출액	11.2	4.2	3.3	10.3	7.6
영업이익	-19.1	-0.1	55.2	18.2	18.5
EBITDA	6.1	6.1	24.8	10.2	9.2
순이익	적전	적지	흑전	19.4	17.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	6.1	5.8	8.8	9.4	10.4
EBITDA이익률	16.2	16.5	19.9	19.9	20.2
세전이익률	-21.8	0.0	9.0	10.8	11.8
순이익률	-24.0	-2.1	8.0	8.7	9.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,988	10,959	9,208	10,321	11,303
현금성자산	7,228	7,801	5,498	6,341	7,205
매출채권	1,205	1,243	1,383	1,552	1,574
재고자산	139	65	77	87	88
비유동자산	15,192	14,732	15,166	15,137	15,156
투자자산	7,998	8,309	8,324	8,439	8,559
유형자산	1,337	1,286	1,390	1,390	1,426
무형자산	5,769	5,137	5,452	5,308	5,171
자산총계	25,180	25,691	24,374	25,458	26,459
유동부채	7,564	8,633	6,291	6,586	6,663
매입채무	4,934	5,296	2,042	2,292	2,324
유동성이자부채	1,931	2,338	3,172	3,172	3,172
비유동부채	3,757	3,197	3,803	3,843	3,884
비유동이자부채	2,579	2,047	2,816	2,816	2,816
부채총계	11,321	11,830	12,051	12,465	12,666
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,825	8,825	8,825
이익잉여금	1,922	1,943	2,535	3,285	4,166
자본조정	-1,043	-758	-1,139	-1,139	-1,139
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,859	13,943	14,280	15,030	15,911

카카오 (035720) 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	1,341	1,250	-1,131	1,778	1,855
당기순이익	-1,817	-162	646	776	908
자산상각비	761	835	903	938	947
운전자본증감	248	-4	-95	24	-40
매출채권 감소(증가)	-108	-20	-97	-170	-22
재고자산 감소(증가)	43	0	-5	-9	-1
매입채무 증가(감소)	418	-27	8	251	32
투자현금흐름	-1,780	10	-924	-989	-1,049
유형자산처분(취득)	-561	-348	-494	-682	-734
무형자산 감소(증가)	-135	-87	-91	-111	-111
투자자산 감소(증가)	227	415	-308	-80	-83
재무현금흐름	1,020	-521	-555	-26	-26
차입금의 증가(감소)	-75	-390	-388	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-4	-167	-26	-26
배당금의 지급	-55	-27	-27	-26	-26
총현금흐름	1,184	1,300	-1,035	1,754	1,896
(-)운전자본증가(감소)	-1,215	-263	3,727	-24	40
(-)설비투자	575	380	501	682	734
(+)자산매각	-121	-55	-84	-111	-111
Free Cash Flow	1,703	1,129	-5,347	984	1,010
(-)기타투자	2,278	237	-3,599	115	120
잉여현금	-575	892	-1,747	869	890
NOPLAT	334	334	632	675	800
(+) Dep	761	835	903	938	947
(-)운전자본투자	-1,215	-263	3,727	-24	40
(-)Capex	575	380	501	682	734
OpFCF	1,735	1,053	-2,692	955	972

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,276	126	1,393	1,782	2,085
BPS	21,948	22,858	23,224	24,920	26,915
DPS	61	60	60	60	60
CFPS	2,662	2,931	-2,342	3,968	4,289
ROA(%)	-4.2	0.2	2.4	3.1	3.5
ROE(%)	-10.3	0.6	5.9	7.3	7.9
ROIC(%)	5.1	6.1	8.9	7.3	8.7
Multiples(x,%)					
PER	-23.9	302.0	46.0	36.0	30.7
PBR	2.5	1.7	2.8	2.6	2.4
PSR	3.2	2.2	3.5	3.2	2.9
PCR	20.4	13.0	-27.4	16.2	14.9
EV/EBITDA	17.5	10.4	17.8	15.7	13.9
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	81.7	84.8	84.4	82.9	79.6
Net debt/Equity	-19.6	-24.5	3.4	-2.3	-7.6
Net debt/EBITDA	-222.5	-263.7	30.3	-19.8	-62.5
유동비율	132.0	126.9	146.4	156.7	169.6
이자보상배율(배)	2.8	2.3	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	28.1	23.6	40.2	38.3	36.9
현금+투자자산	71.9	76.4	59.8	61.7	63.1
자본구조(%)					
차입금	24.6	23.9	29.5	28.5	27.3
자기자본	75.4	76.1	70.5	71.5	72.7

삼성에스디에스 (018260) 가시성 높은 CSP 매출 성장

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 210,000원

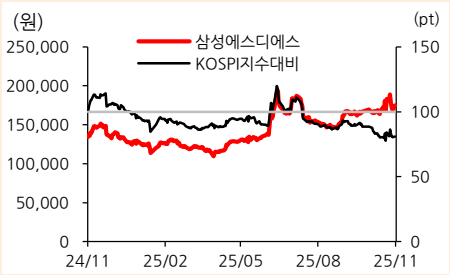
Stock Data

현재 주가(11/11)	173,300원
상승여력	▲ 21.2%
시가총액	134,096억원
발행주식수	77,378천주
52주 최고가 / 최저가	193,500 / 109,600원
90일 일평균 거래대금	355.64억원
외국인 지분율	19.1%

주주 구성

삼성전자 (외 11인)	48.9%
국민연금공단 (외 1인)	9.8%
삼성에스디에스우리사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



여전히 클라우드 데이터센터 서버 수요는 강한 상황

- 3분기 클라우드 매출 성장세는 전년도 높은 기저 효과로 인해 주춤했지만 4분기에는 재차 반등할 것으로 전망. 대구센터 중심 공공 서비스 사용량 증대 및 GPU 가동률과 클라우드네트워크 관련 매출 성장세도 견조할 것으로 예상
- 국가 AI컴퓨팅 센터 및 구미 데이터센터 투자 구체화로 CSP 및 MSP 매출 추정치 상향될 것. 정부 서비스 뿐 아니라 일반 대형 기업들 수요는 여전히 강한 상황으로 동사의 클라우드 사업에 우호적
- CSP 마진율은 20%를 상회하는 것으로 추정, 신규 매출 기여되면서 마진 개선도 동반 될 것

투자의견 BUY와 목표주가 21만 원 유지

- 2026년 매출액 15조 원(YoY 5.5%), 영업이익 1.05조 원(YoY 8.1%) 성장 전망
- 현재 밸류에이션은 멀티플 박스권 최하단 수준으로 경기 침체 및 IT 투자 지출 축소 우려가 대부분 반영된 수준이라고 봄
- 약 6조 원 수준의 현금성 자산과 활용 방안에 대한 보다 구체적인 정책이 제시되면 리레이팅 가능할 전망

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,277	13,828	14,219	15,008	15,711
영업이익	808	911	973	1,052	1,101
EBITDA	1,421	1,518	1,660	1,702	1,734
지배주주순이익	693	757	824	947	992
EPS	8,965	9,787	10,647	12,243	12,827
순차입금	-4,623	-5,040	-5,435	-6,139	-6,895
PER	19.0	13.1	15.8	13.8	13.1
PBR	1.5	1.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.0	3.2	4.6	4.0	3.5
배당수익률(%)	1.6	2.3	1.7	1.7	1.7
ROE	8.2	8.4	8.6	9.3	9.1

자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성에스디에스 (018260) 가시성 높은 CSP 매출 성장

[한화리서치센터]

삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,490	3,512	3,391	3,826	3,713	3,767	3,542	3,986	13,277	13,828	14,219	15,008
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,775	1,702	1,783	1,703	1,860	6,106	6,402	6,650	7,049
SI	236	318	241	273	249	326	251	281	1,152	1,079	1,068	1,106
ITO	712	695	680	757	723	695	672	748	3,074	2,999	2,844	2,837
클라우드	653	665	675	745	731	763	781	831	1,881	2,324	2,738	3,106
물류BPO	1,889	1,834	1,796	2,051	2,010	1,984	1,839	2,126	7,171	7,427	7,569	7,959
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT서비스	46	48	47	46	46	47	48	47	46	46	47	47
물류BPO	54	52	53	54	54	53	52	53	54	54	53	53
영업이익	268.5	230.2	232.3	241.9	272.3	256.0	247.1	276.3	808	911	973	1,052
영업이익률(%)	7.7	6.6	6.8	6.3	7.3	6.8	7.0	6.9	6.1	6.6	6.8	7.0
IT서비스	226	204	197	207	230	224	218	244	670	773	834	916
영업이익률(%)	14.1	12.1	12.4	11.7	13.5	12.6	12.8	13.1	11.0	12.1	12.5	13.0
물류BPO	43	27	35	35	42	32	29	32	138	139	139	135
영업이익률(%)	2.3	1.4	2.0	1.7	2.1	1.6	1.6	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7
당기순이익	217.6	176.0	209.3	220.2	245.3	230.9	222.0	248.8	701.5	789.5	823.5	947.0
당기순이익률(%)	6.2	5.0	6.2	5.8	6.6	6.1	6.3	6.2	5.3	5.7	5.8	6.3
YoY(%)												
매출액	7.5	4.2	-5.0	5.0	6.4	7.3	4.4	4.2	-21.5	4.2	2.8	5.5
IT서비스	3.0	5.8	-2.1	8.8	6.4	6.3	6.7	4.8	8.1	4.8	3.9	6.0
SI	-18.2	18.8	-5.9	2.7	5.5	2.4	4.0	2.7	-1.0	-6.3	-0.9	3.5
ITO	-3.1	-8.9	-7.7	-1.2	1.5	0.0	-1.2	-1.2	-7.5	-2.4	-5.2	-0.2
클라우드	23.0	19.6	5.9	24.2	12.0	14.6	15.7	11.6	61.8	23.5	17.8	13.4
물류BPO	11.6	2.9	-7.4	2.0	6.4	8.2	2.4	3.7	-36.4	3.6	1.9	5.2
영업이익	18.9	4.2	-8.1	14.4	1.4	11.2	6.4	14.2	-11.8	12.7	6.8	8.1
IT서비스	33.0	2.9	-11.5	13.8	1.9	10.1	10.4	18.0	6.1	15.3	7.9	9.9
물류BPO	-24.1	15.2	17.4	18.2	-0.9	19.8	-16.2	-8.5	-51.4	0.2	0.4	-2.7
당기순이익	0.3	-7.6	12.6	12.2	12.7	31.2	6.1	13.0	-37.9	12.5	4.3	15.0

