

인터넷

돌아온 벨류에이션

플랫폼 규제에서 육성으로

NAVER, 카카오 지난 4년의 주가하락의 시작은 21년 9월 금융위, 공정위 등의 플랫폼 규제로 본격화됨. 그러나, 현재는 미국과 관세협상의 전제조건으로 '온플법' 시행 금지를 요구하고 있고, 신정부도 디지털 경제 관련 규제 샌드박스 확대 및 플랫폼 육성을 계획 중

AI

22년 11월 ChatGPT 3.5의 등장은 NAVER, 카카오의 벨류에이션의 장기 하락을 가져왔으나, 'Deepseek'의 저비용 고효율 모델 등장에 따른 국내 경량모델 성공가능성, 신정부의 '디지털 주권 확보, AI 초강국 실현'을 위한 투자 증가 계획은, NAVER, 카카오의 정부 수주 매출 증대, AI 경쟁력 강화로 이어져 벨류에이션 상승 기대

스테이블 코인

국내에는 아직 기본적인 법령도 미비하고, 스테이블 코인 발행에 따른 국내 금융시장에 미칠 혼란으로 한국은행의 우려하는 목소리가 크며, 보다 근본적으로 원화 스테이블 코인 발행의 필요성, 유통 가능성에 의문이 계속 제기되고 있음. 하지만, NAVER, 카카오프에서 활동하는 수백만 명의 상품 seller(가맹점), 콘텐츠(웹툰, 숏츠 등) 크리에이터, 서비스 제공자(카카오택시 등)와 이를 구매하는 4,000만명의 구매자가 매일 접속/체류하는 NAVER, 카카오의 플랫폼내에서 원화 스테이블 코인이 유통되지 않으면 원화 스테이블 코인은 국내에서 살아남기 어렵다는 의견임. 따라서, 향후 국내 원화 스테이블 코인과 관련된 구체적인 법 제정, 관련 사업 참여자 선정 등이 가시화되면 될 수록 네이버페이, 카카오페이를 포함한 NAVER, 카카오의 플랫폼에 대한 벨류에이션이 상승될 것이라 의견임

투자전략

높아진 NAVER, 카카오의 벨류에이션 멀티플(PER)의 유지 및 추가적인 상승 전망.
최근 벨류에이션 상승에도 PER 20배 미만이고, 커머스 수수료 증가, 정부 AI 수주로 실적 개선 가시성이 높은 NAVER(035420, TP 36만원)를 플랫폼 업종 TopPick으로 제시
최근 공개/검증된 게임성으로 흥행 가능성이 높아진 '아이온2'로 2026년 실적 개선폭과 가시성이 높고, 추가적인 IP 공개가 기대되는 엔씨소프트(036570, TP31만원)를 게임주 TopPick으로 제시함



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com
조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

종목	투자 의견	목표주가 (원)
NAVER	매수 (M)	360,000 (M)
카카오	매수 (M)	80,000 (M)
크래프톤	매수 (M)	450,000 (M)
엔씨소프트	매수 (M)	310,000 (M)

벨류에이션 회상

돌이켜 보면 NAVER, 카카오 주가가 급락하기 시작했던 시기는, 국내에서 코로나가 끝나가는 시기가 아닌 코로나 환자가 한창이던, 코로나 종식 발표가 있기 2년 전인 2021년부터였다. 코로나 비대면 효과로 2021년 전년대비 매출성장률도 NAVER, 카카오 각각 28.5%, 47.6%로 최고의 성장률을 기록했던 시기이기도 하다.

2021년 양사 주가 하락은 어떠한 이유로 시작되었던 것일까?

모든 현상을 하나의 원인으로만 설명할 수는 없지만 2021년 NAVER, 카카오의 비이성적인 벨류에이션의 폭지를 만들어준 사건은 금융위, 공정위 등 정부의 플랫폼 규제 움직임이 본격화되던 시기와 일치한다.

금융위원회와 금융감독원은 카카오페이와 네이버파이낸셜 등 온라인 금융플랫폼의 보험, 펀드 추천, 상품 비교 견적 서비스가 단순 광고 대행이 아닌 투자 중개행위로 판단, ‘금융소비자보호법(금소법)’ 위반에 해당된다고 판단했다. 공정거래위원회 역시 NAVER, 카카오의 독과점 남용 행위를 제재하기 위해 온라인 플랫폼 공정화법(온플법) 제정과 전자상거래법 개정에 속도를 내겠다고 발표하였다.

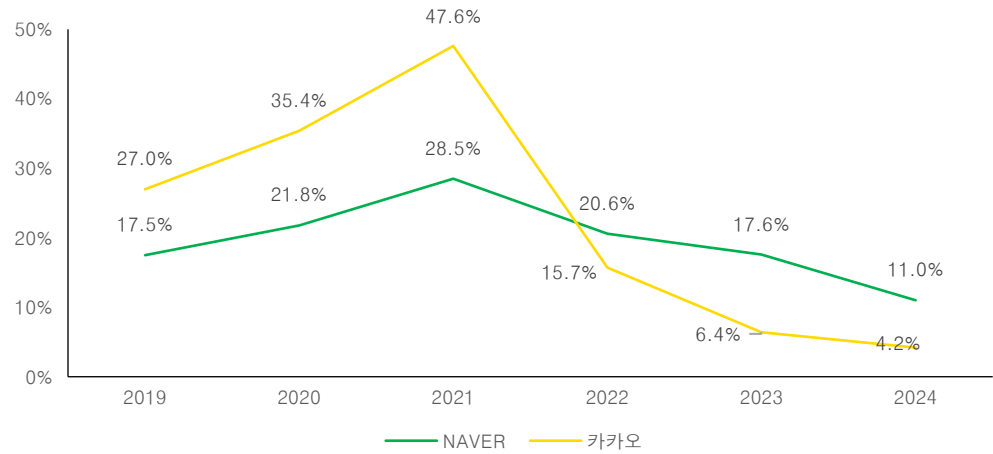
플랫폼에 대한 정부의 이러한 규제 강화 움직임은 2021년 9월8일 NAVER, 카카오 주가가 각각 7.9%, 10.7% 급락하며, 최근 주가 급등 전까지 4년에 가까운 장기 하락이 이때부터 시작되었다.

2023년 5월 발의된 ‘온플법’은 NAVER, 카카오를 지배적 플랫폼 사업자로 지정하여, 지배적 플랫폼의 의무 사항을 위반하는 경우 연간 매출액의 10% 이내의 과징금을 부과할 수 있는 법으로 국내 플랫폼 기업의 영업 및 국내 신사업 진출에 잠재적 위협이 되어 양사 주가 벨류에이션 하락에 중요한 요인으로 작용하였다는 의견이다.

