



2025년 11월 24일 | 키움증권 리서치센터
산업분석 | 인터넷/게임 2026년 전망

양극화

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com
RA 조준형 jun59057@kiwoom.com



Contents

I. Summary	p.03
II. AI 가치 판단	p.05
III. AI 세그먼트별 전망	p.10
IV. 스테이블코인 분석	p.17
V. AI 광고 분석	p.27
VI. 게임시장 분석	p.30
VII. 기업분석	p.51

- 카카오(035720)
- 카카오페이(377300)
- 엔씨소프트(036570)
- 카카오게임즈(293490)



Part I Summary



Summary

>>> 인터넷: AI 주도권의 싸움

- AI 버블론을 상쇄하기 위해서는 소프트웨어 측면에서 실질적 부가가치 확산이 중요
- 따라서 이를 위해 중기적으로 AGI 도달 가시성 확보가 요구되며 ASI 잠재력도 추가될 필요
- AGI 도달을 위한 경쟁이 격화될 것이며 이에 먼저 도달하는 업체 중심으로 가치 쏠림 현상이 나타날 것
- AGI 백본을 보유한 글로벌 빅테크와 제휴하는 소규모 사업자 증가 속에 기존 레거시 업체 반발도 이어질 것
- 내년부터 유저 데이터 기반 자율형 에이전트가 워킹되면서 버티컬 세그먼트 구독경제 및 타겟 광고 확장성 조망

>>> 게임: 치열한 경쟁 속 양극화

- 유저들은 신규 게임보다 기존 레거시 IP 기반 시리즈에 인게이지먼트를 집중하는 경향이 다분
- 이는 신규 게임이 혁신적인 메타를 통해 기존 강자를 브레이크하는 시도를 보여주지 못했기 때문
- 해당 환경 속에서 상용 엔진, 솔루션 및 AI 등 폭넓은 서포트를 통해 창의적인 인디 게임사 성장성 부각
- 인디 게임사는 게임성 기반 인플루언서 연계로 마케팅 내재화, 스마트한 인디 게임사는 대형사 흡수를 거부할 것
- 대형사 입장에서는 밸류 창출을 위해 가장 잘하는 장르에 리소스 투입이 요구, M&A는 캐시카우에 집중할 필요 존재

>>> Top-picks: 카카오/카카오페이/엔씨소프트

- 인터넷 업종 Top pick으로 카카오와 카카오페이를 제시, 카카오는 오픈AI 제휴를 통한 자율형 에이전트 내재화와 이에 근간한 유저 인게이지먼트 증가에 따른 광고 매출 성장성에 포커스, 카카오페이는 자산관리 에이전트 및 스테이블코인 연계 확장성에 주목
- 게임 업종 Top pick으로 엔씨소프트를 제시, 아이온2는 폭넓은 엔드 콘텐츠 기반 유저의 자율적 선택지를 충족시키면서 중장기 흥행을 이어갈 것으로 판단, PC 기반 자체 결제 비중 확대를 통한 수익성 확대 및 호라이즌 IP 기반 신작 잠재력도 확보

Part II AI 가치 판단

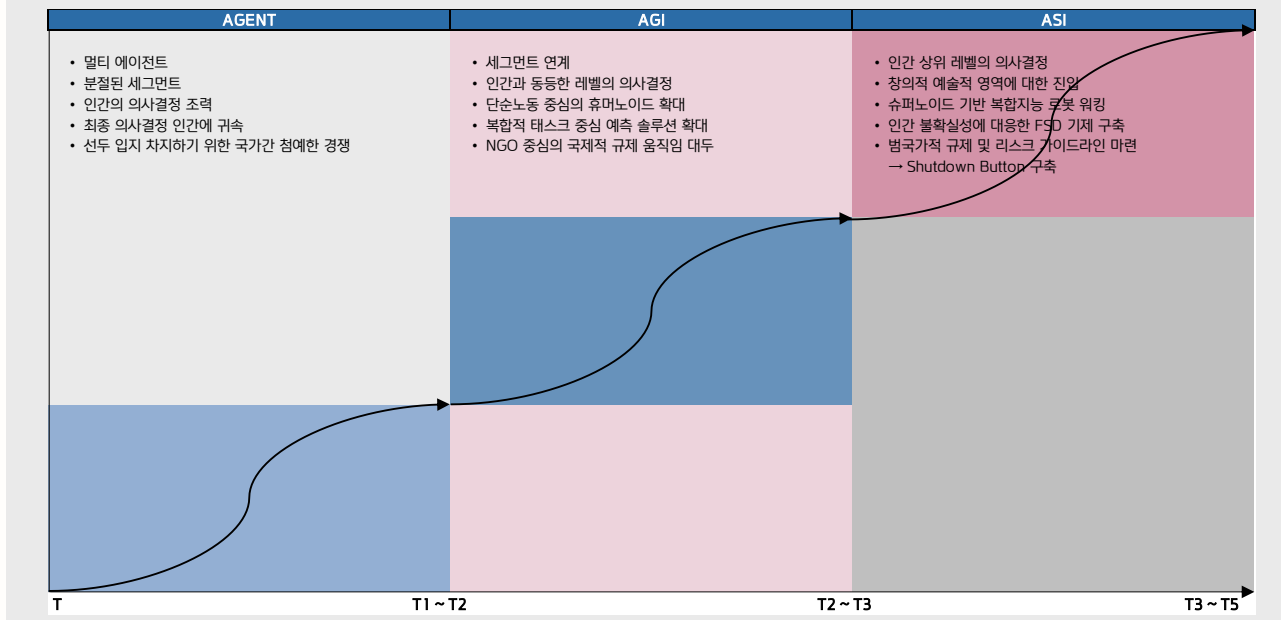


1. AGI 도달이 주요 관심사

◎ AGI 도달 시기 지연, 누가 먼저 위너가 될지가 관건

- 현시점에서 1~2년 추가 소요될 것으로 관측, 인간 수준의 자율형 에이전트 정립이 필수
- 글로벌 빅테크 중 누가 먼저 AGI에 도달할지가 관건, 독점 또는 과점 측면 소수 업체에 집중 조망

AI 진화 조감도



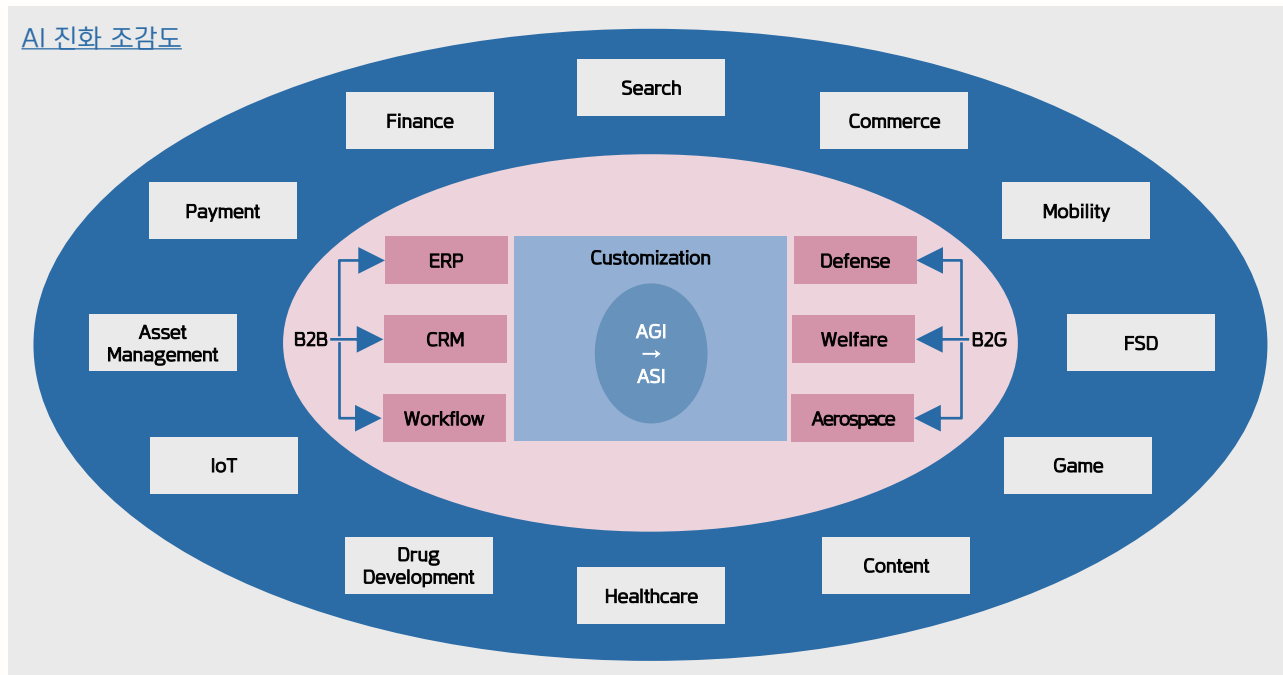
주: AGI(Artificial General Intelligence), ASI(Artificial Super Intelligence)
자료: 키움증권 리서치센터

2. 백본 업체와 기존 사업자간 합종연횡

◎ 서비스별 경쟁강도 극심해질 것

- B2B 단에서 기존 솔루션 업체들과 막강한 백본 경쟁력을 확보한 글로벌 빅테크간 경쟁강도 심화 예상
- B2C 단에서 유저 데이터 기반 자율형 에이전트 확산 예상, 글로벌 백본 업체와 제휴할 소규모 사업자 증가 조망

AI 진화 조감도



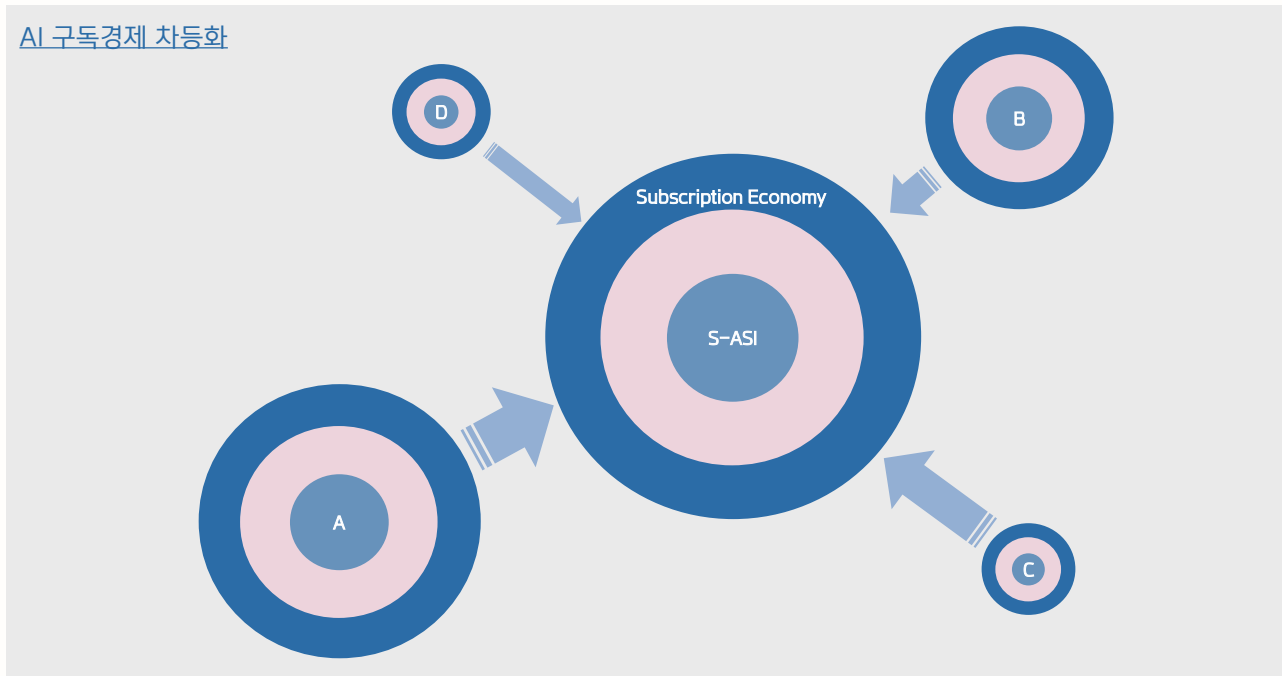
주: 파란색 영역은 B2C 서비스를 지칭
자료: 키움증권 리서치센터

3. 얼라이언스별 부가가치 차등화

◎ 장기적으로 구독경제 차등화 현상 전망

- AGI를 넘어 ASI에 도달하는 과정에서 유저 체감 부가가치의 차등화 심해질 것
- 이에 따른 구독경제 사용료의 격차가 벌어지면서 개인별 자산에 따른 양극화 심해질 것

AI 구독경제 차등화

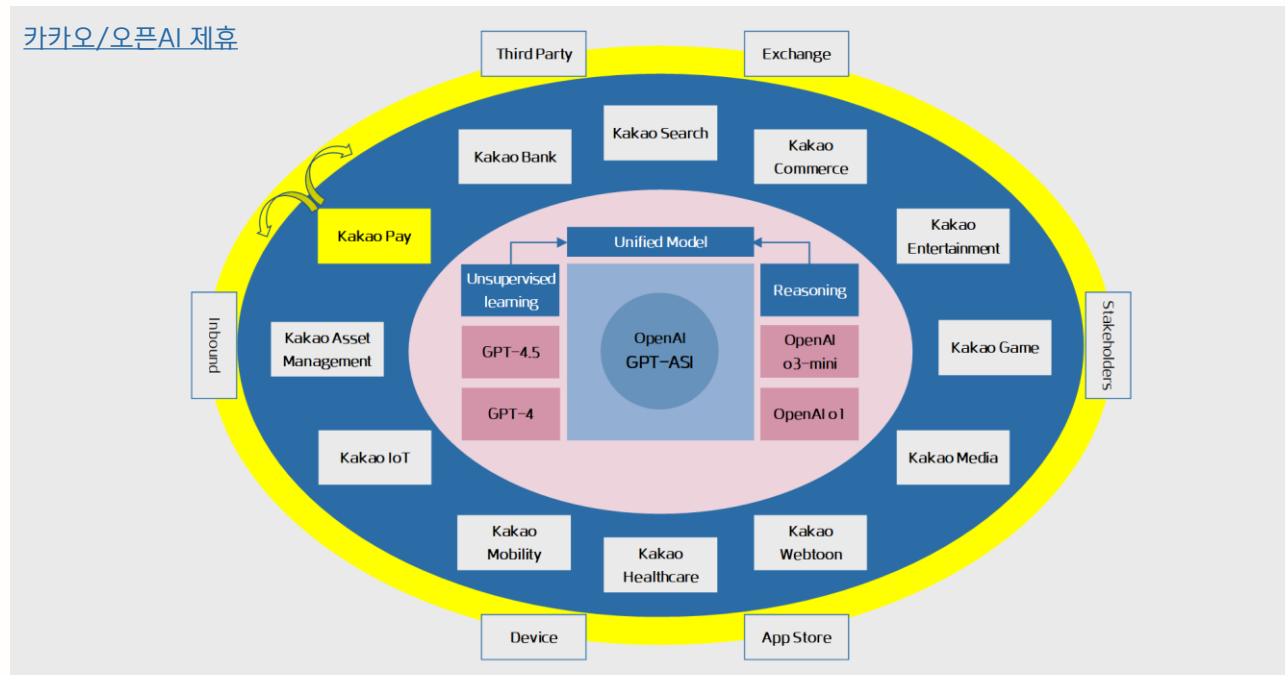


자료: 키움증권 리서치센터

4. 국내 AI 확산 관계 분석

◎ 중기적으로 자율형 에이전트 확산이 핵심, 내년 본격화 예상

- 카카오 버티컬 세그먼트별 자율형 에이전트 확대 조망, 카카오페이 자산관리 에이전트 밸류 주목
- 서드파티 확대를 통한 TPV 확산 및 연계 타겟 광고 성장 이어질 것, 스테이블 코인 연계로 추가 밸류 조망



자료: 키움증권 리서치센터

Part III AI 세그먼트별 전망



1-1. 글로벌 로봇시장 분석

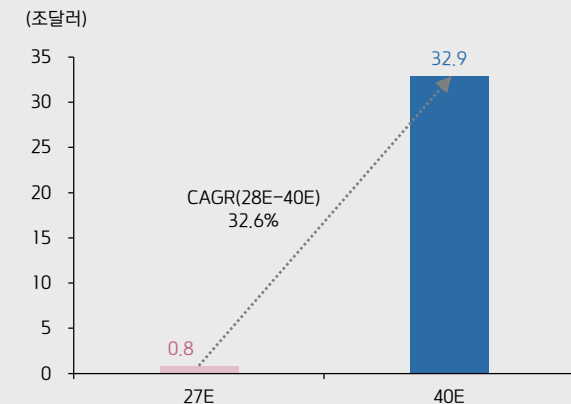
◎ 40E 글로벌 로봇시장 32.9조달러 전망

- 동 시점 전세계 인구 대비 14% 침투율 적용, 로봇 유닛수 13억대를 예상
- 로봇 연간 구독가격은 27E 1만달러 기준으로 연간 7.5% 증가율 적용, 40E 2.6만달러 산출

◎ 40E 글로벌 로봇 시장침투율 22.1% 전망

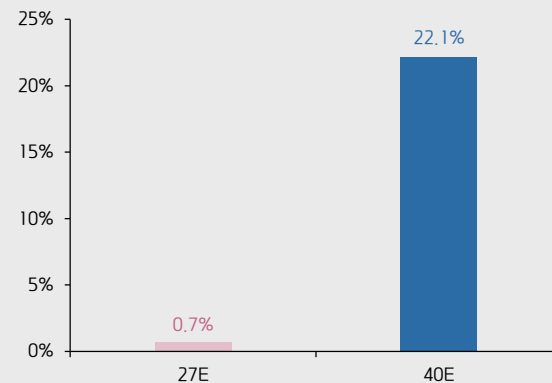
- 동 시점 전세계 GDP 대비 비중으로 환산, 휴머노이드 이후 슈퍼노이드로 확산 조망
- 선두업체 점유율 30%, OPM 20% 및 내재 PER 30배 적용한 25E 기준 현재가치 10.6조달러 도출

글로벌 로봇 시장규모 전망



자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치센터 추정

글로벌 로봇 시장침투율 전망



주: 시장침투율은 연별 로봇 시장규모를 전세계 GDP로 나누어 산출
 자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치센터 추정

1-2. 글로벌 AI 로봇시장 장기 밸류

◎ 글로벌 AGI-ASI 로봇 시장규모 장기 시뮬레이션

(조달러)	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E	37E	38E	39E	40E
전세계 GDP	117.9	120.7	123.5	126.2	128.9	131.4	133.9	136.3	138.7	140.9	143.0	145.0	146.9	148.6
%YoY	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
전세계 인구(십억명)	8.4	8.4	8.5	8.6	8.6	8.7	8.8	8.8	8.9	8.9	9.0	9.1	9.1	9.2
%YoY	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
1인당 GDP(달러)	14,085	14,308	14,522	14,728	14,924	15,110	15,286	15,451	15,605	15,748	15,878	15,997	16,103	16,196
로봇 침투율(%)	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
로봇 유닛수(십억대)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
로봇 연간 구축가격(달러)	10,000	10,750	11,556	12,423	13,355	14,356	15,433	16,590	17,835	19,172	20,610	22,156	23,818	25,604
로봇 연간 시장규모	0.8	1.8	2.9	4.3	5.8	7.5	9.5	11.7	14.3	17.2	20.4	24.1	28.2	32.9
전세계 GDP 대비 비중(%)	0.7%	1.5%	2.4%	3.4%	4.5%	5.7%	7.1%	8.6%	10.3%	12.2%	14.3%	16.6%	19.2%	22.1%
인당 로봇 월간 예산(달러)	833	896	963	1,035	1,113	1,196	1,286	1,383	1,486	1,598	1,718	1,846	1,985	2,134
선도업체 점유율														30.0%
선도업체 잠재 매출액														9.9
OPM(%)														20.0%
한계 법인세율(%)														25.0%
선도업체 잠재 순이익														1.5
내재 PER(배)														30.0
25E 기준 현재가치														10.6

주1: 전세계 GDP 전망치는 23년 확정치 106.2조달러를 기준으로 연간 성장을 노말라이즈 기준 적용, 23년 확정치는 세계은행 자료 기준

주2: 전세계 인구는 장래 인구로 통계청 및 UN 자료 기준 (경신일: 2024-09-30)

주3: 1인당 GDP는 연도별 전세계 GDP 추정치를 연도별 장래 인구로 나누어 산출 주4: 로봇 침투율은 AGI가 발현될 27E를 기준 시점으로 하여 연간 1%p 증가를 인입해 산출

주5: 로봇 유닛수는 연도별 전세계 인구수에 침투율을 적용해 산출

주6: 로봇 연간 구축가격은 27E를 기준 시점으로 하여 연간 7.5% 증가를 일괄적으로 적용, 이는 AGI에서 ASI로 진화함에 따른 솔루션 부가가치 증가를 감안한 것

주7: 로봇 연간 시장규모는 로봇 유닛수에 연간 구축가격을 멀티플로 적용해 산출

주8: 인당 로봇 월간 예산은 연간 구축가격을 월 환산 적용한 것, 인간의 부가가치를 상당 수준 유지하는 전제 하에 구축가격과 침투율 등을 감안해 적용