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

삼성에스디에스 (018260) 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	13,277	13,828	14,219	15,008	15,711
매출총이익	1,796	2,012	1,568	1,655	1,733
영업이익	808	911	973	1,052	1,101
EBITDA	1,421	1,518	1,660	1,702	1,734
순이자손익	143	133	87	92	98
외화관련손익	4	41	0	0	0
지분법손익	6	5	0	0	0
세전계속사업손익	986	1,103	1,061	1,162	1,217
당기순이익	701	790	824	947	992
지배주주순이익	693	757	824	947	992
증가율(%)					
매출액	-23.0	4.2	2.8	5.5	4.7
영업이익	-11.8	12.7	6.8	8.1	4.7
EBITDA	-0.5	6.8	9.3	2.6	1.9
순이익	-37.9	12.6	4.3	15.0	4.8
이익률(%)					
매출총이익률	13.5	14.6	11.0	11.0	11.0
영업이익률	6.1	6.6	6.8	7.0	7.0
EBITDA이익률	10.7	11.0	11.7	11.3	11.0
세전이익률	7.4	8.0	7.5	7.7	7.7
순이익률	5.3	5.7	5.8	6.3	6.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,160	9,004	9,645	10,485	11,240
현금성자산	5,491	6,024	6,419	7,123	7,878
매출채권	2,229	2,534	2,763	2,879	2,861
재고자산	24	19	20	20	20
비유동자산	4,161	4,235	4,158	4,148	4,181
투자자산	1,687	1,647	1,707	1,770	1,836
유형자산	1,654	1,774	1,634	1,558	1,524
무형자산	819	814	817	820	822
자산총계	12,321	13,238	13,804	14,632	15,421
유동부채	2,392	2,495	2,586	2,683	2,694
매입채무	1,663	1,703	1,772	1,846	1,834
유동성이자부채	211	267	267	267	267
비유동부채	954	1,037	1,046	1,056	1,066
비유동이자부채	657	717	717	717	717
부채총계	3,345	3,533	3,632	3,738	3,760
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,447	7,995	8,594	9,317	10,085
자본조정	-125	2	-132	-132	-132
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,976	9,705	10,171	10,894	11,662

삼성에스디에스 (018260) 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	1,461	1,346	1,229	1,569	1,646
당기순이익	701	790	824	947	992
자산상각비	613	607	687	651	633
운전자본증감	-106	0	-156	-38	11
매출채권 감소(증가)	194	-233	-229	-116	18
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	-12	-60	69	74	-12
투자현금흐름	-622	-1,027	-787	-824	-858
유형자산처분(취득)	-445	-485	-488	-515	-540
무형자산 감소(증가)	-29	-52	-62	-62	-62
투자자산 감소(증가)	-51	-552	-177	-184	-191
재무현금흐름	-463	-439	-224	-224	-224
차입금의 증가(감소)	-208	-212	0	0	0
자본의 증가(감소)	-248	-227	-224	-224	-224
배당금의 지급	-248	-209	-224	-224	-224
총현금흐름	1,510	1,346	1,386	1,607	1,635
(-)운전자본증가(감소)	-187	262	156	38	-11
(-)설비투자	451	486	488	515	540
(+)자산매각	-24	-52	-62	-62	-62
Free Cash Flow	1,222	547	679	992	1,045
(-)기타투자	390	-325	61	63	66
잉여현금	832	871	619	929	979
NOPLAT	575	652	755	857	897
(+) Dep	613	607	687	651	633
(-)운전자본투자	-187	262	156	38	-11
(-)Capex	451	486	488	515	540
OpFCF	924	511	797	954	1,002

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,965	9,787	10,647	12,243	12,827
BPS	111,893	120,618	126,636	135,976	145,899
DPS	2,700	2,900	2,900	2,900	2,900
CFPS	19,509	17,399	17,911	20,770	21,134
ROA(%)	5.7	5.9	6.1	6.7	6.6
ROE(%)	8.2	8.4	8.6	9.3	9.1
ROIC(%)	13.8	15.0	16.6	18.7	19.5
Multiples(x,%)					
PER	19.0	13.1	16.3	14.2	13.5
PBR	1.5	1.1	1.4	1.3	1.2
PSR	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
PCR	8.7	7.3	9.7	8.3	8.2
EV/EBITDA	6.0	3.2	4.8	4.3	3.8
배당수익률	1.6	2.3	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	37.3	36.4	35.7	34.3	32.2
Net debt/Equity	-51.5	-51.9	-53.4	-56.4	-59.1
Net debt/EBITDA	-325.4	-332.0	-327.4	-360.6	-397.5
유동비율	341.2	360.8	373.0	390.8	417.2
이자보상배율(배)	21.2	18.2	18.8	20.4	21.3
자산구조(%)					
투하자본	37.0	37.0	36.0	34.1	32.2
현금+투자자산	63.0	63.0	64.0	65.9	67.8
자본구조(%)					
차입금	8.8	9.2	8.8	8.3	7.8
자기자본	91.2	90.8	91.2	91.7	92.2

더존비즈온 [012510] 매각 이슈 불확실성을 상쇄하는 본업 체력

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(상향): 100,000원

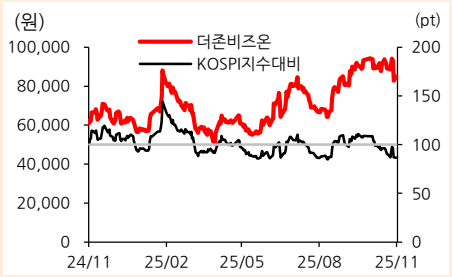
Stock Data

현재 주가(11/11)	85,100원
상승여력	▲ 17.5%
시가총액	25,856억원
발행주식수	30,383천주
52주 최고가 / 최저가	94,400 / 50,500원
90일 일평균 거래대금	264.67억원
외국인 지분율	8.7%

주주 구성

도로니쿰 (외 1인)	32.5%
김용우 (외 8인)	22.6%
신한밸류업제일차 (외 1인)	10.2%

Stock Price



아마란스 전환 가속화 시작, 26년에는 옴니이솔 매출 기여가 이어질 것

- 이번 3분기 매출 성장률이 YoY 18.2% 인데, 영업이익은 YoY 73.4% 증가. OPM은 30.4%까지 확대되며 역대 최고 수준. 일회성 요인도 없었음. 이는 영업 레버리지가 확대되는 구간의 초입으로 4분기 및 내년 실적 상향 기대감 존재
- 지난해 말 1600개였던 아마란스 고객사 수는 이번 3분기 기준 3500개까지 늘어남. 아마란스 뿐만 아니라 옴니이솔의 구축 대기 수요도 몰려 있는 것으로 파악
- 지난 11월 7일 최대주주 및 2대주주 지분 약 38%를 주당 12만 원에 EQT에 매각 계약 공시. 추후 공개매수에 대한 가능성도 남아 있는 상황. 뉴스플로우에 따라 주가 변동성 확대되겠지만 본업 체력은 이를 상쇄하고도 남을 수준으로 견고해 지는 중

목표주가 10만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

- 2026년 매출액 4864억 원(YoY 9.1%), 영업이익 1286억 원(YoY 9.7%) 성장 전망
- AI도입 및 시장 확대에 우호적이고 소상공인 경기가 조금이라도 좋아진다면 동사에 우호적인 환경이며 제주은행과의 디지털 금융 비즈니스는 순차 진행중으로 구체적 사업 관련 업데이트가 이어질 것으로 예상

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	355	402	446	486	551
영업이익	72	88	117	129	151
EBITDA	109	125	153	163	186
지배주주순이익	14	59	81	90	108
EPS	281	2,113	2,916	3,238	3,884
순차입금	220	162	169	101	20
PER	103.2	30.1	29.2	26.3	21.9
PBR	6.0	3.7	4.5	4.0	3.5
EV/EBITDA	10.1	16.7	18.0	16.5	14.0
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	4.8	17.0	14.2	14.1	14.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