NAVER, 카카오는 이때부터 국내 규제를 피해 본격적으로 해외 사업 강화를 시작하였다. NAVER는 2022년 10월 미국 중고의류거래 플랫폼 ‘POSHMARK’를 12억 달러에 인수하였고, 카카오도 2022년 3월 ‘비욘드 코리아’ 전략을 공식 발표하며, 해외 웹툰 사업 투자 확대, ‘에스엠(041510) 1.2조원 인수(2023년 3월) 등 규제로 위축된 플랫폼 성장을 만회할 수 있는 신사업에 투자를 크게 증가시켰다.

그러나, 기존 사업 성장률은 ‘자연둔화’ 되는 가운데, 투자확대한 신사업 및 해외사업은 아직 이렇다할 만한 성과가 나타나지 못하면서, 전체 성장률은 아래와 같이 주가(벨류에이션)하락과 함께 지속적으로 하락하게 되었다.

NAVER vs 카카오 매출 성장률 (2019 ~ 2024)



자료: NAVER, 카카오, 유안타증권 리서치센터

NAVER 주가 (2020 ~ 2025)



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

카카오 주가 (2020 ~ 2025)



자료: 카카오, 유안타증권 리서치센터

태세전환 : 벨류에이션 전환

1. 정부 규제 완화

NAVER, 카카오 주가하락이 시작되었던 정부규제는, 신정부가 시작되면서 대내외 분위기가 급변하기 시작하였다.

먼저 플랫폼 규제의 대명사인 ‘온플법’은 미국 정부(미국 무역대표부)가 먼저 관세협상의 조건으로 ‘온플법’ 시정을 핵심 요구사항으로 제시하였다. 구글, 애플, META 등 한국시장에서 활동중인 플랫폼 기업도 ‘온플법’이 정하는 지배적 플랫폼 사업자가 될 수 있기 때문이다. 한국 정부 입장에서 전반적인 관세협상을 유리하게 이끌기 위해서는 ‘온플법’ 강행이 상당한 부담으로 작용하게 된 것이다.

또한, 신정부의 국정기획위원회는 ‘규제합리화 태스크포스(TF)’를 설치, 경제형별 완화와 규제 샌드박스 발전 방안을 논의, 검토 중인 것으로 알려졌다. 특히, AI를 차세대 국가 전략 산업으로 설정, 디지털 경제 기반 마련에 신정부 정책 역량을 집중할 것으로 예상되고 있어, 향후 플랫폼 기업에 대한 정부의 스탠스는 규제위주에서 육성위주로 태세전환이 나타날 것으로 예상되는 바, 이에 따른 플랫폼 기업들의 벨류에이션 상승이 기대되는 상황이다.

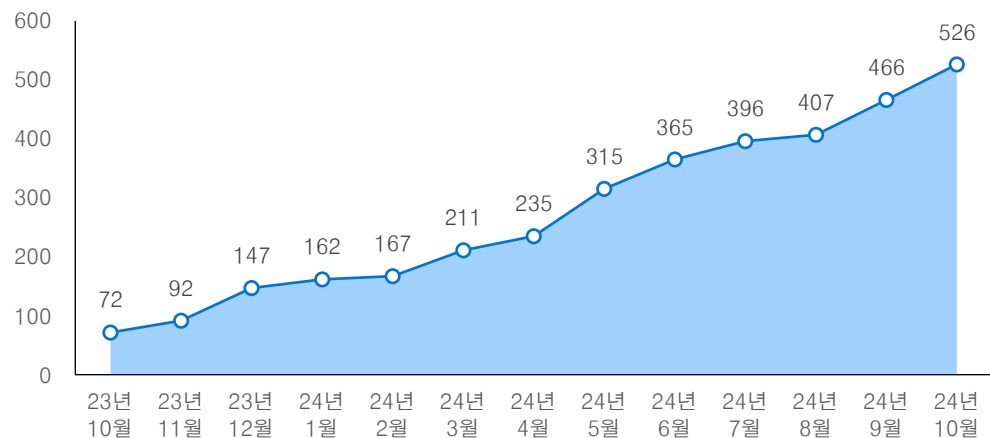
2. AI

NAVER, 카카오 벨류에이션 하락의 또 하나의 분기점은, 2022년 11월 출시되어 본격적인 AI 시대를 개막한 ChatGPT 3.5의 등장이었다. ChatGPT 3.5는 NAVER와 같은 웹검색을 여러 번 하지 않고서도 간단하게 원하는 결과를 얻을 수 있었고, 카카오톡과 같은 SNS에서 보내는 시간을 ChatGPT와의 대화가 상당부분 대체할 것만 같았다.

NAVER, 카카오도 2023년 ‘하이퍼클로버 X’, ‘KoGPT’ 등 ChatGPT와 같은 대규모 언어모델(Large Language Model)을 선보였지만, ChatGPT와 같은 LLM의 작동원리인 트랜스포머(Transformer)가 대량의 GPU 기반으로한 조단위의 매개변수로 다량의 데이터 학습에 기반한 모델이어서, 한국어 데이터임에도 불구하고 NAVER, 카카오의 모델 경쟁력은 갈수록 뒤처지는 모습을 보이며, AI 시대를 맞이하는 양사의 기업가치 벨류에이션은 하락을 거듭할 수밖에 없었다.

ChatGPT 앱 사용자 수 추이 (2023년 10월 ~ 2024년 10월)

(단위 : 만 명)



자료: 와이즈앱, 리테일, 굿즈, 유안타증권 리서치센터

AI에 의한, 정확히 ChatGPT에 의한 NAVER, 카카오 벨류에이션 하락이 멈춘 시기는 중국의 경량 AI 모델 DeepSeek가 ChatGPT 이상의 성능을 보여주면서였다. ChatGPT처럼 조 단위의 GPU 구매, 데이터 학습 등의 투자 없이도, 특정한 분야에서는 빠른 추론과 정확한 정보 검색이 가능하다는 기술적인 증명이 국내 AI 기업들에게 희망을 주었고 이때부터 NAVER, 카카오 벨류에이션 하락이 멈추기 시작했다는 의견이다.

신정부가 시작되며 AI는 NAVER, 카카오 벨류에이션을 오히려 상승시키는 원인이 되고 있다. 신정부는 대한민국을 글로벌 AI 3강 국가로 도약시키는 것을 목표로 ‘디지털 주권 확보, AI 초강국 실현’을 핵심 슬로건으로 내세우며 아래와 같은 구체적인 AI 투자를 진행할 예정이다.