주9: 선도업체 잠재 매출액은 40E를 기준 시점으로 로봇 연간 시장규모에 선도업체에 부여 가능한 30% 점유율을 적용

주10: 선도업체 잠재 순이익은 40E 매출액에 OPM 20%와 한계 법인세율 25%를 보정한 수치

주11: 25E 기준 현재가치는 선도업체 기준으로 40E 순이익에 내재 PER 30배와 연간 할인율 10%를 적용한 수치 자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치센터 추정

1-3. ASI 기반 슈퍼노이드 시대 조망

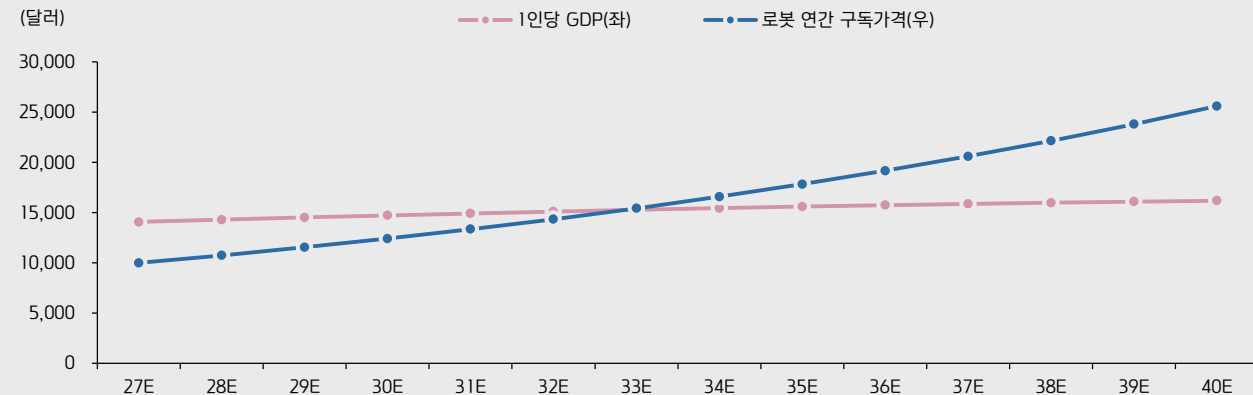
◎ 33E 전후 로봇 생산성 크게 부각될 것

- 동 시점 로봇 구독가치 1.5만달러로 1인당 GDP 상회할 것으로 추산
- 해당 시점 전후로 기존 휴머노이드에서 ASI 기반 슈퍼노이드로 확대를 조망

◎ 인간 노동가치에 대한 논의 격화 전망

- 기존 휴머노이드 기반에서 AI는 인간의 조력자 내지 인간과 동등한 수준에서 가치 인정
- 슈퍼노이드 밸류가 확대될 경우 노동가치에 대한 저감 이슈 및 국가적 복지 이슈 대두될 것

연간 로봇 구독가치 및 1인당 GDP 비교



자료: 세계은행, 통계청, UN, 키움증권 리서치센터 추정

2-1. 국내 FSD 전망

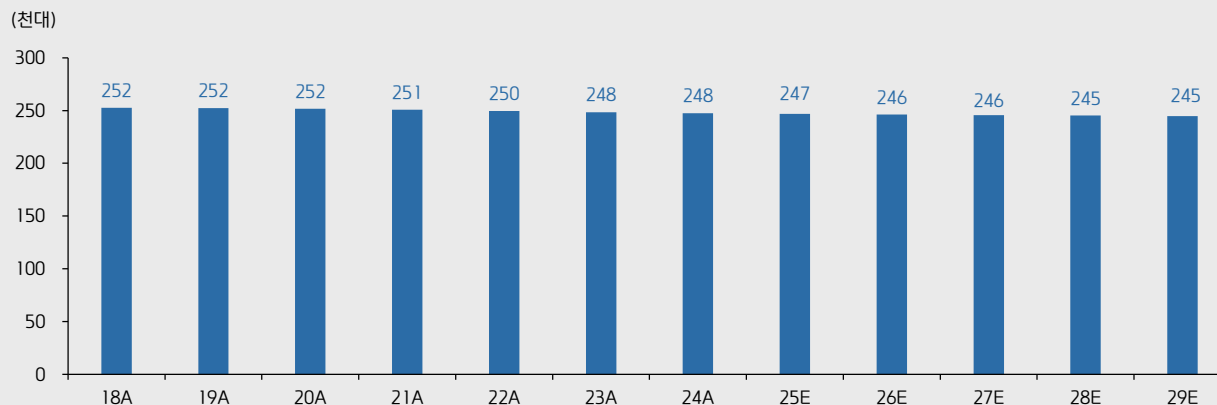
◎ 기존 이해관계자간 상생 구도 속 밸류 확대 전망

- 택시 감차 기초 하에서 택시 면허대수 안정적 수준으로 제한
- 브랜드형 모빌리티 시장 확대 속에서 AI 솔루션 탑재가 주요 포인트

◎ 카카오모빌리티와 관련 가맹택시 드라이버 수혜 전망

- 브랜드형 모빌리티 시장에서 압도적 점유율 확보 및 가맹택시 드라이버와 상생 구도 마련
- 카카오와 오픈AI 제휴를 통한 FSD 관련 솔루션 탑재 개연성 존재, 노동가치 레벨업 기제로 작동

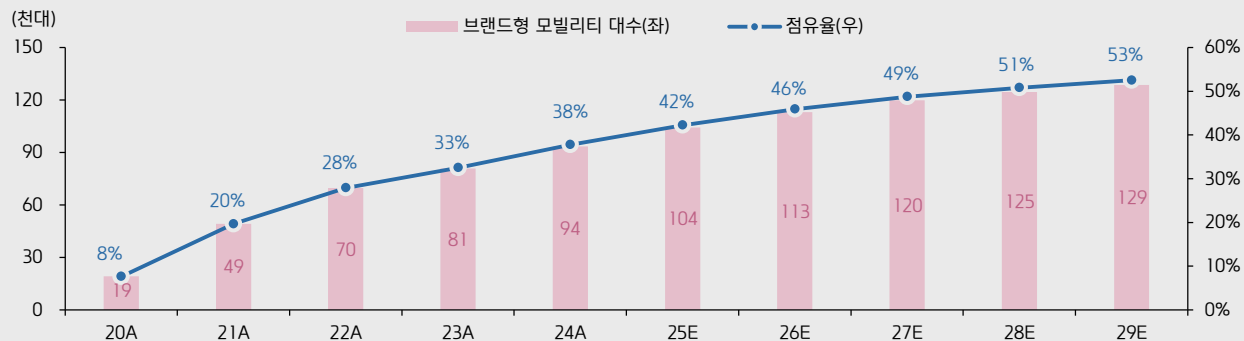
국내 택시 연평균 면허대수 추이 및 전망



자료: 재)택시감차보상재원관리기관, 키움증권 리서치센터

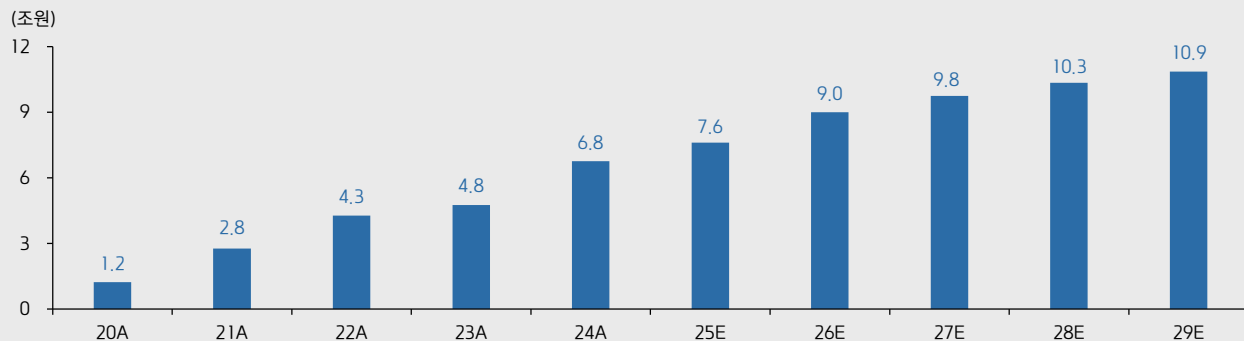
2-2. 국내 FSD 전망

국내 브랜드형 모빌리티 대수 연평균 추이 및 전망



주: 점유율은 택시 전체 면허대수 대비 기준 자료: 국토교통부, 재)택시감차보상재원관리기관, 키움증권 리서치센터 추산

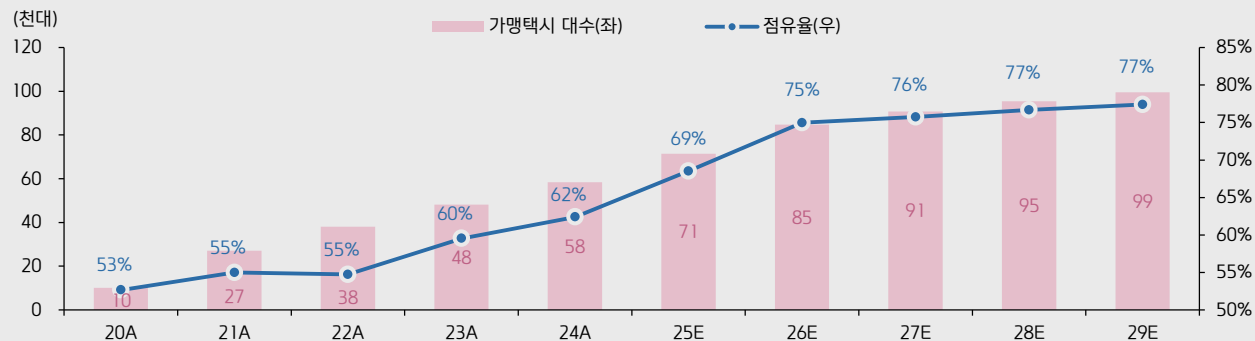
국내 브랜드형 모빌리티 연간 시장규모 추이 및 전망



주: 거래액 기준 자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터 추산

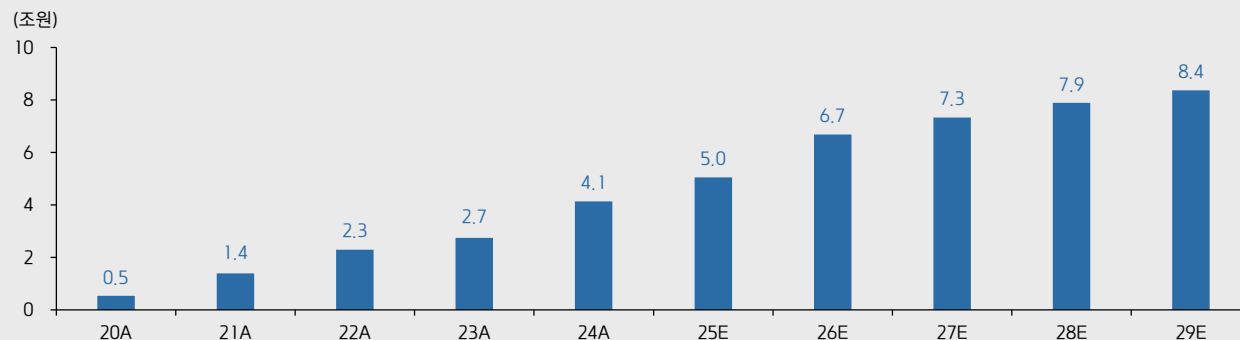
2-3. 국내 FSD 전망

카카오모빌리티 가맹택시 대수 연평균 추이 및 전망



주: 점유율은 브랜드형 모빌리티 대수 대비 기준 자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터 추산

카카오모빌리티 가맹택시 연간 거래액 추이 및 전망



자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터 추산

Part IV 스테이블코인 분석

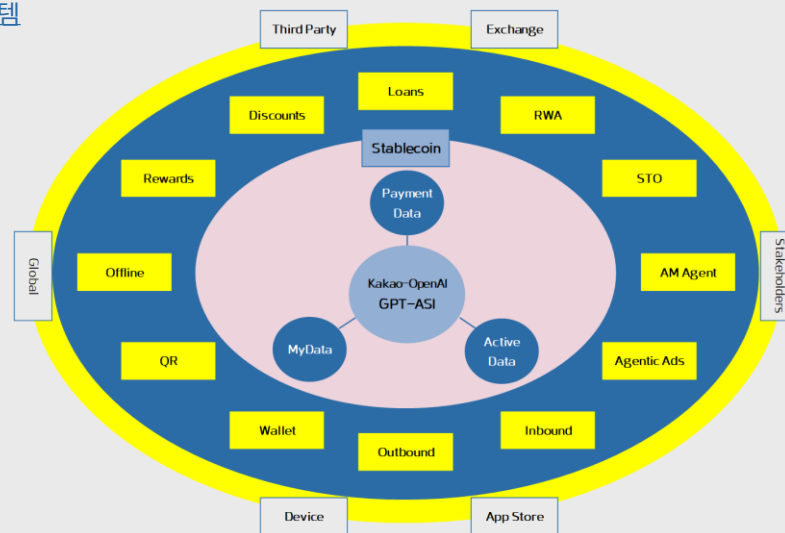


1. 스테이블코인 에코시스템

◎ AI 경쟁력 기반 스테이블코인 확장성이 매력

- 카카오와 오픈AI 제휴를 통한 백본과 데이터 결합 시너지, 자산관리 에이전트 중심 밸류 주목
- 다양한 유저 대상 부가가치 제공을 통한 실질적 가치 창출, 서드파티 연계 및 타겟 광고 인입 통한 성장

카카오페이 에코시스템



자료: 키움증권 리서치센터

2-1. 국내 스테이블코인 분석

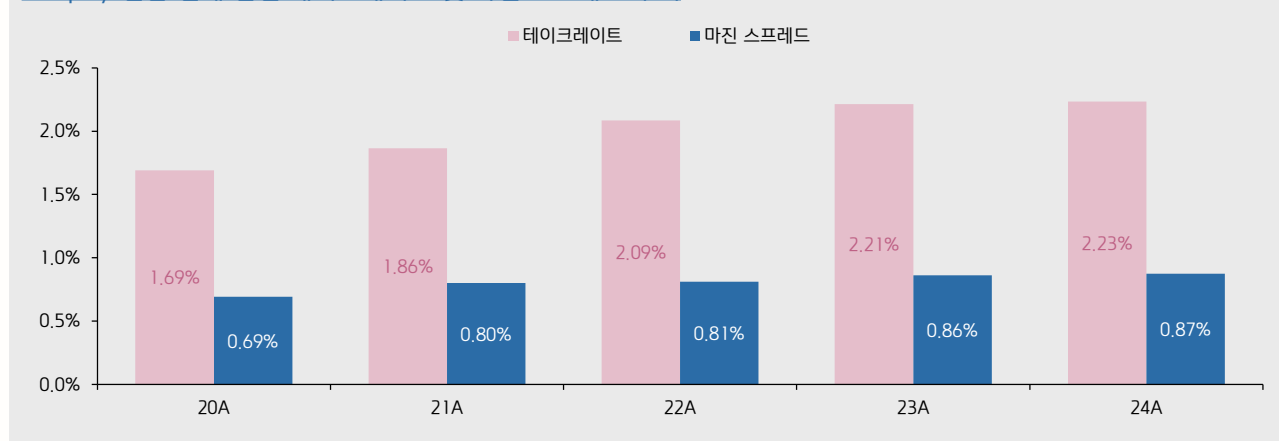
◎ 국내 규제 환경 속에 정상 마진 스프레드 확보 전망

- 글로벌 경쟁사 기준 테이크레이트 및 마진 스프레드는 국내 대비 우위 확보
- 스테이블코인 연계에 따른 연간 테이크레이트 저감 속 일정 마진 버퍼 확보할 것

◎ 카카오페이 AI 연계 자산관리 에이전트 확장성으로 경쟁우위 확보

- 29E 결제 TPV 73조원 전망, 서드파티 연계를 통한 확장성, 국내 소매판매 대비 침투율 10.1% 전망
- 기존 카드시장 잠식할 것, 24년 카드수익에서 가맹점수수료수익이 차지한 비중 38%, 연계 대출 확장

