

2025년 07월 29일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 인터넷/게임 Overweight(Maintain)

Make Korea Great Again

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형 jun59057@kiwoom.com

AI

Stablecoin



Contents



Make Korea Great Again 02

I. 스테이블코인 03

- > 유저 커버리지가 중요 03
- > 시대의 변화를 읽어야 할 때 03

II. AGI 선언 이슈 10

- > 통합 모델 기반 확장성 고려 10

III. 관련 밸류 산출 12

- > 카카오페이 주당 적정가치 13만원 12

IV. 게임 섹터 영향 16

- > 결제의 민주화 트렌드 주목 16

기업분석 18

- > 카카오 (035720) 19
- > 카카오페이 (377300) 27
- > NAVER (035420) 31
- > 엔씨소프트 (036570) 38
- > 넷마블 (251270) 41
- > 카카오게임즈 (293490) 44

Compliance Notice

- 당사는 07월 29일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 작성자 김진구는 2025년 7월 3일에서 2025년 7월 4일까지 있었던 "카카오페이 2025년 Analyst Day" 행사에 숙박비 등을 지원 받고 다녀왔습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Make Korea Great Again

>>> 시대적 변화를 목도

단기적 트렌드와 중장기를 관통할 트렌드는 엄연히 다르다. 당사는 AI와 스테이블코인을 동 관점에서 중장기를 관통할 빅 트렌드로 보며, AI는 자율형 에이전트 기반 자산관리와 광고사업의 헤게모니를 뒤흔들 구독경제 비즈니스의 총아로 해석하며, 스테이블코인은 결제의 민주화라는 대원칙 하에 플랫폼 업체가 결제를 내재화하는 프로세스를 통해 결제의 신속성과 원가 저감을 동시에 추구하여 관련 부가가치를 머천트와 유저들에게 환원하는 상생의 에코시스템을 창출할 것으로 판단한다. 해당 과정에서 스테이블코인은 발행과 유통보다는 결제 기반의 유저 확장성과 이를 락인시킬 수 있는 자산관리로서의 기능을 연결시킬 필요성도 강조한다. 플랫폼 입장에서 기존 소상공인 케어와 관련된 정부의 규제와 적격원가 산정과 관련된 프레스에서 벗어나 일부 정상 마진 스프레드를 확보할 수 있는 기회로 작동할 수 있음을 강조하고자 한다. 또한 시대적으로 저금리 시대에서 결제 기반의 유저 사용처와 자산관리 기반의 수요를 동시에 이끌어내기 위해서는 자율형 에이전트 기반 자산관리 기준 경제적 부가가치 창출이 명확히 요구되며 해당 컨디션이 마련될 경우 역외 사용자에 대한 원화 수요가 증가해 원화 기반 스테이블코인의 안정성이 증가될 개연성도 염두해야 한다. 또한 자산관리 상품의 다양성과 유저별 선호도를 다양하게 끌어내야 유저의 자금 흐름을 락인시킬 수 있으며 이는 변화하는 시대에서 블록체인의 기반의 해외 거래소에 이탈할 자금을 방어하고 해당 기반으로 법인세를 자국에 귀속시킬 수 있는 트리거로 작동할 수 있게 된다. 또한 시대적 흐름에서 게임 세그먼트에서 기존 애플과 구글이 수취한 30%의 높은 지급수수료율은 지속적 압박에 노출될 것으로 판단하며 중기적으로 해당 효율에 대한 저감 이슈로 게임사에 우호적 환경을 조망한다.

>>> 업종 최선후주 제시

당사는 상기 뷰 관점에서 인터넷 업종 내 최선후주로 오픈 AI와 강결합을 통해 자율형 에이전트에서 강력한 포텐셜을 확보할 카카오와 스테이블코인 결제 및 자산관리 에이전트 확장성을 겸비한 카카오페이를 동시에 제시한다. 게임 업종 내에서는 지급수수료율 저감 이슈와 함께 아이온2 기반 신작 성공가능성을 높게 겸비한 엔씨소프트를 최선후주로 지속 제시한다.

I. 스테이블코인

>>> 유저 커버리지가 중요

TAM 고려한 TPV 확장성, AI 결합을 통한 락인이 중요

스테이블코인의 확장성은 발행과 유통이 중요한 것이 아니라 유저의 사용 커버리지를 넓히고 이를 락인시켜 결국 원화의 수요를 증분시키는데 그 의의를 가진다. 본질적으로 스테이블코인의 에코시스템 관점에서 의미는 결제의 헤게모니를 플랫폼이 가져와서 이를 통해 중간단계의 프로세스를 절감하고 기본적으로 결제의 신속성과 코스트 저감을 동시에 동인해 이를 머천트와 유저에게 돌려주는 상생의 관점에서 그 의미를 지닌다고 할 수 있다. 또한 해당 과정에서 법정 담보를 안정적으로 상회하는 리저브에 대해서는 유저 대상 합리적인 수준의 렌딩을 포함한 다양한 금융상품으로 제휴 연동을 통한 수익화 기회를 창출할 개연성이 높다고 할 수 있다. 이런 점에서 카카오페이가 추구할 결제의 미래는 머니 및 스테이블코인 기반 결제의 커버리지를 넓혀 머천트 대상의 테이크레이트를 낮춤과 동시에 유저 대상의 할인 및 리워드 등 결제와 연동된 프로모션을 동시에 투입하여 플랫폼으로서 상생 효과를 마련할 수 있을 것으로 판단한다. 또한 과거 소상공인 케어 및 적격원가 산정 등으로 플랫폼 업체의 연간 테이크레이트 및 마진 스프레드가 스퀴즈되어 온 점을 감안시 일정 부분의 정상화 원복 역시 진행되어야 하므로 이에 대한 균형잡힌 시각이 필요하다고 전제할 수 있겠다.

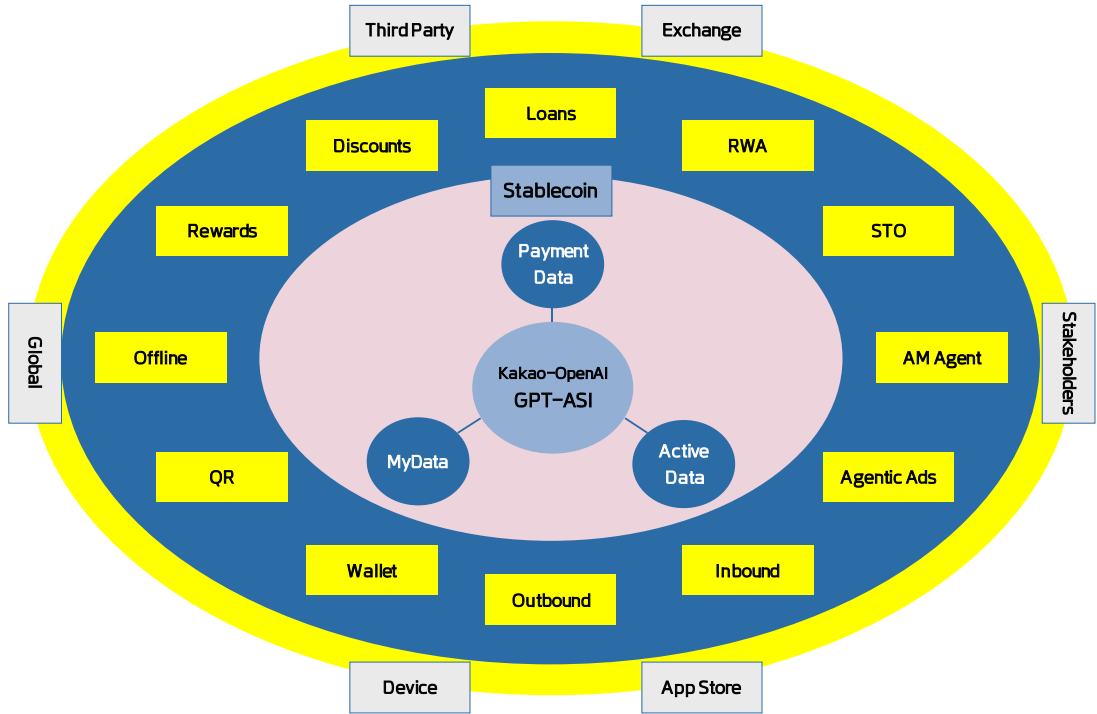
카카오페이가 유저를 락인하는데 있어 한가지 추가적인 축으로 중요한 것이 바로 그룹 내를 관통하는 카카오와 오픈AI 기반 자율형 에이전트의 확장성으로, 이는 장기적으로 ASI 기반 막대한 부가가치를 창출할 개연성이 있다는 점과, 카카오페이의 기업가치를 레벨업시켜 줄 수 있는 자산관리 에이전트의 출시로 유저의 투자자산 관리 및 부의 증대를 통해 경쟁사를 압도할 수 있는 태생적인 이점이 있음을 고려하며, 해당 사안은 머니 및 스테이블코인 기반 결제 확장성을 더욱 공고히 하는 수단으로 작동할 것임을 강조하고자 한다. 이는 카카오 그룹 이외 자율형 에이전트를 소구하는 서드파티 사업자 등으로 확대되면서 유저별 월렛 및 QR 기반의 오프라인의 확장성을 증대할 것으로 판단한다. 투자자산의 관점에서 블록체인 거래소와의 제휴를 통해 미래지향적 비즈니스인 RWA 및 STO 등 다양한 복합 금융상품에 대한 결합을 통해 유저들의 수익률을 극대화한다면 역외 유저 수요 증가를 통한 부의 국외 유출을 막는 동시에 원화 기반 수요를 높여 자국의 통화 밸류를 높일 수 있는 수단으로 작동할 것으로 판단한다.

>>> 시대의 변화를 읽어야 할 때

카카오페이 29E TAM 대비 결제 침투율 10% 전망

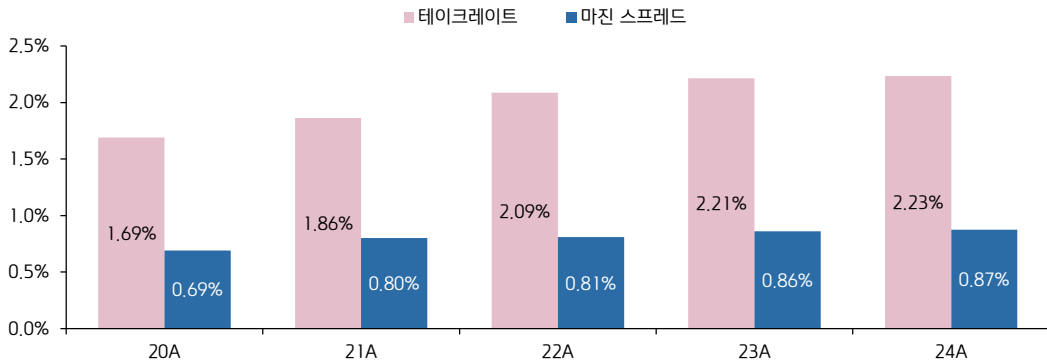
카카오페이 테이크레이트와 마진 스프레드는 글로벌 주요 피어 대비 낮은 모습을 보이고 있으며, 당사는 마진 스프레드의 일정 회복을 장기 추정치에 반영했으며, 국내 소매판매 대비 결제 침투율은 29E 기준 10%로 가정하였다. 8개 전업카드사 기준 24년 카드수익에서 가맹점수수료수익이 차지한 비중은 38%이었고, 23년 카드수익 증분 중 해당 수익이 기여한 비중은 32%에 달하는 등 관련 수익은 카드사에게 여전히 주 수익원으로 작동하고 있는 상황이다. 다만 스테이블코인의 방향성과 에코시스템 관점에서 카드사가 기존에 향유하는 이익 베이스는 중장기로 프레스를 받을 개연성이 존재하며, 중요한 것은 머천트와 유저의 상생을 도모해야 한다는 점이며 그동안 높은 대출 이율을 통해 수익화 과정을 밟아온 점은 장기적으로 해당 회사들에게 아킬레스건으로 작동할 수 있음을 짚고 넘어가고자 한다.

카카오페이 에코시스템 분석



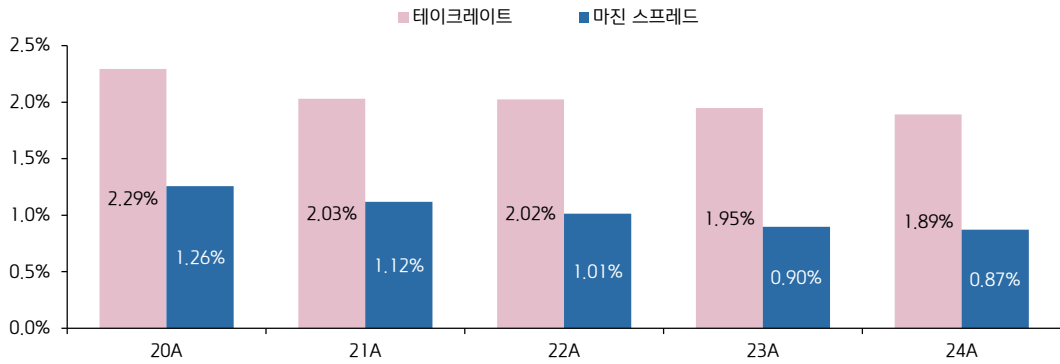
주: ASI(Artificial Super Intelligence)
자료: 키움증권 리서치

Shopify 연간 결제 관련 테이크레이트 및 마진 스프레드 추이



주1: 테이크레이트는 GMV를 Merchant Solutions 매출로 나누어 산출
주2: 원가율은 GMV를 Merchant Solutions 원가로 나누어 산출
주3: 마진 스프레드는 테이크레이트에서 원가율을 차감해 산출
자료: Bloomberg, Shopify, 키움증권 리서치

Paypal 연간 결제 관련 테이크레이트 및 마진 스프레드 추이



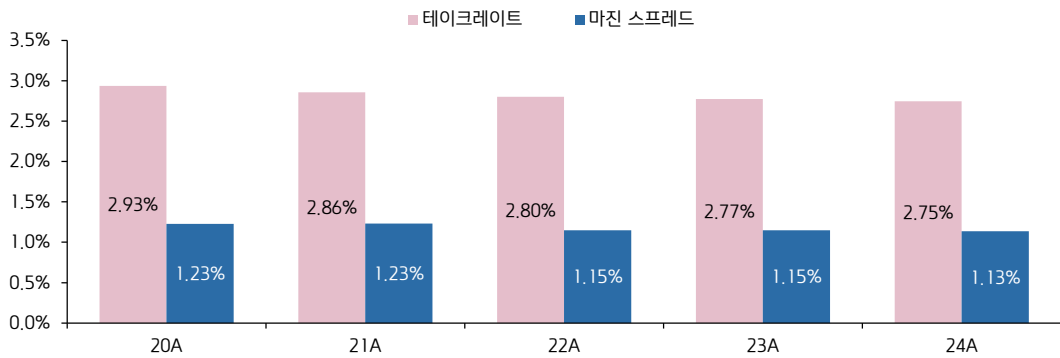
주1: 테이크레이트는 TPV를 총 매출로 나누어 산출

주2: 원가율은 TPV를 Volume based Loss로 나누어 산출

주3: 마진 스프레드는 테이크레이트에서 원가율을 차감해 산출

자료: Bloomberg, Paypal, 키움증권 리서치

Block 연간 결제 관련 테이크레이트 및 마진 스프레드 추이



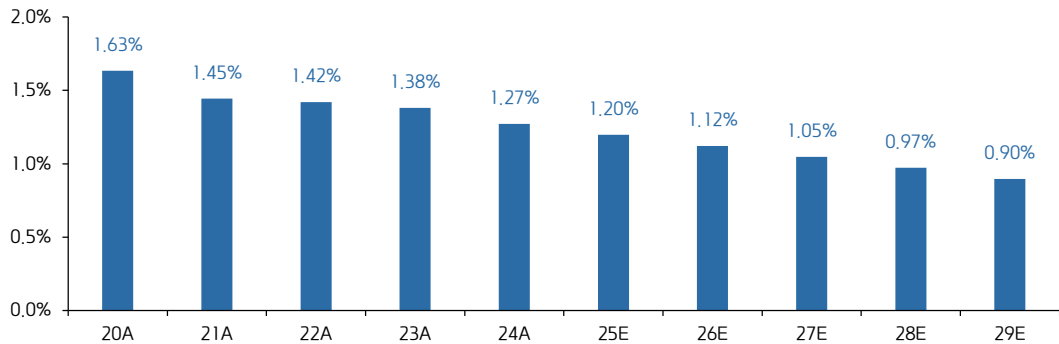
주1: 테이크레이트는 GPV를 총 매출로 나누어 산출

주2: 원가율은 GPV를 Transaction Costs로 나누어 산출

주3: 마진 스프레드는 테이크레이트에서 원가율을 차감해 산출

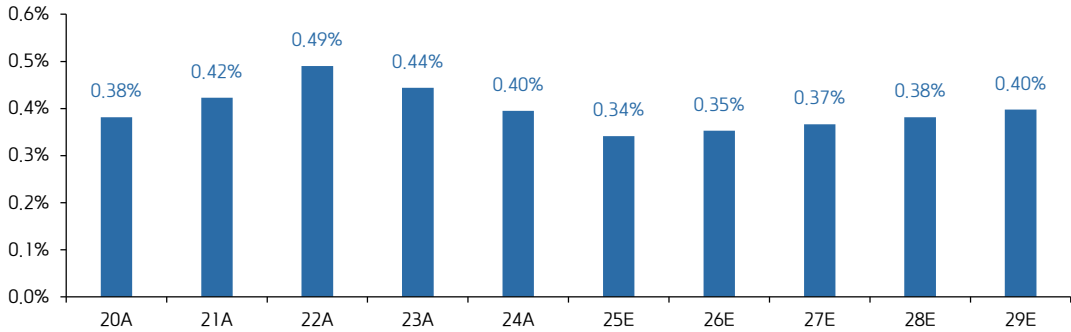
자료: Bloomberg, Block, 키움증권 리서치

카카오페이 연간 결제 TPV 대비 매출 테이크레이트



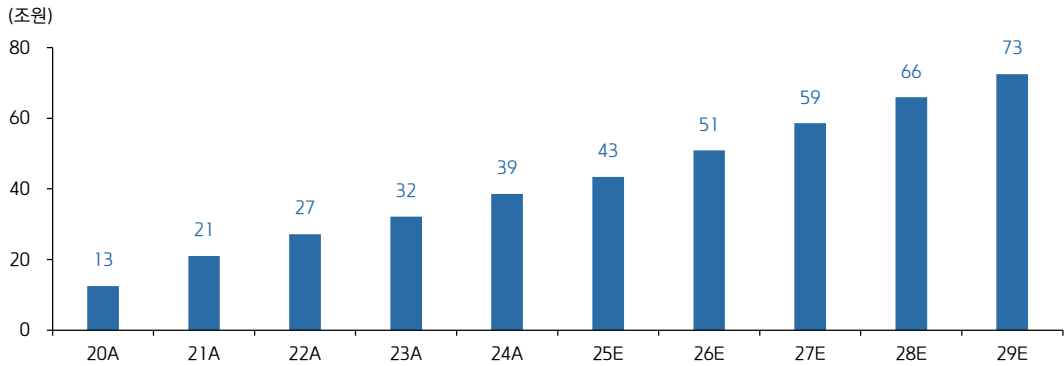
자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오페이 연간 결제 마진 스프레드 추이



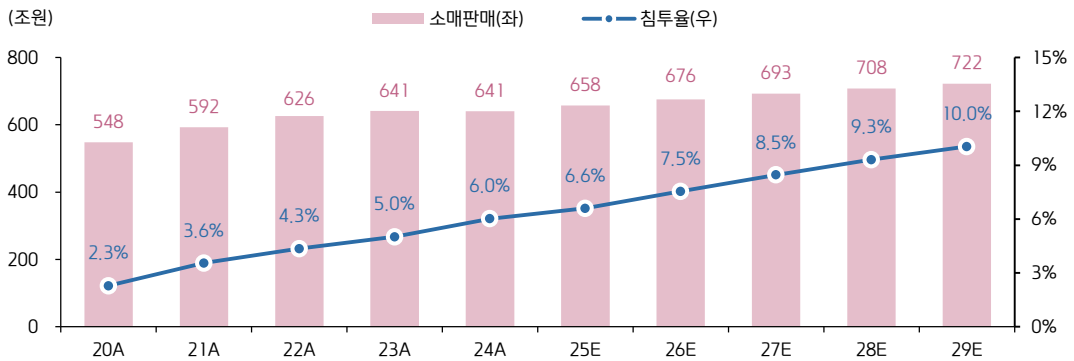
주1: 결제 TPV 대비 매출 테이크레이트에서 원가율을 차감해 산출
 주2: 별도 지급수수료 전체를 결제 관련으로 가정하여 원가율 산정
 자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오페이 연간 결제 TPV 추이 및 전망



