

2026 하반기전망

인터넷/SW/게임 (Positive)

비관론의 임계점 (Bottom Out)

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

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

| Contents |

I. 핵심 요약	03
II. '성장'의 프리미엄은 사라졌고, '가치'의 안전판만 남았다	04
1. 성장주 멀티플의 완전한 소멸	04
2. 이익 체력과 현금 창출력은 안정화	05
3. 실제로 망가진 것은 없고, 시장의 기대 프레임만 변화됐다	06
III. AI 공백기의 플랫폼 투자 전략	08
1. 투자는 먼저, 수익은 나중	08
2. 역대 최대 실적에도 냉담한 이유	10
3. 마진 방어가 밸류에이션 하단을 결정한다	11
4. 에이전틱 커머스라는 궁극적인 목표의 카카오 AI	13
IV. SI: AI가 수주와 매출로 인식되기 시작하는 구간	14
1. 섹터 내 하반기 실적 가시성 높음	14
2. 저마진 인력 투입 사업만이 아니다	16
V. 게임: 신작 하나에 대한 기대감만 있지 않다	17
1. 성장 산업 복귀보다 비용 구조 정상화 시작	17
2. PC/콘솔 비중 전체의 50~95%까지 확대	19
VI. 기업분석	21
1. NAVER (035420)	22
2. 카카오 (035720)	25
3. NHN (181710)	28
4. 삼성에스디에스 (018260)	31
5. LG씨엔에스 (064400)	34
6. 크래프톤 (259960)	37
7. NC (036570)	40
8. 펄어비스 (263750)	43

I. 핵심 요약

소프트웨어 업종 커버 이후 섹터에 대한 시장 반응이 이렇게까지 냉담한 적은 없었다. 올해 상반기 국내 증시는 AI 인프라와 CAPEX 중심 산업으로 수급이 극단적으로 집중되는 흐름이 이어졌다. 반도체, HBM, 전력기기, 원전, 방산, 조선 등 대규모 투자 사이클과 직접 연결되는 업종들이 시장을 주도했고, 투자자들의 관심 역시 'AI를 가능하게 하는 인프라'에 집중됐다.

반면 소프트웨어 업종은 같은 AI 테마 안에 있음에도 불구하고 시장의 관심에서 장기간 배제되어 있다. 인터넷 플랫폼은 광고 성장 둔화와 AI 투자 비용 부담, 검색 경쟁 심화 우려가 할인 요인으로 작용했고, SI 업종은 여전히 인력 기반의 저마진 사업이라는 고정 관념에서 벗어나지 못했다. 게임 업종 역시 신작 지연과 모바일 MMORPG 중심 BM 피로감, 글로벌 흥행 불확실성으로 인해 밸류에이션 디레이팅이 장기간 지속됐다.

그러나 하반기에는 소프트웨어 업종을 다시 볼 필요가 있다고 판단한다. 이는 과거처럼 다시 고성장 프리미엄을 받을 것이라는 의미는 아니다. 현재 소프트웨어 업종의 투자 매력은 '성장주로서의 재평가'보다 '지나치게 낮아진 기대치와 제한적인 다운사이드'에서 출발한다는 점이 중요하다. 분명히 과도한 디레이팅 이후 현금 흐름과 실적 안정성, 비용 구조 정상화, AI Application 확장이라는 현실적인 변화는 나타나고 있다.

올해 하반기 인터넷 플랫폼 산업의 핵심은 AI 프리미엄 기대감보다 본업 현금 흐름과 밸류에이션 하방이다. 네이버와 카카오 모두 AI 수익화 가능성을 옵션 가치로 보유하고 있지만, 이를 본격적인 매수 논거로 삼기에는 아직 데이터가 부족하기 때문이다. SI는 AI 도입의 실제 수혜를 수주 기반 매출로 연결할 수 있는 가장 명확한 영역이며, 게임은 낮아진 기대치와 비용 정상화, 글로벌 플랫폼 확장을 통해 Bottom out 가능성을 실현시킬 것으로 예상된다.

이미 해당 섹터의 성장 프리미엄은 제거됐다. 광고와 커머스를 중심으로 하는 본업의 현금 창출력이 유지된다면, 현재 주가는 AI 기대감이 아니라 본업 가치만으로도 과도한 할인을 받고 있다고 판단한다.

II. ‘성장’의 프리미엄은 사라졌고, ‘가치’의 안전판만 남았다

1. 성장주 멀티플의 완전한 소멸

주가는 하락했지만
기업 이익 창출 능력은
높아짐

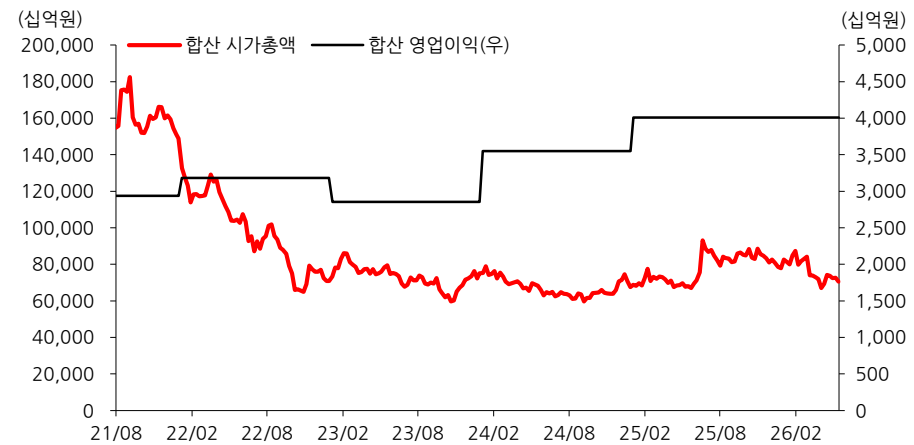
현재 소프트웨어 업종의 가장 중요한 특징은 ‘주가는 성장주처럼 하락했지만, 기업 체력은 가치주에 가까워졌다’는 점이다. 과거 이 산업은 높은 성장률을 기반으로 PER 40~50배 수준의 프리미엄을 부여받았다. 그러나 성장 둔화와 금리 상승 이후 시장은 이들 기업의 멀티플을 급격히 할인하기 시작했다.

P/E는 10배 초반까지 하락,
추가 하락 가능성은
크지 않은 상황

주요 기업들의 합산 시가총액은 2021년 고점 대비 60% 이상 감소했으나, 합산 영업이익은 오히려 증가했다. 결과적으로 주요 소프트웨어 기업들의 12개월 선행 P/E는 과거 40~50배 수준에서 10~15배 수준까지 낮아졌다. 추가적인 멀티플 하락 가능성에 대한 우려는 크지 않다. 다만 반전 추세가 언제인가에 대한 확신은 없는 상황이다.

[그림1] 주요 4기업 합산 시가총액은 21년 180조에서 현재 70조까지 감소

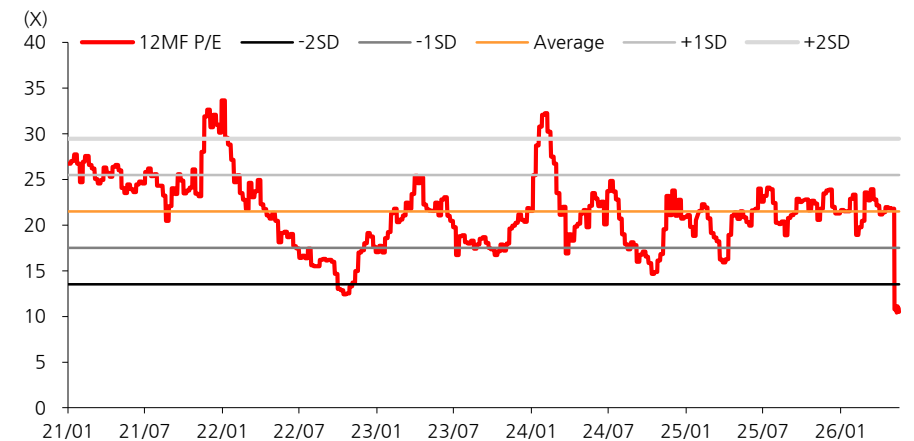
주가가 반응하지 않는
이유는 실적이 나빠서가
아니라 시장이 이 업종을
성장주 실패 사례로
분류하고 있기 때문



주: 주요 4사는 네이버, 카카오, NC, 크래프톤이며 크래프톤 상장일부터 표기
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 30~40배 수준의 P/E는 10배 초반까지 낮아진 상황

P/E 10배 초반은 성장주
프레임이 완전히 제거된
수준이며, 추가 멀티플
하락을 가정하려면 이익
자체가 훼손되어야 함



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2. 이익 체력과 현금 창출력은 안정화

비싼 성장주가 아닌, 가치주적 체질로 변화하고 있는 섹터

현재 시장의 핵심 오해는 이 업종을 여전히 ‘비싼 성장주’ 프레임으로 바라본다는 점이다. 그러나 실제 재무 구조는 이미 가치주적 체질로 변화했다. 주가는 성장주처럼 급락했지만, 기업의 이익 체력과 현금 창출력은 과거보다 안정화되었다.

과거에는 공격적인 CAPEX와 사업 확장 과정에서 현금 흐름이 희생되었다면, 이제는 대규모 투자 사이클이 상당 부분 마무리되며 본격적인 현금 축적 국면에 진입했다. 주요 소프트웨어 기업들의 FCF Yield는 6~8% 수준까지 올라와있다.

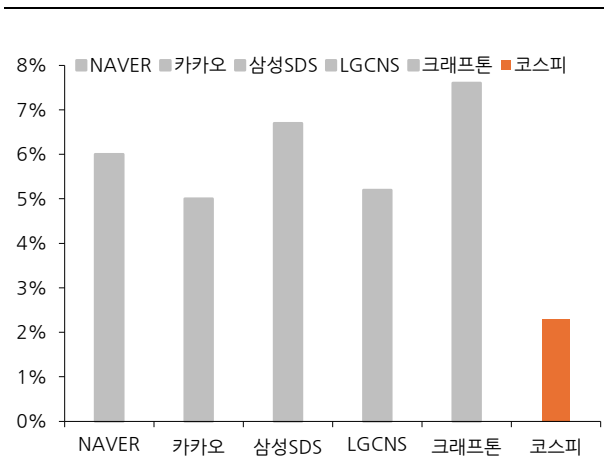
FCF Yield는 상대적으로 높은 편

이는 단순한 성장주가 아니라 안정적인 현금 창출 능력을 갖춘 캐시카우 기업의 특성에 가깝다. 실제로 현재의 잉여현금흐름 수익률은 다른 업종과 비교해도 경쟁력이 떨어지지 않는다. 결국 주가가 여기서 추가적으로 크게 하락하기 위해서는 이익 자체의 구조적 훼손이 필요하지만, 광고·결제·게임 라이브 서비스 등 핵심 사업 지표는 경기 방어적 성격을 유지하며 예상보다 견조한 흐름을 보이고 있다.

시가총액 대비 순현금 비중 역시 고점 수준

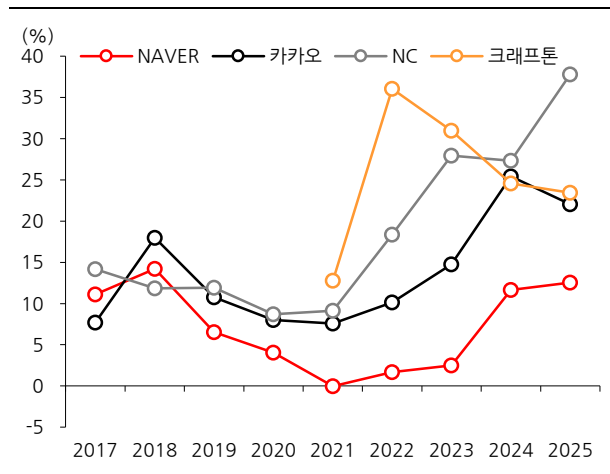
게다가 일부 기업들은 시가총액 대비 순현금 비중 역시 역사적 고점 수준이다. 이는 과거처럼 공격적인 성장 투자보다 안정적인 현금 흐름과 주주환원 여력이 핵심 투자 포인트로 변화하고 있음을 의미한다.

[그림3] SW 업종 FCF Yield는 상대적으로 높은 편



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 시가총액 대비 순현금 비중도 고점 수준



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

3. 실제로 망가진 것은 없고, 시장의 기대 프레임만 변화됐다

이익잉여금 증가가
주가 상승으로
반드시 직결되는 것은
아니지만,

이익잉여금과 현금 흐름의
누적은 강력한 하방 지지선
역할을 할 것

문제는 이 과정에서 주가가 기업의 실질적인 현금 창출력과 자산 가치를 과도하게 할인하기 시작했다는 점이다. 이익잉여금의 증가가 주가 상승으로 반드시 직결되지는 않는다. 축적된 현금을 미래 성장의 연료가 아닌 재투자처를 찾지 못한 유휴 자금으로 해석하는 순간, 자본 효율성 저하와 ROE 하락은 밸류에이션 할인 요인으로 작용한다.

그러나 반대로 보면, 이익잉여금과 현금 흐름의 누적은 결국 강력한 하방 지지선 역할을 한다. 현재 일부 인터넷·게임 기업들의 PBR은 역사적 저점 수준인 1배 부근까지 수렴했다. 이는 시장이 해당 기업들에 사실상 청산 가치에 준하는 평가를 부여하고 있다는 의미다. 사업을 영위하는 기업의 주가가 순자산 수준까지 내려왔다는 것은 추가적인 멀티플 하락 여지가 구조적으로 제한됐다는 근거가 되며, 동시에 현금 창출력이 실제 FCF로 뒷받침되고 있는 한 자사주 매입·소각과 배당 확대를 통한 주주환원 여력도 충분히 확보된 상태임을 의미한다.

[그림5] 주가는 낮아졌고, 이익잉여금은 올라왔다

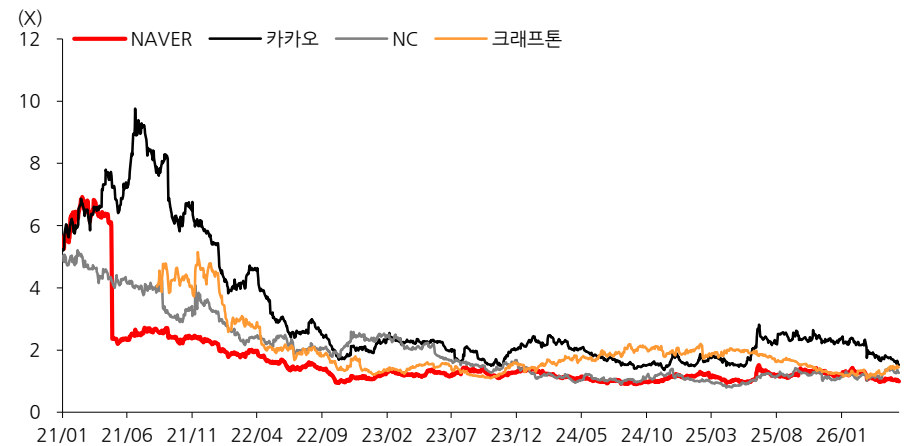
이익잉여금이 늘어난다는
것은 기업은 여전히 돈을
벌고 있다는 증거. 기업은
망해가고 있지 않은데
주가만 소외된 것이라고
판단



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 소프트웨어 업종에서 PBR 1 배는 특별하다

대부분 무형자산으로
구성된 SW 기업이 P/B
1배라는 것은 실질 청산
가치보다 훨씬 낮은 수준을
의미함
즉, 시장은 무형자산의
가치를 제로에 가깝게
평가하고 있다는 뜻



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

이익잉여금과 현금축적은
기업가치 하방 안전판
역할이 될 것

현재 소프트웨어 업종의 평균 FCF Yield 6~8%는 단순 성장주라기보다 현금 창출형 가치주에 가까운 수준이다. 이러한 괴리는 무한정 확대되기 어렵다. 이익잉여금과 현금 축적은 결국 기업 가치의 하방 안전판(Safety Margin) 역할을 수행하기 때문이다. 실제 현금 흐름으로 뒷받침되는 자본 축적은 배당 확대와 자사주 매입·소각 등 주주환원 정책의 재원이 될 수 있으며, 최근 밸류업 정책 강화 역시 이러한 방향성을 요구하고 있다.

과거와 같은 고성장
프리미엄을 줄 수는 없지만
현재 주가는 이미 많은 것이
반영된 상황

특히 현재와 같이 PBR이 역사적 저점 수준까지 하락한 구간에서는 시장 역시 점차 자산 가치와 현금 창출력을 재평가하기 시작할 것으로 예상된다. 결국 과거와 같은 고성장 프리미엄 회복은 어렵더라도, 현재 주가는 이미 성장주의 붕괴를 상당 부분 반영한 반면 기업의 실질 가치와 현금 창출력은 여전히 건조하다는 점에서 투자 매력도는 충분히 존재한다.

과거 시장은 이들 기업을 ‘꿈을 먹는 성장주’로 평가했지만, 실제 재무 구조는 이미 성숙기 가치주로 변화하고 있다. 시장이 AI 인프라 투자와 CAPEX 업종에 지나치게 집중하는 사이, 소프트웨어 업종은 AI의 실제 Application 영역임에도 불구하고 제대로 된 프리미엄을 받지 못했다. 그러나 AI 산업의 관심이 단순 GPU 확보 경쟁에서 실제 서비스 적용과 업무 효율화로 이동할수록, 소프트웨어 업종의 역할은 다시 부각될 가능성이 높다.

소프트웨어 기업이 모두 동시에 좋아진다고 생각하는 것은 아니다. 현금 흐름이 안정적이고 비용 구조가 정상화되고 있으며, AI를 실제 매출 또는 생산성 향상으로 연결할 수 있는 기업들이 선별적으로 재평가될 가능성이 높다.

III. AI 공백기의 플랫폼 투자 전략

1. 투자는 먼저, 수익은 나중

>> AI 선언과 EPS 확인 사이: 본업이 지지하는 구간

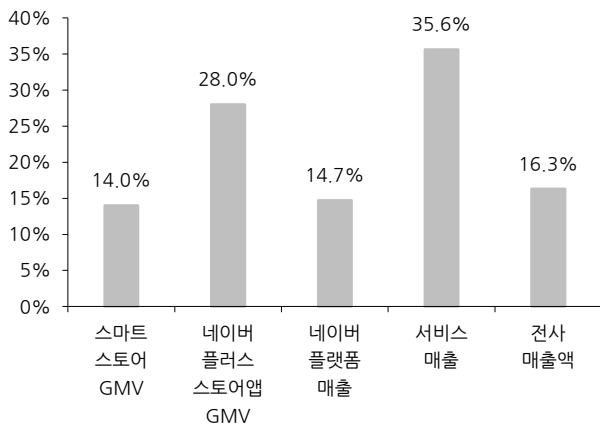
인터넷 기업,
이미 2~3년 전부터
AI를 핵심 성장 동력을
제시해 옴

인터넷 플랫폼 산업은 이러한 변화가 가장 복합적으로 나타나는 영역이다. 네이버와 카카오는 지난 수년간 AI를 핵심 성장 동력으로 제시해왔지만, 2026년 현재까지 시장은 AI 수익화에 대해 여전히 보수적인 시각을 유지하고 있다. AI 브리핑, AI 검색 광고, 커머스 에이전트, 카카오톡 기반 AI Agent 등 방향성 자체는 분명하다. 그러나 이것이 실제 EPS를 움직이는 숫자로 확인되기까지는 상당한 시간이 필요하다. 따라서 현 시점에서 플랫폼 기업들의 합리적 평가 기준은 AI 기대감보다 광고와 커머스, 즉 지금 실제로 돈을 벌고 있는 본업의 펀더멘털이 되어야 한다.

여전히 높은 성장률을
유지하고 있지만, 하반기
성장률 둔화는 불가피

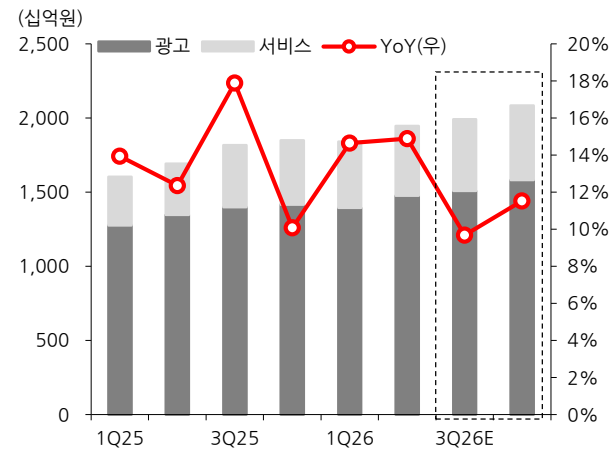
네이버는 여전히 의미 있는 광고·커머스 성장 흐름을 유지하고 있다. 2026년 1분기 스마트스토어 거래액은 전년 대비 24% 증가했고, 네이버플러스스토어 거래액은 28% 증가했다. 이를 기반으로 전체 매출은 전년 대비 16.3% 성장했다. 커머스와 광고가 실적을 견인하고 있다는 점은 분명 긍정적이다. 다만 시장이 우려하는 부분은 성장률의 지속 가능성이다. 플러스스토어 수수료 인상 효과가 제거되는 3분기 이후에도 현재 수준의 성장률을 유지하기 위해서는 광고 효율화와 AI 서비스 기여가 필요하다. 네이버가 AI 브리핑 광고와 쇼핑·로컬 결합형 생성형 AI 광고를 하반기부터 본격화하겠다고 밝힌 배경 역시 여기에 있다.