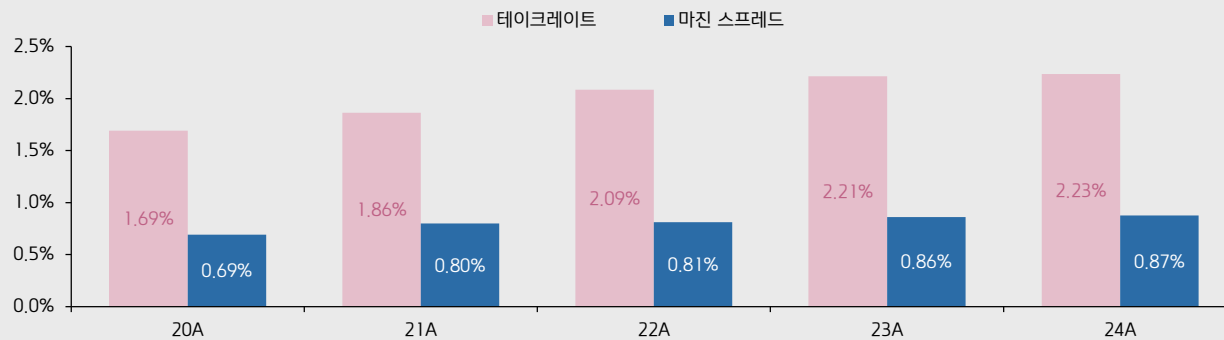
Shopify 연간 결제 관련 테이크레이트 및 마진 스프레드 추이



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 리서치센터

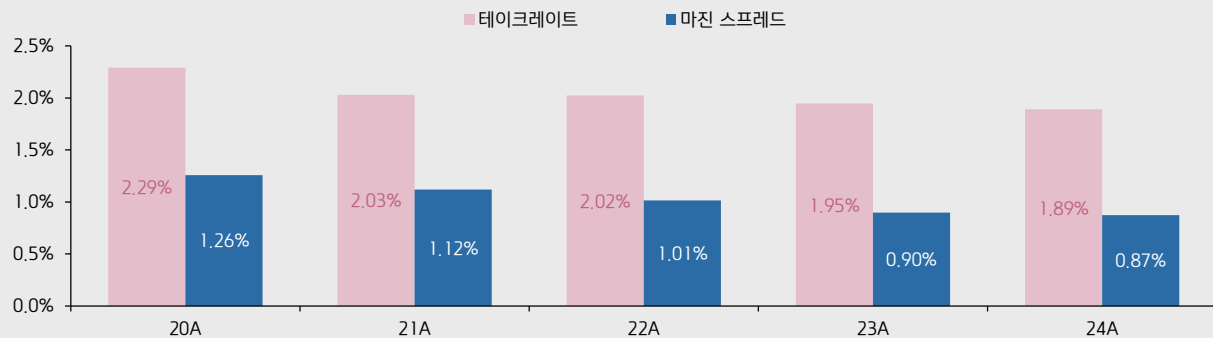
2-2. 국내 스테이블코인 분석

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 리서치센터

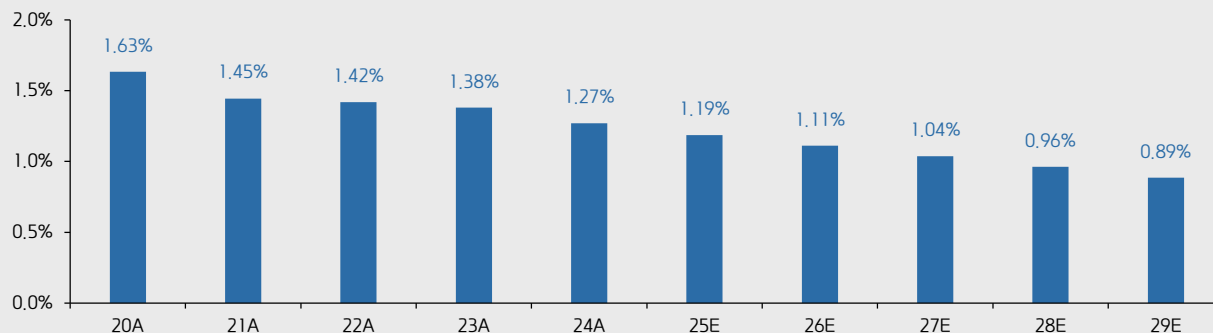
Block 연간 결제 관련 테이크레이트 및 마진 스프레드 추이



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 리서치센터

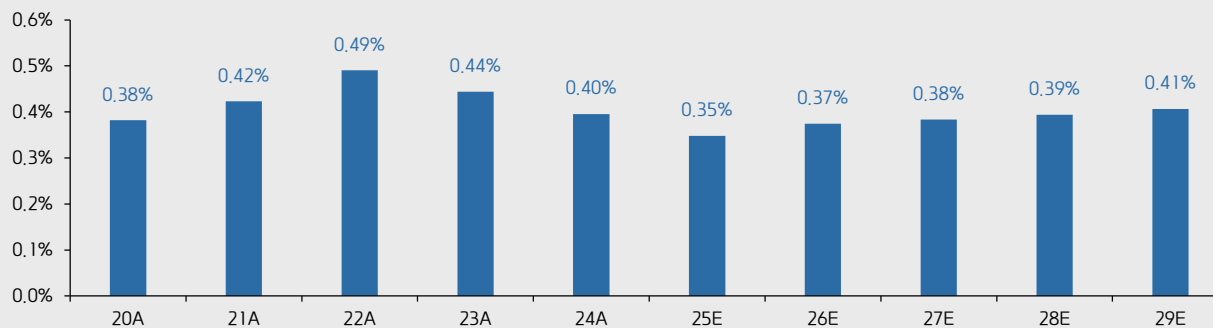
2-3. 국내 스테이블코인 분석

카카오페이 연간 결제 TPV 대비 매출 테이크레이트



자료: 카카오페이, 키움증권 리서치센터

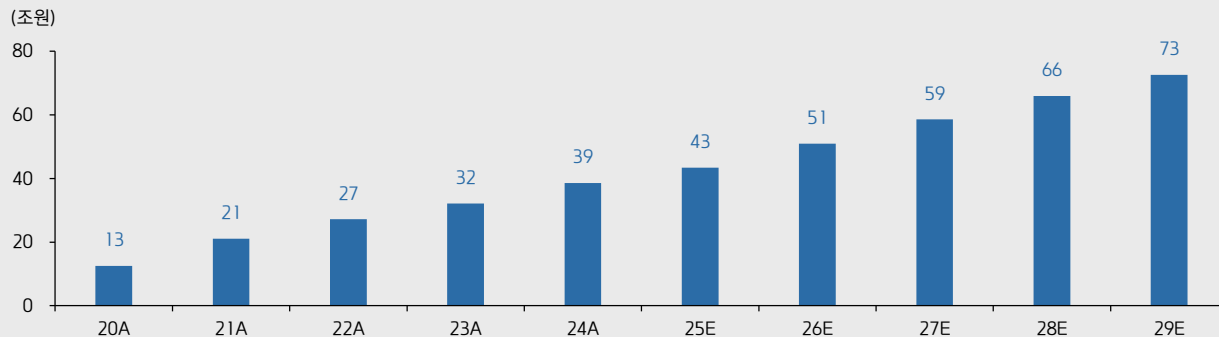
카카오페이 연간 결제 마진 스프레드 추이



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

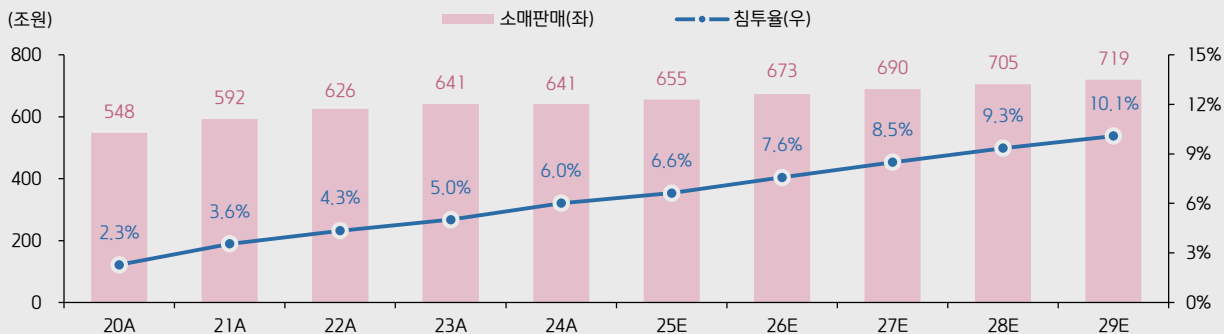
2-4. 국내 스테이블코인 분석

카카오페이 연간 결제 TPV 추이 및 전망



자료: 카카오페이, 키움증권 리서치센터

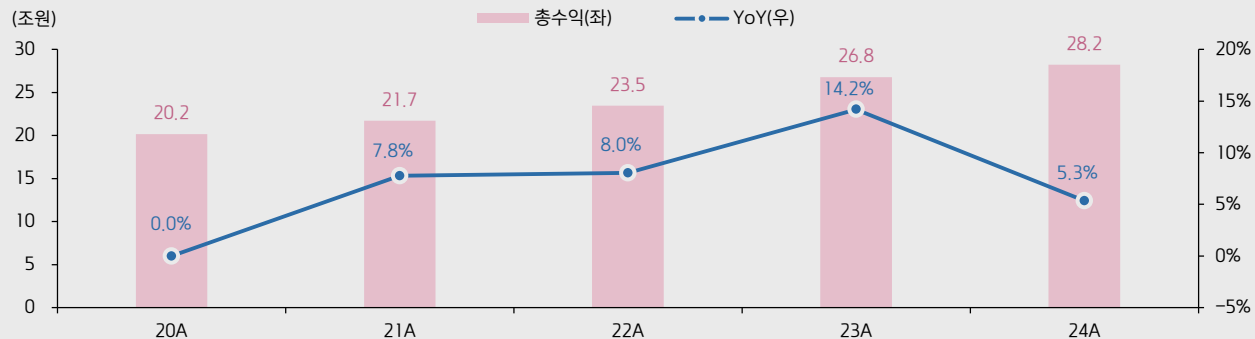
국내 연간 소매판매 및 카카오페이 결제 침투율



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

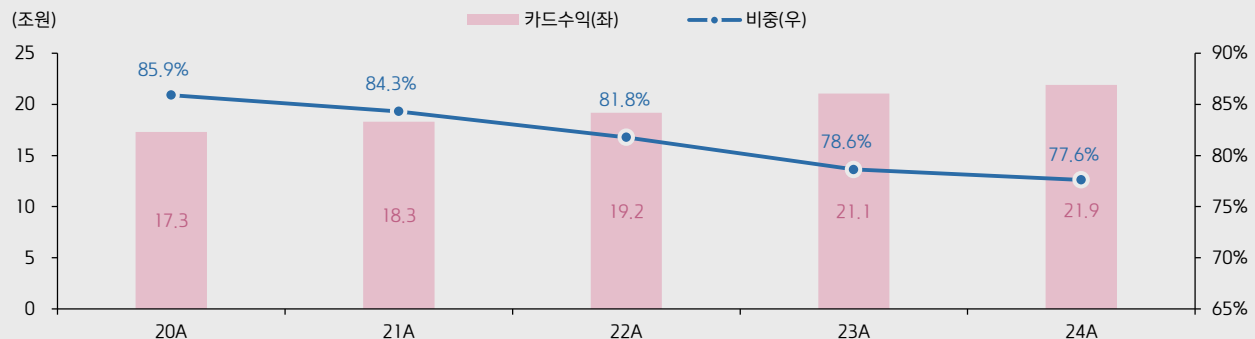
2-5. 국내 스테이블코인 분석

주요 신용카드사 연간 총수익 추이



주: 8개 전업카드사 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

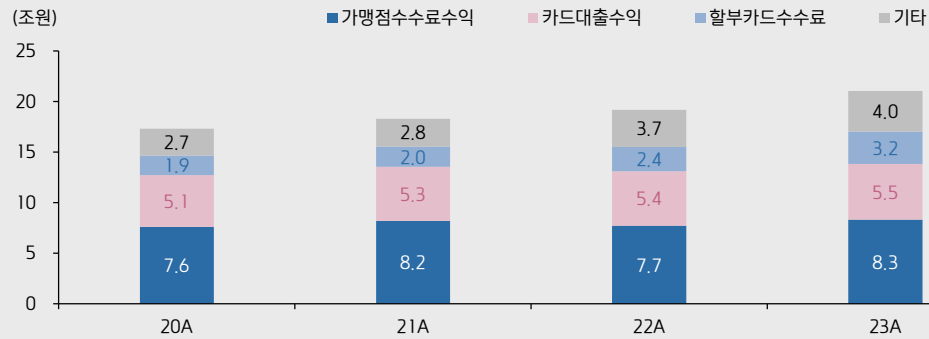
주요 신용카드사 연간 카드수익 추이



주1: 8개 전업카드사 기준 주2: 비중은 총수익 대비 카드수익 기준으로 산출
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

2-6. 국내 스테이블코인 분석

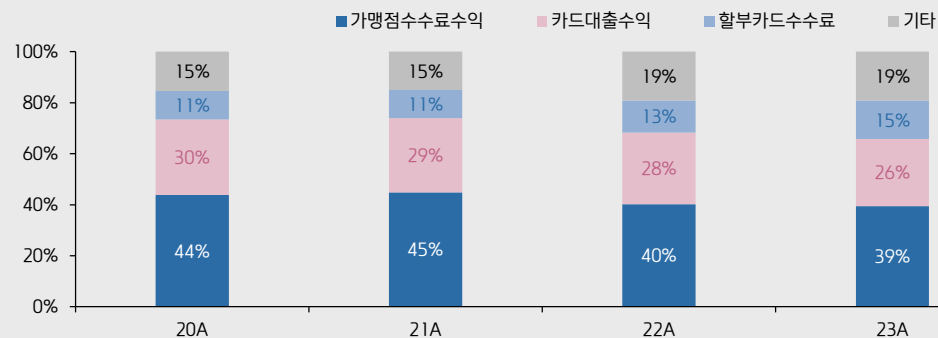
주요 신용카드사 연간 카드수익 Breakdown



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

주요 신용카드사 연간 카드수익 비중

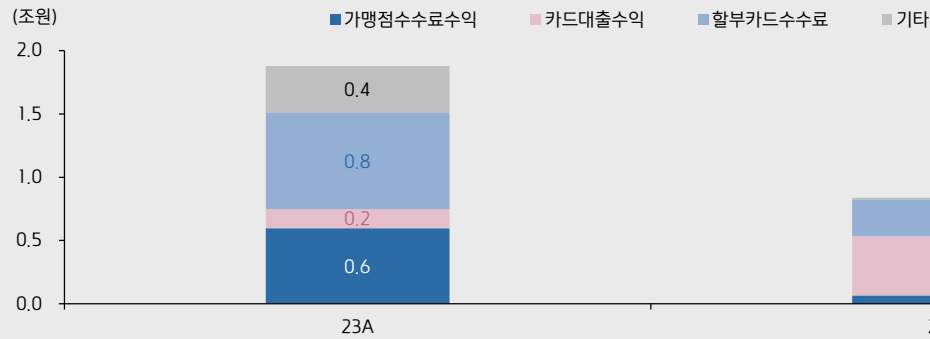


주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

2-7. 국내 스테이블코인 분석

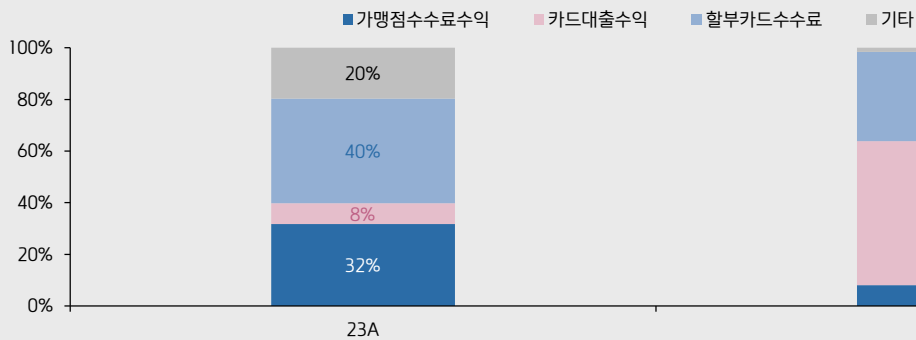
주요 신용카드사 카드수익 증분 Breakdown



주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

주요 신용카드사 카드수익 증분 비중

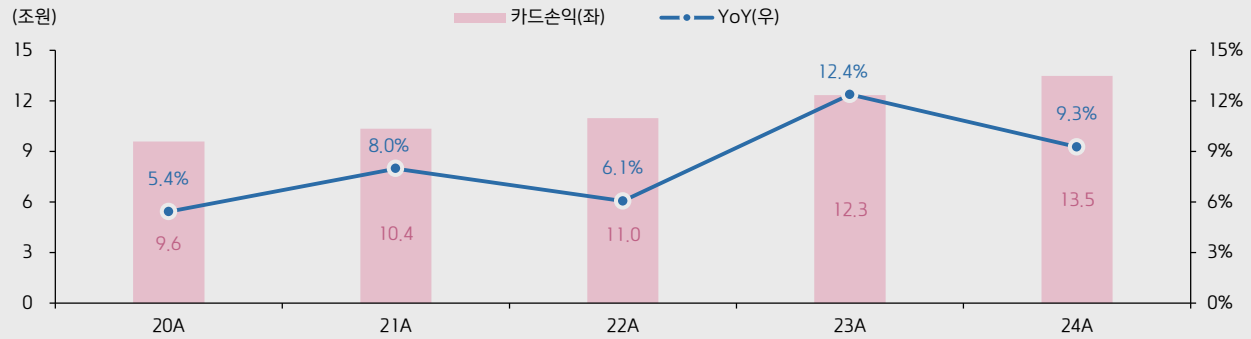


주: 8개 전업카드사 기준

자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

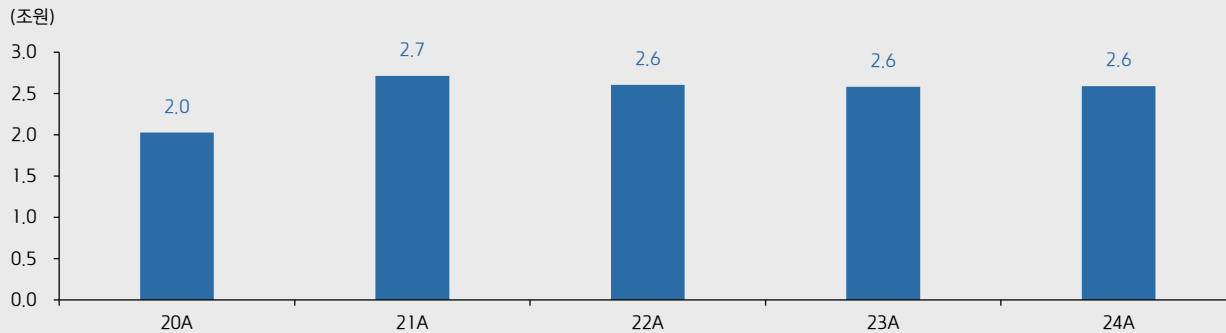
2-8. 국내 스테이블코인 분석

주요 신용카드사 연간 카드손익 추이



주: 8개 전업카드사 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

주요 신용카드사 연간 당기순이익 추이



주: 8개 전업카드사 기준
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템, 키움증권 리서치센터

Part V AI 광고 분석



1. AI 광고시장 잠재력

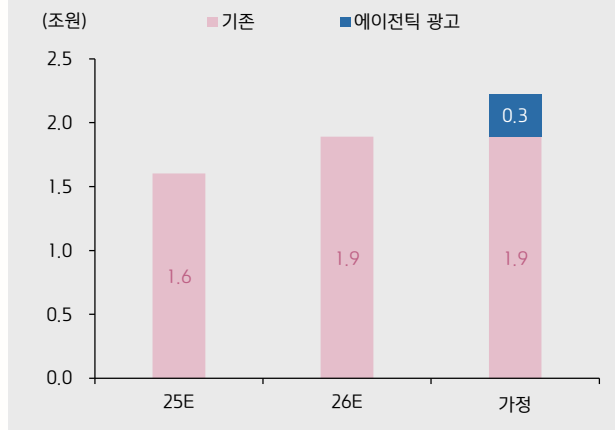
◎ 카카오 기존 광고매출 증가 전망

- 26E 1.9조원으로 전년대비 18% 증가 예상, 특 개편을 통한 유저 인게이지먼트 증가 효과
- 이에 따라 동사의 국내 인터넷 광고시장 점유율은 25E 15%에서 26E 17%로 증가를 전망

◎ 카카오 에이전틱 광고 잠재력 확보

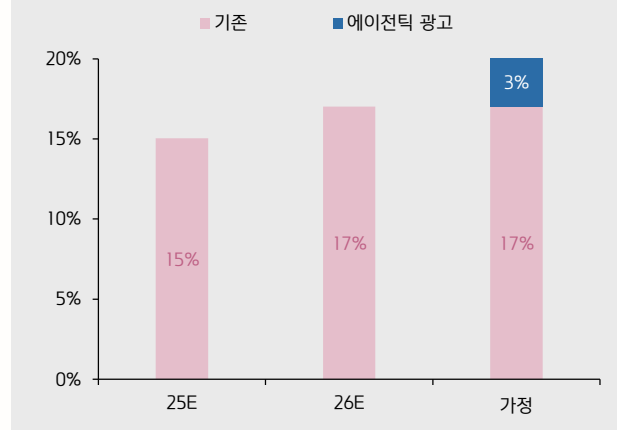
- 피드와 쇼핑 합산 광고로 26E 0.3조원 가정, 국내 인터넷 광고시장 점유율 3% 수준에 해당
- 오픈AI 연계를 통한 자율형 에이전트 확산, AI 제작 피드 콘텐츠 및 유저 타겟 광고 확산에 기인

카카오 광고사업 매출 분석



주: 에이전틱 광고는 피드와 쇼핑 합산
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

카카오 광고사업 점유율 분석

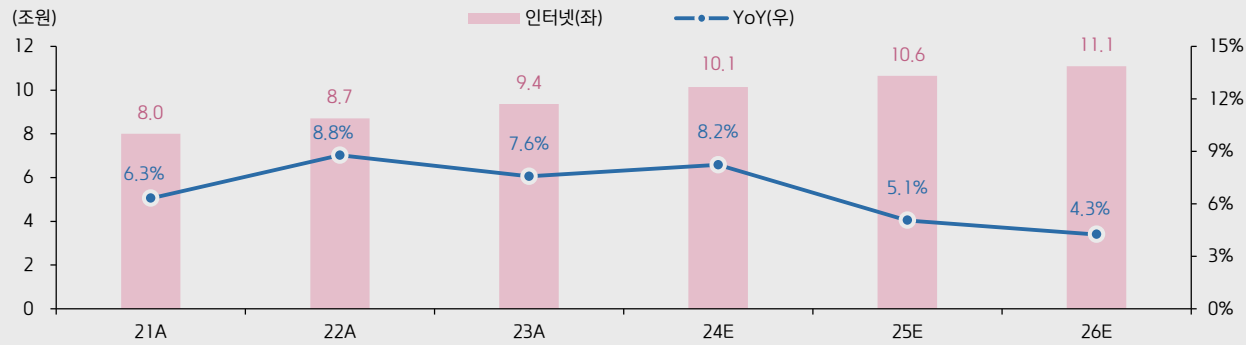


주1: 국내 인터넷 광고시장 대비 비중
자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

주2: 에이전틱 광고는 피드와 쇼핑 합산

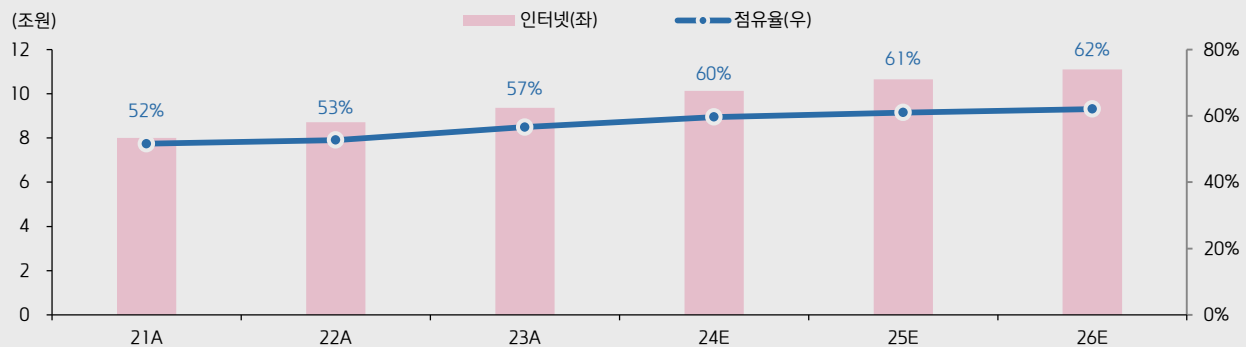
2. 국내 광고시장 분석

국내 인터넷 광고시장 추이 및 전망



주1: 온라인 매체 기준 주2: 24년 및 25년은 kobaco 추정치, 26년은 당사 추정치 기준
자료: kobaco, 키움증권 리서치센터

국내 인터넷 광고시장 점유율 추이 및 전망



주1: 온라인 매체 기준 주2: 24년 및 25년은 kobaco 추정치, 26년은 당사 추정치 기준
자료: kobaco, 키움증권 리서치센터

Part VI 게임시장 분석

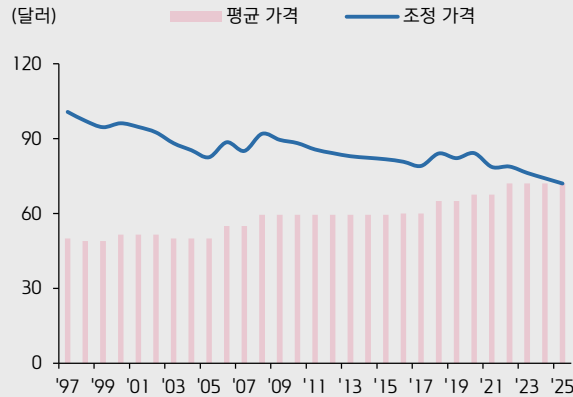


1-1. Global Game Trend: 양극화 심화 (P↓)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