더존비즈온 (012510) 매각 이슈 불확실성을 상쇄하는 본업 체력

더존비즈온 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	986	1,059	1,147	1,265	1,119	1,187	1,224	1,335	3,536	4,023	4,457	4,864
YoY(%)	4.4	6.5	18.2	13.5	13.5	12.1	6.7	5.5	16.2	13.8	10.8	9.1
Lite ERP	249	258	263	270	261	287	291	298	915	930	1,040	1,137
Standard ERP	296	341	421	436	407	411	437	453	1,063	1,178	1,494	1,708
Extended ERP	220	208	190	225	227	230	214	244	828	865	843	915
기타	221	252	272	335	224	259	282	338	730	1,051	1,080	1,103
YoY(%)												
Lite ERP	10.6	10.6	16.3	9.7	5.1	11.1	10.7	10.4	8.2	1.6	11.8	9.4
Standard ERP	7.5	13.8	49.4	35.8	37.8	20.4	3.7	4.0	2.9	10.8	26.8	14.4
Extended ERP	4.9	3.4	-15.5	-1.7	2.9	10.6	12.5	8.9	26.8	4.5	-2.5	8.6
기타	-5.5	-3.2	14.8	4.9	1.0	2.9	3.5	1.1	42.8	43.9	2.8	2.1
영업이익	215.9	252.2	348.3	355.6	257.1	285.7	361.3	381.8	691	881	1,172	1,286
YoY(%)	19.2	23.5	73.4	20.8	19.1	13.3	3.7	7.4	51.9	57.4	33.1	9.7
영업이익률(%)	21.9	23.8	30.4	28.1	23.0	24.1	29.5	28.6	19.5	21.9	26.3	26.4
당기순이익	120.0	175.8	234.2	242.1	172.7	193.9	268.4	262.8	385.2	780.3	807.9	897.8
YoY(%)	-67.2	64.8	119.1	20.5	44.0	10.2	14.6	8.5	48.8	127.3	3.5	11.1
당기순이익률(%)	12.2	16.6	20.4	19.1	15.4	16.3	21.9	19.7	10.9	19.4	18.1	18.5

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

더존비즈온 (012510) 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	355	402	446	486	551
매출총이익	154	184	200	211	239
영업이익	72	88	117	129	151
EBITDA	109	125	153	163	186
순이자손익	-14	-14	-12	-12	-12
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	26	-1	0	0
세전계속사업손익	48	95	104	114	136
당기순이익	39	78	81	90	108
지배주주순이익	14	59	81	90	108
증가율(%)					
매출액	16.5	13.5	10.8	9.1	13.3
영업이익	58.9	21.7	33.1	9.7	17.5
EBITDA	42.0	14.8	21.9	6.6	13.9
순이익	66.9	102.6	3.5	11.1	19.8
이익률(%)					
매출총이익률	43.4	45.7	44.8	43.4	43.4
영업이익률	20.4	21.9	26.3	26.4	27.4
EBITDA이익률	30.8	31.2	34.3	33.5	33.7
세전이익률	13.5	23.7	23.3	23.4	24.7
순이익률	10.9	19.4	18.1	18.5	19.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	132	216	239	313	404
현금성자산	69	139	130	199	279
매출채권	49	54	62	65	73
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	805	822	874	885	901
투자자산	280	335	393	403	413
유형자산	373	361	365	374	386
무형자산	152	126	116	109	102
자산총계	937	1,038	1,114	1,198	1,305
유동부채	425	204	217	225	237
매입채무	37	41	52	55	62
유동성이자부채	282	43	43	43	43
비유동부채	23	278	280	281	282
비유동이자부채	7	258	256	256	256
부채총계	447	483	497	506	519
자본금	1	16	16	16	16
자본잉여금	67	474	474	474	474
이익잉여금	87	132	194	270	364
자본조정	-4	-83	-84	-84	-84
자기주식	-4	-84	-84	-84	-84
자본총계	489	555	617	693	787

더존비즈온 (012510) 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	102	104	101	128	145
당기순이익	39	78	81	90	108
자산상각비	37	37	36	35	35
운전자본증감	2	-11	6	2	2
매출채권 감소(증가)	3	-5	-8	-3	-9
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	1	12	3	7
투자현금흐름	-68	-35	-76	-46	-51
유형자산처분(취득)	-25	-15	-27	-35	-39
무형자산 감소(증가)	-11	3	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-11	-17	2	0	0
재무현금흐름	-35	-6	-16	-14	-14
차입금의 증가(감소)	-4	5	-3	0	0
자본의 증가(감소)	-32	-12	-14	-14	-14
배당금의 지급	-6	-11	-14	-14	-14
총현금흐름	116	138	94	125	143
(-)운전자본증가(감소)	-18	-4	19	-2	-2
(-)설비투자	25	15	27	35	39
(+)자산매각	-11	4	-1	-1	-1
Free Cash Flow	98	131	48	92	105
(-)기타투자	37	22	25	10	11
잉여현금	61	109	23	82	94
NOPLAT	58	72	91	102	119
(+) Dep	37	37	36	35	35
(-)운전자본투자	-18	-4	19	-2	-2
(-)Capex	25	15	27	35	39
OpFCF	87	99	80	104	116

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	281	2,113	2,916	3,238	3,884
BPS	4,809	17,118	19,084	21,502	24,486
DPS	217	480	480	480	480
CFPS	3,693	4,375	3,001	3,973	4,548
ROA(%)	1.6	6.0	7.5	7.8	8.6
ROE(%)	4.8	17.0	14.2	14.1	14.9
ROIC(%)	9.1	11.0	14.2	15.7	18.2
Multiples(x,%)					
PER	103.2	30.1	29.2	26.3	21.9
PBR	6.0	3.7	4.5	4.0	3.5
PSR	2.6	5.0	6.0	5.5	4.9
PCR	7.8	14.6	28.4	21.4	18.7
EV/EBITDA	10.1	16.7	18.0	16.5	14.0
배당수익률	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	91.4	87.0	80.6	73.0	66.0
Net debt/Equity	45.0	29.3	27.4	14.5	2.5
Net debt/EBITDA	201.4	129.5	110.5	61.7	10.8
유동비율	31.0	105.7	110.4	139.4	170.6
이자보상배율(배)	4.8	6.0	8.5	9.4	11.0
자산구조(%)					
투하자본	66.0	57.4	55.1	52.0	48.9
현금+투자자산	34.0	42.6	44.9	48.0	51.1
자본구조(%)					
차입금	37.1	35.2	32.7	30.2	27.6
자기자본	62.9	64.8	67.3	69.8	72.4

크래프톤 (259960) 펍지로 끌고 가는 구간 지속

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(하향): 380,000원

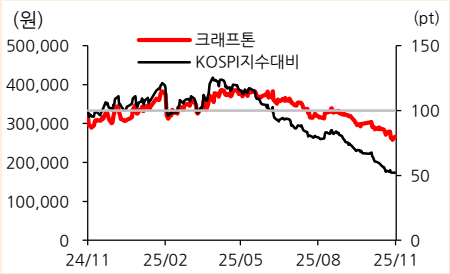
Stock Data

현재 주가(11/11)	264,000원
상승여력	▲ 43.9%
시가총액	125,120억원
발행주식수	47,394천주
52주 최고가 / 최저가	386,000 / 258,000원
90일 일평균 거래대금	322.47억원
외국인 지분율	42.5%

주주 구성

장병규 (외 33인)	35.9%
국민연금공단 (외 1인)	7.2%
자사주 (외 1인)	5.8%

Stock Price



견고한 PUBG 성장에도 이익 성장 둔화

- 펍지 PC 및 모바일 매출의 고성장세 지속에도 불구 신작 개발 관련 외주비와 앱수수료 증가로 이익 성장 둔화 중
- 신작 라인업 부재로 모멘텀 공백기 지속되고 있지만 내년 서브노티카2 및 팰월드 모바일 외 AAA급 게임 개발은 아직 미공개인 상황. 모멘텀 발생까지 시간이 조금 더 걸릴 것으로 예상
- 단일 IP 의존도 높은 상황에서 경쟁 환경이 심화되고 있기에 성장 동력 확보를 위한 회사의 대응 전략 제시가 필요한 시점

목표주가 38만 원으로 하향하고 투자의견 BUY 유지

- 2026년 매출액 3.63조 원(YoY 14.9%), 영업이익 1.56조 원(YoY 19%) 성장 전망
- 목표주가는 26E 예상 EPS에 목표배수 16배 적용. 추가 밸류를 벌어다 주려면 내년 기대 신작의 성과가 필요
- 현재 밸류에이션은 많은 우려가 반영된 역사적 저점 수준으로 매력도 높음. 다만 신작 출시에 대한 구체적인 정보 제시까지는 펍지의 실적이 끌고가야하는 구간이라고 판단

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,162	3,634	4,141
영업이익	768	1,182	1,307	1,556	1,776
EBITDA	876	1,289	1,440	1,690	1,899
지배주주순이익	595	1,306	912	1,072	1,233
EPS	12,310	28,545	20,163	23,699	27,260
순차입금	-563	-451	-725	-1,520	-2,318
PER	15.7	10.9	13.1	11.1	9.7
PBR	1.7	2.2	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.0	11.3	8.2	6.5	5.4
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	11.2	21.1	12.9	13.6	13.6

자료: 한화투자증권 리서치센터

크래프톤 (259960) 펍지로 끌고 가는 구간 지속

[한화리서치센터]