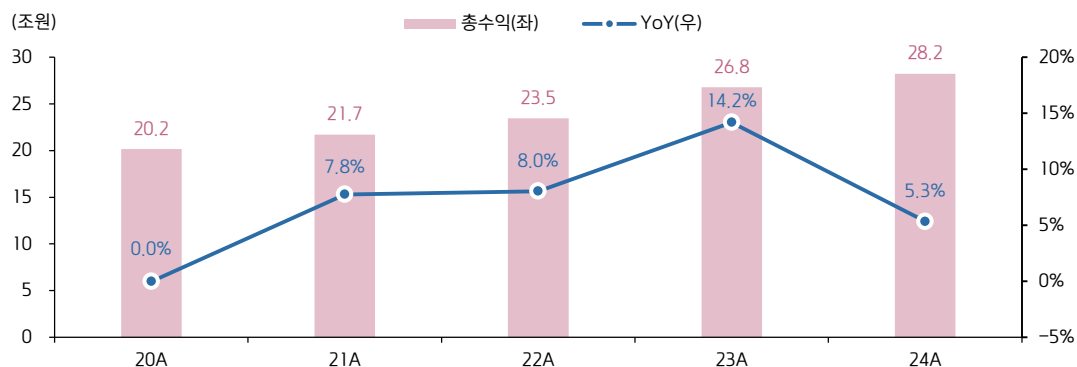
자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

국내 연간 소매판매 및 카카오페이 결제 침투율



주1: 국내 소매판매를 TAM으로 설정
 주2: 국내 소매판매 대비 카카오페이 결제 TPV를 침투율로 산출
 자료: 통계청 KOSIS, 카카오페이, 키움증권 리서치

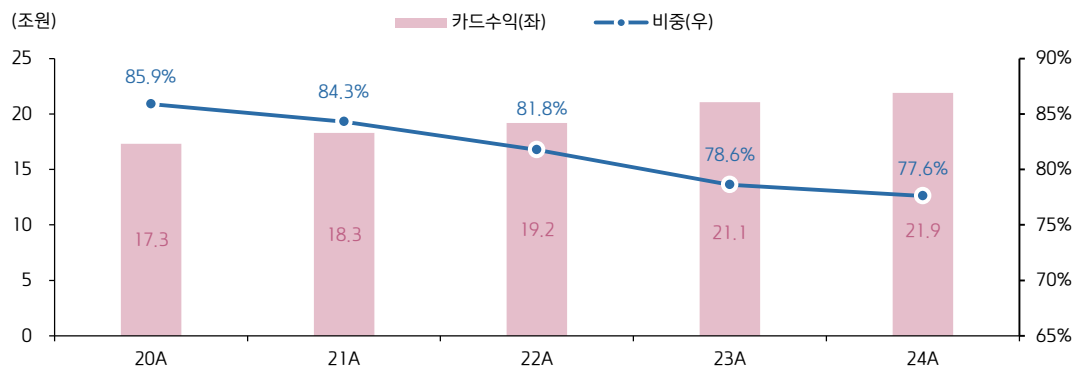
주요 신용카드사 연간 총수익 추이



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

주요 신용카드사 연간 카드수익 추이

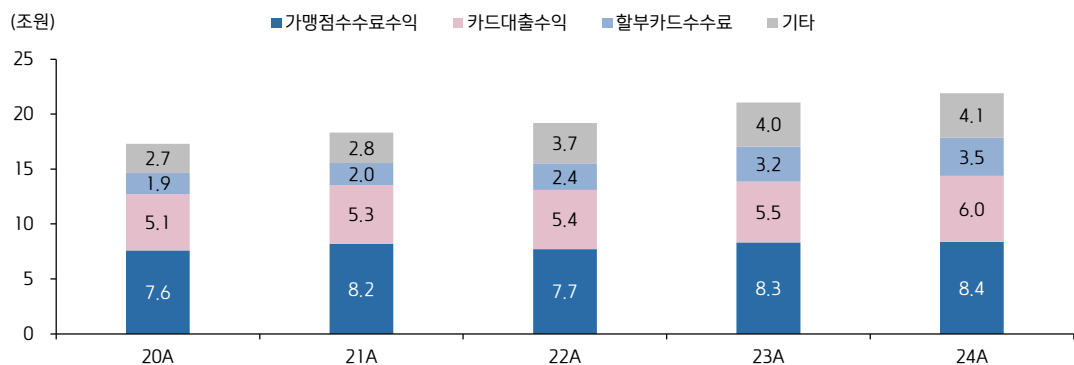


주1: 8개 전업카드사 기준

주2: 비중은 총수익 대비 카드수익 기준으로 산출

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

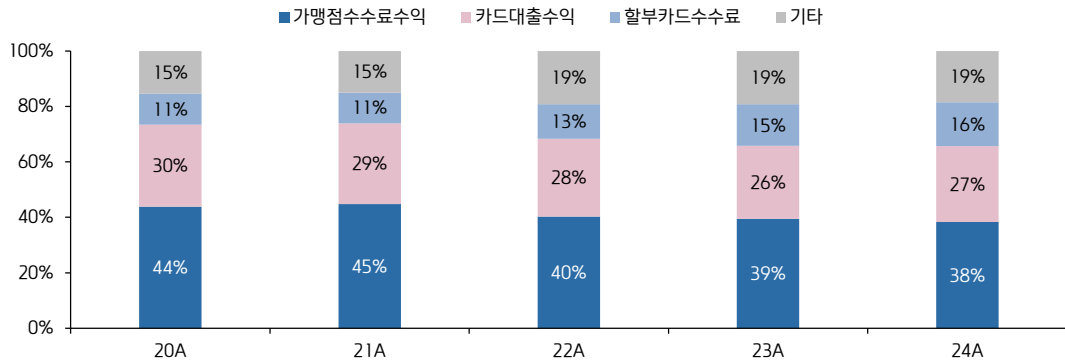
주요 신용카드사 연간 카드수익 Breakdown



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

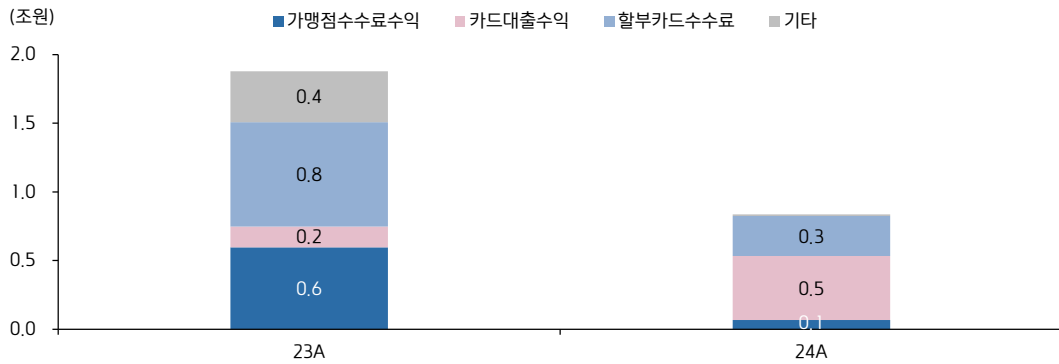
주요 신용카드사 연간 카드수익 비중



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

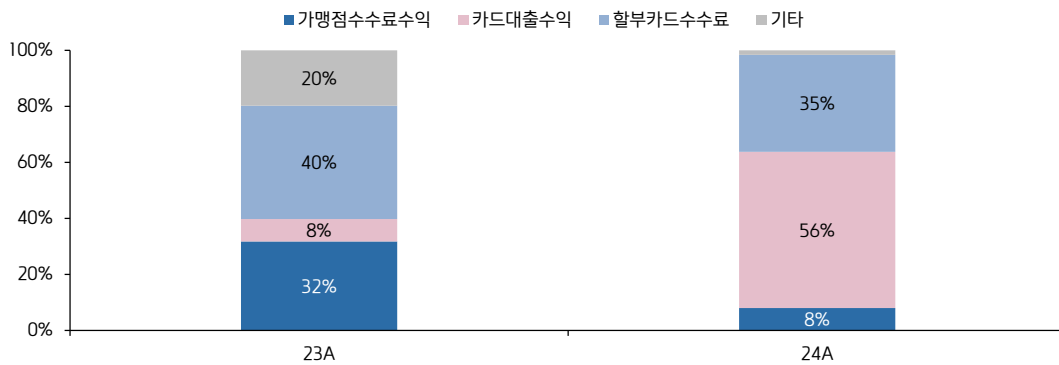
주요 신용카드사 카드수익 증분 Breakdown



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

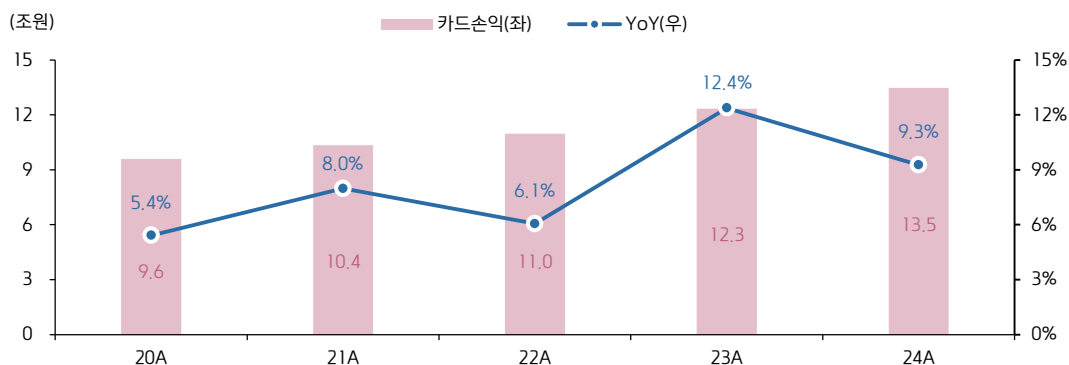
주요 신용카드사 카드수익 증분 비중



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

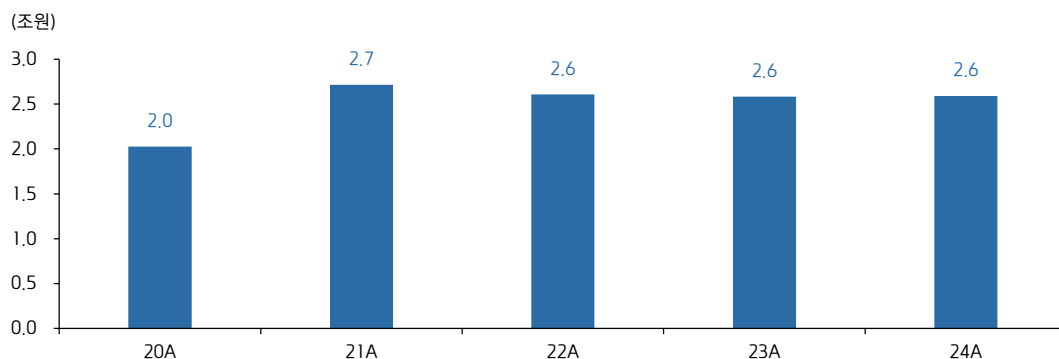
주요 신용카드사 연간 카드손익 추이



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

주요 신용카드사 연간 당기순이익 추이



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치

II. AGI 선언 이슈

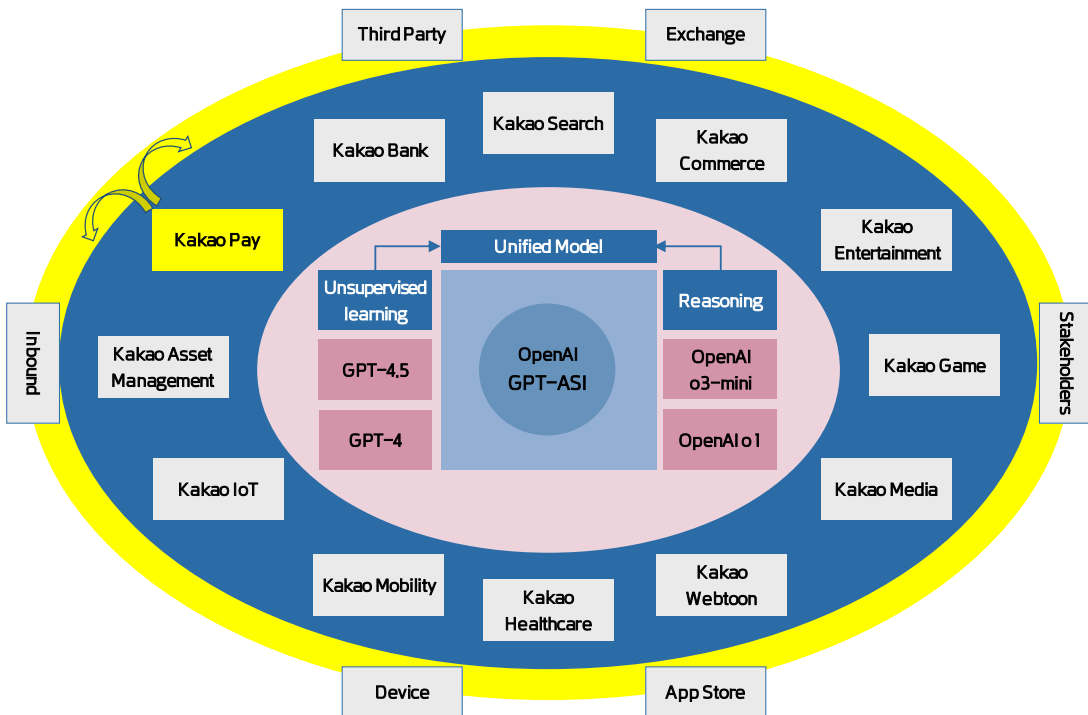
>>> 통합 모델 기반 확장성 고려

카카오와 오픈AI 강결합이 가지는 의미를 이해할 필요

오픈AI는 현재 GPT-5 기반의 통합 모델을 준비 중이며 늦어도 Devday가 예정되어 있는 10월 6일 전후로 해당 모델을 공개하고 머지 않은 시기에 AGI를 선언할 개연성이 있을 것으로 판단한다. 최근 동사가 공개한 챗지피티 에이전트는 기존 챗지피티와 오퍼레이터 및 딥리서치를 결합하여 유니파이드 모델의 강력함을 반증하는 클루로 제시되며, 챗지피티 에이전트는 휴머니티 라스트 이그잼에서 기존 모델의 퍼포먼스를 압도적으로 상회하는 41.6점을 기록했으며, 경제적인 태스크 수행 능력에서 절반 정도로 인간 대비 동등하거나 우수한 결과물을 보여주었다. 해당 관점의 연장선으로 우리는 AGI 도달 가능성을 목도할 수 있다고 판단한다.

중기적 관점에서 오픈AI 통합 모델은 카카오와 공동으로 개발중인 자율형 에이전트에 탑재될 가능성이 클 것으로 판단하며, 내년 중으로 유저 대상의 테스트를 거쳐 27년부터는 완전한 상용화에 진입할 것으로 판단한다. 시기적으로는 자율형 에이전트가 탑재될 피드, 쇼핑 및 결제 기반 광고가 26년부터 작동할 것으로 판단하며, 이는 기존 검색과 디스플레이로 양분되는 광고의 헤게모니를 브레이크하고, 머천트와 유저를 다이렉트하게 연결시켜 주는 과정에서 심리스하게 연동되는 완벽한 성과 중심의 광고 기법으로 자리잡을 것으로 전망한다.

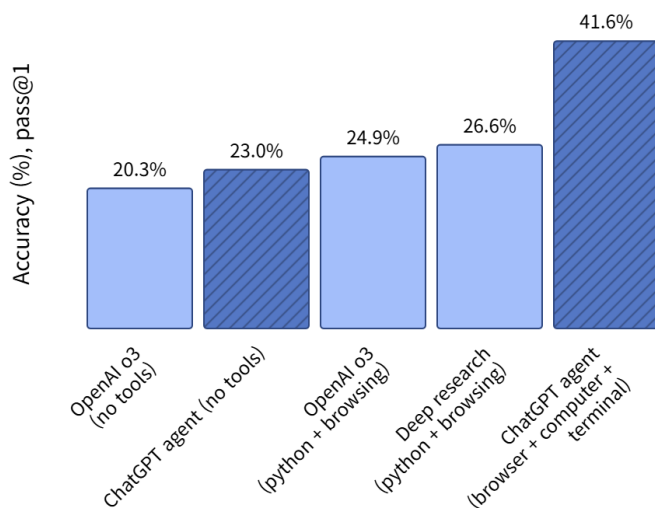
카카오/오픈AI 제휴 구조도 및 카카오페이 Role



주: ASI(Artificial Super Intelligence)
자료: 키움증권 리서치

오픈AI HLE 지표 비교

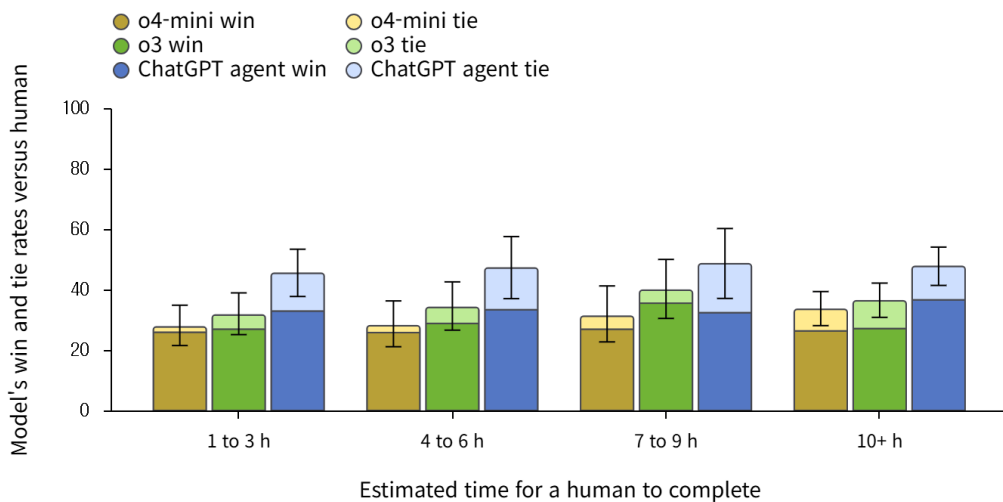
Humanity's Last Exam (Full Set) Expert-Level Questions Across Subjects



자료: OpenAI, 키움증권 리서치

오픈AI 인간 대비 태스크 수행 지표 비교

Economically important tasks



자료: OpenAI, 키움증권 리서치

III. 관련 밸류 산출

>>> 카카오페이 주당 적정가치 13만원

결제 TPV 기반 자산관리 에이전트 및 에이전틱 결제광고 확장성이 맥점

29E 기준 카카오페이 자산관리 에이전트 로직은 MAU 27.2백만명에 PUR 5.3%를 적용한 PU 1.4백만명으로 관련 월간 구독료 125천원을 적용해 관련 매출 2.1조원을 추정치에 반영했고, 에이전틱 결제광고는 29E 결제 TPV 72.5조원에 머천트 대상 침투율 14.6% 및 퍼포먼스 기준 테이크레이트 2.0%를 가정해 약 0.2조원의 매출을 적용했다. 비용단에선 자산관리 에이전트 원가로 일간 프롬프트 한도 30개와 처리 단가 50원을 적용하여 계산하였고, 이외 자산관리 에이전트와 에이전틱 결제광고에 대한 로열티로 공동 에이전트 개발 주체인 카카오 및 오픈AI에 지급할 수수료율 30% 수준을 적용해 비용 처리하였다. 해당 과정을 통한 지배주주지분은 29E 기준 7,362억원으로 도출되었으며 해당 수준에 잠재 PER 35배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 밸류로 17.6조원을 제시하며, 이는 주당 적정가치 13만원에 해당함을 적시한다.

카카오 AI 내재가치로 12.1조원을 부여한다. 29E 기준 톡 기반 에이전트 로직은 MAU 49.9백만명에 PUR 10.5%를 적용한 PU 5.2백만명에 월간 구독료 125천원을 적용해 관련 매출 7.9조원을 추정치에 반영했고, 에이전틱 피드광고는 29E 기준 일평균 매출 21억원을 적용해 관련 매출 7,656억원을 도출했고, 에이전트 쇼핑광고는 선물하기 GMV 9.3조원에 셀러 대상 침투율 36.3% 및 퍼포먼스 대상 테이크레이트로 3.0%를 적용했다. 카카오페이 결제광고 대비 상대적으로 높은 테이크레이트를 적용한 것은 유저 관계 기반 데이터 활용성과 잠재력을 추가로 감안했기 때문이다. 이외 카카오페이 자산관리 에이전트 및 에이전틱 결제광고 대상의 로열티로 그로스 매출 기준 약 30%를 순매출로 수취하는 것을 반영했다. 톡 기반 에이전트 원가는 일간 프롬프트 한도 30개와 처리단가 50원을 적용하여 계산하였고, 이외 관련 CP 코스트, 상각비 등 고정비 및 기타 비용 등을 산입해 영업이익을 도출하였다. 이에 29E 세후 영업이익은 약 1조원으로 해당 수치에 잠재 PER 35배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 내재가치로 12.1조원을 제시한다.