[그림7] 네이버의 주요 사업 성장률은 높은 수준 유지



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 하지만, 하반기 성장률 둔화는 불가피



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

>> 카니발 없는 신규 매출 창출이 관건

AI 성과가 기존 매출의 카니발인지, 신규 순증분인지 확인되지 않음

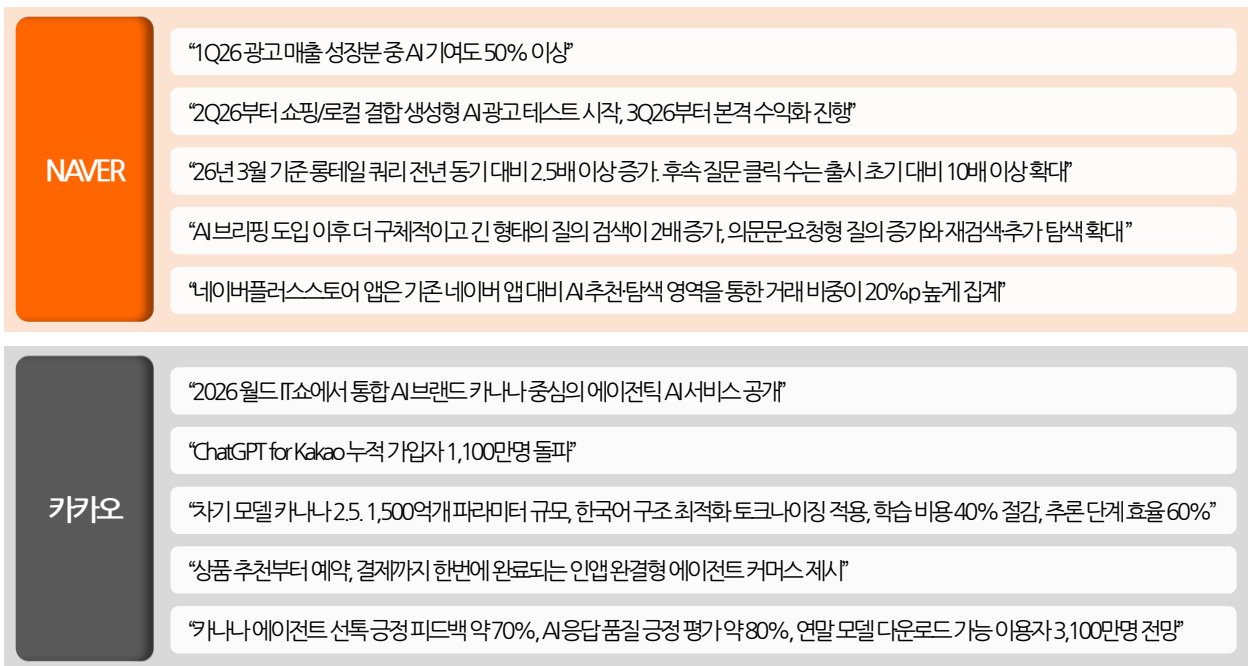
여기서 냉정하게 짚어야 할 것이 있다. 경영진의 하반기 수익화 선언이 실제 EPS에 의미 있게 반영되기까지의 시차 문제다. 쇼핑 AI 에이전트에서 발생하는 광고 수익이 기존 검색 광고를 대체하는 것인지, 아니면 순증분인지, 그 전환율이 얼마나 되는지를 시장은 아직 확인하지 못했다. 즉, AI가 사용자 체류시간과 참여도를 높였는가 아니라, AI가 기존 광고를 잠식하지 않으면서 신규 매출을 창출할 수 있는가가 핵심이다.

네이버 쇼핑 AI 에이전트는 일반 검색 대비 높은 전환율과 재방문자가 4배 이상 증가하는 성과를 보이고 있다고 회사 측은 밝히고 있다. 하지만, 이것이 기존 SA 매출을 잠식하는 카니발라이제이션인지, 아니면 순증 매출인지는 아직 알 수가 없다.

유의미한 실적이 확인될 때까지는 본업 성장률 및 마진 추이에 추가 흐름이 결정될 것

결국 '수익화를 시작한다'는 선언과 '수익화가 EPS를 움직인다'는 확인 사이에는 최소 두 분기 이상의 공백이 존재하며, 그 공백 동안 현 주가는 본업의 광고·커머스 성장률과 마진 추이로 지지될 수밖에 없다. AI 수익화 선언 자체는 이제 더 이상 주가를 움직이는 요인이 아니다. 시장은 실제 광고 단가와 전환율, 신규 매출 여부, 마진 기여도를 요구하고 있다.

[그림9] 인터넷 기업들은 AI 서비스에 대한 성과를 제시하고 있지만, 기존 매출의 카니발인지 신규 순증분인지 확인되지 않은 상황



자료: 각 사, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

2. 역대 최대 실적에도 냉담한 이유

역대 최대 수준의 실적을 기록한 카카오의 주가가 냉담했던 이유

카카오 역시 1분기 영업이익이 전년 대비 66% 증가하며 역대 최대 수준의 실적을 기록했지만, 주가는 강하게 반응하지 않았다. 플랫폼 부문 매출은 전년 대비 16% 증가했고, 특비즈 광고 매출 역시 16% 성장했다. 특히 비즈니스 메시지 매출이 27% 성장하며 실적 개선을 이끌었다.

AI프리미엄이 제거되고 있기 때문

사실 시장 예상을 상회하는 호실적은 최근 지난해부터 시작됐다. 그러나 시장이 냉담했던 이유는 이 성장이 AI 신사업이 아니라 기존 광고 사업 회복에서 나왔기 때문이다. 결국 시장은 '카카오는 어디서 다시 성장할 것인가'라는 질문에 여전히 답을 요구하고 있다고 본다.

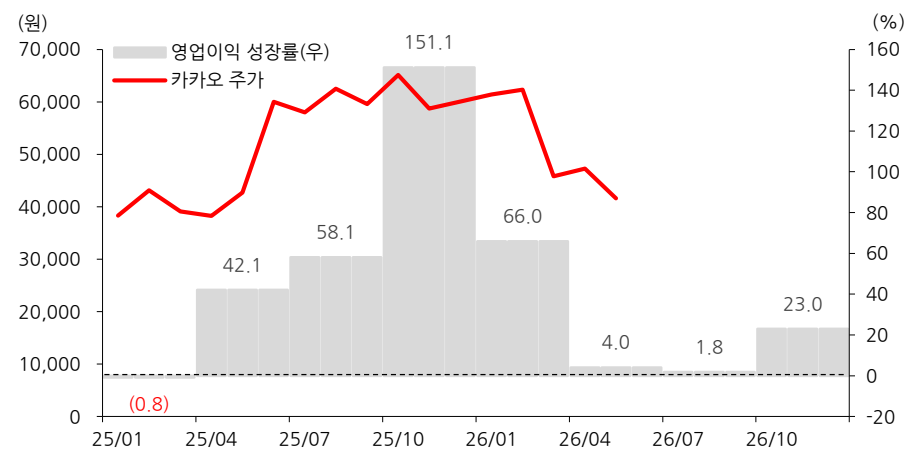
하반기 플랫폼 산업은 본업 현금 흐름과 밸류에이션 하방이 될 것

인터넷 플랫폼 산업의 핵심은 AI 프리미엄보다 본업 현금 흐름과 밸류에이션 하방이다. 네이버와 카카오 모두 AI 수익화 가능성을 옵션 가치로 보유하고 있지만, 이를 본격적인 매수 논거로 삼기에는 아직 데이터가 부족하다.

현재 주가는 본업 가치만으로도 과도한 할인을 받고 있다고 판단

따라서 하반기에는 AI 광고의 단가와 전환율, AI 커머스의 구매 전환율, 광고 성장률, 비용 효율화, 영업이익률 방어 여부가 중요하다. 그전까지 플랫폼 기업들은 고성장 인터넷 기업보다 안정적인 로컬 플랫폼 가치주로 평가하는 것이 더 합리적이다. 그리고 바로 이 지점에서 투자 기회가 발생한다고 본다. 시장이 성장 프리미엄을 제거한 이후에도 광고와 커머스 현금 창출력이 유지된다면, 현재 주가는 AI 기대감이 아니라 본업 가치만으로도 과도한 할인을 받고 있을 가능성이 존재한다고 판단하기 때문이다.

[그림10] 카카오는 2Q25부터 높은 증익 모멘텀을 보유했음에도 주가는 하락세 지속



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터 추정

3. 마진 방어가 밸류에이션 하단을 결정한다

네이버 GPU 투자금액은
지난해 약 7천 억에서
올해 1.4조 원까지 늘어날
전망

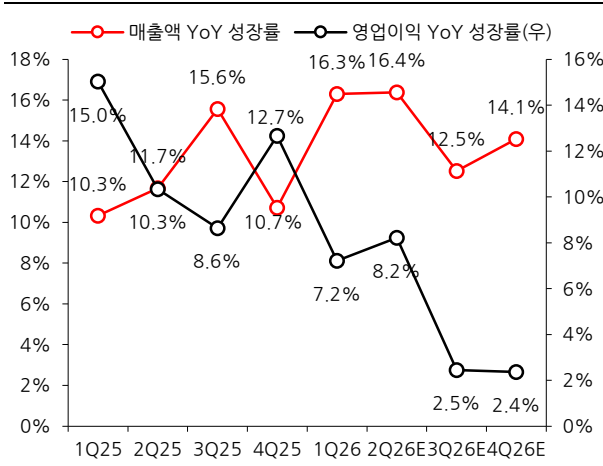
비용 구조 관점에서는 하이퍼스케일 AI 운영에 따른 추론 비용과 인프라 감가상각비의 부담을 극복해야 한다. 네이버의 GPU 투자 규모는 2025년 약 7,000억원에서 2026년 1.4조 원 수준까지 확대될 것으로 예상된다. CAPEX 투자가 약 2조 원까지 늘어난 상황에서, AI 서비스가 창출하는 영업이익이 늘어난 자본 비용과 운영 비용을 상회하지 못한다면 ROIC는 하락 압력을 받게 된다. 특히 글로벌 빅테크와의 무한 경쟁 속에서 지속적인 재투자가 강제되는 구조인 만큼, 마진율의 방어 여부는 투자자들이 밸류에이션 하단을 설정하는 가장 중요한 잣대가 된다.

실제로 1분기 네이버의 매출은 16.3% 증가했으나 영업이익 증가율은 7.2%에 그쳤고, 영업이익률은 16.7%로 전년 동기 대비 1.4%p 하락했다. 이는 AI가 수익을 만들기 전에 비용이 먼저 증가하는 과도기적 구조를 보여준다.

늘어난 고정비 부담으로
마진 훼손 불가피

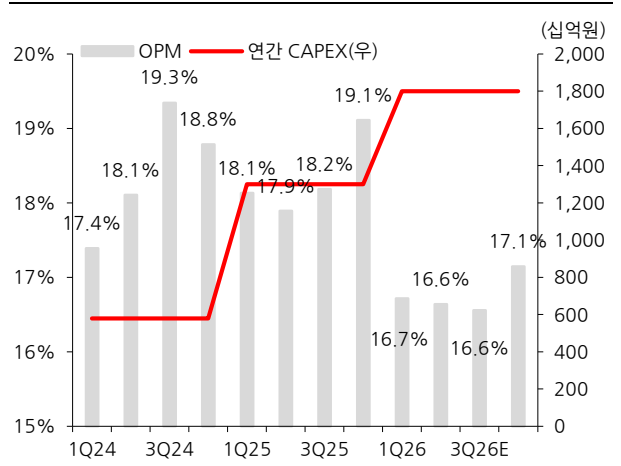
더 중요한 맥락은 이 투자 증가가 일회성이 아니라는 점이다. 네이버의 지난해 연간 연구개발비는 처음 2조 원을 웃돌았고, 올해 GPU 투자까지 확대되는 상황에서 감가상각비와 운용비가 매 분기 고정비로 쌓이는 구조가 된다. 동사는 GPU가 입고되는 시점부터 5년 정액 상각으로 감가상각비를 반영하고 있는데, 연간 약 2천억 중반이 고정비 부담으로 자리 잡게 된다. 이는 AI 수익화 규모가 이 비용 증가 속도를 상회하기 전까지는 구조적으로 영업이익률에 하방 압력이 지속된다는 것을 의미한다.

[그림11] AI가 수익을 만들기 전에 비용이 먼저 증가하는 네이버



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 확대되는 CAPEX, 마진 훼손 불가피



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

그나마 카카오는 에셋라이트 전략 추진 중

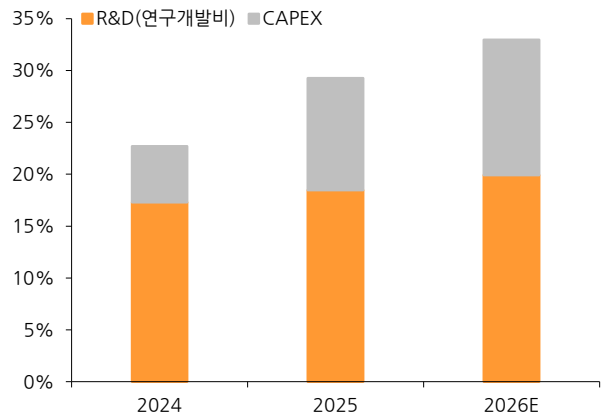
카카오 역시 유사한 상황에 놓여 있다. 카카오는 자체 모델과 외부 AI 모델을 결합하는 에셋라이트 전략을 취하고 있으며, 카카오톡 기반 AI Agent와 커머스를 연결하는 전략을 추진 중이다. 카카오톡이라는 생활 플랫폼 위에서 대화 맥락 기반 상품 추천과 결제까지 이어지는 흐름을 만들 수 있다면 개념적으로는 매우 매력적이다. 그러나 실제 수익으로 연결되기 위해서는 이용자 행동 변화와 외부 커머스 파트너 확보, 결제 전환율 개선 등 여러 단계의 검증이 필요하다.

글로벌 빅테크와의 절대적 규모 차이 역시 부담 요인이다. 구글, 아마존, 마이크로소프트, 메타 등 글로벌 하이퍼스케일러는 연간 수백조원 규모의 AI CAPEX를 집행하고 있다. 반면 네이버의 1~2조 원대 투자 규모는 절대 규모 측면에서 제한적이다. 공격적으로 투자하면 단기 마진이 훼손되고, 투자를 줄이면 독자 AI 경쟁력에 대한 의문이 커지는 딜레마가 존재한다.

카카오의 에셋라이트 전략이 프리미엄 멀티플로 인정받기 위해서는 실제 서비스 경쟁력으로 확인될 필요

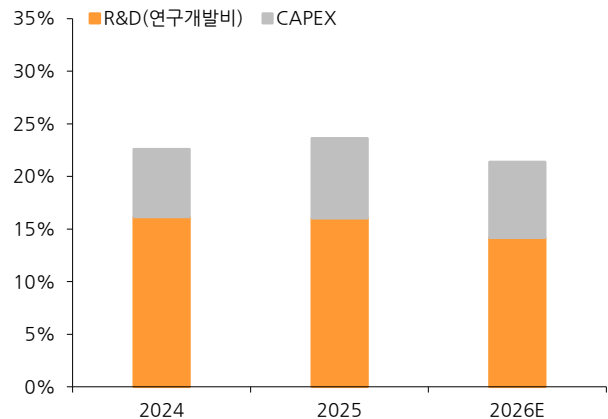
빅테크의 CAPEX 증가가 네이버와 카카오에 단순히 위협으로만 작용하는 것은 아니다. 구글과 오픈AI가 국내 검색·AI 서비스를 강화할수록 네이버의 검색 점유율이 잠식되는 것은 리스크지만, 동시에 글로벌 AI 인프라 고도화가 API 단가 하락으로 이어지면 카카오식 에셋라이트 전략의 비용 효율이 올라가는 긍정적 효과도 있다. 그러나 이것이 카카오에 AI 프리미엄 멀티플을 부여할 논거가 되기 위해서는 단순한 비용 절감 구조가 아니라 실제 서비스 경쟁력으로 연결된다는 증거가 먼저 제시되어야 한다.

[그림13] 네이버: R&D 및 CAPEX 비중 13~20%



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 카카오: R&D 및 CAPEX 비중 7~14%



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

4. 에이전틱 커머스라는 궁극적인 목표의 카카오 AI

카카오는 카카오톡을 단순 메신저를 넘어 이용자의 의도를 이해하고 실제 실행까지 수행하는 에이전틱 AI 플랫폼으로 진화시키겠다는 전략을 본격화하고 있다. 핵심 방향성은 대규모 이용자 기반 위에서 비용 효율적인 AI 서비스를 구현하고, 이를 통해 카카오톡 자체를 일상형 AI 인터페이스로 전환하는 데 있다. 이를 위해 카카오는 자체 모델, 토크나이지, 분산형 에이전트 아키텍처 등 에이전트 AI 구현에 필요한 핵심 기술 스택을 내재화했으며, 챗GPT 포 카카오·카나나 인 카카오톡·카나나 서치 등 다양한 서비스 라인업을 통해 약 5,000만명의 이용자 접점을 확보하겠다는 전략이다.

카카오가 강조하는 차별점은 모델 오케스트레이션 기반의 에이전트 AI 플랫폼 구조다. 이는 토큰 사용량과 응답 처리 시간을 줄이는 방향으로 설계돼 대규모 트래픽 환경에서도 비용 효율적으로 서비스를 운영할 수 있다. 여기에 에이전트 환경에 최적화된 자체 LLM인 ‘카나나 2.5’도 공개를 앞두고 있다. 카카오에 따르면 해당 모델은 150B 규모로 개발됐으며, 글로벌 초거대 모델 대비 상대적으로 작은 파라미터 규모에도 불구하고 플래닝과 평선 콜 등 실행 중심 영역에서 높은 성능을 확보한 것으로 평가된다. 단순 생성형 AI를 넘어 실제 행동 수행 중심의 에이전트 AI 구조에 최적화됐다.

올해 카카오의 핵심 과제는 에이전틱 AI 생태계 확장을 위한 이용자 접점 확대다. 우선 카나나 인 카카오톡은 iOS와 안드로이드 양 플랫폼 출시를 완료했다. 구체적인 성과는 공개되지 않았지만, 카카오에 따르면 에이전트가 먼저 말을 거는 ‘선톡’ 기능에 대해 약 70% 수준의 긍정 피드백이 확인됐고, AI 응답 품질 만족도 역시 약 80% 수준으로 집계됐다. 일간 활성 이용자 중 에이전트 반응 비율과 액션 횟수 또한 CBT 대비 유의미하게 개선됐으며, 이용자 잔존율도 약 70% 수준을 유지하고 있는 것으로 나타났다.

오픈AI와 협업한 ‘챗GPT 포 카카오’ 역시 빠르게 성장하고 있는 것으로 파악된다. 누적 가입자는 이미 1,100만명을 넘어섰으며, MAU와 인당 메시지 발신량 모두 전분기 대비 두 배 이상 증가한 것으로 나타났다. 동사는 향후 보다 저렴한 요금제를 추가 도입해 이용 장벽을 낮출 계획이라고 밝혔다.

궁극적인 목표는 에이전틱 커머스라고 본다. 이미 내부 서비스인 ‘선물하기’와 카나나 인 카카오톡 연동 실험을 진행 중이며, 조만간 외부 커머스 파트너와의 연동도 확대할 계획이다. 회사는 단순 API 연동 수준을 넘어 카카오 에이전트 빌더 기반의 프로토콜 중심 구조를 통해 상품 탐색부터 결제까지 채팅방 이탈 없이 이어지는 E2E 에이전트 커머스를 구현하겠다는 목표를 제시했다.

IV. SI: AI가 수주와 매출로 인식되기 시작하는 구간

1. 섹터 내 하반기 실적 가시성 높음

AI전환의 실질적 수혜를 인식하기 시작, 하반기 실적 모멘텀도 높음

SI 산업은 소프트웨어 업종 내에서 가장 구조적인 변화 가능성이 높아지고 있는 영역이다. 인터넷 플랫폼 기업들이 AI 수익화와 투자 비용 사이의 공백기를 지나고 있다면, SI 기업들은 AI 전환의 실질적 수혜를 수주와 매출로 인식하기 시작하는 구간에 있다고 본다. 플랫폼 기업의 AI 수익은 이용자 반응과 광고주의 집행 의지에 의존하지만, SI 기업의 매출은 기업 고객의 필수적인 디지털 전환 수요에 기반한다. 이 수익 구조의 차이가 하반기 실적 성장 모멘텀 측면에서 SI 기업들을 상대적으로 돋보이게 만든다.