신정부의 AI 관련 핵심 전략 및 구체적인 계획

전략 및 계획	구체 내용
AI 데이터센터 전국 확충	지방 균형 발전형 AI 인프라 구축 (대전, 광주, 춘천 등 13개소 운영 및 건설 중)"
국산 AI 반도체 개발 투자	리벨리온, 퓨리오사 등 국내 기업과 협력해 AI 반도체 독립 추진
AI 인재 10만 양성 계획	대학, 전문교육기관과 연계한 심화 교육 프로그램 운영 확대
AI 윤리, 법제도 마련	생성형 AI 규제와 활용 기준 제정, 공공 AI 가이드라인 수립
민간, 스타트업 참여 촉진	GPU 자원 공유, R&D 지원 확대, 창업 생태계 활성화 민관 합동 펀드 등으로 2029년까지 100조원 규모의 투자 진행"
컨트롤타워 체계 구축	대통령실 산하 'AI 미래기획수석' 신설. 국가 차원의 전략 수립과 범정부적 AI 정책 조정 담당
국가대표 LLM 개발 및 오픈소스화	국민 누구나 접근할 수 있도록 국가대표 대규모 언어모델(LLM) 개발, 오픈소스로 공개 예정
추가 실행 방안	전 국민의 AI 접근권 보장, 공공시설 및 도심 등 다중이용 장소에 AI 기반 서비스 도입. 디지털 취약 계층에 대한 단계별 지원 등"

자료: 유안타증권 리서치센터

신정부의 위와 같은 AI 관련 공공 투자 확대는 NAVER, 카카오의 데이터 센터, AI 모델 등의 개발/구축/활용에 따른 정부 수주를 통한 매출 중대가 가능하고, 비용부담 때문에 자체적으로 어려웠던 GPU 구매, 정부 데이터 AI 모델 학습, 전국민 사용에 따른 AI 모델 성능 향상 등 AI 모델 경쟁력이 배가 될 가능성이 높다는 의견이다.

AI 는 이제 NAVER, 카카오 주가 밸류에이션의 디스카운트 요인이 아닌 프리미엄 요인으로 전환되고 있다는 판단이다.

3. 스테이블 코인

최근(6/18이후) NAVER, 카카오 주가 급등의 가장 큰 이유는 스테이블 코인과 관련된 국내 ‘디지털자산기본법’ 발의(6/10) 및 미국 USDC 발행사 서클(CRCL) 상장 및 주가 급등으로 인한 원화 스테이블 코인 도입가능성에 기인한다.

국내에는 아직 기본적인 법령도 미비하고, 스테이블 코인 발행에 따른 국내 금융시장에 미칠 혼란으로 한국은행의 우려하는 목소리가 크며, 보다 근본적으로 원화 스테이블 코인 발행의 필요성, 유통 가능성에 의문이 계속 제기되고 있다.

하지만 현재 글로벌 금융시장 특히 가상자산 시장의 흐름은 스테이블 코인의 발행, 유통, 실물자산 거래사용 등이 거스를 수 없는 대세가 되어 가는 상황이고, 국내에도 여러 부작용 및 준비 부족에도 (1) 통화주권 수호 (2) 글로벌 디지털 자산 시장에서의 참여 필요성으로 더 이상 선택이 아닌 필수가 되어 가고 있는 상황이다.

그럼에도 불구하고 원화 스테이블 코인은 달러 스테이블 코인 대비 수요부족으로 유통가능성에 대한 우려가 계속 제기되고 있다.

NAVER, 카카오가 원화 스테이블 코인 발행에 필수적인 플랫폼이 될 수밖에 없는 이유는, 정부가 원화 스테이블 코인을 화폐로서 유통시키기 위해 디지털 생태계에서 가장 많은 사용자와 가장 많은 가맹점을 보유한 NAVER, 카카오를 통해 원화 스테이블 코인이 유통되지 않으면 원화 스테이블 코인은 살아남기 어렵기 때문이다.

NAVER, 카카오내에서 활동하는 수백만 명의 상품 seller(가맹점), 콘텐츠(웹툰, 숏츠 등) 크리에이터, 서비스 제공자(카카오택시 등)의 상품, 서비스 공급자와 이를 구매하는 4,000만명의 구매자가 매일 접속/체류하는 NAVER, 카카오의 플랫폼내에서 원화 스테이블 코인이 유통되기가 가장 쉽기 때문이다.

NAVER, 카카오의 블록체인망을 통해 원화 스테이블 코인으로 결제가 되면 기존 지불되었던 1~2%의 카드결제 수수료, 은행망 이용 수수료, PG 수수료 등을 절감할 수 있어 추가적인 이익을 얻거나 포인트 적립 형태로 구매자에게 혜택을 나눠 줄 수 있다는 면에서 플랫폼 및 플랫폼 이용자들의 수혜가 가능하다.

또한, 블록체인의 기술적 특징인 스마트 컨트랙트(Smart Contract)을 통해 콘텐츠 생성, 데이터 제공, 모델 학습 등의 활동에 대한 보상을 플랫폼 이용자들에게 자동 집행할 수 있어 플랫폼의 외연을 크게 확장할 뿐만 아니라 플랫폼 내의 비즈니스를 크게 다양화 할 수 있어 플랫폼의 새로운 성장을 가져올 수 있다는 의견이다.

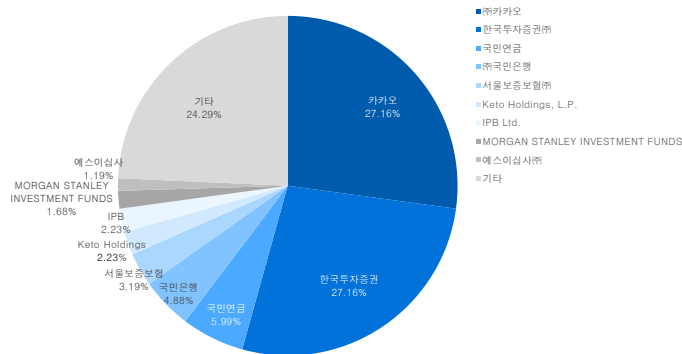
실제로 META 는 2019년부터 디지털 화폐 ‘Libra’ 를 도입 페이스북, 왓츠앱, 인스타그램 등에서 사용 가능하도록 설계했고, Uber, Visa, Coinbase 등 글로벌 기업이 참여하는 ‘리브라 어소시에이션’을 설립하기도 했었다.

