

2026년 03월 24일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 인터넷/게임 Overweight(Maintain)

Value 이전 효과

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

RA 조준형 jun59057@kiwoom.com



AUTHENTICITY 98%



CLOUD SYSTEM



Contents



Value 이전 효과 02

I. AI 밸류에이션 03

- > AI 밸류 이전 효과에 주목 03
- > 실적 및 밸류에이션 적합도 03

II. AI 국내 확장성 13

- > 카카오그룹 강결합 전략 유요 13

III. AGI 달성이 중요 16

- > AGI 도달을 통한 밸류 현실화가 맥점 16

IV. MMORPG 잠재력 18

- > PC MMORPG: 공급 이슈가 맥점 18
- > 글로벌 MMORPG 진출 사례 21
- > 아이온2 글로벌 성공 가능성 26

기업분석 27

- > 카카오 (035720) 28
- > 카카오페이 (377300) 37
- > 엔씨소프트 (036570) 42

Compliance Notice

- 당사는 03월 24일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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.

Value 이전 효과

>>> 시대적 변화를 목도

최근 글로벌 SaaS 업체 레벨다운이 시장에서 큰 회사가 되고 있다. 당사는 이전부터 글로벌 AI 프린티어 백본을 보유한 글로벌 AI 업체들이 자율형 에이전트로 스텝을 밟아 나가면서 기존 레거시 업체들을 넘어서 고객과 다이렉트로 트랜잭션을 만들어 낼 것을 조망했으며, 현재 이와 연계된 밸류를 가지고 누가 경쟁력이 높은지를 검증하는 단계라고 할 수 있겠다. 당사는 이전부터 글로벌 백본 LLM을 단순 커머더티로 치부하는 논리는 다소 빈약하다고 판단한 바, 데이터센터 중심 막대한 투자자금과 이에 연계된 데이터 결집력으로 사용자 부가가치를 백본 업체들이 에이전트 중심으로 지속 창출해 나가면서 시장에서 그 입지를 넓혀갈 것으로 전망했으며, 현재 해당 의견에 대한 큰 변화는 없는 상태이다. 다만 레거시 업체들 입장에서는 이들 프린티어 업체와 소극적인 제휴에서 벗어나 주요 프로덕트별 타라인 제휴 등을 포함한 강결합을 가져갈 경우에 여타의 레거시 업체와 차별점을 만들어 내면서 지속 성장성에 대한 여력이 좀더 확보될 수 있을 것으로 판단한다. 다만 기존 레거시 업체 입장에서는 K-LLM 기제로 본인들의 솔루션 기제와 노하우를 접목한 커스텀 솔루션을 통해 프린티어 업체들과 부가가치를 기준으로 경쟁할 준비가 확보되어 있다면 해당 과정은 판단이 존재할 수 있으며 이런 변수에 대한 해답을 우리는 올해 중에 목도할 수 있을 것으로 적시한다. 주요 밸류 관점에서는 B2B 솔루션 기반 구독경제 이외에 B2C 세그먼트도 유사 경로의 경쟁강도가 높일 것으로 판단하며, 이에 신규 벤처 업체 및 프린티어 업체와 긴밀히 연계하는 얼라이언스 중심으로 해당 밸류가 높아질 것으로 조망하며, 동 과정에서 국내 상장사 중 카카오가 프린티어 AI 업체와 강결합을 이어가면서 지속 성장성에 대한 여력을 보인다는 점은 고무적이라고 판단한다. 결론적으로 주요 소프트웨어 중심 전망은 밸류 파괴가 아닌 상장을 준비하는 오픈시나 엔트로픽 중심으로 이전되면서 착시 효과가 나오는 것으로 해석하며, 이들 업체가 IPO를 진행하는 시점 전후로 토탈 밸류는 재차 의미있는 반등과 레벨업을 만들어 낼 것으로 종합 판단한다.

>>> 업종 최선호주 제시

당사는 상기 뷰 관점에서 인터넷 업종내 최선호주로 주요 AI 프린티어 업체들과 강결합을 가져갈 카카오와 카카오페이를 제시하며, 게임 업종에서 아이온2 중심으로 MMORPG 선두 경쟁력을 확보한 엔씨소프트를 최선호주로 제시한다.

I. AI 밸류에이션

>>> AI 밸류 이전 효과에 주목

글로벌 프린터 AI 그룹 기준 적정가치 2.9조달러 제시

당사는 글로벌 백본 중심 프린터 AI 그룹의 26E 기준 적정가치로 2.9조달러를 제시한다. 이는 30E 매출액 9,807억달러, 영업이익 1,759억달러 및 NOPLAT 1,231억달러 기준 잠재 PER 35배와 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준 현재가치이다. 프린터 AI 그룹의 구독 매출 세그먼트 비중은 올해 상호간 무차별에서 30E 기준 B2C 세그먼트 비중이 62.1%로 중기 이상으로 그 영향력이 증가될 것으로 전망한다. 또한 B2C 세그먼트 공헌이익도 26E 1,304억달러 적자에서 30E 기준 806억달러 흑자로 추세적 개선을 기록하면서 동 시점 기준 공헌이익률 12.1%와 공헌이익 비중 45.8%를 기록할 것으로 전망한다. 이는 B2C 기반 광고 비즈니스의 탄력적 증가 등에 기인한 것으로 현재와 같은 단순 매칭이 아닌 유저 데이터 및 셀러 니즈와 다이렉트 연동된 이커머스 GMV에 집중된 테이크레이트로 발동되는 사안임을 강조한다. 세그먼트 인당 구독단가도 30E 기준 B2C가 124달러, B2B가 352달러를 기록하면서 엔터프라이즈 중심 포텐셜을 강조하나, B2C 기준도 피지컬 및 자율주행, 자산관리 등 핵심 버티컬 부가가치와 연동될 영역들을 적극적으로 산입하지 않았음을 인지할 필요가 존재한다. 한편 30E 기준 B2B 공헌이익률은 30.5%에 도달하며 의미있는 마진 버퍼를 형성할 것으로 예상된다.

레거시 SaaS 리스크 부각은 밸류 이전 효과로 인식할 필요

당사는 글로벌 AI 기반 SaaS 시장규모를 30E 기준 3,126억달러로 시장침투율 40%를 기록할 것으로 전망한다. 이를 차감한 레거시 SaaS 시장은 연간 탑라인 그로스가 저감되어 30E 기준 전년대비 2.5% 감소할 것으로 추정되는 등 전반적인 시장 밸류가 위축될 것으로 전망한다. 최근 글로벌 SaaS 기반 빅테크 밸류 축소를 당사는 해당 과정으로 해석하며, 이는 기존 솔루션 엔터프라이즈 비즈니스 패권이 AI 백본을 가져갈 오픈AI 및 엔트로픽 등 글로벌 프린터 업체로 이동하는 과정으로, 기존 상장사는 이에 대한 직접적 강경합보다는 대항, 방어 및 소극적 제휴 등에 그치면서 해당 과정에서 우려를 증가시킬 개연성이 존재한다. 또한 밸류의 이전이 공모에서 사모로 이동하는 과정을 통해서 오픈AI 및 엔트로픽 등 프린터 업체들이 재차 IPO 시장에 진입할 시점을 전후로 토탈 밸류가 증가하는 과정을 통해 리스크 해소를 조망한다. 한편 프린터 AI 그룹 에이전틱 광고시장은 상기 강조한 이커머스 기반 다이렉트 광고 영향력 확대로 30E 기준 해당 마켓 1,565억달러와 전체 광고시장 침투율 11.4% 및 인터넷 광고시장 침투율 14.2%에 도달할 것으로 전망한다.

>>> 실적 및 밸류에이션 적합도

당사 프로젝트 기준 도달을 현실적 수준으로 해석

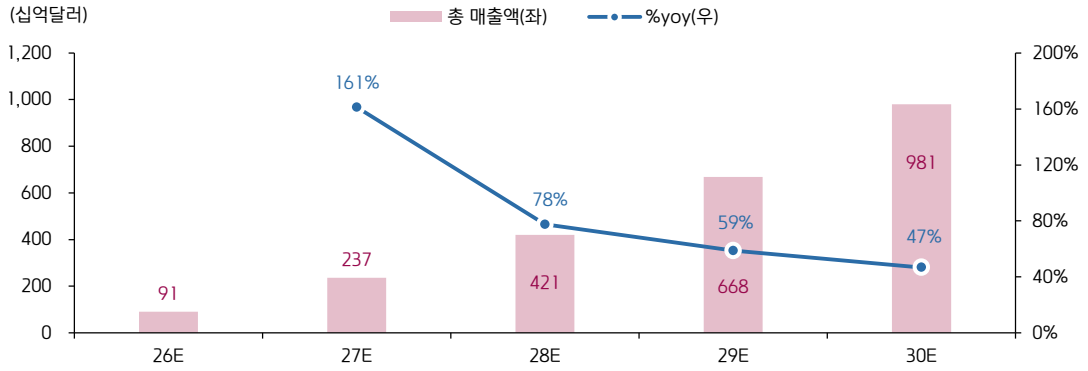
현재 오픈AI와 엔트로픽의 ARR 합산은 440억달러로 당사가 올해 기준 추정 중인 프린터 AI 그룹 매출액인 907억달러 대비 도달율은 48.5%를 기록 중이다. 또한 양사 합산 기준 포스트 밸류는 1.2조달러 수준으로 당사가 프린터 AI 그룹 기준 적정가치로 반영하는 2.9조달러 대비 도달률 41.4%를 기록 중이다. 당사가 프린터 그룹 기준 지표를 산정에 있어 글로벌 상위 3사를 기준으로 준용했음을 감안할 때 당사의 실적 및 밸류에이션에 대한 적합도가 합리적인 것으로 제시한다. PSR 기준에 있어서도 프린터 그룹 적정가치 기준 멀티플은 올해 32.4배에서 30E 3배로 노멀라이즈된다.

글로벌 프런티어 AI 그룹 실적 및 내재가치 분석

(십억달러)	26E	27E	28E	29E	30E
총 매출액	90.7	237.0	420.8	668.3	980.7
%yoy		161.2%	77.6%	58.8%	46.8%
B2C 기반 구독 매출	41.1	100.0	192.9	327.5	511.7
전세계 인구(백만명)	8,301	8,369	8,437	8,503	8,569
AI 보급률	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%
AI 사용 인구	1,660	2,092	2,531	2,976	3,428
구독 비율	6.0%	7.0%	8.0%	9.0%	10.0%
AI 구독 인구	100	146	202	268	343
월평균 구독단가(달러)	34.4	56.9	79.4	101.9	124.4
B2C 기반 광고 매출	8.6	40.6	71.0	109.3	156.5
글로벌 이커머스 거래액	6,880.0	7,375.0	7,886.0	8,408.7	8,940.9
에이전틱 이커머스 침투율	5.0%	20.0%	30.0%	40.0%	50.0%
에이전틱 이커머스 거래액	344.0	1,475.0	2,365.8	3,363.5	4,470.5
테이크레이트	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
글로벌 인터넷 광고시장	823.4	890.8	960.9	1,028.9	1,100.7
에이전틱 광고 침투율	1.0%	4.6%	7.4%	10.6%	14.2%
B2B 기반 구독 매출	41.0	96.4	156.9	231.4	312.6
포춘 500 매출	42,325.5	42,854.6	43,283.1	43,607.7	43,825.8
SaaS 기반 시장	482.6	551.1	627.7	712.1	781.4
매출 대비 지출율	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%
AI 커버리지 비율	8.5%	17.5%	25.0%	32.5%	40.0%
포춘 500 종업원수(백만)	71.6	72.5	73.2	73.7	74.1
인당 월평균 구독 환산(달러)	47.8	110.9	178.7	261.6	351.5
영업비용	238.5	338.0	454.7	607.9	804.8
매출비(%)	262.9%	142.6%	108.1%	91.0%	82.1%
B2C 유료 데이터 원가	21.8	43.4	77.8	128.3	200.2
일간 프롬프트 한도(개수)	20.0	25.0	30.0	35.0	40.0
프롬프트 처리 단가(센트)	3.0	3.3	3.5	3.8	4.0
원가율	53.1%	43.4%	40.3%	39.2%	39.1%
B2C 무료 데이터 원가	113.9	113.6	110.8	108.7	112.6
일간 프롬프트 한도(개수)	10.0	8.0	6.5	5.5	5.0
프롬프트 처리 단가(센트)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
B2B 데이터 원가	18.5	38.6	54.9	69.4	78.1
원가율	45.0%	40.0%	35.0%	30.0%	25.0%
판관비	84.3	142.4	211.2	301.5	413.9
광고 플랫폼 RS	4.3	20.3	35.5	54.7	78.2
CP 코스트	16.4	39.3	70.0	111.8	164.8
상각비 등 고정비	54.5	59.1	63.6	68.2	72.7
기타비용	9.1	23.7	42.1	66.8	98.1
영업이익	-147.8	-101.0	-33.9	60.3	175.9
OPM	-162.9%	-42.6%	-8.1%	9.0%	17.9%
NOPLAT				42.2	123.1
Potential PER(x)					35.0
26E Fair Value					2,943.7

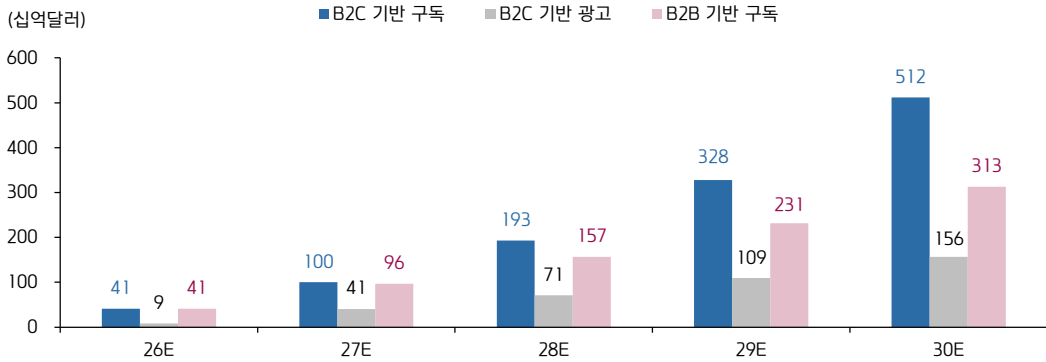
- 주1: 프런티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 - 주2: 광고 플랫폼 RS는 B2C 기반 광고 매출 대비 50% 비중 적용
 - 주3: CP 코스트는 광고를 제외한 전체 매출액 대비 20% 비중 적용
 - 주4: 상각비 등 고정비는 26E 30GW 기준에서 연간 2.5GW 증가된 투자액 기준
 - 주5: 주4 관련 상각비는 투자 컨소시엄 참여율 25% 및 상각기간 5.5년을 준용해 산정
 - 주6: 기타비용은 총 매출액 대비 10% 비중 적용
 - 주7: 법인세율 30% 및 연간 할인율 10% 적용
- 자료: UN, Magna Global, IDC, Bloomberg, EMARKETER, 통계청, 키움증권 리서치 추정

프런티어 AI 그룹 매출 전망



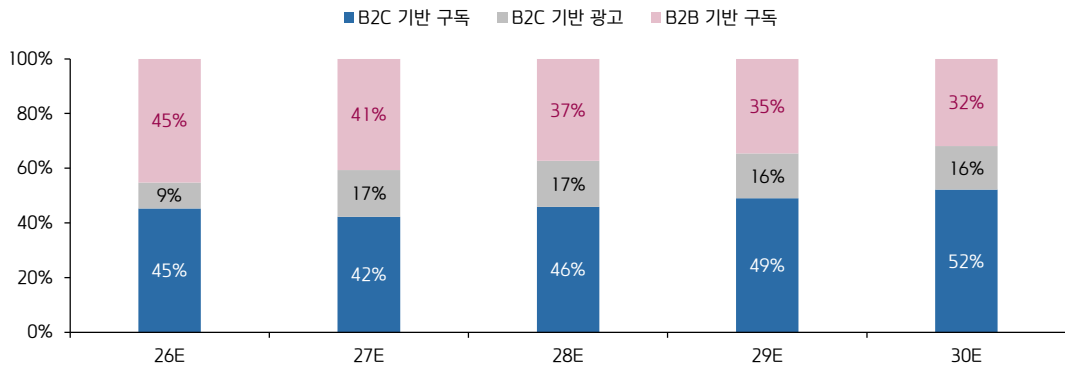
주: 프런티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프런티어 AI 그룹 매출 브레이크다운