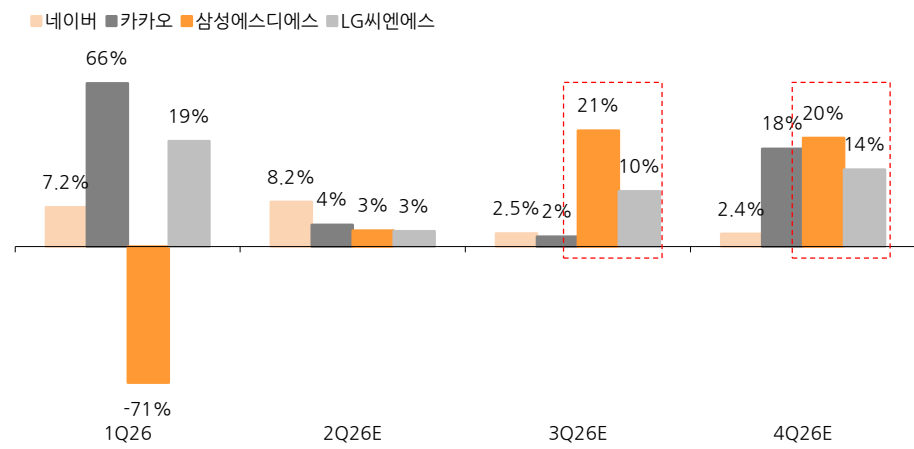
SI기업들의 역할은 확대 중

상반기까지 시장은 AI 산업을 GPU, HBM, 데이터센터 등 인프라 중심으로 해석했다. 그러나 기업 입장에서 AI 투자의 최종 목적은 GPU를 많이 확보하는 것이 아니라 업무 생산성을 높이고 비용을 절감하는 것이다. 이를 위해서는 기존 ERP, SCM, CRM, 제조 시스템, 금융 시스템과 AI를 연결해야 한다. 실제 기업 업무는 새로운 AI 서비스 하나만으로 바뀌지 않는다. 데이터 구조 정비와 클라우드 전환, 보안 체계 구축, 권한 관리, 업무 프로세스 재설계가 동시에 필요하다. 이 과정에서 시스템 통합 경험과 산업별 레퍼런스를 보유한 SI 기업들의 역할이 자연스럽게 확대된다.

국내 기업들의 프라이빗 AI 구축 수요가 늘어나고 있다는 점에서 SI 서비스 수요는 증대될 전망이다

특히 국내 기업들은 데이터 보안과 내부 정보 통제 이슈로 인해 퍼블릭 AI보다 프라이빗 AI 구축 수요가 강하다. 이는 외부 범용 AI 서비스를 단순히 도입하는 것보다 훨씬 복잡한 작업이다. 기업 내부 데이터와 업무 시스템을 이해해야 하고, 민감 정보를 보호하면서도 실제 직원들이 사용할 수 있는 워크플로우를 설계해야 한다. 따라서 AI 도입이 본격화될수록 단순 소프트웨어 라이선스보다 시스템 통합, 클라우드 운영, 데이터 거버넌스, 유지보수 역량이 중요해진다.

[그림15] 하반기 증익 모멘텀은 플랫폼 < SI 기업



자료: Quantwise, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

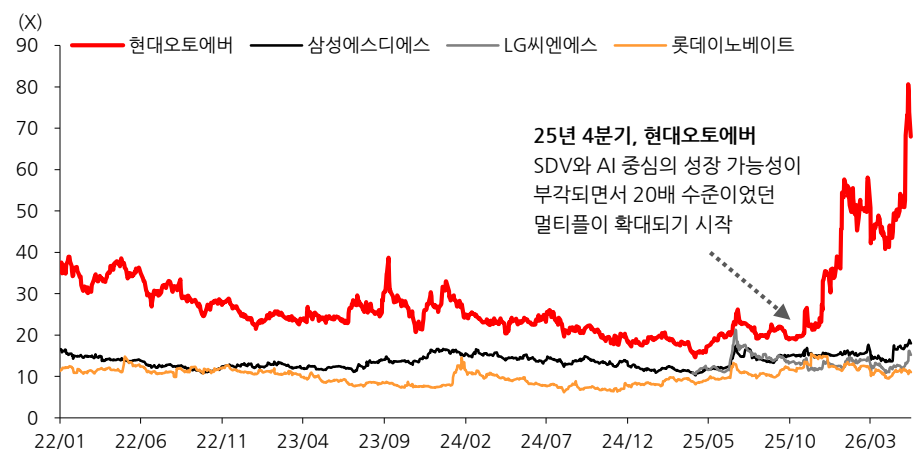
비용 구조 면에서 살펴봐도, 전통 SI의 저마진 구조에서 탈피할 수 있는 상황

비용 구조 측면에서도 SI 기업들은 플랫폼 기업과 다른 위치에 있다. 네이버와 카카오가 자체 LLM과 AI 서비스를 위해 GPU 투자와 감가상각비 부담을 직접 떠안는 반면, SI 기업은 고객사의 목적에 맞는 AI 모델과 클라우드 인프라를 선택하고 이를 업무 시스템에 이식하는 역할을 한다. 즉 직접적인 모델 개발 비용에 전면적으로 노출되기도 AI 솔루션 구축과 MSP, 데이터 플랫폼 구축 등 고부가가치 매출 비중을 높이는 구조다. 이는 전통 SI의 인력 투입형 저마진 구조에서 벗어나 수익성 개선으로 연결될 수 있는 요인이며, 구조적으로 저평가 받아오던 밸류에이션을 다르게 볼 수 있는 이유라고 본다.

현대오토에버가 보여준 리레이팅, 중장기 성장 동력에 대한 시장의 해석이 바뀌는 시점

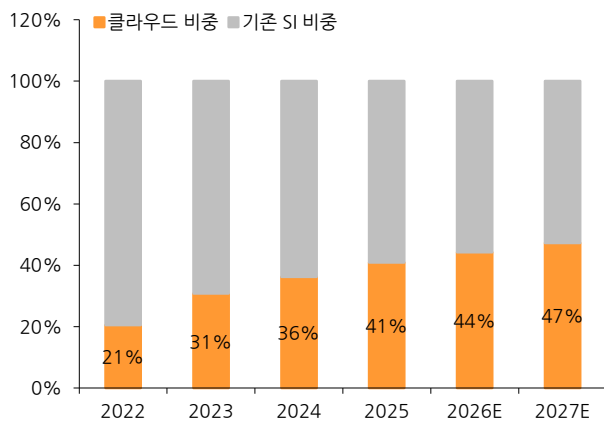
이러한 변화는 이미 현대오토에버에서 먼저 확인됐다. 과거 시장은 현대오토에버를 단순 그룹 내부 SI 기업으로 평가했지만, 최근에는 SDV, 스마트팩토리, 물류 자동화 등 산업 디지털 전환 핵심 기업으로 보기 시작했다. 중요한 점은 현대오토에버의 리레이팅이 단순 실적 개선 때문이 아니라, 시장의 해석 방식 자체가 바뀌었다는 점이다. 우리는 삼성SDS와 LG CNS 역시 '전통 SI'가 아니라 'AX 전환 인프라 기업'이라는 관점의 재평가 가능성에 주목한다.

[그림16] 주요 SI 기업 PER 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 삼성 SDS 클라우드 비중 확대: 기존 SI 성 매출 비중 감소



주: IT매출액 내 비중 / 자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] LG 씨엔에스는 전 산업 대상 AX 전략 구체화 중



자료: LG씨엔에스, 한화투자증권 리서치센터

2. 저마진 인력 투입 사업만이 아니다

매출 믹스 전환이 수치로
확인되고 있는 삼성SDS

삼성SDS(투자의견 BUY, 목표주가 21만 원)는 전통적인 SI/ITO 중심 구조에서 클라우드와 AI 기반 고부가가치 사업으로 매출 믹스의 전환이 수치로 확인된다. 특히 국내 대기업들의 프라이빗 AI 구축 수요가 확대될수록 삼성SDS의 역할은 기존 유지보수 사업자에서 기업 AI 전환 파트너로 변화할 가능성이 높다. 동사가 제시하는 전략인 AI 플랫폼은, 인프라, 플랫폼, 솔루션을 아우르는 통합 서비스 체계로, 기존 인력 투입형 SI의 저마진 구조에서 벗어나 플랫폼 기반 반복 매출 구조로의 전환을 의미한다

LG씨엔에스는 고마진 사업
비중 확대가 실제 수익성
개선으로 연결되기 시작

LG씨엔에스(투자의견 BUY, 목표주가 9만 원)는 제조 AI와 스마트팩토리, 금융 DX, 클라우드 전환 영역에서 가장 적극적인 사업 확장을 진행하고 있다. LG그룹 제조 계열사들과 연결된 생산·물류·품질 시스템 경험은 단순 소프트웨어 개발 역량과 차별화된다. 동사는 고부가가치 매출 전환이 빠르게 진행되고 있다고 판단되는데, 이번 1분기 기준 AI-클라우드 사업 매출은 7,654억원으로 전체 매출의 약 58%를 차지했으며, 영업이익은 전년 대비 19.4% 증가해 매출 성장률을 크게 상회했다. 고마진 사업 비중 확대가 실제 수익성 개선으로 연결되는 구간이라고 판단한다.

롯데이노베이트, 변화
움직임이 상대적으로
적지만, 시장 기대가 낮기
때문에 일부 변화가 확인될
경우 업사이드 가능성

롯데이노베이트(투자의견 BUY, 목표주가 2만 7천 원) 역시 시장 기대가 낮았던 만큼 변화 가능성에는 주목할 필요가 있다. 과거에는 그룹 내부 IT 서비스 기업이라는 인식이 강했지만, 최근에는 AI, 스마트리테일, 물류 데이터 활용 등 신규 사업 확대를 추진하고 있다. 아직 실적 기여도가 충분히 확인된 단계는 아니지만, 시장 기대가 낮은 상황에서 사업 구조 변화가 일부라도 확인될 경우 밸류에이션 정상화 가능성은 존재한다.

구조적 고성장 산업이 되진
않지만, 여전히 저마진 인력
투입 사업으로만 평가하는
것은 잘못됨

물론 SI 업종을 구조적 고성장 산업으로 과도하게 해석할 필요는 없다. 인건비 부담과 프로젝트별 수익성 차이, 국내 시장 중심 구조는 여전히 한계 요인이다. 다만 현재 시장은 SI 기업을 여전히 저마진 인력 투입 사업으로만 평가하는 경향이 강하다.

V. 게임: 신작 하나에 대한 기대감만 있지 않다

1. 성장 산업 복귀보다 비용 구조 정상화 시작

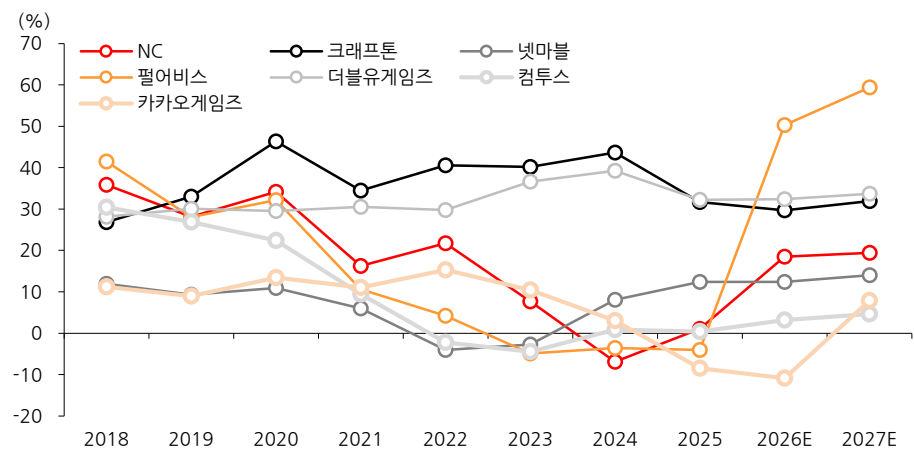
'22~25년까지 구조적으로 나타난 마진 악화 추세

지난 수년간 국내 게임주는 신작 지연과 기대작 부진, 모바일 MMORPG 중심 BM 피로감, 확률형 아이템 규제 우려, 글로벌 게임 시장 성장률 둔화 등으로 인해 시장의 신뢰를 크게 잃었다. 여기에 코로나 이후 대규모 인력 채용과 다수 프로젝트 동시 개발이 겹치며 비용 구조가 악화되었다. 매출 성장은 정체되었는데 인건비와 개발비, 마케팅비는 급증했고, 그 결과 주요 게임사들의 이익 체력과 밸류에이션이 동시에 훼손되었다.

비용 구조가 안정화된 이후 신작 매출이 반영되면 영업레버리지는 매우 큼

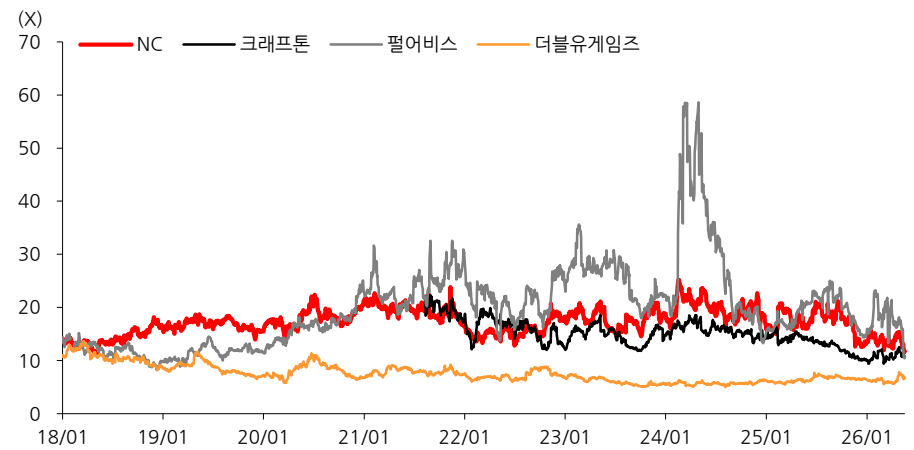
그러나 하반기 게임 업종은 '성장 산업 복귀'보다 '비용 구조 정상화와 신작 사이클 재개' 관점에서 접근할 필요가 있다. 최근 게임사들은 프로젝트 구조조정과 인력 효율화, 선택적 투자 기조를 강화하고 있다. 게임 산업은 고정비 부담이 큰 반면 흥행작이 나올 경우 추가 매출 대비 비용 증가 폭은 제한적이다. 따라서 비용 구조가 안정화된 이후 신작 매출이 반영되는 구간에서는 영업 레버리지가 예상보다 크게 나타날 수 있다.

[그림19] 지속 둔화하던 게임 기업들의 영업이익률은 '25년 하락세를 멈추고 '26년 상승 추세



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 최근 주요 기업들의 P/E 는 9~12 배 수준까지 낮아진 상황

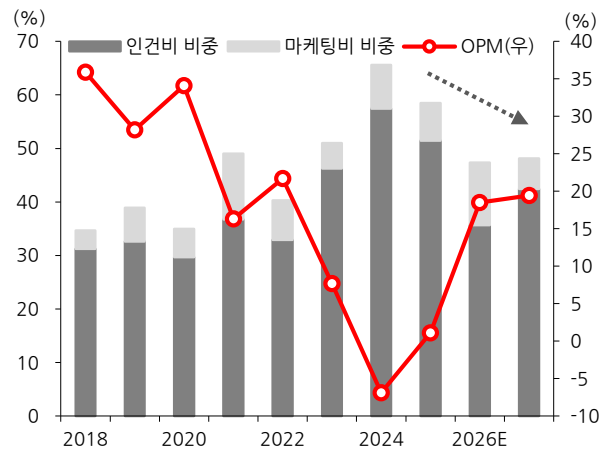


자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

- 1) 비용 정상화,
- 2) 글로벌 플랫폼 확대,
- 3) 낮아진 기대치의 결합으로 투자

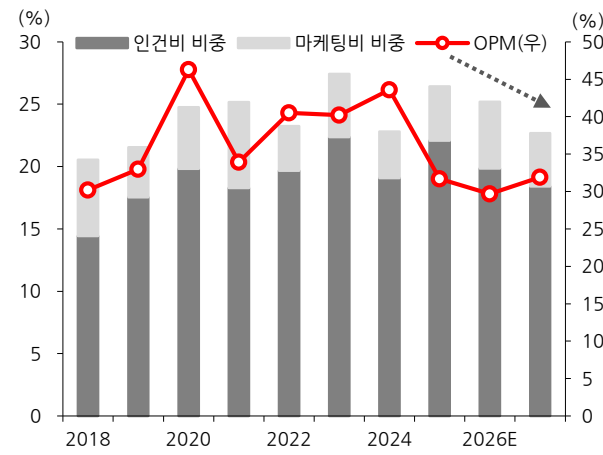
결국 하반기에 게임 업종은 신작 하나에 대한 기대감이 아니라, 산업 전반의 비용 정상화와 글로벌 플랫폼 확대, 낮아진 기대치의 결합으로 투자 방향성을 잡아야 한다. 지난 몇 년간 게임 업종은 기대작 지연과 실망을 반복하며 시장 신뢰를 잃었고, 그 결과 밸류에이션은 역사적 하단에 근접했다. 그러나 비용 구조가 안정화되고 신작 사이클이 재개되는 구간에서는 작은 실적 개선도 주가에 크게 반영될 수 있다고 판단한다.

[그림21] NC의 매출액 대비 인건비 및 마케팅비 비중 추이



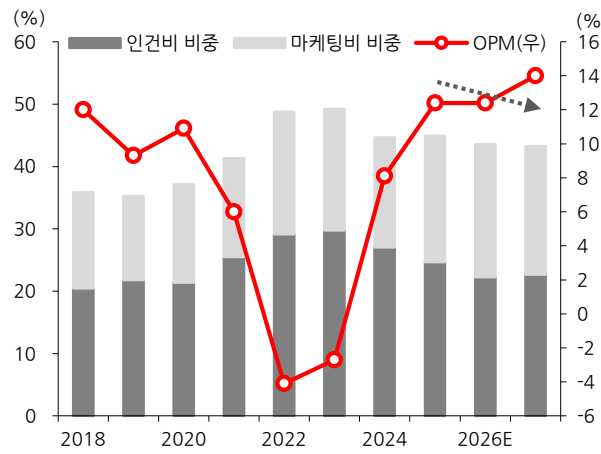
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 크래프톤의 매출액 대비 인건비 및 마케팅비 비중 추이



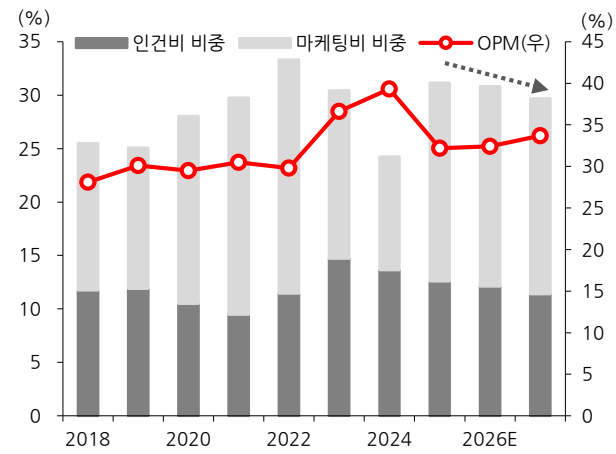
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 넷마블의 매출액 대비 인건비 및 마케팅비 비중 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 더블유게임즈의 매출액 대비 인건비 및 마케팅비 비중 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2. PC/콘솔 비중 전체의 50~95%까지 확대

수년간 힘써온
PC/콘솔 플랫폼 저변 확대
실현 중

플랫폼 변화 역시 중요하다. 과거 국내 기업들은 모바일 MMORPG와 확률형 아이템 BM 중심으로 성장했지만, 글로벌 게임 시장은 점점 콘솔·PC·스팀 기반 콘텐츠 경쟁력 중심으로 이동하고 있다. 글로벌 유저들은 특정 플랫폼보다 게임 자체의 완성도와 IP의 지속성, 라이브 서비스 운영 능력을 더 중요하게 보기 시작했다. 국내 게임사들도 모바일 중심 전략에서 벗어나 콘솔·PC·스팀 기반 글로벌 타겟 게임 비중을 확대하고 있다.