카카오 톡 기반 에이전트는 톡 내 관계 기반 데이터 서비스 및 피드 기반 멀티 콘텐츠 생성 및 활용, 적시적인 CP 기반 학습 데이터를 내재화된 데이터 가이드 등으로 해당 피드에서 크리에이터 작업을 위한 올인원 토탈 솔루션을 제공하는 것을 바라보며, 추가로 카카오 로그인 기반의 카카오 계열사 데이터 및 서비스를 호출하여 본인의 비서 역할로 관련 업무 프로세스를 자동화하는 것을 목표로 할 것으로 판단하며, 이외 카카오 로그인 연계를 통해 핵심 서드파티 업체 서비스 제휴를 통한 서비스 커버리지 확대 및 가용성 증대도 목표로 할 것으로 조망한다. 단기적 측면에서 26E 카카오 피드와 쇼핑을 결합한 에이전틱 광고 매출은 3,363억원으로 해당 시점 국내 인터넷 광고시장 대비 점유율 3%를 기록할 것으로 반영했다.

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	615.4	766.2	913.0	1,052.7	1,459.5	2,345.6	3,626.3
결제서비스	443.4	490.0	519.3	572.0	613.8	641.1	650.8
금융서비스	142.8	244.1	354.6	410.8	465.7	517.2	564.4
자산관리 에이전트					254.9	996.3	2,145.5
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238
PUR					1.3%	3.3%	5.3%
PU(천명)					327	868	1,430
월간 구독료(달러)					50	75	100
원/달러 환율					1,300	1,275	1,250
월간 구독료(천원)					65	96	125
에이전틱 결제광고				26.0	76.8	139.1	211.0
결제 TPV	32,126	38,551	43,370	50,960	58,604	65,929	72,522
Penetration Rate				2.6%	6.6%	10.6%	14.6%
테이크레이트				2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
기타서비스	29.1	32.1	39.0	43.9	48.3	51.9	54.5
영업비용	672.0	823.7	890.3	977.2	1,263.1	1,845.4	2,675.4
지급수수료	318.0	360.2	405.7	441.8	655.8	1,163.0	1,908.3
자산관리 에이전트 원가					109.0	380.1	783.8
PU(천명)					327	868	1,430
일간 프롬프트 한도(개수)					20	25	30
일수					365	366	365
단가(센트)					3.50	3.75	4.00
원/달러 환율					1,300	1,275	1,250
단가(원화)					46	48	50
자산관리 에이전트 로열티					75.7	295.8	636.9
RS					29.7%	29.7%	29.7%
에이전틱 결제광고 로열티				7.8	23.0	41.7	63.3
RS				30%	30%	30%	30%
인건비	203.1	215.4	241.2	265.3	285.2	299.4	312.9
광고선전비	56.5	65.5	77.7	89.6	129.9	181.8	245.5
기타	94.3	182.5	165.8	180.6	192.3	201.1	208.6
영업이익	-56.6	-57.5	22.6	75.4	196.3	500.2	950.9
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	2.5%	7.2%	13.5%	21.3%	26.2%
영업외손익	50.9	52.1	66.2	87.0	97.0	107.0	117.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	88.8	162.4	293.3	607.2	1,067.9
법인세비용	17.3	16.2	21.8	37.5	67.8	150.4	272.0
법인세율	-305.8%	-300.4%	24.6%	23.1%	23.1%	24.8%	25.5%
당기순이익	-22.9	-21.5	67.0	124.9	225.6	456.8	795.9
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	7.3%	11.9%	15.5%	19.5%	21.9%
지배주주지분	2.5	-13.7	62.0	115.5	208.6	422.5	736.2
%YoY	-95.3%	적전	흑전	86.4%	80.6%	102.5%	74.2%
CAGR(26E-29E)							85.6%
잠재 PER(배)							35.0
25E 적정가치							17,599.1
발행주식수(백만주)							135.0
주당 적정가치(원)							130,372

주: 자산관리 에이전트 로열티 산정시 관련 결제수수료 차감 후 30% 적용, 연간 할인율 10% 적용
 자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오 AI 내재가치 분석

(십억원)	25E	26E	27E	28E	29E
총 매출액			1,682.5	4,826.2	9,435.5
특 기반 에이전트			969.8	3,719.0	7,868.0
MAU(천명)	49,255	49,501	49,699	49,848	49,948
PUR			2.5%	6.5%	10.5%
PU(천명)			1,243	3,241	5,245
월간 구독료(달러)			50	75	100
원/달러 환율			1,300	1,275	1,250
월간 구독료(천원)			65	96	125
자산관리 에이전트 로열티			75.7	295.8	636.9
에이전트 피드광고		320.3	570.8	697.8	765.6
일평균 매출		0.88	1.56	1.91	2.10
일수		365	365	366	365
에이전트 쇼핑광고		16.0	43.2	71.9	101.7
선물하기 GMV		8,511	8,851	9,117	9,345
Penetration Rate		6.3%	16.3%	26.3%	36.3%
테이크레이트		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
에이전트 결제광고 로열티		7.8	23.0	41.7	63.3
특 기반 에이전트 원가			414.6	1,419.1	2,874.5
PU(천명)			1,243	3,241	5,245
일간 프롬프트 한도(개수)			20	25	30
일수			365	366	365
단가(센트)			3.50	3.75	4.00
원/달러 환율			1,300	1,275	1,250
단가(원화)			46	48	50
판관비			1,193.2	2,955.7	5,196.3
CP 코스트			244.9	943.1	2,002.7
상각비 등 고정비			780.0	1,530.0	2,250.0
기타비용			168.2	482.6	943.6
영업이익			74.7	451.4	1,364.8
OPM			4.4%	9.4%	14.5%
세후 영업이익			57.5	342.2	1,014.4
법인세율			23.1%	24.2%	25.7%
잠재 PER					35.0
25E 내재가치					24,249.5
카카오 귀속분					12,124.7

주1: 카카오와 오픈AI간 수익배분율은 공동개발 및 데이터와 캐팩스간 상호 반대급부 반영으로 세후 영업이익 기준 50:50 설정

주2: 상각비 등 고정비는 1.5GW 기준 투자액, PUR 및 일정 유저 버퍼를 감안한 대상액에서 5년 상각을 전제로 연간 산출

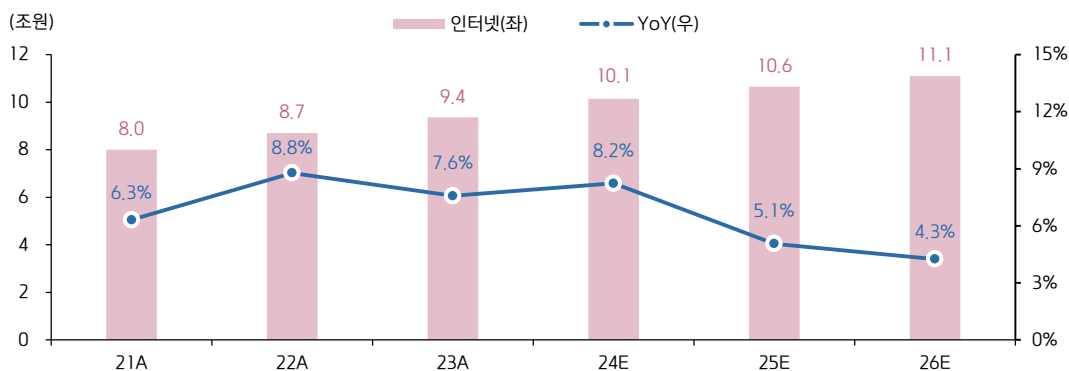
주3: 로열티 수취 대상은 계열사인 카카오페이로만 한정했으며, 해당 비율은 30%를 가정하여 산출

주4: CP 코스트는 특 기반 에이전트 및 자산관리 에이전트 그로스 매출을 기준으로 20%를 적용

주5: 기타비용은 총 매출의 10%를 적용하여 산출, 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 카카오페이, 키움증권 리서치

국내 인터넷 광고시장 추이 및 전망

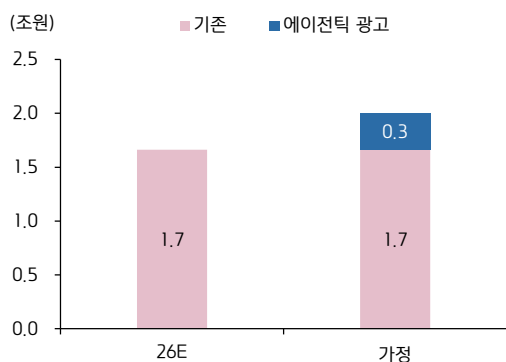


주1: 온라인 매체 기준

주2: 24년 및 25년은 kobaco 추정치, 26년은 당사 추정치 기준

자료: kobaco, 키움증권 리서치

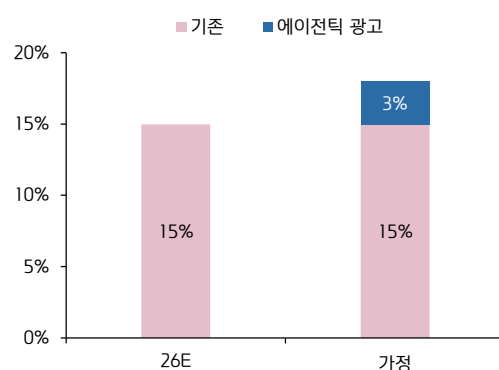
카카오 광고사업 매출 분석



주: 에이전틱 광고는 피드와 쇼핑 합산

자료: 카카오, 키움증권 리서치

카카오 광고사업 점유율 분석



주1: 국내 인터넷 광고시장 대비 비중

주2: 에이전틱 광고는 피드와 쇼핑 합산

자료: 카카오, 키움증권 리서치

IV. 게임 섹터 영향

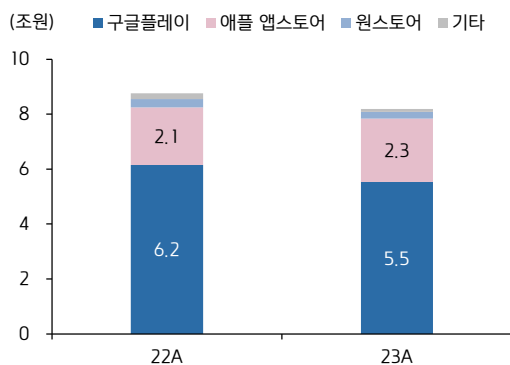
>>> 결제의 민주화 트렌드 주목

글로벌 로우-미들 개발자 인력 AI가 상당 대체할 것

글로벌 스테이블코인 등장에 따른 결제의 민주화 및 이에 따른 플랫폼 업체의 결제 프로세스의 내재화 및 위상 증가 등을 기반으로 기존 구글과 애플의 헤게모니에 대항할 낮은 테이크레이트에 기반한 게임 앱스토어의 확장성이 가능해질 것으로 판단하며, 추가적으로 ASI를 타겟할 오픈AI 등 글로벌 빅테크가 기존 휴대폰을 대체할 수 있는 신개념 디바이스 개발을 목표로 하는 등의 제반 여건을 고려시 애플과 구글의 플랫폼 장악력은 점진적으로 희석될 개연성이 높을 것으로 판단한다. 특히 구글과 애플은 유독 게임 카테고리에 대해서만 30%에 달하는 높은 테이크레이트를 게임사에게 전가해 왔는데 이러한 관례가 중기 이상으로 브레이크될 가능성을 당사는 목도하고 있다.

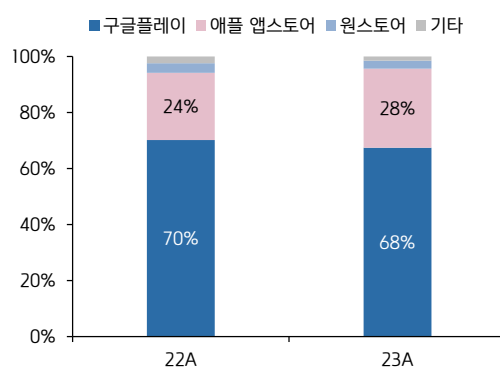
이에 결론적으로 당사는 모바일게임에 대한 지급수수료율이 현 30%에서 26E 27.5%를 시작으로 29E 20%까지 저감되는 시나리오로 관련 종목의 추정 로직을 재설정했으며, 이에 당사가 커버하는 그로스 매출 기준 모바일 매출 비중 익스포저가 높은 넷마블과 엔씨소프트 및 카카오게임즈에 대한 실적 추정치를 기업단에서 제공하는 것처럼 수정 반영했으며, 관련 멀티플은 모바일 비중이 상대적으로 가장 큰 넷마블은 기존 17.5배에서 22.5배로, 엔씨소프트는 기존 20배에서 22.5배로, 카카오게임즈는 기존 25배에서 27.5배로 각각 상향하여 기업가치 산정에 반영했다. 이외 국내 앱스토어 현실 측면에서 23년 기준 구글플레이 거래액이 5.5조원으로 68% 비중을 차지하고 있으며 수수료율을 평균 수준인 20%로 낮춰 보더라도 관련 매출은 1.1조원으로 도출되는데, 23년 구글코리아 매출은 약 0.4조원으로 해당 매출이 배제되어 있으며, 동 시점 법인세도 155억원에 불과하는 등 국내 소비자의 지출이 국내 경제적 효과에 온전히 반영되지 못하는 현실도 직시할 필요가 존재한다. 이에 당사는 중장기적으로 카카오페이 등 머니 및 스테이블코인 결제 기반의 AI 기반 구독경제 확대를 통한 플랫폼 헤게모니를 넓혀가는 업체가 관련 앱스토어 출시 등을 통해 결제의 민주화 및 국내 후생효과를 넓힐 수 있을 가능성을 열어둘 필요가 있을 것으로 판단한다.

국내 앱스토어 주요 업체별 거래액



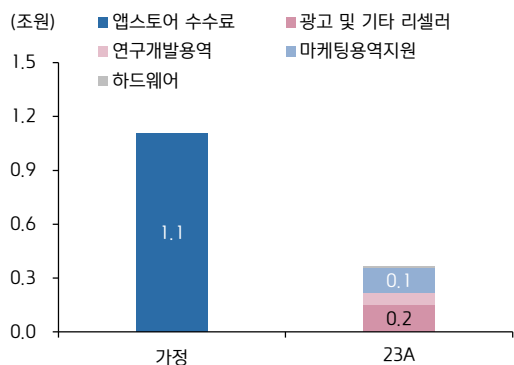
자료: 방송통신위원회, 키움증권 리서치

국내 앱스토어 주요 업체별 비중



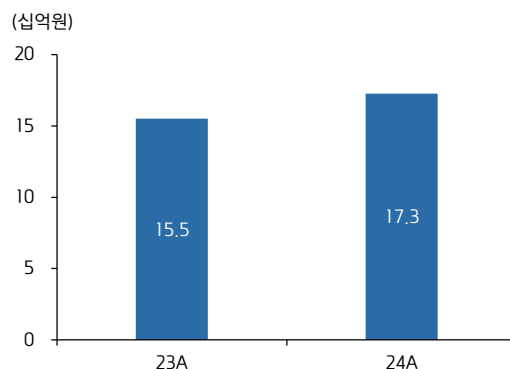
자료: 방송통신위원회, 키움증권 리서치

구글코리아 매출 분석



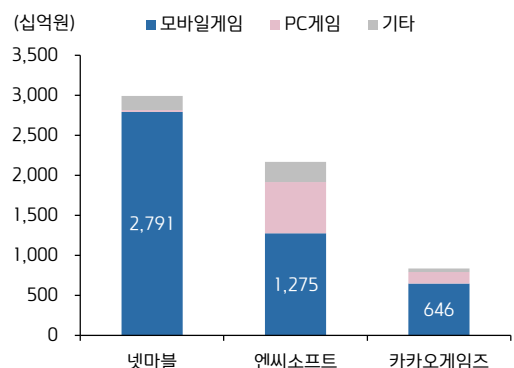
주1: 앱스토어 수수료를 가정은 약 14~26% 수준의 중간값 적용
 주2: 이는 4개 앱 마켓사업자 거래액 대비 수수료 비중을 준용
 자료: 방송통신위원회, 전자공시, 키움증권 리서치

구글코리아 법인세 추이



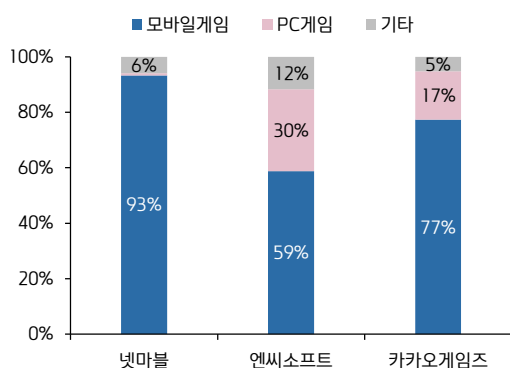
자료: 전자공시, 키움증권 리서치

국내 중대형 게임업체별 매출 Breakdown



주1: 26E 당사 추정치 기준
 주2: 넷마블은 멀티 플랫폼 기준 모바일로 일괄 분류
 자료: 각 사, 키움증권 리서치

국내 중대형 게임업체별 매출 비중



주1: 26E 당사 추정치 기준
 주2: 넷마블은 멀티 플랫폼 기준 모바일로 일괄 분류
 자료: 각 사, 키움증권 리서치



기업분석

카카오
(035720)

BUY(Maintain)/목표주가 100,000원(상향)
AI 밸류 레벨업

카카오페이
(377300)

BUY(Initiate)/목표주가 130,000원
최선호주 입지

NAVER
(035420)

BUY(Maintain)/목표주가 300,000원(상향)
AI 전략 강화 필요

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 390,000원(상향)
시너지 효과 발현

넷마블
(251270)

Outperform(Upgrade)/목표주가 69,000원(상향)
긍정적 뷰 제시

카카오게임즈
(293490)

Outperform(Maintain)/목표주가 20,000원(상향)
복합적 컨디션

카카오 (035720)



BUY(Maintain)

목표주가 100,000원(상향)

주가(7/29) 56,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

동사와 오픈AI 강결합을 통한 AI 자율형 에이전트 시대 도래 및 이를 통한 중장기 수익 잠재력을 감안시 현 시점은 동사에 대한 투자 잠재력이 큰 상태로 제시한다.

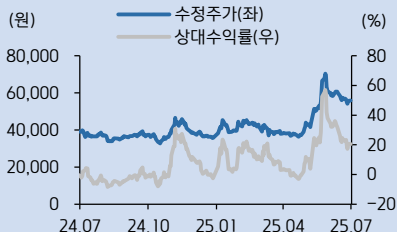
Stock Data

KOSPI (7/29)	3,230.57pt	
시가총액	247,528억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	70,400 원	32,800원
최고/최저가 대비 등락	-20.5%	70.7%
주가수익률	절대	상대
	1M	-8.0%
	6M	56.6%
	1Y	41.6%
		-13.0%
		23.0%
		17.3%

Company Data

발행주식수	442,014 천주
일평균 거래량(3M)	4,063천주
외국인 지분율	28.1%
배당수익률(25E)	0.13%
BPS(25E)	25,273원
주요 주주	김범수 외 78 인 24.1%

Price Trend



AI 밸류 레벨업

>>> 인터넷 업종 최선평주

동사 목표주가를 기존 7만원에서 10만원으로 상향하고 인터넷 업종 최선평주로 지속한다. 이는 본사 및 기타 사업부문 적정가치 5.9조원, AI 내재가치 12.1조원, 커머스 사업 적정가치 8.1조원,페이 지분가치 6.5조원, 은행 지분가치 2.7조원, 모빌리티 지분가치 3.7조원, 엔터테인먼트 지분가치 3.7조원, Piccoma 지분가치 1.1조원 및 게임즈 지분가치 0.5조원을 합산하였다. 카카오페이가 적정 기업가치 산입에 따른 반대급부로 관련 지분가치 적용시 할인율 20%를 반영하였다.