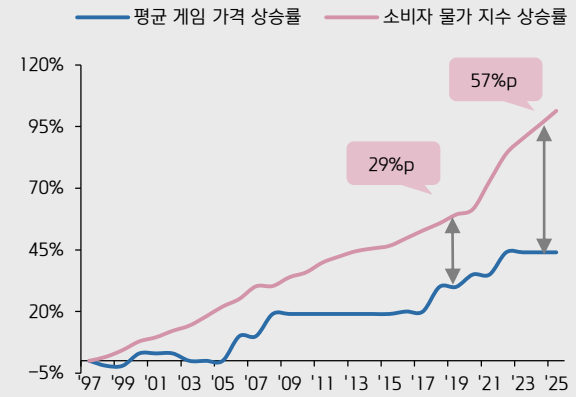
- P: 패키지 게임 기준, 물가 상승률 감안할 때, 97년 대비 25년 게임 가격은 평균 28% 할인된 가격으로 판매 중
→ 미국의 물가 상승률을 반영한 1997년의 패키지 게임 가격 101달러 vs 2025년 평균 패키지 게임 가격 72달러
- 약 30년간 미국 기준 소비자 물가는 101% 상승했으나, 패키지 게임 가격은 44% 증가하는데 그쳤기 때문
- 특히, 20년부터 25년까지 소비자 물가는 5년 동안 25% 상승했으나, 패키지 게임 가격은 7% 인상되는데 그침
- COVID-19 이전(2019년)까지 기준연도(1997년) 대비 소비자 물가 지수 상승률과 게임 가격 인상률의 스프레드 차이는 29%p였으나, 2025년 현재 기준으로는 57%p까지 갭이 벌어져 있는 상황

미국 평균 패키지 게임 가격 vs. 물가 상승률 반영 가격



주: 평균 게임 가격 변동이 없던 해는 이전 연도 수치와 동일한 것으로 표기
자료: Wikimedia Commons, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기준 연도 대비 상승률: 게임 가격 vs. CPI



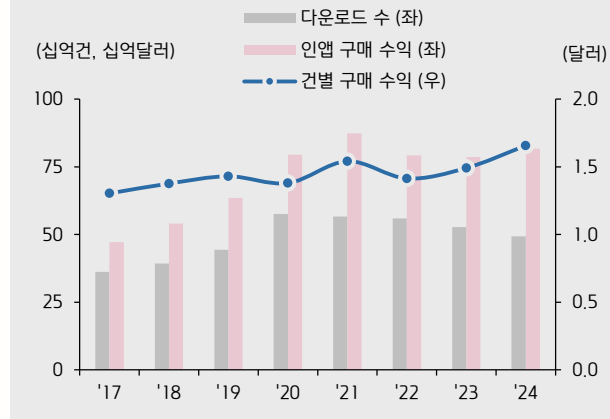
주: 1997년을 기준 연도로 함
자료: Sensor Tower, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1-2. Global Game Trend: 양극화 심화 (P ↓)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

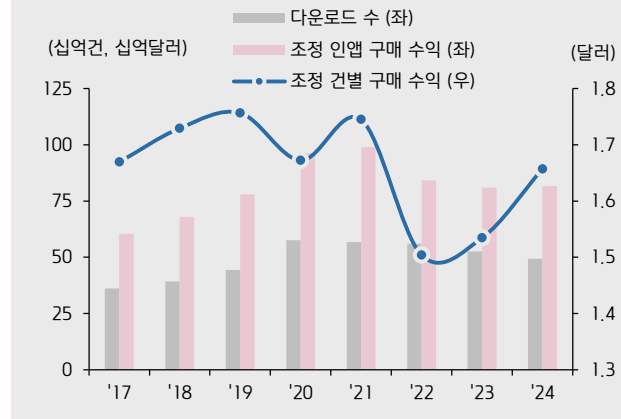
- P: 반면 모바일 게임 경우 ARPPU 최적화 전략을 통해 다운로드수 대비 인앱 구매 수익은 증가하는 모습을 보임
- 24년 다운로드 건별 구매 수익은 1.7달러로, COVID-19 구간이었던 21년 1.5달러 대비 8% 증가
- 그러나 이 역시 소비자 물가 지수를 반영해 조정한 인앱 구매 수익을 기준으로 보았을 때는 정체
- 2021년 이후 엔데믹으로 인해 기존 소비자들의 구매력 내 모바일 게임 인앱 구매력이 2022~2023년 감소한 것으로 판단
- 2024년부터 다시 증가세로 돌아섰으나, 이 역시 2019년 고점 대비 6% 감소된 수준
→ 2017~2021(1.7달러~1.8달러), 2022~2023(1.5달러), 2024(1.7달러)

글로벌 모바일 게임 다운로드 건별 구매 수익 추이



주: iOS와 Google Play 합산, 전 세계 기준
자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터

글로벌 모바일 게임 조정 다운로드 건별 구매 수익



주: iOS와 Google Play 합산, 전 세계 기준
자료: Sensor Tower, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

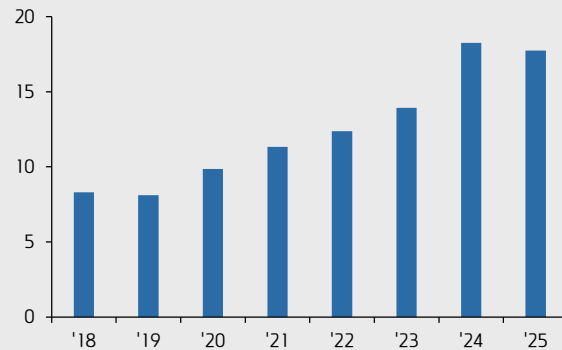
1-3. Global Game Trend: 양극화 심화 (Qs ↑, Qd ↓)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

- Q (Supply): 게임 공급은 Steam 기준, 2018년 8,308건에서 2024년 18,253건으로 CAGR 14% 증가
- 특히, 본격적으로 AI가 코딩에 활용되기 시작한 23년 이후로 게임 공급은 폭발적으로 증가
- 1인 개발, 소규모 신생 게임 스튜디오의 개발 난이도가 대폭 감소함에 따라 경쟁은 더욱 심화
- Q (Demand): 그럼에도 불구하고, 글로벌 PC 게이머들의 신규 게임 시도 횟수는 감소 추세
- Steam 기준, 2018년 MAU 당 6.1건이던 신규 게임 구매 횟수는 2024년 3.9건으로 36% 감소
- 글로벌 게이머들은 신규 출시된 게임을 플레이하기보다는, 이미 검증된 게임 혹은 할인하는 게임을 선호

연도별 Steam 게임 출시 개수 추이

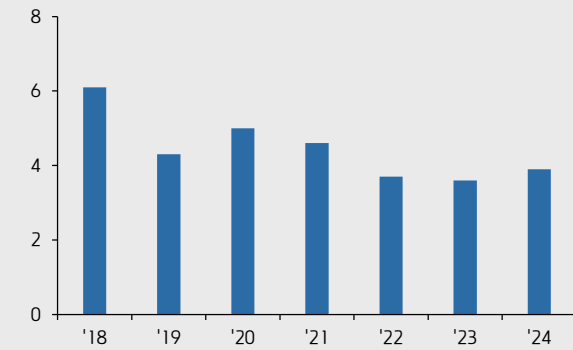
(천건)



주: 2025년의 경우 11월까지의 데이터만 반영
자료: Video Game Insights, 키움증권 리서치센터

연도별 MAU 당 신규 게임 구매 및 설치 횟수

(건)



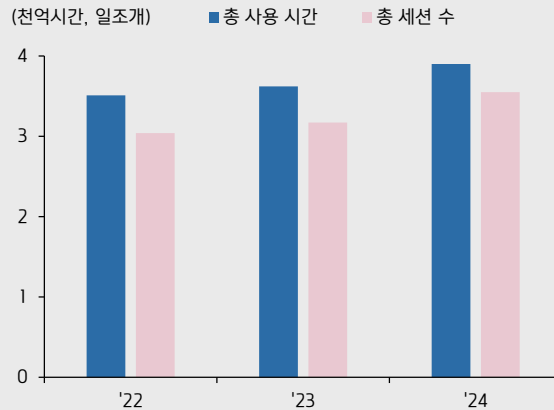
자료: Valve, Video Game Insights, SteamDB, 키움증권 리서치센터

1-4. Global Game Trend: 양극화 심화 (Qd ↓)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

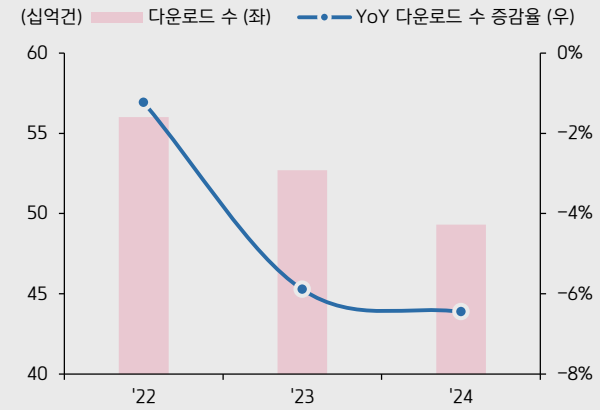
- 모바일 게임의 총 사용 시간과 세션 수는 최근 3년간 증가 추세
 - 2024년 총 사용 시간은 3,900억 시간으로 CAGR(23-24) 5% 증가
 - 2024년 총 세션 수는 3.6조개로 CAGR(23-24) 8% 증가
- 다만, 전체 인앱 구매 수익과 총 사용 시간, 세션 수가 늘어났음에도 전체 다운로드 수는 감소
- 이는 신규 사용자의 유입보다는 결제자당 지출액 증가, 기존 게이머들의 플레이 타임 증가가 성장을 이끌고 있음을 의미
- 이는 결국 신규 모바일 게임의 Q(Demand) 성장 둔화를 함의

글로벌 모바일 게임 유저 지표 추이



주: iOS와 Google Play 합산, 전 세계 기준
자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터

글로벌 모바일 게임 다운로드 수 추이



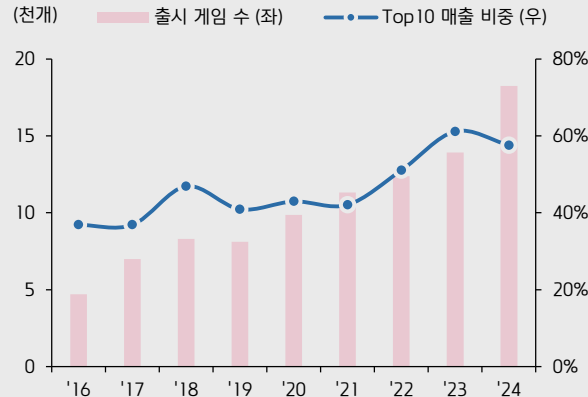
주: iOS와 Google Play 합산, 전 세계 기준
자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터

1-5. Global Game Trend: 양극화 심화 (적자생존)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

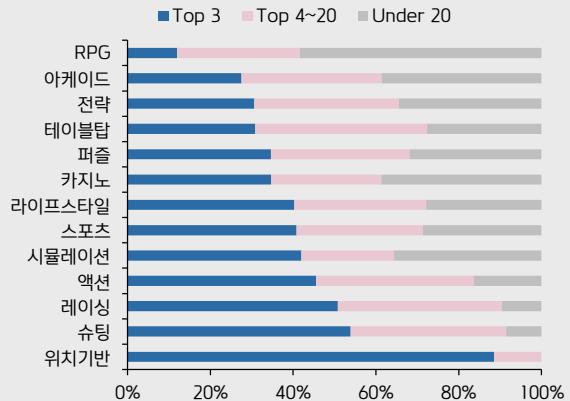
- 이에 따라 글로벌 게임 시장은 점점 더 경쟁 강도가 증가하는 양상으로 관측
- 성공에 흥행한 소수의 상위 게임들이 전체 매출의 상당 비중을 차지하는 과점 시장으로 변화를 시사
- Steam 플랫폼 내, 연간 출시 게임 수가 0.5만개에서 1.8만개로 증가할 때, 연도별 매출 Top10 게임이 전체 플랫폼 매출에서 차지하는 비중은 2016년 37%에서 2024년 58%로 +21%p 증가 → 양극화 심화를 의미
- 모바일 게임 역시 2024년 글로벌 모바일 장르별 매출 점유율을 살펴보면, RPG 장르를 제외하고 대부분 상위 20개 게임들이 전체 매출의 60~100%를 차지하고 있음
- 물론, 언제든지 신규 진입자가 매출 상위권으로 올라갈 기회는 남아 있지만, 여전히 장르 내 20위 아래 사업자의 자리는 좁음

Steam 연도별 매출 Top10 게임 매출 비중



자료: Video Game Insights, SteamDB, 키움증권 리서치센터

2024년 글로벌 모바일 장르별 매출 점유율



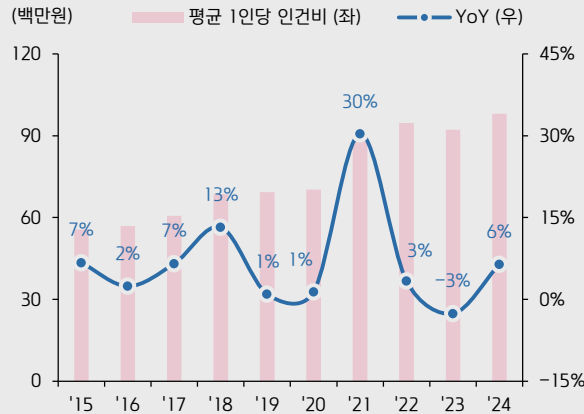
주: iOS와 Google Play 합산 수치, 중국은 iOS만 지원, 제 3자 Android는 제외
자료: Sensor Tower, 키움증권 리서치센터

1-6. Global Game Trend: 양극화 심화 (C ↑)

◎ 게임 산업의 P/Q/C를 결합한 Risk는 가중되는 추세

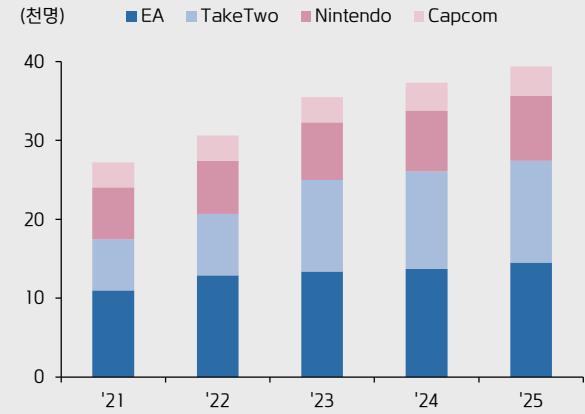
- C: 한편, 게임사들의 인건비는 인플레이션 반영과 개발자들의 몸값 상승으로 지속적으로 증가하는 추세를 이어 왔음
- 특히, 국내 게임사들 평균 1인당 인건비 추이를 볼 때, 18년 최저임금의 급격한 인상과 21년 COVID-19 등으로 인해 급격한 비용 증가를 겪었음
- 주요 글로벌 게임사 4개 기준, 합산 인력 역시 4년간 CAGR(22-25) 10% 증가
- 다만, 특정 국내 게임사들의 경우, 희망 퇴직 및 구조 조정을 통해 비용 절감은 이미 달성함
- 게임사들의 인건비는 향후 AI의 본격적인 개발 과정 도입 확대를 통해 점차 줄어들 것으로 전망
- 그러나, 현재는 1인 개발과 소규모 신생 개발사부터 AI에 따른 비용 감소와 개발 효율 향상의 수혜를 온전히 누리고 있음

국내 주요 10개 게임사 평균 1인당 인건비 추이



주: 10개 업체는 크래프톤, 넷마블, 엔씨소프트, 시프트업, 펠어비스, 카카오게임즈, 위메이드, 네오위즈, 컴투스, 넥슨게임즈에 해당
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

글로벌 게임사들의 전사 인력 추이



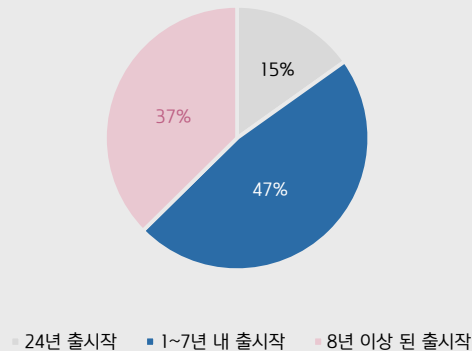
주: 2025년은 3분기 말 기준
자료: EA, TakeTwo, Nintendo, Capcom, 키움증권 리서치센터

2-1. Global Game Trend: Legacy IP

◎ 이에 따라 최근 흥행한 게임들은 Legacy IP or Unicorn Indies로 양극화 되는 경향을 보임

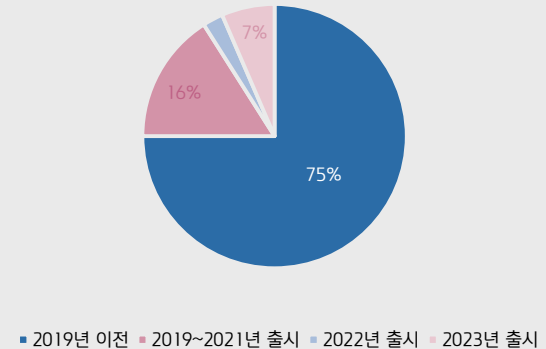
- Legacy IP(Q ↑): 미국/유럽 게이머들의 경우 여전히 'Counter-Strike 2', 'Fortnite', 'Dota 2', 'Call of Duty' 등 기존에 인기 있는 프랜차이즈 IP를 반복적으로 플레이하는 것을 선호하는 경향이 보이고 있음
- 이에 따라 Take-Two, EA, Activision Blizzard 등의 대형 서양 개발사들은 기존 IP를 활용하는데 집중하고 있음
- 일본 게임사들 역시 Nintendo를 필두로 기존에 흥행한 IP들을 활용한 신작이나, 리메이크작에 집중하는 모습을 보임
- 물론 이러한 현상이 25년에 새롭게 등장한 것은 아니지만, 높아진 실패 Risk(P ↓, C ↑)로 인해 낮은 Hit Ratio의 신규 IP에 도전하는 것보다는, 안전하게 기존 충성 고객층(Q ↑)을 확보할 수 있는 기존 IP를 활용하는 것을 선호하는 경향을 시사

글로벌 게이머 Steam 플레이 게임 비중 (2024)



자료: Valve, Steam, 키움증권 리서치센터

글로벌 게이머 PC/콘솔 플레이 게임 비중 (2023)



자료: Newzoo, 키움증권 리서치센터

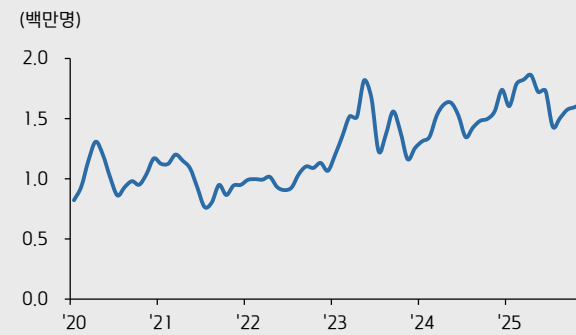
2-2. 미국/유럽: Legacy IP의 지배력 유지

Counter Strike (2012)



주: CSGO부터 포함
자료: Valve, 키움증권 리서치센터

Counter Strike 2: Steam Peak 동시 접속자 추이



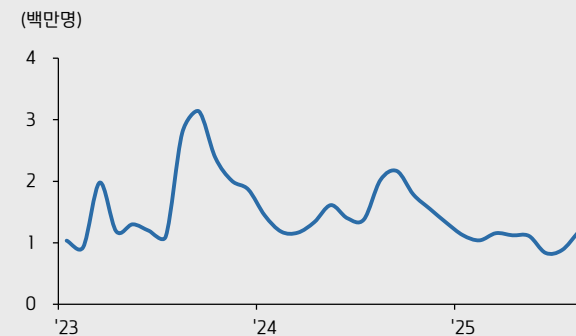
주: CSGO부터 포함
자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

Fortnite (2017)



자료: Epic Games, 키움증권 리서치센터

Fortnite: 평균 동시 접속자 추이



자료: Fortnite.gg, 키움증권 리서치센터

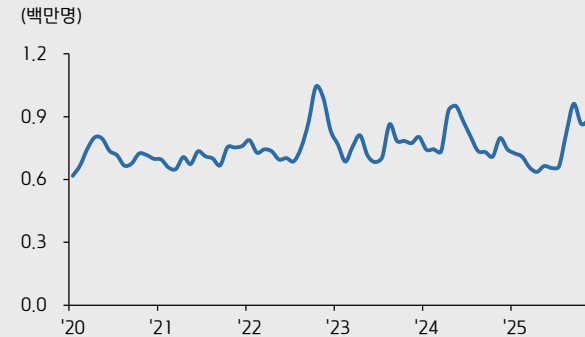
2-3. 미국/유럽: Legacy IP의 지배력 유지

Dota 2 (2013)



자료: Valve, 키움증권 리서치센터

Dota 2: Steam Peak 동시 접속자 추이



자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

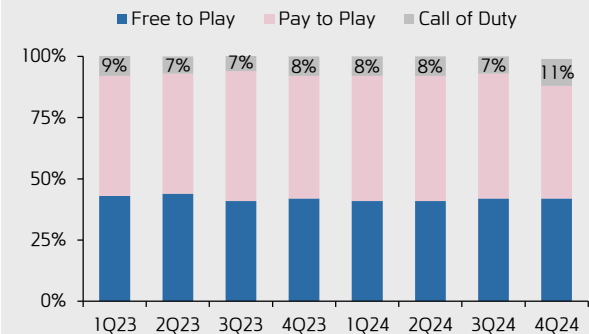
Call of Duty (2003)



주: 전 시리즈를 포함한 기준

자료: Activision Blizzard, Steam 키움증권 리서치센터

Call of Duty: 전체 콘솔 플레이 타임 비중 (7~11%)