크래프톤 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	874.2	662.0	870.6	755.5	994.0	756.1	981.4	902.2	1,911	2,710	3,162	3,634
YoY (%)	31.3	-6.4	21.0	22.3	13.7	14.2	12.7	19.4	3.0	41.8	16.7	14.9
PC	323.5	225.1	353.9	297.5	384.7	259.0	397.5	355.5	583.9	941.9	1,195	1,397
모바일	532.4	429.4	488.5	427.8	579.3	466.5	531.0	489.8	1,245	1,690	1,876	2,067
콘솔	13.1	9.8	10.2	10.7	10.4	10.6	32.8	36.5	55.7	44.3	43.8	90.3
기타	5.1	5.0	18.0	19.5	19.7	20.0	20.2	20.4	26.2	33.7	47.6	80.2
영업비용	416.9	416.0	522.0	500.6	496.0	504.4	545.1	532.4	1,143	1,527	1,855	2,078
YoY (%)	17.3	11.0	32.2	24.5	19.0	21.2	4.4	6.4	3.6	33.7	21.5	12.0
인건비	148.4	146.8	155.5	163.8	143.2	177.4	181.7	176.0	427	517	614	678
앱수수료	105.0	83.9	128.6	98.2	129.2	98.3	127.6	117.3	227	349	416	472
지급수수료	84.1	96.2	141.6	144.5	132.9	135.6	138.3	141.0	259	316	466	548
광고선전비	22.9	26.1	43.3	38.9	37.0	38.8	42.7	42.7	66	101	131	161
영업이익	457.3	246.1	348.6	254.9	498.0	251.7	436.3	369.8	768	1,182	1,307	1,556
YoY (%)	47.3	-26%	7.5	18.3	8.9	2.3	25.2	45.1	2.2	54.0	10.5	19.0
영업이익률 (%)	52.3	37.2	40.0	33.7	50.1	33.3	44.5	41.0	40.2	43.6	41.3	42.8
당기순이익	371.5	15.5	369.5	155.3	373.0	164.1	299.0	236.1	594.1	1,303	912	1,072
YoY (%)	6.6	-95.5	204.4	-68.4	0.4	958.9	-19.1	52.0	18.8	119.3	-30.0	17.6
순이익률 (%)	42.5	2.3	42.4	20.6	37.5	21.7	30.5	26.2	31.1	48.1	28.8	29.5

자료: 크래프톤, 한화투자증권 리서치센터

크래프톤 (259960) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,162	3,634	4,141
매출총이익	1,911	2,710	3,162	3,634	4,141
영업이익	768	1,182	1,307	1,556	1,776
EBITDA	876	1,289	1,440	1,690	1,899
순이자손익	29	23	26	53	55
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-40	-67	-12	0	0
세전계속사업손익	829	1,723	1,252	1,469	1,689
당기순이익	594	1,303	912	1,072	1,233
지배주주순이익	595	1,306	912	1,072	1,233
증가율(%)					
매출액	3.1	41.8	16.7	14.9	14.0
영업이익	2.2	54.0	10.5	19.0	14.1
EBITDA	2.0	47.1	11.7	17.3	12.4
순이익	18.8	119.3	-30.0	17.6	15.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	40.2	43.6	41.3	42.8	42.9
EBITDA이익률	45.9	47.6	45.5	46.5	45.9
세전이익률	43.4	63.6	39.6	40.4	40.8
순이익률	31.1	48.1	28.8	29.5	29.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,964	5,004	5,344	6,461	7,718
현금성자산	851	711	1,219	2,015	2,812
매출채권	717	1,018	1,000	1,194	1,522
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	2,871	2,841	2,832
투자자산	1,611	2,019	1,930	1,964	1,999
유형자산	257	240	319	281	262
무형자산	608	656	622	596	571
자산총계	6,440	7,919	8,215	9,302	10,550
유동부채	521	785	549	558	568
매입채무	224	238	0	0	0
유동성이자부채	73	106	313	313	313
비유동부채	361	306	304	308	314
비유동이자부채	215	154	182	182	182
부채총계	882	1,090	852	867	882
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,489	1,489	1,489
이익잉여금	3,895	5,081	5,815	6,887	8,120
자본조정	183	264	51	51	51
자기주식	0	-80	-227	-227	-227
자본총계	5,559	6,829	7,363	8,435	9,668

크래프톤 (259960) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	662	908	706	900	912
당기순이익	594	1,303	912	1,072	1,233
자산상각비	108	106	133	134	123
운전자본증감	-139	-276	-168	-311	-450
매출채권 감소(증가)	-148	-227	-66	-194	-328
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-62	1	11	0	0
투자현금흐름	-394	-832	99	-110	-120
유형자산처분(취득)	-34	-20	-83	-65	-74
무형자산 감소(증가)	25	-6	-1	-5	-5
투자자산 감소(증가)	166	-516	90	-6	-6
재무현금흐름	-225	-259	-310	0	0
차입금의 증가(감소)	-57	-63	-34	0	0
자본의 증가(감소)	-168	-195	-275	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	919	1,428	874	1,211	1,362
(-)운전자본증가(감소)	-51	949	274	311	450
(-)설비투자	34	20	84	65	74
(+)자산매각	25	-6	0	-5	-5
Free Cash Flow	960	453	516	829	832
(-)기타투자	741	-383	-198	34	35
잉여현금	219	836	714	796	797
NOPLAT	551	894	952	1,136	1,296
(+) Dep	108	106	133	134	123
(-)운전자본투자	-51	949	274	311	450
(-)Capex	34	20	84	65	74
OpFCF	675	31	727	893	895

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	12,310	28,545	20,163	23,699	27,260
BPS	114,849	142,524	155,282	177,906	203,929
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	18,992	29,810	18,444	25,555	28,732
ROA(%)	9.5	18.2	11.3	12.2	12.4
ROE(%)	11.2	21.1	12.9	13.6	13.6
ROIC(%)	13.4	18.9	17.5	20.0	21.5
Multiples(x,%)					
PER	15.7	10.9	13.1	11.1	9.7
PBR	1.7	2.2	1.7	1.5	1.3
PSR	4.9	5.5	4.0	3.4	3.0
PCR	10.2	10.5	14.3	10.3	9.2
EV/EBITDA	10.0	11.3	8.2	6.5	5.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	15.9	16.0	11.6	10.3	9.1
Net debt/Equity	-10.1	-6.6	-9.8	-18.0	-24.0
Net debt/EBITDA	-64.3	-35.0	-50.3	-90.0	-122.1
유동비율	761.4	637.6	973.6	1,156.9	1,357.7
이자보상배율(배)	86.2	125.0	n/a	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	62.6	66.2	63.7	59.4	56.5
현금+투자자산	37.4	33.8	36.3	40.6	43.5
자본구조(%)					
차입금	4.9	3.7	6.3	5.5	4.9
자기자본	95.1	96.3	93.7	94.5	95.1

엔씨소프트 [036570] 추정치는 반영 됐어도, 멀티플은 별개의 문제

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 280,000원

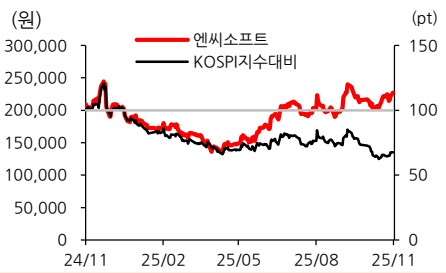
Stock Data

현재 주가(11/11)	229,500원
상승여력	▲ 22.0%
시가총액	49,444억원
발행주식수	21,544천주
52주 최고가 / 최저가	244,500 / 135,800원
90일 일평균 거래대금	216.08억원
외국인 지분율	31.3%

주주 구성

김택진 (외 16인)	12.4%
자사주 (외 1인)	10.0%
퍼블릭인베스트먼트펀드 (외 2인)	9.4%

Stock Price



아이온2를 시작으로 글로벌 시장 전면 공략 대기 라인업

- 11월 19일 출시하는 아이온2의 성과에 모든 이목이 집중된 상황. 이미 내년 실적 컨센서스에는 아이온2 매출 가정으로 약 3~4천억 원 수준이 반영되어 있음. 하지만 초반 성과 흥행 시 멀티플 리레이팅으로 인한 기업가치 상승은 별개의 문제
- 여전히 굳건한 MMORPG 대기 수요와 FGT 및 사전캐릭터 생성 피드백을 고려할 때, 초반 흥행 성과는 예상을 상회할 것으로 판단
- 아이온2 이후 브레이커스, 타임테이커스, 신더시티 순으로 글로벌 시장 출시 예정. 리지니W의 동남아 재런칭 및 리니지2M과 M의 중국 진출 계획도 존재

투자의견 BUY와 목표주가 28만 원 유지

- 2026년 매출액 1.98조 원(YoY 26.9%), 영업이익 2382억 원(YoY 751%) 성장 전망
- 지스타 2025에서 글로벌 시장 타겟 차세대 MMO 신작 공개 예정. 공동 IP 보유사와 조율 후 내년~내후년 초 런칭 예상
- 회사의 글로벌 전략과 비용통제 기조가 명확히 제시되고 있어 긍정적. 단기적으로는 아이온2 출시 첫 날 앱스토어 1등을 몇시간 만에 찍느냐가 주가 향방이 결정될 것

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,557	1,976	2,147
영업이익	137	-109	28	238	291
EBITDA	249	0	138	358	413
지배주주순이익	212	94	400	286	277
EPS	9,663	4,639	20,117	14,386	13,910
순차입금	-885	-1,059	-1,391	-1,599	-1,788
PER	24.9	39.5	11.4	16.0	16.5
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	17.6	-77,099.9	25.8	9.3	7.6
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.4	1.4	1.4
ROE	6.6	3.0	12.3	8.1	7.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 추정치는 반영 됐어도, 멀티플은 별개의 문제 [한화리서치센터]