>>> AI 내재가치 12.1조원

카카오 AI 내재가치로 12.1조원을 부여한다. 29E 기준 특 기반 에이전트 로직은 MAU 49.9백만명에 PUR 10.5% 적용한 PIU 5.2백만명에 월간 구독료 125천원을 적용해 관련 매출 7.9조원을 추청에 반영했고, 에이전틱 피드광고는 29E 기준 일평균 매출 21억원을 적용해 관련 매출 7,656억원을 도출했고, 에이전트 쇼핑광고는 선물하기 GMV 9.3조원에 셀러 대상 침투율 36.3% 및 퍼포먼스 대상 테이크레이트로 3.0%를 적용했다. 이외 카카오페이가 자산관리 에이전트 및 에이전틱 결제광고 대상의 로열티로 그로스 매출 기준 약 30%를 순매출로 수취하는 것을 반영하였다. 29E 세후 영업이익은 약 1조원으로 해당 수치에 잠재 PER 35배와 연간 할인율 10%를 적용한 25E 내재가치로 12.1조원을 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,128.4	8,954.2	9,578.6
영업이익	460.9	460.2	596.2	924.5	1,064.0
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,433.8	1,773.6	1,933.4
세전이익	-1,648.2	-2.8	823.4	1,151.2	1,310.6
순이익	-1,816.7	-161.9	672.0	857.2	974.5
지배주주지분순이익	-1,012.6	55.3	711.7	827.5	926.6
EPS(원)	-2,276	124	1,607	1,871	2,095
증감률(% YoY)	적전	흑전	1,191.2	16.4	12.0
PER(배)	-23.9	306.9	34.8	29.9	26.7
PBR(배)	2.47	1.67	2.22	2.01	1.83
EV/EBITDA(배)	20.2	12.5	16.1	12.5	11.0
영업이익률(%)	6.1	5.8	7.3	10.3	11.1
ROE(%)	-10.3	0.6	6.7	7.0	7.2
순차입금비용(%)	-26.2	-32.9	-36.2	-38.9	-41.6

자료: 키움증권 리서치센터

카카오 Valuation

(십억원)	산출내역
카카오 본사 및 기타 사업부문 적정가치	5,854.0
25E 조정 지배주주지분	167.3
목표 PER(배)	35.0
카카오 AI 내재가치	12,124.7
29E 세후 영업이익	1,014.4
내재 PER(배)	35.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오커머스 사업부문 적정가치	8,059.6
29E 거래형 사업부문 당기순이익	472.0
잠재 PER(배)	25.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오페이 지분가치	6,503.2
카카오페이 적정가치	17,599.1
지분율(%)	46.2%
카카오뱅크 지분가치	2,749.4
카카오뱅크 적정가치	13,498.8
지분율(%)	27.2%
카카오모빌리티 지분가치	3,708.5
카카오모빌리티 기업가치	6,483.0
지분율(%)	57.2%
카카오엔터테인먼트 지분가치	3,700.8
카카오엔터테인먼트 기업가치	5,604.8
지분율(%)	66.0%
Kakao Piccoma 지분가치	1,119.4
Kakao Piccoma 적정가치	1,535.6
지분율(%)	72.9%
카카오게임즈 지분가치	549.7
카카오게임즈 기업가치	1,688.1
지분율(%)	40.7%
카카오 적정가치	44,369.3
발행주식수(천주)	442,014
카카오 주당 적정가치(원)	100,380
현주가(원)	56,000
업사이드(%)	79.2%

주1: 25E 기준, 연간 할인율 10%, 지분가치 할인율은 카카오뱅크 25%, 카카오페이 및 카카오게임즈 20% 적용

주2: AI 내재가치 산정시 카카오 귀속분을 50%로 설정하여 계산

주3: 카카오뱅크 적정가치는 2025년 7월 29일 시가총액 적용

자료: 카카오, 카움증권

카카오 AI 내재가치 분석

(십억원)	25E	26E	27E	28E	29E
총 매출액			1,682.5	4,826.2	9,435.5
특 기반 에이전트			969.8	3,719.0	7,868.0
MAU(천명)	49,255	49,501	49,699	49,848	49,948
PUR			2.5%	6.5%	10.5%
PU(천명)			1,243	3,241	5,245
월간 구독료(달러)			50	75	100
원/달러 환율			1,300	1,275	1,250
월간 구독료(천원)			65	96	125
자산관리 에이전트 로열티			75.7	295.8	636.9
에이전트 피드광고		320.3	570.8	697.8	765.6
일평균 매출		0.88	1.56	1.91	2.10
일수		365	365	366	365
에이전트 쇼퍼광고		16.0	43.2	71.9	101.7
선물하기 GMV		8,511	8,851	9,117	9,345
Penetration Rate		6.3%	16.3%	26.3%	36.3%
테이크레이트		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
에이전트 결제광고 로열티		7.8	23.0	41.7	63.3
특 기반 에이전트 원가			414.6	1,419.1	2,874.5
PU(천명)			1,243	3,241	5,245
일간 프롬프트 한도(개수)			20	25	30
일수			365	366	365
단가(센트)			3.50	3.75	4.00
원/달러 환율			1,300	1,275	1,250
단가(원화)			46	48	50
판관비			1,193.2	2,955.7	5,196.3
CP 코스트			244.9	943.1	2,002.7
상각비 등 고정비			780.0	1,530.0	2,250.0
기타비용			168.2	482.6	943.6
영업이익			74.7	451.4	1,364.8
OPM			4.4%	9.4%	14.5%
세후 영업이익			57.5	342.2	1,014.4
법인세율			23.1%	24.2%	25.7%
잠재 PER					35.0
25E 내재가치					24,249.5
카카오 귀속분					12,124.7

주1: 카카오와 오픈AI간 수익배분율은 공동개발 및 데이터와 캐팩스간 상호 반대급부 반영으로 세후 영업이익 기준 50:50 설정

주2: 상각비 등 고정비는 1.5GW 기준 투자액, PUR 및 일정 유저 버퍼를 감안한 대상액에서 5년 상각을 전제로 연간 산출

주3: 로열티 수취 대상은 계열사인 카카오페이로만 한정했으며, 해당 비율은 30%를 가정하여 산출

주4: CP 코스트는 특 기반 에이전트 및 자산관리 에이전트 그로스 매출을 기준으로 20%를 적용

주5: 기타비용은 총 매출의 10%를 적용하여 산출

자료: 카카오, 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	865.4	898.4	1,006.5	1,064.3	1,116.5	1,160.5	1,200.4
선물하기	729.9	772.4	875.5	928.7	976.7	1,017.3	1,054.3
톡스토어	95.6	91.3	95.0	98.3	101.2	103.8	105.8
메이커스	39.8	34.7	36.1	37.4	38.5	39.5	40.3
영업비용	457.7	482.4	518.2	545.4	566.8	581.3	592.5
인건비	88.5	101.8	114.5	125.9	135.4	142.1	147.8
지급수수료	338.0	344.8	363.3	375.1	383.7	389.1	392.6
기타	31.2	35.9	40.4	44.4	47.7	50.1	52.1
영업이익	407.7	416.0	488.4	518.9	549.6	579.2	607.9
마진율(%)	47.1%	46.3%	48.5%	48.8%	49.2%	49.9%	50.6%
당기순이익	310.9	323.4	378.2	402.1	426.2	449.4	472.0
%YoY	18.3%	4.0%	16.9%	6.3%	6.0%	5.5%	5.0%
CAGR(25E-29E)							7.9%
잠재 PER(배)							25.0
25E 적정가치							8,059.6

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	601.8	675.0	716.9	782.4	839.0	878.1	911.4
택시	244.7	249.7	264.3	303.8	338.8	359.0	376.2
대리	134.0	136.8	142.1	149.6	156.8	163.6	169.8
기타	223.1	288.5	310.5	329.0	343.3	355.6	365.5
영업비용	563.1	582.0	611.1	635.5	656.0	673.3	688.0
인건비	161.7	166.5	171.5	176.2	180.6	184.7	188.4
보험료	27.4	27.8	28.6	30.1	31.6	32.9	34.1
지급수수료	204.5	223.2	241.7	253.2	262.0	269.8	276.4
마케팅비	16.2	9.9	9.3	10.0	10.5	10.7	10.9
기타	153.2	154.5	160.0	166.1	171.3	175.2	178.3
영업이익	38.7	93.0	105.8	146.9	183.0	204.8	223.4
마진율(%)	6.4%	13.8%	14.8%	18.8%	21.8%	23.3%	24.5%
당기순이익	-122.4	31.4	63.2	105.9	137.3	156.5	172.6
%YoY	적확	흑전	101.7%	67.5%	29.7%	14.0%	10.3%
CAGR(25E-29E)							40.7%
잠재 PER(배)							55.0
25E 적정가치							6,483.0

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오모빌리티, 키움증권 추정

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	1,136.8	1,135.8	1,165.8	1,255.7	1,354.2	1,447.6	1,536.5
카카오엔터테인먼트	559.5	569.2	557.1	598.5	644.4	689.5	732.6
Kakao Piccoma	577.2	566.6	608.7	657.2	709.8	758.1	804.0
영업비용	1,044.6	1,068.0	1,076.6	1,151.4	1,231.3	1,303.9	1,370.8
카카오엔터테인먼트	514.5	529.8	528.7	568.2	610.2	650.1	687.5
Kakao Piccoma	530.1	538.1	547.9	583.2	621.0	653.8	683.4
영업이익	92.2	67.8	89.3	104.3	122.9	143.7	165.7
마진율(%)	8.1%	6.0%	7.7%	8.3%	9.1%	9.9%	10.8%
카카오엔터테인먼트	45.1	39.4	28.4	30.3	34.2	39.4	45.1
Kakao Piccoma	47.1	28.4	60.9	73.9	88.7	104.2	120.6
당기순이익	20.1	60.7	84.0	96.0	111.1	127.7	145.2
%YoY	-73.8%	201.7%	38.5%	14.3%	15.7%	14.9%	13.7%
CAGR(25E-29E)							19.1%
잠재 PER(배)							26.9
25E 적정가치							2,668.0
카카오엔터테인먼트	45.4	43.2	36.3	39.3	43.8	49.4	55.3
%YoY	5.1%	-4.7%	-16.0%	8.4%	11.5%	12.7%	11.9%
CAGR(25E-29E)							5.0%
잠재 PER(배)							30.0
25E 적정가치							1,132.4
Kakao Piccoma	-25.3	17.5	47.8	56.7	67.3	78.3	89.9
%YoY	적전	흑전	173.6%	18.8%	18.6%	16.4%	14.8%
CAGR(25E-29E)							38.8%
잠재 PER(배)							25.0
25E 적정가치							1,535.6

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 추정

카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	1,964.3	2,056.9	2,243.4	7,871.7	8,128.4	8,954.2
플랫폼부문	955.1	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,029.2	1,060.7	1,142.0	3,901.0	4,224.8	4,573.3
특비즈	516.3	507.5	501.1	556.7	553.3	539.3	563.1	622.1	2,081.5	2,277.8	2,399.3
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	79.1	76.4	83.2	332.2	312.8	321.4
플랫폼 기타	354.2	359.9	366.0	407.2	365.6	410.7	421.2	436.6	1,487.3	1,634.2	1,852.6
콘텐츠부문	1,033.2	1,049.6	977.9	909.9	870.7	935.2	996.2	1,101.4	3,970.7	3,903.6	4,380.9
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	116.1	119.8	229.7	873.2	610.8	836.0
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	516.8	567.7	565.6	1,920.0	2,087.9	2,251.2
스토리	226.6	215.7	218.7	203.0	212.6	223.9	225.4	213.8	864.0	875.6	951.2
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	78.4	83.4	92.4	313.4	329.2	342.4
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,835.0	1,899.7	2,039.1	7,411.5	7,532.1	8,029.7
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	129.3	157.2	204.3	460.2	596.2	924.5
영업이익률(%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	6.6%	7.6%	9.1%	5.8%	7.3%	10.3%
영업외손익	20.3	30.9	5.2	-519.5	87.5	60.2	62.4	17.1	-463.0	227.1	226.8
법인세차감전순이익	140.6	164.9	135.7	-444.0	192.9	189.5	219.6	221.4	-2.8	823.4	1,151.2
법인세차감전순이익률(%)	7.1%	8.2%	7.1%	-22.7%	10.3%	9.6%	10.7%	9.9%	0.0%	10.1%	12.9%
법인세비용	72.9	77.7	57.2	-48.8	-7.5	47.7	55.3	55.8	159.1	151.4	294.0
법인세율(%)	51.9%	47.1%	42.2%	11.0%	-3.9%	25.2%	25.2%	25.2%	-5650.7%	18.4%	25.5%
당기순이익	67.7	87.1	78.5	-395.2	200.3	141.7	164.3	165.6	-161.9	672.0	857.2
당기순이익률(%)	3.4%	4.3%	4.1%	-20.2%	10.7%	7.2%	8.0%	7.4%	-2.1%	8.3%	9.6%
지배주주지분	73.7	101.3	105.8	-225.5	171.9	164.9	180.4	194.5	55.3	711.7	827.5
비지배지분	-6.1	-14.1	-27.3	-169.7	28.5	-23.2	-16.2	-28.9	-217.1	-39.8	29.7

자료: 카카오, 키움증권

카카오 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	8,254.5	8,938.6	9,315.2	8,128.4	8,954.2	9,578.6	-1.5%	0.2%	2.8%
영업이익	748.6	1,003.8	1,062.8	596.2	924.5	1,064.0	-20.4%	-7.9%	0.1%
영업이익률	9.1%	11.2%	11.4%	7.3%	10.3%	11.1%	-1.7%	-0.9%	-0.3%
법인세차감전순이익	983.3	1,239.5	1,322.4	823.4	1,151.2	1,310.6	-16.3%	-7.1%	-0.9%
당기순이익	790.0	922.2	983.2	672.0	857.2	974.5	-14.9%	-7.0%	-0.9%
지배주주지분	788.4	868.7	915.5	711.7	827.5	926.6	-9.7%	-4.7%	1.2%

자료: 키움증권

카카오 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	1,987.1	2,118.3	2,285.3	2,130.8	1,964.3	2,056.9	2,243.4	2,153.1	-1.1%	-2.9%	-1.8%	1.0%
영업이익	166.3	206.6	270.3	238.9	129.3	157.2	204.3	228.1	-22.3%	-23.9%	-24.4%	-4.5%
영업이익률	8.4%	9.8%	11.8%	11.2%	6.6%	7.6%	9.1%	10.6%	-1.8%	-2.1%	-2.7%	-0.6%
법인세차감전순이익	224.0	266.5	299.9	302.6	189.5	219.6	221.4	293.3	-15.4%	-17.6%	-26.2%	-3.1%
당기순이익	167.1	198.9	223.7	225.1	141.7	164.3	165.6	218.4	-15.2%	-17.4%	-26.0%	-3.0%
지배주주지분	180.8	201.7	234.0	212.7	164.9	180.4	194.5	205.8	-8.8%	-10.6%	-16.9%	-3.2%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,128.4	8,954.2	9,578.6
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,128.4	8,954.2	9,578.6
판매비	7,096.1	7,411.5	7,532.1	8,029.7	8,514.6
영업이익	460.9	460.2	596.2	924.5	1,064.0
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,433.8	1,773.6	1,933.4
영업외손익	-2,109.1	-463.0	227.1	226.8	246.6
이자수익	190.2	206.4	225.4	245.4	268.2
이자비용	162.8	203.7	203.7	203.7	203.7
외환관련이익	18.1	61.2	22.2	23.3	24.5
외환관련손실	22.2	35.8	18.0	18.9	19.9
종속 및 관계기업손익	4.0	53.7	141.5	164.3	179.1
기타	-2,136.4	-544.8	59.7	16.4	-1.6
법인세차감이익	-1,648.2	-2.8	823.4	1,151.2	1,310.6
법인세비용	168.4	159.1	151.4	294.0	336.1
계속사업손손익	-1,816.7	-161.9	672.0	857.2	974.5
당기순이익	-1,816.7	-161.9	672.0	857.2	974.5
지배주주순이익	-1,012.6	55.3	711.7	827.5	926.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.2	4.2	3.3	10.2	7.0
영업이익 증감률	-19.1	-0.2	29.6	55.1	15.1
EBITDA 증감률	6.1	6.1	10.7	23.7	9.0
지배주주순이익의 증감률	-174.6	-105.5	1,187.0	16.3	12.0
EPS 증감률	적전	흑전	1,191.2	16.4	12.0
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	6.1	5.8	7.3	10.3	11.1
EBITDA Margin(%)	16.2	16.5	17.6	19.8	20.2
지배주주순이익률(%)	-13.4	0.7	8.8	9.2	9.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,700.9	1,787.6	1,959.6
당기순이익	0.0	0.0	672.0	857.2	974.5
비현금항목의 가감	3,000.8	1,462.0	825.8	937.3	961.9
유형자산감가상각비	489.2	575.7	586.2	593.6	610.5
무형자산감가상각비	271.4	259.6	251.4	255.6	259.0
지분법평가손익	-404.9	-242.0	-141.5	-164.3	-179.1
기타	2,645.1	868.7	129.7	252.4	271.5
영업활동자산부채증감	248.0	-4.3	265.7	178.3	227.6
매출채권및기타채권의감소	-108.0	-20.3	-40.5	-130.4	-98.6
재고자산의감소	43.5	0.5	-2.1	-6.8	-5.1
매입채무및기타채무의증가	417.8	-27.0	264.8	278.0	291.9
기타	-105.3	42.5	43.5	37.5	39.4
기타현금흐름	-1,907.7	-207.2	-62.6	-185.2	-204.4
투자활동 현금흐름	-1,779.9	10.4	-651.4	-690.1	-729.6
유형자산의 취득	-575.1	-379.6	-600.0	-625.0	-650.0
유형자산의 처분	13.9	31.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-135.2	-87.3	-275.0	-275.0	-275.0
투자자산의감소(증가)	-498.1	-311.4	-141.1	-148.1	-155.4
단기금융자산의감소(증가)	-928.9	30.2	-135.3	-142.0	-149.1
기타	343.5	726.6	500.0	500.0	499.9
재무활동 현금흐름	1,019.6	-521.3	-379.9	-382.8	-393.8
차입금의 증가(감소)	140.3	-139.1	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-54.6	-43.5	-29.9	-32.8	-43.8
기타	933.9	-338.7	-350.0	-350.0	-350.0
기타현금흐름	-27.5	16.4	8.3	1.6	-5.4
현금 및 현금성자산의 순증가	553.3	755.9	678.0	716.3	830.9
기초현금 및 현금성자산	4,835.9	5,389.2	6,145.1	6,823.1	7,539.4
기말현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,823.1	7,539.4	8,370.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,854.8	12,892.4	14,020.3
현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,823.2	7,539.5	8,370.5
단기금융자산	2,735.6	2,705.4	2,840.7	2,982.7	3,131.9
매출채권 및 기타채권	1,204.8	1,242.9	1,283.4	1,413.8	1,512.4
재고자산	138.6	64.9	67.0	73.8	79.0
기타유동자산	520.0	800.5	840.5	882.6	926.5
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,267.9	15,771.5	16,308.9
투자자산	5,352.7	5,717.8	6,000.4	6,312.7	6,647.2
유형자산	1,336.9	1,286.1	1,299.9	1,331.3	1,370.8
무형자산	5,768.9	5,136.8	5,160.4	5,179.8	5,195.9
기타비유동자산	2,733.3	2,673.5	2,807.2	2,947.7	3,095.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,122.7	28,663.8	30,329.3
유동부채	7,564.1	8,632.7	8,953.7	9,290.8	9,644.7
매입채무 및 기타채무	4,934.4	5,295.6	5,560.4	5,838.4	6,130.3
단기금융부채	1,919.9	2,212.0	2,212.0	2,212.0	2,212.0
기타유동부채	709.8	1,125.1	1,181.3	1,240.4	1,302.4
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,227.8	3,259.1	3,291.6
장기금융부채	2,579.2	2,047.1	2,047.1	2,047.1	2,047.1
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,180.7	1,212.0	1,244.5
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,181.5	12,549.9	12,936.4
지배지분	9,763.7	10,141.3	11,179.4	12,322.2	13,553.3
자본금	44.5	44.4	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.2	8,911.2	8,911.2
기타자본	7.6	-34.1	-34.1	-34.1	-34.1
기타포괄손익누계액	-1,050.4	-723.6	-364.4	-5.3	353.9
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,622.4	3,406.1	4,278.0
비지배지분	4,094.9	3,801.6	3,761.8	3,791.6	3,839.4
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,941.2	16,113.8	17,392.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,276	124	1,607	1,871	2,095
BPS	21,948	22,858	25,273	27,856	30,639
CFPS	2,662	2,928	3,383	4,057	4,377
DPS	61	68	75	100	125
주가배수(배)					
PER	-23.9	306.9	34.8	29.9	26.7
PER(최고)	-31.3	497.2	44.5		
PER(최저)	-16.4	261.5	22.2		
PBR	2.47	1.67	2.22	2.01	1.83
PBR(최고)	3.25	2.71	2.83		
PBR(최저)	1.70	1.42	1.41		
PSR	3.20	2.15	3.05	2.77	2.59
PCFR	20.4	13.0	16.6	13.8	12.8
EV/EBITDA	20.2	12.5	16.1	12.5	11.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-1.5	-18.4	4.9	5.1	5.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
ROA	-7.5	-0.6	2.5	3.1	3.3
ROE	-10.3	0.6	6.7	7.0	7.2
ROIC	8.9	10.1	11.5	16.6	19.2
매출채권회전율	7.6	6.4	6.4	6.6	6.5
재고자산회전율	50.6	77.3	123.2	127.2	125.4
부채비율	81.7	84.8	81.5	77.9	74.4
순차입금비율	-26.2	-32.9	-36.2	-38.9	-41.6
이자보상배율, 현금	2.8	2.3	2.9	4.5	5.2
총차입금	4,499.1	4,259.0	4,259.0	4,259.0	4,259.0
순차입금	-3,625.7	-4,591.5	-5,404.8	-6,263.2	-7,243.3
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,433.8	1,773.6	1,933.4
FCF	860.5	884.2	704.5	804.5	950.8

카카오페이 (377300)



BUY(Initiate)

목표주가 130,000원
주가(7/29) 64,200원

인터넷/게임 Analyst 김진구
jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형
jun59057@kiwoom.com

주 서드파티, 블록체인 거래소, 앱스토어 및 디바이스 확장성 등과 관련된 결제 라인에서 다이내믹한 변화를 조망한다.