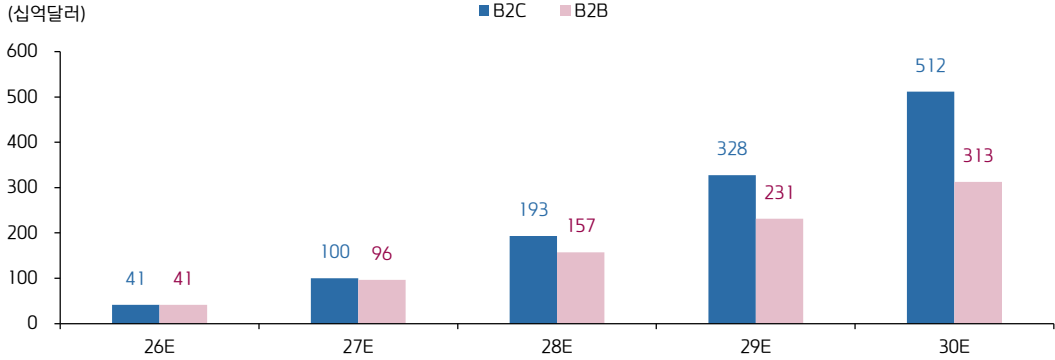
주: 프런티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프런티어 AI 그룹 매출 세그먼트별 비중



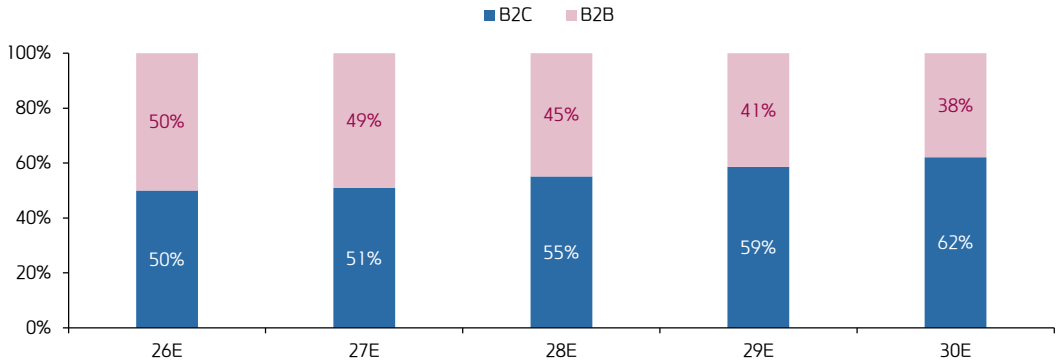
주: 프런티어 AI 그룹은 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 구독 매출 브레이크다운



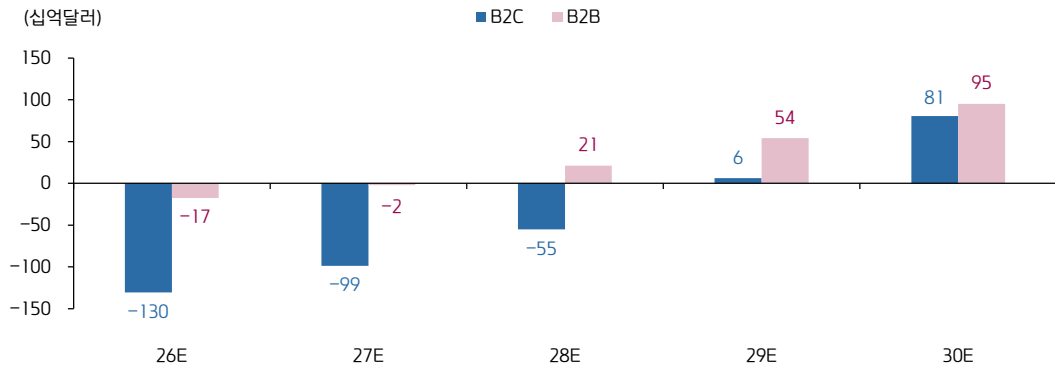
주: 프린티어 AI 그룹은 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 구독 매출 세그먼트별 비중



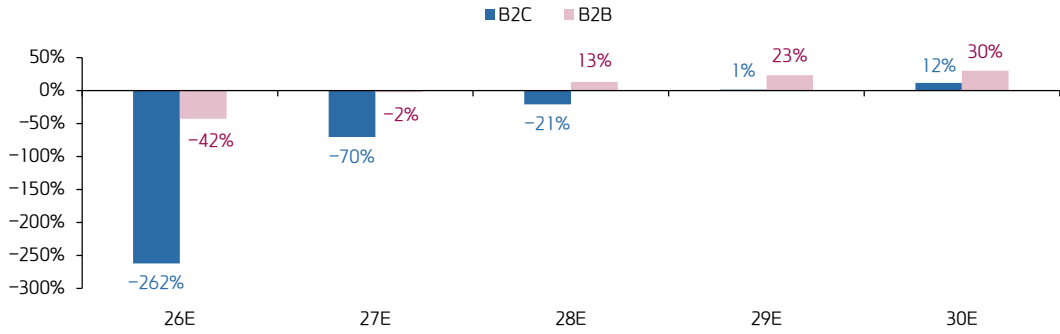
주: 프린티어 AI 그룹은 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 세그먼트별 공헌이익 분석



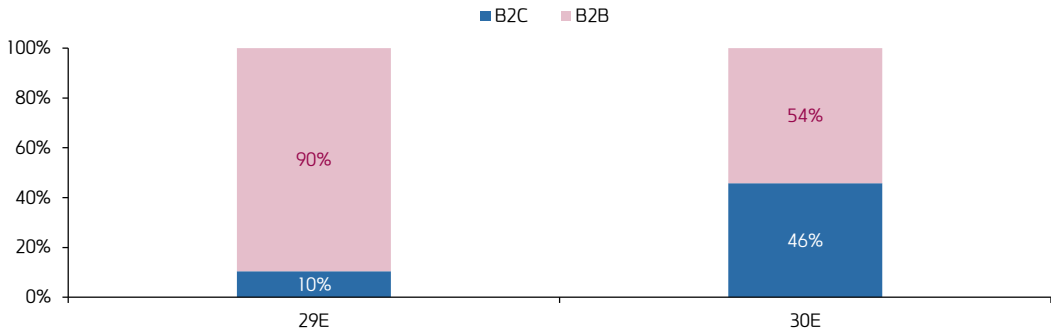
주1: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 주2: 공헌이익은 영업이익을 대상으로 하기 가정을 추가하여 산정
 주3: CP 코스트는 광고 세그먼트를 제외한 전 매출 영역을 대상으로 20% 비중 적용
 주4: 상각비 등 고정비는 세그먼트별 구독 매출 비중을 준용하여 구분 적용
 주5: 기타비용은 세그먼트별 50% 비중으로 각각 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 세그먼트별 공헌이익률 비교



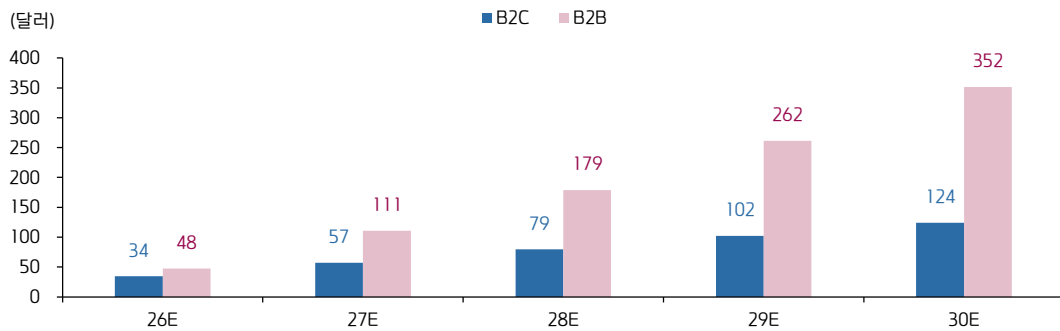
주1: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 주2: 공헌이익은 영업이익을 대상으로 하기 가정을 추가하여 산정
 주3: CP 코스트는 광고 세그먼트를 제외한 전 매출 영역을 대상으로 20% 비중 적용
 주4: 상각비 등 고정비는 세그먼트별 구독 매출 비중을 준용하여 구분 적용
 주5: 기타비용은 세그먼트별 50% 비중으로 각각 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 세그먼트별 공헌이익 비중



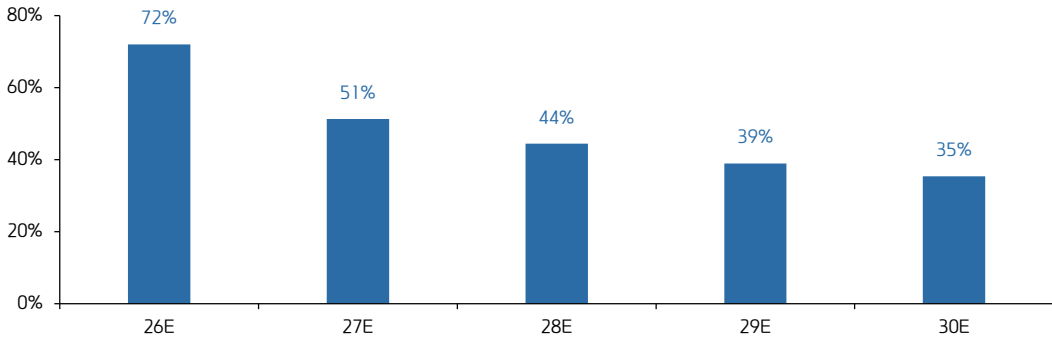
주1: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 주2: 공헌이익은 영업이익을 대상으로 하기 가정을 추가하여 산정
 주3: CP 코스트는 광고 세그먼트를 제외한 전 매출 영역을 대상으로 20% 비중 적용
 주4: 상각비 등 고정비는 세그먼트별 구독 매출 비중을 준용하여 구분 적용
 주5: 기타비용은 세그먼트별 50% 비중으로 각각 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 세그먼트별 인당 구독단가 비교



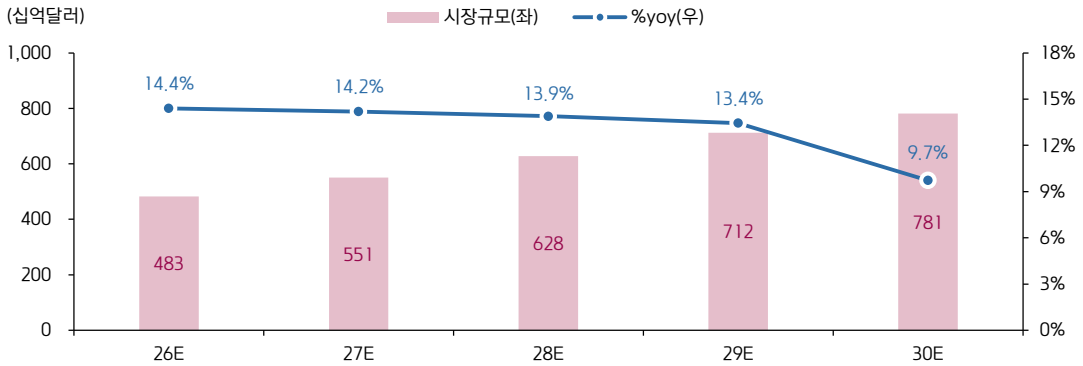
주: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프린티어 AI 그룹 B2C 구독단가 도달률



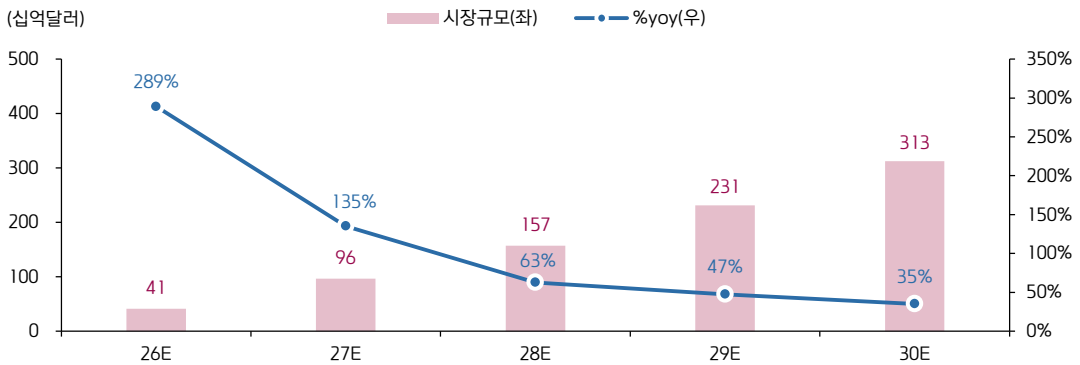
주1: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 주2: 도달률은 B2B 대비 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

글로벌 SaaS 시장 전망



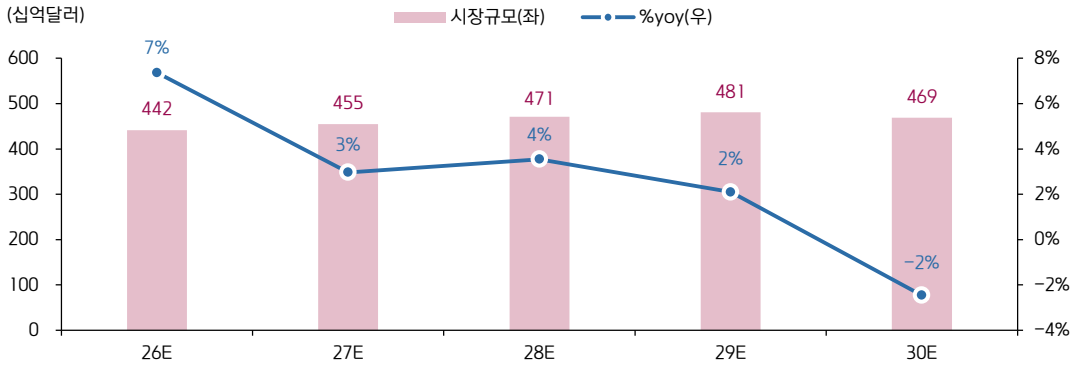
주: Applications 기준
 자료: IDC, Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 AI 기반 SaaS 시장 전망



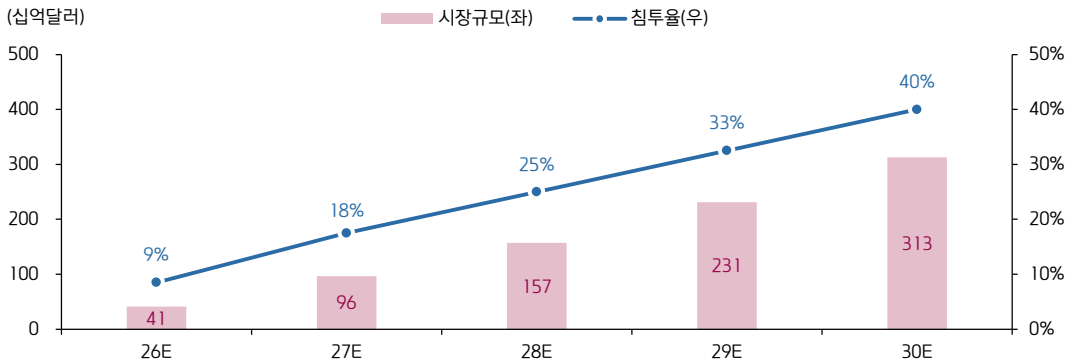
주: 프린티어 AI 그룹 B2B 기반 구독 매출 준용
 자료: 키움증권 리서치 추정

글로벌 레거시 SaaS 시장 전망



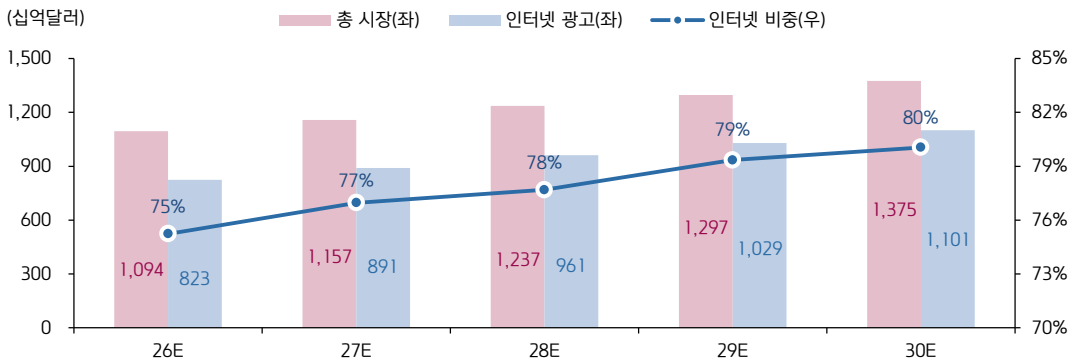
주: Applications 기준 시장규모에서 프런티어 AI 그룹 B2B 기반 구독 매출 차감
 자료: IDC, Bloomberg, 키움증권 리서치 추산