엔씨소프트 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	360.3	382.4	360.0	454.1	480.3	489.6	500.5	505.3	1,780	1,578	1,557	1,976
YoY (%)	-9.5	3.7	-10.4	10.9	33.3	28.0	39.0	11.3	-30.8	-11.3	-1.4	26.9
리니지1	22	21	25	23	23	23	25	23	97	98	91	94
리니지2	19	23	22	23	22	23	24	24	87	85	86	93
아이온	8	13	9	10	9	9	9	9	68	50	41	36
길드워2	19	16	18	19	18	24	18	20	85	93	72	80
Lineage M	113	121	105	113	108	115	116	119	496	493	452	458
Lineage2M	38	48	47	50	44	40	45	39	263	183	183	167
리니지W	53	48	43	54	55	51	50	43	414	244	198	199
아이온2				80	99	90	81	72			80	342
기타합					18	27	32	45				122
로열티	45	42	47	39	44	48	63	66	144	182	173	195
영업비용	355	367	368	439	417	416	436	470	1,643	1,687	1,529	1,738
YoY (%)	-4.6	2.0	-11.7	-18.6	17.3	13.1	18.6	7.0	-18.4	2.7	-9.4	13.7
인건비	187	191	199	204	194	194	199	219	823	906	782	806
매출변동비	129	128	131	155	164	167	171	172	623	545	543	674
마케팅비	13	23	16	54	32	27	37	48	85	128	106	144
영업이익	5.2	15.1	-7.5	15.2	63.8	74.1	64.7	35.8	137.3	-109.2	28.0	238.2
YoY (%)	-79.7	70.5	적유	흑전	1121	391	흑전	136	-75.4	적전	흑전	751
영업이익률 (%)	1.4	3.9	-2.1	3.3	13.3	15.1	12.9	7.1	7.7	-6.9	1.8	12.1
당기순이익	37.5	-36.0	347.4	50.9	72.1	84.3	56.7	73.1	213.9	94.1	399.8	286.2
순이익률 (%)	10.4	-9.4	96.5	11.2	15.0	17.2	11.3	14.5	12.0	6.0	25.7	14.5

자료: 엔씨소프트, 한화투자증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570) 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,557	1,976	2,147
매출총이익	1,780	1,578	1,557	1,976	2,147
영업이익	137	-109	28	238	291
EBITDA	249	0	138	358	413
순이자손익	73	75	47	54	35
외화관련손익	30	81	36	45	0
지분법손익	3	5	-5	0	0
세전계속사업손익	206	121	484	353	342
당기순이익	214	94	400	286	277
지배주주순이익	212	94	400	286	277
증가율(%)					
매출액	-30.8	-11.3	-1.4	26.9	8.7
영업이익	-75.4	적전	흑전	750.8	22.0
EBITDA	-62.5	적전	흑전	160.3	15.3
순이익	-50.9	-56.0	324.8	-28.4	-3.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	7.7	-6.9	1.8	12.1	13.5
EBITDA이익률	14.0	0.0	8.8	18.1	19.2
세전이익률	11.6	7.7	31.1	17.9	15.9
순이익률	12.0	6.0	25.7	14.5	12.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,188	2,429	2,645
현금성자산	1,534	1,441	1,762	1,970	2,159
매출채권	172	167	220	244	262
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	2,057	2,165	2,163	2,183	2,211
투자자산	960	1,064	1,063	1,070	1,078
유형자산	1,001	998	996	1,009	1,030
무형자산	96	104	104	103	103
자산총계	4,394	3,954	4,351	4,611	4,856
유동부채	614	322	424	455	480
매입채무	215	196	221	246	264
유동성이자부채	280	46	48	48	48
비유동부채	526	568	480	485	491
비유동이자부채	369	336	323	323	323
부채총계	1,141	890	904	941	971
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,712	3,936	4,150
자본조정	-667	-860	-717	-717	-717
자기주식	-616	-791	-665	-665	-665
자본총계	3,253	3,064	3,447	3,671	3,885

엔씨소프트 (036570) 재무제표

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	140	107	215	409	402
당기순이익	214	94	399	286	277
자산상각비	112	109	110	120	122
운전자본증감	-96	-43	6	-2	-2
매출채권 감소(증가)	42	20	-42	-25	-18
재고자산 감소(증가)	1	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	27	25	18
투자현금흐름	113	1,294	-276	-155	-168
유형자산처분(취득)	-117	-83	-92	-130	-142
무형자산 감소(증가)	-41	41	24	-1	-1
투자자산 감소(증가)	261	1,339	-211	-16	-17
재무현금흐름	-177	-523	167	-62	-62
차입금의 증가(감소)	-43	-285	-22	0	0
자본의 증가(감소)	-136	-239	188	-62	-62
배당금의 지급	-136	-64	-64	-62	-62
총현금흐름	286	87	209	411	404
(-)운전자본증가(감소)	-366	-398	-21	2	2
(-)설비투자	117	84	92	130	142
(+)자산매각	-41	42	25	-1	-1
Free Cash Flow	494	443	162	278	259
(-)기타투자	452	443	13	7	8
잉여현금	42	-1	150	270	252
NOPLAT	100	-85	23	193	235
(+) Dep	112	109	110	120	122
(-)운전자본투자	-366	-398	-21	2	2
(-)Capex	117	84	92	130	142
OpFCF	460	338	62	180	214

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	9,663	4,639	20,117	14,386	13,910
BPS	148,023	139,312	159,625	170,021	179,977
DPS	3,130	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	13,017	3,975	9,692	19,097	18,775
ROA(%)	4.8	2.3	9.6	6.4	5.8
ROE(%)	6.6	3.0	12.3	8.1	7.3
ROIC(%)	5.5	-6.0	2.0	16.3	19.5
Multiples(x,%)					
PER	24.9	39.5	11.4	16.0	16.5
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.3
PSR	3.0	2.5	3.2	2.5	2.3
PCR	18.5	46.1	23.7	12.0	12.2
EV/EBITDA	17.6	-77,099.9	25.8	9.3	7.6
배당수익률	1.3	1.7	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	35.1	29.1	26.2	25.6	25.0
Net debt/Equity	-27.2	-34.6	-40.4	-43.6	-46.0
Net debt/EBITDA	-355.2	2,758,163.8	-1,011.3	-446.6	-433.2
유동비율	380.4	555.1	515.8	533.4	551.3
이자보상배율(배)	9.4	n/a	3.1	30.3	37.0
자산구조(%)					
투하자본	40.6	31.3	29.4	28.2	27.3
현금+투자자산	59.4	68.7	70.6	71.8	72.7
자본구조(%)					
차입금	16.6	11.1	9.7	9.2	8.7
자기자본	83.4	88.9	90.3	90.8	91.3

넷마블 (251270) 연말 신작 모멘텀은 제한적

[한화리서치센터]

Hold (유지)
목표주가(하향): 60,000원

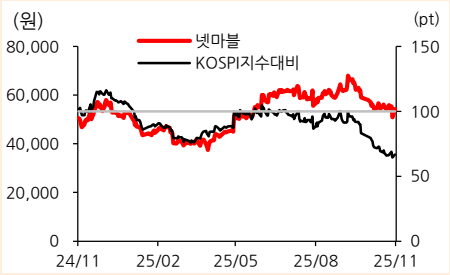
Stock Data

현재 주가(11/11)	55,200원
상승여력	▲ 8.7%
시가총액	47,446억원
발행주식수	85,954천주
52주 최고가 / 최저가	68,000 / 37,500원
90일 일평균 거래대금	126.04억원
외국인 지분율	27.5%

주주 구성

방준혁 (외 15인)	58.6%
엔씨소프트 (외 1인)	6.8%
국민연금공단 (외 1인)	6.2%

Stock Price



4분기도 호실적 예상하지만, 단기 신작 모멘텀은 제한적

- 4분기에도 실적 성장세 지속 전망. 기존 4분기에 출시 예정이었던 '몬길: STAR DIVE' 이 내년으로 연기됐음에도 불구 뱀피르의 높은 순위가 유지되고 있어 1000억 원대 영업이익 재차 기록 예상
- 자체 IP 매출 비중 확대로 지급수수료율의 개선 추세 지속 전망. 기타 인건비 및 마케팅비의 강도높은 통제 전략도 유지 중
- 다만 연말 신작 모멘텀은 제한적. 내년으로 연기된 몬길 외에 올해 출시가 예정되었던 2종 역시 지역/플랫폼 확장 중심의 라인업이기에 강력한 주가 모멘텀을 기대하기에는 부족

목표주가 6만 원으로 하향하고 투자의견 HOLD유지

- 2026년 매출액 3.1조 원(YoY 10.5%), 영업이익 3866억 원(YoY 9.7%) 성장 전망
- 회사는 내년 신작 라인업 8종을 공개. 1월 '일곱개의대죄:오리진' 시작으로 매 분기 1종 이상의 출시가 예정되어 있음. 최근 높아진 히트레이쇼는 긍정적. 다만 밸류에이션을 어디까지 더 줘야 하는지가 관건

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,798	3,091	3,122
영업이익	-68	216	353	387	435
EBITDA	117	370	504	561	602
지배주주순이익	-256	26	320	292	227
EPS	-2,975	313	3,907	3,561	2,769
순차입금	1,401	1,009	849	432	90
PER	-19.5	165.2	14.1	15.5	19.9
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	54.7	14.7	11.1	9.2	8.0
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-4.9	0.5	5.9	5.3	3.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

넷마블 (251270) 연말 신작 모멘텀은 제한적

[한화리서치센터]