Stock Data

KOSPI (7/29)		3,230.57pt	
시가총액		86,665억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	93,800 원	21,700원	
최고/최저가 대비 등락	-31.6%	195.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-23.8%	-27.9%
	6M	148.4%	95.0%
	1Y	156.3%	117.2%

Company Data

발행주식수	134,992 천주
일평균 거래량(3M)	2,227천주
외국인 지분율	34.5%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	14,265원
주요 주주	카카오 외 2인
	46.2%

Price Trend



최선호주 입지

>>> 커버리지 개시

당사는 동사를 스테이블코인 기반 결제 확장성과 AI 기반 자산관리 에이전트 및 에이전틱 결제광고의 확장성 등을 종합적으로 감안한 결과, 동사를 투자의견 BUY에 목표주가 13만원으로 커버리지를 개시함을 밝히며, 인터넷 업종 내 최선호주로 신규 제시한다.

>>> 적정가치 로직

29E 기준 카카오페이 자산관리 에이전트 로직은 MAU 27.2백만명에 PUR 5.3%를 적용한 PU 1.4백만명으로 관련 월간 구독료 125천원 적용, 관련 매출 2.1조원을 추정치에 반영했고, 에이전틱 결제광고는 29E 결제 TPV 72.5조원에 머천트 대상 침투율 14.6% 및 퍼포먼스 기준 테이크레이트 2.0%를 가정해 약 0.2조원의 매출을 적용했다. 비용단에선 자산관리 에이전트 원가로 일간 프롬프트 한도 30개, 처리 단가 50원을 적용해 계산하였고, 이외 자산관리 에이전트와 에이전틱 결제광고에 대한 로열티로 공동 에이전트 개발 주체인 카카오 및 오픈AI에 지급할 수수료를 30% 수준을 적용해 비용 처리하였다. 해당 과정을 통한 지배주주지분은 29E 기준 7,362억원으로 도출되었으며 해당 수준에 잠재 PER 35배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 밸류로 17.6조원을 제시하며, 이는 주당 적정가치 기준 13만원에 해당함을 적시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	913.0	1,052.7	1,459.5
영업이익	-56.6	-57.5	22.6	75.4	196.3
EBITDA	-10.0	-5.0	73.3	131.4	254.0
세전이익	-5.6	-5.4	88.8	162.4	293.3
순이익	-22.9	-21.5	67.0	124.9	225.6
지배주주지분순이익	2.5	-13.7	62.0	115.5	208.6
EPS(원)	19	-102	460	858	1,550
증감률(%, YoY)	-95.4	적전	흑전	86.4	80.6
PER(배)	2,624.7	-257.4	139.4	74.8	41.4
PBR(배)	3.53	1.90	4.50	4.25	3.86
EV/EBITDA(배)	-375.4	-50.3	74.7	40.5	20.5
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	2.5	7.2	13.4
ROE(%)	0.1	-0.7	3.3	5.8	9.8
순차입금비용(%)	-151.3	-174.4	-172.9	-170.5	-159.5

자료: 키움증권 리서치센터

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	615.4	766.2	913.0	1,052.7	1,459.5	2,345.6	3,626.3
결제서비스	443.4	490.0	519.3	572.0	613.8	641.1	650.8
금융서비스	142.8	244.1	354.6	410.8	465.7	517.2	564.4
자산관리 에이전트					254.9	996.3	2,145.5
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238
PUR					1.3%	3.3%	5.3%
PU(천명)					327	868	1,430
월간 구독료(달러)					50	75	100
원/달러 환율					1,300	1,275	1,250
월간 구독료(천원)					65	96	125
에이전틱 결제광고				26.0	76.8	139.1	211.0
결제 TPV	32,126	38,551	43,370	50,960	58,604	65,929	72,522
Penetration Rate				2.6%	6.6%	10.6%	14.6%
테이크레이트				2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
기타서비스	29.1	32.1	39.0	43.9	48.3	51.9	54.5
영업비용	672.0	823.7	890.3	977.2	1,263.1	1,845.4	2,675.4
지급수수료	318.0	360.2	405.7	441.8	655.8	1,163.0	1,908.3
자산관리 에이전트 원가					109.0	380.1	783.8
PU(천명)					327	868	1,430
일간 프롭프트 한도(개수)					20	25	30
일수					365	366	365
단가(센트)					3.50	3.75	4.00
원/달러 환율					1,300	1,275	1,250
단가(원화)					46	48	50
자산관리 에이전트 로열티					75.7	295.8	636.9
RS					29.7%	29.7%	29.7%
에이전틱 결제광고 로열티				7.8	23.0	41.7	63.3
RS				30%	30%	30%	30%
인건비	203.1	215.4	241.2	265.3	285.2	299.4	312.9
광고선전비	56.5	65.5	77.7	89.6	129.9	181.8	245.5
기타	94.3	182.5	165.8	180.6	192.3	201.1	208.6
영업이익	-56.6	-57.5	22.6	75.4	196.3	500.2	950.9
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	2.5%	7.2%	13.5%	21.3%	26.2%
영업외손익	50.9	52.1	66.2	87.0	97.0	107.0	117.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	88.8	162.4	293.3	607.2	1,067.9
법인세비용	17.3	16.2	21.8	37.5	67.8	150.4	272.0
법인세율	-305.8%	-300.4%	24.6%	23.1%	23.1%	24.8%	25.5%
당기순이익	-22.9	-21.5	67.0	124.9	225.6	456.8	795.9
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	7.3%	11.9%	15.5%	19.5%	21.9%
지배주주지분	2.5	-13.7	62.0	115.5	208.6	422.5	736.2
%YoY	-95.3%	적전	흑전	86.4%	80.6%	102.5%	74.2%
CAGR(26E-29E)							85.6%
잠재 PER(배)							35.0
25E 적정가치							17,599.1
발행주식수(백만주)							135.0
주당 적정가치(원)							130,372

주: 자산관리 에이전트 로열티 산정시 관련 결제수수료 차감 후 30% 적용

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오페이 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	176.3	185.5	186.2	218.2	211.9	231.4	229.8	239.8	766.2	913.0	1,052.7
결제서비스	120.0	121.4	122.9	125.7	122.2	126.0	131.2	139.9	490.0	519.3	572.0
금융서비스	49.9	55.2	55.0	84.0	80.2	95.1	89.2	90.1	244.1	354.6	410.8
자산관리 에이전트											
에이전틱 결제광고											26.0
기타서비스	6.5	8.9	8.3	8.5	9.5	10.2	9.5	9.8	32.1	39.0	43.9
영업비용	186.1	192.8	193.7	251.2	207.5	222.1	224.0	236.7	823.7	890.3	977.2
영업이익	-9.7	-7.3	-7.5	-33.0	4.4	9.3	5.9	3.1	-57.5	22.6	75.4
영업이익률(%)	-5.5%	-3.9%	-4.0%	-15.1%	2.1%	4.0%	2.6%	1.3%	-7.5%	2.5%	7.2%
영업외손익	13.2	15.3	-20.2	43.8	16.0	16.8	16.8	16.8	52.1	66.2	87.0
법인세차감전순이익	3.5	8.1	-27.7	10.8	20.4	26.0	22.6	19.8	-5.4	88.8	162.4
법인세차감전순이익률(%)	2.0%	4.3%	-14.9%	4.9%	9.6%	11.2%	9.8%	8.3%	-0.7%	9.7%	15.4%
법인세비용	3.3	7.4	-0.2	5.6	6.0	6.0	5.2	4.6	16.2	21.8	37.5
법인세율(%)	95.2%	92.2%	0.7%	51.7%	29.5%	23.1%	23.1%	23.1%	-300.4%	24.6%	23.1%
당기순이익	0.2	0.6	-27.5	5.2	14.4	20.0	17.4	15.3	-21.5	67.0	124.9
당기순이익률(%)	0.1%	0.3%	-14.8%	2.4%	6.8%	8.6%	7.6%	6.4%	-2.8%	7.3%	11.9%
지배주주지분	3.8	3.9	-25.3	3.9	13.3	18.5	16.1	14.1	-13.7	62.0	115.5
비지배지분	-3.6	-3.2	-2.3	1.3	1.1	1.5	1.3	1.1	-7.8	5.0	9.4

자료: 카카오페이, 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	913.0	1,052.7	1,459.5
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	615.4	766.2	913.0	1,052.7	1,459.5
판매비	672.0	823.7	890.3	977.2	1,263.1
영업이익	-56.6	-57.5	22.6	75.4	196.3
EBITDA	-10.0	-5.0	73.3	131.4	254.0
영업외손익	50.9	52.1	66.2	87.0	97.0
이자수익	63.9	62.6	64.1	67.0	69.3
이자비용	5.9	5.3	5.3	5.3	5.3
외환관련이익	1.3	3.5	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	1.3	2.5	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	1.6	5.1	13.5	16.0	18.0
기타	-8.7	-11.3	-6.1	9.3	15.0
법인세차감이익	-5.6	-5.4	88.8	162.4	293.3
법인세비용	17.3	16.2	21.8	37.5	67.8
계속사업손익	-22.9	-21.5	67.0	124.9	225.6
당기순이익	-22.9	-21.5	67.0	124.9	225.6
지배주주순이익	2.5	-13.7	62.0	115.5	208.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	18.0	24.5	19.2	15.3	38.6
영업이익 증감률	흑전	1.6	-139.3	233.6	160.3
EBITDA 증감률	흑전	-50.0	-1,566.0	79.3	93.3
지배주주순이익의 증감률	-95.4	-648.0	-552.6	86.3	80.6
EPS 증감률	-95.4	적전	흑전	86.4	80.6
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	2.5	7.2	13.4
EBITDA Margin(%)	-1.6	-0.7	8.0	12.5	17.4
지배주주순이익률(%)	0.4	-1.8	6.8	11.0	14.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	253.1	127.0	44.2	123.1	86.8
당기순이익	0.0	0.0	67.0	124.9	225.6
비현금항목의 가감	8.7	39.3	-103.7	-88.1	-60.4
유형자산감가상각비	27.7	29.8	29.1	33.5	34.6
무형자산감가상각비	18.9	22.7	21.5	22.4	23.1
지분법평가손익	-1.9	-5.4	-13.5	-16.0	-18.0
기타	-36.0	-7.8	-140.8	-128.0	-100.1
영업활동자산부채증감	206.5	37.5	49.3	67.4	-69.2
매출채권및기타채권의감소	-4.7	-6.3	-83.7	-79.7	-232.0
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	190.7	51.6	133.8	148.0	163.7
기타	20.5	-7.8	-0.8	-0.9	-0.9
기타현금흐름	37.9	50.2	31.6	18.9	-9.2
투자활동 현금흐름	-417.2	191.3	147.6	142.4	137.0
유형자산의 취득	-11.3	-8.8	-35.0	-35.0	-35.0
유형자산의 처분	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.2	-3.4	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-27.3	-17.3	-8.0	-8.0	-8.0
단기금융자산의감소(증가)	-1,121.5	-93.7	-98.6	-103.7	-109.1
기타	757.8	314.2	314.2	314.1	314.1
재무활동 현금흐름	-42.2	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-42.2	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0
기타현금흐름	0.0	0.7	-195.6	-195.6	-195.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-206.3	307.0	-15.9	57.9	16.2
기초현금 및 현금성자산	1,463.5	1,257.3	1,564.2	1,548.4	1,606.3
기말현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,548.4	1,606.3	1,622.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,430.1	3,907.7	4,074.9	4,317.1	4,675.4
현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,548.4	1,606.3	1,622.5
단기금융자산	1,796.0	1,889.7	1,988.3	2,092.0	2,201.2
매출채권 및 기타채권	362.7	437.0	520.7	600.4	832.4
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.1	16.8	17.5	18.4	19.3
비유동자산	536.3	507.0	537.9	566.0	594.3
투자자산	62.4	84.7	106.3	130.3	156.3
유형자산	45.1	38.8	44.7	46.2	46.5
무형자산	144.4	126.5	130.0	132.6	134.5
기타비유동자산	284.4	257.0	256.9	256.9	257.0
자산총계	3,966.5	4,414.7	4,612.8	4,883.1	5,269.7
유동부채	1,193.8	1,339.8	1,473.5	1,621.5	1,785.2
매입채무 및 기타채무	1,138.9	1,259.8	1,393.6	1,541.6	1,705.3
단기금융부채	19.3	24.9	24.9	24.9	24.9
기타유동부채	35.6	55.1	55.0	55.0	55.0
비유동부채	122.9	123.0	123.0	123.0	123.0
장기금융부채	107.5	97.4	97.4	97.4	97.4
기타비유동부채	15.4	25.6	25.6	25.6	25.6
부채총계	2,031.7	2,503.9	2,637.7	2,785.7	2,949.4
자본지분	1,877.1	1,861.2	1,920.5	2,033.4	2,239.4
자본금	67.1	67.3	67.3	67.3	67.3
자본잉여금	1,814.8	1,817.7	1,817.7	1,817.7	1,817.7
기타자본	171.0	168.1	168.1	168.1	168.1
기타포괄손익누계액	-5.5	-7.9	-10.6	-13.3	-15.9
이익잉여금	-170.2	-184.0	-122.0	-6.4	202.2
비지배지분	57.7	49.6	54.6	64.0	80.9
자본총계	1,934.8	1,910.8	1,975.2	2,097.4	2,320.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	19	-102	460	858	1,550
BPS	13,981	13,824	14,265	15,103	16,633
CFPS	-106	132	-273	273	1,227
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	2,624.7	-257.4	139.4	74.8	41.4
PER(최고)	3,870.4	-590.3	247.6		
PER(최저)	1,807.4	-207.9	54.7		
PBR	3.53	1.90	4.50	4.25	3.86
PBR(최고)	5.20	4.35	7.99		
PBR(최저)	2.43	1.53	1.77		
PSR	10.73	4.61	9.47	8.21	5.92
PCFR	-465.7	198.4	-235.4	235.1	52.3
EV/EBITDA	-375.4	-50.3	74.7	40.5	20.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-0.6	-0.5	1.5	2.6	4.4
ROE	0.1	-0.7	3.3	5.8	9.8
ROIC	23.6	7.0	-2.8	-8.7	-22.8
매출채권회전율	2.3	1.9	1.9	1.9	2.0
재고자산회전율					
부채비율	105.0	131.0	133.5	132.8	127.1
순차입금비율	-151.3	-174.4	-172.9	-170.5	-159.5
이자보상배율, 현금	-9.5	-10.9	4.3	14.4	37.4
총차입금	126.8	122.3	122.3	122.3	122.3
순차입금	-2,926.5	-3,331.7	-3,414.4	-3,576.0	-3,701.3
EBITDA	-10.0	-5.0	73.3	131.4	254.0
FCF	106.6	39.7	57.0	121.4	79.4



BUY(Maintain)

목표주가 300,000원(상향)

주가(7/29) 233,000원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

소버린 AI가 워킹할 수 있기 위해선 독자 수행이 아닌 글로벌 빅테크와 합종연횡을 통한 보다 유연한 전략이 필요함을 제시한다.

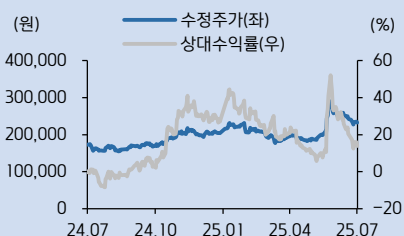
Stock Data

KOSPI (7/29)	3,230.57pt		
시가총액	369,158억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	290,500 원	155,000원	
최고/최저가 대비 등락	-19.8%	50.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.5%	-14.4%
	6M	14.2%	-10.3%
	1Y	35.9%	12.6%

Company Data

발행주식수	158,437 천주
일평균 거래량(3M)	1,290천주
외국인 지분율	44.0%
배당수익률(25E)	0.5%
BPS(25E)	175,769원
주요 주주	국민연금공단 9.2%

Price Trend



AI 전략 강화 필요

>>> 목표주가 상향 조정

동사에 대한 목표주가를 기존 27만원에서 30만원으로 상향한다. 동사의 전체 적정가치는 47.6조원으로, 이는 서치플랫폼/클라우드 중심 사업부문 적정가치 19.9조원, 네이버쇼핑 사업부문 적정가치 9.9조원, 네이버파이낸셜 지분가치 8.6조원, Webtoon Entertainment 지분가치 1.2조원과 LY Corporation 지분가치 8.0조원을 합산한 결과이다. 소버린 AI 기반 확장성을 가져가는 움직임을 지속 점검할 필요가 있으나 글로벌 빅테크들과 협력을 통한 유연한 전략을 동시에 가져갈 필요성이 존재할 것으로 제시한다.

>>> 네이버파이낸셜 밸류

당사는 네이버파이낸셜 기업가치로 12.4조원을 제시한다. 이는 29E TPV 102.3조원에 TPV당 기업가치 0.12원을 적용한 것으로, TPV당 기업가치는 카카오페이 29E 결제 TPV당 적정가치 기준에서 50%를 할인한 수준이다. 네이버 커머스 등의 동사 버티컬 에이리어 등을 통한 확장성은 동의하나 AI 기반 자산관리 등 자율형 에이전트 구심점이 경쟁사 대비 약한 점을 종합적으로 반영하여 밸류 디스카운트로 적용했음을 밝힌다. 중기적인 에이전트 기반 광고시장 확대에 따른 기존 검색 시장의 희석 요인 등도 리스크로 작동할 수 있음을 밝힌다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,912.7	12,815.6	13,581.9
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,235.1	2,377.4	2,516.6
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,978.8	3,112.9	3,254.0
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,537.2	2,724.4	2,120.6
순이익	985.0	1,932.0	1,842.6	1,975.2	2,120.6
지배주주지분순이익	1,012.3	1,923.2	1,847.3	1,975.2	2,115.3
EPS(원)	6,180	11,913	11,660	12,467	13,351
증감률(% YoY)	33.4	92.8	-2.1	6.9	7.1
PER(배)	36.2	16.7	20.2	18.9	17.6
PBR(배)	1.57	1.24	1.34	1.23	1.13
EV/EBITDA(배)	18.0	11.3	11.0	9.6	8.3
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.8	18.6	18.5
ROE(%)	4.4	7.9	6.9	6.8	6.7
순차입금비용(%)	-0.9	-11.7	-20.5	-28.0	-34.4

자료: 키움증권 리서치센터

NAVER Valuation

(십억원)	산출내역
네이버 서치플랫폼/클라우드 중심 적정가치	19,856.5
25E 조정 지배주주지분	1,323.8
목표 PER(배)	15.0
네이버쇼핑 사업부문 적정가치	9,943.6
29E 네이버쇼핑 세후 영업이익	727.9
잠재 PER(배)	20.0
연간 할인율(%)	10.0%
네이버파이낸셜 지분가치	8,566.7
네이버파이낸셜 기업가치	12,415.5
NAVER 지분율(%)	69.0%
Webtoon Entertainment 지분가치	1,220.6
Webtoon Entertainment 기업가치	2,441.6
NAVER 지분율(%)	62.5%
LY Corporation 지분가치	7,965.0
25E LY Corporation 지배주주지분	1,203.1
목표 PER(배)	30.0
LY Corporation 적정가치	36,093.9
NAVER 지분율(%)	31.5%
NAVER 적정가치	47,552.4
발행주식수(천주)	158,437
NAVER 주당 적정가치(원)	300,135
현주가(원)	233,000
업사이드(%)	28.8%

주1: 25E 기준 환산, 연간 할인율 10%, 25E 평균 원/엔 환율 9.5원 적용

주2: Webtoon Entertainment 지분가치 할인율 20% 적용

주3: LY Corporation 지분가치 할인율 30% 적용

자료: NAVER, LY Corporation, 키움증권

네이버쇼핑 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	2,546.6	2,923.0	3,491.3	3,958.9	4,265.3	4,560.4	4,840.8
수수료	769.5	870.4	1,170.8	1,453.6	1,577.3	1,699.0	1,816.8
광고	1,106.9	1,132.0	1,287.1	1,382.0	1,450.4	1,507.7	1,552.5
솔루션	16.7	104.4	164.0	232.5	310.3	396.1	490.5
플러스 멤버십	171.1	195.2	232.3	255.7	275.2	290.4	300.4
Poshmark	482.5	621.0	637.0	635.2	652.1	667.3	680.6
영업비용	2,360.0	2,669.1	3,103.3	3,352.7	3,573.0	3,743.2	3,865.3
개발/운영	549.9	618.6	680.5	731.5	768.1	798.8	822.8
파트너	172.0	176.1	199.8	214.4	224.9	233.8	240.7
마케팅	501.9	649.4	827.1	950.5	1,057.8	1,142.8	1,198.5
기타	530.8	583.9	729.9	802.9	863.1	906.3	942.5
Poshmark	605.3	641.0	666.0	653.4	659.1	661.6	660.8
영업이익	186.7	253.9	388.0	606.2	692.3	817.2	975.6
마진율(%)	7.3%	8.7%	11.1%	15.3%	16.2%	17.9%	20.2%
세후 영업이익	141.5	195.3	295.5	456.1	519.4	611.4	727.9
CAGR(25E-29E)						33.0%	30.1%
잠재 PER(배)							20.0
25E 적정가치							9,943.6