글로벌 AI 기반 SaaS 시장 침투율



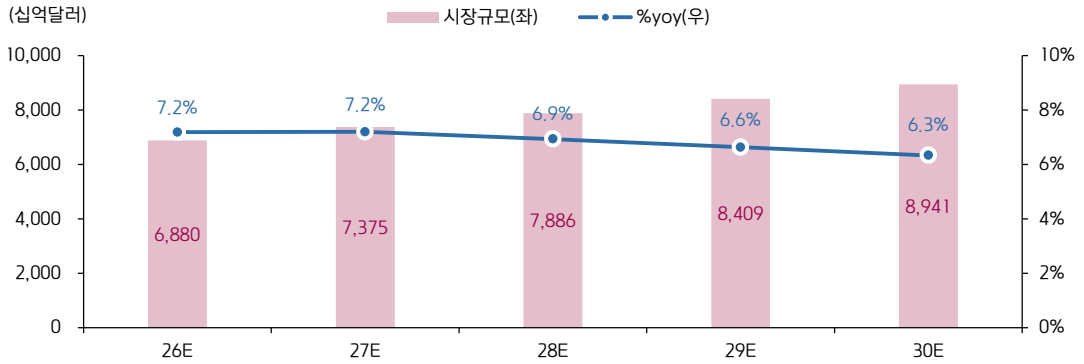
주1: 전체 SaaS 시장은 Applications 기준
 주2: AI 기반 SaaS 시장은 프런티어 AI 그룹 B2B 기반 구독 매출 준용
 자료: IDC, Bloomberg, 키움증권 리서치 추산

글로벌 광고시장 전망 및 인터넷 비중



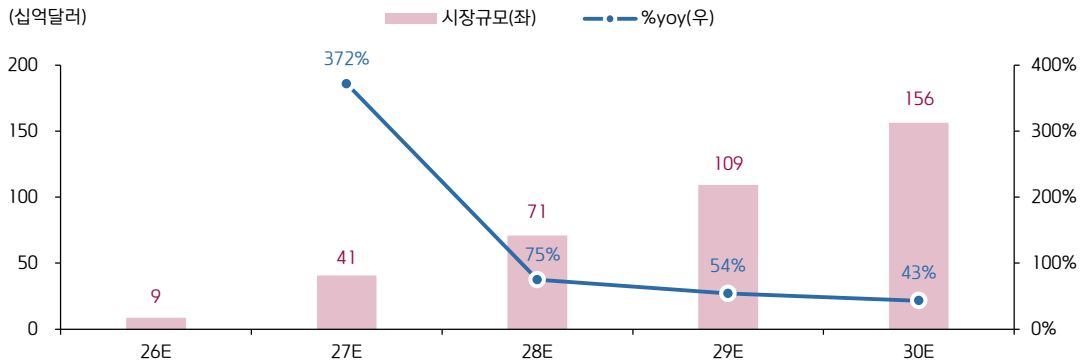
자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권 리서치

글로벌 리테일 이커머스 시장 전망



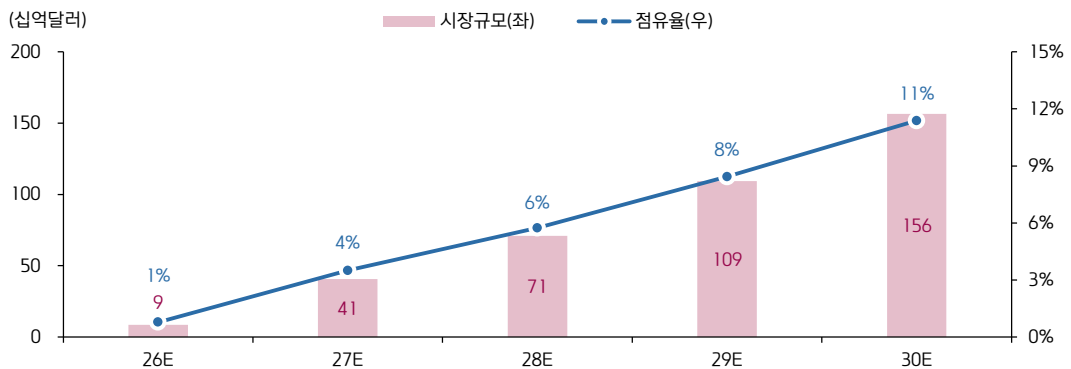
주: 29E 및 30E 수치는 당사 추정치 기준
 자료: EMARKETER, 키움증권 리서치

프런티어 AI 그룹 에이전틱 광고시장 전망



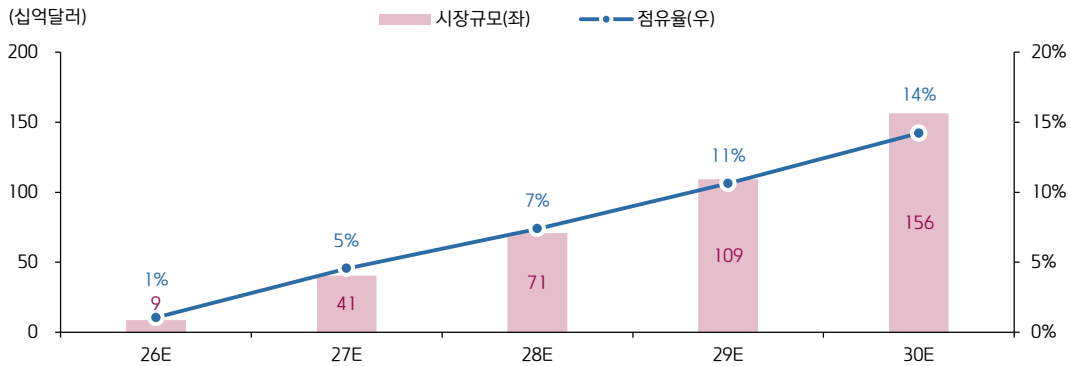
주: 프런티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

프런티어 AI 그룹 에이전틱 광고시장 점유율 전망



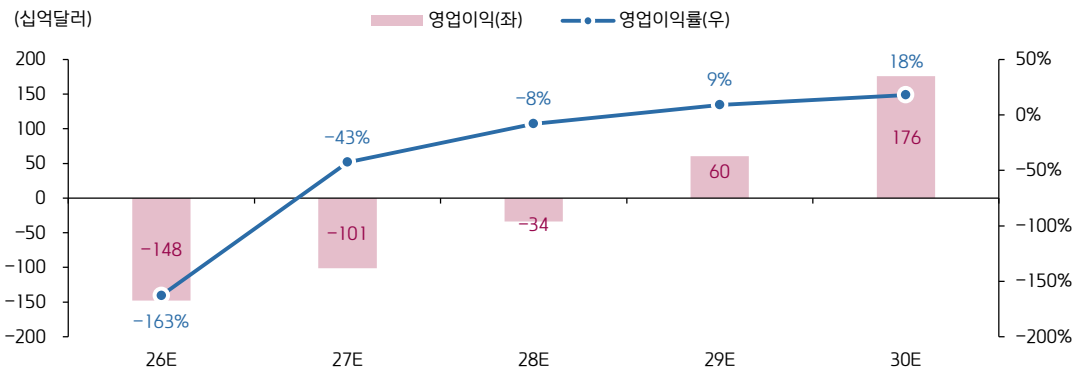
주: 점유율은 글로벌 전체 광고시장 대비 비중
 자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권 리서치

프린티어 AI 그룹 에이전틱 광고시장 인터넷 세그먼트 점유율 전망



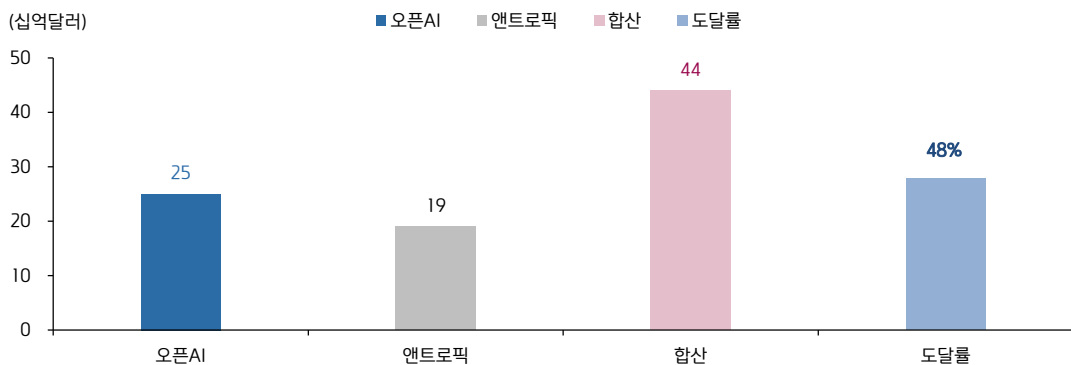
주: 점유율은 글로벌 인터넷 광고시장 대비 비중
 자료: Magna Global, Bloomberg, 키움증권 리서치

프린티어 AI 그룹 영업이익 전망



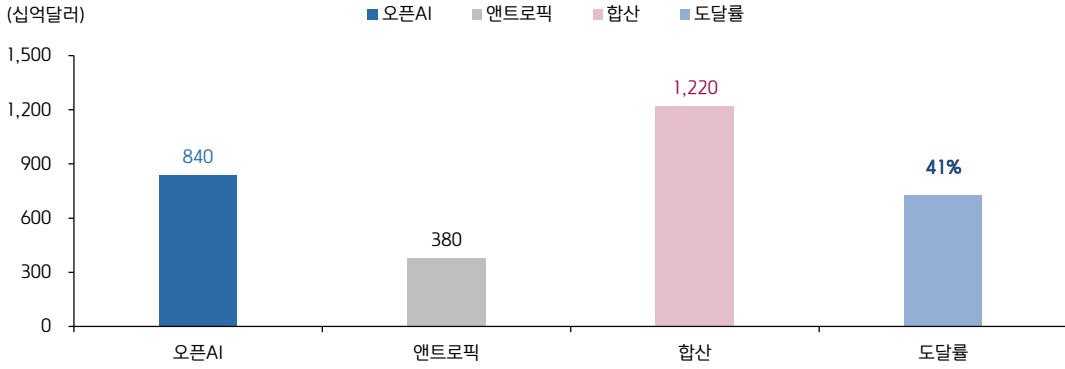
주: 프린티어 AI 그룹은 글로벌 상위 3개 업체 기준
 자료: 키움증권 리서치 추정

AI 주요 프린티어 업체별 ARR 및 도달률



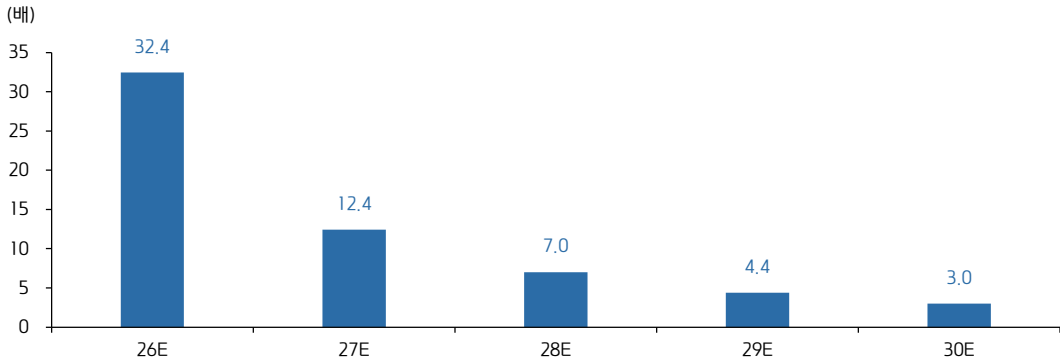
주1: Annualized Run Rate 정의 준용
 주2: 도달률은 26E 프린티어 AI 그룹 매출 대비 비중으로 환산
 자료: 각 사, 언론 보도자료, 키움증권 리서치

AI 주요 프런티어 업체별 포스트밸류 및 도달률



주: 도달률은 26E 프런티어 AI 그룹 Fair Value 대비 비중으로 환산
 자료: 각 사, 키움증권 리서치

글로벌 프런티어 AI 그룹 기준 연간 PSR



주: 해당 지표는 프런티어 AI 그룹 Fair Value를 연간 매출로 나누어 산출
 자료: 키움증권 리서치 추정

II. AI 국내 확장성

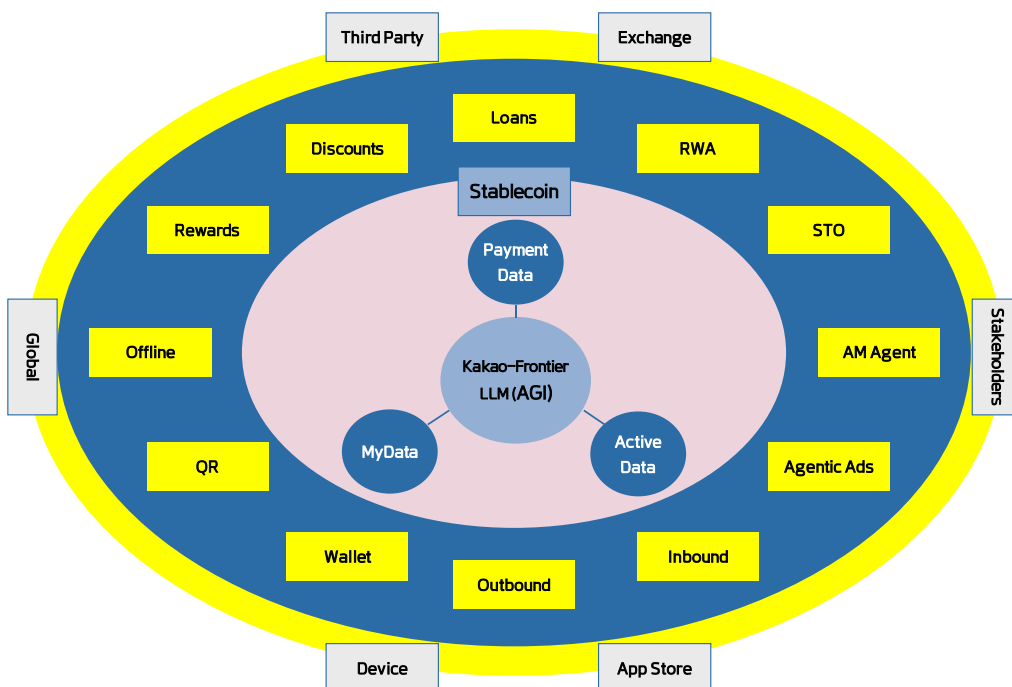
>>> 카카오그룹 강결합 전략 유효

카카오와 AI 프런티어 업체간 강결합이 주요 기제

카카오그룹은 오픈AI 및 구글 등의 주요 백본 기반 글로벌 빅테크와 프런티어 모델을 연계하는 긴밀한 협력을 지속할 것으로 관측하며, 이를 통해서 유연한 멀티 협력 체제를 구축할 것으로 조망하고, 해당 과정에서 동사가 확보한 주요 버티컬 계열사 기반 유저 데이터를 연계한 모빌리티, 자산관리 등 특정 영역에서 자율형 에이전트의 확장성을 여전히 가지고 있음을 강조하며 특 기반 커뮤니케이션 플랫폼의 영속성을 활용한 서드파티 파트너와 얼라이언스를 통해 관련 GMV 및 광고 확장성을 전망한다.