넷마블 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	624	718	696	761	751	728	775	837	2,502	2,664	2,798	3,091
YoY (%)	6.6	(8.2)	7.5	17.2	20.3	1.5	11.4	10.0	(6.4)	6.5	5.0	10.5
영업비용	574	617	605	650	671	644	667	722	2,571	2,448	2,446	2,704
YoY (%)	(1.3)	(8.1)	4.0	5.9	16.9	4.4	10.2	11.1	(7.6)	(4.8)	(0.1)	10.6
지급수수료	219	242	225	255	248	240	256	276	980	947	941	1,020
인건비	172	175	170	178	183	192	194	187	744	720	696	756
광고선전비	114	135	145	145	165	138	140	176	487	470	539	619
기타	37	34	33	34	38	36	39	42	174	157	138	155
감가상각비	32	30	32	38	38	36	39	42	185	154	131	155
영업이익	49.7	101.1	90.9	110.9	79.3	84.4	108.2	114.7	(68.5)	215.6	352.6	386.6
YoY (%)	1,243.2	(9.1)	38.8	215.0	59.6	(16.6)	19.0	3.5	적지	흑전	63.5	9.7
영업이익률 (%)	8.0	14.1	13.1	14.6	10.6	11.6	14.0	13.7	(2.7)	8.1	12.6	12.5
당기순이익	80.2	160.2	125.4	(41.2)	104.7	62.5	116.3	8.3	(303.9)	3.2	324.5	291.8
YoY (%)	흑전	(1.3)	508.9	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	9,991	- 10
순이익률 (%)	12.9	22.3	18.0	(5.4)	14.0	8.6	15.0	1.0	(12.1)	0.1	11.6	9.4

자료: 넷마블, 한화투자증권 리서치센터

넷마블 (251270) 재무제표

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,502	2,664	2,798	3,091	3,122
매출총이익	2,502	2,664	2,798	3,091	3,122
영업이익	-68	216	353	387	435
EBITDA	117	370	504	561	602
순이자손익	-117	-83	-61	-57	-47
외화관련손익	-34	-7	-3	0	0
지분법손익	423	244	132	170	0
세전계속사업손익	-159	76	395	374	291
당기순이익	-304	3	325	292	227
지배주주순이익	-256	26	320	292	227
증가율(%)					
매출액	-6.4	6.5	5.0	10.5	1.0
영업이익	적지	흑전	63.5	9.6	12.5
EBITDA	-5.5	216.4	36.3	11.1	7.3
순이익	적지	흑전	9,990.9	-10.1	-22.3
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-2.7	8.1	12.6	12.5	13.9
EBITDA이익률	4.7	13.9	18.0	18.1	19.3
세전이익률	-6.3	2.9	14.1	12.1	9.3
순이익률	-12.1	0.1	11.6	9.4	7.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	906	1,115	1,167	1,625	1,979
현금성자산	499	684	629	1,046	1,388
매출채권	272	295	327	359	363
재고자산	3	2	2	2	2
비유동자산	7,010	7,062	6,657	6,549	6,450
투자자산	3,437	3,477	3,471	3,492	3,513
유형자산	344	340	379	360	345
무형자산	3,229	3,245	2,807	2,697	2,592
자산총계	7,916	8,177	7,824	8,175	8,430
유동부채	1,940	1,348	1,667	1,715	1,731
매입채무	265	344	353	389	393
유동성이자부채	1,456	636	1,013	1,013	1,013
비유동부채	897	1,355	754	765	777
비유동이자부채	443	1,057	464	464	464
부채총계	2,837	2,703	2,420	2,479	2,508
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	3,050	3,055	3,056	3,056	3,056
이익잉여금	1,128	1,145	1,431	1,723	1,950
자본조정	792	1,207	853	853	853
자기주식	-405	-405	-405	-405	-405
자본총계	5,079	5,474	5,403	5,695	5,922

넷마블 (251270) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	-98	288	60	313	409
당기순이익	-304	3	325	292	227
자산상각비	185	154	152	174	167
운전자본증감	-121	-35	23	6	4
매출채권 감소(증가)	-80	-9	-50	-33	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	-1	0	0
매입채무 증가(감소)	-15	-6	43	35	4
투자현금흐름	466	37	115	100	-71
유형자산처분(취득)	-36	-17	-39	-45	-45
무형자산 감소(증가)	13	21	6	-1	-1
투자자산 감소(증가)	32	-37	17	-4	-4
재무현금흐름	-481	-221	-211	0	0
차입금의 증가(감소)	-540	-203	-212	0	0
자본의 증가(감소)	-2	0	1	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0	0
총현금흐름	136	385	37	307	405
(-)운전자본증가(감소)	16	-205	166	-6	-4
(-)설비투자	36	17	39	45	45
(+)자산매각	13	21	7	-1	-1
Free Cash Flow	97	593	-161	267	363
(-)기타투자	-351	169	-319	-149	21
잉여현금	449	424	158	417	342
NOPLAT	-50	9	289	302	339
(+) Dep	185	154	152	174	167
(-)운전자본투자	16	-205	166	-6	-4
(-)Capex	36	17	39	45	45
OpFCF	84	351	237	437	465

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,975	313	3,907	3,561	2,769
BPS	57,933	63,011	62,222	65,617	68,256
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,587	4,482	431	3,573	4,716
ROA(%)	-3.0	0.3	4.0	3.6	2.7
ROE(%)	-4.9	0.5	5.9	5.3	3.9
ROIC(%)	-1.3	0.3	8.4	9.3	10.9
Multiples(x,%)					
PER	-19.5	165.2	14.1	15.5	19.9
PBR	1.0	0.8	0.9	0.8	0.8
PSR	2.0	1.7	1.7	1.5	1.5
PCR	36.6	11.5	128.0	15.5	11.7
EV/EBITDA	54.7	14.7	11.1	9.2	8.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	55.9	49.4	44.8	43.5	42.3
Net debt/Equity	27.6	18.4	15.7	7.6	1.5
Net debt/EBITDA	1,197.9	272.7	168.3	77.1	15.0
유동비율	46.7	82.7	70.0	94.8	114.3
이자보상배율(배)	n/a	2.0	4.1	4.4	5.4
자산구조(%)					
투하자본	47.0	46.1	44.5	41.1	38.4
현금+투자자산	53.0	53.9	55.5	58.9	61.6
자본구조(%)					
차입금	27.2	23.6	21.5	20.6	20.0
자기자본	72.8	76.4	78.5	79.4	80.0

더블유게임즈 (192080) 성장동력 장착으로 멀티플 재평가

[한화리서치센터]

Buy (유지)
목표주가(유지): 72,000원

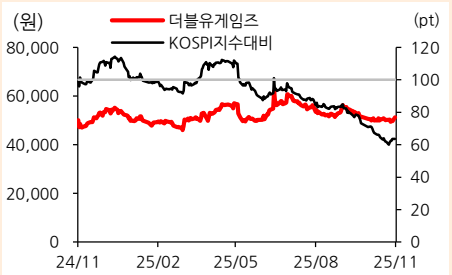
Stock Data

현재 주가(11/11)	51,400원
상승여력	▲ 40.1%
시가총액	11,049억원
발행주식수	21,496천주
52주 최고가 / 최저가	62,100 / 45,950원
90일 일평균 거래대금	24.15억원
외국인 지분율	18.2%

주주 구성

김가람 (외 7인)	44.3%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%
자사주 (외 1인)	7.2%

Stock Price



성공 M&A들이 성장 동력으로 장착 중

- 이번 3분기 EBITDA 마진율은 35%를 기록하며 최근 2년 내 최대 수익성을 확인. 캐시카우가 되고 있는 소셜카지노 매출에 성장동력으로 장착한 아이게이밍 및 캐주얼 매출 성장이 본격화 됐기 때문
- 4분기에도 계절적 성수기에 따른 기존 서비스 성장에 신사업 확대 노력 지속될 것. 아이게이밍은 4번째 브랜드 런칭 예정 및 캐주얼 게임 관련 마케팅 운영 효율 개선세도 지속될 전망
- 유럽 중심 제3자 결제 허용 분위기 확대되면서 DTC 매출 비중 17.6%까지 확대, 장기적으로 30% 이상이 목표

투자의견 BUY와 목표주가 7만 2천 원 유지

- 2026년 매출액 7801억 원(YoY 9.8%), 영업이익 2569억 원(YoY 10.5%) 성장 전망
- 현재 밸류에이션은 25E 기준 P/E 6배 수준으로 업종 내 저평가는 물론 역사적 P/E 8배 보다도 낮음
- 동사는 4Q23 슈퍼네이션 인수에 이어 2025년 팍시게임즈, 와우게임즈 인수를 통해 M&A 적극 추진 중. 기존 사업과의 시너지 및 연결 실적 기여 부문 면에서 최적의 딜이었다고 판단
- 매 분기마다 매출 및 영업이익 성장성이 확인되면서 할인 받았던 멀티플 일부 축소 예상

재무정보	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582	633	711	780	853
영업이익	213	249	232	257	294
EBITDA	222	261	242	259	295
지배주주순이익	149	187	136	158	182
EPS	6,935	9,439	6,879	7,990	9,188
순차입금	-463	-793	-804	-939	-1,096
PER	5.8	5.7	7.5	6.4	5.6
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	1.8	1.4	1.2	0.6	0.0
배당수익률(%)	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
ROE	18.6	18.7	11.9	12.9	13.2

자료: 한화투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 성장동력 장착으로 멀티플 재평가

[한화리서치센터]