검은사막 단일 게임에
의존하던 회사의 매출
구조가 붉은사막으로 다변화
완성

펠어비스(투자의견 BUY, 목표주가 7만 2천 원)의 붉은사막은 이러한 변화의 상징적 사례다. 붉은사막은 출시 이후 글로벌 AAA 콘솔 시장에서 의미 있는 성과를 기록하며 한국 게임 산업의 가능성을 보여주었다. 출시 첫날 200만 장을 기록했고, 출시 4일 만에 300만 장, 12일 만에 400만 장, 26일 만에 500만 장 판매를 달성하면서, 국내 콘솔 게임 역사상 가장 빠른 속도로 성과를 달성했다. 1분기 기준 해외 매출 비중은 94%였으며, 북미와 유럽 시장 비중이 81%에 달했다. 검은사막 MMORPG 중심의 국내·아시아 편 중 구조에 머물렀지만, 붉은사막 출시 한 분기 만에 매출의 절대다수가 북미·유럽 콘솔 시장에서 나오는 구조로 완전히 재편됐다.

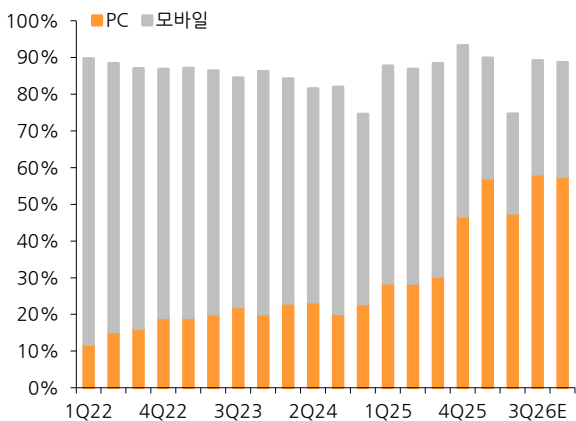
NC의 PC 매출 비중은
모바일을 역전

아이온2 및 리니지클래식 성공으로 인해 NC(투자의견 BUY, 목표주가 35만 원) 역시 구조적 변화를 나타내고 있다. 1년 전 모바일 플랫폼 비중은 전체의 약 70%를 차지했지만, 이번 1분기 PC 매출 비중이 57%까지 올라오면서 모바일을 역전했다. 동사는 추정치와 멀티플이 동시에 정상화되는 구간에 진입했으며, 비용 구조와 IP 재활용, 그리고 플랫폼 다변화라는 세가지 핵심 멀티플 상승 요인을 보유했다고 판단한다.

섹터 전체의 구조적
리레이팅으로 이어진다고
보는 어렵지만, 플랫폼
다변화 성공 사례는
분명 멀티플의 상승 요소

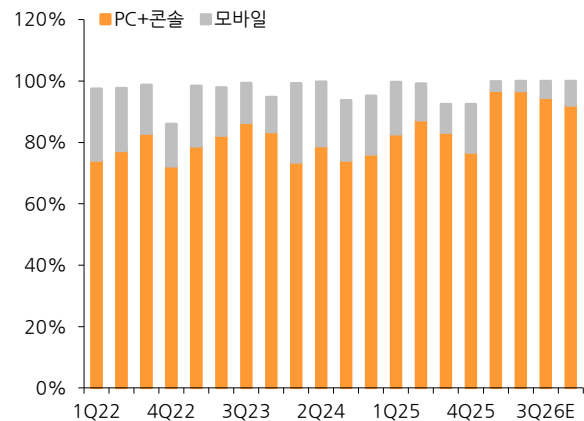
물론 이것이 곧바로 게임 섹터 전체의 구조적 리레이팅으로 이어진다고 보기는 어렵다. 개별 대작의 흥행은 산업 인식을 바꾸는 계기가 될 수 있지만, 섹터 전체 재평가를 위해서는 반복 가능한 개발 역량과 비용 통제, IP 확장성이 함께 확인되어야 한다. 그럼에도 불구하고, 거의 모든 기업들이 수년 간 노력해왔던 PC/콘솔 플랫폼으로서의 저변 확대는 올해 처음 성공 사례가 나타났다는 점에서 유의미하게 봐야한다.

[그림25] NC의 플랫폼별 매출 비중: 1Q26 PC 비중 50% 돌파



자료: Quantwise, NC, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 펠어비스의 플랫폼별 매출 비중: 90%까지 확대



자료: Quantwise, 펠어비스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 2026년 하반기 이후 주요 게임 기업들의 신작 라인업

	2H26			2027~			
크래프톤	서브노타카2 수중서바이벌 어드벤처 PC,콘솔			팰월드 모바일 3인칭슈팅RPG 모바일	당컴투게터 생활시뮬레이션 모바일,PC,콘솔	노로우 오픈월드슈터RPG PC,콘솔	
				블랙바짓 익스트랙션슈터 PC,콘솔	Valor 배틀로얄 콘솔	Project Windless 오픈월드액션RPG PC,콘솔	
NC	아이온2글로벌 MMORPG PC,모바일	타임테이커즈 TPS PC,콘솔	브레이크스 ARPG PC,모바일	하라이즌스틸 프론티어스 MMORPG PC,콘솔			
	신더시티 3인칭슈팅 PC,콘솔	길드워리포지드 MMORPG 모바일	P스핀오프3중 미정				
넷마블	나혼랏카르마 로그라이크ARPG PC,모바일	상그릴라프론티어 수집형RPG PC,모바일	프로젝트 이자스 수집형RPG PC,모바일	몬갈:STARDME ARPG PC,모바일	SOL: Eudant MMORPG PC,모바일	프로젝트 옥토퍼스 로그라이크RPG 모바일	이블베인 협동액션 PC,콘솔
카카오 게임즈	던전어라이즈 전략어드벤처RPG 모바일	Project OQ MMORPG PC,모바일	오딘Q MMORPG PC,모바일	크로노오디세이 ARPG PC,콘솔		Project S 3인칭RPG슈팅 PC,콘솔	
	아케이지크로니클 ARPG PC,콘솔	Project C 서브컬처육성 PC,모바일	갯세이브버밍엄 좀비생존시물 PC,콘솔				
펄어비스				도개비 오픈월드어드벤처 PC,콘솔			
컴투스	제우스오만의신 MMORPG PC,모바일	도원암귀P 단체RPG PC,모바일	데스티니차일드P 방치형키우기 RPG 모바일	가치아쿠타 서바이벌ARPG PC,콘솔	전자적독자시점P RPG PC,모바일		

자료: 각사, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

인터넷/SW/게임 (Positive)

비관론의 임계점 (Bottom Out)

VI.

기업분석

1. NAVER (035420)
2. 카카오 (035720)
3. NHN (181710)
4. 삼성에스디에스 (018260)
5. LG씨엔에스 (064400)
6. 크래프톤 (259960)
7. NC (036570)
8. 펠어비스 (263750)



NAVER (035420)

탑라인 성장보다 뼈아픈 마진 악화

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

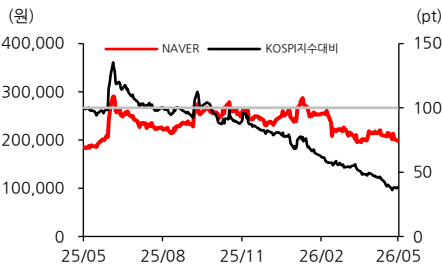
현재 주가(5/19)	198,100 원
상승여력	▲51.4%
시가총액	310,767 억원
발행주식수	156,874 천주
52 주 최고가 / 최저가	290,500 / 183,100 원
90 일 일평균 거래대금	1,872.73 억원
외국인 지분율	36.7%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.3%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	4.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.5	-21.7	-20.3	6.9
상대수익률(KOSPI)	-25.9	-49.8	-105.3	-172.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	10,738	12,035	13,810	15,280
영업이익	1,979	2,208	2,316	2,595
EBITDA	2,653	2,953	3,184	3,456
지배주주순이익	1,923	1,953	2,038	2,488
EPS	12,139	13,256	13,830	16,883
순차입금	-2,745	-3,786	-4,217	-6,667
PER	16.3	14.9	14.3	11.7
PBR	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.7	9.2	8.4	7.1
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	7.9	7.4	7.2	8.2

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 투자 비용 확대에도 커머스 매출 성장 견인으로 컨센서스에 부합했습니다. 2분기에도 배송 경쟁력 강화 및 멤버십 효과가 지속되며 탑라인의 성장세는 지속되겠지만, 3분기부터는 수수료 인상 효과가 제거되며 성장률의 둔화가 불가피할 것으로 예상합니다. 동사에 대한 투자 의견 및 목표주가를 유지합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 부합

동사의 1Q26 실적은 매출액 3,24조 원, 영업이익 5,418억 원을 기록하며 컨센서스에 부합했다. 광고 매출액은 9.3% 성장했다. AI기반 광고 최적화 및 애드부스트 효과가 확대됐고, 매출 성장분 중 AI 기여도는 50% 이상을 기록했다고 밝혔다. 커머스가 포함된 서비스 매출액은 스마트스토어 거래액 성장세가 가속화되며 YoY 35.6% 증가했다. 2월 말 출시된 쇼핑 AI에이전트의 긍정적 지표도 확인되고 있는 것으로 파악된다. C2C 매출은 알라팝 편입 효과가 더해지며 YoY 57% 증가, 엔터프라이즈 매출은 GPUaaS 성과 기여로 YoY 18.8% 증가했다. 전 사업 매출 성장세가 예상보다 컸음에도, GPU 투자에 따른 인프라비가 YoY 32.5%나 늘어나며 영업이익률은 16.7%로 낮아졌다.

인프라 및 마케팅 투자 지속 확대 구간

커머스 및 광고 매출 성장률이 기존 우려 대비 견조한 수준을 나타내고 있는 점은 긍정적이다. 2분기에도 배송 경쟁력 강화 및 멤버십 효과가 지속되며 높은 수준이 지속되겠지만, 3분기부터는 수수료 인상이 제거되며 성장률의 소폭 둔화가 불가피하다. 회사는 올해 핵심 전략으로 실행형 AI를 제시했다. 전 세계 AI 경쟁이 액션과 전환 완결성 중심으로 재편되는 가운데, 동사의 검색으로 시작되어 실제 구매와 예약까지 이어지고 있는 통합 서비스 자산은 강력한 경쟁력이 될 수 있다고 본다. 다만 이러한 이용자 경험을 수익화하기 위해 수반되는 시간과 비용 투자는 불가피하기에, 올해 실적에서는 관련 성과를 확인하기 이르다고 판단한다.

투자의견 BUY 및 목표주가 30만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 실적 추정치 변동은 없다. 시장 수익률 대비 지속적인 하회 흐름에도 불구하고, 단기적으로 비중을 크게 늘릴 수 없다는 기존 의견을 유지한다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,393	3,531	3,645	10,738	12,035	13,810	15,280
YoY(%)	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	16.4	12.5	14.1	11.0	12.1	14.7	10.6
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,945	1,993	2,084	6,137	6,965	7,861	8,593
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,476	1,509	1,583	4,989	5,436	5,963	6,385
서비스	328	347	419	435	445	470	483	501	1,148	1,529	1,899	2,208
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	474	499	523	1,487	1,668	1,955	2,305
글로벌 도전	795	816	894	896	942	973	1,040	1,039	3,113	3,402	3,994	4,382
C2C	223	228	251	286	351	353	361	374	826	987	1,439	1,655
콘텐츠	446	462	498	445	440	467	513	476	1,776	1,851	1,896	1,982
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	153	166	189	511	564	659	745
YoY (%)성장률												
네이버 플랫폼	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	14.9	9.7	12.6		13.5	12.9	9.3
광고	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	9.6	8.0	11.8		9.0	9.7	7.1
서비스	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	35.5	15.5	15.1		33.1	24.2	16.3
파이낸셜 플랫폼	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	16.8	16.7	16.5		12.2	17.2	17.9
글로벌 도전	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	19.2	16.3	15.9		9.3	17.4	9.7
C2C	4.2	11.6	28.9	33.5	57.7	55.0	44.0	31.0		19.4	45.9	15.0
콘텐츠	0.7	10.6	7.9	(1.9)	(1.4)	1.1	2.9	7.0		4.2	2.4	4.5
엔터프라이즈	12.9	6.6	5.3	16.5	18.8	21.1	14.5	13.9		10.4	16.8	13.1
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,828	2,946	3,020	8,758	9,827	11,494	12,685
YoY(%)	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	18.2	14.8	16.9	7.0	12.2	17.0	10.4
개발/운영비용	671	683	733	744	749	781	789	794	2,610	2,831	3,112	3,455
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,259	1,347	1,388	3,844	4,265	5,182	5,649
인프라	189	198	219	205	251	266	279	293	705	811	1,089	1,185
마케팅	430	482	502	506	512	522	531	545	1,599	1,920	2,110	2,396
영업이익	505	522	571	611	542	564	585	625	1,979	2,208	2,316	2,595
YoY(%)	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	8.2	2.5	2.4	32.9	11.6	4.9	12.1
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	16.6	16.6	17.1	18.4	18.3	16.8	17.0
당기순이익	423.7	497.4	734.7	163.0	291.0	639.2	503.9	590.9	1,932	1,819	2,038	2,488
당기순이익률(%)	15.2	17.1	23.4	5.1	9.0	18.8	14.3	16.2	18.0	15.1	14.8	16.3

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	12,035	13,810	15,280
매출총이익	9,671	10,738	12,035	13,810	15,280
영업이익	1,489	1,979	2,208	2,316	2,595
EBITDA	2,071	2,653	2,953	3,184	3,456
순이자손익	10	89	138	257	268
외화관련손익	62	38	61	0	0
지분법손익	244	565	453	0	0
세전계속사업손익	1,481	2,322	2,420	2,449	2,990
당기순이익	985	1,932	1,819	2,038	2,488
지배주주순이익	1,012	1,923	1,953	2,038	2,488
증가율(%)					
매출액	17.6	11.0	12.1	14.7	10.6
영업이익	14.1	32.9	11.6	4.9	12.1
EBITDA	11.0	28.1	11.3	7.8	8.5
순이익	46.3	96.1	-5.9	12.0	22.1
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.4	18.4	18.3	16.8	17.0
EBITDA 이익률	21.4	24.7	24.5	23.1	22.6
세전이익률	15.3	21.6	20.1	17.7	19.6
순이익률	10.2	18.0	15.1	14.8	16.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,002	2,590	3,096	1,619	3,718
당기순이익	985	1,932	1,819	2,038	2,488
자산상각비	582	674	745	869	861
운전자본증감	361	152	462	-1,245	297
매출채권 감소(증가)	43	-3	-14	-358	-408
재고자산 감소(증가)	-2	-13	1	-4	-5
매입채무 증가(감소)	347	-251	-12	-902	690
투자현금흐름	-950	-1,340	-744	-1,120	-1,203
유형자산처분(취득)	-633	-522	-1,220	-713	-788
무형자산 감소(증가)	-51	-24	-84	-230	-230
투자자산 감소(증가)	482	-1,678	57	-98	-102
재무현금흐름	-110	-770	-524	-166	-166
차입금의 증가(감소)	-180	-636	-407	0	0
자본의 증가(감소)	-34	-512	-121	-166	-166
배당금의 지급	-62	-119	-168	-166	-166
총현금흐름	2,311	2,935	3,181	2,864	3,421
(-)운전자본증가(감소)	-854	-520	-352	1,245	-297
(-)설비투자	641	554	1,235	713	788
(+)자산매각	-44	8	-70	-230	-230
Free Cash Flow	2,481	2,909	2,228	677	2,700
(-)기타투자	1,240	-516	-613	80	83
잉여현금	1,241	3,425	2,841	598	2,617
NOPLAT	990	1,647	1,659	1,927	2,159
(+) Dep	582	674	745	869	861
(-)운전자본투자	-854	-520	-352	1,245	-297
(-)Capex	641	554	1,235	713	788
OpFCF	1,785	2,286	1,522	838	2,529

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	10,928	11,758	14,660
현금성자산	4,403	7,123	8,394	8,825	11,275
매출채권	1,706	1,588	1,617	1,975	2,384
재고자산	15	22	20	24	29
비유동자산	28,710	28,793	30,156	30,309	30,549
투자자산	22,523	22,226	23,127	23,207	23,290
유형자산	2,742	2,910	3,608	3,514	3,507
무형자산	3,446	3,657	3,421	3,588	3,752
자산총계	35,738	38,168	41,084	42,067	45,209
유동부채	6,306	6,092	8,019	7,173	7,921
매입채무	3,873	3,866	4,238	3,336	4,026
유동성이자부채	1,465	1,105	2,397	2,397	2,397
비유동부채	5,194	5,075	4,113	4,182	4,253
비유동이자부채	3,417	3,273	2,211	2,211	2,211
부채총계	11,500	11,167	12,131	11,354	12,175
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	24,544	25,965	27,626	29,497	31,818
자본조정	-2,597	-1,944	-1,647	-1,758	-1,758
자기주식	-853	-876	-670	-670	-670
자본총계	24,238	27,001	28,953	30,713	33,034

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,233	12,139	13,256	13,830	16,883
BPS	142,887	160,694	175,846	187,067	201,865
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
CFPS	14,232	18,524	20,278	18,259	21,808
ROA(%)	2.9	5.2	4.9	4.9	5.7
ROE(%)	4.4	7.9	7.4	7.2	8.2
ROIC(%)	35.1	46.8	44.2	41.3	41.0
Multiples(x, %)					
PER	31.8	16.3	14.9	14.3	11.7
PBR	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
PSR	3.3	2.9	2.6	2.3	2.0
PCR	13.9	10.7	9.8	10.8	9.1
EV/EBITDA	15.2	10.7	9.2	8.4	7.1
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	47.4	41.4	41.9	37.0	36.9
Net debt/Equity	2.0	-10.2	-13.1	-13.7	-20.2
Net debt/EBITDA	23.2	-103.5	-128.2	-132.4	-192.9
유동비율	111.5	153.9	136.3	163.9	185.1
이자보상배율(배)	11.7	18.9	20.3	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	11.6	10.7	11.3	14.3	13.1
현금+투자자산	88.4	89.3	88.7	85.7	86.9
자본구조(%)					
차입금	16.8	14.0	13.7	13.0	12.2
자기자본	83.2	86.0	86.3	87.0	87.8



카카오 (035720)

비수기에도 확인한 이익 체력

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 70,000원

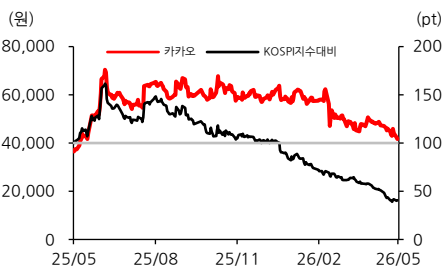
현재 주가(5/19)	41,600 원
상승여력	▲68.3%
시가총액	183,743 억원
발행주식수	441,691 천주
52 주 최고가 / 최저가	70,400 / 36,450 원
90 일 일평균 거래대금	1,056.82 억원
외국인 지분율	28.8%
주주 구성	
김범수 (외 76 인)	24.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
MAXIMOPT (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-16.8	-27.8	-28.5	14.1
상대수익률(KOSPI)	-34.2	-55.9	-113.6	-165.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,864	8,099	8,333	9,087
영업이익	495	732	917	999
EBITDA	1,331	1,572	1,897	1,953
지배주주순이익	55	491	709	734
EPS	126	1,128	1,627	1,683
순차입금	-3,384	-4,792	-3,967	-4,701
PER	328.9	36.9	25.6	24.7
PBR	1.8	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.3	8.6	7.6	7.0
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	0.6	4.6	6.3	6.4

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 특광고 고성장세가 이어지며 영업이익 컨센서스를 상회했습니다. 주가는 시장 수익률 대비 크게 부진한 상황이 지속되고 있습니다. 낮아진 주가는 우려보다는 업사이드 요인이 더욱 크게 반영될 구간이라고 판단합니다.

1Q26 실적은 영업이익 컨센서스 상회

동사의 1Q26 실적은 매출액 1.94조 원, 영업이익 2,114억 원을 기록하며 영업이익 기준 컨센서스를 상회했다. 모바일리티 및 페이가 예상보다 호조세를 보였고, 게임즈 연결제외로 자회사 수익성이 개선됐다. 특비즈 내 광고 매출액은 YoY 16% 증가했다. 고효율 타겟팅 상품인 비즈니스 메시지 성장률은 +27%, 특 개편 효과 및 상품성 다각화로 인해 DA 성장률은 +10%를 기록했다. 커머스 매출액은 270억 원으로 일부 상품 매출 인식 이연으로 전년 수준에 그쳤다. 플랫폼 기타 매출액이 YoY 30% 증가했는데, 페이 사업부의 매출 성장이 견인했다. 인건비 및 매출연동비는 QoQ 각각 2%, 5% 감소했고, 마케팅비는 전사 효율적인 집행 기조가 유지되며 QoQ 34% 줄어들었다. 영업이익률은 10.9%로 성수기 효과가 반영된 전분기 대비로도 0.3%p 높아졌다.