주: 전 시리즈를 포함한 기준, PC, PS, Xbox 합산 기준, 중국과 인도는 제외

자료: Newzoo, 키움증권 리서치센터

2-4. 일본: Legacy IP를 활용한 신작 출시 多

2025년 주요 일본 게임 출시작 및 출시 예정작

기업	게임명	출시일	장르	판매량	신규 IP 여부
Nintendo	마리오 카트 월드	2025.06	레이싱	957만장	X
	동키콩 바난자	2025.07	액션/어드벤처	349만장	X
	포켓몬스터 레전드 Z-A	2025.10	액션/RPG	580만장	X
	커비의 에어라이더	2025.11	레이싱	-	X
Capcom	몬스터헌터: 와일즈	2025.02	오픈월드/액션/RPG	1,070만장	X
	바이오하자드 레퀴엠	2026.02	호러/액션/서바이벌	-	X
Sony	데스 스트랜딩 2: 온 더 비치 (퍼블리싱)	2025.06	오픈월드/액션	100만장 이상	X
	고스트 오브 요테이	2025.10	오픈월드/액션	330만장	X
Konami	메탈 기어 솔리드: 스네이크 이터	2025.08	잠입/액션	100만장	X
	eFootball 2026	2025.08	스포츠	-	X
	사일런트 힐 f	2025.09	호러/서바이벌	100만장	X
Koei Tecmo	진삼국무쌍 Origins	2025.01	액션	100만장	X
	인왕 3	2026.02	액션/RPG	-	X

자료: 각 사, VGChartz, 업계 자료, 키움증권 리서치센터

3-1. Global Game Trend: Unicorn Indies

◎ 이에 따라 최근 흥행한 게임들은 Legacy IP or Unicorn Indies로 양극화 되는 경향을 보임

- Unicorn Indies(C ↓): 1인 개발자 또는 소규모 신생 게임 스튜디오가 제작한 게임이 크게 흥행하는 사례가 늘어남
- 25년 주요 사례: R.E.P.O, Peak, MegaBonk, Escape from Duckov 등
- 물론 몇몇 인디 게임의 Mega Hit는 과거에도 있었던 사례지만(Ex. Under Tale, Stardew Valley 등), 최근 들어 그 사례는 점점 늘어나고 있으며, 빈도도 잦아지고 있음
- AI 활용, 게임 엔진의 발달로 인해 개발 난이도가 하락하고 공급이 증가하면서, Well-Made 인디 게임의 개수가 증가한 영향
- 또한 Twitch, Youtube 등 스트리밍 사이트와 Reddit 등의 커뮤니티, 숏폼 콘텐츠, SNS 등으로 과거에 비해 전파력이 훨씬 빠르고 강해진 데에 따름

2025년 주요 흥행 인디게임별 개발 정보 및 흥행 성과

	국가	개발 인원	개발 기간	판매량 추정치	최고 동접자수	장르	플랫폼	출시일
R.E.P.O	스웨덴	6~10인	2년 미만	100만장 이상	27만명	코미디 공포/협동	PC	2025.02
Peak	스웨덴/미국	7인	4주	500만장 이상	17만명	등산/협동	PC	2025.06
Megabonk	노르웨이	1인	미공개	200만장 이상	11만명	뱀서라이크/로그라이트	PC	2025.09
Escape From Duckov	중국	5인	미공개	300만장 이상	30만명	익스트랙션 슈터	PC	2025.10

자료: 업계 자료, 키움증권 리서치센터

3-2. Global Game Trend: Unicorn Indies

◎ UGC 게임과 MZ 개발자들의 등장

- 인디 게임 개발 난이도의 하락으로 1인 MZ 개발자들의 성공 사례도 찾아지고 있음
- Example: 'Grow A Garden', 'Lethal Company'
- 게임 플랫폼 Roblox 내에 출시된 UGC 게임인 Grow A Garden은 최고 동시 접속자 수 1,650만 명을 달성, 개발자인 Jandel은 28세로, 해당 게임으로 수 천만 달러의 수익을 올렸을 것으로 추정
- 22년 Steam에 출시된 'Lethal Company'의 개발자인 Zeekerss 역시 21세의 젊은 나이로, 어렸을 때부터 Roblox에서 UGC 게임을 제작하며 얻은 경험을 활용, 1인 개발로 1,000만장 이상 판매고를 달성
- 과거보다 유리해진 개발 환경과 UGC 개발자들에 대한 보상 강화로 인디 게임 시장은 더욱 상승 탄력이 강해질 전망

Grow A Garden (2025)

자료: Roblox, 키움증권 리서치센터

Lethal Company (2022)

자료: Steam, 키움증권 리서치센터

3-3. 주요 흥행 인디 게임: R.E.P.O

◎ R.E.P.O: 다인 협동/코미디 호러 게임

- 스웨덴의 소규모 인디 게임 개발사 semiwork에서 개발한 Lethal Company-like 게임
- 1~6명의 플레이어들이 협동하여 괴물들을 피해 아이템을 운반하여 정산을 받고 다음 스테이지로 넘어가는 플레이 형식
- 출시 직후 Steam 최고 동시 접속자 27만명, 판매량 100만장 이상을 달성
- Sales Point: 우스꽝스러운 Playable 캐릭터 Semibot의 모습과 호러틱한 분위기 속에서 마이크를 통해 소통하며 괴물들을 피해 다니는 플레이 과정에서 코미디와 호러가 자연스럽게 어우러지며 유저들의 큰 호응을 얻음
- 해당 장르의 원조인 'Lethal Company'의 재미를 잘 살리면서도, 몬스터를 공략할 수 있는 다양한 아이템과 전략 등 차별적 요소가 좋은 반응을 얻어 흥행에 성공

R.E.P.O (2025.02 출시)



자료: Semiwork, Steam, 키움증권 리서치센터

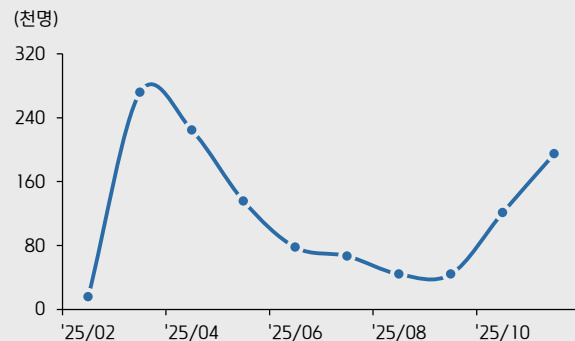
R.E.P.O 인게임 화면



자료: Semiwork, Steam, 키움증권 리서치센터

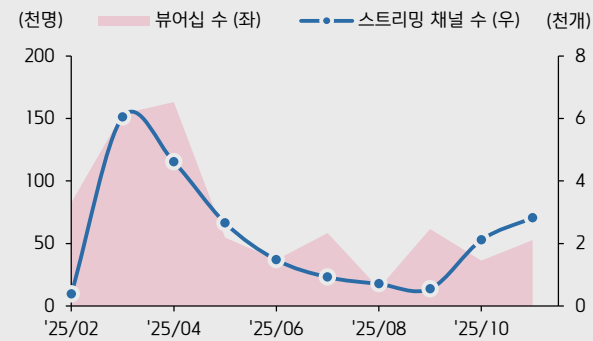
3-4. 주요 흥행 인디 게임: R.E.P.O

R.E.P.O: Steam Peak 동시 접속자 추이



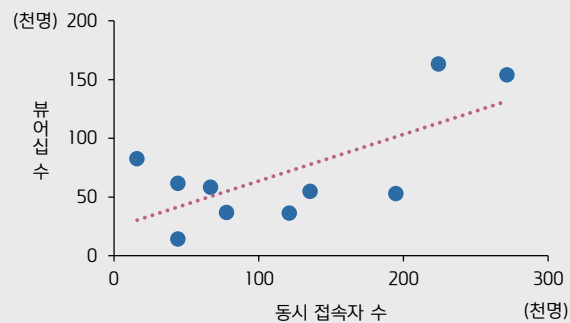
자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

R.E.P.O: Twitch Peak 시청 및 스트리밍 지표



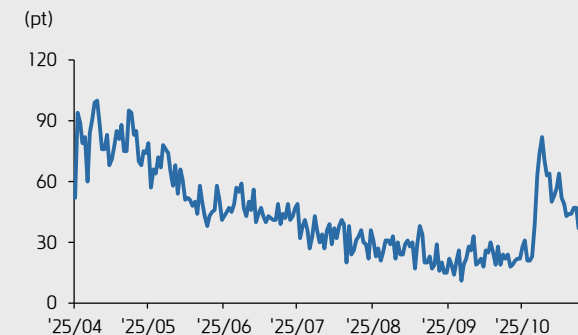
자료: Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

R.E.P.O: 동시 접속자 vs. 뷰어십: 양의 상관관계



자료: SteamDB, Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

R.E.P.O: Google Trend YouTube 검색 지표



자료: Google Trend, 키움증권 리서치센터

3-5. 주요 흥행 인디 게임: PEAK

◎ PEAK: 다인 협동/등산 게임

- 스웨덴의 Landfall Games와 미국의 Aggro Crab의 개발자들이 서울의 Game Jam 행사에 참여해 협업 제작한 게임
- 1~4인의 플레이어들이 섬에서 탈출하기 위해 서로 협동해 산의 절벽을 올라 정상까지 도달하는 플레이 형식
- 출시 직후 Steam 최고 동시 접속자 17만명, 판매량 500만장 이상을 달성
- Sales Point: 다른 플레이어에게 손을 내밀어 끌어올려주거나, 아이템을 전달하는 등의 협동 플레이가 게이머들 간의 재미를 이끌어내면서도, 절벽에서 코믹하게 굴러 떨어질 때의 동료의 리액션 등이 큰 호응을 얻음
- 또한 24시간마다 절차적 생성 방식으로 맵이 초기화되어 끊임없이 새로운 플레이 경험을 할 수 있다는 점으로 반복 플레이를 유도. 기존 코미디 호러 장르 위주의 다인 협동 게임의 패러다임을 비틀어 캐주얼 힐링 장르로 출시된 점도 이목을 끌

PEAK (2025.06 출시)



자료: Landfall Games, Aggro Crab, Steam, 키움증권 리서치센터

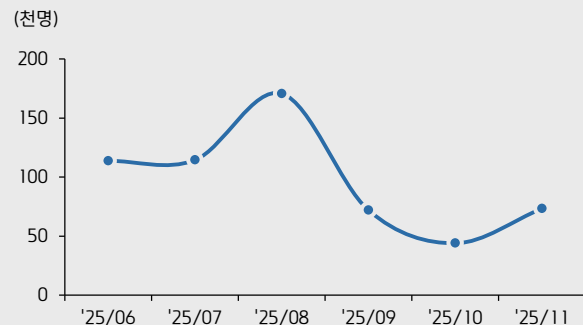
PEAK 인게임 화면



자료: Landfall Games, Aggro Crab, Steam, 키움증권 리서치센터

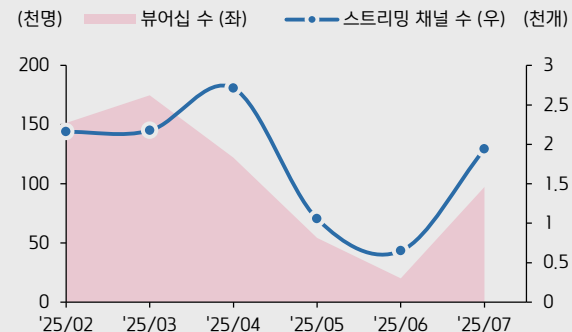
3-6. 주요 흥행 인디 게임: PEAK

PEAK: Steam Peak 동시 접속자 추이



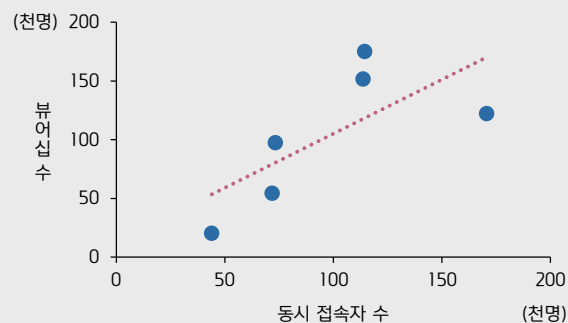
자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

PEAK: Twitch Peak 시청 및 스트리밍 지표



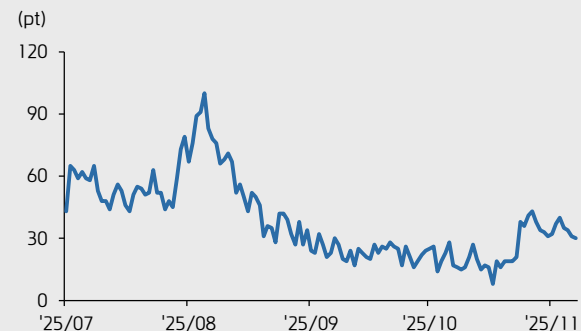
자료: Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

PEAK: 동시 접속자 vs. 뷰어십: 양의 상관관계



자료: SteamDB, Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

PEAK: Google Trend YouTube 검색 지표



자료: Google Trend, 키움증권 리서치센터

3-7. 주요 흥행 인디 게임: Megabonk

◎ Megabonk: 싱글 3D 뱀서라이크(Vampire Survivors-like) 게임

- 노르웨이의 1인 개발자 vedinad가 개발한 3D 뱀서라이크 슈팅 게임
- 싱글 플레이 지원으로, 이동키를 조작해 끊임 없이 몰려드는 몬스터들을 피해 무기와 레벨을 업그레이드 하는 플레이 형식
- 출시 직후 Steam 최고 동시 접속자 11만명, 판매량 200만장 이상을 달성
- Sales Point: 22년 출시되어 컬트적인 인기를 끌었던 'Vampire Survivors'의 게임 형식을 따랐지만, 다른 비슷한 작품들과 달리 3D 뷰와 슈팅 요소를 도입해 차별적 요소를 둔 점이 게이머들의 관심을 끌어 흥행에 성공
- 또한, 인터넷 meme과 유머러스한 문구를 사용하면서 인터넷 커뮤니티와 스트리밍 채널에 잘 녹아든 점이 흥행에 주요하게 작용함

Megabonk (2025.09 출시)



자료: vedinad, Steam, 키움증권 리서치센터

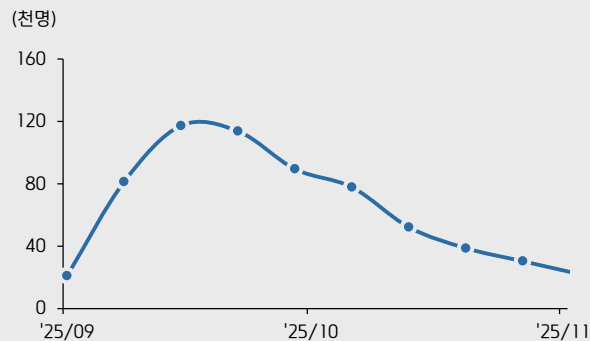
Megabonk 인게임 화면



자료: vedinad, Steam, 키움증권 리서치센터

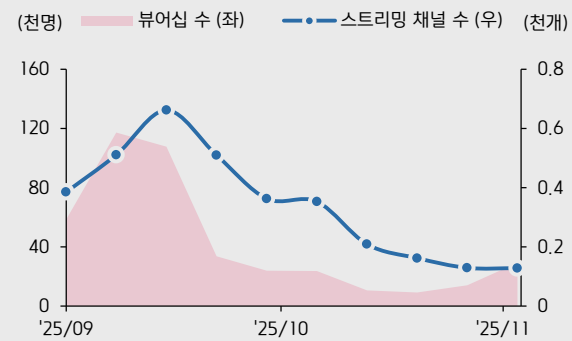
3-8. 주요 흥행 인디 게임: Megabonk

Megabonk: Steam Peak 동시 접속자 추이



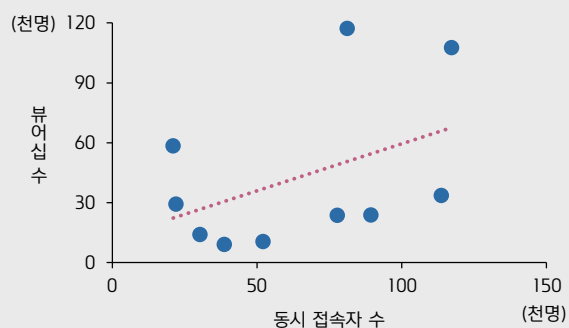
자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

Megabonk: Twitch Peak 시청 및 스트리밍 지표



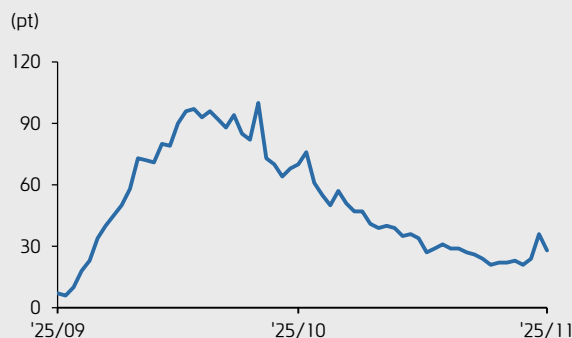
자료: Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

Megabonk: 동시 접속자 vs. 뷰어십: 양의 상관관계



자료: SteamDB, Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

Megabonk: Google Trend YouTube 검색 지표



자료: Google Trend, 키움증권 리서치센터

3-9. 주요 흥행 인디 게임: Escape From Duckov

◎ Escape From Duckov: 싱글 Top View PVE 익스트랙션 슈팅 게임

- 중국의 5인 개발 스튜디오 Team Soda에서 제작한 캐주얼 익스트랙션 슈터 게임
- 싱글 PVE 플레이로, 적들을 피해 아이템을 파밍하거나 퀘스트를 해결하고 탈출하면서 스테이지를 진행하는 플레이 형식
- 출시 직후 Steam 최고 동시 접속자 30만명, 판매량 300만장 이상을 달성
- Sales Point: 장르 원조격인 'Escape From Tarckov'를 오마주한 게임으로, 기존의 원작이 불편할 정도로 철저히 고증한 하드코어 밀리터리로 흥행에 성공한 반면, 캐주얼한 오리 캐릭터와 어렵지 않은 조작을 차별적 요소로 도입해 흥행
- 기존 익스트랙션 장르의 높은 접근 난이도(사망할 시 아이템 분실, 다른 유저와 PVP, 암기할 것이 많은 게임 내 요소)로 인해 신규 유저들이 유입되기 어렵다는 점을 공략해, 부담 없이 익스트랙션 장르에 도전할 수 있도록 만든 것이 호응을 얻음

Escape From Duckov (2025.10 출시)



자료: Team Soda, BiliBili, Steam, 키움증권 리서치센터

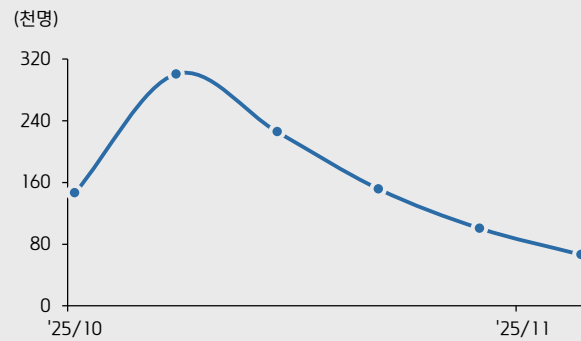
Escape From Duckov 인게임 화면



자료: Team Soda, BiliBili, Steam, 키움증권 리서치센터

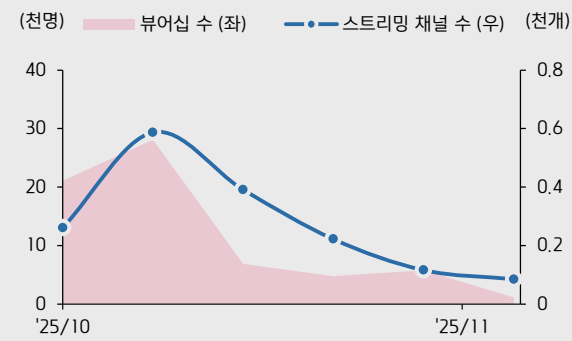
3-10. 주요 흥행 인디 게임: Escape From Duckov

Duckov: Steam Peak 동시 접속자 추이



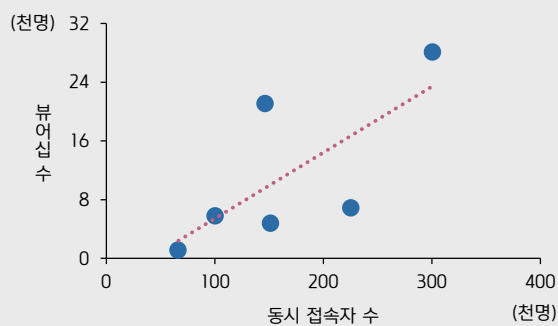
자료: SteamDB, 키움증권 리서치센터

Duckov: Twitch Peak 시청 및 스트리밍 지표



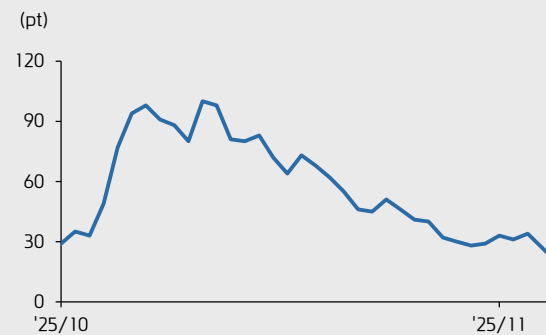
자료: Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