이에 따라 당사는 카카오 및 프런티어 AI 업체별 강결합을 통한 카카오 AI 내재가치를 15조원으로 제시하며 이는 30E 매출액 11.7조원과 영업이익 1.7조원 및 세후 영업이익 1.3조원을 기준으로 잠재 PER 35배 및 연간 할인율 10%를 적용한 올해 기준의 현재가치에서 카카오 귀속분 50%를 적용한 수치다. 카카오그룹의 주요 핵심 버티컬 계열사인 카카오페이는 자산관리 에이전트의 중장기 진화가 주요한 투자포인트로 작동하는 가운데 이에 연동한 자율형 에이전트 기제로 스테이블코인이 워킹하나 이는 동사가 기존 머니 기반 에코시스템을 확보하고 있음을 감안할 때 현실적 이점은 진행 중이라 할 수 있으며 본질적으로 동사 밸류를 관통하는 핵심 기제가 프런티어 백본과 동사의 투자 및 금융 등 세그먼트를 아우르는 유저 및 얼라이언스 데이터를 결합한 실질적 자산관리의 밸류 레벨업에 있다.

카카오그룹 AI 에코시스템 분석



주: AGI(Artificial General Intelligence), 자료: 키움증권 리서치

카카오 AI 내재가치 분석

(십억원)	26E	27E	28E	29E	30E
총 매출액	100.8	945.1	3,175.1	6,796.7	11,742.1
%yoy		837.2%	235.9%	114.1%	72.8%
특 기반 에이전트		399.6	2,046.0	4,880.2	8,839.2
MAU(천명)	49,588	49,786	49,936	50,061	50,161
PUR		1.9%	4.9%	7.9%	10.9%
PU(천명)		935	2,436	3,944	5,456
월간 구독료(달러)		25	50	75	100
원/달러 환율		1,425	1,400	1,375	1,350
월간 구독료(천원)		36	70	103	135
에이전틱 광고	95.8	425.0	716.3	1,060.6	1,456.3
일수	184	365	366	365	365
일평균 매출	0.5	1.2	2.0	2.9	4.0
테이크레이트	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
커버리지(조원)	3.8	15.5	23.9	32.6	41.6
인하우스 GMV	0.2	0.9	1.4	1.9	2.4
서드파티 GMV	3.6	14.6	22.5	30.8	39.2
TAM(조원)	149.1	300.3	309.3	317.0	323.4
선물하기 GMV	4.2	8.8	9.1	9.3	9.5
서드파티 GMV	144.9	291.5	300.2	307.7	313.9
커버리지 비율	2.6%	5.1%	7.7%	10.3%	12.9%
선물하기 커버리지	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
서드파티 커버리지	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%
로열티 매출	5.0	120.5	412.7	855.9	1,446.7
자산관리 에이전트		83.8	328.2	708.0	1,220.9
에이전틱 결제광고	5.0	36.7	84.6	147.9	225.8
영업비용	264.6	950.7	3,020.7	6,040.3	10,024.3
매출비(%)	262.4%	100.6%	95.1%	88.9%	85.4%
특 기반 에이전트 원가		396.6	1,311.6	2,600.1	4,304.7
PU(천명)		935	2,436	3,944	5,456
일간 프롬프트 한도(개수)		25	30	35	40
일수		365	366	365	365
단가(센트)		3.25	3.50	3.75	4.00
원/달러 환율		1,425	1,400	1,375	1,350
단가(원화)		46	49	52	54
판관비	264.6	554.2	1,709.1	3,440.2	5,719.6
CP 코스트		135.8	628.0	1,448.0	2,581.7
상각비 등 고정비	254.5	323.9	763.6	1,312.5	1,963.6
기타비용	10.1	94.5	317.5	679.7	1,174.2
영업이익	-163.8	-5.6	154.4	756.4	1,717.8
OPM	-162.4%	-0.6%	4.9%	11.1%	14.6%
세후 영업이익				558.3	1,255.3
법인세율				26.2%	26.9%
잠재 PER					35.0
26E 내재가치					30,009.0
카카오 귀속분					15,004.5

주1: 카카오와 프런티어 AI 업체와 수익배분율은 백본 모델과 데이터간 상호 반대급부 반영으로 세후 영업이익 기준 50:50 설정

주2: 에이전틱 광고는 3Q26E 런칭을 가정하여 주요 지표를 설정

주3: 서드파티 TAM은 온라인쇼핑 GMV에서 선물하기 GMV를 차감한 로직을 준용해 당사 추정

주4: 상각비 등 고정비는 26E IGW 기준에서 연간 0.25GW 증가된 투자액 기준

주5: 주4 관련 비용은 PUR 및 일정 유저 버퍼를 감안한 대상액에서 5.5년 상각을 전제로 산출

주6: 로열티 수취 대상은 계열사인 카카오페이로만 한정했으며, 해당 비율은 30%를 가정하여 산출

주7: CP 코스트는 특 기반 에이전트 및 자산관리 에이전트 그로스 매출을 기준으로 20% 적용

주8: 기타비용은 총 매출 대비 10%를 적용해 산출

자료: 카카오, 카카오페이, 통계청, 키움증권 리서치

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3	2,665.4	4,137.5	6,050.7
결제서비스	443.4	490.0	518.1	572.1	614.0	641.3	651.0	641.3
금융서비스	142.8	244.1	388.0	508.9	597.2	676.2	737.3	787.9
자산관리 에이전트					279.4	1,094.0	2,360.1	4,069.6
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238	27,715
PUR					1.3%	3.3%	5.3%	7.3%
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
월간 구독료(달러)					50	75	100	125
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
월간 구독료(천원)					71	105	138	169
에이전틱 광고				10.0	73.3	169.1	295.8	451.6
결제 TPV(조원)				26.5	58.6	65.9	72.5	78.0
Penetration Rate				1.5%	4.6%	8.6%	12.6%	16.6%
테이크레이트				2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
플랫폼서비스	29.1	32.1	52.3	65.6	75.4	84.8	93.3	100.3
영업비용	672.0	823.7	908.0	1,031.2	1,415.9	2,198.2	3,330.4	4,854.3
지급수수료	318.0	360.2	384.4	420.8	700.3	1,375.8	2,395.8	3,798.1
자산관리 에이전트 원가					149.3	534.3	1,131.7	1,981.9
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
일간 프롬프트 한도(개수)					25	30	35	40
일수					365	366	365	365
단가(센트)					3.5	4.0	4.5	5.0
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
단가(원화)					50	56	62	68
자산관리 에이전트 로열티					83.8	328.2	708.0	1,220.9
RS					30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
에이전틱 결제광고 로열티				5.0	36.7	84.6	147.9	225.8
RS				50%	50%	50%	50%	50%
인건비	203.1	215.4	260.0	294.9	324.4	348.7	366.2	380.8
광고선전비	56.5	65.5	94.8	109.9	153.8	207.7	275.2	357.7
기타	94.3	182.5	168.8	205.6	237.3	265.9	293.2	317.7
영업이익	-56.6	-57.5	50.4	125.4	223.4	467.2	807.1	1,196.4
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	5.3%	10.8%	13.6%	17.5%	19.5%	19.8%
영업외손익	50.9	52.1	27.1	32.0	42.0	52.0	62.0	72.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	77.5	157.4	265.4	519.2	869.1	1,268.4
법인세비용	17.3	16.2	21.8	38.1	63.1	132.9	229.1	338.9
법인세율	-305.8%	-300.4%	28.1%	24.2%	23.8%	25.6%	26.4%	26.7%
당기순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3	386.3	640.0	929.5
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	5.8%	10.3%	12.3%	14.5%	15.5%	15.4%
지배주주지분	2.5	-13.7	45.2	104.4	179.6	347.7	584.0	859.8
%YoY	-95.3%	적전	흑전	130.8%	72.0%	93.6%	68.0%	47.2%
CAGR(26E-30E)								80.2%
잠재 PER(배)								30.0
26E 적정가치								17,617.6
발행주식수(백만주)								135.2
주당 적정가치(원)								130,284

주1: 자산관리 에이전트 로열티 비중 30% 적용, 연간 할인율 10% 적용

주2: 에이전틱 광고는 3Q26E 런칭을 가정하여 주요 지표를 설정

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

III. AGI 달성이 중요

>>> AGI 도달을 통한 밸류 현실화가 핵심

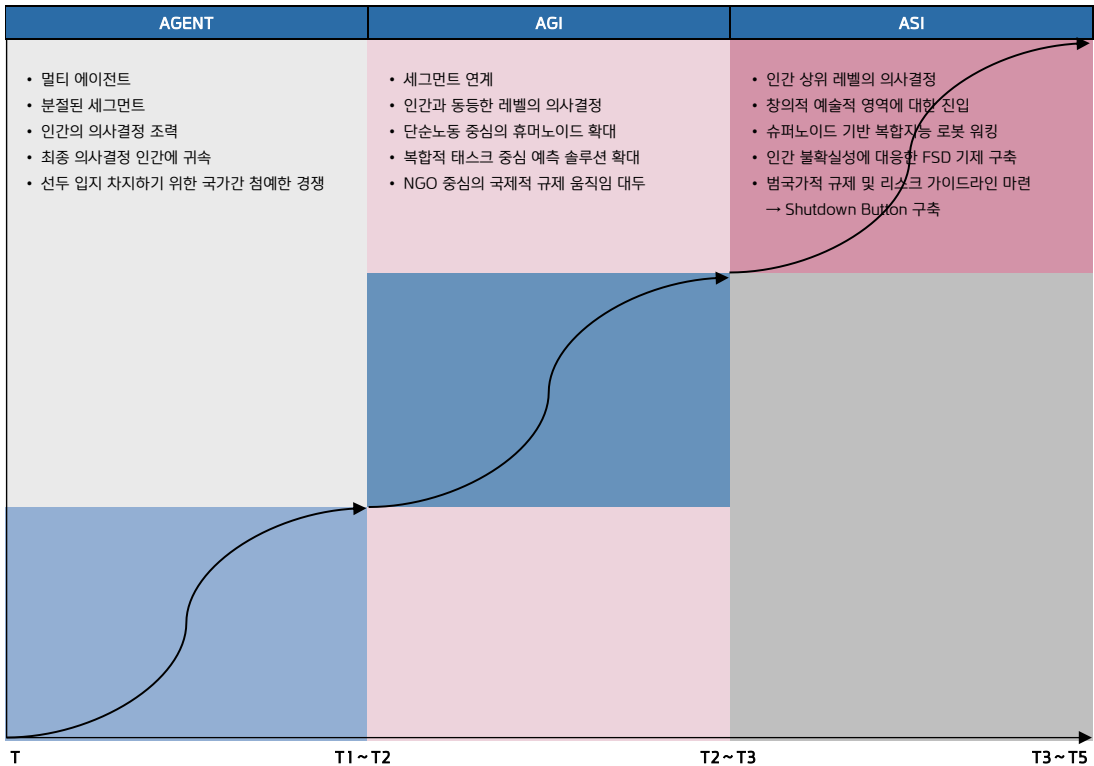
현 시점에서 1~2년내 AGI 달성 가능성이 검증될 필요

AI 세그먼트에 대한 막대한 투자와 글로벌 빅테크들의 치열한 경합 등을 기반으로 볼 때, 해당 환경에 기반한 AGI 달성 가능성이 온전히 1~2년 이내 투영되어야 AI 관련 버블 노이즈를 잠재울 수 있을 것으로 판단한다. 현재 백본 기반 프런티어 모델을 통한 B2B 및 B2C 세그먼트로 확장해 나가는 오픈AI와 엔트로픽 등 주요 업체들의 무게감이 증가했다 할 수 있으며 이들 업체들을 중심으로 자율형 에이전트를 포함한 의미있는 결과물이 지속 요구될 것으로 판단한다.

주요 이해관계자간 이해충돌 지속 및 관련 조율이 요구

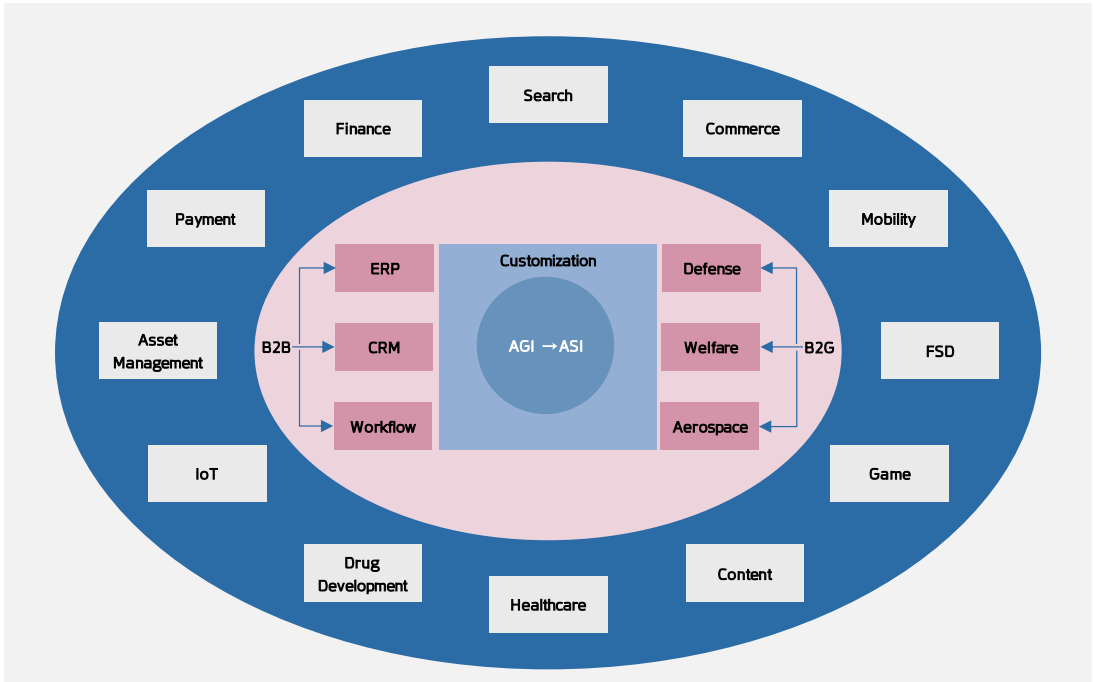
당사는 최근 글로벌 SaaS 밸류 축소 등 주요 이벤트를 선제적으로 조망했으며, 기존 레거시 업체들이 백본 기반 업체들과 대립, 방어 및 소극적 제후 등과 연계해 이해충돌 현상이 당분간 지속될 것으로 판단한다. 다만 벤처 중심 신생 기업은 백본 중심 프런티어 업체와 강결합 및 전략적 제후를 지속하며 사모시장 중심의 밸류 확산이 이어지고 관련 에코시스템이 공고화 될 것으로 판단한다. 또한 프런티어 업체들과 정부간의 협상력 변수도 향후 지속적으로 증가할 것으로 판단하며, 글로벌 인류를 위한 AGI 도달 및 이에 대한 합리적 관리를 위해 범정부적 기관의 일정 영향력 필요에 대한 대중적 니즈가 지속적으로 증가할 것으로 전망한다.