AI서비스들의 성과가 일부라도 확인되어야

플랫폼 부문 내 광고 사업은 기저 부담이 높아지는 하반기에도 성장세가 유지될 것으로 예상된다. 단순 인벤토리 증가에 따른 성장이 아닌, 광고 소재 및 광고주 다변화로 인한 성장세는 동사의 광고플랫폼 경쟁력이 구조적으로 개선될 수 있는 요인이라고 본다. 다만, 순차적으로 출시하고 있는 AI서비스들의 성과가 올해 주가 움직임의 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 당장의 수익화를 기대하기는 어렵지만 이용자 확산 및 트래픽 증가세는 확인되어야 할 숙제라고 본다. 사용자 기반을 확대 시킬 서비스 연동 및 글로벌 파트너십 서비스 온보딩이 예정되어 있다.

투자의견 BUY 및 목표주가 7만 원 유지

동사에 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지한다. 동사의 주가는 시장 수익률 대비 부진한 상황이 지속되고 있지만 업사이드 요인이 더욱 크게 반영될 구간이라고 본다. 광고 성장으로 인해 분기 이익 레벨은 높여갈 것으로 예상하며, AI에이전트 수익화 가능성이 일부라도 확인되면서 점진적인 리레이팅이 나타날 것으로 전망한다.

[표2] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,748	1,917	1,962	2,042	1,942	2,070	2,099	2,222	7,868	7,670	8,333	9,087
YoY (%)	-12.1	-4.4	2.1	4.5	11.1	7.9	7.0	8.8	4.1	-2.5	8.7	9.0
플랫폼부문	1022	1087	1090	1229	1183	1204	1228	1295	3,897	4,429	4,909	5,432
특비즈	559	546	538	630	609	628	650	695	2,082	2,272	2,582	2,895
포털비즈	74	79	73	72	68	83	69	77	332	298	297	311
플랫폼기타	389	463	479	527	506	493	508	522	1,484	1,859	2,030	2,226
콘텐츠부문	726	831	872	813	759	866	872	927	3,971	3,241	3,424	3,655
뮤직	438	517	565	525	485	543	545	592	1,920	2,045	2,164	2,305
스토리	213	219	212	192	182	223	226	228	864	835	860	935
미디어	75	94	96	96	92	100	101	107	313	361	400	415
YOY 성장률												
플랫폼부문	7%	14%	16%	18%	16%	11%	13%	5%	10%	14%	11%	11%
특비즈	8%	8%	7%	13%	9%	15%	21%	10%	5%	9%	14%	12%
포털비즈	-12%	-11%	-5%	-14%	-9%	5%	-5%	8%	-4%	-10%	0%	5%
플랫폼기타	10%	29%	31%	31%	30%	7%	6%	-1%	21%	25%	9%	10%
콘텐츠부문	-30%	-21%	-11%	-11%	5%	4%	0%	14%	-1%	-18%	6%	7%
뮤직	-6%	1%	20%	12%	11%	5%	-4%	13%	11%	6%	6%	7%
스토리	-6%	2%	-3%	-5%	-14%	2%	7%	19%	-6%	-3%	3%	9%
미디어	-21%	5%	75%	30%	23%	6%	5%	12%	-10%	15%	11%	4%
영업비용	1,621	1,714	1,738	1,826	1,731	1,858	1,871	1,956	7,369	6,898	7,416	8,088
YoY (%)	-12.9	-7.9	-2.3	-2.2	6.8	8.4	7.6	7.1	3.8	-6.4	7.5	9.1
인건비	426	439	429	455	445	490	493	507	1,892	1,748	1,935	2,165
매출연동비	659	679	698	740	701	741	751	796	3,011	2,775	2,989	3,252
외주/인프라	190	218	245	238	208	244	248	262	875	891	962	1,038
마케팅비	75	79	92	109	73	104	99	104	404	354	379	448
상각비	193	209	195	192	197	210	210	215	859	790	832	922
기타	58	60	66	65	56	68	69	73	250	249	267	263
영업이익	127.4	203.9	223.8	216.0	211.4	212.1	227.9	265.7	500	771	917	999
YoY (%)	-0.8	42.1	58.1	151.1	66.0	4.0	1.8	23.0	8.6	54.3	18.9	8.9
영업이익률(%)	7.3	10.6	11.4	10.6	10.9	10.2	10.9	12.0	6.3	10.1	11.0	11.0
당기순이익	200.3	171.8	192.9	-47.1	226.8	246.8	222.0	18.8	-162	518	709	734
YoY (%)	196	97	146	적자축소	13	44	15	흑전	적유	흑전	36.9	3.4
순이익률(%)	11.5	9.0	9.8	-2.3	11.7	11.9	10.6	0.8	-2.1	6.8	8.5	8.1

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,557	7,864	8,099	8,333	9,087
매출총이익	7,557	7,864	8,099	8,333	9,087
영업이익	461	495	732	917	999
EBITDA	1,222	1,331	1,572	1,897	1,953
순이자손익	57	48	59	17	-34
외화관련손익	-4	25	-4	0	0
지분법손익	-135	17	191	0	0
세전계속사업손익	-1,648	50	578	887	917
당기순이익	-1,817	-162	475	709	734
지배주주순이익	-1,013	55	491	709	734
증가율(%)					
매출액	11.2	4.1	3.0	2.9	9.0
영업이익	-19.1	7.5	47.8	25.3	8.9
EBITDA	6.1	8.9	18.2	20.6	3.0
순이익	적전	적지	흑전	49.4	3.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	6.1	6.3	9.0	11.0	11.0
EBITDA 이익률	16.2	16.9	19.4	22.8	21.5
세전이익률	-21.8	0.6	7.1	10.6	10.1
순이익률	-24.0	-2.1	5.9	8.5	8.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,341	1,250	1,370	94	1,715
당기순이익	-1,817	-162	518	709	734
자산상각비	761	835	840	980	954
운전자본증감	248	-4	0	-839	-15
매출채권 감소(증가)	-108	-20	-27	-58	-10
재고자산 감소(증가)	43	0	-20	-10	-1
매입채무 증가(감소)	418	-27	131	-731	36
투자현금흐름	-1,780	10	-504	-994	-1,060
유형자산처분(취득)	-561	-348	-471	-634	-692
무형자산 감소(증가)	-135	-87	-102	-145	-145
투자자산 감소(증가)	227	415	-146	-101	-105
재무현금흐름	1,020	-521	-662	-26	-26
차입금의 증가(감소)	-75	-390	-479	0	0
자본의 증가(감소)	-20	-4	-183	-26	-26
배당금의 지급	-55	-27	-27	-26	-26
총현금흐름	1,184	1,300	1,370	933	1,730
(-)운전자본증가(감소)	-1,215	-465	-410	839	15
(-)설비투자	575	380	484	634	692
(+)자산매각	-121	-55	-89	-145	-145
Free Cash Flow	1,703	1,330	1,206	-686	878
(-)기타투자	2,278	438	195	113	118
잉여현금	-575	892	1,012	-799	760
NOPLAT	334	-1,105	612	734	799
(+) Dep	761	835	840	980	954
(-)운전자본투자	-1,215	-465	-410	839	15
(-)Capex	575	380	484	634	692
OpFCF	1,735	-185	1,378	240	1,047

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	9,988	10,722	12,374	11,701	12,531
현금성자산	7,228	7,855	8,860	8,035	8,769
매출채권	1,205	1,255	1,396	1,454	1,464
재고자산	139	81	77	87	87
비유동자산	15,192	14,961	15,328	15,241	15,241
투자자산	7,998	8,428	8,544	8,657	8,775
유형자산	1,337	1,363	1,557	1,457	1,436
무형자산	5,769	5,171	5,228	5,127	5,031
자산총계	25,180	25,683	27,702	26,942	27,773
유동부채	7,564	8,545	8,780	8,092	8,174
매입채무	4,934	5,310	6,193	5,462	5,499
유동성이자부채	1,931	2,341	1,518	1,518	1,518
비유동부채	3,757	3,285	3,779	3,819	3,860
비유동이자부채	2,579	2,131	2,550	2,550	2,550
부채총계	11,321	11,830	12,559	11,911	12,034
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,911	8,803	8,803	8,803
이익잉여금	1,922	1,943	2,685	3,368	4,075
자본조정	-1,043	-758	-256	-1,133	-1,133
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,859	13,943	15,225	15,031	15,739

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-2,276	126	1,128	1,627	1,683
BPS	21,948	22,858	25,483	25,045	26,644
DPS	61	60	60	60	60
CFPS	2,662	2,931	3,096	2,109	3,909
ROA(%)	-4.2	0.2	1.8	2.6	2.7
ROE(%)	-10.3	0.6	4.6	6.3	6.4
ROIC(%)	5.1	-20.2	12.8	14.8	15.1
Multiples(x, %)					
PER	-18.3	328.9	36.9	25.6	24.7
PBR	1.9	1.8	1.6	1.7	1.6
PSR	2.4	2.3	2.3	2.2	2.0
PCR	15.6	14.2	13.4	19.7	10.6
EV/EBITDA	12.8	11.3	8.6	7.6	7.0
배당수익률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	81.7	84.8	82.5	79.2	76.5
Net debt/Equity	-19.6	-24.3	-31.5	-26.4	-29.9
Net debt/EBITDA	-222.5	-254.3	-304.8	-209.1	-240.6
유동비율	132.0	125.5	140.9	144.6	153.3
이자보상배율(배)	2.8	2.4	4.1	3.7	3.2
자산구조(%)					
투하자본	28.1	23.4	20.9	24.1	23.1
현금+투자자산	71.9	76.6	79.1	75.9	76.9
자본구조(%)					
차입금	24.6	24.3	21.1	21.3	20.5
자기자본	75.4	75.7	78.9	78.7	79.5

NHN (181710)

GPUaaS 매출 2분기 반영 기대

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 48,000원

현재 주가(5/19)	38,800 원
상승여력	▲23.7%
시가총액	12,708 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	43,700 / 18,770 원
90 일 일평균 거래대금	37.21 억원
외국인 지분율	14.1%

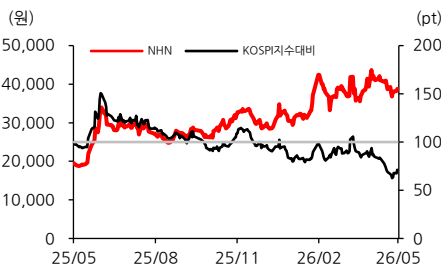
주주 구성	
이준호 (외 18 인)	56.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
자사주 (외 1 인)	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.5	-8.5	21.3	100.0
상대수익률(KOSPI)	-19.0	-36.6	-63.8	-79.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	2,814	3,033
영업이익	-33	132	170	190
EBITDA	72	236	297	354
순이익	-133	32	102	114
EPS(원)	-4,073	1,018	3,225	3,632
순차입금	-410	-1,401	-975	-838
PER	-9.5	38.1	12.0	10.7
PBR	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.0	-0.6	1.0	1.2
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3
ROE	-8.6	2.2	6.7	7.1

주가 추이



동사의 1Q26 매출액은 기술 및 결제 사업 호조로 예상을 상회했지만, 영업 이익은 AI 관련 사업 감가상각비가 늘어나며 시장 기대치를 하회했습니다. 2분기 실적은 GPU 매출 반영 시작으로 한 단계 높아진 이익 레벨이 예상됩니다. 목표주가 4만 8천 원을 유지합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 대비 매출액은 상회, 영업이익 하회

동사의 1Q26 실적은 매출액 6,714억 원, 영업이익 263억 원을 기록했습니다. 매출액은 결제 및 기술 사업 호조로 컨센서스 대비 상회했지만, 영업이익은 감가상각비 증가로 컨센서스를 하회했다. PC 매출액은 웹보드 규제 완화 효과가 반영되며 QoQ 13.2% 늘어났고, 모바일 매출은 일본 라인업 업데이트 부재로 인해 QoQ 4.8% 감소했다. 결제 매출액은 QoQ 2.6% 증가했지만, 기술 사업 매출액은 매출 인식 계절성으로 QoQ 9.6% 줄어들었다. 인건비는 연결 종속회사 상여금 반영으로 QoQ 7.5% 증가, 감가상각비는 정부 AI 사업 관련 사용권자산상각비 및 유형자산상각비 반영으로 QoQ 21.9% 늘어났다.

수백억 적자였던 클라우드 법인, 전사 실적에 +로 기여될 시기

2분기 영업이익으로 427억 원을 전망한다. YoY 및 QoQ 성장률이 각각 94.6%, 62.5% 수준에 해당하는 높은 증익이다. 웹보드 사업에서 견고한 이익 레벨을 만들어주고, 클라우드 법인에서 외형 성장 및 턴어라운드 추세를 가속화시킬 것이라는 기존 전망을 유지한다. 이번 실적도 마찬가지다. 감가상각비가 전분기 및 전년 대비 20% 이상 늘어났음에도 200억 원의 이익 레벨을 유지할 수 있었던 이유는 고마진 웹보드 게임 덕이라고 본다. 2분기 실적에는 GPU B200 7,656장 중 약 20% 규모의 외부 판매 매출 인식이 반영될 예정이다. 현재 B200의 달러버리 지연 및 가격 상승세로 인해 매출 상향 가능성이 높다고 본다. 클라우드 법인의 영업적자는 24년 285억 원에서 25년 약 200억 원으로 축소됐다. 올해 관련 사업 확대로 BEP 수준을 전망하며, 전사 실적에 유의미한 기여가 가능하다.

투자의견 BUY 및 목표주가 4만 8천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 실적 추정치 변경은 없다. 중소형주 최선후주 의견을 유지한다.

[표3] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	698.5	713.3	731.2	2,456	2,516	2,814	3,033
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	6.5	11.9	15.5	14.0	6.7	8.2	2.4	11.9	7.8
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	122.8	126.0	125.2	460	479	502	520
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	45.2	47.6	47.9	173	173	189	197
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	77.6	78.4	77.3	287	306	313	324
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	345.9	351.2	329.9	1,146	1,266	1,382	1,495
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	138.7	135.2	142.7	414	460	542	630
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	655.9	665.8	678.0	2,489	2,384	2,645	2,843
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	1.9	12.7	12.5	11.3	7.6	(4.4)	(0.6)	5.6	8.8
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	114.7	115.6	116.0	439	436	461	501
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	464.5	470.7	482.6	1,647	1,681	1,874	2,002
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	22.9	24.7	23.9	67	87	95	99
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	42.7	47.5	53.2	-32.6	132.4	169.6	189.7
YoY(%)	1.3	-23.0	흑전	120.9	-5.0	94.6	71.7	-3.7	-158.7	흑전	28.0	11.9
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.1	3.9	6.1	6.7	7.3	-1.3	5.3	6.0	6.3
당기순이익	-0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	25.9	27.5	16.8	-192.6	51.9	101.6	114.5
YoY(%)	적지	142.6	-44.4	흑전	흑전	130.7	52.8	-26.5	적지	흑전	95.8	12.6
순이익률(%)	0.0	1.9	2.9	3.3	4.6	3.7	3.9	2.3	-7.8	2.1	3.6	3.8

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,516	2,814	3,033
매출총이익	2,270	2,456	2,516	2,814	3,033
영업이익	56	-33	132	170	190
EBITDA	149	72	236	297	354
순이자손익	-2	-8	-5	-7	2
외화관련손익	2	7	-1	0	0
지분법손익	6	-12	-6	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	131	131	153
당기순이익	-23	-193	52	102	114
지배주주순이익	-9	-133	32	102	114
증가율(%)					
매출액	7.3	8.2	2.4	11.9	7.8
영업이익	42.4	적전	흑전	28.0	11.9
EBITDA	26.8	-51.9	228.3	25.9	19.3
순이익	적지	적지	흑전	95.8	12.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	5.3	6.0	6.3
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	10.5	11.7
세전이익률	0.6	-5.3	5.2	4.7	5.0
순이익률	-1.0	-7.8	2.1	3.6	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	165	47	1,246	42	347
당기순이익	-23	-193	52	102	114
자산상각비	94	104	103	127	164
운전자본증감	15	-168	0	-214	61
매출채권 감소(증가)	10	-174	78	-62	-40
재고자산 감소(증가)	18	11	33	-3	-2
매입채무 증가(감소)	27	-18	49	-149	102
투자현금흐름	-294	-50	20	-458	-473
유형자산처분(취득)	-308	-42	-117	-394	-425
무형자산 감소(증가)	-31	-12	-18	-34	-34
투자자산 감소(증가)	68	22	77	-5	-5
재무현금흐름	269	-149	-324	-16	-16
차입금의 증가(감소)	115	-9	-27	0	0
자본의 증가(감소)	-26	-57	-296	-16	-16
배당금의 지급	-6	-17	-16	-16	-16
총현금흐름	209	275	1,246	255	286
(-)운전자본증가(감소)	-77	20	-835	214	-61
(-)설비투자	318	48	123	394	425
(+)자산매각	-20	-5	-12	-34	-34
Free Cash Flow	-53	202	1,946	-386	-112
(-)기타투자	86	166	758	25	9
잉여현금	-138	35	1,188	-411	-121
NOPLAT	-99	-24	52	132	142
(+) Dep	94	104	103	127	164
(-)운전자본투자	-77	20	-835	214	-61
(-)Capex	318	48	123	394	425
OpFCF	-246	13	868	-349	-57

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	2,202	1,844	1,753
현금성자산	879	764	1,693	1,266	1,129
매출채권	493	516	407	469	509
재고자산	67	49	26	29	32
비유동자산	1,912	1,774	1,649	1,959	2,262
투자자산	779	729	640	649	658
유형자산	706	701	685	966	1,242
무형자산	427	345	325	344	362
자산총계	3,450	3,193	3,851	3,803	4,015
유동부채	888	878	1,545	1,400	1,506
매입채무	664	648	1,355	1,207	1,309
유동성이자부채	110	124	101	101	101
비유동부채	571	549	536	543	550
비유동이자부채	222	230	191	191	191
부채총계	1,460	1,428	2,081	1,942	2,056
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	929	929	929
이익잉여금	524	325	630	716	815
자본조정	-140	-121	-114	-110	-110
자기주식	-54	-46	-48	-48	-48
자본총계	1,990	1,765	1,771	1,860	1,959

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-244	-4,073	1,018	3,225	3,632
BPS	46,697	42,986	44,671	47,408	50,422
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	38,040	7,800	8,730
ROA(%)	-0.3	-4.0	0.9	2.7	2.9
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.2	6.7	7.1
ROIC(%)	-11.1	-2.5	5.2	8.9	24.4
Multiples(x, %)					
PER	-158.8	-9.5	38.1	12.0	10.7
PBR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PCR	6.5	4.8	1.0	5.0	4.4
EV/EBITDA	4.8	12.0	-0.6	1.0	1.2
배당수익률	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	73.4	80.9	117.5	104.4	104.9
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-79.1	-52.4	-42.8
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-594.2	-328.3	-236.5
유동비율	173.0	161.5	142.6	131.7	116.4
이자보상배율(배)	2.4	n/a	5.1	6.1	9.5
자산구조(%)					
투자자본	36.4	38.3	-2.3	19.5	28.1
현금+투자자산	63.6	61.7	102.3	80.5	71.9
자본구조(%)					
차입금	14.3	16.7	14.1	13.6	13.0
자기자본	85.7	83.3	85.9	86.4	87.0



삼성에스디에스 (018260)

낮은 주가 레벨, 기대해볼 만한 투자 성과

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 210,000원

현재 주가(5/19)	171,000 원
상승여력	▲22.8%
시가총액	132,316 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	195,000 / 127,700 원
90 일 일평균 거래대금	605.31 억원
외국인 지분율	19.3%

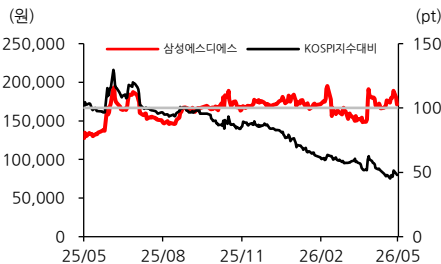
주주 구성	
삼성전자 (외 11 인)	48.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.7%
삼성에스디에스우리아주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.3	-0.3	4.1	28.8
상대수익률(KOSPI)	-23.7	-28.4	-80.9	-150.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,828	13,930	14,278	15,008
영업이익	911	957	868	1,033
EBITDA	1,518	1,587	1,486	1,576
지배주주순이익	757	760	765	898
EPS	9,783	9,816	9,894	11,612
순차입금	-5,040	-5,563	-6,248	-6,925
PER	17.5	17.4	17.3	14.7
PBR	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.8	4.7	4.0
배당수익률	1.7	1.9	1.9	1.9
ROE	8.4	7.9	7.5	8.3

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 퇴직금 관련 일회성 비용 반영으로 컨센서스를 크게 하회했습니다. 동사는 6조 원이 넘는 현금을 보유하고도 그간 M&A 및 향후 성장을 위한 투자에 소극적이라는 밸류에이션 디레이팅 요인을 지적 받아왔습니다. 올해는 보다 적극적인 투자 성과가 확인될 것으로 예상합니다.