현재는 아마존, 월마트, 우버 등이 자체 스테이블 코인 발행을 추진 중이고, 페이스북은 이미 자체 스테이블 코인 ‘PYUSD’ 를 발행하여 자체 결제 시스템에 통합하고 있다.

스테이블 코인으로 인해 최근 주가가 급등/과열되었던 이유는 미국 서클사와 같이 특정 기업이 원화 스테이블 코인의 발행사가 된다는 기대가 주가에 반영되었기 때문이라는 판단이다. 하지만, 한국상황에서 통화발행과 같은 효과를 갖는 스테이블 코인 발행권을 미국처럼 비금융 민간의 특정 기업에게 부여하는 것은 특혜 가능성 및 관리 문제 등의 이유로 어려울 것으로 예상된다.

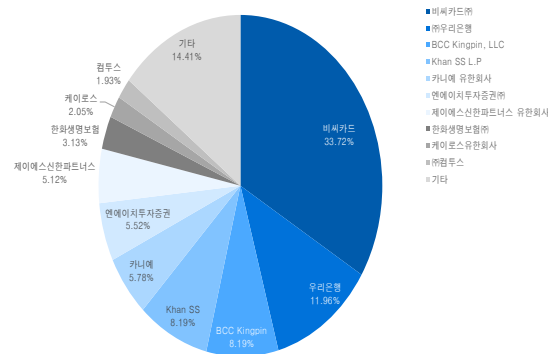
현재 카카오뱅크, K뱅크처럼 다양한 주주구성으로 이루어진 컨소시엄에 부여할 가능성이 클 것이란 판단이다.

카카오뱅크 주주구성



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

K뱅크 주주구성



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

결론적으로 향후 국내 원화 스테이블 코인과 관련된 구체적인 법 제정, 관련 사업 참여자 선정 등이 가시화되면 될 수록 네이버페이, 카카오페이를 포함한 NAVER, 카카오의 플랫폼 경제에 대한 밸류에이션이 상승될 것이란 의견이다.

국내외 플랫폼 기업 & 게임 기업 밸류에이션 비교

	P/E			EPS Growth			P/B			ROE		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
ALPHABET A	23.9	17.2	15.5	39.2	6.8	10.9	7.1	5.5	4.4	32.9	28.6	25.7
META PLATFORMS-A	24.4	22.3	21.3	62.0	6.8	4.8	8.1	7.8	6.2	37.1	30.5	27.3
NAVER	15.7	20.2	17.7	90.7	3.6	14.1	1.2	1.4	1.3	7.9	7.2	7.6
KAKAO	303.2	55.6	46.1	N/A	725.2	20.5	1.7	2.4	2.2	0.6	4.3	5.0
LY	24.1	24.6	21.4	39.1	31.6	-4.0	1.2	1.2	1.2	5.1	5.1	5.7
TENCENT	18.7	17.3	15.4	71.8	15.9	12.4	3.7	3.7	3.2	21.8	20.3	19.8
평균	68.3	26.2	22.9	60.6	131.7	9.8	3.8	3.7	3.1	17.6	16.0	15.2
NETEASE-ADR	14.3	15.4	14.6	0.7	16.4	5.4	3.0	3.6	3.1	22.6	23.6	21.9
ELECTRONIC ARTS	30.4	22.7	18.1	-9.1	2.0	16.4	5.7	5.2	5.5	16.1	19.7	23.9
NEXON	14.7	22.8	20.7	95.2	-26.0	9.9	1.9	2.1	2.0	14.1	9.4	10.1
KRAFTON	10.9	14.1	12.8	123.2	-9.1	10.2	2.1	2.1	1.8	21.1	15.6	14.8
NCSOFT	38.7	37.1	18.9	-54.7	21.6	96.0	1.2	1.4	1.3	3.0	4.9	7.5
NETMARBLE	165.2	24.8	23.2	N/A	643.3	6.7	0.8	0.9	0.9	0.5	4.0	4.1
평균	45.7	22.8	18.1	31.0	108.1	24.1	2.4	2.6	2.4	12.9	12.9	13.7

자료: Bloomberg

NAVER (035420)

투자의견	BUY(M)	
현재주가(7/15,원)	249,500	
목표주가(원)	360,000(M)	
시가총액(억원)	395,300	
상승여력	44%	
	P/E	P/B
2025E	18.7	1.2
2026E	16.5	1.1

2Q25E	유안타증권 (억원)	% QoQ	% YoY	컨센서스 (억원)	컨센서스 대비 (%)
매출액	28,908	3.7%	10.7%	29,046	-0.5%
영업이익	5,223	3.4%	10.5%	5,308	-1.6%
순이익 (지배)	4,319	1.7%	27.6%	4,230	2.1%

- ▶ 2Q25 연결 영업이익 5,223억원(YoY+10.5%)으로 컨센서스 하회 전망
- ▶ 2Q 광고 성수기 효과, ChatGPT 사용량 증가에도 비즈니스 쿼리를 통한 검색매출 성장, 홈페이지의 높은 광고효율성으로 DA 매출 고성장, 커머스 광고 고성장
- ▶ 커머스 매출은 6월 시작된 수수료 상승 효과, 넷플릭스 멤버십 효과, 도착보장 수수료 효과 등 견조한 매출 예상
- ▶ 수익성 개선 보다 성장성 우위 전략에 따른 마케팅비 증가, 인건비(인력) 증가, GPU 구입 증가 등으로 매출 성장을 증가에도 영업이익률 개선은 제한적
- ▶ [AI] 하반기 개인화 강화된 통합검색 개편 계획. 과기정통부와 주관하는 1.5조원 규모 그래픽처리장치(GPUaaS) 사업관련 수주 가능성. 향후 정부 진행 AI 관련 수주 가능성 등 동사의 클라우드, 데이터센터, AI 모델 등의 수익화 증대 전망
- ▶ [투자전략] 하반기 커머스 수수료를 상승에 따른 영업이익(률) 증가. AI 관련 정부수주 모델 등 이익 개선, 밸류에이션 상승 전망

NAVER 실적전망

(단위: 억원)