더블유게임즈 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	162.0	171.9	186.2	190.5	194.2	189.5	197.1	199.2	633.5	710.6	780.1
YoY (%)	0.9	5.4	20.9	22.3	19.9	10.3	5.9	4.5	8.8	12.2	9.8
소셜카지노	142.8	138.1	151.2	154.1	155.6	149.0	153.7	154.7	580.1	586.2	613.0
아이게이밍	19.2	21.8	22.5	23.6	25.1	26.3	28.2	29.0	45.1	87.1	108.6
캐주얼		12.0	12.4	12.8	13.5	14.2	15.3	15.5		37.2	58.5
영업비용	107.2	117.6	127.0	126.3	126.4	128.4	131.7	136.8	384.7	478.1	523.2
YoY (%)	8.5	22.4	34.3	32.5	17.9	9.2	3.7	8.3	4.3	24.3	9.4
영업이익	54.8	54.3	59.2	64.2	67.8	61.2	65.5	62.4	248.7	232.5	256.9
YoY (%)	-11.2	-19.0	-0.5	6.1	23.8	12.7	10.6	-2.8	16.6	-6.5	10.5
영업이익률 (%)	33.8	31.6	31.8	33.7	34.9	32.3	33.2	31.3	39.3	32.7	32.9
당기순이익	45.8	33.0	56.4	47.0	53.8	48.7	52.8	50.4	243.3	182.0	205.8
YoY(%)	-24.2	-48.6	37.9	-39.6	17.5	47.7	-6.4	7.3	26.1	-25.2	13.1
순이익률 (%)	28.3	19.2	30.3	24.7	27.7	25.7	26.8	25.3	38.4	25.6	26.4
게임별 YoY(%) 성장률											
소셜카지노	-1.6	-6.8	5.4	7.6	9.0	7.9	1.7	0.4	3.7	1.0	4.6
아이게이밍	73.7	100.8	111.8	88.1	30.6	21.0	25.3	22.8		93.2	24.7
캐주얼						18.9	22.5	20.7			57.0

자료: 더블유게임즈, 한화투자증권 리서치센터

더블유게임즈 (192080) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	582	633	711	780	853
매출총이익	582	633	711	780	853
영업이익	213	249	232	257	294
EBITDA	222	261	242	259	295
순이자손익	22	26	28	29	30
외화관련손익	6	23	-12	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	244	315	238	266	303
당기순이익	193	243	182	206	237
지배주주순이익	149	187	136	158	182
증가율(%)					
매출액	-5.7	8.8	12.2	9.8	9.4
영업이익	16.0	16.6	-6.5	10.5	14.3
EBITDA	13.1	17.6	-7.2	6.7	14.2
순이익	흑전	26.1	-25.2	13.1	15.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	36.6	39.3	32.7	32.9	34.4
EBITDA이익률	38.1	41.2	34.1	33.2	34.6
세전이익률	42.0	49.7	33.5	34.0	35.6
순이익률	33.1	38.4	25.6	26.4	27.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	583	893	968	1,107	1,272
현금성자산	513	819	877	1,011	1,169
매출채권	59	66	74	77	84
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	705	753	782	783	783
투자자산	67	33	32	33	34
유형자산	2	3	0	0	0
무형자산	636	717	751	750	749
자산총계	1,289	1,646	1,751	1,890	2,055
유동부채	63	57	86	89	95
매입채무	25	29	57	59	65
유동성이자부채	29	7	19	19	19
비유동부채	29	33	86	88	89
비유동이자부채	21	18	53	53	53
부채총계	92	90	173	177	184
자본금	9	11	11	11	11
자본잉여금	298	297	97	97	97
이익잉여금	531	702	1,014	1,149	1,308
자본조정	33	122	39	39	39
자기주식	-64	-64	-57	-57	-57
자본총계	1,197	1,556	1,578	1,713	1,871

더블유게임즈 (192080) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금흐름	96	275	288	160	183
당기순이익	193	243	182	206	237
자산상각비	9	12	10	2	2
운전자본증감	-149	10	6	-1	-2
매출채권 감소(증가)	-2	1	-4	-3	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-123	1	19	3	6
투자현금흐름	-46	-33	8	-12	-13
유형자산처분(취득)	-1	-2	0	-1	-1
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-149	-38	6	-10	-10
재무현금흐름	-53	-43	-213	-24	-24
차입금의 증가(감소)	-38	-26	-3	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-17	-210	-24	-24
배당금의 지급	-10	-17	-24	-24	-24
총현금흐름	236	272	282	162	185
(-)운전자본증가(감소)	38	-12	0	1	2
(-)설비투자	1	2	1	1	1
(+)자산매각	0	-1	0	0	0
Free Cash Flow	197	282	282	160	182
(-)기타투자	7	-5	-8	1	1
잉여현금	190	287	290	158	181
NOPLAT	168	192	178	199	229
(+) Dep	9	12	10	2	2
(-)운전자본투자	38	-12	0	1	2
(-)Capex	1	2	1	1	1
OpFCF	138	215	187	199	228

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,935	9,439	6,879	7,990	9,188
BPS	47,914	52,632	54,037	60,301	67,671
DPS	846	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	10,994	12,661	13,139	7,516	8,626
ROA(%)	11.8	12.8	8.0	8.7	9.2
ROE(%)	18.6	18.7	11.9	12.9	13.2
ROIC(%)	24.3	25.8	23.2	25.8	29.7
Multiples(x,%)					
PER	5.8	5.7	7.5	6.4	5.6
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9	0.8
PSR	1.5	1.8	1.6	1.4	1.3
PCR	3.7	4.3	3.9	6.8	6.0
EV/EBITDA	1.8	1.4	1.2	0.6	0.0
배당수익률	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3
안정성(%)					
부채비율	7.7	5.8	10.9	10.3	9.9
Net debt/Equity	-38.7	-51.0	-51.0	-54.8	-58.6
Net debt/EBITDA	-208.4	-303.8	-331.9	-362.9	-371.0
유동비율	922.5	1,561.0	1,120.3	1,237.7	1,332.8
이자보상배율(배)	92.8	106.7	131.2	132.0	150.8
자산구조(%)					
투하자본	55.7	47.2	45.9	42.5	39.1
현금+투자자산	44.3	52.8	54.1	57.5	60.9
자본구조(%)					
차입금	4.0	1.6	4.4	4.1	3.7
자기자본	96.0	98.4	95.6	95.9	96.3

Compliance Notice

(공표일: 2025년 11월 12일)

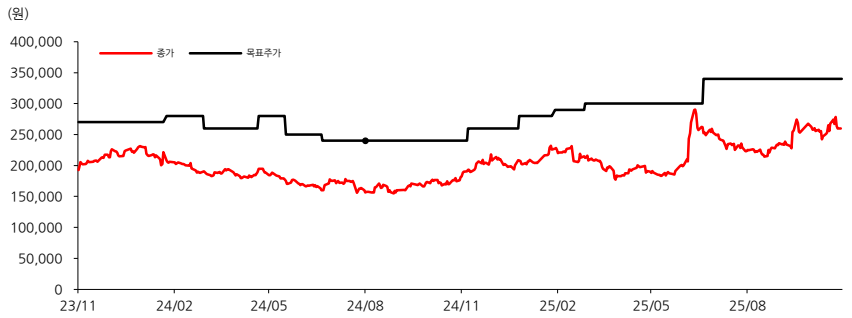
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 자료작성일 현재 더블유게임즈로부터 자기주식 직접취득 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.(25.07.09 ~ 26.01.09)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

NAVER (035420)



투자의견 변동내역

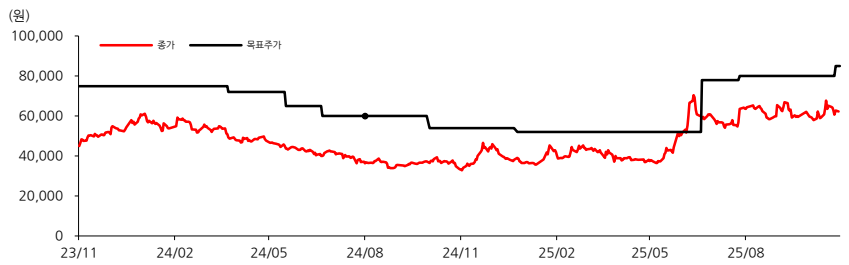
일 시	2016.08.12	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	280,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	280,000	280,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	340,000	340,000
일 시	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.04	2025.09.23	2025.09.26	2025.09.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2025.10.31	2025.11.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	340,000	340,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (NAVER)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.05	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.86	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-23.97	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000	-31.99	-3.17
2025.07.02	Buy	340,000		

카카오 (035720)



투자의견 변동내역

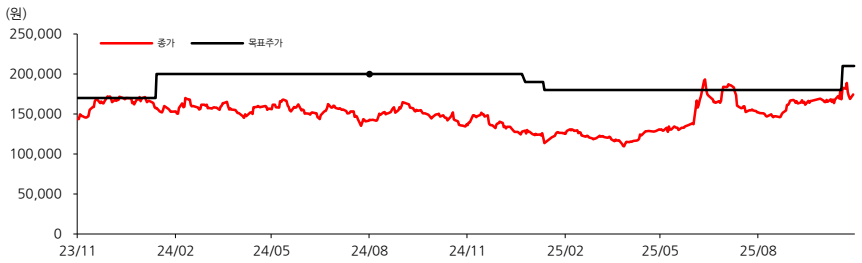
일 시	2016.08.12	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		75,000	75,000	75,000	75,000	72,000
일 시	2024.05.10	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	65,000	60,000	60,000	60,000	54,000
일 시	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2025.01.06	2025.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	52,000	52,000
일 시	2025.02.14	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.01	2025.05.08	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25	2025.08.07	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	78,000	78,000	80,000	80,000
일 시	2025.09.04	2025.10.31	2025.11.07	2025.11.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	80,000	80,000	85,000	85,000		