1Q26 실적은 일회성 비용 반영되며 컨센서스 하회

동사의 1Q26 실적은 매출액 3.35조 원, 영업이익 783억 원을 기록하며 시장 기대치를 크게 하회했다. 퇴직금 관련 일회성 비용이 1,120억 원 반영된 이유도 있지만, 일회성을 제외하고도 주요 관계사의 프로젝트 종료 및 대외 사업 확대를 위한 투자가 지속되며 매출과 마진 모두 기존 예상보다 부진했다. 클라우드 매출은 YoY 5.8% 성장, CSP와 MSP 매출은 YoY 각각 12%, 4% 증가했다. 물류 매출액은 YoY 7.8% 감소했는데, 대외이슈로 인한 물동량 감소 및 운임 하락세가 영향을 미쳤다. IT서비스와 물류 영업이익률은 각각 3.9%(QoQ -8.1%p), 0.9%(QoQ -0.5%p)를 기록했다.

2분기 실적 정상화 전망, 10조 투자 계획 발표

2분기 영업이익은 2,370억 원이 전망된다. 부진했던 클라우드 매출액은 YoY 11.6% 성장해, 영업이익률도 정상 수준으로 정상화될 것으로 예상된다. 동사는 이번 실적발표에서 31년까지 10조 원 규모의 투자 로드맵을 발표하면서 자본 활용에 대한 적극적 의지를 내비쳤다. AI인프라(5조), M&A(4조), AI서비스/플랫폼 솔루션(1조)으로 영역으로 구분했으며, 5조원의 규모로 책정된 AI인프라 분야는 구미AIDC(60MW, 2.1조) 및 AI컴퓨팅센터(1~2천억), DC 증설(60MW, 2조), 장비교체/시설(1조)로 세부화했다.

투자의견 BUY와 목표주가 21만 원 유지

동사에 대한 목표주가와 투자의견을 그대로 유지한다. 동사는 6조 원이 넘는 현금을 보유하고도 그간 M&A 및 향후 성장을 위한 투자에 소극적이라는 밸류에이션 디레이팅 요인을 지적 받아왔다. 올해는 자본 활용 전략에 대한 모멘텀을 보다 기대해볼 수 있는 시기라고 본다. 연중 가시적인 성과가 확인된다면 멀티플 할인 요인이 해소될 것으로 예상된다.

[표4] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,577	3,582	3,766	13,828	13,930	14,278	15,008
IT 서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,763	1,713	1,811	6,402	6,544	6,897	7,513
SI	236	318	241	246	243	326	251	253	1,079	1,041	1,073	1,108
ITO	712	695	680	735	677	695	672	726	2,999	2,822	2,770	2,850
클라우드	653	665	675	688	691	743	790	831	2,324	2,680	3,055	3,555
물류 BPO	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,814	1,869	1,956	7,427	7,386	7,381	7,495
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	46	48	47	47	48	49	48	48	46	47	48	50
물류 BPO	54	52	53	53	52	51	52	52	54	53	52	50
영업이익	268.5	230.2	232.3	226.1	78.3	237.0	281.8	271.2	911	957	868	1,033
영업이익률(%)	7.7	6.6	6.8	6.4	2.3	6.6	7.9	7.2	6.6	6.9	6.1	6.9
IT 서비스	226	204	197	200	63	208	252	242	773	827	765	905
영업이익률(%)	14.1	12.1	12.4	12.0	3.9	11.8	14.7	13.4	12.1	12.6	11.1	12.0
물류 BPO	43	27	35	26	15	29	30	29	139	130	104	128
영업이익률(%)	2.3	1.4	2.0	1.4	0.9	1.6	1.6	1.5	1.9	1.8	1.4	1.7
당기순이익	217.6	176.0	201.1	187.9	91.8	203.4	238.2	233.3	789.5	782.0	765.3	898
당기순이익률(%)	6.2	5.0	5.9	5.3	2.7	5.7	6.7	6.2	5.7	5.6	5.4	6.0
YoY(%)												
매출액	7.5	4.2	-5.0	-2.9	-3.9	1.9	5.6	6.5	4.2	0.7	2.5	5.1
IT 서비스	3.0	5.8	-2.1	2.3	0.6	5.1	7.3	8.5	4.8	2.2	5.4	8.9
SI	-18.2	18.8	-5.9	-7.5	3.0	2.4	4.0	2.7	-6.3	-3.4	3.0	3.3
ITO	-3.1	-8.9	-7.7	-4.0	-4.9	0.0	-1.2	-1.2	-2.4	-5.9	-1.8	2.9
클라우드	23.0	19.6	5.9	14.7	5.8	11.6	17.1	20.9	23.5	15.4	14.0	16.4
물류 BPO	11.6	2.9	-7.4	-7.1	-7.8	-1.1	4.1	4.7	3.6	-0.5	-0.1	1.5
영업이익	18.9	4.2	-8.1	6.9	-70.8	3.0	21.3	20.0	12.7	5.0	-9.3	19.0
IT 서비스	33.0	2.9	-11.5	10.0	-72.1	2.1	27.7	20.8	15.3	7.0	-7.5	18.3
물류 BPO	-24.1	15.2	17.4	-12.2	-64.1	9.5	-14.8	13.3	0.2	-6.1	-20.4	23.6
당기순이익	0.3	-7.6	8.2	-4.3	-57.8	15.5	18.5	24.2	12.5	-0.9	-2.1	17.4

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,277	13,828	13,930	14,278	15,008
매출총이익	1,796	2,012	2,080	2,132	2,241
영업이익	808	911	957	868	1,033
EBITDA	1,421	1,518	1,587	1,486	1,576
순이자손익	143	133	136	146	154
외화관련손익	4	41	-18	0	0
지분법손익	6	5	6	0	0
세전계속사업손익	986	1,103	1,076	1,029	1,198
당기순이익	701	790	783	765	898
지배주주순이익	693	757	760	765	898
증가율(%)					
매출액	-23.0	4.2	0.7	2.5	5.1
영업이익	-11.8	12.7	5.0	-9.3	19.0
EBITDA	-0.5	6.8	4.5	-6.4	6.1
순이익	-37.9	12.6	-0.9	-2.2	17.4
이익률(%)					
매출총이익률	13.5	14.6	14.9	14.9	14.9
영업이익률	6.1	6.6	6.9	6.1	6.9
EBITDA 이익률	10.7	11.0	11.4	10.4	10.5
세전이익률	7.4	8.0	7.7	7.2	8.0
순이익률	5.3	5.7	5.6	5.4	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,461	1,238	1,203	1,364	1,375
당기순이익	701	790	783	765	898
자산상각비	613	607	630	617	543
운전자본증감	-106	-252	-347	-28	-75
매출채권 감소(증가)	194	-233	-32	-162	-206
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
매입채무 증가(감소)	-12	-60	-112	134	130
투자현금흐름	-622	-1,069	-824	-628	-655
유형자산처분(취득)	-445	-473	-313	-323	-340
무형자산 감소(증가)	-29	-52	-44	-56	-56
투자자산 감소(증가)	-51	-552	-466	-196	-204
재무현금흐름	-463	-423	-509	-247	-247
차입금의 증가(감소)	-208	-212	-242	0	0
자본의 증가(감소)	-251	-211	-230	-247	-247
배당금의 지급	-251	-216	-233	-247	-247
총현금흐름	1,510	1,680	1,703	1,392	1,450
(-)운전자본증가(감소)	-187	262	205	28	75
(-)설비투자	451	475	315	323	340
(+)자산매각	-24	-50	-42	-56	-56
Free Cash Flow	1,222	893	1,141	985	979
(-)기타투자	390	-19	143	53	55
잉여현금	832	911	998	932	924
NOPLAT	575	652	696	646	775
(+) Dep	613	607	630	617	543
(-)운전자본투자	-187	262	205	28	75
(-)Capex	451	475	315	323	340
OpFCF	924	522	806	912	902

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	8,160	9,004	9,406	10,271	11,173
현금성자산	5,491	6,024	6,380	7,065	7,742
매출채권	2,229	2,534	2,595	2,757	2,963
재고자산	24	19	15	17	18
비유동자산	4,161	4,235	4,048	3,863	3,771
투자자산	1,687	1,647	1,472	1,525	1,580
유형자산	1,654	1,774	1,752	1,489	1,318
무형자산	819	814	824	849	872
자산총계	12,321	13,238	13,454	14,134	14,944
유동부채	2,392	2,495	2,332	2,485	2,634
매입채무	1,663	1,703	1,603	1,737	1,867
유동성이자부채	211	267	262	262	262
비유동부채	954	1,037	859	868	877
비유동이자부채	657	717	555	555	555
부채총계	3,345	3,533	3,191	3,352	3,511
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,447	7,995	8,530	9,049	9,700
자본조정	-125	2	50	50	50
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,976	9,705	10,263	10,781	11,433

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,962	9,783	9,816	9,894	11,612
BPS	111,893	120,618	128,152	134,854	143,272
DPS	2,700	2,900	3,190	3,190	3,190
CFPS	19,509	21,716	22,006	17,984	18,739
ROA(%)	5.7	5.9	5.7	5.5	6.2
ROE(%)	8.2	8.4	7.9	7.5	8.3
ROIC(%)	13.8	15.0	15.4	14.5	17.8
Multiples(x, %)					
PER	19.0	17.5	17.4	17.3	14.7
PBR	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
PSR	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
PCR	8.7	7.9	7.8	9.5	9.1
EV/EBITDA	6.0	5.4	4.8	4.7	4.0
배당수익률	1.6	1.7	1.9	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	37.3	36.4	31.1	31.1	30.7
Net debt/Equity	-51.5	-51.9	-54.2	-58.0	-60.6
Net debt/EBITDA	-325.4	-332.0	-350.5	-420.5	-439.5
유동비율	341.2	360.8	403.4	413.4	424.1
이자보상배율(배)	21.2	18.2	18.9	18.0	21.4
자산구조(%)					
투하자본	37.0	37.0	36.6	33.7	31.8
현금+투자자산	63.0	63.0	63.4	66.3	68.2
자본구조(%)					
차입금	8.8	9.2	7.4	7.0	6.7
자기자본	91.2	90.8	92.6	93.0	93.3



2026 하반기전망

인터넷/SW/게임 (Positive)
비관론의 임계점 (Bottom Out)

LG씨엔에스 (064400)

대외 사업 성장으로 호실적

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 90,000원

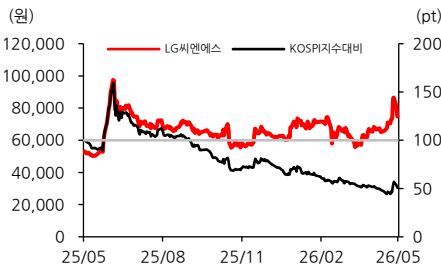
현재 주가(5/19)	74,800 원
상승여력	▲20.3%
시가총액	72,471 억원
발행주식수	96,886 천주
52 주 최고가 / 최저가	97,400 / 50,200 원
90 일 일평균 거래대금	770.12 억원
외국인 지분율	5.9%
주주 구성	
LG (외 6 인)	47.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
엘지씨엔에스우리사주 (외 1 인)	3.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.8	4.3	32.6	36.7
상대수익률(KOSPI)	-4.6	-23.8	-52.4	-142.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,983	6,130	6,593	7,106
영업이익	513	552	613	685
EBITDA	617	686	711	774
지배주주순이익	365	438	508	566
EPS	4,180	4,520	5,243	5,839
순차입금	-447	-908	-1,418	-1,768
PER	17.9	16.6	14.3	12.8
PBR	3.1	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	11.0	9.2	8.2	7.1
배당수익률	2.2	2.2	2.2	2.2
ROE	18.3	17.3	16.4	16.3

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 전사업 부문의 고른 성장세가 나타나며 시장 기대치에 부합했습니다. 올해는 정부 주도의 실거래 테스트와 시범 사업이 본격화되는 시점으로, 관련 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 예상합니다. 동사에 대한 목표주가 9만 원을 유지합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 부합

동사의 1Q26 실적은 매출액 1.32조 원, 영업이익 942억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 비수기 및 매크로 환경 불확실 영향에도 불구하고 전사업 부문이 모두 호조세를 나타내며 매출액과 영업이익이 YoY 각각 8.6%, 19.4% 증가했다. DBS 매출은 YoY 11.9%나 성장했다. 기존 수주 대형 사업들의 안정적인 이행과 더불어 대외 고객들의 협업 기반이 확대되고 있는 것으로 파악된다. 클라우드&AI 매출은 대내외 AX 프로젝트 및 클라우드 인프라 수주를 통해 YoY 6.7% 성장했다. AI 인프라 및 MSP 사업의 지속적인 확대가 수익성 개선 핵심동력으로 작용하며 영업이익률은 YoY 0.7%p 상승한 7.2%를 기록했다.

대형 사업 수주 경쟁력 지속 확대 구간

2분기 영업이익으로 1,448억 원을 전망하며, 분기마다 이익 레벨은 점차 상향될 것으로 본다. 올해는 디지털 자산 및 금융 IT 부문 미래사업 기회 선점에 대한 긍정적인 기대 요인이 기업가치에 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. DBO 부문은 차세대 금융 시스템 수주확대 등의 성과가 1분기부터 나타났고, 하반기로 갈수록 대형 사업 수주 경쟁력이 더욱 강화될 것으로 전망한다. 특히 동사는 CBDC 상용화 사업 및 스테이블코인 사업 영역에서 기존 확보된 레퍼런스가 경쟁력이 될 수 있기에, 프로젝트 시행 및 입법화 흐름에 따라 중장기적인 매출 성장 기회를 얻을 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 및 목표주가 9만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 실적 추정치 변동은 없으며, 올해 예상 EPS에 목표배수 17배를 적용했다. 올해는 정부 주도의 실거래 테스트와 시범 사업이 본격화되는 시점으로, 관련 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 예상된다. 그룹사 AX 관련 안정적인 물량을 바탕으로 신규 사업 성과가 가시화된다면 늘려 있던 밸류에이션 멀티플은 점진적으로 상향될 것으로 전망한다.

[표5] LG 씨엔에스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,565	1,637	2,076	6,130	6,593	7,106
YoY(%)	13.2	0.7	5.8	(4.4)	8.6	7.2	7.6	7.2	2.5	7.6	7.8
DBS	288	321	337	403	322	330	360	412	1,349	1,424	1,525
클라우드 & AI	717	872	879	1,118	765	947	965	1,246	3,587	3,922	4,281
스마트 엔지니어링	206	267	306	414	228	288	313	418	1,194	1,247	1,300
YoY(%)											
DBS	(2.9)	(6.9)	(8.2)	4.5	11.9	2.8	6.9	2.1	(3.2)	5.6	7.1
클라우드 & AI	30.1	8.2	10.6	(6.8)	6.7	8.5	9.7	11.4	7.0	9.3	9.1
스마트 엔지니어링	(7.3)	(10.7)	10.6	(5.6)	10.4	8.1	2.1	1.0	(3.5)	4.5	4.3
영업이익	79	141	120	212	94	145	132	242	552	613	685
YoY(%)	144.3	2.3	(15.8)	5.9	19.4	2.8	10.2	14.2	7.6	11.1	11.7
영업이익률(%)	6.5	9.6	7.9	11.0	7.2	9.2	8.1	11.7	9.0	9.3	9.6
순이익	57	99	105	178	81	117	107	193	395	508	566
YoY(%)	362.2	(3.8)	(11.0)	36.9	64.9	15.6	12.4	(3.6)	1.0	13.3	5.2
순이익률(%)	4.7	6.8	6.9	9.2	6.2	7.5	6.5	9.3	6.4	7.7	8.0

자료: LG씨엔에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,605	5,983	6,130	6,593	7,106
매출총이익	835	931	952	1,026	1,106
영업이익	464	513	552	613	685
EBITDA	561	617	686	711	774
순이자손익	-4	5	18	62	66
외화관련손익	24	0	0	0	0
지분법손익	11	7	17	0	0
세전계속사업손익	443	485	593	668	744
당기순이익	332	365	439	508	566
지배주주순이익	332	365	438	508	566
증가율(%)					
매출액	12.8	6.7	2.5	7.6	7.8
영업이익	20.4	10.5	7.6	11.2	11.7
EBITDA	18.4	9.9	11.2	3.7	9.0
순이익	25.4	9.8	20.3	15.7	11.4
이익률(%)					
매출총이익률	14.9	15.6	15.5	15.6	15.6
영업이익률	8.3	8.6	9.0	9.3	9.6
EBITDA 이익률	10.0	10.3	11.2	10.8	10.9
세전이익률	7.9	8.1	9.7	10.1	10.5
순이익률	5.9	6.1	7.2	7.7	8.0

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	144	715	418	736	580
당기순이익	332	365	439	508	566
자산상각비	97	104	134	97	89
운전자본증감	-338	121	-206	135	-77
매출채권 감소(증가)	-133	-83	-15	153	-221
재고자산 감소(증가)	-11	21	-15	-10	-10
매입채무 증가(감소)	23	-14	-123	-3	159
투자현금흐름	-114	-13	-530	-86	-90
유형자산처분(취득)	-39	-30	-44	-34	-36
무형자산 감소(증가)	-11	-6	-6	-11	-11
투자자산 감소(증가)	-2	-4	-15	-22	-23
재무현금흐름	-255	-141	174	-162	-162
차입금의 증가(감소)	-151	-27	-221	0	0
자본의 증가(감소)	-104	-133	454	-162	-162
배당금의 지급	-104	-133	-146	-162	-162
총현금흐름	617	718	724	601	657
(-)운전자본증가(감소)	301	-196	108	-135	77
(-)설비투자	44	31	44	34	36
(+)자산매각	-6	-6	-6	-11	-11
Free Cash Flow	267	878	566	692	533
(-)기타투자	99	47	563	20	21
잉여현금	167	831	3	672	512
NOPLAT	348	385	408	466	521
(+) Dep	97	104	134	97	89
(-)운전자본투자	301	-196	108	-135	77
(-)Capex	44	31	44	34	36
OpFCF	101	654	390	665	496

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,037	3,435	3,965	4,353	4,956
현금성자산	671	1,166	1,680	2,189	2,540
매출채권	1,574	1,714	1,708	1,556	1,777
재고자산	66	46	61	71	81
비유동자산	1,003	1,069	1,320	1,287	1,266
투자자산	367	460	732	752	773
유형자산	549	545	536	487	448
무형자산	88	64	53	48	45
자산총계	4,041	4,505	5,285	5,640	6,222
유동부채	1,543	1,852	1,861	1,874	2,050
매입채무	1,197	1,255	1,119	1,115	1,274
유동성이자부채	22	232	333	333	333
비유동부채	629	529	483	485	486
비유동이자부채	591	486	439	439	439
부채총계	2,172	2,382	2,344	2,359	2,536
자본금	47	47	52	52	52
자본잉여금	35	35	624	624	624
이익잉여금	1,772	2,003	2,221	2,567	2,971
자본조정	9	30	36	30	30
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,868	2,123	2,941	3,281	3,685

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,811	4,180	4,520	5,243	5,839
BPS	21,369	24,257	30,270	33,777	37,946
DPS	1,520	1,672	1,670	1,670	1,670
CFPS	7,080	8,238	7,476	6,202	6,779
ROA(%)	8.4	8.5	8.9	9.3	9.5
ROE(%)	19.0	18.3	17.3	16.4	16.3
ROIC(%)	23.0	24.6	24.9	27.3	31.6
Multiples(x, %)					
PER	19.6	17.9	16.6	14.3	12.8
PBR	3.5	3.1	2.5	2.2	2.0
PSR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR	10.6	9.1	10.0	12.1	11.0
EV/EBITDA	12.8	11.0	9.2	8.2	7.1
배당수익률	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
안정성(%)					
부채비율	116.3	112.2	79.7	71.9	68.8
Net debt/Equity	-3.1	-21.1	-30.9	-43.2	-48.0
Net debt/EBITDA	-10.4	-72.5	-132.4	-199.5	-228.3
유동비율	196.8	185.5	213.1	232.3	241.8
이자보상배율(배)	12.6	19.2	21.3	21.6	24.1
자산구조(%)					
투하자본	61.3	47.7	42.6	35.6	33.6
현금+투자자산	38.7	52.3	57.4	64.4	66.4
자본구조(%)					
차입금	24.7	25.3	20.8	19.0	17.3
자기자본	75.3	74.7	79.2	81.0	82.7



크래프톤 (259960)

비중 확대 의견 유지

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 400,000원

현재 주가(5/19)	276,000 원
상승여력	▲44.9%
시가총액	127,325 억원
발행주식수	46,132 천주
52 주 최고가 / 최저가	386,000 / 211,000 원
90 일 일평균 거래대금	409.56 억원
외국인 지분율	43.2%

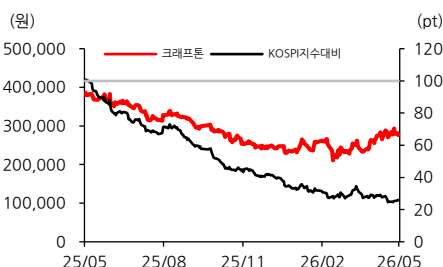
주주 구성	
장병규 (외 34 인)	37.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	5.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	5.3	7.2	-25.5
상대수익률(KOSPI)	-12.7	-22.7	-77.9	-204.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,710	3,327	4,581	4,952
영업이익	1,182	1,054	1,359	1,581
EBITDA	1,289	1,200	1,632	1,826
순이익	1,306	735	1,124	1,212
EPS(원)	28,545	16,237	24,838	26,780
순차입금	-451	-78	-867	-1,831
PER	9.7	17.0	11.1	10.3
PBR	1.9	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.5	10.5	7.3	6.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	21.1	10.6	14.8	13.9

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 펍지 IP 의 구조적인 성장 가능성을 확인하며 컨센서스를 크게 상회했습니다. 밸류 상으로 보면 무조건 접근가능한 수준이며, 우려보다는 업사이드 요인이 크게 반영될 시기라는 기존 의견을 유지합니다.