AI 진화 조감도



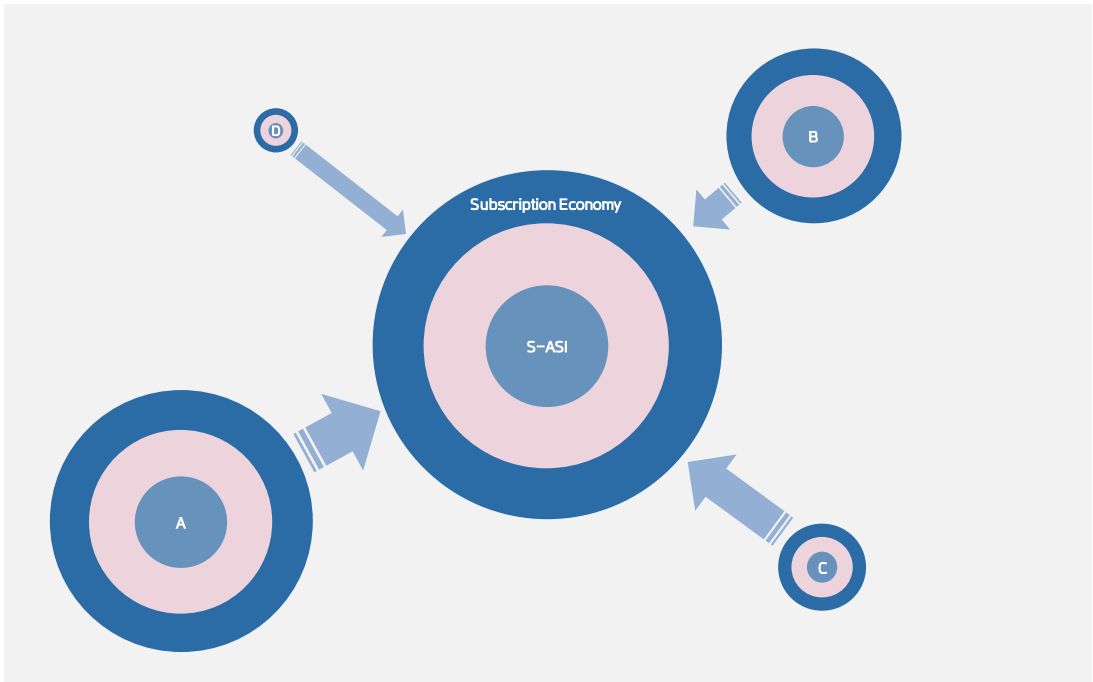
주: AGI(Artificial General Intelligence), ASI(Artificial Super Intelligence)
 자료: 키움증권 리서치

AI 서비스 계층도



주: 파란색 영역은 B2C 서비스를 지칭
 자료: 키움증권 리서치

AI 구독경제 차등화



자료: 키움증권 리서치

IV. MMORPG 잠재력

>>> PC MMORPG: 공급 이슈가 핵심

2018년을 기점으로 현저히 줄어든 PC MMORPG 공급

국내 PC MMORPG는 2000년대 이후 PC 보급이 본격화되면서, 1996년 '바람의 나라'와 1997년 '리니지'를 시작으로 국내 온라인 게임 시장의 주류로 자리잡았다. PC MMORPG는 '00~'10년대까지 전성기를 구가했으나, 2018년을 기점으로 무려 5년 간 공급이 끊겼다. 이는 첫째 막대한 개발 비용이 드는 PC MMORPG의 개발비와 점점 늘어나는 긴 개발 기간으로 인해 손익 분기점을 맞추기 어려워졌고(이카루스: 500억, 블레스: 700억, 로스트아크: 1,000억 등), 둘째 대작으로 기대를 모았던 '이카루스'와 '블레스'가 연달아 흥행에 참패하면서 PC MMORPG 개발의 리스크가 커졌기 때문이다. 여기에 더해 2017년 '리니지M'의 거대한 성공으로 개발사들이 상대적으로 개발비가 덜 들면서도 높은 매출을 기대할 수 있는 모바일 MMORPG 개발에 주력하며 PC MMORPG 공급은 급격히 줄어들었다.

국내 PC MMORPG History: 2018년 이후 오랜 출시 공백

타이틀	출시 연도	개발사	개발비	서비스 여부
바람의 나라	1996	넥슨	약 6억 원	서비스 지속
리니지	1998	엔씨소프트	-	서비스 지속
일랜시아	1999	넥슨	-	서비스 종료
뮤 온라인	2001	웹젠	-	서비스 지속
라그나로크 온라인	2002	그라비티	-	서비스 지속
메이플스토리	2003	위젯(넥슨)	-	서비스 지속
리니지 2	2003	엔씨소프트	약 500억 원	서비스 지속
테일즈위버	2003	소프트맥스	-	서비스 지속
RF 온라인	2004	CCR	약 80억 원	서비스 종료
마비노기	2004	데브캣(넥슨)	-	서비스 지속
그라나도 에스파다	2006	imc 게임즈	약 200억 원	서비스 지속
C9	2009	NHN 게임즈	약 30억 원	서비스 종료
마비노기 영웅전	2010	데브캣(넥슨)	-	서비스 지속
테라	2011	블루홀(크래프톤)	약 400억 원	서비스 종료
블레이드 앤 소울	2012	엔씨소프트	약 500억 원	서비스 지속
아이온	2012	엔씨소프트	약 230억 원	서비스 지속
아키에이지	2013	엑스엘게임즈	약 300억 원	서비스 종료
이카루스	2014	위메이드	약 500억 원	서비스 지속
검은사막	2014	필어비스	약 200억 원	서비스 지속
블레스	2016	네오위즈	약 700억 원	서비스 종료
로스트아크	2018	스마일게이트	약 1,000억 원	서비스 지속
TL	2023	엔씨소프트	약 1,500억 원	서비스 지속
아이온 2	2025	엔씨소프트	약 1,000억 원	서비스 지속

주: 각 게임 별 개발비는 언론 매체 보도를 기반으로 한 추산치
 자료: 키움증권 리서치

모바일 MMORPG 출시건수가 약 4.5배 더 높은 수준

실제로 2021~2025년 5년간, PC MMORPG 게임 출시 건수는 2건에 불과했지만, 크로스 플랫폼을 포함한 모바일 MMORPG 게임 출시 건수는 9건에 달하는 등, 약 4.5배에 달하는 차이를 보였다. PC MMORPG 게임의 공급 자체가 많지 않았음을 알 수 있다. 특히 해당 기간 출시된 'TL'과 '아이온 2'는 모두 특정 1개 사(엔씨소프트)만의 사례였다는 점을 살펴볼 때, 개발사 비중 역시 편중되어 있다.

국내 모바일 MMORPG History: 2017년 이후로 급증

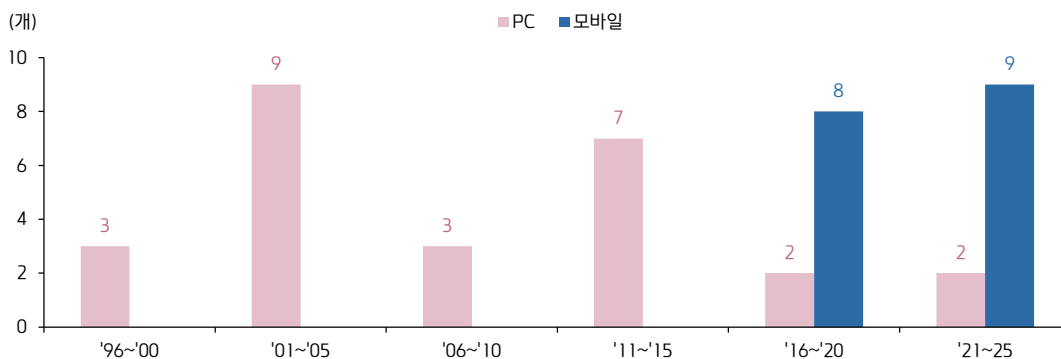
게임 제목	출시 연도	개발사	개발비	서비스 여부
뮤 오리진	2015	웹젠	-	서비스 종료
리니지 2 레볼루션	2016	넷마블	-	서비스 지속
리니지 M	2017	엔씨소프트	약 1,000억 원	서비스 지속
라그나로크 M	2017	그라비티	-	서비스 지속
검은사막 모바일	2018	펄어비스	-	서비스 지속
블레이드&소울 레볼루션	2018	넷마블	약 100억 원	서비스 지속
리니지 2M	2019	엔씨소프트	약 400억 원	서비스 지속
V4	2019	넥슨	약 100억 원	서비스 종료
라그나로크 오리진	2020	그라비티	-	서비스 종료
바람의 나라: 연	2020	넥슨	-	서비스 지속
리니지 W	2021	엔씨소프트	-	서비스 지속
오딘: 발할라 라이징	2021	라이온하트(카카오게임즈)	-	서비스 지속
나이트 크로우	2023	위메이드	-	서비스 지속
아키에이지 워	2023	엑스엘게임즈(카카오게임즈)	약 400억 원	서비스 지속
프라시아 전기	2023	넥슨	-	서비스 지속
레이븐 2	2024	넷마블	-	서비스 지속
아스달 연대기	2024	넷마블	-	서비스 지속
마비노기 모바일	2025	데브캣(넥슨)	약 1,000억 원	서비스 지속
밴피르	2025	넷마블	-	서비스 지속

주1: 각 게임 별 개발비는 언론 매체 보도를 기반으로 한 추산치

주2: 크로스 플랫폼 게임 포함

자료: 키움증권 리서치

국내 PC vs 모바일 MMORPG 게임 출시개수 추이



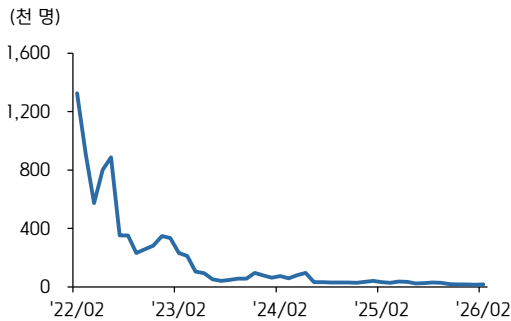
자료: 각 사, 키움증권 리서치

PC MMORPG 장르의 글로벌 수요는 충분히 존재

그럼에도 불구하고 글로벌 PC MMORPG 유저층의 수요는 충분히 존재한다고 판단한다. 이는 국내 PC MMORPG 게임의 글로벌 진출 사례를 복기하면 알 수 있다. 2022년 글로벌 출시했던 '로스트아크'는 출시 초반부터 130만 명에 달하는 유저를 모으며 인기를 끌었다. 2024년 글로벌 런칭했던 'TL'도 초반부터 30만 명의 유저를 모으는데 성공했다. 서양권에서 가장 인기 있는 MMORPG 게임인 '월드 오브 워크래프트' 역시 출시된지 20년이 지난 게임이지만, 2024년 8월 출시된 '내부 전쟁' 확장팩에서 월정액 구독자 725만 명을 확보하는 등 순항 중에 있었다. 이처럼 MMORPG 장르를 좋아하는 글로벌 유저층은 수백만 명의 규모이며, 아직까지 메이저 장르로 남아 있다. 다만, 신작 PC MMORPG 게임의 공급이 부족했을 뿐이다.

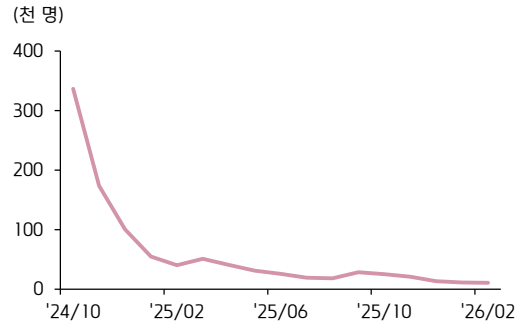
글로벌 유저들이 신작 PC MMORPG 게임에 목말라 있다는 반증은, 2025년 6월 진행되었던 '크로노 오디세이'의 CBT 열기를 살펴보면 알 수 있다. 카카오게임즈에서 공개한 자료 상으로, 72시간의 CBT 테스트에 글로벌 유저 100만 명의 사전 신청이 몰리는 등 큰 관심이 보였다.

로스트아크 Steam 월별 동시접속자 추이



자료: SteamDB, 키움증권 리서치

TL Steam 월별 동시접속자 추이



자료: SteamDB, 키움증권 리서치

월드 오브 워크래프트 구독자 추이



주: 기준일 2024/03/24

자료: YouTube, Belluar Warcraft, 키움증권 리서치

크로노 오디세이 CBT 사전 신청자: 100만명

A new gameplay and cinematic trailer marks the dates and invites players to sign up via Steam

During Summer Game Fest, Kakao Games and Chrono Studio today released a stunning new trailer for *Chrono Odyssey*, the upcoming MMORPG that redefines time and space. The trailer sets the stage for the game's first closed beta test on [Steam](#), officially running June 20-22, 2025. The announcement follows a major milestone for the game, which has now surpassed **1 million global sign-ups** signaling strong momentum and growing anticipation ahead of its launch.

The trailer, drenched in foreboding tone and cosmic horror, teases the escalating conflict at the heart of Setera. As madness spreads and time fractures, players are called to stand as Sentinels against the encroaching Void.

EMBED TRAILER: [\(7\) Chrono Odyssey | Summer Game Fest Trailer - YouTube](#)

"Everything in *Chrono Odyssey* is about how time—and the loss of it—shapes the world and its fate," said Sangtae Yoon, Executive Producer. "This new trailer is a narrative invitation to players. The first closed beta is your chance to experience that world for yourself. We can't wait to see what players think."

자료: 카카오게임즈, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 MMORPG 진출 사례

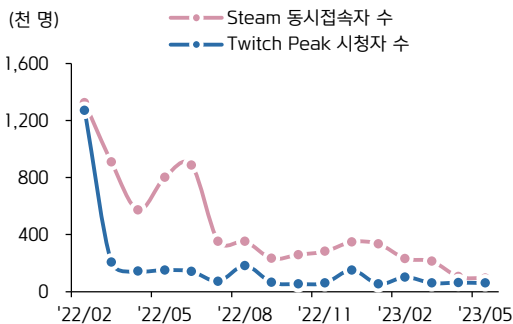
핵심은 지속성, 앞서 실패한 두개의 사례 분석

'로스트아크'의 경우, 2022년 2월 출시 직후 Steam에서 130만명의 유저를 모집하며 크게 흥행하였고, 4개월이 지난 시점인 2022년 6월까지 89만명에 달하는 유저를 붙잡는데 성공했다. 그러나 바로 다음 달인 7월부터는 유저 수가 35만명으로 급감했고, 10개월이 더 지난 시점인 2023년 5월에는 10만명 아래로 유저 수가 떨어지는 등 흥행을 지속하는데 실패했다. 'TL'의 경우는 유저 감소세가 더욱 빨랐다. 2024년 10월 출시 직후 34만명이라는 유저를 모으며 긍정적인 출발을 했지만, 3개월이 지난 2025년 1월부터 유저수가 10만명 아래로 떨어지는 등 빠르게 하향 안정화되는 모습을 보였다.

로스트아크: 다양한 차별화 요인과 인플루언서를 통해 초기 흥행에 성공

'로스트아크'의 초반 흥행은 첫째 Free to Play라는 특성상 쉬운 접근성을 갖고 있고, 둘째 높은 완성도의 영상 연출이, 셋째 Twitch, YouTube 등의 인플루언서들을 통해 화제에 오르면서 폭발적으로 유입이 이루어졌다. 서양권 리뷰어들과 Reddit 등의 리뷰들을 종합해 보면, 첫째 MMORPG 장르에서 간과되기 쉬운 스토리와 연출이 뛰어나고, 둘째 뛰어난 퀄리티의 PvE 레이드 콘텐츠가 다른 MMORPG 게임들과의 차별점으로 꼽혔으며, 셋째 미형의 아바타와 캐릭터가 PC 요소로 지쳐 있던 게이머들에게 매력 포인트로 작용했고, 마지막으로 그래픽과 아트웍이 뛰어난 장점이 서구권 유저들에게 소구되었다고 판단해 볼 수 있다.