목표주가 변동 내역별 괴리율 (카카오)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.04	Buy	72,000	-33.86	-30.83
2024.05.29	Buy	65,000	-34.30	-31.38
2024.07.03	Buy	60,000	-36.79	-28.75
2024.10.14	Buy	54,000	-28.44	-13.70
2025.01.06	Buy	52,000	-17.81	35.38
2025.07.02	Buy	78,000	-26.44	-22.05
2025.08.07	Buy	80,000	-22.24	-15.38
2025.11.07	Buy	85,000		

삼성에스디에스 (018260)



투자의견 변동내역

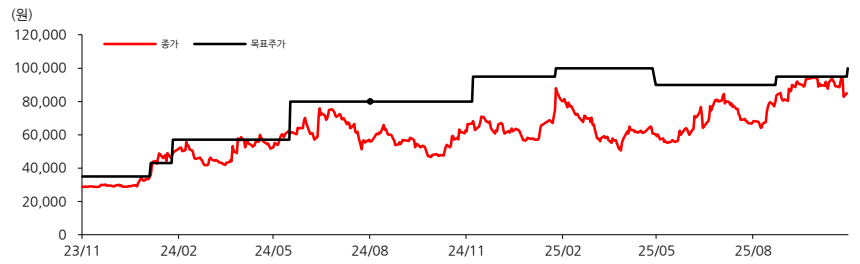
일 시	2024.01.26	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.08.30	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	190,000	180,000
일 시	2025.04.25	2025.06.05	2025.06.13	2025.07.25	2025.09.04	2025.09.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	180,000	210,000	210,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성에스디에스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.26	Buy	200,000	-24.40	-14.95
2025.01.06	Buy	190,000	-33.92	-31.63
2025.01.24	Buy	180,000	-19.66	7.50
2025.10.31	Buy	210,000		

더존비즈온 (01250)



투자의견 변동내역

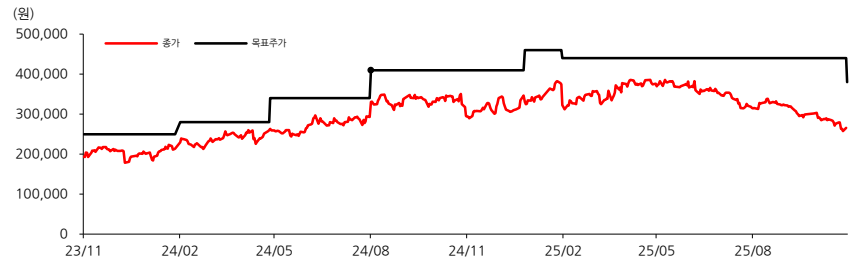
일 시	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2025.02.06	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.06.05	2025.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.09.04	2025.10.31	2025.11.12			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	95,000	95,000	100,000			

목표주가 변동 내역별 괴리율 (더존비즈온)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.17	Buy	43,000	5.23	13.84
2024.02.07	Buy	57,000	-10.64	8.77
2024.05.29	Buy	80,000	-24.39	-5.13
2024.11.19	Buy	95,000	-33.19	-21.26
2025.02.06	Buy	100,000	-34.39	-12.00
2025.05.12	Buy	90,000	-23.40	-6.00
2025.09.04	Buy	95,000	-6.70	-0.63
2025.11.12	Buy	100,000		

크래프톤 (259960)



투자의견 변동내역

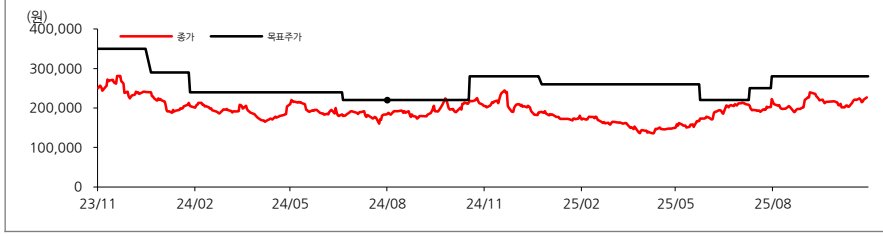
일 시	2024.01.02	2024.02.13	2024.03.18	2024.04.09	2024.05.09	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	280,000	280,000	280,000	340,000	340,000
일 시	2024.06.13	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.13	2024.08.30	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	410,000	410,000	410,000
일 시	2024.09.10	2024.09.27	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.07	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	410,000	410,000	410,000	410,000	460,000	460,000
일 시	2025.02.12	2025.04.01	2025.04.30	2025.06.05	2025.06.23	2025.07.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000
일 시	2025.10.31	2025.11.12				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	440,000	380,000				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (크래프톤)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.13	Buy	280,000	-14.72	-7.14
2024.05.09	Buy	340,000	-19.83	-12.65
2024.08.13	Buy	410,000	-20.29	-14.39
2025.01.07	Buy	460,000	-24.01	-16.74
2025.02.12	Buy	440,000	-22.92	-12.27
2025.11.12	Buy	380,000		

엔씨소프트 (036570)



투자의견 변동내역

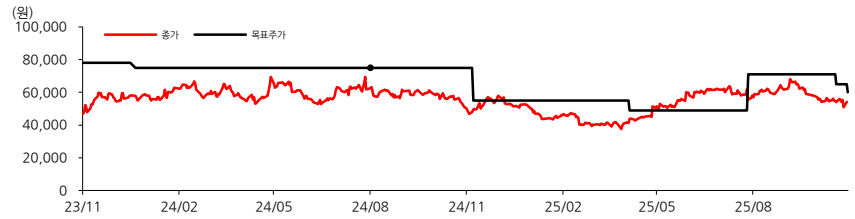
일 시	2016.08.12	2024.01.02	2024.02.08	2024.02.26	2024.05.13	2024.07.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		290,000	240,000	240,000	240,000	220,000
일 시	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25	2024.10.30	2024.11.01	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.06	2025.06.05	2025.07.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	260,000	220,000	250,000
일 시	2025.08.12	2025.08.29	2025.10.31	2025.11.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000		

목표주가 변동 내역별 괴리율 (엔씨소프트)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	290,000	-28.30	-17.24
2024.02.08	Buy	240,000	-19.68	-8.33
2024.07.02	Buy	220,000	-14.14	2.05
2024.10.30	Buy	280,000	-24.86	-12.68
2025.01.06	Buy	260,000	-37.74	-26.04
2025.06.05	Buy	220,000	-11.25	-2.95
2025.07.22	Buy	250,000	-21.21	-17.80
2025.08.12	Buy	280,000		

넷마블 (251270)



투자의견 변동내역

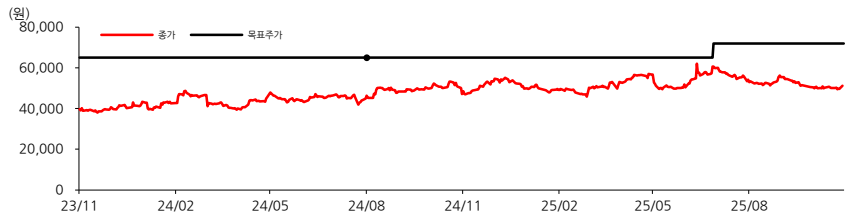
일 시	2024.01.02	2024.02.08	2024.05.10	2024.09.03	2024.10.11	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.11.19	2025.01.13	2025.04.17	2025.08.08	2025.10.31	2025.11.12
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	55,000	55,000	49,000	71,000	65,000	60,000
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (넷마블)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	75,000	-21.18	-7.47
2024.11.19	Hold	55,000	-14.75	5.45
2025.04.17	Hold	49,000	12.79	30.20
2025.08.08	Hold	71,000	-15.61	-4.23
2025.10.31	Hold	65,000	-16.37	-14.00
2025.11.12	Hold	60,000		

더블유게임즈 (192080)



투자의견 변동내역

일 시	2024.01.02	2024.07.11	2024.11.19	2024.11.28	2025.01.10	2025.04.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000	65,000
일 시	2025.06.05	2025.07.10	2025.10.31	2025.11.12		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	65,000	72,000	72,000	72,000		
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (더블유게임즈)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	65,000	-28.69	-15.08
2025.01.10	Buy	65,000	-20.27	-4.46
2025.07.10	Buy	72,000		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2025년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	82.9%	17.1%	0.0%	100.0%

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
임해인	책임연구원	미국주식//자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

박영훈	팀장	Energy	3772-7614	houn0715@hanwha.com
김유민	책임연구원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com

2026 산업전망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본 · 지점망

서울

본 사	02) 3772-7000	노 원 지 점	02) 931-2711
강남WM센터	02) 6975-2000	목동WM센터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송 파 지 점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중 앙 지 점	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000
순 천 지 점	061) 724-6400		

제주

제 주 지 점	064) 800-7500

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
문 경 지 점	054) 550-3500	포 항 지 점	054) 231-4111
영 주 지 점	054) 633-8811		

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533	거제브랜치	055) 730-0400
울산WM센터	052) 265-0505		

한화투자증권 | 본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234