1Q26 실적은 시장 기대치 큰 폭 상회

동사의 1Q26 실적은 매출액 1.37조 원, 영업이익 5,616억 원을 기록하며 매출 및 영업이익 컨센서스를 모두 크게 상회했다. 일회성 요인은 없었고, 펍지 IP의 성과가 기대 이상으로 호조세를 보였다. PC 매출액은 QoQ 26.6% 증가했다. 9주년 및 신년 이벤트 효과가 크게 작용하면서 PU 및 ARPPU 모두 증가했다. 모바일 매출액은 QoQ 140% 증가한 7,027억 원을 기록했다. 펍지모바일은 라마단 업데이트 효과, 화평정영 역시 트래픽 및 매출이 전분기 대비 크게 반등한 것으로 파악된다. 자발적 퇴직 인건비가 약 400억 원이 반영됐음에도 불구하고 높은 탑 라인 성장세로 영업이익률은 40.9%를 기록하며 체급을 증명시켰다.

성장 의심없는 펍지 IP, 5월 신작 공개도 예정

2분기 영업이익으로 2,765억 원(YoY +12.4%)을 전망한다. 펍지는 시종 영향 및 업데이트 효과로 분기 등락이 지속되겠지만, IP의 견고함은 이번 1분기에서 확인됐다. 펍지 PC 4월 평균 동접자수는 재차 100만 명을 기록했고, 스텔라블레이드 콜라보 및 신규 X슈트 효과도 과거 동 이벤트 중 가장 높은 트래픽을 기록한 것으로 파악된다. 로드맵에 따르면, 지형파괴 시스템 도입 및 다양한 웰메이드 모드 도입으로 펍지 라이프사이클 확대에 가시성은 높다고 본다. 신작 서브노티카2는 5/15 얼리엑세스 출시가 확정되었고, 하반기 추가 라인업에 대한 공개도 이어질 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 및 목표주가 40만 원 유지

동사에 대한 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지한다. 지난 1분기 프리뷰 발간 시점을 시작으로 비중을 늘릴만한 자리라는 의견을 유지한다. 밸류 상으로 보면 무조건 접근가능한 수준이며, 우려보다는 업사이드 요인이 크게 반영될 시기라고 본다. 우리가 기다렸던 펍지 이후의 IP 구체화도 임박했다.

[표6] 크라프트톤의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,018.2	1,176.7	1,014.5	2,710	3,327	4,581	4,952
YoY (%)	31.3	-6.4	21.0	48.9	56.9	53.8	35.2	10.3	41.8	22.8	37.7	8.1
PC	323.5	225.1	353.9	287.4	363.8	247.4	357.1	313.9	941.9	1,185	1,282	1,325
모바일	532.4	429.4	488.5	292.2	702.7	451.5	493.8	367.1	1,690	1,741	2,015	2,152
콘솔	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	14.1	14.5	16.0	44.3	42.8	58.5	42.5
기타	5.1	5.0	18.0	330.3	291.0	305.2	311.2	317.6	33.7	358.5	1225.1	1432.5
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	741.7	816.3	853.6	1,527	2,272	3,221	3,371
YoY (%)	17.3	11.0	32.2	128.1	94.3	78.3	56.4	-6.9	33.7	48.8	41.8	4.6
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	276.1	194.2	215.4	223.6	517	735	909	912
앱수수료	105.0	83.9	128.6	103.7	114.7	117.1	135.3	116.7	349	421	484	611
지급수수료	84.1	96.2	141.6	390.3	288.7	294.5	318.1	334.0	316	712	1,235	1,510
광고선전비	22.9	26.1	43.3	51.8	42.0	51.2	61.9	89.8	101	144	245	211
영업이익	457.3	246.1	348.6	2.4	561.6	276.5	360.4	161.0	1,182	1,054	1,359	1,581
YoY (%)	47.3	-26%	7.5	-98.9	22.8	12.4	3.4	6519.1	54.0	-10.8	28.9	16.3
영업이익률 (%)	52.3	37.2	40.0	0.3	40.9	27.2	30.6	15.9	43.6	31.7	29.7	31.9
당기순이익	371.5	15.5	369.5	-22.7	514.5	219.2	281.9	108.7	1,303	734	1,124	1,212
YoY (%)	6.6	-95.5	204.4	-104.6	38.5	1314.4	-23.7	-578.2	119.3	-43.7	53.2	7.8
순이익률 (%)	42.5	2.3	42.4	(2.5)	37.5	21.5	24.0	10.7	48.1	22.1	24.5	24.5

자료: 크라프트톤, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,911	2,710	3,327	4,581	4,952
매출총이익	1,911	2,710	3,327	4,581	4,952
영업이익	768	1,182	1,054	1,359	1,581
EBITDA	876	1,289	1,200	1,632	1,826
순이자손익	29	23	14	11	14
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-40	-67	-66	0	0
세전계속사업손익	829	1,723	959	1,391	1,574
당기순이익	594	1,303	734	1,124	1,212
지배주주순이익	595	1,306	735	1,124	1,212
증가율(%)					
매출액	3.1	41.8	22.8	37.7	8.1
영업이익	2.2	54.0	-10.8	28.9	16.3
EBITDA	2.0	47.1	-6.9	36.0	11.9
순이익	18.8	119.3	-43.7	53.2	7.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	40.2	43.6	31.7	29.7	31.9
EBITDA 이익률	45.9	47.6	36.1	35.6	36.9
세전이익률	43.4	63.6	28.8	30.4	31.8
순이익률	31.1	48.1	22.1	24.5	24.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	662	908	357	997	1,180
당기순이익	594	1,303	734	1,124	1,212
자산상각비	108	106	146	273	245
운전자본증감	-139	-276	0	-384	-291
매출채권 감소(증가)	-148	-227	153	85	-299
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-62	1	81	-374	108
투자현금흐름	-394	-832	366	-214	-223
유형자산처분(취득)	-34	-20	-85	-82	-89
무형자산 감소(증가)	25	-6	-21	-85	-85
투자자산 감소(증가)	166	-516	619	-6	-7
재무현금흐름	-225	-259	-707	0	0
차입금의 증가(감소)	-57	-63	-105	0	0
자본의 증가(감소)	-168	-195	-602	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	919	1,428	357	1,381	1,471
(-)운전자본증가(감소)	-51	949	-725	384	291
(-)설비투자	34	20	86	82	89
(+)자산매각	25	-6	-21	-85	-85
Free Cash Flow	960	453	975	830	1,005
(-)기타투자	741	-383	871	40	42
잉여현금	219	836	103	789	964
NOPLAT	551	894	807	1,099	1,217
(+) Dep	108	106	146	273	245
(-)운전자본투자	-51	949	-725	384	291
(-)Capex	34	20	86	82	89
OpFCF	675	31	1,591	905	1,082

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,964	5,004	4,866	5,682	7,060
현금성자산	851	711	755	1,544	2,508
매출채권	717	1,018	1,362	1,277	1,576
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,476	2,915	4,567	4,502	4,473
투자자산	1,611	2,019	2,184	2,225	2,267
유형자산	257	240	579	481	417
무형자산	608	656	1,804	1,797	1,790
자산총계	6,440	7,919	9,434	10,184	11,534
유동부채	521	785	1,583	1,225	1,349
매입채무	224	238	833	460	567
유동성이자부채	73	106	362	362	362
비유동부채	361	306	666	680	693
비유동이자부채	215	154	315	315	315
부채총계	882	1,090	2,250	1,905	2,043
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	1,472	1,478	1,477	1,477	1,477
이익잉여금	3,895	5,081	5,637	6,761	7,973
자본조정	183	264	-78	-106	-106
자기주식	0	-80	-384	-384	-384
자본총계	5,559	6,829	7,184	8,279	9,491

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	12,310	28,545	16,237	24,838	26,780
BPS	114,849	142,524	148,541	171,643	197,208
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	18,992	29,810	7,528	29,143	31,028
ROA(%)	9.5	18.2	8.5	11.5	11.2
ROE(%)	11.2	21.1	10.6	14.8	13.9
ROIC(%)	13.4	18.9	14.3	18.1	19.2
Multiples(x, %)					
PER	22.4	9.7	17.0	11.1	10.3
PBR	2.4	1.9	1.9	1.6	1.4
PSR	7.0	4.9	3.9	2.9	2.6
PCR	14.5	9.3	36.7	9.5	8.9
EV/EBITDA	13.9	9.5	10.5	7.3	6.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	15.9	16.0	31.3	23.0	21.5
Net debt/Equity	-10.1	-6.6	-1.1	-10.5	-19.3
Net debt/EBITDA	-64.3	-35.0	-6.5	-53.1	-100.3
유동비율	761.4	637.6	307.4	463.7	523.3
이자보상배율(배)	86.2	125.0	90.5	26.5	30.8
자산구조(%)					
투자자본	62.6	66.2	66.8	62.3	57.5
현금+투자자산	37.4	33.8	33.2	37.7	42.5
자본구조(%)					
차입금	4.9	3.7	8.6	7.6	6.7
자기자본	95.1	96.3	91.4	92.4	93.3



NC (036570)

체질 개선 초입

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 350,000원

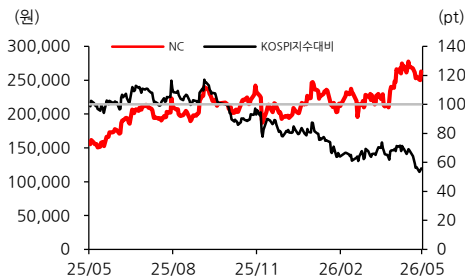
현재 주가(5/19)	265,000 원
상승여력	▲32.1%
시가총액	57,092 억원
발행주식수	21,544 천주
52 주 최고가 / 최저가	279,000 / 150,800 원
90 일 일평균 거래대금	323.99 억원
외국인 지분율	35.7%
주주 구성	
김택진 (외 17 인)	12.4%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	9.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.0	16.7	38.2	68.1
상대수익률(KOSPI)	-16.5	-11.3	-46.8	-111.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,578	1,507	2,471	2,652
영업이익	-109	16	457	515
EBITDA	0	118	581	644
지배주주순이익	94	348	387	433
EPS	4,639	17,473	19,464	21,786
순차입금	-1,059	-596	-853	-1,143
PER	56.7	15.2	13.6	12.2
PBR	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	-	43.3	8.4	7.1
배당수익률	1.2	1.2	1.2	1.2
ROE	3.0	10.8	10.9	11.1

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 신작 성과가 예상보다 크게 반영되며 컨센서스를 상회했습니다. 2 분기 실적 모멘텀과 하반기까지 이어지는 글로벌 출시 모멘텀이 동시에 나타날 수 있는 구간이며, 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 14 배로 부담도 낮아졌습니다.

1Q26 실적은 컨센서스 상회

1Q26 실적은 매출액 5,574억 원, 영업이익 1,133억 원을 기록하며 시장 기대치를 상회했다. 주요 게임 성과가 예상보다 크게 호조세를 보였다. 2/11 출시한 리니지클래식 영업매출은 1,088억, 회계 매출은 835억 원을 기록했다. 아이온2 매출은 온기 반영되며 QoQ 77% 늘어난 1,368억 원을 기록했다. 모바일 주요 3종 매출액은 QoQ 3% 감소에 그치며 안정화 추세를 이어갔다. 모바일캐주얼 매출은 연결자회사 2개의 실적이 반영되며 355억 원을 기록했다. 인건비는 QoQ 23% 늘어났고, 마케팅비는 효율적인 집행으로 인해 QoQ 29% 감소했다.

정점 이벤트가 지났어도 매 분기 지역확장 모멘텀

2분기 영업이익으로 1,694억 원을 전망한다. 아이온2 및 리니지 클래식 매출이 온기 반영되는 와중에 높은 수준에서 유지되고 있는 최근 트래픽을 고려하면 호실적이 예상된다. 또한, 레거시 IP의 지역 확장도 앞두고 있는데, 리니지W의 동남아 출시, M과 2M의 중국 출시, 그리고 3분기 말에는 아이온2 글로벌 출시까지 이어진다. 단기적으로는 6월 아이온2 글로벌의 사전 마케팅이 시작되면서 모멘텀이 본격적으로 발생할 것으로 전망된다. 올해 신작 및 지역확장 모멘텀 면에서는 동사가 국내 기업 중 가장 촘촘한 라인업을 보유하고 있다.

투자의견 BUY 및 목표주가 35만 원 유지

동사에 대한 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지한다. 올해 예상 EPS에 P/E 목표배수 18배를 적용했다. 2분기 실적 모멘텀과 하반기까지 이어지는 글로벌 출시 모멘텀이 동시에 나타날 수 있는 구간이다. 현재 밸류에이션은 올해 예상실적 기준 14배로 부담도 낮아졌다. 비중 확대 의견을 유지한다.

[표7] NC의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	680.4	591.1	642.4	1,578	1,507	2,471	2,652
YoY (%)	(9.5)	3.7	(10.4)	(1.3)	54.7	77.9	64.2	58.9	(11.3)	(4.5)	64.0	11.4
리니지 1	25	22	27	27	100	151	130	130	98	101	511	335
리니지 2	27	29	28	31	29	30	32	32	85	116	122	121
아이온	12	16	12	8	9	9	9	10	50	48	37	35
길드워 2	19	16	18	29	18	24	18	20	93	82	80	78
아이온 2				77	137	96	144	160		77	537	452
Lineage M	123	128	119	105	113	107	102	119	493	474	440	385
Lineage2M	38	48	47	45	37	40	45	39	183	178	161	151
리니지 W	53	48	43	39	32	38	37	43	244	183	150	129
기타합							36	45			81	89
모바일 캐주얼					36	145	151	162			494	608
영업비용	355	367	368	401	444	511	511	548	1,687	1,491	2,014	2,237
YoY (%)	(4.6)	2.0	(11.7)	(25.6)	25.1	39.1	38.9	36.7	2.7	(11.6)	35.1	11.1
인건비	187	191	199	198	244	207	213	217	906	775	881	1125
매출변동비	129	128	131	128	140	218	183	199	545	516	740	812
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	60.4	87.6	103.4	128	106	289	151
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	3.2	113.3	169.4	80.6	94.2	- 109	16.1	457.4	515.0
YoY (%)	(79.7)	70.5	적유	흑전	2070	1023	흑전	2800	적전	흑전	2,745	12.6
영업이익률 (%)	1.4	3.9	(2.1)	0.8	20.3	24.9	13.6	14.7	(6.9)	1.1	18.5	19.4
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	152.4	122.8	52.9	101.0	94.1	347.4	387.3	433.5
순이익률 (%)	10.4	(9.4)	96.5	(0.4)	27.3	18.1	8.9	15.7	6.0	23.1	15.7	16.3

자료: NC, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,780	1,578	1,507	2,471	2,652
매출총이익	1,780	1,578	1,507	2,471	2,652
영업이익	137	-109	16	457	515
EBITDA	249	0	118	581	644
순이자손익	73	75	53	55	43
외화관련손익	30	81	61	0	0
지분법손익	3	5	-9	0	0
세전계속사업손익	206	121	63	502	578
당기순이익	214	94	-8	387	433
지배주주순이익	212	94	348	387	433
증가율(%)					
매출액	-30.8	-11.3	-4.5	64.0	7.3
영업이익	-75.4	적전	흑전	2,745.0	12.6
EBITDA	-62.5	적전	흑전	392.6	10.7
순이익	-50.9	-56.0	적전	흑전	11.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	7.7	-6.9	1.1	18.5	19.4
EBITDA 이익률	14.0	0.0	7.8	23.5	24.3
세전이익률	11.6	7.7	4.2	20.3	21.8
순이익률	12.0	6.0	-0.6	15.7	16.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	140	107	237	493	540
당기순이익	214	94	348	387	433
자산상각비	112	109	102	124	129
운전자본증감	-96	-43	-35	-24	-28
매출채권 감소(증가)	42	20	-37	-128	-100
재고자산 감소(증가)	1	0	-1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	0	0	3	143	111
투자현금흐름	113	1,294	-1,306	-199	-212
유형자산처분(취득)	-117	-83	-103	-163	-175
무형자산 감소(증가)	-41	41	56	-6	-6
투자자산 감소(증가)	261	1,339	-1,309	-25	-26
재무현금흐름	-177	-523	154	-62	-62
차입금의 증가(감소)	-43	-285	-34	0	0
자본의 증가(감소)	-136	-239	188	-62	-62
배당금의 지급	-136	-64	-64	-62	-62
총현금흐름	286	87	271	517	568
(-)운전자본증가(감소)	-366	-398	828	24	28
(-)설비투자	117	84	104	163	175
(+)자산매각	-41	42	57	-6	-6
Free Cash Flow	494	443	-604	324	359
(-)기타투자	452	443	-843	5	6
잉여현금	42	-1	239	319	353
NOPLAT	100	-85	-2	353	386
(+) Dep	112	109	102	124	129
(-)운전자본투자	-366	-398	828	24	28
(-)Capex	117	84	104	163	175
OpFCF	460	338	-832	290	312

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	2,337	1,789	2,281	2,712	3,150
현금성자산	1,534	1,441	957	1,214	1,505
매출채권	172	167	218	346	446
재고자산	1	1	2	3	4
비유동자산	2,057	2,165	2,051	2,102	2,160
투자자산	960	1,064	931	936	942
유형자산	1,001	998	1,015	1,056	1,104
무형자산	96	104	106	110	114
자산총계	4,394	3,954	4,332	4,814	5,309
유동부채	614	322	602	753	872
매입채무	215	196	243	387	498
유동성이자부채	280	46	177	177	177
비유동부채	526	568	336	342	347
비유동이자부채	369	336	184	184	184
부채총계	1,141	890	938	1,095	1,219
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	433	433	433	433	433
이익잉여금	3,473	3,474	3,663	3,988	4,359
자본조정	-667	-860	-717	-717	-717
자기주식	-616	-791	-665	-665	-665
자본총계	3,253	3,064	3,394	3,719	4,090

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	9,663	4,639	17,473	19,464	21,786
BPS	148,023	139,312	157,331	172,416	189,646
DPS	3,130	3,130	3,130	3,130	3,130
CFPS	13,017	3,975	12,590	23,988	26,364
ROA(%)	4.8	2.3	8.4	8.5	8.6
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	10.9	11.1
ROIC(%)	5.5	-6.0	-0.1	17.3	18.3
Multiples(x, %)					
PER	27.2	56.7	15.2	13.6	12.2
PBR	1.8	1.9	1.7	1.5	1.4
PSR	3.2	3.7	3.8	2.3	2.2
PCR	20.2	66.2	21.0	11.0	10.1
EV/EBITDA	19.2	-119,972	43.3	8.4	7.1
배당수익률	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	35.1	29.1	27.6	29.4	29.8
Net debt/Equity	-27.2	-34.6	-17.6	-22.9	-28.0
Net debt/EBITDA	-355.2	2,758,163	-504.9	-146.6	-177.6
유동비율	380.4	555.1	378.8	360.2	361.3
이자보상배율(배)	9.4	n/a	1.6	50.0	56.3
자산구조(%)					
투하자본	40.6	31.3	51.4	49.0	46.8
현금+투자자산	59.4	68.7	48.6	51.0	53.2
자본구조(%)					
차입금	16.6	11.1	9.6	8.9	8.1
자기자본	83.4	88.9	90.4	91.1	91.9



펄어비스 (263750)

이벤트 정점은 지났지만, 프리미엄 밸류는 남을 것

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 72,000원

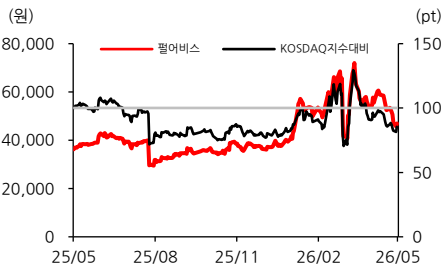
현재 주가(5/19)	47,000원
상승여력	▲53.2%
시가총액	30,196억원
발행주식수	64,248천주
52주 최고가 / 최저가	72,000 / 29,500원
90일 일평균 거래대금	931.41억원
외국인 지분율	5.5%
주주 구성	
김대일 (외 11인)	37.2%
자사주 (외 1인)	4.4%
펄어비스우리사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.1	-12.3	21.8	27.5
상대수익률(KOSDAQ)	-5.8	-5.7	-2.7	-24.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	342	366	886	525
영업이익	-12	-15	445	312
EBITDA	13	9	470	335
지배주주순이익	60	-8	260	174
EPS	939	-137	4,238	2,839
순차입금	-270	-267	-544	-736
PER	50.0	-343.0	11.1	16.6
PBR	3.7	3.8	2.8	2.4
EV/EBITDA	213.2	294.9	5.3	6.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	7.9	-1.0	28.0	15.2

주가 추이



동사의 1Q26 실적은 붉은사막 출시 효과가 크게 반영되며 컨센서스를 상회했습니다. 동사에 대한 목표주가를 그대로 유지합니다.