주: 연간 할인율 10%
자료: NAVER, 키움증권 추정

네이버파이낸셜 Valuation

(십억원)	산출내역	비고
네이버파이낸셜 적정가치	12,415.5	
29E TPV	102,323	
TPV 당 기업가치(백만원)	121.3	카카오페이 29E 결제 TPV 당 적정가치 기준 50% 할인

자료: NAVER, 키움증권 리서치

Webtoon Entertainment 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	1,503.1	1,629.3	1,762.1	1,867.9	1,989.9	2,101.4	2,205.4
Korea/Rest of World etc.	775.6	745.1	770.2	826.3	889.1	949.6	1,006.6
Japan	727.6	884.2	991.9	1,041.6	1,100.8	1,151.8	1,198.8
영업비용	1,550.2	1,768.6	1,820.7	1,851.4	1,926.3	2,011.5	2,087.6
영업이익	-47.0	-139.3	-58.6	16.5	63.6	89.9	117.8
마진율(%)	-3.1%	-8.5%	-3.3%	0.9%	3.2%	4.3%	5.3%
당기순이익	-190.1	-212.8	-50.2	12.0	56.3	87.2	119.2
%YoY	적확	적확	적축	흑전	368.2%	54.8%	36.7%
잠재 PER(배)							30.0
25E 적정가치							2,441.6

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: NAVER, Webtoon Entertainment, 키움증권 추정

LY Corporation 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	CY24	CY25E	CY26E
매출액	467.8	463.1	462.2	503.5	488.7	489.5	490.1	533.0	1,896.6	2,001.4	2,102.7
영업비용	443.3	399.3	396.3	421.4	428.4	407.9	422.0	457.4	1,660.4	1,715.7	1,784.1
영업이익	33.9	106.8	65.9	82.1	60.3	81.6	68.2	75.7	288.7	285.7	318.6
영업이익률(%)	7.2%	23.1%	14.2%	16.3%	12.3%	16.7%	13.9%	14.2%	15.2%	14.3%	15.2%
법인세차감전순이익	11.4	87.7	57.0	79.3	50.8	74.0	60.5	65.6	235.5	251.0	289.6
법인세차감전순이익률(%)	2.4%	18.9%	12.3%	15.8%	10.4%	15.1%	12.3%	12.3%	12.4%	12.5%	13.8%
법인세비용	8.9	27.2	9.6	21.7	14.0	22.3	18.3	19.7	67.3	74.3	87.4
법인세율(%)	77.7%	31.0%	16.8%	27.3%	27.6%	30.1%	30.3%	30.0%	28.6%	29.6%	30.2%
당기순이익	2.6	60.5	47.5	57.6	36.8	51.8	42.2	45.9	168.1	176.7	202.2
당기순이익률(%)	0.5%	13.1%	10.3%	11.4%	7.5%	10.6%	8.6%	8.6%	8.9%	8.8%	9.6%
지배주주지분	-9.2	51.5	35.7	40.4	25.8	39.4	30.2	31.8	118.4	127.1	149.1
비지배주주지분	11.8	9.0	11.7	17.2	11.0	12.4	12.0	14.2	49.7	49.6	53.1

주: CY (Calendar Year) 기준

자료: LY Corporation, 키움증권

NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,941.0	3,029.0	3,155.9	10,737.7	11,912.7	12,815.6
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,081.0	1,080.0	1,120.9	3,946.2	4,294.6	4,420.9
커머스	703.5	719.0	725.4	775.1	787.9	838.9	904.5	960.1	2,923.0	3,491.3	3,958.9
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	402.6	412.7	423.1	1,508.4	1,631.2	1,757.1
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	477.6	483.7	496.4	1,796.4	1,916.9	2,028.1
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	141.0	148.0	155.4	563.7	578.6	650.7
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,408.4	2,441.7	2,546.0	8,758.5	9,677.5	10,438.3
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	532.7	587.3	609.9	1,979.3	2,235.1	2,377.4
영업이익률(%)	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.1%	19.4%	19.3%	18.4%	18.8%	18.6%
법인세차감전순이익	660.2	467.4	653.3	541.4	580.1	628.1	650.9	678.1	2,322.2	2,537.2	2,724.4
법인세차감전순이익률(%)	26.1%	17.9%	24.1%	18.8%	20.8%	21.4%	21.5%	21.5%	21.6%	21.3%	21.3%
법인세비용	104.4	135.3	123.2	27.3	156.4	172.7	179.0	186.5	390.2	694.7	749.2
법인세율(%)	15.8%	28.9%	18.9%	5.0%	27.0%	27.5%	27.5%	27.5%	16.8%	27.4%	27.5%
계속영업순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	455.4	471.9	491.6	1,932.0	1,842.6	1,975.2
중단영업순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	455.4	471.9	491.6	1,932.0	1,842.6	1,975.2
당기순이익률(%)	22.0%	12.7%	19.5%	17.8%	15.2%	15.5%	15.6%	15.6%	18.0%	15.5%	15.4%
지배주주지분	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	456.5	473.1	492.8	1,923.2	1,847.3	1,975.2
비지배주주지분	45.2	-6.3	9.7	-39.9	-1.2	-1.1	-1.2	-1.2	8.7	-4.7	0.0

Source: NAVER, LY Corporation, 키움증권

NAVER 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	11,935.5	12,845.3	13,609.0	11,912.7	12,815.6	13,581.9	-0.2%	-0.2%	-0.2%
영업이익	2,294.4	2,466.2	2,614.6	2,235.1	2,377.4	2,516.6	-2.6%	-3.6%	-3.8%
영업이익률	19.2%	19.2%	19.2%	18.8%	18.6%	18.5%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
법인세차감전순이익	2,623.1	2,857.7	3,070.8	2,537.2	2,724.4	2,925.0	-3.3%	-4.7%	-4.7%
당기순이익	1,904.8	2,071.8	2,226.4	1,842.6	1,975.2	2,120.6	-3.3%	-4.7%	-4.7%
지배주주지분	1,909.7	2,071.8	2,220.8	1,847.3	1,975.2	2,115.3	-3.3%	-4.7%	-4.7%

자료: 키움증권

NAVER 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	2,942.2	3,039.8	3,166.7	3,067.6	2,941.0	3,029.0	3,155.9	3,058.4	0.0%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
영업이익	539.9	610.1	639.2	593.9	532.7	587.3	609.9	570.6	-1.3%	-3.7%	-4.6%	-3.9%
영업이익률	18.3%	20.1%	20.2%	19.4%	18.1%	19.4%	19.3%	18.7%	-0.2%	-0.7%	-0.9%	-0.7%
법인세차감전순이익	641.8	683.5	717.7	686.2	628.1	650.9	678.1	652.2	-2.1%	-4.8%	-5.5%	-5.0%
당기순이익	465.3	495.5	520.3	497.5	455.4	471.9	491.6	472.8	-2.1%	-4.8%	-5.5%	-5.0%
지배주주지분	466.5	496.8	521.6	497.5	456.5	473.1	492.8	472.8	-2.1%	-4.8%	-5.5%	-5.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,912.7	12,815.6	13,581.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,912.7	12,815.6	13,581.9
판매비	8,181.8	8,758.5	9,677.5	10,438.3	11,065.4
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,235.1	2,377.4	2,516.6
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,978.8	3,112.9	3,254.0
영업외손익	-7.4	342.9	302.1	347.0	408.5
이자수익	101.1	173.6	239.7	306.4	375.2
이자비용	127.1	104.9	104.9	104.9	104.9
외환관련이익	112.0	138.3	145.3	152.5	160.1
외환관련손실	154.7	285.4	299.6	314.6	330.3
종속 및 관계기업손익	266.5	144.5	224.7	347.0	408.5
기타	-205.2	276.8	96.9	-39.4	-100.1
법인세차감이익	1,481.4	2,322.2	2,537.2	2,724.4	2,925.0
법인세비용	496.4	390.2	694.7	749.2	804.4
계속사업손손익	985.0	1,932.0	1,842.6	1,975.2	2,120.6
당기순이익	985.0	1,932.0	1,842.6	1,975.2	2,120.6
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,847.3	1,975.2	2,115.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	17.6	11.0	10.9	7.6	6.0
영업이익 증감율	14.1	32.9	12.9	6.4	5.9
EBITDA 증감율	11.0	28.1	12.3	4.5	4.5
지배주주순이익의 증감율	33.2	90.0	-3.9	6.9	7.1
EPS 증감율	33.4	92.8	-2.1	6.9	7.1
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익율(%)	15.4	18.4	18.8	18.6	18.5
EBITDA Margin(%)	21.4	24.7	25.0	24.3	24.0
지배주주순이익율(%)	10.5	17.9	15.5	15.4	15.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,443.8	2,471.7	2,582.8
당기순이익	985.0	1,932.0	1,842.6	1,975.2	2,120.6
비현금항목의 가감	1,326.4	1,003.0	1,171.5	1,030.8	959.4
유형자산감가상각비	528.0	608.6	669.7	649.5	639.6
무형자산감가상각비	54.3	64.9	74.0	86.0	97.8
지분법평가손익	-751.8	-1,049.2	-490.2	-527.0	-568.5
기타	1,495.9	1,378.7	918.0	822.3	790.5
영업활동자산부채증감	360.8	152.3	-65.5	-41.6	-18.3
매출채권및기타채권의감소	42.8	-2.8	-173.8	-133.5	-113.3
재고자산의감소	-2.2	-13.4	-2.4	-1.8	-1.6
매입채무및기타채무의증가	346.8	-251.4	96.7	99.1	101.5
기타	-26.6	419.9	14.0	-5.4	-4.9
기타현금흐름	-670.0	-497.4	-504.8	-492.7	-478.9
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	441.4	411.7	388.7
유형자산의 취득	-640.6	-554.0	-547.0	-568.9	-585.9
유형자산의 처분	7.3	32.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-51.0	-24.0	-234.4	-243.8	-251.1
투자자산의감소(증가)	1,378.4	465.5	823.0	821.6	820.1
단기금융자산의감소(증가)	461.4	-1,815.3	-167.0	-175.3	-184.1
기타	-2,105.3	555.7	566.8	578.1	589.7
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-168.4	-186.2	-223.4
차입금의 증가(감소)	23.9	-408.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-405.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-62.4	-119.0	-168.4	-186.2	-223.4
기타	-71.5	162.7	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-90.1	139.5	-13.6	22.7	58.7
현금 및 현금성자산의 순증가	852.3	619.1	2,703.2	2,720.0	2,806.8
기초현금 및 현금성자산	2,724.2	3,576.5	4,195.5	6,898.7	9,618.7
기말현금 및 현금성자산	3,576.5	4,195.5	6,898.7	9,618.7	12,425.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	12,432.7	15,475.5	18,594.0
현금 및 현금성자산	3,576.5	4,195.5	6,898.7	9,618.7	12,425.5
단기금융자산	1,524.3	3,339.6	3,506.5	3,681.9	3,866.0
매출채권 및 기타채권	1,705.9	1,588.1	1,761.8	1,895.4	2,008.7
재고자산	14.8	21.7	24.1	26.0	27.5
기타유동자산	206.6	230.0	241.6	253.5	266.3
비유동자산	28,709.8	28,793.0	28,258.7	27,888.2	27,603.5
투자자산	21,231.1	20,910.2	20,311.9	19,837.4	19,425.7
유형자산	2,741.6	2,909.6	2,786.9	2,706.2	2,652.5
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,817.7	3,975.5	4,128.8
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,342.2	1,369.1	1,396.5
자산총계	35,737.8	38,167.9	40,691.5	43,363.7	46,197.5
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,211.2	6,333.2	6,458.1
매입채무 및 기타채무	3,872.7	3,866.1	3,962.8	4,061.8	4,163.4
단기금융부채	1,465.5	1,104.9	1,104.9	1,104.9	1,104.9
기타유동부채	967.4	1,121.2	1,143.5	1,166.5	1,189.8
비유동부채	5,194.3	5,074.8	5,095.6	5,116.8	5,138.4
장기금융부채	3,417.5	3,273.4	3,273.4	3,273.4	3,273.4
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,822.2	1,843.4	1,865.0
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,306.8	11,449.9	11,596.4
지배지분	23,206.0	25,459.9	27,848.4	30,377.5	33,059.5
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,422.7	1,422.7	1,422.7
기타자본	-607.3	-638.5	-638.5	-638.5	-638.5
기타포괄손익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-578.4	198.9	1,026.2
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,626.1	29,377.9	31,232.6
비지배지분	1,032.0	1,541.0	1,536.3	1,536.3	1,541.6
자본총계	24,238.0	27,000.9	29,384.6	31,913.7	34,601.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	11,660	12,467	13,351
BPS	142,887	160,694	175,769	191,732	208,660
CFPS	14,111	18,180	19,024	18,973	19,440
DPS	1,205	1,130	1,250	1,500	1,750
주가배수(배)					
PER	36.2	16.7	20.2	18.9	17.6
PER(최고)	39.1	19.8	25.3		
PER(최저)	28.1	12.7	15.1		
PBR	1.57	1.24	1.34	1.23	1.13
PBR(최고)	1.69	1.47	1.68		
PBR(최저)	1.21	0.94	1.00		
PSR	3.79	2.99	3.13	2.91	2.75
PCFR	15.9	10.9	12.4	12.4	12.1
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.0	9.6	8.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	18.4	8.7	10.1	11.3	12.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7
ROA	2.8	5.2	4.7	4.7	4.7
ROE	4.4	7.9	6.9	6.8	6.7
ROIC	27.3	34.5	38.6	39.9	41.1
매출채권회전율	6.0	6.5	7.1	7.0	7.0
재고자산회전율	824.3	587.5	519.4	511.9	508.2
부채비율	47.4	41.4	38.5	35.9	33.5
순차입금비율	-0.9	-11.7	-20.5	-28.0	-34.4
이자보상배율, 현금	11.7	18.9	21.3	22.7	24.0
총차입금	4,883.0	4,378.3	4,378.3	4,378.3	4,378.3
순차입금	-217.8	-3,156.8	-6,027.0	-8,922.3	-11,913.2
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,978.8	3,112.9	3,254.0
FCF	1,198.7	1,710.6	1,529.0	1,614.2	1,716.1

에스오소프트 (036570)



BUY(Maintain)

목표주가 390,000원(상향)

주가(7/29) 192,800원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

아이온2를 통한 성공 가능성의 증대 및 이에 기반한 실적 기여 등이 발생시 추가 신작에 대한 기대감 및 단계적 기업가치 레벨업이 작동할 가능성이 존재한다.

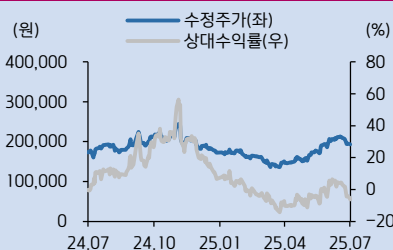
Stock Data

KOSPI (7/29)	3,230.57pt	
시가총액	41,537억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	244,500 원	135,800원
최고/최저가 대비 등락	-21.1%	42.0%
주가수익률	절대	상대
	1M	3.8%
	6M	12.0%
	1Y	9.9%

Company Data

발행주식수	21,544 천주
일평균 거래량(3M)	146천주
외국인 지분율	32.6%
배당수익률(25E)	1.0%
BPS(25E)	147,756원
주요 주주	김택진 외 15 인 12.4%

Price Trend



시너지 효과 발현

>>> 게임 업종 최선후주

동사의 목표주가를 기존 33만원에서 39만원으로 상향하고 게임 업종 내 최선후주로 지속한다. 해당 밸류는 아이온2 수익가치가 온기로 온전히 발현될 26E 기준 지배주주지분 4,098억원에 목표 PER 22.5배와 연 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치다. 모바일게임 지급수수료 저감 이슈를 감안, 26E 동 세그먼트 지급수수료율을 27.5%로 조정했고 이에 따른 연간 이익 추정을 상향 제시한다. 또한 29E까지 해당 레이쇼를 20%로 추세적인 하향으로 전망함에 따라 멀티플을 기존 20배에서 22.5배로 상향 적용하였다.

>>> 아이온2 성공이 맥점

FGT 이후 게임성에 대한 긍정적 피드백 및 이에 기반한 성공 가능성에 대한 시장 기대가 커지는 형국에서 추가적인 온라인 간담회 진행 및 테스트 등을 통해 성공 가능성에 대한 레벨이 더욱 올라갈 것으로 기대되며, 종합적으로는 게임성과 경쟁사 게임을 포함한 경쟁강도 및 MMORPG에 대한 시장 수요 등에 대한 종합적인 판단시 실적 기여도가 높을 신작 게임으로 뷰를 유지하여 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,699.5	2,168.8	1,989.3
영업이익	137.3	-109.2	125.7	405.3	269.9
EBITDA	249.2	0.0	221.2	508.0	378.3
세전이익	206.2	120.9	253.7	543.3	409.9
순이익	213.9	94.1	208.6	409.8	311.6
지배주주지분순이익	212.1	94.2	208.9	409.8	311.6
EPS(원)	9,663	4,291	9,652	19,020	14,463
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	124.9	97.0	-24.0
PER(배)	24.9	42.7	20.1	10.2	13.4
PBR(배)	1.62	1.31	1.31	1.20	1.13
EV/EBITDA(배)	15.3	-76,196.7	13.7	5.6	7.1
영업이익률(%)	7.7	-6.9	7.4	18.7	13.6
ROE(%)	6.6	3.0	6.7	12.3	8.7
순차입금비용(%)	-45.2	-35.9	-35.9	-38.4	-40.9

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	364.5	369.9	604.8	1,578.1	1,699.5	2,168.8
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	90.8	95.6	98.1	118.9	387.3	403.3	641.3
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	211.7	212.9	217.4	406.2	957.9	1,048.1	1,275.0
콘솔 게임								14.9		14.9	6.2
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	43.2	40.9	50.6	182.0	179.6	190.6
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	12.9	12.9	13.6	14.3	50.9	53.6	55.7
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	360.6	367.3	490.8	1,687.3	1,573.8	1,763.6
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	3.8	2.6	114.0	-109.2	125.7	405.3
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	1.1%	0.7%	18.9%	-6.9%	7.4%	18.7%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	34.0	34.0	34.0	230.1	128.0	138.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	37.8	36.6	148.0	120.9	253.7	543.3
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	8.7%	10.4%	9.9%	24.5%	7.7%	14.9%	25.0%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	-6.3	8.7	8.5	34.2	26.8	45.1	133.5
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	-20.0%	23.1%	23.1%	23.1%	22.2%	17.8%	24.6%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	29.1	28.1	113.8	94.1	208.6	409.8
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	8.0%	7.6%	18.8%	6.0%	12.3%	18.9%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	29.1	28.1	113.8	94.2	208.9	409.8
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.3	0.0

자료: 엔씨소프트, 키움증권

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	1,708.6	2,165.2	1,981.9	1,699.5	2,168.8	1,989.3	-0.5%	0.2%	0.4%
영업이익	128.5	380.0	225.8	125.7	405.3	269.9	-2.2%	6.7%	19.5%
영업이익률	7.5%	17.5%	11.4%	7.4%	18.7%	13.6%	-0.1%	1.1%	2.2%
법인세차감전순이익	256.5	518.0	365.8	253.7	543.3	409.9	-1.1%	4.9%	12.0%
당기순이익	210.8	391.1	279.2	208.6	409.8	311.6	-1.0%	4.8%	11.6%
지배주주지분	211.0	391.1	279.2	208.9	409.8	311.6	-1.0%	4.8%	11.6%