Duckov: 동시 접속자 vs. 뷰어십: 양의 상관관계



자료: SteamDB, Twitch Tracker, 키움증권 리서치센터

Duckov: Google Trend YouTube 검색 지표



자료: Google Trend, 키움증권 리서치센터

Part VI 기업분석

- 카카오(035720)
- 카카오페이(377300)
- 엔씨소프트(036570)
- 카카오게임즈(293490)



BUY (Maintain)

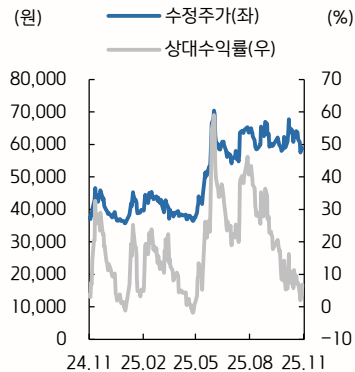
인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com
RA 조준형 jun59057@kiwoom.com

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

주가(11/24): 58,800원

TP: 110,000원(상향)

KOSPI (11/24)	3,846.06pt	
시가총액	26조 122억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	70,400원	35,150원
최고/최저가대비	-16.5%	67.3%
주가수익률	절대	상대
	1M	-5.6%
	6M	57.0%
	1Y	62.7%
발행주식수	442,384천주	
일평균 거래량(3M)	3,355천주	
외국인 지분율	29.6%	
배당수익률(2025E)	0.1%	
BPS(2025E)	25,099원	
주요 주주	김범수 외 75 인	24.1%



◎ 인터넷 업종 Top pick 지속

- 동사에 대한 목표주가를 기존 10만원에서 11만원으로 상향
- 자율형 에이전트 연계 감안, 커머스 사업 잠재 PER을 기존 25배에서 27.5배로 상향

◎ 오픈AI 제휴 효과 발현 조망

- 자율형 에이전트 확대를 통한 주요 버티컬 서비스 및 서드파티 연계로 에코시스템 강화 조망
- 이를 통한 유저 인게이지먼트 증가로 기존 및 에이전틱 광고 세그먼트에서 높은 성장성 전망

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,098.5	9,094.5	10,032.4
영업이익	460.9	460.2	707.6	1,115.0	1,447.9
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,545.2	1,964.2	2,317.3
세전이익	-1,648.2	-2.8	890.2	1,379.3	1,729.5
순이익	-1,816.7	-161.9	747.4	1,009.9	1,263.8
지배주주지분순이익	-1,012.6	55.3	633.2	847.1	1,059.4
EPS(원)	-2,276	124	1,430	1,915	2,395
증감률(% YoY)	적전	흑전	1,048.8	33.9	25.1
PER(배)	-23.9	306.9	41.1	30.7	24.5
PBR(배)	2.47	1.67	2.34	2.12	1.91
EV/EBITDA(배)	20.2	12.5	15.8	12.0	9.7
영업이익률(%)	6.1	5.8	8.7	12.3	14.4
ROE(%)	-10.3	0.6	6.0	7.3	8.2
순차입금비율(%)	-26.2	-32.9	-36.8	-39.9	-43.3

자료: 키움증권 리서치센터

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 Valuation

(십억원)	산출내역
카카오 본사 및 기타 사업부문 적정가치	7,846.7
26E 조정 지배주주지분	246.6
목표 PER(배)	35.0
카카오 AI 내재가치	13,748.7
29E 세후 영업이익	1,150.3
내재 PER(배)	35.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오커머스 사업부문 적정가치	7,929.8
29E 거래형 사업부문 당기순이익	422.2
잠재 PER(배)	27.5
연간 할인율(%)	10.0%
카카오페이 지분가치	6,503.7
카카오페이 적정가치	17,619.9
지분율(%)	46.1%
카카오뱅크 지분가치	2,238.3
카카오뱅크 기업가치	10,303.0
지분율(%)	27.2%
카카오모빌리티 지분가치	4,645.7
카카오모빌리티 기업가치	8,121.3
지분율(%)	57.2%
카카오엔터테인먼트 지분가치	3,583.4
카카오엔터테인먼트 기업가치	5,427.0
지분율(%)	66.0%
Kakao Piccoma 지분가치	1,895.2
Kakao Piccoma 기업가치	2,599.7
지분율(%)	72.9%
카카오게임즈 지분가치	488.3
카카오게임즈 적정가치	1,624.9
지분율(%)	37.6%
카카오 적정가치	48,879.8
발행주식수(천주)	442,384
카카오 주당 적정가치(원)	110,492
현주가(원)	58,800
업사이드(%)	87.9%

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

주2: AI 내재가치 산정시 카카오 귀속분을 50%로 설정하여 계산 주3: 카카오뱅크 기업가치는 2025년 11월 24일 시가총액 적용

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 AI 내재가치 분석

(십억원)	25E	26E	27E	28E	29E
총 매출액			1,744.6	5,076.0	9,957.4
특 기반 에이전트			1,007.1	3,864.8	8,182.7
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			1,350	1,325	1,300
월간 구독료(천원)			68	99	130
자산관리 에이전트 로열티			78.6	307.4	662.5
에이전트 피드광고		320.3	593.7	791.7	949.4
일평균 매출		0.88	1.63	2.16	2.60
일수		365	365	366	365
에이전트 쇼핑광고		15.6	42.2	70.3	99.6
선물하기 GMV		8,345	8,679	8,939	9,163
Penetration Rate		6.2%	16.2%	26.2%	36.2%
테이크레이트		3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
에이전트 결제광고 로열티		7.8	23.0	41.7	63.3
특 기반 에이전트 원가			430.5	1,474.7	2,989.5
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			1,350	1,325	1,300
단가(원화)			47	50	52
판관비			1,238.8	3,077.6	5,418.6
CP 코스트			254.4	980.0	2,082.8
상각비 등 고정비			810.0	1,590.0	2,340.0
기타비용			174.5	507.6	995.7
영업이익			75.3	523.6	1,549.4
OPM			4.3%	10.3%	15.6%
세후 영업이익			57.9	395.3	1,150.3
법인세율			23.1%	24.5%	25.8%
잠재 PER					35.0
25E 내재가치					27,497.5
카카오 귀속분					13,748.7

주1: 카카오와 오픈AI간 수익배분율은 공동개발 및 데이터와 캐백스한 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 리서치센터

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	615.4	766.2	945.1	1,112.0	1,557.4	2,497.1	3,837.2
결제서비스	443.4	490.0	514.7	566.6	607.6	634.1	643.1
금융서비스	142.8	244.1	379.2	455.3	534.5	605.5	660.4
자산관리 에이전트					264.7	1,035.4	2,231.3
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					1,350	1,325	1,300
월간 구독료(천원)					68	99	130
에이전트 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%
플랫폼서비스	29.1	32.1	51.3	64.2	73.8	83.1	91.4
영업비용	672.0	823.7	905.4	1,013.6	1,334.6	1,962.0	2,832.3
지급수수료	318.0	360.2	392.4	417.5	638.3	1,165.3	1,941.0
자산관리 에이전트 원가					113.1	395.1	815.2
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					1,350	1,325	1,300
단가(원화)					47	50	52
자산관리 에이전트 로열티					78.6	307.4	662.5
RS					29.7%	29.7%	29.7%
에이전트 결제광고 로열티				7.8	23.0	41.7	63.3
RS				30%	30%	30%	30%
인건비	203.1	215.4	256.5	289.6	318.5	342.4	359.6
광고선전비	56.5	65.5	85.5	97.3	136.2	183.9	239.1
기타	94.3	182.5	171.0	209.2	241.5	270.4	292.6
영업이익	-56.6	-57.5	39.7	98.5	222.8	535.1	1,004.9
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	4.2%	8.9%	14.3%	21.4%	26.2%
영업외손익	50.9	52.1	48.8	68.0	78.0	88.0	98.0
법인세차감손이익	-5.6	-5.4	88.5	166.5	300.8	623.1	1,102.9
법인세비용	17.3	16.2	22.2	40.3	72.8	161.5	293.4
법인세율	-305.8%	-300.4%	25.1%	24.2%	24.2%	25.9%	26.6%
당기순이익	-22.9	-21.5	66.3	126.2	228.0	461.7	809.5
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	7.0%	11.3%	14.6%	18.5%	21.1%
지배주주지분	2.5	-13.7	57.1	110.2	201.9	414.6	737.1
%YoY	-95.3%	적전	흑전	93.0%	83.3%	105.3%	77.8%
CAGR(26E-29E)							89.6%
참재 PER(배)							35.0
25E 적정가치							17,619.9

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

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	865.4	875.8	950.6	1,004.5	1,054.1	1,096.0	1,134.1
선물하기	729.9	749.8	820.5	869.9	915.4	953.9	989.1
톡스토어	95.6	91.3	93.9	97.2	100.1	102.6	104.7
메이커스	39.8	34.7	36.1	37.4	38.5	39.5	40.3
영업비용	457.7	482.4	511.6	538.6	559.9	574.3	585.4
인건비	88.5	101.8	114.5	125.9	135.4	142.1	147.8
지급수수료	338.0	344.7	356.8	368.3	376.8	382.0	385.4
기타	31.2	35.9	40.4	44.4	47.7	50.1	52.1
영업이익	407.7	393.4	439.0	465.9	494.2	521.8	548.7
마진율(%)	47.1%	44.9%	46.2%	46.4%	46.9%	47.6%	48.4%
당기순이익	310.9	306.8	336.8	357.8	379.8	401.2	422.2
%YoY	18.3%	-1.3%	9.8%	6.2%	6.1%	5.6%	5.2%
CAGR(25E-29E)							6.6%
잠재 PER(배)							27.5
25E 적정가치							7,929.8

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 리서치센터 추정

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	601.8	675.0	740.4	843.2	894.1	938.9	976.9
택시	244.7	249.7	282.9	359.4	388.5	414.1	435.9
대리	134.0	136.8	142.1	149.6	156.8	163.6	169.8
기타	223.1	288.5	315.4	334.2	348.7	361.2	371.3
영업비용	563.1	582.0	601.9	627.2	646.7	663.8	678.3
인건비	161.7	166.5	162.2	166.7	170.8	174.7	178.2
보험료	27.4	27.8	25.7	27.1	28.4	29.5	30.6
지급수수료	204.5	223.2	253.0	265.1	274.3	282.4	289.2
마케팅비	16.2	9.9	4.9	5.4	5.7	5.8	5.9
기타	153.2	154.5	156.1	163.0	167.6	171.4	174.4
영업이익	38.7	93.0	138.5	216.0	247.4	275.1	298.6
마진율(%)	6.4%	13.8%	18.7%	25.6%	27.7%	29.3%	30.6%
지배주주지분	-122.4	31.4	78.1	151.8	176.8	198.4	216.2
%YoY	적합	흑전	149.3%	94.2%	16.5%	12.2%	9.0%
CAGR(25E-29E)							47.1%
잠재 PER(배)							55.0
25E 적정가치							8,121.3

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오모빌리티, 키움증권 리서치센터 추정

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	1,136.8	1,135.8	1,143.9	1,234.9	1,337.9	1,434.3	1,526.5
카카오엔터테인먼트	559.5	569.2	532.9	572.3	619.4	665.7	710.0
Kakao Piccoma	577.2	566.6	611.0	662.5	718.5	768.7	816.5
영업비용	1,044.6	1,068.0	1,029.5	1,091.7	1,171.3	1,242.7	1,308.7
카카오엔터테인먼트	514.5	529.8	514.1	553.4	596.5	637.4	675.9
Kakao Piccoma	530.1	538.1	515.4	538.3	574.8	605.3	632.8
영업이익	92.2	67.8	114.4	143.1	166.6	191.6	217.8
마진율(%)	8.1%	6.0%	10.0%	11.6%	12.5%	13.4%	14.3%
카카오엔터테인먼트	45.1	39.4	18.7	18.9	22.9	28.3	34.1
Kakao Piccoma	47.1	28.4	95.6	124.2	143.7	163.3	183.7
당기순이익	20.1	60.7	95.3	124.7	143.6	163.6	184.5
%YoY	-73.8%	201.7%	57.1%	30.9%	15.1%	14.0%	12.8%
CAGR(25E-29E)							24.9%
잠재 PER(배)							27.5
25E 적정가치							3,465.8
카카오엔터테인먼트	45.4	43.2	28.4	30.1	34.6	40.2	46.1
%YoY	5.1%	-4.7%	-34.2%	5.8%	15.0%	16.2%	14.7%
CAGR(25E-29E)							1.3%
잠재 PER(배)							27.5
25E 적정가치							866.2
Kakao Piccoma	-25.3	17.5	66.9	94.7	109.0	123.4	138.4
%YoY	적전	흑전	283.1%	41.5%	15.1%	13.3%	12.1%
CAGR(25E-29E)							51.3%
잠재 PER(배)							27.5
25E 적정가치							2,599.7

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 리서치센터 추정

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	2,028.3	2,086.6	2,119.9	7,871.7	8,098.5	9,094.5
플랫폼부문	955.1	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,055.2	1,059.8	1,176.5	3,901.0	4,284.5	4,913.3
특비즈	516.3	507.5	501.1	556.7	553.3	542.1	534.4	619.8	2,081.5	2,249.5	2,582.9
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.3	72.7	79.0	332.2	304.2	312.6
플랫폼 기타	354.2	359.9	366.0	407.2	365.6	434.8	452.7	477.7	1,487.3	1,730.8	2,017.8
콘텐츠부문	1,033.2	1,049.6	977.9	909.9	870.7	973.1	1,026.7	943.4	3,970.7	3,814.0	4,181.2
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	142.6	154.3	107.2	873.2	549.3	653.5
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	517.5	565.2	532.6	1,920.0	2,053.3	2,216.9
스토리	226.6	215.7	218.7	203.0	212.6	218.7	211.4	211.2	864.0	853.9	935.4
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	94.2	95.8	92.4	313.4	357.5	375.4
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,842.4	1,878.5	1,911.7	7,411.5	7,391.0	7,979.5
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	208.0	208.2	460.2	707.6	1,115.0
영업이익률(%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	10.0%	9.8%	5.8%	8.7%	12.3%
영업외손익	20.3	30.9	5.2	-519.5	87.5	9.0	46.6	39.6	-463.0	182.7	264.3
법인세차감전순이익	140.6	164.9	135.7	-444.0	192.9	195.0	254.7	247.8	-2.8	890.2	1,379.3
법인세차감전순이익률(%)	7.1%	8.2%	7.1%	-22.7%	10.3%	9.6%	12.2%	11.7%	0.0%	11.0%	15.2%
법인세비용	72.9	77.7	57.2	-48.8	-7.5	23.1	61.8	65.4	159.1	142.8	369.4
법인세율(%)	51.9%	47.1%	42.2%	11.0%	-3.9%	11.9%	24.3%	26.4%	-5650.7%	16.0%	26.8%
당기순이익	67.7	87.1	78.5	-395.2	200.3	171.8	192.9	182.4	-161.9	747.4	1,009.9
당기순이익률(%)	3.4%	4.3%	4.1%	-20.2%	10.7%	8.5%	9.2%	8.6%	-2.1%	9.2%	11.1%
지배주주지분	73.7	101.3	105.8	-225.5	171.9	161.2	124.9	175.1	55.3	633.2	847.1
비지배지분	-6.1	-14.1	-27.3	-169.7	28.5	10.6	67.9	7.3	-217.1	114.2	162.8

자료: 카카오, 키움증권 리서치센터

카카오(035720): 인터넷 업종 Top pick

카카오 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(%, %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	8,160.9	9,029.5	9,845.3	8,098.5	9,094.5	10,032.4	-0.8%	0.7%	1.9%
영업이익	678.0	1,041.5	1,333.3	707.6	1,115.0	1,447.9	4.4%	7.1%	8.6%
영업이익률	8.3%	11.5%	13.5%	8.7%	12.3%	14.4%	0.4%	0.7%	0.9%
법인세차감전순이익	814.2	1,189.3	1,499.8	890.2	1,379.3	1,729.5	9.3%	16.0%	15.3%
당기순이익	686.4	872.2	1,097.2	747.4	1,009.9	1,263.8	8.9%	15.8%	15.2%
지배주주지분	644.9	739.5	929.4	633.2	847.1	1,059.4	-1.8%	14.6%	14.0%

자료: 키움증권 리서치센터

카카오 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(%, %P)			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	2,197.0	2,103.7	2,169.0	2,350.4	2,119.9	2,102.7	2,202.1	2,364.4	-3.5%	-0.1%	1.5%	0.6%
영업이익	195.9	232.7	205.1	316.0	208.2	194.7	246.0	335.9	6.3%	-16.4%	20.0%	6.3%
영업이익률	8.9%	11.1%	9.5%	13.4%	9.8%	9.3%	11.2%	14.2%	0.9%	-1.8%	1.7%	0.8%
법인세차감전순이익	205.9	274.0	246.9	360.1	247.8	265.7	317.5	407.7	20.3%	-3.0%	28.6%	13.2%
당기순이익	151.8	200.9	181.0	264.1	182.4	194.5	232.5	298.5	20.2%	-3.2%	28.4%	13.0%
지배주주지분	169.4	177.4	157.0	207.4	175.1	164.9	201.3	232.4	3.4%	-7.0%	28.3%	12.1%

자료: 키움증권 리서치센터

카카오(035720) 재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,098.5	9,094.5	10,032.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,098.5	9,094.5	10,032.4
판매비	7,096.1	7,411.5	7,391.0	7,979.5	8,584.5
영업이익	460.9	460.2	707.6	1,115.0	1,447.9
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,545.2	1,964.2	2,317.3
영업외손익	-2,109.1	-463.0	182.7	264.3	281.6
이자수익	190.2	206.4	228.0	251.4	280.3
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
총속 및 관계기업손익	4.0	53.7	107.1	144.3	156.6
기타	-2,136.4	-544.8	47.1	67.9	43.8
법인세차감전이익	-1,648.2	-2.8	890.2	1,379.3	1,729.5
법인세비용	168.4	159.1	142.8	369.4	465.7
계속사업순이익	-1,816.7	-161.9	747.4	1,009.9	1,263.8
당기순이익	-1,816.7	-161.9	747.4	1,009.9	1,263.8
지배주주순이익	-1,012.6	55.3	633.2	847.1	1,059.4
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	11.2	4.2	2.9	12.3	10.3
영업이익 증감률	-19.1	-0.2	53.8	57.6	29.9
EBITDA 증감률	6.1	6.1	19.3	27.1	18.0
지배주주순이익의 증감률	-174.6	-105.5	1,045.0	33.8	25.1
EPS 증감률	적전	흑전	1,048.8	33.9	25.1
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	6.1	5.8	8.7	12.3	14.4
EBITDA Margin(%)	16.2	16.5	19.1	21.6	23.1
지배주주순이익률(%)	-13.4	0.7	7.8	9.3	10.6

현금흐름표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,815.8	1,932.0	2,219.4
당기순이익	0.0	0.0	747.4	1,009.9	1,263.8
비현금항목의 가감	3,000.8	1,462.0	849.0	1,026.6	1,102.0
유형자산감가상각비	489.2	575.7	586.2	593.6	610.5
무형자산감가상각비	271.4	259.6	251.4	255.6	259.0
자본법평가손익	-404.9	-242.0	-107.1	-144.3	-156.6
기타	2,645.1	868.7	118.5	321.7	389.1
영업활동자산부채증감	248.0	-4.3	270.7	150.0	175.6
매출채권및기타채권의감소	-108.0	-20.3	-35.8	-157.3	-148.1
채고자산의감소	43.5	0.5	-1.9	-8.2	-7.7
매입채무및기타채무의증가	417.8	-27.0	264.8	278.0	291.9
기타	-105.3	42.5	43.6	37.5	39.5
기타현금흐름	-1,907.7	-207.2	-51.3	-254.5	-322.0
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	792.8	860.6	1,090.6
기초현금 및 현금성자산	4,835.9	5,389.2	6,145.1	6,938.0	7,798.6
기말현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,938.0	7,798.6	8,889.2

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표 (단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유형자산	9,988.2	10,958.8	11,964.6	13,174.8	14,614.5
현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,938.0	7,798.6	8,889.2
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	1,278.7	1,436.0	1,584.1
채고자산	138.6	64.9	66.8	75.0	82.7
기타유동자산	520.0	800.5	840.4	882.5	926.6
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,233.5	15,711.2	16,232.0
투자자산	5,352.7	5,717.8	5,965.9	6,258.4	6,570.3
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	2,807.3	2,947.6	3,095.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	27,198.1	28,891.9	30,846.5
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
자본지분	9,763.7	10,141.3	11,100.8	12,653.3	13,627.1
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	2,543.8	3,347.2	4,351.9
비지배지분	4,094.9	3,801.6	3,915.8	4,078.6	4,283.0
자본총계	13,858.6	13,942.9	15,016.6	16,341.9	17,910.2