로스트아크 출시 후 16개월 지표



주: Peak Viewers는 글로벌 동시접속자 기준
자료: SteamDB, Twitch Tracker, 키움증권 리서치

Twitch 스트리밍: 최대 127만 뷰어십 달성



주: Peak Viewers는 글로벌 동시접속자 기준
자료: Twitch Tracker, 키움증권 리서치

연출 사례: 베른 남부 스토리 내 기마 돌격



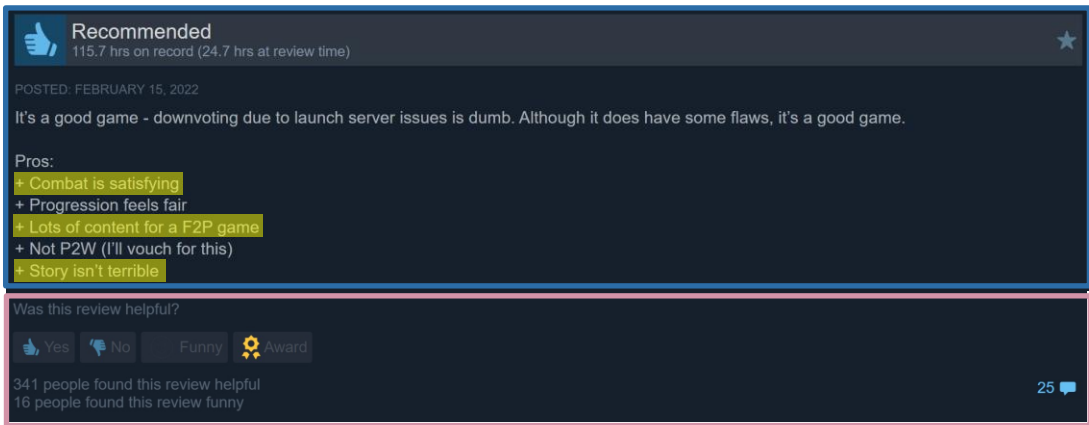
자료: YouTube, 로스트아크, 키움증권 리서치

수직 콘텐츠: 군단장 레이드



자료: YouTube, 로스트아크, 키움증권 리서치

로스트아크 Steam 긍정 Review: PvE 보스전 콘텐츠와 스토리에 대한 호평

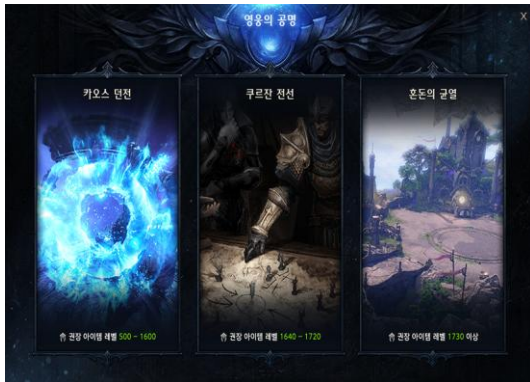


자료: Steam, 키움증권 리서치

로스트아크: 과도한 피로감을 유발하는 콘텐츠와 높은 진입장벽으로 유저수 급감

다만 이러한 높은 초기 관심에도 불구하고 2022년 7월을 기점으로 유저 수는 1/4 수준으로 급감했다. 이에 대해 퍼블리셔인 Amazon Games의 유저 레터에서 분석한 유저 이탈 이유는 다음과 같다. 첫째, 글로벌 서버에 기존의 한국 서버에서 업데이트 되었던 콘텐츠들을 빠르게 업데이트 하는 과정에서, 유저들이 콘텐츠 속도를 쫓아오지 못하게 되었으며, 둘째 게임 특성상 여러개의 캐릭터로 카오스 던전, 가디언 토벌 등의 반복 콘텐츠를 강제로 수행해야만 게임 내의 재화를 수급할 수 있는 경제 시스템이 라이트한 게임 플레이를 선호하는 캐주얼 서구권 유저들에게는 과도한 피로감과 부담으로 작용하였다. 특히 Steam과 Reddit 등에서 해외 유저들의 리뷰들을 살펴보면, 아이템 레벨 강화를 위한 난이도가 높아질수록 많은 게임 재화가 필요해짐에 따라, 과금을 하지 않는다면 재화를 수급하기 위해선 6개에 달하는 캐릭터로 반복적인 콘텐츠를 돌아야 하는 것이 강제되었다는 측면에서 유저들이 많은 피로도를 느꼈다는 것을 알 수 있다. 마지막으로, 군단장 레이드 등의 PvE 콘텐츠에서 어려운 패턴들을 원정대 모두가 숙지하지 않으면 클리어가 불가능해지는 경우가 발생하면서 레이드 콘텐츠 참여에 대한 사용자 진입장벽이 높아지게 되었고, 이 과정에서 유저들이 이탈하거나 진입하기 어려워하는 문제가 발생했다.

로스트아크 반복 콘텐츠



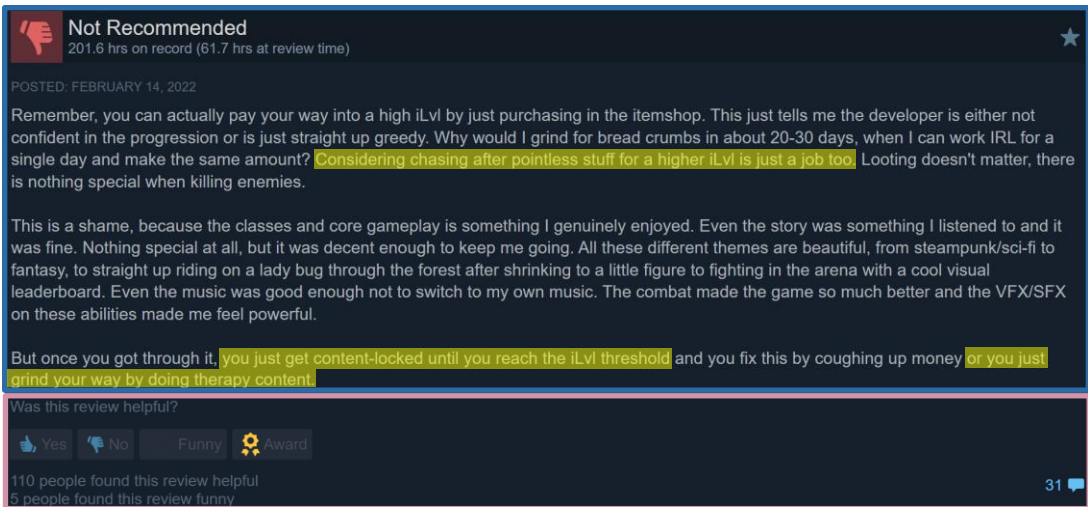
자료: 로스트아크, 키움증권 리서치

어려운 패턴으로 악명높았던 아브렐슈드 레이드



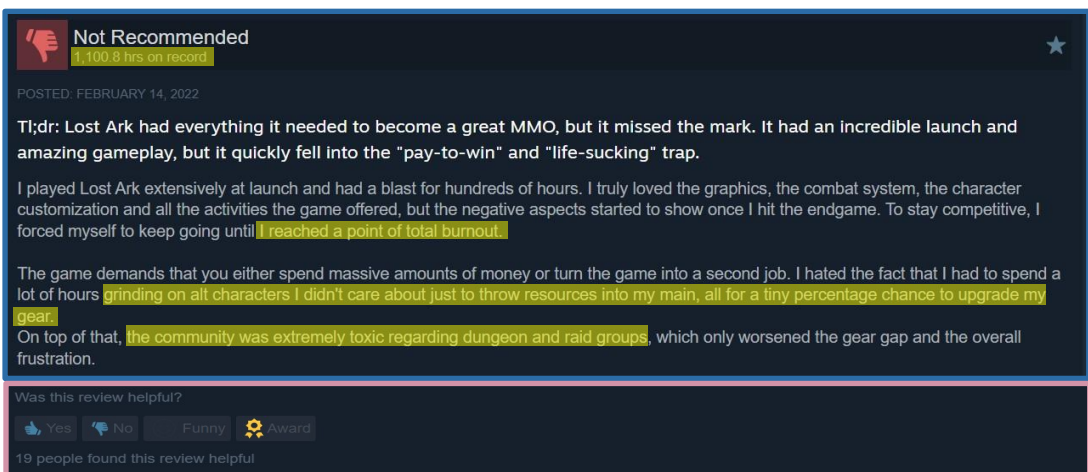
자료: YouTube, 로스트아크, 키움증권 리서치

로스트아크 Steam 부정 Review: 아이템 레벨 장벽과 반복 콘텐츠에 대한 지적



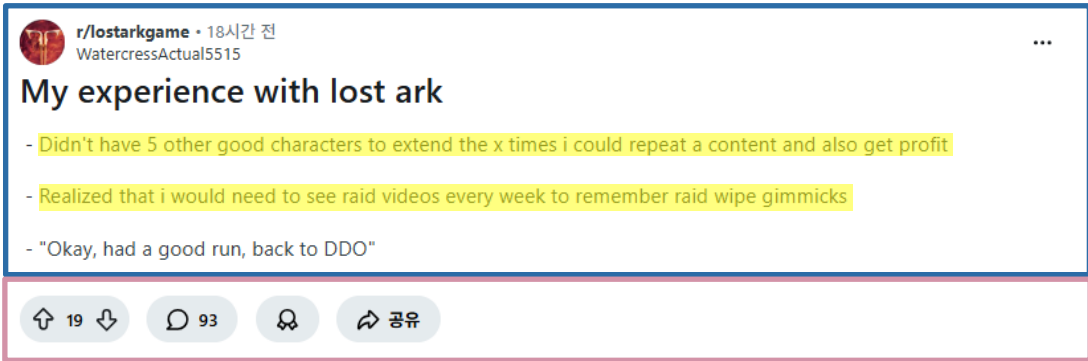
자료: Steam, 키움증권 리서치

로스트아크 Steam 부정 Review: 레이드에서 부정적 경험과 다캐릭터 반복 콘텐츠에 대한 불만



자료: Steam, 키움증권 리서치

로스트아크 Reddit 부정 Review: 레이드 전멸 패턴과 다캐릭터 반복 콘텐츠에 대한 불만

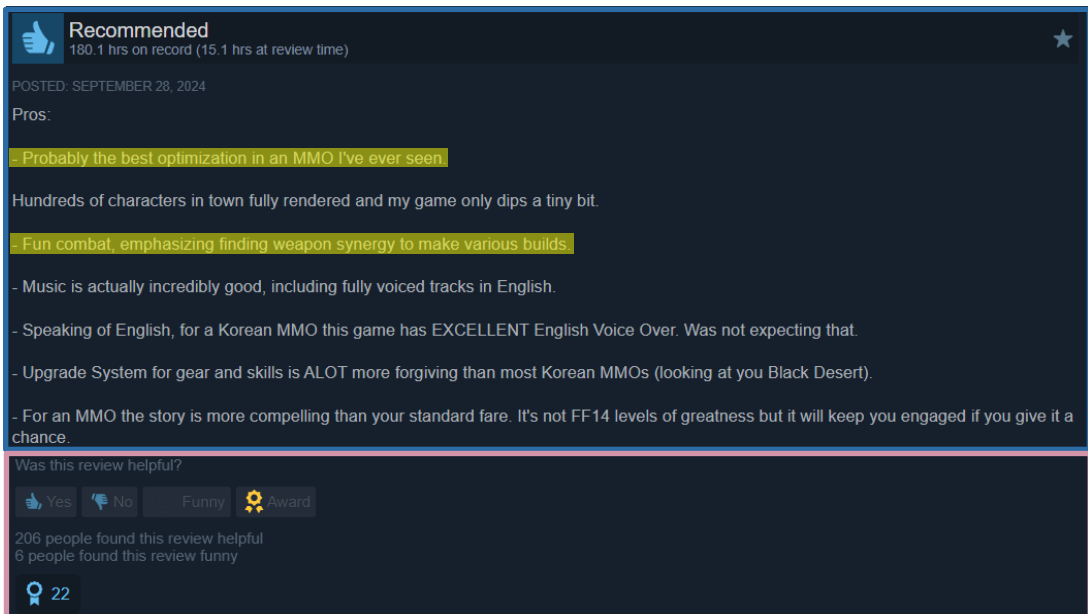


자료: Reddit, 키움증권 리서치

TL: 준수한 그래픽과 국내 서버 문제점 개선으로 초기 흥행

'TL'은 '로스트아크'만큼은 아니었지만 글로벌 서버 런칭 초기에 33만 명의 동시접속자를 모으며 긍정적인 출발 흐름을 보였다. Steam과 Reddit 등 해외 커뮤니티 리뷰들을 종합해 보면, 해외 유저들은 그래픽과 좋은 최적화 성능 등 게임의 외적 요소 등을 호평했다. 특히 국내 서비스에서 유저들에게 지적 받았던 정적인 전투를 개선하기 위해 광역 스킬의 비중을 늘린 것이 글로벌 유저들의 전투와 관련된 긍정적인 반응을 끌어내는데 주요하게 작용했다. 또한 2개의 무기를 자유롭게 조합해 상황에 따라 교체하며 싸우는 전투 시스템이 다른 MMORPG 게임과 차별화된 요소로 호평 받았다. 국내에 처음 출시했을 때 문제로 지적 받았던 부족한 콘텐츠를 보완하고 운영 방향성을 정돈해 수정된 버전으로 글로벌 서버를 런칭한 결과 준수한 초기 유저 반응을 얻을 수 있었다.

TL Steam 긍정 Review: 최적화와 전투 시스템에 대한 호평



자료: Steam, 키움증권 리서치

TL: 대규모 PvP 콘텐츠에 치우친 것에 반해 부족했던 PvE 콘텐츠

그러나 'TL'은 게임의 핵심 재미가 공성전 등 대규모 PvP나 경쟁 콘텐츠에 치우쳐 있었다. 이에 따라 솔로 플레이나 소규모 단위 플레이를 좋아하는 라이트 유저들의 이탈을 막기 어려웠다. 특히 Steam과 Reddit 등 해외 유저들의 평가를 종합해보면, 시스템 자체가 PvP 콘텐츠로 강하게 유도하고 있어 다른 유저와의 경쟁이 강제되고, 이 과정에서 실력보다는 장비에 의해 승패가 결정되는 것이 부정적인 유저 경험으로 꼽혔다. 이에 반해 PvE 콘텐츠는 유저들이 만족할만큼 충분하지 않았기 때문에 라이트 유저들이 빠르게 게임에서 이탈하는 원인이 된 것으로 판단해 볼 수 있다.

유저 평가: 복합적(Mixed)



주: 기준일은 2026/03/21
자료: Steam, 키움증권 리서치

TL PvP 콘텐츠: 공성전



자료: YouTube, 쓰른 앤 리버티, 키움증권 리서치

TL Steam 부정 Review: 부족한 PvE 콘텐츠에 대한 아쉬움과 강제 PvP에 대한 불만



자료: Steam, 키움증권 리서치

>>> 아이온2 글로벌 성공 가능성

PvE와 PvP간 균형 및 유저 선택권 부여가 핵심

당사는 아이온2의 글로벌 성공 가능성을 높게 평가하는데 이는 상기 2개 피어 게임들의 긍정 및 부정 유저 피드백 등을 종합해 볼 때 특정 콘텐츠 세그먼트에 치우치면 다양한 유저 커버리지를 만족시키지 못하고 리텐션의 저하 요인으로 작동할 수 있으며 특히 글로벌 유저의 다양한 니즈에 부합하려면 PvE 및 PvP를 포괄한 다양한 콘텐츠 볼륨을 확보해야 하기에 이런 요소들을 잘 견비하고 있는 아이온2의 경쟁력을 높게 평가한다. 특히 아이온2는 메인 캐릭터 중심 육성 단계를 중요시하고 보조 캐릭터 집단 육성을 허용하되 이에 대한 밸런스와 게임 경제 시스템 유지를 중요시하는 정책 등을 감안시 전작들의 실패 요인을 되풀이하지 않을 것으로 기대한다.

또한 전술한 글로벌 PC MMORPG의 수급적인 이점을 감안시 해당 장르 출시 공백으로 이를 선호하는 팬층의 대기수요에 대한 임계치는 더욱 증가했을 것으로 관측하며 이에 따라 아이온2의 출시 초기에는 로스크아크 출시 초기 PCU와 유사한 유저 트래픽과 이에 기반한 멤버십, 패스 및 외형 중심의 선택적 과금으로 의미있는 매출과 이에 대한 지속성을 확보할 수 있을 것으로 종합 판단한다.



기업분석

카카오
(035720)

BUY(Maintain)/목표주가 110,000원
AI 밸류 발현

카카오페이
(377300)

BUY(Maintain)/목표주가 130,000원
에이전트 총아

엔씨소프트
(036570)

BUY(Maintain)/목표주가 430,000원
아이온2 확장성

카카오 (035720)



BUY(Maintain)

목표주가 110,000원
 주가(3/24) 48,200원

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

RA 조준형
 jun59057@kiwoom.com

단기적으로도 특 기반 서비스 개편 및 AI 서비스 연동을 통해 유저 인게이지먼트를 높이면서 광고 매출의 업사이드를 확보할 것으로 예상된다.

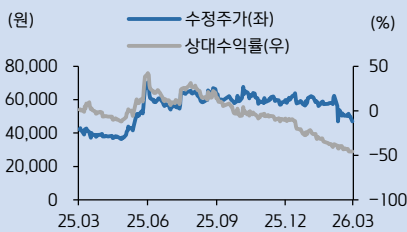
Stock Data

KOSPI (3/24)	5,553.92pt		
시가총액	213,413억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	70,400 원	36,450원	
최고/최저가 대비 등락	-31.5%	32.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-16.8%	-10.5%
	6M	-23.2%	-52.0%
	1Y	17.1%	-46.1%

Company Data

발행주식수	442,766 천주
일평균 거래량(3M)	2,858천주
외국인 지분율	29.4%
배당수익률(25E)	0.12%
BPS(25E)	24,788원
주요 주주	김범수 외 75 인 24.1%

Price Trend



AI 밸류 발현

>>> 인터넷 업종 최선호주

동사의 목표주가를 11만원으로 유지하고 인터넷 업종내 최선호주로 지속 유지한다. 이는 본사 및 기타 사업부문 적정가치 6.9조원, AI 내재가치 15.0조원, 커머스 사업 적정가치 7.6조원, 페이 지분가치 6.5조원, 카카오뱅크 지분가치 2.5조원, 카카오모빌리티 지분가치 4.8조원, 카카오엔터테인먼트 지분가치 3.4조원, 픽코마 지분가치 1.6조원 및 게임즈 지분가치 0.4조원을 합산하였다.