자료: 키움증권

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	370.6	368.3	609.4	483.8	364.5	369.9	604.8	483.8	-1.7%	0.4%	-0.8%	0.0%
영업이익	4.6	1.7	116.9	61.6	3.8	2.6	114.0	66.9	-17.1%	48.9%	-2.5%	8.6%
영업이익률	1.3%	0.5%	19.2%	12.7%	1.1%	0.7%	18.9%	13.8%	-0.2%	0.2%	-0.3%	1.1%
법인세차감전순이익	38.6	35.7	150.9	96.1	37.8	36.6	148.0	101.4	-2.1%	2.4%	-1.9%	5.5%
당기순이익	29.7	27.5	116.0	72.6	29.1	28.1	113.8	76.5	-2.1%	2.4%	-1.9%	5.4%
지배주주지분	29.7	27.5	116.0	72.6	29.1	28.1	113.8	76.5	-2.1%	2.4%	-1.9%	5.4%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,699.5	2,168.8	1,989.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,699.5	2,168.8	1,989.3
판매비	1,642.5	1,687.3	1,573.8	1,763.6	1,719.4
영업이익	137.3	-109.2	125.7	405.3	269.9
EBITDA	249.2	0.0	221.2	508.0	378.3
영업외손익	68.9	230.1	128.0	138.0	140.0
이자수익	83.8	72.0	74.3	83.9	92.2
이자비용	14.6	10.3	10.3	10.3	10.3
외환관련이익	29.6	80.6	80.6	80.6	80.6
외환관련손실	38.8	30.7	30.7	30.7	30.7
종속 및 관계기업손익	4.1	4.4	-5.1	-2.0	0.0
기타	4.8	114.1	19.2	16.5	8.2
법인세차감전이익	206.2	120.9	253.7	543.3	409.9
법인세비용	-7.7	26.8	45.1	133.5	98.3
계속사업손익	213.9	94.1	208.6	409.8	311.6
당기순이익	213.9	94.1	208.6	409.8	311.6
지배주주순이익	212.1	94.2	208.9	409.8	311.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-30.8	-11.3	7.7	27.6	-8.3
영업이익 증감률	-75.4	-179.5	-215.1	222.4	-33.4
EBITDA 증감률	-62.5	-100.0	NA	129.7	-25.5
지배주주순이익의 증감률	-51.3	-55.6	121.8	96.2	-24.0
EPS 증감률	-51.3	-55.6	124.9	97.0	-24.0
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	7.4	18.7	13.6
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	13.0	23.4	19.0
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	12.3	18.9	15.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	140.3	300.0	294.5
당기순이익	213.9	94.1	208.6	409.8	311.6
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-93.4	-10.3	-50.2
유형자산감가상각비	110.1	105.9	92.9	100.1	105.7
무형자산감가상각비	1.8	3.3	2.6	2.7	2.7
지분법평가손익	-11.4	-11.2	5.1	2.0	0.0
기타	-28.6	-104.8	-194.0	-115.1	-158.6
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	-6.6	-52.3	36.7
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	-12.9	-49.7	19.0
채고자산의감소	0.7	-0.3	-0.1	-0.3	0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	1.5	-7.3	12.4
기타현금흐름	-50.3	63.0	31.7	-47.2	-3.6
투자활동 현금흐름	113.0	1,294.1	-182.9	-183.5	-184.2
유형자산의 취득	-117.4	-84.2	-125.0	-125.0	-125.0
유형자산의 처분	0.6	0.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-41.4	41.1	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의감소(증가)	-127.5	-194.7	-47.4	-47.9	-48.4
단기금융자산의감소(증가)	390.9	1,533.6	-5.5	-5.7	-5.8
기타	7.8	-2.4	0.0	0.1	0.0
재무활동 현금흐름	-177.3	-522.9	-78.5	-88.0	-107.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-240.0	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-175.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.7	-63.6	-28.3	-38.0	-57.0
기타	-41.6	-43.5	-50.0	-50.0	-50.0
기타현금흐름	4.1	17.1	162.5	162.4	162.3
현금 및 현금성자산의 순증가	79.6	895.3	41.4	190.9	165.6
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,301.8	1,492.7
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,301.8	1,492.7	1,658.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	1,851.8	2,102.0	2,257.9
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,301.8	1,492.7	1,658.3
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	180.1	229.8	210.8
채고자산	0.7	1.1	1.1	1.4	1.3
기타유동자산	44.4	139.1	142.7	146.3	149.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,246.1	2,323.1	2,397.1
투자자산	672.6	871.7	914.0	959.9	1,008.3
유형자산	1,000.5	997.6	1,029.8	1,054.7	1,074.0
무형자산	96.1	103.9	106.3	108.6	110.9
기타비유동자산	287.8	192.2	196.0	199.9	203.9
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,097.9	4,425.1	4,655.1
유동부채	614.3	322.2	331.1	340.3	349.9
매입채무 및 기타채무	215.3	196.3	201.2	206.3	211.4
단기금융부채	279.9	45.8	45.8	45.8	45.8
기타유동부채	119.1	80.1	84.1	88.2	92.7
비유동부채	526.5	568.2	578.7	589.8	601.4
장기금융부채	368.9	336.3	336.3	336.3	336.3
기타비유동부채	157.6	231.9	242.4	253.5	265.1
부채총계	1,140.8	890.4	909.8	930.1	951.3
지배지분	3,249.7	3,058.5	3,183.2	3,490.2	3,698.9
자본금	11.0	11.0	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
기타자본	-622.8	-798.6	-798.6	-798.6	-798.6
기타포괄손익누계액	-44.5	-61.2	-107.1	-152.9	-198.8
이익잉여금	3,472.6	3,473.9	3,644.7	3,997.5	4,252.2
비지배지분	3.3	5.1	4.9	4.9	4.9
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,188.1	3,495.0	3,703.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	9,652	19,020	14,463
BPS	148,023	139,312	147,756	162,002	171,691
CFPS	13,017	3,975	5,325	18,540	12,132
DPS	3,130	1,460	2,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	20.1	10.2	13.4
PER(최고)	49.7	57.8	22.6		
PER(최저)	22.0	36.6	13.9		
PBR	1.62	1.31	1.31	1.20	1.13
PBR(최고)	3.24	1.78	1.48		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.91		
PSR	2.97	2.55	2.47	1.93	2.10
PCFR	18.5	46.1	36.4	10.5	16.0
EV/EBITDA	15.3	-76.196.7	13.7	5.6	7.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	29.7	30.1	18.2	13.9	18.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.3	0.8	1.0	1.5	1.5
ROA	4.8	2.3	5.2	9.6	6.9
ROE	6.6	3.0	6.7	12.3	8.7
ROIC	10.1	-8.2	8.1	23.2	15.1
매출채권회전율	9.1	9.3	9.8	10.6	9.0
재고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,555.5	1,681.9	1,435.2
부채비율	35.1	29.1	28.5	26.6	25.7
순차입금비율	-45.2	-35.9	-35.9	-38.4	-40.9
이자보상배율, 현금	9.4	-10.6	12.2	39.5	26.3
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,145.8	-1,342.4	-1,513.8
EBITDA	249.2	0.0	221.2	508.0	378.3
FCF	-43.8	-71.8	60.3	224.2	218.3

넷마블 (251270)



Outperform(Upgrade)

목표주가 69,000원(상향)

주가(7/29) 61,200원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

중기적으로는 BM 이슈의 저감 등을 통한 매출 지속성 및 PLC 관리 등을 통해서 실적 가시성을 높일 전략이 필요하다.

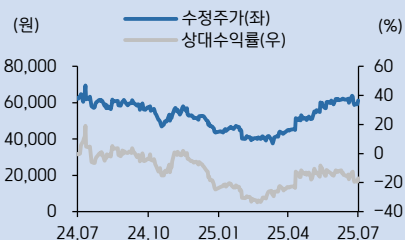
Stock Data

KOSPI (7/29)	3,230.57pt		
시가총액	52,604억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	69,400 원	37,500원	
최고/최저가 대비 등락	-11.8%	63.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	3.6%	-2.0%
	6M	40.5%	10.3%
	1Y	-5.3%	-21.5%

Company Data

발행주식수	85,954 천주
일평균 거래량(3M)	268천주
외국인 지분율	27.5%
배당수익률(25E)	1.3%
BPS(25E)	69,312원
주요 주주	방준혁 외 12인 24.3%

Price Trend



긍정적 뷰 제시

>>> 투자 의견을 상향

동사에 대한 목표주가를 4.9만원에서 6.9만원으로 상향하고 당사의 기준을 적용, 투자 의견은 기존 Marketperform에서 Outperform으로 상향한다. 목표주가는 동사 주력 신작의 성과가 반영될 26E 지배주주지분 2,905억원에 타겟 PER 22.5배를 적용하였다. 당사가 커버하는 중대형 게임사 중에 모바일게임에 대한 익스포저가 가장 큰 상황에서, 중기적인 모바일게임에 대한 지급수수료를 저감 이슈를 감안할 때 멀티플 상향 레인지가 가장 큰 종목으로 제시하며 이에 관련 멀티플을 기존 17.5배에서 22.5배로 상향 제시한다.

>>> 신작 기여도 분석

동사는 RF 온라인 넥스트와 세븐나이트 리버스 등 일평균 매출 기여도가 높은 신작을 성공리에 출시하였다. 여전히 매출 지속성에 대한 리스크가 상존하나, 3Q25E 뱀피르와 4Q25E 일곱개의 대죄 오리진 출시에 따른 일평균 매출의 기여가 가능할 것으로 판단하며 각각의 25E 일평균 매출을 4.2억원과 10억원으로 적용해 추정 반영하였다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,937.3	2,992.6	2,874.8
영업이익	-68.5	215.6	359.6	407.4	387.4
EBITDA	117.0	370.0	502.1	549.2	528.4
세전이익	-158.6	76.3	351.1	411.1	416.9
순이익	-303.9	3.2	274.0	312.5	316.8
지배주주지분순이익	-255.7	25.6	254.4	290.5	292.8
EPS(원)	-2,975	298	2,959	3,379	3,406
증감률(% YoY)	적지	흑전	892.1	14.2	0.8
PER(배)	-19.5	173.3	19.9	17.5	17.3
PBR(배)	1.00	0.82	0.85	0.78	0.71
EV/EBITDA(배)	54.9	14.9	11.0	8.9	8.0
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.2	13.6	13.5
ROE(%)	-4.9	0.5	4.5	4.7	4.3
순차입금비용(%)	26.2	18.2	6.0	-4.4	-13.2

자료: 키움증권 리서치센터

넷마블 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	585.4	782.1	647.3	649.0	623.9	756.0	706.8	850.6	2,663.8	2,937.3	2,992.6
모바일 게임	520.4	736.1	598.8	599.1	575.3	706.5	656.6	800.0	2,454.4	2,738.3	2,791.4
온라인 게임	8.6	7.0	7.1	6.9	7.3	6.7	6.7	6.6	29.6	27.3	26.1
기타	56.4	39.0	41.5	42.9	41.3	42.9	43.5	44.0	179.7	171.7	175.1
영업비용	581.7	670.9	581.8	613.8	574.2	651.6	623.1	728.8	2,448.2	2,577.7	2,585.2
영업이익	3.7	111.2	65.5	35.2	49.7	104.4	83.7	121.8	215.6	359.6	407.4
영업이익률(%)	0.6%	14.2%	10.1%	5.4%	8.0%	13.8%	11.8%	14.3%	8.1%	12.2%	13.6%
영업외손익	-2.8	106.2	-23.3	-219.4	47.8	11.6	14.0	-81.9	-139.3	-8.5	3.7
법인세차감전순이익	0.9	217.4	42.2	-184.1	97.6	116.0	97.7	39.9	76.3	351.1	411.1
법인세차감전순이익률(%)	0.1%	27.8%	6.5%	-28.4%	15.6%	15.3%	13.8%	4.7%	2.9%	12.0%	13.7%
법인세비용	10.7	55.1	21.6	-14.4	17.3	27.4	23.0	9.4	73.1	77.1	98.6
법인세율(%)	1236.3%	25.3%	51.2%	7.8%	17.7%	23.6%	23.6%	23.6%	95.8%	22.0%	24.0%
당기순이익	-9.9	162.3	20.6	-169.8	80.2	88.7	74.6	30.5	3.2	274.0	312.5
당기순이익률(%)	-1.7%	20.7%	3.2%	-26.2%	12.9%	11.7%	10.6%	3.6%	0.1%	9.3%	10.4%
지배주주지분	-0.4	169.5	22.4	-165.9	75.6	83.7	69.6	25.5	25.6	254.4	290.5
비지배주주지분	-9.4	-7.2	-1.9	-3.9	4.7	5.0	5.0	5.0	-22.4	19.7	22.0

주: 나 혼자만 레벨업, 레이븐2, RF 온라인 넥스트 및 뱀피르 매출은 모바일 플랫폼으로 일괄 분류
자료: 넷마블, 키움증권

넷마블 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	2,798.8	2,788.8	2,723.8	2,937.3	2,992.6	2,874.8	5.0%	7.3%	5.5%
영업이익	302.8	271.5	222.0	359.6	407.4	387.4	18.8%	50.1%	74.5%
영업이익률	10.8%	9.7%	8.2%	12.2%	13.6%	13.5%	1.4%	3.9%	5.3%
법인세차감전순이익	295.5	322.5	307.6	351.1	411.1	416.9	18.8%	27.5%	35.5%
당기순이익	227.3	247.2	236.6	274.0	312.5	316.8	20.6%	26.4%	33.9%
지배주주지분	240.9	258.9	246.2	254.4	290.5	292.8	5.6%	12.2%	18.9%

자료: 키움증권

넷마블 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	688.7	724.4	750.6	713.0	756.0	706.8	850.6	761.3	9.8%	-2.4%	13.3%	6.8%
영업이익	79.3	88.8	84.4	84.2	104.4	83.7	121.8	119.7	31.8%	-5.8%	44.3%	42.2%
영업이익률	11.5%	12.3%	11.2%	11.8%	13.8%	11.8%	14.3%	15.7%	2.3%	-0.4%	3.1%	3.9%
법인세차감전순이익	101.8	115.5	11.2	113.2	116.0	97.7	39.9	138.8	14.0%	-15.4%	257.6%	22.6%
당기순이익	78.3	88.8	8.6	86.8	88.7	74.6	30.5	105.5	13.2%	-15.9%	255.4%	21.6%
지배주주지분	81.7	92.2	12.0	89.7	83.7	69.6	25.5	100.0	2.4%	-24.5%	112.5%	11.5%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,937.3	2,992.6	2,874.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,502.1	2,663.8	2,937.3	2,992.6	2,874.8
판매비	2,570.5	2,448.2	2,577.7	2,585.2	2,487.4
영업이익	-68.5	215.6	359.6	407.4	387.4
EBITDA	117.0	370.0	502.1	549.2	528.4
영업외손익	-90.1	-139.3	-8.5	3.7	29.5
이자수익	16.4	18.4	35.1	52.4	69.9
이자비용	146.7	107.4	107.4	107.4	107.4
외환관련이익	36.7	46.9	26.4	27.0	27.5
외환관련손실	70.8	53.9	28.5	29.0	29.6
종속 및 관계기업손익	112.8	108.7	137.7	176.2	187.0
기타	-38.5	-152.0	-71.8	-115.5	-117.9
법인세차감전이익	-158.6	76.3	351.1	411.1	416.9
법인세비용	145.3	73.1	77.1	98.6	100.2
계속사업순손익	-303.9	3.2	274.0	312.5	316.8
당기순이익	-303.9	3.2	274.0	312.5	316.8
지배주주순이익	-255.7	25.6	254.4	290.5	292.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-6.4	6.5	10.3	1.9	-3.9
영업이익 증감율	흑전	-414.7	66.8	13.3	-4.9
EBITDA 증감율	-5.4	216.2	35.7	9.4	-3.8
지배주주순이익 증감율	흑전	-110.0	893.8	14.2	0.8
EPS 증감율	적지	흑전	892.1	14.2	0.8
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-2.7	8.1	12.2	13.6	13.5
EBITDA Margin(%)	4.7	13.9	17.1	18.4	18.4
지배주주순이익률(%)	-10.2	1.0	8.7	9.7	10.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-98.1	287.7	553.5	602.5	610.9
당기순이익	-303.9	3.2	274.0	312.5	316.8
비현금항목의 가감	440.3	382.0	429.2	394.2	366.7
유형자산감가상각비	56.5	53.4	51.1	52.0	52.6
무형자산감가상각비	128.9	100.9	91.4	89.8	88.4
지분법평가손익	-423.5	-243.5	-137.7	-176.2	-187.0
기타	678.4	471.2	424.4	428.6	412.7
영업활동자산부채증감	-121.0	-34.8	-35.9	13.9	29.6
매출채권및기타채권의감소	-80.4	-9.5	-30.3	-6.1	13.0
재고자산의감소	-0.3	-0.4	-0.2	0.0	0.1
매입채무및기타채무의증가	-14.6	-6.3	10.8	8.7	7.1
기타	-25.7	-18.6	-16.2	11.3	9.4
기타현금흐름	-113.5	-62.7	-113.8	-118.1	-102.2
투자활동 현금흐름	465.6	36.7	-41.3	-41.7	-42.1
유형자산의 취득	-36.2	-17.3	-55.0	-55.0	-55.0
유형자산의 처분	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	12.6	20.6	-75.0	-75.0	-75.0
투자자산의감소(증가)	676.6	189.4	216.7	216.4	216.0
단기금융자산의감소(증가)	56.7	-37.7	-3.0	-3.1	-3.1
기타	-244.5	-118.6	-125.0	-125.0	-125.0
재무활동 현금흐름	-480.9	-220.7	-59.2	-86.5	-86.5
차입금의 증가(감소)	-473.5	-182.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.2	-0.1	-34.2	-61.5	-61.5
기타	-5.2	-37.8	-25.0	-25.0	-25.0
기타현금흐름	40.8	43.7	177.1	176.9	176.7
현금 및 현금성자산의 순증가	-72.7	147.5	630.0	651.2	659.0
기초현금 및 현금성자산	503.0	430.3	577.9	1,207.9	1,859.1
기말현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,207.9	1,859.1	2,518.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	905.8	1,114.8	1,781.4	2,444.9	3,097.0
현금 및 현금성자산	430.3	577.9	1,207.9	1,859.1	2,518.1
단기금융자산	82.1	119.8	122.8	125.9	129.0
매출채권 및 기타채권	271.5	295.1	325.4	331.5	318.5
재고자산	2.7	2.1	2.3	2.4	2.3
기타유동자산	119.2	119.9	123.0	126.0	129.1
비유동자산	7,010.1	7,062.2	6,981.8	6,941.1	6,912.5
투자자산	3,008.8	2,928.1	2,849.2	2,809.1	2,780.1
유형자산	344.4	339.8	343.6	346.7	349.1
무형자산	3,228.8	3,245.2	3,228.8	3,214.0	3,200.5
기타비유동자산	428.1	549.1	560.2	571.3	582.8
자산총계	7,915.9	8,177.1	8,763.2	9,386.0	10,009.5
유동부채	1,939.8	1,348.2	1,366.4	1,382.6	1,397.3
매입채무 및 기타채무	264.6	344.2	354.9	363.6	370.7
단기금융부채	1,397.7	636.1	636.1	636.1	636.1
기타유동부채	277.5	367.9	375.4	382.9	390.5
비유동부채	897.0	1,355.0	1,361.7	1,368.7	1,373.5
장기금융부채	443.3	1,056.6	1,056.6	1,056.6	1,056.6
기타비유동부채	453.7	298.4	305.1	312.1	316.9
부채총계	2,836.8	2,703.2	2,728.1	2,751.2	2,770.8
지배지분	4,979.5	5,416.0	5,957.6	6,535.2	7,115.2
자본금	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
자본잉여금	3,050.0	3,054.8	3,054.8	3,054.8	3,054.8
기타자본	370.1	430.2	430.2	430.2	430.2
기타포괄손익누계액	422.4	776.9	1,125.5	1,474.2	1,822.8
이익잉여금	1,128.5	1,145.5	1,338.4	1,567.4	1,798.7
비지배지분	99.5	57.8	77.5	99.5	123.5
자본총계	5,079.0	5,473.9	6,035.1	6,634.7	7,238.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,975	298	2,959	3,379	3,406
BPS	57,933	63,011	69,312	76,032	82,779
CFPS	1,587	4,482	8,181	8,221	7,951
DPS	0	417	750	750	750
주가배수(배)					
PER	-19.5	173.3	19.9	17.5	17.3
PER(최고)	-24.6	242.7	21.7		
PER(최저)	-12.4	154.5	12.7		
PBR	1.00	0.82	0.85	0.78	0.71
PBR(최고)	1.27	1.15	0.93		
PBR(최저)	0.63	0.73	0.54		
PSR	2.00	1.67	1.73	1.69	1.76
PCFR	36.6	11.5	7.2	7.2	7.4
EV/EBITDA	54.9	14.9	11.0	8.9	8.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	1,062.3	22.4	19.7	19.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.8	1.3	1.3	1.3
ROA	-3.6	0.0	3.2	3.4	3.3
ROE	-4.9	0.5	4.5	4.7	4.3
ROIC	-0.6	-0.4	8.2	9.1	8.7
매출채권회전율	10.3	9.4	9.5	9.1	8.8
재고자산회전율	900.4	1,100.6	1,318.6	1,268.9	1,231.9
부채비율	55.9	49.4	45.2	41.5	38.3
순차입금비율	26.2	18.2	6.0	-4.4	-13.2
이자보상배율, 현금	-0.5	2.0	3.3	3.8	3.6
총차입금	1,841.0	1,692.6	1,692.6	1,692.6	1,692.6
순차입금	1,328.6	995.0	361.9	-292.3	-954.4
EBITDA	117.0	370.0	502.1	549.2	528.4
FCF	17.5	109.0	260.6	338.7	338.4

카카오게임즈 (293490)



Outperform(Maintain)

목표주가 20,000원(상향)

주가(7/29) 17,280원

인터넷/게임 Analyst 김진구

jingu.kim@kiwoom.com

RA 조준형

jun59057@kiwoom.com

단기 실적에 대한 부진 이슈가 존재하나, 동사의 다수 신작 기반의 실적 업사이드 포텐셜이 존재하기에 상시적 모니터링이 필요하다.