	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25E	3Q 25E	4Q 25E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	26,105	27,156	28,857	27,868	28,908	29,811	31,756	96,706	107,378	118,343	128,583
YoY	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	10.7%	9.8%	10.0%	17.6%	11.0%	10.2%	8.7%
서치플랫폼	9,784	9,977	10,647	10,127	10,503	10,612	11,152	35,890	39,462	42,393	43,393
검색	7,314	7,533	7,684	7,537	7,800	7,930	8,294	27,253	29,495	31,560	32,822
YoY	6.1%	9.5%	11.0%	8.2%	6.6%	5.3%	7.9%	4.5%	8.2%	7.0%	4.0%
디스플레이	2,350	2,296	2,520	2,172	2,531	2,446	2,684	8,461	9,190	9,833	9,931
YoY	8.1%	11.1%	9.7%	7.3%	7.7%	6.6%	6.5%	-10.0%	8.6%	7.0%	1.0%
커머스	7,190	7,254	7,751	7,879	8,240	8,622	9,434	25,468	29,230	34,175	38,901
YoY	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	14.6%	18.9%	21.7%	41.4%	14.8%	16.9%	13.8%
커머스 광고	2,802	2,792	3,078	3,083	3,306	3,183	3,334	11,070	11,320	12,905	14,351
YoY	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	18.0%	14.0%	8.3%	2.7%	2.3%	14.0%	11.2%
중개 및 판매	3,915	4,000	4,138	4,242	4,352	4,827	5,400	12,687	15,958	18,820	21,782
YoY	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	11.2%	20.7%	30.5%	110.1%	25.8%	17.9%	15.7%
핀테크	3,685	3,851	4,009	3,927	4,104	4,203	4,359	13,547	15,084	16,592	18,966
YoY	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	11.4%	9.1%	8.7%	14.2%	11.3%	10.0%	14.3%
콘텐츠	4,200	4,627	4,674	4,593	4,581	4,836	4,934	17,329	17,964	18,944	19,836
YoY	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	9.1%	4.5%	5.6%	37.4%	3.7%	5.5%	4.7%
클라우드	1,246	1,446	1,776	1,342	1,480	1,539	1,878	4,471	5,638	6,238	7,486
YoY	19.2%	17.0%	41.2%	14.7%	18.7%	6.4%	5.7%	11.0%	26.1%	10.6%	20.0%
영업비용	21,378	21,903	23,436	22,815	23,685	24,441	25,480	81,816	87,585	96,421	102,305
인건비	5,732	5,371	5,858	5,739	5,856	6,048	6,301	21,759	22,253	23,945	25,156
YoY	5%	1%	5%	8%	1%	8%	8%	25%	2%	8%	5%
파트너	9,166	9,380	10,219	9,742	10,034	10,341	10,752	35,336	37,900	40,868	43,434
YoY	6%	6%	8%	7%	9%	10%	5%	19%	7%	8%	6%
인프라	1,717	1,781	1,851	1,893	1,952	2,013	2,106	5,956	7,048	7,964	8,760
YoY	21%	15%	13%	0%	0%	0%	0%	3%	18%	13%	10%
마케팅	3,668	4,173	4,477	4,302	4,681	4,858	5,149	14,797	15,993	18,990	20,067
영업이익	4,727	5,253	5,421	5,053	5,223	5,370	6,276	14,889	19,793	21,922	26,278
영업이익률	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.1%	18.0%	19.8%	15.4%	18.4%	18.5%	20.4%
YoY	26.8%	38.2%	33.7%	15.1%	10.5%	2.2%	15.8%	14.1%	32.9%	10.8%	19.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

카카오 (035720)

투자의견	BUY(M)	
현재주가(7/15,원)	57,200	
목표주가(원)	80,000(M)	
시가총액(억원)	252,832	
상승여력	40%	
	P/E	P/B
2025E	54.9	2.4
2026E	55.7	2.2

2Q25E	유안타증권 (억원)	% QoQ	% YoY	컨센서스 (억원)	컨센서스 대비 (%)
매출액	19,522	4.7%	-2.6%	19,496	0.1%
영업이익	1,356	28.7%	1.2%	1,278	6.1%
순이익 (지배)	1,131	-34.2%	11.6%	1,126	0.4%

- ▶ 2Q25 연결 영업이익 1,356억원(YoY+1%)으로 컨센서스 상회 전망
- ▶ 2분기 광고 성수기, 메시지 광고 두자릿수 성장 지속. 커머스 YoY 성장 지속. DA는 역성장 지속
- ▶ 모빌리티 2분기 회복 반등.페이 매출 두자릿수 성장, 흑자전환 지속
- ▶ 디어유 연결편입 효과로 영업이익 약 50억원 증익. 피코마 2분기 성수기. 마케팅 증가→페이유저 증가→거래액 증가
- ▶ 오픈 AI와 협업한 AI서비스 11월 출시 예정. AI챗봇, AI비서 일دت. 피드형 솜품 등 카카오톡 개편은 11월 이전 출시 전망
- ▶ [투자전략] 하반기 카카오톡 개편, AI 서비스로 성장성 회복 기대. 신정부 규제완화, 스테이블 코인 등 플랫폼 성장 가능성 반영된 주가 밸류에이션 상승/유지 전망

카카오 실적 전망

(단위: 억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
총매출	20,049	19,214	19,570	18,637	19,522	19,575	21,097	75,570	78,717	78,832	82,394
YoY	4%	-4%	-2%	-6%	-3%	2%	8%	6%	4%	0%	5%
플랫폼부문	9,553	9,435	10,472	9,930	10,244	9,965	10,596	35,544	39,010	40,736	42,033
특비즈	5,075	5,011	5,567	5,533	5,531	5,318	5,600	19,822	20,815	21,982	22,714
특광고	3,070	2,920	3,210	2,860	3,185	3,040	3,190	11,200	11,990	12,274	12,812
커머스	2,005	2,091	2,357	2,673	2,346	2,279	2,410	8,622	8,825	9,708	9,902
YoY	2%	5%	1%	13%	17%	9%	2%	3%	2%	10%	2%
포털비즈	879	764	832	741	808	699	741	3,443	3,322	2,990	2,661
플랫폼 기타	3,599	3,660	4,072	3,656	3,905	3,948	4,255	12,279	14,873	15,764	16,659
콘텐츠부문	10,496	9,779	9,099	8,707	9,278	9,610	10,501	40,026	39,707	38,096	40,360
게임	2,335	2,336	1,630	1,452	1,331	1,613	2,056	10,095	8,732	6,452	6,775
뮤직	5,109	4,709	4,700	4,379	5,004	5,012	5,403	17,239	19,200	19,798	21,184
에스엠(디어유포함)	2,539	2,422	2,738	2,314	3,000	3,000	3,300	9,587	9,900	11,614	12,427
스토리	2,157	2,187	2,030	2,126	2,181	2,164	2,084	9,221	8,640	8,555	9,045
페이지매출액	997	946	895	887	865	866	798	4,150	3,885	3,416	3,429
피코마매출액	1,160	1,242	1,134	1,238	1,316	1,298	1,285	5,071	4,758	5,138	5,615
미디어	896	547	739	751	761	820	958	3,470	3,134	3,291	3,357
영업비용	18,709	17,909	18,816	17,583	18,166	18,339	19,543	70,961	74,115	73,631	76,790
인건비	4,806	4,590	4,980	4,789	4,649	4,619	4,829	18,602	19,166	18,887	20,034
매출연동비	7,968	7,477	6,540	7,006	7,412	7,506	8,128	29,864	30,184	30,052	31,410
외주/인프라	1,956	1,941	2,876	2,061	2,053	2,077	2,165	8,349	8,796	8,356	8,647
마케팅비	1,082	1,055	1,035	870	976	1,037	1,137	4,058	4,064	4,020	4,284
상각비	2,073	2,107	2,460	2,055	2,150	2,172	2,285	80,450	69,362	69,717	70,073
기타	825	739	927	802	925	927	999	2,580	3,287	3,654	3,708
영업이익	1,340	1,305	754	1,054	1,356	1,236	1,554	4,609	4,602	5,200	5,604
영업이익률	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	6.9%	6.3%	7.4%	6.1%	5.8%	6.6%	6.8%
YoY	18%	5%	-53%	-12%	1%	-5%	106%	-20%	0%	13%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