투자지표 (단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,276	124	1,430	1,915	2,395
BPS	21,948	22,858	25,099	27,728	30,811
CFPS	2,662	2,928	3,606	4,605	5,349
DPS	61	68	75	100	125
주가배수(배)					
PER	-23.9	306.9	41.1	30.7	24.5
PER(최고)	-31.3	497.2	50.1		
PER(최저)	-16.4	261.5	25.0		
PBR	2.47	1.67	2.34	2.12	1.91
PBR(최고)	3.25	2.71	2.85		
PBR(최저)	1.70	1.42	1.42		
PSR	3.20	2.15	3.21	2.86	2.59
PCFR	20.4	13.0	16.3	12.8	11.0
EV/EBITDA	20.2	12.5	15.8	12.0	9.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-1.5	-18.4	4.4	4.3	4.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
ROA	-7.5	-0.6	2.8	3.6	4.2
ROE	-10.3	0.6	6.0	7.3	8.2
ROIC	8.9	10.1	14.2	19.7	25.5
매출채권회전율	7.6	6.4	6.4	6.7	6.6
채고자산회전율	50.6	77.3	123.0	128.3	127.2
부채비율	81.7	84.8	81.1	76.8	72.2
순차입금비용	-26.2	-32.9	-36.8	-39.9	-43.3
이자보상배율(현금)	2.8	2.3	3.5	5.5	7.1
총자입금	4,499.1	4,259.0	4,259.0	4,259.0	4,259.0
순자입금	-3,625.7	-4,591.5	-5,519.6	-6,522.3	-7,762.0
NOPLAT	1,221.5	1,295.5	1,545.2	1,964.2	2,317.3
FCF	860.5	884.2	816.9	904.2	1,165.7

BUY (Maintain)

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com
RA 조준형 jun59057@kiwoom.com

카카오페이(377300): 인터넷 업종 Top pick

주가(11/24): 50,000원

TP: 130,000원

KOSPI (11/24)	3,846.06pt		
시가총액	6조 7,570억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	93,800원	22,700원	
최고/최저가대비	-46.7%	120.3%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.8%	-6.4%
	6M	68.4%	14.9%
	1Y	113.2%	40.5%
발행주식수	135,140천주		
일평균 거래량(3M)	710천주		
외국인 지분율	26.4%		
배당수익률(2025E)	0.0%		
BPS(2025E)	14,175원		
주요 주주	카카오 외 2 인	46.2%	



◎ 인터넷 업종 Top pick 지속

- 동사에 대한 목표주가 13만원을 유지
- 카카오와 오픈AI 제휴를 통한 후광 효과 지속 조망

◎ AI 기반 사업 경쟁력 강화 전망

- 오픈AI 프린티어 모델 연계를 통한 자산관리 에이전트 진화가 핵심
- 해당 유저 밸류를 기반으로 스테이블코인 선두 사업자 지위 확보할 것

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	945.1	1,112.0	1,557.4
영업이익	-56.6	-57.5	39.7	98.5	222.8
EBITDA	-10.0	-5.0	90.4	154.4	280.5
세전이익	-5.6	-5.4	88.5	166.5	300.8
순이익	-22.9	-21.5	66.3	126.2	228.0
지배주주지분순이익	2.5	-13.7	57.1	110.2	201.9
EPS(원)	19	-102	423	815	1,494
증감률(% YoY)	-95.4	적전	흑전	92.7	83.3
PER(배)	2,624.7	-257.4	118.2	61.3	33.5
PBR(배)	3.53	1.90	3.53	3.34	3.04
EV/EBITDA(배)	-375.4	-50.3	36.6	20.5	11.0
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	4.2	8.9	14.3
ROE(%)	0.1	-0.7	3.0	5.6	9.5
순차입금비용(%)	-151.3	-174.4	-172.4	-169.7	-158.1

자료: 키움증권 리서치센터

카카오페이(377300): 인터넷 업종 Top pick

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25E	26E	27E	28E	29E
매출액	615.4	766.2	945.1	1,112.0	1,557.4	2,497.1	3,837.2
결제서비스	443.4	490.0	514.7	566.6	607.6	634.1	643.1
금융서비스	142.8	244.1	379.2	455.3	534.5	605.5	660.4
자산관리 에이전트					264.7	1,035.4	2,231.3
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238
PU(천명)					1.3%	3.3%	5.3%
PU(천명)					327	868	1,430
월간 구독료(달러)					50	75	100
원/달러 환율					1,350	1,325	1,300
월간 구독료(천원)					68	99	130
에이전트 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%
데이크레이트				2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
플랫폼서비스	29.1	32.1	51.3	64.2	73.8	83.1	91.4
영업비용	672.0	823.7	905.4	1,013.6	1,334.6	1,962.0	2,832.3
지급수수료	318.0	360.2	392.4	417.5	638.3	1,165.3	1,941.0
자산관리 에이전트 원가					113.1	395.1	815.2
PU(천명)					327	868	1,430
일간 플랫폼 한도(개수)					20	25	30
일수					365	366	365
단가(센트)					3.50	3.75	4.00
원/달러 환율					1,350	1,325	1,300
단가(원화)					47	50	52
자산관리 에이전트 로열티					78.6	307.4	662.5
RS					29.7%	29.7%	29.7%
에이전트 결제광고 로열티				7.8	23.0	41.7	63.3
RS				30%	30%	30%	30%
인건비	203.1	215.4	256.5	289.6	318.5	342.4	359.6
광고선전비	56.5	65.5	85.5	97.3	136.2	183.9	239.1
기타	94.3	182.5	171.0	209.2	241.5	270.4	292.6
영업이익	-56.6	-57.5	39.7	98.5	222.8	535.1	1,004.9
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	4.2%	8.9%	14.3%	21.4%	26.2%
영업외손익	50.9	52.1	48.8	68.0	78.0	88.0	98.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	88.5	166.5	300.8	623.1	1,102.9
법인세비용	17.3	16.2	22.2	40.3	72.8	161.5	293.4
법인세율	-305.8%	-300.4%	25.1%	24.2%	24.2%	25.9%	26.6%
당기순이익	-22.9	-21.5	66.3	126.2	228.0	461.7	809.5
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	7.0%	11.3%	14.6%	18.5%	21.1%
지배주주지분	2.5	-13.7	57.1	110.2	201.9	414.6	737.1
%YoY	-95.3%	적전	흑전	93.0%	83.3%	105.3%	77.8%
CAGR(26E-29E)							89.6%
잠재 PER(배)							35.0
25E 적정가치							17,619.9
발행주식수(백만주)							135.1
주당 적정가치(원)							130,383

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

카카오페이(377300): 인터넷 업종 Top pick

카카오페이 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	176.3	185.5	186.2	218.2	211.9	238.3	238.4	256.6	766.2	945.1	1,112.0
결제서비스	120.0	121.4	122.9	125.7	122.2	125.1	129.7	137.7	490.0	514.7	566.6
금융서비스	49.9	55.2	55.0	84.0	80.2	100.3	94.7	104.0	244.1	379.2	455.3
자산관리 에이전트											
에이전트 결제광고											26.0
플랫폼서비스	6.5	8.9	8.3	8.5	9.5	12.9	14.0	14.9	32.1	51.3	64.2
영업비용	186.1	192.8	193.7	251.2	207.5	229.0	222.5	246.4	823.7	905.4	1,013.6
영업이익	-9.7	-7.3	-7.5	-33.0	4.4	9.3	15.8	10.2	-57.5	39.7	98.5
영업이익률(%)	-5.5%	-3.9%	-4.0%	-15.1%	2.1%	3.9%	6.6%	4.0%	-7.5%	4.2%	8.9%
영업외손익	13.2	15.3	-20.2	43.8	16.0	10.6	7.7	14.5	52.1	48.8	68.0
법인세차감전순이익	3.5	8.1	-27.7	10.8	20.4	20.0	23.5	24.7	-5.4	88.5	166.5
법인세차감전순이익률(%)	2.0%	4.3%	-14.9%	4.9%	9.6%	8.4%	9.9%	9.6%	-0.7%	9.4%	15.0%
법인세비용	3.3	7.4	-0.2	5.6	6.0	5.8	4.4	6.0	16.2	22.2	40.3
법인세율(%)	95.2%	92.2%	0.7%	51.7%	29.5%	29.3%	18.6%	24.2%	-300.4%	25.1%	24.2%
당기순이익	0.2	0.6	-27.5	5.2	14.4	14.1	19.1	18.7	-21.5	66.3	126.2
당기순이익률(%)	0.1%	0.3%	-14.8%	2.4%	6.8%	5.9%	8.0%	7.3%	-2.8%	7.0%	11.3%
지배주주지분	3.8	3.9	-25.3	3.9	13.3	12.7	15.2	15.9	-13.7	57.1	110.2
비지배지분	-3.6	-3.2	-2.3	1.3	1.1	1.4	4.0	2.8	-7.8	9.3	16.0

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치센터

카카오페이(377300) 재무제표

포괄손익계산서					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	945.1	1,112.0	1,557.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	615.4	766.2	945.1	1,112.0	1,557.4
판매비	672.0	823.7	905.4	1,013.6	1,334.6
영업이익	-56.6	-57.5	39.7	98.5	222.8
EBITDA	-10.0	-5.0	90.4	154.4	280.5
영업외손익	50.9	52.1	48.8	68.0	78.0
이자수익	63.9	62.6	63.9	66.7	68.8
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
총속 및 관계기업손익	1.6	5.1	4.1	8.0	10.0
기타	-8.7	-11.3	-13.9	-1.4	4.5
법인세차감전이익	-5.6	-5.4	88.5	166.5	300.8
법인세비용	17.3	16.2	22.2	40.3	72.8
계속사업순손익	-22.9	-21.5	66.3	126.2	228.0
당기순이익	-22.9	-21.5	66.3	126.2	228.0
지배주주손익의 증감률 및 수익성 (%)	2.5	-13.7	57.1	110.2	201.9
매출액 증감률	18.0	24.5	23.3	17.7	40.1
영업이익 증감률	흑전	1.6	-169.0	148.1	126.2
EBITDA 증감률	흑전	-50.0	-1,908.0	70.8	81.7
지배주주순이익의 증감률	-95.4	-648.0	-516.8	93.0	83.2
EPS 증감률	-95.4	흑전	흑전	92.7	83.3
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	4.2	8.9	14.3
EBITDA Margin(%)	-1.6	-0.7	9.6	13.9	18.0
지배주주순이익률(%)	0.4	-1.8	6.0	9.9	13.0

현금흐름표					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	253.1	127.0	34.5	116.8	75.2
당기순이익	0.0	0.0	66.3	126.2	228.0
비현금항목의 가감	8.7	39.3	-93.8	-77.1	-46.9
유형자산감가상각비	27.7	29.8	29.1	33.5	34.6
무형자산감가상각비	18.9	22.7	21.5	22.4	23.1
자본법평가손익	-1.9	-5.4	-4.1	-8.0	-10.0
기타	-36.0	-7.8	-140.3	-125.0	-94.6
영업활동자산부채증감	206.5	37.5	30.9	51.9	-91.3
매출채권및기타채권의감소	-4.7	-6.3	-102.0	-95.2	-254.0
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	-0.9	-0.9	-1.0
기타현금흐름	-37.9	50.2	31.1	15.8	-14.6
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 손익	-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	-25.5	51.6	4.6
기초현금 및 현금성자산	1,463.5	1,257.3	1,564.2	1,538.8	1,590.4
기말현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,538.8	1,590.4	1,595.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표					
(단위: 실억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,430.1	3,907.7	4,083.7	4,335.1	4,703.9
현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,538.8	1,590.4	1,595.0
단기금융자산	1,796.0	1,889.7	1,988.3	2,092.0	2,201.2
매출채권 및 기타채권	362.7	437.0	539.1	634.3	888.3
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.1	16.8	17.5	18.4	19.4
비유동자산	536.3	507.0	528.5	548.6	568.9
투자자산	62.4	84.7	96.9	112.9	130.9
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	4,612.2	4,883.7	5,272.8
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
자본	1,877.1	1,861.2	1,915.6	2,023.1	2,222.4
자본금	67.1	67.3	67.6	67.6	67.6
자본잉여금	1,814.8	1,817.7	1,817.4	1,817.4	1,817.4
기타자본	171.0	168.1	168.1	168.1	168.1
기타포괄손익누계액	-5.5	-7.9	-10.6	-13.1	-15.9
이익잉여금	-170.2	-184.0	-126.9	-16.7	185.2
비지배자본	57.7	49.6	58.9	74.9	101.0
자본총계	1,934.8	1,910.8	1,974.5	2,098.0	2,323.4

투자지표					
(단위: 원, 백, %)					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	19	-102	423	815	1,494
BPS	13,981	13,824	14,175	14,971	16,445
CFPS	-106	132	-203	363	1,340
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	2,624.7	-257.4	118.2	61.3	33.5
PER(최고)	3,870.4	-590.3	269.5		
PER(최저)	1,807.4	-207.9	59.6		
PBR	3.53	1.90	3.53	3.34	3.04
PBR(최고)	5.20	4.35	8.04		
PBR(최저)	2.43	1.53	1.78		
PSR	10.73	4.61	7.14	6.08	4.34
PCFR	-465.7	198.4	-245.8	137.6	37.3
EV/EBITDA	-375.4	-50.3	36.6	20.5	11.0
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	2.7	4.5
ROE	0.1	-0.7	3.0	5.6	9.5
ROIC	23.6	7.0	-4.9	-11.7	-27.4
매출채권회전율	2.3	1.9	1.9	1.9	2.0
재고자산회전율					
부채비율	105.0	131.0	133.6	132.8	126.9
순차입금비용	-151.3	-174.4	-172.4	-169.7	-158.1
이자보상배율(현금)	-9.5	-10.9	7.6	18.8	42.4
총자입금	126.8	122.3	122.3	122.3	122.3
순차입금	-2,926.5	-3,331.7	-3,404.8	-3,560.1	-3,673.9
NOPLAT	-10.0	-5.0	90.4	154.4	280.5
FCF	106.6	39.7	51.3	122.5	75.3

BUY (Maintain)

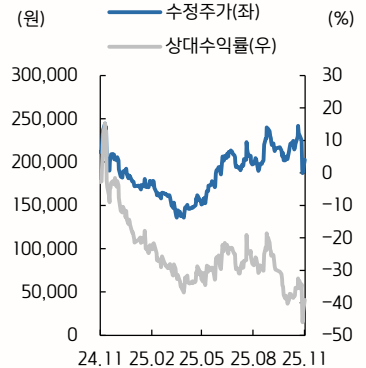
인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com
RA 조준형 jun59057@kiwoom.com

엔씨소프트(036570): 게임 업종 Top pick

주가(11/24): 202,500원

TP: 430,000원

KOSPI (11/24)		3,846.06pt	
시가총액		4조 1,214억원	
52주 주가동향		최고가	최저가
		244,500원	135,800원
최고/최저가대비		-17.2%	49.1%
주가수익률		절대	상대
	1M	-0.5%	2.0%
	6M	34.3%	-9.5%
	1Y	-12.9%	-43.3%
발행주식수		21,544천주	
일평균 거래량(3M)		141천주	
외국인 지분율		30.3%	
배당수익률(2025E)		0.8%	
BPS(2025E)		156,330원	
주요 주주		김택진 외 14 인	12.4%



◎ 게임 업종 Top pick 지속

- 동사에 대한 목표주가 43만원을 유지
- MMORPG 절대 강자로 신작 잠재력 지속 확보 조망

◎ 아이온2 성공을 통한 안착

- 26E 자체 결제 비중 93% 적용하여 아이온2 한국/대만 지급수수료를 9%로 저감
- 이에 아이온2 한국/대만 AU를 기존 대비 10% 낮추는 보수적 결정에도 영업이익 유지

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,561.2	2,192.3	2,108.3
영업이익	137.3	-109.2	38.8	532.8	459.8
EBITDA	249.2	0.0	134.2	635.6	568.2
세전이익	206.2	120.9	479.1	614.8	543.8
순이익	213.9	94.1	383.7	455.7	404.1
지배주주지분순이익	212.1	94.2	383.9	455.7	404.1
EPS(원)	9,663	4,291	17,741	21,150	18,759
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	313.4	19.2	-11.3
PER(배)	24.9	42.7	11.4	9.6	10.8
PBR(배)	1.62	1.31	1.30	1.17	1.08
EV/EBITDA(배)	15.3	-76,196.7	20.7	4.0	4.1
영업이익률(%)	7.7	-6.9	2.5	24.3	21.8
ROE(%)	6.6	3.0	11.9	12.9	10.4
순차입금비용(%)	-45.2	-35.9	-40.0	-42.2	-45.2

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트(036570): 게임 업종 Top pick

엔씨소프트 세그먼트별 지급수수료율 산정

	26E	27E	28E	29E
기존 모바일게임	22.5%	19.3%	16.5%	14.1%
결제 비중				
자체	25%	33%	40%	48%
기존	75%	68%	60%	53%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온2 한국/대만	9.0%	8.6%	8.3%	8.0%
결제 비중				
자체	93%	94%	95%	96%
기존	8%	6%	5%	4%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	27.5%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온2 글로벌	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%
결제 비중				
자체	0%	0%	0%	0%
기존	100%	100%	100%	100%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	22.0%	20.0%	20.0%	20.0%

주1: 자체는 퍼플 기반, 기존은 애플/구글 게임 플랫폼 기준 주2: 애플/구글 게임 결제 수수료율은 현 30%에서 연간 2.5%p씩 저감을 가정

주3: 기존 모바일게임은 동사의 리니지M, 리니지2M, 리니지W 등을 기준으로 함 주4: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외이며, 해당 세그먼트 기준은 스팀 플랫폼

주5: 아이온2 스팀 플랫폼 결제 수수료율은 매출 구간별 테이크레이트를 준용해 산정 자료: 키움증권 리서치센터 추산

엔씨소프트(036570): 게임 업종 Top pick

엔씨소프트 아이온2 분기별 매출 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25E	26E
매출액				103.2	154.9	131.6	233.9	196.2	103.2	716.6
한국				68.8	103.2	87.8	79.0	73.1	68.8	343.1
AU(천명)				2,700	2,025	1,721	1,549	1,433	2,700	1,682
기본 멤버십 PU(천명)				675	506	430	387	358	675	421
PUR				25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	238
추가 멤버십 PU(천명)				338	253	215	194	179	338	210
PUR				12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 PU(천명)				135	101	86	77	72	135	84
PUR				5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
ARPPU(천원)				250	500	500	500	500	250	2,000
대만				34.4	51.6	43.9	39.5	36.5	34.4	171.5
AU(천명)				1,350	1,013	861	775	716	1,350	841
기본 멤버십 PU(천명)				338	253	215	194	179	338	210
PUR				25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	238
추가 멤버십 PU(천명)				169	127	108	97	90	169	105
PUR				12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 PU(천명)				68	51	43	39	36	68	42
PUR				5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
ARPPU(천원)				250	500	500	500	500	250	2,000
글로벌							115.5	86.6		202.1
AU(천명)							3,000	2,250		2,625
기본 멤버십 PU(천명)							750	563		656
PUR							25.0%	25.0%		25.0%
ARPPU(천원)							59	59		119
추가 멤버십 PU(천명)							375	281		328
PUR							12.5%	12.5%		12.5%
ARPPU(천원)							89	89		178
추가 과금 PU(천명)							150	113		131
PUR							5.0%	5.0%		5.0%
ARPPU(천원)							250	250		500

주: 추가 멤버십은 콘텐츠 특화 기준, 추가 과금은 외형 및 소모품 패키지 등을 대상, 글로벌은 국내 및 대만 제외 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터 추정

엔씨소프트(036570): 게임 업종 Top pick

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	397.9	368.9	401.9	409.4	360.3	382.4	360.0	458.5	1,578.1	1,561.2	2,192.3
PC 게임	101.7	95.2	89.4	101.1	90.8	98.6	94.5	199.4	387.3	483.3	1,102.8
모바일 게임	253.9	223.5	259.4	221.2	211.7	227.4	205.9	204.0	957.9	849.0	834.5
콘솔 게임											16.8
로열티	32.7	37.7	38.1	73.5	45.0	42.3	46.8	42.2	182.0	176.2	182.8
기타	9.7	12.6	15.1	13.6	12.9	14.2	12.8	12.9	50.9	52.7	55.4
영업비용	372.2	360.0	416.2	538.9	355.1	367.3	367.5	432.6	1,687.3	1,522.4	1,659.4
영업이익	25.7	8.8	-14.3	-129.5	5.2	15.1	-7.5	25.9	-109.2	38.8	532.8
영업이익률(%)	6.5%	2.4%	-3.6%	-31.6%	1.4%	3.9%	-2.1%	5.7%	-6.9%	2.5%	24.3%
영업외손익	52.6	76.1	-17.7	119.2	26.0	-48.4	442.6	20.0	230.1	440.3	82.0
법인세차감전순이익	78.4	84.9	-32.0	-10.3	31.3	-33.3	435.1	45.9	120.9	479.1	614.8
법인세차감전순이익률(%)	19.7%	23.0%	-8.0%	-2.5%	8.7%	-8.7%	120.9%	10.0%	7.7%	30.7%	28.0%
법인세비용	21.2	13.8	-5.5	-2.7	-6.3	2.7	87.8	11.1	26.8	95.3	159.2
법인세율(%)	27.1%	16.3%	17.2%	26.6%	-20.0%	-8.0%	20.2%	24.2%	22.2%	19.9%	25.9%
당기순이익	57.1	71.1	-26.5	-7.6	37.5	-36.0	347.4	34.8	94.1	383.7	455.7
당기순이익률(%)	14.4%	19.3%	-6.6%	-1.9%	10.4%	-9.4%	96.5%	7.6%	6.0%	24.6%	20.8%
지배주주지분	57.2	71.0	-26.5	-7.5	37.8	-35.4	346.7	34.8	94.2	383.9	455.7
비지배주주지분	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	0.7	0.0	-0.1	-0.1	0.0

주: 아이온2 매출은 편의상 PC 게임으로 일괄 분류
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치센터