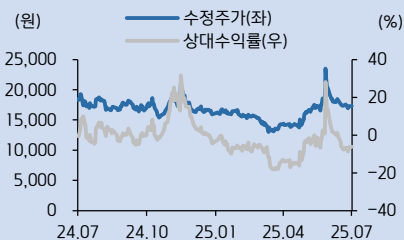
Stock Data

KOSDAQ (7/29)		804.45pt	
시가총액		14,319억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	23,500 원	13,030원	
최고/최저가 대비 등락	-26.5%	32.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-14.9%	-17.3%
	6M	8.4%	-1.8%
	1Y	-10.2%	-13.0%

Company Data

발행주식수	82,866 천주
일평균 거래량(3M)	561천주
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	16,318원
주요 주주	카카오 외 16인 49.3%

Price Trend



복합적 컨디션

>>> 목표주가 상향

동사에 대한 목표주가를 1.9만원에서 2.0만원으로 상향하고 투자 의견 Outperform을 유지한다. 목표주가는 동사 신작 성과가 온기 반영될 26E 지배주주지분 753억원 대상으로 라이온하트스튜디오 별도 이익 기준의 지배주주지분 환산 390억원과 이를 제외한 363억원으로 구분했다. 각각 이익 기준의 타겟 PER은 27.5배를 동일하게 부여하되, 전자는 라이온하트스튜디오 IPO 전제로 할인율 20%를 추가 적용하고, 전체적으로 연 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재 가치로 제시한다.

>>> 26E 추정치 분석

모바일게임 지급수수료 저감 이슈를 감안, 26E 동 세그먼트 지급수수료율을 27.5%로 조정했으나, 신작 게임인 크로노 오디세이 완성도 보강에 따른 추가 개발시간 소요를 감안해 동 게임 출시를 1개 분기 순연했고 아키에이지 크로니클도 신작간 시차를 고려, 기존비 1개 분기 순연한 3Q26E으로 출시 시기를 조정한 결과, 26E 연간 지배주주지분은 기존 대비 2.9% 감소되었다. 다만 중기적인 모바일게임에 대한 결제수수료 저감 이슈를 감안해, 타겟 멀티플은 25배에서 27.5배로 상향 적용하면서 잠재력을 열어두었다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	588.4	836.0	697.1
영업이익	75.4	19.1	4.5	144.0	74.9
EBITDA	171.4	91.4	42.9	183.7	116.9
세전이익	-357.2	-107.7	-60.5	94.0	34.9
순이익	-322.4	-128.1	-63.1	72.8	27.6
지배주주지분순이익	-228.7	-108.9	-34.0	75.3	38.3
EPS(원)	-2,774	-1,318	-410	909	462
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	-49.1
PER(배)	-9.3	-12.4	-42.1	19.0	37.3
PBR(배)	1.53	1.01	1.06	0.97	0.92
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	43.8	9.7	14.5
영업이익률(%)	10.4	3.0	0.8	17.2	10.7
ROE(%)	-14.9	-8.0	-2.5	5.3	2.5
순차입금비용(%)	30.6	22.4	23.2	15.3	9.9

자료: 키움증권 리서치센터

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	116.1	119.8	229.7	627.2	588.4	836.0
PC게임	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	19.5	20.7	21.1	86.7	88.1	146.0
모바일게임	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	96.7	99.0	208.6	540.5	500.4	646.3
콘솔								0.0		0.0	43.7
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	131.6	131.7	185.4	608.1	583.9	692.0
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-15.4	-11.9	44.3	19.1	4.5	144.0
영업이익률(%)	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-13.3%	-10.0%	19.3%	3.1%	0.8%	17.2%
영업외손익	-4.7	-12.3	-9.2	-100.6	-20.0	-15.0	-15.0	-15.0	-126.8	-65.0	-50.0
법인세차감전순이익	9.6	-11.3	-1.5	-104.5	-32.5	-30.4	-26.9	29.3	-107.7	-60.5	94.0
법인세차감전순이익률(%)	5.4%	-7.4%	-0.9%	-78.4%	-26.4%	-26.2%	-22.5%	12.8%	-17.2%	-10.3%	11.2%
법인세비용	7.5	1.8	8.9	-13.0	-1.8	-6.4	-5.6	6.1	5.2	-7.6	21.3
법인세율(%)	77.6%	-16.2%	-595.0%	12.4%	5.4%	20.9%	20.9%	20.9%	-4.9%	12.6%	22.6%
계속영업순이익	2.2	-13.1	-10.4	-91.5	-30.7	-24.1	-21.3	23.2	-112.9	-52.9	72.8
중단영업순이익	-1.8	1.4	3.1	-18.0	-2.7	-2.5	-2.5	-2.5	-15.2	-10.2	0.0
당기순이익	0.4	-11.7	-7.3	-109.5	-33.4	-26.6	-23.8	20.7	-128.1	-63.1	72.8
당기순이익률(%)	0.2%	-7.6%	-4.5%	-82.2%	-27.2%	-22.9%	-19.9%	9.0%	-20.4%	-10.7%	8.7%
지배주주지분	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-17.9	-15.5	22.5	-108.9	-34.0	75.3
비지배지분	-0.6	-2.2	-3.3	-13.1	-10.4	-8.7	-8.3	-1.8	-19.2	-29.1	-2.6

자료: 카카오게임즈, 키움증권

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	689.2	845.4	736.9	588.4	836.0	697.1	-14.6%	-1.1%	-5.4%
영업이익	40.4	141.0	68.3	4.5	144.0	74.9	-88.9%	2.2%	9.7%
영업이익률	5.9%	16.7%	9.3%	0.8%	17.2%	10.7%	-5.1%	0.6%	1.5%
법인세차감전순이익	-14.1	100.0	32.3	-60.5	94.0	34.9	적확	-6.0%	8.2%
당기순이익	-26.4	77.3	25.5	-63.1	72.8	27.6	적확	-5.9%	8.2%
지배주주지분	1.0	77.6	34.7	-34.0	75.3	38.3	적전	-2.9%	10.5%

자료: 키움증권

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E
매출액	122.9	172.4	271.0	207.1	116.1	119.8	229.7	232.7	-5.5%	-30.5%	-15.3%	12.4%
영업이익	-11.2	4.4	59.7	31.9	-15.4	-11.9	44.3	43.3	적확	적전	-25.8%	35.8%
영업이익률	-9.1%	2.5%	22.0%	15.4%	-13.3%	-10.0%	19.3%	18.6%	-4.2%	-12.5%	-2.7%	3.2%
법인세차감전순이익	-22.7	-7.1	48.2	21.7	-30.4	-26.9	29.3	30.8	적확	적확	-39.2%	42.4%
당기순이익	-20.5	-8.1	35.6	16.8	-26.6	-23.8	20.7	23.9	적확	적확	-42.0%	42.4%
지배주주지분	-12.5	-0.4	36.9	17.7	-17.9	-15.5	22.5	24.9	적확	적확	-39.1%	41.0%

자료: 키움증권

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	588.4	836.0	697.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	725.8	627.2	588.4	836.0	697.1
판매비	650.4	608.1	583.9	692.0	622.2
영업이익	75.4	19.1	4.5	144.0	74.9
EBITDA	171.4	91.4	42.9	183.7	116.9
영업외손익	-432.6	-126.8	-65.0	-50.0	-40.0
이자수익	21.5	21.4	21.1	24.2	26.7
이자비용	35.1	54.2	54.2	54.2	54.2
외환관련이익	1.8	3.5	3.6	3.7	3.7
외환관련손실	1.5	2.1	2.2	2.2	2.2
종속 및 관계기업손익	-20.9	-16.0	0.0	0.0	0.0
기타	-398.4	-79.4	-33.3	-21.5	-14.0
법인세차감전이익	-357.2	-107.7	-60.5	94.0	34.9
법인세비용	-44.5	5.2	-7.6	21.3	7.3
계속사업손익	-312.7	-112.9	-52.9	72.8	27.6
당기순이익	-322.4	-128.1	-63.1	72.8	27.6
지배주주순이익	-228.7	-108.9	-34.0	75.3	38.3
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-36.8	-13.6	-6.2	42.1	-16.6
영업이익 증감률	-57.1	-74.7	-76.4	3,100.0	-48.0
EBITDA 증감률	-36.3	-46.7	-53.1	328.2	-36.4
지배주주순이익의 증감률	흑전	-52.4	-68.8	-321.5	-49.1
EPS 증감률	적지	적지	적지	흑전	-49.1
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.4	3.0	0.8	17.2	10.7
EBITDA Margin(%)	23.6	14.6	7.3	22.0	16.8
지배주주순이익률(%)	-31.5	-17.4	-5.8	9.0	5.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	124.6	27.4	-84.9	29.0	17.6
당기순이익	0.0	0.0	-63.1	72.8	27.6
비현금항목의 가감	550.6	220.3	94.9	121.9	107.7
유형자산감가상각비	34.6	35.7	10.5	12.6	15.1
무형자산감가상각비	61.4	36.6	28.0	27.1	26.9
지분법평가손익	-56.3	-34.6	0.0	0.0	0.0
기타	510.9	182.6	56.4	82.2	65.7
영업활동자산부채증감	5.1	-17.1	8.5	-14.8	16.7
매출채권및기타채권의감소	-41.9	6.1	3.2	-20.2	11.3
재고자산의감소	41.0	14.2	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	28.4	-18.5	2.4	2.5	2.6
기타	-22.4	-18.9	2.9	2.9	2.8
기타현금흐름	-431.1	-175.8	-125.2	-150.9	-134.4
투자활동 현금흐름	-54.0	85.4	-15.4	-23.1	-30.8
유형자산의 취득	-27.6	-12.5	-12.5	-15.0	-17.5
유형자산의 처분	0.5	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-7.9	0.0	-20.0	-25.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-14.6	-32.9	-6.4	-6.5	-6.7
단기금융자산의감소(증가)	40.4	97.1	-1.5	-1.6	-1.6
기타	-44.8	30.8	25.0	25.0	25.0
재무활동 현금흐름	-43.9	-137.1	-15.0	-15.0	-15.0
차입금의 증가(감소)	-16.5	-119.9	0.0	0.0	0.0
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-27.4	-17.2	-15.0	-15.0	-15.0
기타현금흐름	0.2	0.2	79.9	104.6	104.6
현금 및 현금성자산의 순증가	26.9	-24.1	-35.4	95.4	76.4
기초현금 및 현금성자산	626.8	653.7	629.6	594.2	689.7
기말현금 및 현금성자산	653.7	629.6	594.2	689.7	766.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,020.8	1,069.1	1,065.5	1,191.7	1,267.7
현금 및 현금성자산	653.7	605.0	594.2	689.7	766.1
단기금융자산	158.6	61.5	63.1	64.6	66.2
매출채권 및 기타채권	104.0	51.1	47.9	68.1	56.8
재고자산	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.1	351.5	360.3	369.3	378.6
비유동자산	2,450.3	2,104.2	2,106.8	2,115.9	2,130.3
투자자산	481.5	498.4	504.8	511.3	518.0
유형자산	115.6	12.4	14.5	16.9	19.2
무형자산	1,639.2	1,484.4	1,476.4	1,474.4	1,477.5
기타비유동자산	214.0	109.0	111.1	113.3	115.6
자산총계	3,471.0	3,173.2	3,172.3	3,307.6	3,398.0
유동부채	710.1	1,199.4	1,208.0	1,216.7	1,225.7
매입채무 및 기타채무	96.8	98.0	100.4	102.9	105.5
단기금융부채	502.7	795.0	795.0	795.0	795.0
기타유동부채	110.6	306.4	312.6	318.8	325.2
비유동부채	1,135.4	495.5	501.0	506.6	512.3
장기금융부채	807.0	202.4	202.4	202.4	202.4
기타비유동부채	328.4	293.1	298.6	304.2	309.9
부채총계	1,845.5	1,694.9	1,709.0	1,723.3	1,738.0
자본지분	1,398.4	1,338.1	1,352.2	1,475.7	1,562.1
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	1,099.4	1,099.8	1,099.8	1,099.8	1,099.8
기타자본	-29.1	-29.5	-29.5	-29.5	-29.5
기타포괄손익누계액	42.5	71.5	119.6	167.7	215.8
이익잉여금	277.4	188.1	154.1	229.4	267.8
비지배지분	227.1	140.2	111.1	108.5	97.8
자본총계	1,625.5	1,478.4	1,463.3	1,584.2	1,660.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,774	-1,318	-410	909	462
BPS	16,947	16,148	16,318	17,808	18,851
CFPS	2,767	1,115	384	2,349	1,633
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-9.3	-12.4	-42.1	19.0	37.3
PER(최고)	-18.0	-21.0	-57.5		
PER(최저)	-8.1	-11.4	-31.4		
PBR	1.53	1.01	1.06	0.97	0.92
PBR(최고)	2.95	1.72	1.45		
PBR(최저)	1.33	0.93	0.79		
PSR	2.94	2.16	2.43	1.71	2.05
PCFR	9.3	14.7	45.0	7.3	10.6
EV/EBITDA	16.7	20.0	43.8	9.7	14.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%·보통주·현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-8.8	-3.9	-2.0	2.2	0.8
ROE	-14.9	-8.0	-2.5	5.3	2.5
ROIC	-0.5	1.6	0.5	7.2	3.9
매출채권회전율	7.7	8.1	11.9	14.4	11.2
재고자산회전율	7.1	15.6			
부채비율	113.5	114.6	116.8	108.8	104.7
순차입금비율	30.6	22.4	23.2	15.3	9.9
이자보상배율·현금	2.1	0.4	0.1	2.7	1.4
총차입금	1,309.6	997.4	997.4	997.4	997.4
순차입금	497.4	330.9	340.1	243.1	165.1
EBITDA	171.4	91.4	42.9	183.7	116.9
FCF	56.0	74.6	22.5	100.6	74.8

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

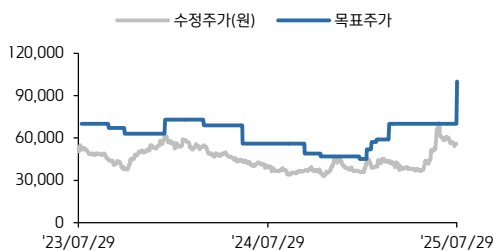
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%) 평균 주가 대비	과리율(%) 최고 주가 대비
카카오 (035720)	2023-08-04	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-29.93	-24.57
	2023-09-25	BUY(Maintain)	67,000원	6개월	-37.12	-33.13
	2023-10-26	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-21.01	-3.49
	2024-01-12	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-23.92	-16.30
	2024-03-27	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-30.91	-20.58
	2024-06-10	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-30.95	-21.61
	2024-10-08	BUY(Maintain)	49,000원	6개월	-23.94	-19.59
	2024-11-08	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-17.53	-0.85
	2025-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.45	-7.11
	2025-02-05	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-16.76	-12.88
	2025-02-14	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-31.05	-30.00
	2025-02-24	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-26.72	-23.05
	2025-03-20	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-41.55	-37.71
	2025-04-17	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-43.14	-37.71
	2025-05-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-44.01	-37.71
	2025-05-28	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-33.09	0.57
	2025-07-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		
카카오페이 (377300)	2025-07-29	BUY(Initiate)	130,000원	6개월		
NAVER (035420)	2023-08-07	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-35.03	-31.03
	2023-08-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-35.93	-31.03
	2023-09-25	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-37.86	-31.03
	2023-10-16	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-39.72	-31.03
	2023-11-29	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.73	-31.03
	2024-01-08	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-38.22	-31.03
	2024-02-05	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-42.42	-38.82
	2024-03-27	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-22.12	-18.92
	2024-05-07	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-27.72	-18.83
	2024-10-08	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-27.97	-25.13
	2024-11-12	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-25.64	-15.42
	2024-11-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-21.15	-16.15
	2025-01-24	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-20.47	-14.07
	2025-02-10	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-25.17	-20.17
	2025-03-20	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-30.70	-20.17
	2025-05-28	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-13.78	7.59
	2025-07-29	BUY(Maintain)	300,000원	6개월		
엔비소프트 (036570)	2023-08-10	BUY(Maintain)	340,000원	6개월	-29.38	-17.35
	2024-01-24	BUY(Maintain)	240,000원	6개월	-16.27	-11.25
	2024-02-13	Outperform(Downgrade)	240,000원	6개월	-18.47	-11.25
	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.30	-44.50
	2025-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-41.20	-35.30
넷마블 (251270)	2023-08-09	Outperform(Upgrade)	56,000원	6개월	-11.84	10.18
	2024-02-08	Marketperform(Downgrade)	56,000원	6개월	-11.71	12.32
	2024-08-08	Marketperform(Maintain)	64,000원	6개월	-7.10	8.44
	2024-10-31	Marketperform(Maintain)	57,000원	6개월	-17.24	1.75
	2025-04-30	Marketperform(Maintain)	49,000원	6개월	14.43	30.20
	2025-07-29	Outperform(Upgrade)	69,000원	6개월		
카카오게임즈 (293490)	2023-08-03	Outperform(Maintain)	36,000원	6개월	-24.64	-12.22
	2023-10-26	Outperform(Maintain)	28,000원	6개월	-8.23	-2.50
	2024-01-12	Outperform(Maintain)	30,000원	6개월	-18.50	-9.00
	2024-03-27	Outperform(Maintain)	27,000원	6개월	-20.11	-12.04
	2024-06-10	Outperform(Maintain)	24,000원	6개월	-22.82	-9.58
	2024-10-08	Outperform(Maintain)	21,000원	6개월	-18.32	-11.29
	2024-11-08	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월	-13.76	4.50
	2025-01-22	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-14.63	-11.84
	2025-02-14	Outperform(Maintain)	18,000원	6개월	-15.16	-7.33
	2025-04-17	Outperform(Maintain)	15,000원	6개월	-6.62	-4.20
	2025-05-09	Outperform(Maintain)	16,000원	6개월	-10.41	0.00
	2025-05-28	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-6.34	23.68
	2025-07-29	Outperform(Maintain)	20,000원	6개월		

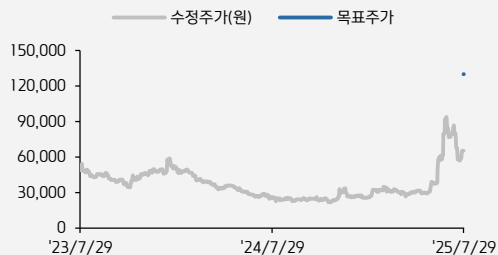
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

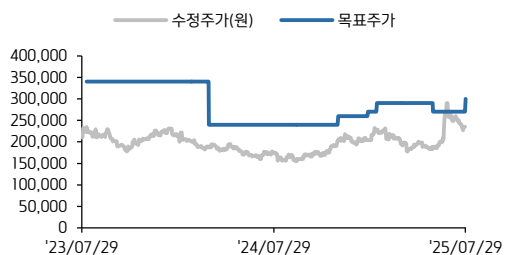
카카오 (035720)



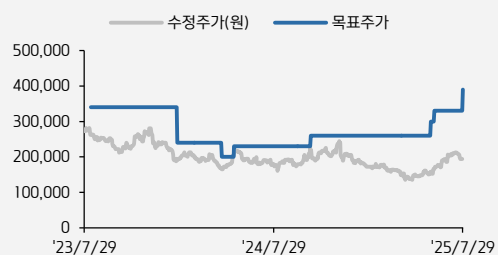
카카오페이 (377300)



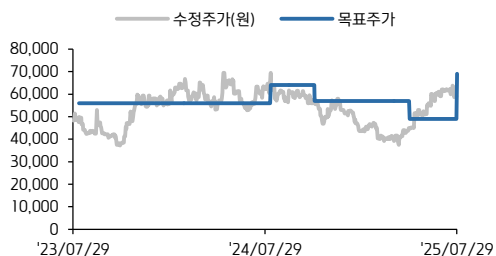
NAVER (035420)



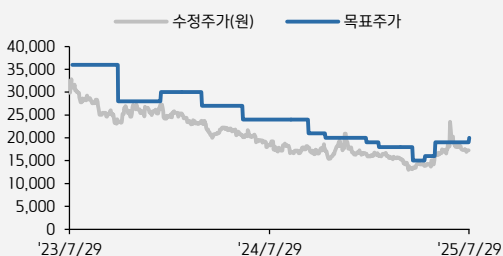
엔씨소프트 (036570)



넷마블 (251270)



카카오게임즈 (293490)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%