크래프톤 (259960)

투자의견	BUY(M)	
현재주가(7/15,원)	347,500	
목표주가(원)	450,000(M)	
시가총액(억원)	164,683	
상승여력	29%	
	P/E	P/B
2025E	13.6	1.9
2026E	10.9	1.6

2Q25E	유안타증권 (억원)	% QoQ	% YoY	컨센서스 (억원)	컨센서스 대비 (%)
매출액	6,492	-25.7%	-8.2%	6,931	-6.3%
영업이익	2,693	-41.1%	-18.9%	2,758	-2.4%
순이익 (지배)	2,873	-22.8%	-16.0%	2,320	23.8%

- ▶ 2Q25 연결 영업이익 2,693억원(YoY-19%)으로 컨센서스 하회 전망
- ▶ PC 게임부문 : 2분기 비수기 영향. 성장형 무기 블랙마켓 판매가 있었으나 작년 '뉴진스' 콜라보와는 상당한 차이
- ▶ 모바일 게임부문 : 5월말 '진격의 거인' IP 콜라보 있었으나 중동지역 중심이어서 효과가 크진 않음. 4월 성장형 스킨 '엑스슈트' 성장형 스킨 단일 아이템 최고 매출 기록. 작년 2분기 텐센트 인센 제외하면 YoY 성장 지속
- ▶ 3분기 : 7/9 PC게임 '에스파' 콜라보 시작. 슈퍼카 브랜드 2중 하반기 콜라보 계획. 펄프 IP 프랜차이즈 서구권 타겟으로 PC/모바일 공동 콜라보 다양화 계획. 북귀유저 증가. BGMI 페이유저 확대. 유명 브랜드 콜라보
- ▶ 현금 약 7,000억원으로 신규 인수한 ADK, 매출 1조원, EBITDA 1,600억원(2024년 기준) 4분기 연결 편입 전망. 글로벌 IP 활용한 신규 게임으로 시너지 기대.
- ▶ 신작 게임 : '언노운월드' 경영진 교체 등 '서브노티카2' 연내 얼리엑세스 버전 출시는 불투명. 스팀 위시리스트에는 여전히 2위 기록중(7/11). 8월 게임스컴 출시되는 '인조이' 업데이트 버전(지역추가 등) 판매량 증가, 유저 복귀 기대
- ▶ [투자전략] 2분기 저점으로 하반기 실적 개선. 8월 '인조이' 업데이트, 신규 인수한 ADK와의 시너지 기대, 2026년 신작 라인업 기대로 밸류에이션 상승 전망.

크래프톤 실적 전망

(단위: 억원)

	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,070	7,193	6,176	8,742	6,492	7,177	7,291	19,106	27,098	29,703	34,730
YoY	83%	60%	16%	31%	-8%	0%	18%	3%	42%	10%	17%
온라인	1,913	2,743	2,326	3,235	2,178	2,693	2,628	5,839	9,419	10,735	11,486
모바일	4,999	4,254	3,622	5,324	4,129	4,305	4,463	12,449	16,898	18,221	18,683
콘솔	88	118	123	131	101	103	121	557	443	456	746
기타	70	78	105	51	84	76	80	262	337	291	394
비용합계	3,749	3,949	4,021	4,169	3,799	4,014	4,242	11,427	15,273	16,224	18,333
플랫폼수수료	775	1,011	848	1,050	880	942	961	2,267	3,493	3,832	4,198
인건비	1,296	1,331	1,327	1,484	1,408	1,441	1,484	4,273	5,168	5,818	6,828
주식보상비용	352	145	105	179	72	59	52	276	1,024	362	181
지급수수료	764	804	979	841	884	831	999	2,590	3,161	3,555	4,030
마케팅비	212	299	379	229	195	374	375	661	1,014	1,173	1,362
기타	349	359	383	385	360	367	371	1,359	1,413	1,483	1,734
영업이익	3,321	3,244	2,155	4,573	2,693	3,163	3,050	7,679	11,825	13,479	16,397
영업이익률	47.0%	45.1%	34.9%	52.3%	41.5%	44.1%	41.8%	40.2%	43.6%	45.4%	47.2%
YoY	153%	71%	31%	47%	-19%	-3%	42%	4%	54%	14%	22%

자료: 유안타증권 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

투자의견	BUY(M)	
현재주가(7/15,원)	213,500	
목표주가(원)	310,000(M)	
시가총액(억원)	45,996	
상승여력	45%	
	P/E	P/B
2025E	32.3	1.4
2026E	10.4	1.2

2Q25E	유안타증권 (억원)	% QoQ	% YoY	컨센서스 (억원)	컨센서스 대비 (%)
매출액	3,554	-1.3%	-3.6%	3,550	0.1%
영업이익	67	28.3%	-24.3%	77	-12.7%
순이익 (지배)	174	-54.0%	-75.5%	402	-56.8%