엔씨소프트(036570): 게임 업종 Top pick

엔씨소프트 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	1,572.7	2,249.5	2,154.0	1,561.2	2,192.3	2,108.3	-0.7%	-2.5%	-2.1%
영업이익	36.5	529.2	464.9	38.8	532.8	459.8	6.3%	0.7%	-1.1%
영업이익률	2.3%	23.5%	21.6%	2.5%	24.3%	21.8%	0.2%	0.8%	0.2%
법인세차감전순이익	476.8	611.2	548.9	479.1	614.8	543.8	0.5%	0.6%	-0.9%
당기순이익	382.0	453.0	407.9	383.7	455.7	404.1	0.5%	0.6%	-0.9%
지배주주지분	382.1	453.0	407.9	383.9	455.7	404.1	0.5%	0.6%	-0.9%

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	470.0	522.9	504.3	649.7	458.5	505.7	489.7	636.5	-2.4%	-3.3%	-2.9%	-2.0%
영업이익	23.7	115.7	104.9	183.0	25.9	116.8	105.9	183.9	9.6%	0.9%	0.9%	0.5%
영업이익률	5.0%	22.1%	20.8%	28.2%	5.7%	23.1%	21.6%	28.9%	0.6%	1.0%	0.8%	0.7%
법인세차감전순이익	43.7	136.2	125.4	203.5	45.9	137.3	126.4	204.4	5.2%	0.8%	0.7%	0.4%
당기순이익	33.1	100.9	93.0	150.9	34.8	101.7	93.7	151.5	5.2%	0.8%	0.7%	0.4%
지배주주지분	33.1	100.9	93.0	150.9	34.8	101.7	93.7	151.5	5.2%	0.8%	0.7%	0.4%

자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트(036570) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,561.2	2,192.3	2,108.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,561.2	2,192.3	2,108.3
판매비	1,642.5	1,687.3	1,522.4	1,659.4	1,648.5
영업이익	137.3	-109.2	38.8	532.8	459.8
EBITDA	249.2	0.0	134.2	635.6	568.2
영업외손익	68.9	230.1	440.3	82.0	84.0
이자수익	83.8	72.0	84.3	95.0	107.2
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
총속 및 관계기업손익	4.1	4.4	-9.9	2.0	4.0
기타	4.8	114.1	326.3	-54.6	-66.8
법인세차감전이익	206.2	120.9	479.1	614.8	543.8
법인세비용	-7.7	26.8	95.3	159.2	139.6
계속사업손익	213.9	94.1	383.7	455.7	404.1
당기순이익	213.9	94.1	383.7	455.7	404.1
지배주주손익	212.1	94.2	383.9	455.7	404.1
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-30.8	-11.3	-1.1	40.4	-3.8
영업이익 증감률	-75.4	-179.5	-135.5	1,273.2	-13.7
EBITDA 증감률	-62.5	-100.0	NA	373.6	-10.6
지배주주순이익의 증감률	-51.3	-55.6	307.5	18.7	-11.3
EPS 증감률	-51.3	-55.6	313.4	19.2	-11.3
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	2.5	24.3	21.8
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	8.6	29.0	27.0
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	24.6	20.8	19.2

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	344.5	315.2	372.8
당기순이익	213.9	94.1	383.7	455.7	404.1
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-48.3	0.2	-27.9
유형자산감가상각비	110.1	105.9	92.9	100.1	105.7
무형자산감가상각비	1.8	3.3	2.6	2.7	2.7
자본법평가손익	-11.4	-11.2	9.9	-2.0	-4.0
기타	-28.6	-104.8	-153.7	-100.6	-132.3
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	17.6	-79.0	26.5
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	1.8	-66.9	8.9
채고자산의감소	0.7	-0.3	0.0	-0.4	0.1
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	10.9	-16.7	12.3
기타현금흐름	-50.3	63.0	-8.5	-61.7	-29.9
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 손익	-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	-78.3	-78.5	-107.0
차입금의 증가(감소)	0.0	-240.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-175.8	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-135.7	-63.6	-28.3	-28.5	-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	245.8	215.5	244.0
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,506.2	1,721.8
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,506.2	1,721.8	1,965.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유지자산	2,336.8	1,788.5	2,041.5	2,333.6	2,578.0
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,506.2	1,721.8	1,965.7
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	165.4	232.3	223.4
채고자산	0.7	1.1	1.0	1.5	1.4
기타유동자산	44.4	139.1	142.8	146.2	149.9
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,241.3	2,322.3	2,400.3
투자자산	672.6	871.7	909.2	959.1	1,011.5
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	199.2	196.0	199.9	203.9
자산총계	4,393.8	3,953.9	4,282.8	4,655.9	4,978.3
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
자본	3,253.0	3,063.6	3,373.0	3,725.8	4,027.1
자본잉여금	11.0	11.0	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	433.4	433.4	433.6	433.6	433.6
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	3,829.3	4,228.0	4,575.1
비지배자본	3.3	5.1	5.0	5.0	5.0
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,373.0	3,725.8	4,027.1

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	17,741	21,150	18,759
BPS	148,023	139,312	156,330	172,706	186,691
CFPS	13,017	3,975	15,502	21,158	17,466
DPS	3,130	1,460	1,500	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	11.4	9.6	10.8
PER(최고)	49.7	57.8	13.8		
PER(최저)	22.0	36.6	7.6		
PBR	1.62	1.31	1.30	1.17	1.08
PBR(최고)	3.24	1.78	1.56		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.86		
PSR	2.97	2.55	2.81	1.99	2.07
PCFR	18.5	46.1	13.1	9.6	11.6
EV/EBITDA	15.3	-76.196.7	20.7	4.0	4.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.7	30.1	7.4	12.5	14.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	0.8	0.8	1.6	1.6
ROA	4.8	2.3	9.3	10.2	8.4
ROE	6.6	3.0	11.9	12.9	10.4
ROIC	10.1	-8.2	2.3	30.1	25.1
매출채권회전율	9.1	9.3	9.4	11.0	9.3
매출채권회전율	1,590.1	1,759.7	1,491.8	1,752.1	1,470.6
부채비율	35.1	29.1	27.0	25.0	23.6
순차입금비용	-45.2	-35.9	-40.0	-42.2	-45.2
이자보상배율(현금)	9.4	-10.6	3.8	51.9	44.8
총자입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순자입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,350.2	-1,571.4	-1,821.2
NOPLAT	249.2	0.0	134.2	635.6	568.2
FCF	-43.8	-71.8	12.3	286.7	344.6

카카오게임즈(293490): 신작 경쟁력 요구

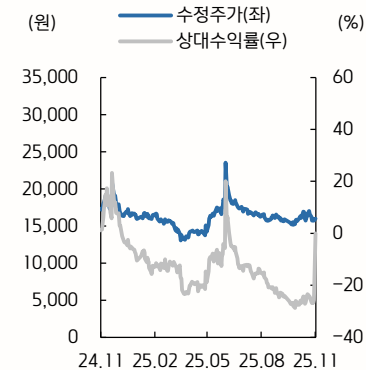
Outperform (Maintain)

인터넷/게임 Analyst 김진구 jingu.kim@kiwoom.com
RA 조준형 jun59057@kiwoom.com

주가(11/24): 15,970원

TP: 18,000원(하향)

KOSDAQ (11/24)	856.44pt	
시가총액	1조 4,339억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	23,500원	13,030원
최고/최저가대비	-32.0%	22.6%
주가수익률	절대	상대
	1M	2.0%
	6M	12.5%
	1Y	-11.2%
발행주식수	89,787천주	
일평균 거래량(3M)	188천주	
외국인 지분율	9.8%	
배당수익률(2025E)	0.0%	
BPS(2025E)	16,403원	
주요 주주	카카오 외 14 인	45.2%



◎ 목표주가 하향 조정

- 동사에 대한 목표주가를 기존 1.9만원에서 1.8만원으로 하향
- 최근 제3자배정 유상증자에 따른 주식수 증가가 다일루션으로 작용

◎ 신작 경쟁력 검증 요구

- 프로젝트 Q, 아키에이지 크로니클, 크로노 오디세이 완성도 및 차별적 메타 검증 필요
- 신작 잠재력이 낮을 경우 현 부여중인 타겟 PER 27.5배에 대한 현실적 조정 여지 존재

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	473.3	653.5	616.9
영업이익	75.4	19.1	-44.3	76.3	58.6
EBITDA	171.4	91.4	-5.9	116.0	100.6
세전이익	-357.2	-107.7	-76.3	81.3	73.6
순이익	-322.4	-128.1	-47.3	62.1	56.2
지배주주지분순이익	-228.7	-108.9	-21.9	71.5	62.5
EPS(원)	-2,774	-1,318	-260	796	696
증감률(% YoY)	적지	적지	적지	흑전	-12.5
PER(배)	-9.3	-12.4	-61.3	20.1	22.9
PBR(배)	1.53	1.01	0.97	0.90	0.84
EV/EBITDA(배)	16.7	20.0	-295.2	14.1	15.2
영업이익률(%)	10.4	3.0	-9.4	11.7	9.5
ROE(%)	-14.9	-8.0	-1.6	4.7	3.8
순차입금비율(%)	30.6	22.4	13.0	6.7	0.9

자료: 키움증권 리서치센터

카카오게임즈(293490): 신작 경쟁력 요구

카카오게임즈 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	24A	25E	26E
매출액	178.3	152.8	162.8	133.2	122.9	115.8	127.5	107.2	627.2	473.3	653.5
PC게임	15.6	16.3	34.2	20.6	26.8	14.8	42.7	25.2	86.7	109.5	165.4
모바일게임	162.8	136.5	128.7	112.6	96.1	101.0	84.8	82.0	540.5	363.8	447.7
콘솔											40.4
영업비용	164.0	151.7	155.1	137.2	135.3	124.4	132.9	125.0	608.1	517.6	577.2
영업이익	14.3	1.1	7.7	-3.9	-12.4	-8.6	-5.4	-17.8	19.1	-44.3	76.3
영업이익률(%)	8.0%	0.7%	4.7%	-3.0%	-10.1%	-7.4%	-4.3%	-16.6%	3.1%	-9.4%	11.7%
영업외손익	-4.7	-12.3	-9.2	-100.6	-20.0	-27.1	16.4	-1.3	-126.8	-32.0	5.0
법인세차감전순이익	9.6	-11.3	-1.5	-104.5	-32.5	-35.8	10.9	-19.1	-107.7	-76.3	81.3
법인세차감전순이익률(%)	5.4%	-7.4%	-0.9%	-78.4%	-26.4%	-30.9%	8.6%	-17.8%	-17.2%	-16.1%	12.4%
법인세비용	7.5	1.8	8.9	-13.0	-1.8	-0.1	-17.6	-4.2	5.2	-23.6	19.2
법인세율(%)	77.6%	-16.2%	-595.0%	12.4%	5.4%	0.2%	-160.9%	22.0%	-4.9%	31.0%	23.7%
계속영업순이익	2.2	-13.1	-10.4	-91.5	-30.7	-35.7	28.6	-14.9	-112.9	-52.7	62.1
중단영업순이익	-1.8	1.4	3.1	-18.0	-2.7	2.1	6.0	0.0	-15.2	5.4	0.0
당기순이익	0.4	-11.7	-7.3	-109.5	-33.4	-33.6	34.6	-14.9	-128.1	-47.3	62.1
당기순이익률(%)	0.2%	-7.6%	-4.5%	-82.2%	-27.2%	-29.0%	27.2%	-13.9%	-20.4%	-10.0%	9.5%
지배주주지분	1.0	-9.5	-4.0	-96.4	-23.0	-26.1	34.0	-6.8	-108.9	-21.9	71.5
비지배지분	-0.6	-2.2	-3.3	-13.1	-10.4	-7.5	0.6	-8.1	-19.2	-25.3	-9.4

자료: 카카오게임즈, 키움증권 리서치센터

카카오게임즈(293490): 신작 경쟁력 요구

카카오게임즈 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
매출액	516.1	763.9	705.4	473.3	653.5	616.9	-8.3%	-14.4%	-12.5%
영업이익	-28.6	110.5	88.4	-44.3	76.3	58.6	적확	-30.9%	-33.7%
영업이익률	-5.5%	14.5%	12.5%	-9.4%	11.7%	9.5%	-3.8%	-2.8%	-3.0%
법인세차감전순이익	-98.3	75.5	63.4	-76.3	81.3	73.6	적축	7.7%	16.1%
당기순이익	-85.5	57.6	48.5	-47.3	62.1	56.2	적축	7.7%	16.0%
지배주주지분	-50.8	70.4	57.8	-21.9	71.5	62.5	적축	1.6%	8.1%

자료: 키움증권 리서치센터

카카오게임즈 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E
매출액	159.2	145.1	131.7	259.7	107.2	107.7	107.7	235.9	-32.7%	-25.8%	-18.3%	-9.2%
영업이익	2.0	-2.3	-7.0	78.2	-17.8	-14.3	-15.3	72.2	적전	적확	적확	-7.7%
영업이익률	1.3%	-1.6%	-5.3%	30.1%	-16.6%	-13.3%	-14.3%	30.6%	-17.9%	-11.7%	-8.9%	0.5%
법인세차감전순이익	-9.2	-11.1	-15.8	69.5	-19.1	-13.1	-14.1	73.5	적확	적확	적축	5.7%
당기순이익	-4.7	-8.4	-12.0	53.1	-14.9	-10.0	-10.8	56.1	적확	적확	적축	5.7%
지배주주지분	3.8	-1.2	-4.0	48.5	-6.8	-3.2	-3.8	50.5	적전	적확	적축	4.2%

자료: 키움증권 리서치센터

카카오게임즈(293490) 재무제표

포괄손익계산서					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	725.8	627.2	473.3	653.5	616.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	725.8	627.2	473.3	653.5	616.9
판매비	650.4	608.1	517.6	577.2	558.3
영업이익	75.4	19.1	-44.3	76.3	58.6
EBITDA	171.4	91.4	-5.9	116.0	100.6
영업외손익	-432.6	-126.8	-32.0	5.0	15.0
이자수익	21.5	21.4	25.4	28.3	31.5
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
총속 및 관계기업손익	-20.9	-16.0	0.0	0.0	0.0
기타	-398.4	-79.4	-4.6	29.4	36.2
법인세차감전이익	-357.2	-107.7	-76.3	81.3	73.6
법인세비용	-44.5	5.2	-23.6	19.2	17.4
계속사업순손익	-312.7	-112.9	-52.7	62.1	56.2
당기순이익	-322.4	-128.1	-47.3	62.1	56.2
지배주주순이익	-228.7	-108.9	-21.9	71.5	62.5
증감률 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	-36.8	-13.6	-24.5	38.1	-5.6
영업이익 증감률	-57.1	-74.7	-33.9	-272.2	-23.2
EBITDA 증감률	-36.3	-46.7	-106.5	-2,066.1	-13.3
지배주주순이익의 증감률	흑전	-52.4	-79.9	-426.5	-12.6
EPS 증감률	적지	적지	적지	흑전	-12.5
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	10.4	3.0	-9.4	11.7	9.5
EBITDA Margin(%)	23.6	14.6	-1.2	17.8	16.3
지배주주순이익률(%)	-31.5	-17.4	-4.6	10.9	10.1

현금흐름표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	124.6	27.4	-59.6	23.8	37.9
당기순이익	0.0	0.0	-47.3	62.1	56.2
비현금항목의 가감	550.6	220.3	74.6	115.7	113.0
유형자산감가상각비	34.6	35.7	10.5	12.6	15.1
무형자산감가상각비	61.4	36.6	28.0	27.1	26.9
자본법평가손익	-56.3	-34.6	0.0	0.0	0.0
기타	510.9	182.6	36.1	76.0	71.0
영업활동자산부채증감	5.1	-17.1	17.8	-9.3	8.4
매출채권및기타채권의감소	-41.9	6.1	12.5	-14.7	3.0
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	-104.7	-144.7	-139.7
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	93.5	-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	108.5	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	98.4	90.2	96.7
기초현금 및 현금성자산	626.8	653.7	629.6	728.0	818.2
기말현금 및 현금성자산	653.7	629.6	728.0	818.2	914.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유자산	1,020.8	1,069.1	1,189.9	1,305.4	1,410.0
현금 및 현금성자산	653.7	605.0	728.0	818.2	914.9
단기금융자산	158.6	61.5	63.1	64.6	66.2
매출채권 및 기타채권	104.0	51.1	38.5	53.2	50.2
재고자산	80.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	24.1	351.5	360.3	369.4	378.7
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	3,296.7	3,421.2	3,540.3
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
자본자본	1,398.4	1,338.1	1,472.8	1,592.4	1,703.1
자본금	8.3	8.3	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	1,099.4	1,099.8	1,207.6	1,207.6	1,207.6
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	166.2	237.6	300.2
비지배자본	227.1	140.2	114.9	105.5	99.2
자본총계	1,625.5	1,478.4	1,587.7	1,697.9	1,802.3

투자지표					
12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,774	-1,318	-260	796	696
BPS	16,947	16,148	16,403	17,735	18,968
CFPS	2,767	1,115	325	1,980	1,885
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	-9.3	-12.4	-61.3	20.1	22.9
PER(최고)	-18.0	-21.0	-90.6		
PER(최저)	-8.1	-11.4	-49.5		
PBR	1.53	1.01	0.97	0.90	0.84
PBR(최고)	2.95	1.72	1.44		
PBR(최저)	1.33	0.93	0.79		
PSR	2.94	2.16	2.84	2.19	2.32
PCFR	9.3	14.7	49.2	8.1	8.5
EV/EBITDA	16.7	20.0	-295.2	14.1	15.2
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	-1.5	1.8	1.6
ROE	-14.9	-8.0	-1.6	4.7	3.8
ROIC	-0.5	1.6	-1.7	3.9	3.1
매출채권회전율	7.7	8.1	10.6	14.2	11.9
재고자산회전율	7.1	15.6			
부채비율	113.5	114.6	107.6	101.5	96.4
순차입금비용	30.6	22.4	13.0	6.7	0.9
이자보상배율(현금)	2.1	0.4	-0.8	1.4	1.1
총자입금	1,309.6	997.4	997.4	997.4	997.4
순이익금	497.4	330.9	206.4	114.6	16.3
NOPLAT	171.4	91.4	-5.9	116.0	100.6
FCF	56.0	74.6	-2.7	52.9	52.0

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 11월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 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 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

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

◎ 투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

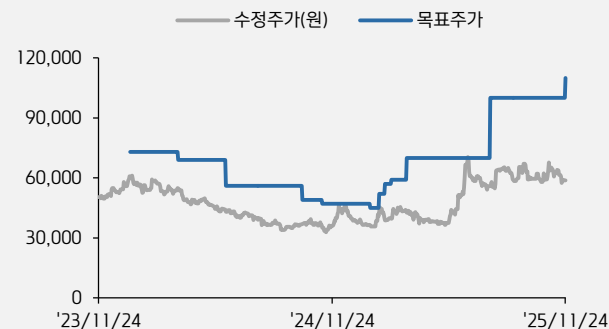
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오 (035720)	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	-41.64	-36.20
	2025-08-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-38.15	-34.70
	2025-09-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-37.96	-33.00
	2025-09-24	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-38.52	-32.30
	2025-11-24	BUY(Maintain)	110,000원	6개월		

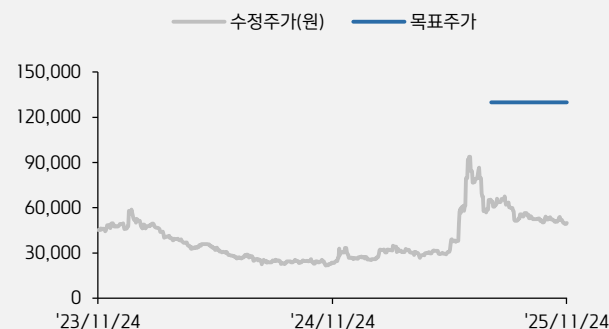
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오페이 (377300)	2025-07-29	BUY(Initiate)	130,000원	6개월	-51.59	-49.15
	2025-08-11	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-56.47	-48.08
	2025-11-05	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-57.16	-48.08
	2025-11-24	BUY(Maintain)	130,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

카카오(035720)



카카오페이(377300)



투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

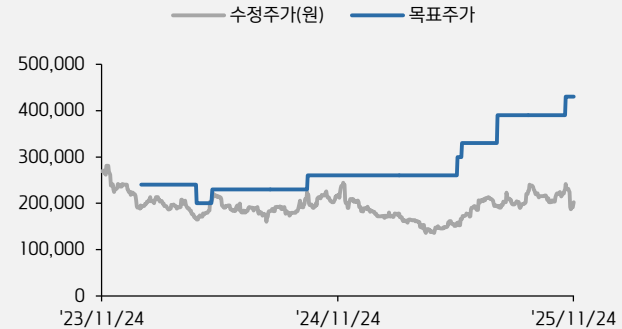
투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
엔씨소프트 (036570)	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
	2025-07-29	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-49.59	-47.82
	2025-08-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.33	-42.82
	2025-08-18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.65	-42.82
	2025-09-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.27	-38.46
	2025-11-03	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.00	-38.46
	2025-11-12	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-45.60	-43.72
	2025-11-17	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.12	-43.72
	2025-11-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오게임즈 (293490)	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	-15.91	-13.60
	2025-08-11	Outperform(Maintain)	19,000원	6개월	-15.50	-10.53
	2025-11-24	Outperform(Maintain)	18,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)

엔씨소프트(036570)



카카오게임즈(293490)