>>> 에이전트 밸류에 주목

동사는 글로벌 AI 프린티어 백본 업체와 강결합과 멀티 협력 기제를 통해 자율형 에이전트 밸류를 중기적으로 내재화할 것으로 조망하며 이를 통해 구독형 B2C 에이전트 및 연계 광고 매출을 통해 연간 실적 성장성을 올릴 수 있을 것으로 판단한다. 또한 특 기반 커뮤니케이션 기제는 AI 시대에서도 연속성을 발휘할 수 있는 플랫폼 기제로서 이를 통해서 이커머스 등 다양한 서드파티 사업자와의 얼라이언스를 통해 관련 GMV 기제를 높여 새로운 에코시스템을 창출할 것으로 종합 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,099.1	8,972.6	10,121.7
영업이익	460.9	460.2	732.0	1,095.4	1,461.0
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,569.6	1,944.6	2,330.5
세전이익	-1,648.2	-2.8	632.4	1,215.3	1,623.0
순이익	-1,816.7	-161.9	525.7	891.0	1,186.6
지배주주지분순이익	-1,012.6	55.3	500.8	815.6	1,018.0
EPS(원)	-2,276	124	1,131	1,843	2,300
증감률(% YoY)	적전	흑전	808.4	62.9	24.8
PER(배)	-23.9	306.9	53.1	26.2	21.0
PBR(배)	2.47	1.67	2.42	1.76	1.59
EV/EBITDA(배)	20.2	12.5	16.0	9.5	7.5
영업이익률(%)	6.1	5.8	9.0	12.2	14.4
ROE(%)	-10.3	0.6	4.7	7.1	8.0
순차입금비율(%)	-26.2	-32.9	-35.9	-39.0	-42.3

자료: 키움증권 리서치센터

카카오 Valuation

(십억원)	산출내역
카카오 본사 및 기타 사업부문 적정가치	6,938.0
26E 조정 지배주주지분	213.5
목표 PER(배)	32.5
카카오 AI 내재가치	15,004.5
30E 세후 영업이익	1,255.3
내재 PER(배)	35.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오커머스 사업부문 적정가치	7,556.9
30E 거래형 사업부문 당기순이익	442.6
잠재 PER(배)	25.0
연간 할인율(%)	10.0%
카카오페이 지분가치	6,498.8
카카오페이 적정가치	17,617.6
지분율(%)	46.1%
카카오뱅크 지분가치	2,466.3
카카오뱅크 기업가치	11,353.6
지분율(%)	27.2%
카카오모빌리티 지분가치	4,807.1
카카오모빌리티 기업가치	8,403.4
지분율(%)	57.2%
카카오엔터테인먼트 지분가치	3,364.0
카카오엔터테인먼트 기업가치	5,094.7
지분율(%)	66.0%
Kakao Piccoma 지분가치	1,633.1
Kakao Piccoma 기업가치	2,240.1
지분율(%)	72.9%
카카오게임즈 지분가치	438.9
카카오게임즈 적정가치	1,460.4
지분율(%)	37.6%
카카오 적정가치	48,707.5
발행주식수(천주)	442,766
카카오 주당 적정가치(원)	110,007
현주가(원)	48,200
업사이드(%)	128.2%

주1: 26E 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 2026년 3월 24일 시가총액 적용
 자료: 카카오, 키움증권 리서치

카카오 AI 내재가치 분석

(십억원)	26E	27E	28E	29E	30E
총 매출액	100.8	945.1	3,175.1	6,796.7	11,742.1
%yoy		837.2%	235.9%	114.1%	72.8%
특 기반 에이전트		399.6	2,046.0	4,880.2	8,839.2
MAU(천명)	49,588	49,786	49,936	50,061	50,161
PUR		1.9%	4.9%	7.9%	10.9%
PU(천명)		935	2,436	3,944	5,456
월간 구독료(달러)		25	50	75	100
원/달러 환율		1,425	1,400	1,375	1,350
월간 구독료(천원)		36	70	103	135
에이전틱 광고	95.8	425.0	716.3	1,060.6	1,456.3
일수	184	365	366	365	365
일평균 매출	0.5	1.2	2.0	2.9	4.0
테이크레이트	2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
커버리지(조원)	3.8	15.5	23.9	32.6	41.6
인하우스 GMV	0.2	0.9	1.4	1.9	2.4
서드파티 GMV	3.6	14.6	22.5	30.8	39.2
TAM(조원)	149.1	300.3	309.3	317.0	323.4
선물하기 GMV	4.2	8.8	9.1	9.3	9.5
서드파티 GMV	144.9	291.5	300.2	307.7	313.9
커버리지 비율	2.6%	5.1%	7.7%	10.3%	12.9%
선물하기 커버리지	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%
서드파티 커버리지	2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%
로열티 매출	5.0	120.5	412.7	855.9	1,446.7
자산관리 에이전트		83.8	328.2	708.0	1,220.9
에이전틱 결제광고	5.0	36.7	84.6	147.9	225.8
영업비용	264.6	950.7	3,020.7	6,040.3	10,024.3
매출비(%)	262.4%	100.6%	95.1%	88.9%	85.4%
특 기반 에이전트 원가		396.6	1,311.6	2,600.1	4,304.7
PU(천명)		935	2,436	3,944	5,456
일간 프롬프트 한도(개수)		25	30	35	40
일수		365	366	365	365
단가(센트)		3.25	3.50	3.75	4.00
원/달러 환율		1,425	1,400	1,375	1,350
단가(원화)		46	49	52	54
판관비	264.6	554.2	1,709.1	3,440.2	5,719.6
CP 코스트		135.8	628.0	1,448.0	2,581.7
상각비 등 고정비	254.5	323.9	763.6	1,312.5	1,963.6
기타비용	10.1	94.5	317.5	679.7	1,174.2
영업이익	-163.8	-5.6	154.4	756.4	1,717.8
OPM	-162.4%	-0.6%	4.9%	11.1%	14.6%
세후 영업이익				558.3	1,255.3
법인세율				26.2%	26.9%
잡재 PER					35.0
26E 내재가치					30,009.0
카카오 귀속분					15,004.5

주1: 카카오와 프런티어 AI 업체와 수익배분율은 백본 모델과 데이터간 상호 반대급부 반영으로 세후 영업이익 기준 50:50 설정

주2: 에이전틱 광고는 3Q26E 런칭을 가정하여 주요 지표를 설정

주3: 서드파티 TAM은 온라인쇼핑 GMV에서 선물하기 GMV를 차감한 로직을 준용해 당사 추정

주4: 상각비 등 고정비는 26E IGW 기준에서 연간 0.25GW 증가된 투자액 기준

주5: 주4 관련 비용은 PUR 및 일정 유저 버퍼를 감안한 대상액에서 5.5년 상각을 전제로 산출

주6: 로열티 수취 대상은 계열사인 카카오페이로만 한정했으며, 해당 비율은 30%를 가정하여 산출

주7: CP 코스트는 특 기반 에이전트 및 자산관리 에이전트 그로스 매출을 기준으로 20% 적용

주8: 기타비용은 총 매출 대비 10%를 적용해 산출

자료: 카카오, 카카오페이, 통계청, 키움증권 리서치

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3	2,665.4	4,137.5	6,050.7
결제서비스	443.4	490.0	518.1	572.1	614.0	641.3	651.0	641.3
금융서비스	142.8	244.1	388.0	508.9	597.2	676.2	737.3	787.9
자산관리 에이전트					279.4	1,094.0	2,360.1	4,069.6
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238	27,715
PUR					1.3%	3.3%	5.3%	7.3%
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
월간 구독료(달러)					50	75	100	125
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
월간 구독료(천원)					71	105	138	169
에이전틱 광고				10.0	73.3	169.1	295.8	451.6
결제 TPV(조원)				26.5	58.6	65.9	72.5	78.0
Penetration Rate				1.5%	4.6%	8.6%	12.6%	16.6%
테이크레이트				2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
플랫폼서비스	29.1	32.1	52.3	65.6	75.4	84.8	93.3	100.3
영업비용	672.0	823.7	908.0	1,031.2	1,415.9	2,198.2	3,330.4	4,854.3
지급수수료	318.0	360.2	384.4	420.8	700.3	1,375.8	2,395.8	3,798.1
자산관리 에이전트 원가					149.3	534.3	1,131.7	1,981.9
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
일간 프롬프트 한도(개수)					25	30	35	40
일수					365	366	365	365
단가(센트)					3.5	4.0	4.5	5.0
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
단가(원화)					50	56	62	68
자산관리 에이전트 로열티					83.8	328.2	708.0	1,220.9
RS					30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
에이전틱 결제광고 로열티				5.0	36.7	84.6	147.9	225.8
RS				50%	50%	50%	50%	50%
인건비	203.1	215.4	260.0	294.9	324.4	348.7	366.2	380.8
광고선전비	56.5	65.5	94.8	109.9	153.8	207.7	275.2	357.7
기타	94.3	182.5	168.8	205.6	237.3	265.9	293.2	317.7
영업이익	-56.6	-57.5	50.4	125.4	223.4	467.2	807.1	1,196.4
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	5.3%	10.8%	13.6%	17.5%	19.5%	19.8%
영업외손익	50.9	52.1	27.1	32.0	42.0	52.0	62.0	72.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	77.5	157.4	265.4	519.2	869.1	1,268.4
법인세비용	17.3	16.2	21.8	38.1	63.1	132.9	229.1	338.9
법인세율	-305.8%	-300.4%	28.1%	24.2%	23.8%	25.6%	26.4%	26.7%
당기순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3	386.3	640.0	929.5
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	5.8%	10.3%	12.3%	14.5%	15.5%	15.4%
지배주주지분	2.5	-13.7	45.2	104.4	179.6	347.7	584.0	859.8
%YoY	-95.3%	적전	흑전	130.8%	72.0%	93.6%	68.0%	47.2%
CAGR(26E-30E)								80.2%
잠재 PER(배)								30.0
26E 적정가치								17,617.6
발행주식수(백만주)								135.2
주당 적정가치(원)								130,284

주1: 자산관리 에이전트 로열티 비중 30% 적용, 연간 할인율 10% 적용

주2: 에이전틱 광고는 3Q26E 런칭을 가정하여 주요 지표를 설정

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오 거래형 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	875.8	951.8	1,007.5	1,057.9	1,100.6	1,139.4	1,173.8
선물하기	749.8	822.7	873.4	919.3	958.1	993.5	1,025.1
톡스토어	91.3	93.0	96.7	100.1	103.1	105.7	107.8
메이커스	34.7	36.1	37.4	38.5	39.5	40.3	40.9
영업비용	482.4	516.2	543.5	565.1	579.8	591.2	599.0
인건비	101.8	114.5	125.9	135.4	142.1	147.8	152.3
지급수수료	344.7	361.3	373.2	382.0	387.5	391.2	393.0
기타	35.9	40.4	44.4	47.7	50.1	52.1	53.7
영업이익	393.4	435.6	464.0	492.7	520.8	548.3	574.8
마진율(%)	44.9%	45.8%	46.1%	46.6%	47.3%	48.1%	49.0%
당기순이익	306.8	334.4	356.5	378.7	400.5	421.9	442.6
%YoY	-1.3%	9.0%	6.6%	6.3%	5.8%	5.3%	4.9%
CAGR(26E-30E)						6.6%	5.8%
잠재 PER(배)							25.0
26E 적정가치							7,556.9

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 리서치 추정

카카오모빌리티 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	675.0	739.3	847.9	904.5	951.8	988.7	1,016.3
택시	249.7	282.9	359.4	388.5	414.1	432.3	444.3
대리	136.8	142.1	149.6	156.8	163.6	169.8	175.3
기타	288.5	314.4	338.8	359.1	374.1	386.7	396.7
영업비용	582.0	601.1	632.0	656.4	675.3	691.6	705.1
인건비	166.5	162.2	166.7	170.8	174.7	178.2	181.3
보험료	27.8	25.7	27.1	28.4	29.5	30.6	31.6
지급수수료	223.2	252.2	268.4	281.6	291.4	300.0	307.3
마케팅비	9.9	4.9	5.5	5.7	5.9	6.0	6.0
기타	154.5	156.1	164.4	169.9	173.8	176.8	178.9
영업이익	93.0	138.2	215.9	248.1	276.4	297.1	311.2
마진율(%)	13.8%	18.7%	25.5%	27.4%	29.0%	30.1%	30.6%
지배주주지분	31.4	52.7	149.9	175.5	197.6	213.4	223.7
%YoY	흑전	68.2%	184.1%	17.1%	12.6%	8.0%	4.8%
CAGR(26E-30E)							33.5%
잠재 PER(배)							55.0
26E 적정가치							8,403.4

주: 연간 할인율 10% 적용
 자료: 카카오모빌리티, 키움증권 리서치 추정

카카오 유료 콘텐츠 사업부문 연간 실적 및 Valuation

(십억원)	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	1,135.8	1,105.3	1,184.8	1,285.8	1,380.3	1,470.6	1,554.6
카카오엔터테인먼트	569.2	507.8	535.3	580.6	625.4	668.1	707.6
Kakao Piccoma	566.6	597.5	649.6	705.1	754.9	802.5	847.0
영업비용	1,068.0	1,009.7	1,075.2	1,155.1	1,226.9	1,293.1	1,352.2
카카오엔터테인먼트	529.8	498.6	527.7	569.6	609.4	646.8	680.6
Kakao Piccoma	538.1	511.1	547.5	585.5	617.5	646.3	671.6
영업이익	67.8	95.6	109.6	130.6	153.4	177.5	202.4
마진율(%)	6.0%	8.6%	9.3%	10.2%	11.1%	12.1%	13.0%
카카오엔터테인먼트	39.4	9.2	7.6	11.0	16.0	21.3	27.0
Kakao Piccoma	28.4	86.4	102.1	119.6	137.5	156.2	175.4
당기순이익	60.7	67.9	98.5	115.6	134.1	153.5	173.4
%YoY	201.7%	11.9%	45.1%	17.4%	16.0%	14.4%	13.0%
CAGR(26E-30E)							20.6%
잠재 PER(배)							25.0
26E 적정가치							2,961.5
카카오엔터테인먼트	43.2	21.2	21.5	25.6	30.9	36.5	42.2
%YoY	-4.7%	-51.0%	1.3%	19.4%	20.5%	18.1%	15.9%
CAGR(26E-30E)							14.8%
잠재 PER(배)							25.0
26E 적정가치							721.4
Kakao Piccoma	17.5	46.7	77.0	90.0	103.2	117.0	131.2
%YoY	흑전	167.6%	64.9%	16.8%	14.7%	13.4%	12.1%
CAGR(26E-30E)							22.9%
잠재 PER(배)							25.0
26E 적정가치							2,240.1