- ▶ 2Q25 연결 영업이익 67억원(YoY-24%)으로 컨센서스 하회 전망
- ▶ 신작게임 부재한 가운데 기존게임 매출 하향안정화. 전분기 대비 일회적 인건비 감소한 반면 마케팅비 증가
- ▶ PC 매출은 특이사항 없는 가운데 전분기와 유사. 모바일 매출은 LM 8주년 이벤트 효과로 전분기 대비 증가하나, L2M, LWM 소폭 감소하며 전체적으로 전분기와 유사한 매출 전망
- ▶ **[신작일정]** 2025년 가장 큰 기대작 '아이온2' 4분기 출시 전망. 6/28~29 일반 게이머, 게임 전문 유튜버 등 100명 대상 진행된 FGT이후 게임 흥행 기대감 상승 (1) 최근 몇 년간 대작 MMORPG의 시장 출시가 적었고, (2) '아이온' IP에 대한 충성도 높은 대기 사용자, (3) '아이온2'의 게임 퀄리티 개선 등을 감안 시 출시 전까지 사용자와 계속 소통하며 게임에 대한 시장 기대 상승할 것으로 예상
- ▶ 'L2M' 텐센트 통해 연내 출시 예정. 'LM' 2026년 중국 출시 기대
- ▶ **[투자전망]** 기대작 '아이온2' FGT로 흥행리스크는 상당부분 감소한 상황. 비용효율화에 따른 고정비 감소, 기존게임 하향안정화 유지로 기존 게임만으로도 현재 BEP 구조인 상황에서, 4Q25 '아이온2' 흥행, LLL 등 새로운 IP 신작 출시가 이어지며 기업가치 상승 전망.

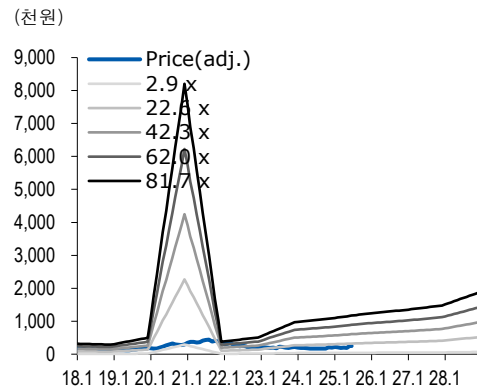
엔씨소프트 실적 전망

(단위: 억원)

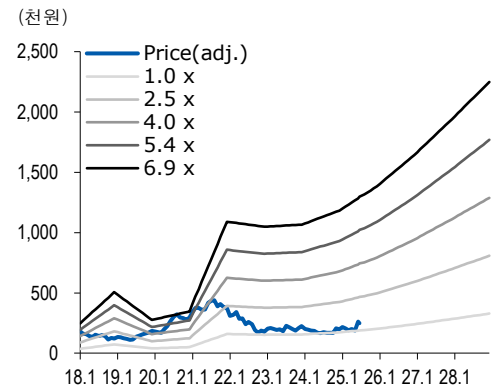
	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,689	4,019	4,094	3,603	3,554	3,629	5,179	17,798	15,774	15,965	21,340
YoY	-16%	-5%	-6%	-9%	0%	0%	0%	-31%	-11%	1%	34%
Lineage 1	246	265	229	223	247	228	250	1,014	982	949	916
Lineage 2	212	202	206	191	184	196	216	847	855	786	747
Aion	131	118	112	85	115	98	105	717	504	403	383
Blade & Soul	38	32	140	142	127	121	127	246	251	516	489
Guild War 2	235	190	247	193	191	197	246	827	926	826	850
Royalty Sales	377	381	735	450	417	446	606	1,445	1,820	1,919	1,738
기타	268	297	269	257	268	283	247	699	1,077	1,055	1,140
리니지 M	1,070	1,589	1,218	1,127	1,160	1,251	1,242	5,073	4,928	4,780	4,541
리니지2M	423	431	413	379	350	334	300	2,517	1,818	1,362	1,158
리니지 W	655	469	491	531	472	448	460	4,127	2,443	1,911	1,680
블소2	35	45	35	26	25	26	26	287	171	102	82
아이온2							1,254			1,254	4,551
기타 신작	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,100
비용총계	3,600	4,162	5,389	3,551	3,488	3,564	4,338	16,425	16,873	14,410	15,905
인건비	1,880	2,011	3,145	1,872	1,778	1,783	1,727	8,229	9,064	7,550	7,316
광고선전비	174	487	552	133	197	259	523	850	1,282	1,053	980
감가상각비	279	265	259	251	266	259	273	1,119	1,081	1,101	1,121
매출변동비 및 기타	1,268	1,399	1,432	1,294	1,245	1,262	1,814	6,228	5,447	4,706	6,487
영업이익	88	-143	-1,295	52	67	65	841	1,373	-1,100	1,555	5,435
영업이익률	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	1.9%	1.8%	16.2%	7.7%	-7.0%	9.7%	25.5%
YoY	-75%	-186%	-3461%	-80%	-24%	-146%	-165%	-75%	-180%	-241%	250%

자료: 유안타증권 리서치센터

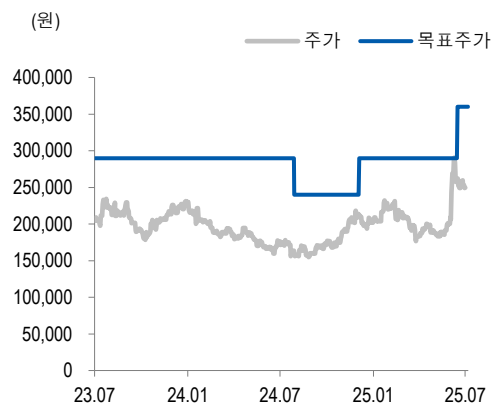
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-16	BUY	360,000	1년		
2025-06-30	BUY	360,000	1년		
2024-12-18	BUY	290,000	1년	-28.75	0.17
2024-08-12	BUY	240,000	1년	-26.11	-9.17
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

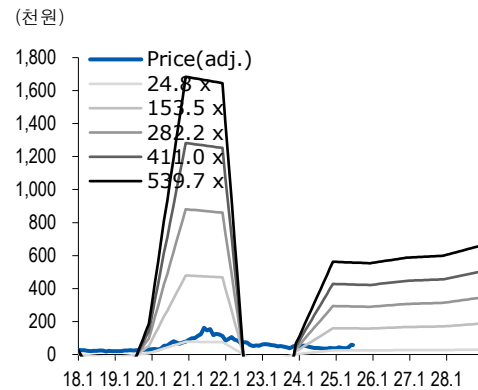
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