1Q26 실적은 컨센서스 큰 폭 상회

동사의 1Q26 실적은 매출액 3,285억 원, 영업이익 2,121억 원을 기록하며 컨센서스를 크게 상회했다. 붉은사막 효과는 예상보다 컸다. 붉은사막은 출시 후 1일만에 200만장, 4일 300만장, 26일 500만장 판매라는 기록을 달성하며 수년간 준비해온 AAA 게임 개발사로서의 역량을 확인시켰다. 출시 후 유저 피드백을 신속히 반영한 패치 업데이트 능력도 우수했다고 본다. 붉은사막 매출 약 2,600억 원 내 콘솔과 PC 판매 비중은 약 5:5로 추정된다. 검은사막 IP 매출은 QoQ 2.2% 감소하며 하향 안정화 추세를 이어갔다. 인건비 및 지급수수료는 QoQ 각각 28.9%, 193% 늘어났고, 광고선전비는 붉은사막 마케팅 집행으로 QoQ 151% 늘어난 234억 원을 기록했다.

판매량 급감 우려는 당연한 상황, 메가IP 추가 밸류를 부여

동사는 올해 매출액 8,790~9,754억 원, 영업이익 4,876~5,726억 원 가이드언스를 제시했으며, 가이드언스 신뢰도는 매우 높다고 판단한다. 실적 레벨이 대폭 상향되는 것뿐만 아니라 웹IP 게임사에서 글로벌 메가IP 하나가 더 추가되는 구간이라는 점에서 더 유의미하다. 2분기는 패키지 게임 특성상 초기 판매 효과 저해되었지만, 난이도 조절/조작법 개선/보스 재대결 등 지속적 업데이트로 신규 유저를 확보하겠다는 계획도 밝혔다. 현재 판매량은 약 600만장까지 달성했을 것으로 추정해, 우리는 기대판매량을 800만 장으로 추정한다. 회사는 도깨비 및 Plan8 출시에 대해 2~3년 주기의 사이클을 예상했고, 개발 진척도에 따라 도깨비에 대한 정보가 추가 공개될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 및 목표주가 7만 2천 원 유지

동사에 대한 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지한다. 2분기부터 판매량 및 이익이 감소할 것이고, 내년 이익 역시 DLC 출시를 가정한다해도 당연히 감익이 예상되는 요인이다. 다만, 국내 업체의 신규 IP가 글로벌 시장에서 성과를 입증시킨 것은 수년만이며, 이는 멀티플 프리미엄 요인으로 부여해야한다고 판단한다.

[표8] 필어비스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	63.2	55.4	86.0	68.1	328.5	275.0	165.2	117.1	272.7	885.8	525.0
YoY (%)					419.6	396.5	92.2	71.9		224.8	(40.7)
영업비용	55.4	54.5	63.3	67.4	116.4	139.8	87.3	97.1	240.6	440.6	213.2
인건비	30.9	28.9	29.6	29.8	38.4	39.5	39.4	42.2	119.2	159.5	175.2
지급수수료	13.1	13.1	16.0	14.5	42.5	38.9	20.2	19.5	56.7	121.1	88.9
광고선전비	3.9	4.9	10.2	9.3	23.4	9.5	9.2	11.5	28.3	53.6	38.9
영업이익	7.9	0.9	22.7	0.7	212.1	135.2	77.9	20.0	32.1	445.2	311.8
YoY (%)					2,597	14,872	243	2,585		1,286	(30.0)
영업이익률 (%)	12.4	1.6	26.4	1.1	64.6	49.2	47.2	17.1	11.8	50.3	59.4
당기순이익	0.5	(22.7)	29.0	(45.2)	158.0	64.9	30.5	7.1	(18.8)	260.3	174.3
YoY (%)					31,555	흑전	5.3	흑전		흑전	(33.0)
순이익률 (%)	0.8	(41.0)	33.7	(66.3)	48.1	23.6	18.5	6.1	(6.9)	29.4	33.2

자료: 필어비스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	333	342	366	886	525
매출총이익	333	342	366	886	525
영업이익	-16	-12	-15	445	312
EBITDA	10	13	9	470	335
순이자손익	2	10	8	13	14
외화관련손익	3	30	-4	-6	-4
지분법손익	-6	12	-1	0	0
세전계속사업손익	22	78	-9	381	291
당기순이익	15	60	-8	260	174
지배주주순이익	15	60	-8	260	174
증가율(%)					
매출액	-13.5	2.7	6.8	142.3	-40.7
영업이익	적전	적지	적지	흑전	-30.0
EBITDA	-76.9	33.0	-27.6	4,929.7	-28.7
순이익	흑전	296.8	적전	흑전	-33.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	-4.9	-3.6	-4.1	50.3	59.4
EBITDA 이익률	2.9	3.8	2.6	53.0	63.8
세전이익률	6.6	22.7	-2.5	43.0	55.3
순이익률	4.6	17.6	-2.3	29.4	33.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	32	-5	24	287	200
당기순이익	15	60	-8	260	174
자산상각비	26	25	24	24	23
운전자본증감	8	-34	12	-5	-2
매출채권 감소(증가)	1	-3	9	-20	-22
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	0	0	0	12	18
투자활동 현금	134	56	-22	-20	-17
유형자산처분(취득)	-9	-3	-1	-8	-5
무형자산 감소(증가)	36	-1	5	-1	-1
투자자산 감소(증가)	70	48	-26	-9	-10
재무현금흐름	-90	-152	-9	0	0
차입금의 증가(감소)	-90	-152	-31	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	33	34	7	293	203
(-)운전자본증가(감소)	-137	27	1	5	2
(-)설비투자	9	3	3	8	5
(+)자산매각	36	0	6	-1	-1
Free Cash Flow	197	3	10	278	195
(-)기타투자	91	-6	-12	2	2
잉여현금	106	9	23	277	193
NOPLAT	-11	-10	-11	304	187
(+) Dep	26	25	24	24	23
(-)운전자본투자	-137	27	1	5	2
(-)Capex	9	3	3	8	5
OpFCF	142	-15	10	315	203

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	583	453	445	743	959
현금성자산	508	372	360	636	829
매출채권	51	63	51	71	93
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	630	690	704	691	675
투자자산	209	253	269	271	273
유형자산	194	189	178	171	162
무형자산	227	248	257	248	240
자산총계	1,213	1,143	1,149	1,433	1,634
유동부채	316	133	136	151	173
매입채무	45	43	44	56	74
유동성이자부채	168	5	5	5	5
비유동부채	172	204	214	219	224
비유동이자부채	85	97	88	88	88
부채총계	488	337	350	371	397
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	220	220	220	220	220
이익잉여금	498	559	550	810	985
자본조정	0	21	23	26	26
자기주식	-35	-35	-35	-35	-35
자본총계	725	806	799	1,063	1,237

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	237	939	-137	4,238	2,839
BPS	11,284	12,545	12,438	16,538	19,252
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	519	530	115	4,554	3,153
ROA(%)	1.2	5.1	-0.7	20.2	11.4
ROE(%)	2.1	7.9	-1.0	28.0	15.2
ROIC(%)	-2.8	-3.1	-3.4	101.4	65.8
Multiples(x, %)					
PER	198.6	50.0	-343.0	11.1	16.6
PBR	4.2	3.7	3.8	2.8	2.4
PSR	9.1	8.8	8.3	3.4	5.8
PCR	90.6	88.7	407.1	10.3	14.9
EV/EBITDA	284.9	213.2	294.9	5.3	6.8
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	67.3	41.8	43.8	34.9	32.1
Net debt/Equity	-35.3	-33.4	-33.4	-51.2	-59.5
Net debt/EBITDA	-2,639.4	-2,090.2	-2,860.5	-115.8	-219.8
유동비율	184.5	340.4	327.9	490.3	555.1
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	179.7	125.9
자산구조(%)					
투하자본	29.6	34.2	32.8	24.4	20.0
현금+투자자산	70.4	65.8	67.2	75.6	80.0
자본구조(%)					
차입금	25.8	11.3	10.4	8.0	7.0
자기자본	74.2	88.7	89.6	92.0	93.0

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 5월 20일)

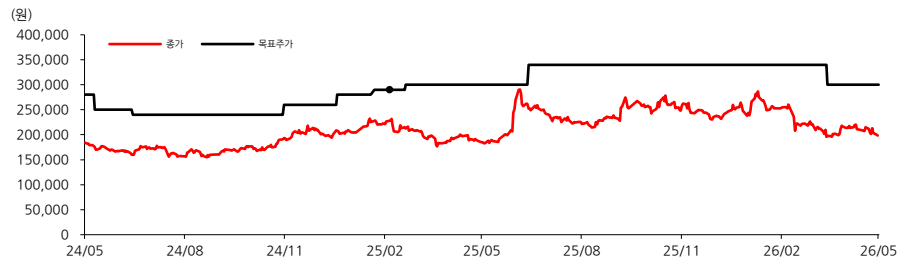
이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

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

본 자료에서 다룬 추천 종목들은 모두 기공표된 조사분석자료의 내용을 바탕으로 하여 작성됐으며, 5/19 기준 주가로 반영하여 작성한 자료입니다.

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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

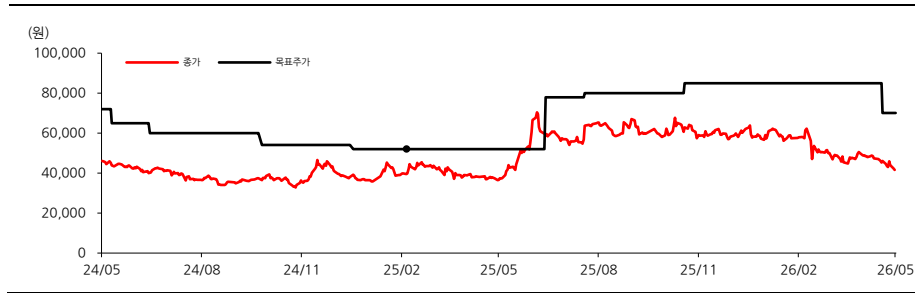
일 시	2016.08.12	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		250,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	280,000	280,000	280,000	290,000
일 시	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.05.09	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	340,000
일 시	2025.07.25	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.04	2025.09.23	2025.09.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2025.09.29	2025.10.31	2025.11.12	2025.11.27	2026.01.09	2026.02.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2026.03.16	2026.04.03	2026.04.30	2026.05.20		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	340,000	300,000	300,000	300,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-28.57	-15.59
2026.04.03	Buy	300,000		

[카카오 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

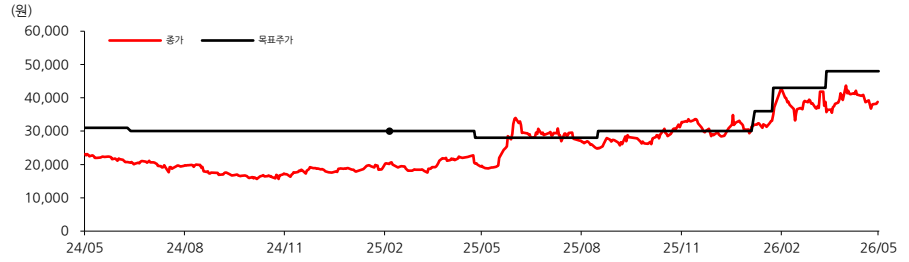
일 시	2016.08.12	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.10.14
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		65,000	60,000	60,000	60,000	54,000
일 시	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2025.01.06	2025.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	52,000	52,000
일 시	2025.02.14	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	2025.11.28	2026.01.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2026.01.30	2026.02.12	2026.02.27	2026.03.16	2026.03.27	2026.04.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
일 시	2026.05.08	2026.05.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	70,000	70,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-34.75	-24.59
2026.05.08	Buy	70,000		

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자이전 변동 내역]

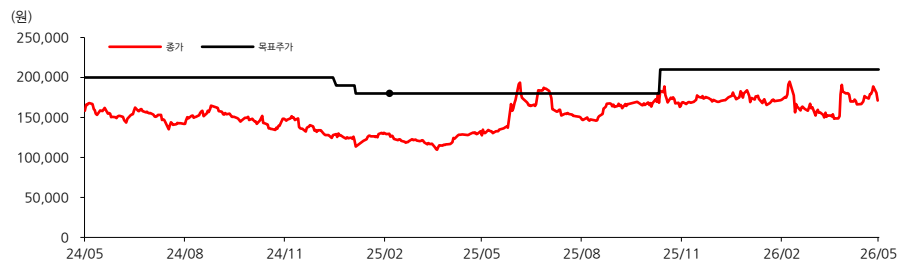
일 시	2016.08.12	2024.07.01	2024.08.06	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14
투자이전	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	30,000	30,000	28,000
일 시	2025.09.04	2026.01.26	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02	2026.04.24
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	30,000	36,000	43,000	43,000	48,000	48,000
일 시	2026.05.13	2026.05.20				
투자이전	Buy	Buy				
목표가격	48,000	48,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이전	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.07.01	Buy	30,000	-37.30	-24.33
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000	-1.77	16.00
2026.01.26	Buy	36,000	-10.90	-7.92
2026.02.12	Buy	43,000	-11.12	-1.40
2026.04.02	Buy	48,000		

[삼성에스디에스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

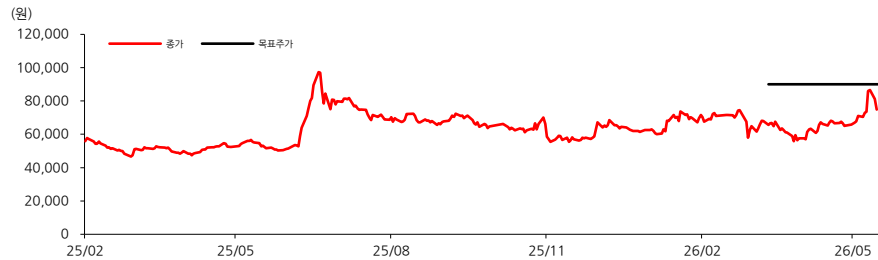
일 시	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	190,000
일 시	2025.01.24	2025.04.25	2025.06.05	2025.06.13	2025.07.25	2025.09.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2025.09.10	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.12	2025.12.08	2025.12.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2026.01.09	2026.03.16	2026.04.15	2026.04.24	2026.05.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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		

[LG씨엔에스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

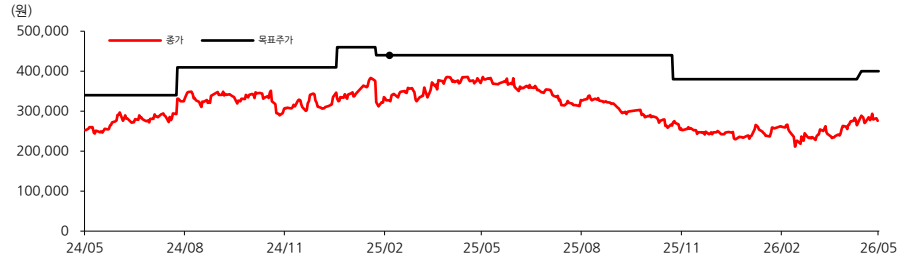
일 시	2026.03.16	2026.03.16	2026.04.30	2026.05.20	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	
목표가격	김소혜	90,000	90,000	90,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.03.16	Buy	90,000		

[크래프톤 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

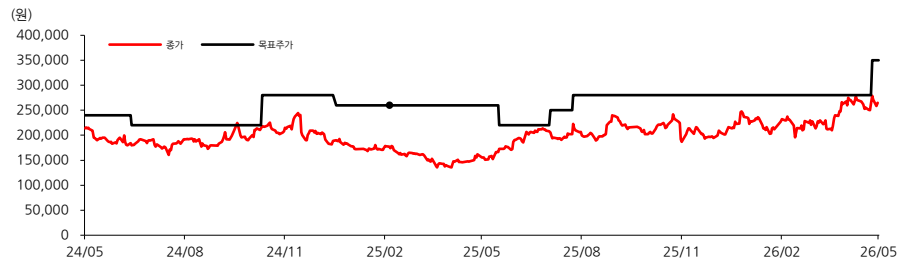
일 시	2024.06.04	2024.06.13	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.13	2024.08.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	340,000	340,000	340,000	340,000	410,000	410,000
일 시	2024.09.03	2024.09.10	2024.09.27	2024.11.01	2024.11.19	2025.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	410,000	410,000	410,000	410,000	410,000	460,000
일 시	2025.01.24	2025.02.12	2025.04.01	2025.04.30	2025.06.05	2025.06.23
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	460,000	440,000	440,000	440,000	440,000	440,000
일 시	2025.07.30	2025.10.31	2025.11.12	2026.02.10	2026.04.02	2026.05.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	440,000	440,000	380,000	380,000	380,000	400,000
일 시	2026.05.20					
투자의견	Buy					
목표가격	400,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-23.02	-12.27
2025.11.12	Buy	380,000	-34.88	-25.39
2026.05.04	Buy	400,000		

[NC 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

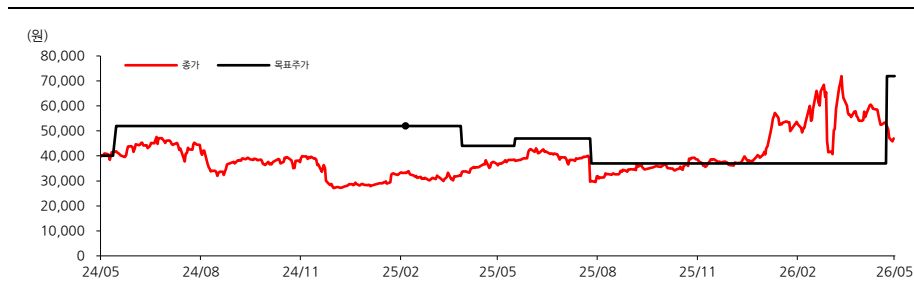
일 시	2016.08.12	2024.07.02	2024.08.06	2024.09.03	2024.10.25	2024.10.30
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		220,000	220,000	220,000	220,000	280,000
일 시	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.01.06
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	260,000
일 시	2025.06.05	2025.07.22	2025.08.12	2025.08.29	2025.10.31	2025.11.12
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	220,000	250,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2026.02.11	2026.05.14	2026.05.20			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	280,000	350,000	350,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-21.12	-0.89
2026.05.14	Buy	350,000		

[펠어비스 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

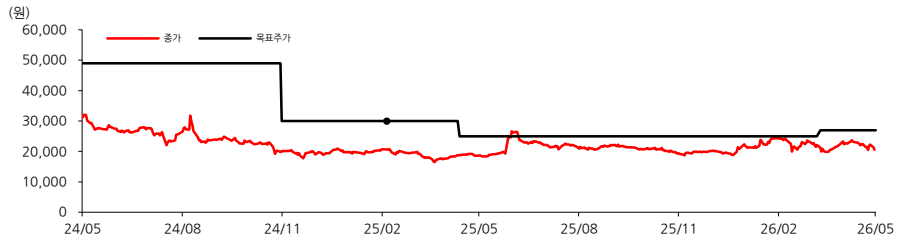
일 시	2024.06.03	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.09.03	2024.11.19
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.04.17	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.05	2025.08.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	44,000	44,000	44,000	44,000	47,000	37,000
일 시	2025.10.31	2026.05.13	2026.05.20			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표 가격	37,000	72,000	72,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.06.03	Buy	52,000	-30.16	-8.46
2025.04.17	Buy	44,000	-17.67	-12.50
2025.06.05	Buy	47,000	-15.34	-8.62
2025.08.14	Buy	37,000	18.98	94.59
2026.05.13	Buy	72,000		

[롯데이노베이트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.11.19	2025.05.02	2026.03.30	2026.05.20	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	30,000	25,000	27,000	27,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.19	Buy	30,000	-35.45	-30.33
2025.05.02	Buy	25,000	-15.03	6.80
2026.03.30	Buy	27,000		

[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 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%