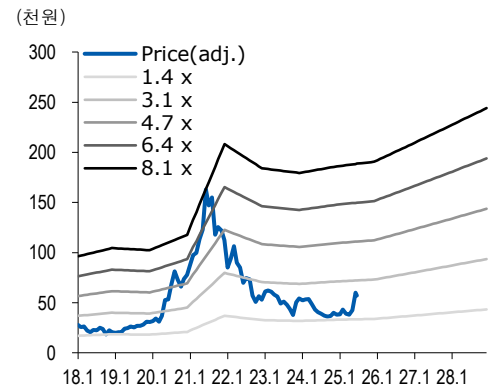
주: 기준일 2025-07-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

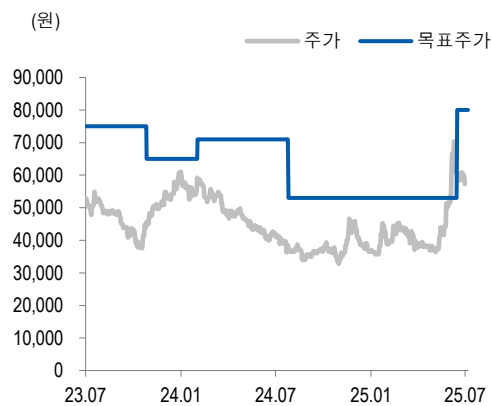
P/E band chart



P/B band chart



카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-16	BUY	80,000	1년		
2025-06-30	BUY	80,000	1년		
2024-08-09	BUY	53,000	1년	-23.99	32.83
2024-02-16	BUY	71,000	1년	-34.08	-17.32
2023-11-10	BUY	65,000	1년	-17.38	-6.00
2023-11-04	1년 경과 이후		1년	-40.67	-39.20
2022-11-04	BUY	75,000	1년	-27.35	-5.47

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

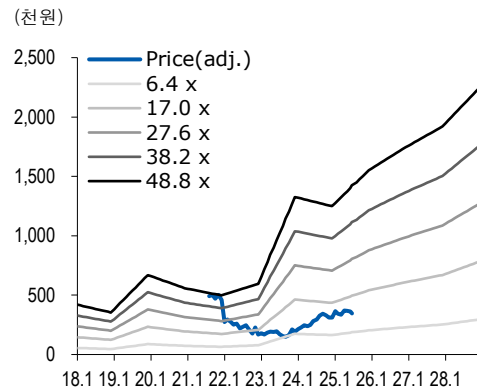
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

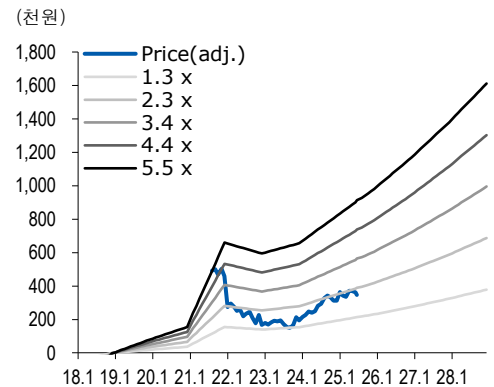
주: 기준일 2025-07-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

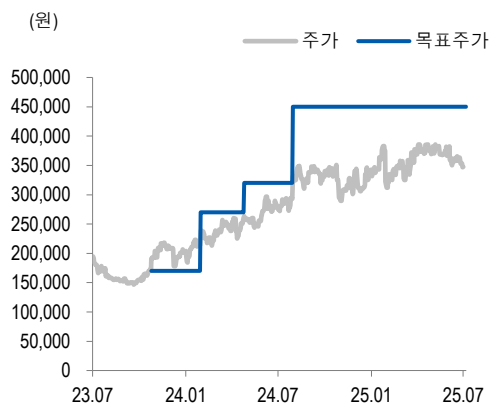
P/E band chart



P/B band chart



크래프톤 (259960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-16	BUY	450,000	1년		
2024-08-13	BUY	450,000	1년		
2024-05-09	BUY	320,000	1년	-14.78	-7.19
2024-02-13	BUY	270,000	1년	-11.51	-3.70
2024-01-13	1년 경과 이후		1년	21.61	8.53
2023-01-13	HOLD	170,000	1년	6.51	-13.82

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

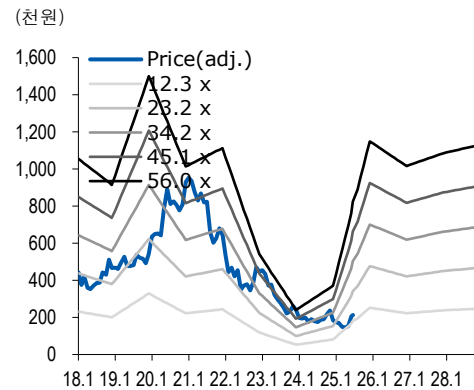
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

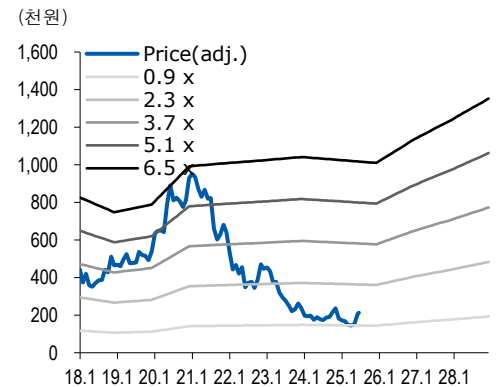
주: 기준일 2025-07-15

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

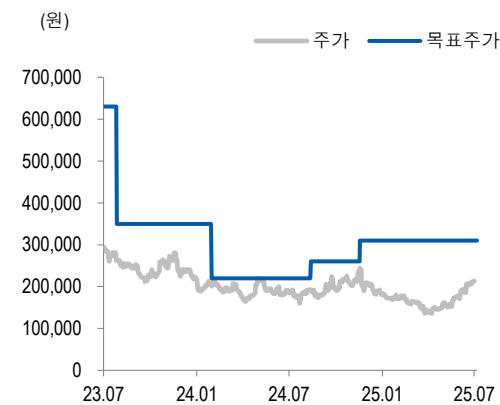
P/E band chart



P/B band chart



엔씨소프트 (036570) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-16	BUY	310,000	1년		
2024-12-02	BUY	310,000	1년		
2024-08-27	BUY	260,000	1년	-22.31	-8.65
2024-08-06	BUY	220,000	1년	-15.16	-12.09
2024-02-13	HOLD	220,000	1년	-13.43	0.00
2023-08-10	BUY	350,000	1년	-32.37	-19.71
2023-01-13	BUY	630,000	1년	-42.22	-24.37

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-15

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.