주: 연간 할인율 10% 적용

자료: 카카오, 전자공시, 키움증권 리서치 추정

카카오 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	25P	26E	27E
매출액	1,860.6	2,024.2	2,081.2	2,133.2	2,102.9	2,183.3	2,224.6	2,461.9	8,099.1	8,972.6	10,121.7
플랫폼부문	989.9	1,051.1	1,054.6	1,222.6	1,176.9	1,223.5	1,214.5	1,347.9	4,318.2	4,962.8	5,740.5
특비즈	553.3	542.2	534.4	627.1	595.8	619.5	602.3	710.8	2,257.0	2,528.4	2,769.5
포털비즈	74.1	78.3	72.7	71.7	71.1	75.2	69.8	68.8	296.8	285.0	275.0
플랫폼 기타	362.4	430.6	447.4	523.9	510.0	528.7	542.4	568.3	1,764.3	2,149.5	2,696.0
콘텐츠부문	870.7	973.1	1,026.6	910.6	925.9	959.8	1,010.0	1,114.0	3,781.0	4,009.8	4,381.2
게임	145.2	142.6	154.4	97.9	95.2	96.6	103.2	250.2	540.1	545.2	690.4
뮤직	437.9	517.2	564.5	525.1	535.3	543.4	572.8	534.9	2,044.6	2,186.4	2,309.5
스토리	212.6	219.0	211.8	191.8	216.6	220.9	233.4	228.3	835.3	899.2	987.1
미디어	75.1	94.2	95.8	95.8	78.8	98.9	100.6	100.6	360.9	379.0	394.1
영업비용	1,745.7	1,828.9	1,862.8	1,929.8	1,880.7	1,923.0	1,971.5	2,102.0	7,367.1	7,877.2	8,660.6
영업이익	114.9	195.3	218.4	203.4	222.1	260.3	253.1	359.9	732.0	1,095.4	1,461.0
영업이익률(%)	6.2%	9.6%	10.5%	9.5%	10.6%	11.9%	11.4%	14.6%	9.0%	12.2%	14.4%
영업외손익	87.4	9.1	46.6	-242.8	53.4	53.8	53.9	-41.1	-99.7	119.9	161.9
법인세차감전순이익	202.3	204.4	265.0	-39.4	275.5	314.1	307.0	318.8	632.4	1,215.3	1,623.0
법인세차감전순이익률(%)	10.9%	10.1%	12.7%	-1.8%	13.1%	14.4%	13.8%	12.9%	7.8%	13.5%	16.0%
법인세비용	-7.4	23.2	61.7	20.3	73.5	83.8	81.9	85.1	97.8	324.3	436.4
법인세율(%)	-3.7%	11.4%	23.3%	-51.6%	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%	15.5%	26.7%	26.9%
계속영업순이익	209.7	181.2	203.3	-59.7	202.0	230.3	225.0	233.7	534.6	891.0	1,186.6
중단영업순이익	-9.4	-9.4	-10.4	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0	-8.9	0.0	0.0
당기순이익	200.3	171.8	192.9	-39.3	202.0	230.3	225.0	233.7	525.7	891.0	1,186.6
당기순이익률(%)	11.3%	9.0%	9.8%	-2.8%	9.6%	10.5%	10.1%	9.5%	6.6%	9.9%	11.7%
지배주주지분	171.9	161.2	124.9	42.8	174.7	203.4	198.4	239.0	500.8	815.6	1,018.0
비지배지분	28.5	10.6	67.9	-82.1	27.3	26.9	26.6	-5.3	24.9	75.5	168.5

자료: 카카오, 키움증권 리서치

카카오 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	9,002.5	10,134.2	11,491.2	8,972.6	10,121.7	11,513.2	-0.3%	-0.1%	0.2%
영업이익	1,111.2	1,517.6	1,955.4	1,095.4	1,461.0	1,801.4	-1.4%	-3.7%	-7.9%
영업이익률	12.3%	15.0%	17.0%	12.2%	14.4%	15.6%	-0.1%	-0.5%	-1.4%
법인세차감전순이익	1,250.2	1,715.9	2,207.3	1,215.3	1,623.0	2,001.7	-2.8%	-5.4%	-9.3%
당기순이익	916.3	1,253.9	1,610.2	891.0	1,186.6	1,461.1	-2.8%	-5.4%	-9.3%
지배주주지분	838.9	1,083.4	1,406.9	815.6	1,018.0	1,259.9	-2.8%	-6.0%	-10.5%

자료: 키움증권 리서치

카카오 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	2,105.8	2,188.9	2,229.6	2,478.2	2,102.9	2,183.3	2,224.6	2,461.9	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.7%
영업이익	226.9	262.2	254.8	367.4	222.1	260.3	253.1	359.9	-2.1%	-0.7%	-0.7%	-2.0%
영업이익률	10.8%	12.0%	11.4%	14.8%	10.6%	11.9%	11.4%	14.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
법인세차감전순이익	284.9	320.8	313.8	330.8	275.5	314.1	307.0	318.8	-3.3%	-2.1%	-2.2%	-3.6%
당기순이익	208.8	235.1	230.0	242.4	202.0	230.3	225.0	233.7	-3.3%	-2.1%	-2.1%	-3.6%
지배주주지분	181.7	208.5	203.6	245.2	174.7	203.4	198.4	239.0	-3.9%	-2.4%	-2.5%	-2.5%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,099.1	8,972.6	10,121.7
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	8,099.1	8,972.6	10,121.7
판매비	7,096.1	7,411.5	7,367.1	7,877.2	8,660.6
영업이익	460.9	460.2	732.0	1,095.4	1,461.0
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,569.6	1,944.6	2,330.5
영업외손익	-2,109.1	-463.0	-99.7	119.9	161.9
이자수익	190.2	206.4	223.3	244.9	271.7
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
중속 및 관계기업손익	4.0	53.7	90.0	119.9	134.4
기타	-2,136.4	-544.8	-213.5	-45.6	-45.1
법인세차감전이익	-1,648.2	-2.8	632.4	1,215.3	1,623.0
법인세비용	168.4	159.1	97.8	324.3	436.4
계속사업손익	-1,816.7	-161.9	534.6	891.0	1,186.6
당기순이익	-1,816.7	-161.9	525.7	891.0	1,186.6
지배주주순이익	-1,012.6	55.3	500.8	815.6	1,018.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	11.2	4.2	2.9	10.8	12.8
영업이익 증감율	-19.1	-0.2	59.1	49.6	33.4
EBITDA 증감율	6.1	6.1	21.2	23.9	19.8
지배주주순이익의 증감율	-174.6	-105.5	805.6	62.9	24.8
EPS 증감율	적전	흑전	808.4	62.9	24.8
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	6.1	5.8	9.0	12.2	14.4
EBITDA Margin(%)	16.2	16.5	19.4	21.7	23.0
지배주주순이익률(%)	-13.4	0.7	6.2	9.1	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,611.0	1,857.8	2,129.2
당기순이익	0.0	0.0	525.7	891.0	1,186.6
비현금항목의 가감	3,000.8	1,462.0	825.8	1,012.3	1,103.4
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	-90.0	-119.9	-134.4
기타	2,645.1	868.7	78.2	283.0	368.3
영업활동자산부채증감	248.0	-4.3	270.5	170.4	140.5
매출채권및기타채권의감소	-108.0	-20.3	-35.9	-137.9	-181.4
채고자산의감소	43.5	0.5	-1.9	-7.2	-9.5
매입채무및기타채무의증가	417.8	-27.0	264.8	278.0	291.9
기타	-105.3	42.5	43.5	37.5	39.5
기타현금흐름	-1,907.7	-207.2	-11.0	-215.9	-301.3
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	588.1	786.4	1,000.4
기초현금 및 현금성자산	4,835.9	5,389.2	6,145.1	6,733.2	7,519.7
기말현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,733.2	7,519.7	8,520.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	11,760.0	12,875.6	14,260.2
현금 및 현금성자산	5,389.2	6,145.1	6,733.2	7,519.7	8,520.1
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	1,278.8	1,416.7	1,598.2
채고자산	138.6	64.9	66.8	74.0	83.5
기타유동자산	520.0	800.5	840.5	882.5	926.5
비유동자산	15,191.8	14,814.2	15,216.4	15,675.6	16,168.4
투자자산	5,352.7	5,717.8	5,948.9	6,216.9	6,506.8
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	2,947.6	3,094.9
자산총계	25,180.0	25,773.0	26,976.4	28,551.2	30,428.7
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	10,968.4	12,099.4	13,421.8
자본금	44.5	44.4	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.2	8,911.1	8,911.1
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	2,411.5	3,183.2	4,146.5
비지배지분	4,094.9	3,801.6	3,826.5	3,901.9	4,070.5
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,794.9	16,001.3	17,492.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-2,276	124	1,131	1,843	2,300
BPS	21,948	22,858	24,788	27,337	30,325
CFPS	2,662	2,928	3,052	4,300	5,174
DPS	61	68	75	100	125
주가배수(배)					
PER	-23.9	306.9	53.1	26.2	21.0
PER(최고)	-31.3	497.2	63.3		
PER(최저)	-16.4	261.5	31.6		
PBR	2.47	1.67	2.42	1.76	1.59
PBR(최고)	3.25	2.71	2.89		
PBR(최저)	1.70	1.42	1.44		
PSR	3.20	2.15	3.29	2.38	2.11
PCFR	20.4	13.0	19.7	11.2	9.3
EV/EBITDA	20.2	12.5	16.0	9.5	7.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-1.5	-18.4	6.2	4.9	4.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3
ROA	-7.5	-0.6	2.0	3.2	4.0
ROE	-10.3	0.6	4.7	7.1	8.0
ROIC	8.9	10.1	14.8	19.4	25.7
매출채권회전율	7.6	6.4	6.4	6.7	6.7
재고자산회전율	50.6	77.3	123.0	127.5	128.6
부채비율	81.7	84.8	82.3	78.4	74.0
순차입금비율	-26.2	-32.9	-35.9	-39.0	-42.3
이자보상배율, 현금	2.8	2.3	3.6	5.4	7.2
총차입금	4,499.1	4,259.0	4,259.0	4,259.0	4,259.0
순차입금	-3,625.7	-4,591.5	-5,314.9	-6,243.4	-7,392.9
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,569.6	1,944.6	2,330.5
FCF	860.5	884.2	841.6	911.3	1,140.7



BUY(Maintain)

목표주가 130,000원
 주가(3/24) 53,900원

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

RA 조준형
 jun59057@kiwoom.com

단기적으로도 투자 및 보험 중심 탐라인
 성장이 탄력적으로 발현되는 가운데 대출
 연계 비즈니스 믹스 조정과 머니 기반의
 결제 TPV 확산 및 카카오그룹과 진행할
 서드파티 에코시스템 기반 결제 확장성이
 동사에 긍정적으로 작용할 것이다.

Stock Data

KOSPI (3/24)	5,553.92pt		
시가총액	72,886억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	93,800 원	26,700원	
최고/최저가 대비 등락	-42.5%	101.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-18.8%	-12.7%
	6M	-1.3%	-38.3%
	1Y	78.8%	-17.7%

Company Data

발행주식수	135,224 천주
일평균 거래량(3M)	1,201천주
외국인 지분율	28.2%
배당수익률(25E)	0.0%
BPS(25E)	14,087원
주요 주주	카카오 외 2인 46.2%

Price Trend



에이전트 총아

>>> 인터넷 업종 최선호주

당사는 동사에 대한 목표주가 13만원을 유지하고 인터넷
 업종내 최선호주 의견 역시도 유지한다. 자율형 에이전트
 환경의 버티컬 세그먼트에서 구독밸류 실링이 가장 높을
 자산관리 부문의 투자 및 금융 관련 사용자 복합 데이터를
 보유하고 다수 AI 프런티어 백본 연계 등을 통해 자산관리
 에이전트의 실질 밸류를 높이는 과정이 올해부터 발현되고
 관련 매출을 내년부터 조망할 수 있겠다.

>>> AI 솔루션 탑재 기대

당사는 레거시 금융사 대비로도 중단기적으로 AI 솔루션을
 다양한 금융 세그먼트 기반 플랫폼에 적용함으로써 투자
 커뮤니티 및 콘텐츠 활성화와 연계 산업 및 기업 데이터에
 관련된 투자정보 분석 등을 고객들에게 제공해 주는 차별적
 서비스를 올해부터 가동할 수 있을 것으로 기대하며 관련된
 연계 투자 솔루션 및 스크리닝 등을 통해 유저 포트폴리오
 자산의 안정적 관리를 서포트하는 역할을 함으로써 레거시
 금융사의 고객군과 시장점유율을 지속적으로 테이크할 수
 있을 것으로 전망한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3
영업이익	-56.6	-57.5	50.4	125.4	223.4
EBITDA	-10.0	-5.0	101.0	181.3	281.1
세전이익	-5.6	-5.4	77.5	157.4	265.4
순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3
지배주주지분순이익	2.5	-13.7	45.2	104.4	179.6
EPS(원)	19	-102	335	772	1,329
증감률(% YoY)	-95.4	적전	흑전	130.5	72.0
PER(배)	2,624.7	-257.4	160.8	69.8	40.6
PBR(배)	3.53	1.90	3.83	3.63	3.34
EV/EBITDA(배)	-375.2	-48.7	28.5	23.1	12.3
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	5.3	10.8	13.6
ROE(%)	0.1	-0.7	2.4	5.3	8.6
순차입금비율(%)	-151.4	-174.8	-194.4	-216.0	-230.7

자료: 키움증권 리서치센터

카카오페이 실적 및 Valuation

(십억원)	23A	24A	25P	26E	27E	28E	29E	30E
매출액	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3	2,665.4	4,137.5	6,050.7
결제서비스	443.4	490.0	518.1	572.1	614.0	641.3	651.0	641.3
금융서비스	142.8	244.1	388.0	508.9	597.2	676.2	737.3	787.9
자산관리 에이전트					279.4	1,094.0	2,360.1	4,069.6
MAU(천명)					26,116	26,704	27,238	27,715
PUR					1.3%	3.3%	5.3%	7.3%
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
월간 구독료(달러)					50	75	100	125
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
월간 구독료(천원)					71	105	138	169
에이전틱 광고				10.0	73.3	169.1	295.8	451.6
결제 TPV(조원)				26.5	58.6	65.9	72.5	78.0
Penetration Rate				1.5%	4.6%	8.6%	12.6%	16.6%
테이크레이트				2.5%	2.8%	3.0%	3.3%	3.5%
플랫폼서비스	29.1	32.1	52.3	65.6	75.4	84.8	93.3	100.3
영업비용	672.0	823.7	908.0	1,031.2	1,415.9	2,198.2	3,330.4	4,854.3
지급수수료	318.0	360.2	384.4	420.8	700.3	1,375.8	2,395.8	3,798.1
자산관리 에이전트 원가					149.3	534.3	1,131.7	1,981.9
PU(천명)					327	868	1,430	2,010
일간 프롬프트 한도(개수)					25	30	35	40
일수					365	366	365	365
단가(센트)					3.5	4.0	4.5	5.0
원/달러 환율					1,425	1,400	1,375	1,350
단가(원화)					50	56	62	68
자산관리 에이전트 로열티					83.8	328.2	708.0	1,220.9
RS					30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
에이전틱 결제광고 로열티				5.0	36.7	84.6	147.9	225.8
RS				50%	50%	50%	50%	50%
인건비	203.1	215.4	260.0	294.9	324.4	348.7	366.2	380.8
광고선전비	56.5	65.5	94.8	109.9	153.8	207.7	275.2	357.7
기타	94.3	182.5	168.8	205.6	237.3	265.9	293.2	317.7
영업이익	-56.6	-57.5	50.4	125.4	223.4	467.2	807.1	1,196.4
마진율(%)	-9.2%	-7.5%	5.3%	10.8%	13.6%	17.5%	19.5%	19.8%
영업외손익	50.9	52.1	27.1	32.0	42.0	52.0	62.0	72.0
법인세차감전순이익	-5.6	-5.4	77.5	157.4	265.4	519.2	869.1	1,268.4
법인세비용	17.3	16.2	21.8	38.1	63.1	132.9	229.1	338.9
법인세율	-305.8%	-300.4%	28.1%	24.2%	23.8%	25.6%	26.4%	26.7%
당기순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3	386.3	640.0	929.5
당기순이익률	-3.7%	-2.8%	5.8%	10.3%	12.3%	14.5%	15.5%	15.4%
지배주주지분	2.5	-13.7	45.2	104.4	179.6	347.7	584.0	859.8
%YoY	-95.3%	적전	흑전	130.8%	72.0%	93.6%	68.0%	47.2%
CAGR(26E-30E)								80.2%
잠재 PER(배)								30.0
26E 적정가치								17,617.6
발행주식수(백만주)								135.2
주당 적정가치(원)								130,284

주1: 자산관리 에이전트 로열티 비중 30% 적용, 연간 할인율 10% 적용

주2: 에이전틱 광고는 3Q26E 런칭을 가정하여 주요 지표를 설정

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오페이 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25P	26E	27E
매출액	211.9	238.3	238.4	269.8	277.9	279.9	288.8	310.0	958.4	1,156.6	1,639.3
결제서비스	122.2	125.1	129.7	141.1	134.4	140.2	145.9	151.6	518.1	572.1	614.0
금융서비스	80.2	100.3	94.7	112.8	128.7	123.7	123.2	133.3	388.0	508.9	597.2
자산관리 에이전트											279.4
에이전틱 결제광고							3.2	6.8		10.0	73.3
플랫폼서비스	9.5	12.9	14.0	15.9	14.8	16.1	16.4	18.3	52.3	65.6	75.4
영업비용	207.5	229.0	222.5	249.0	249.8	251.3	257.4	272.8	908.0	1,031.2	1,415.9
영업이익	4.4	9.3	15.8	20.8	28.2	28.6	31.4	37.2	50.4	125.4	223.4
영업이익률(%)	2.1%	3.9%	6.6%	7.7%	10.1%	10.2%	10.9%	12.0%	5.3%	10.8%	13.6%
영업외손익	16.0	10.6	7.7	-7.2	8.0	8.0	8.0	8.0	27.1	32.0	42.0
법인세차감전순이익	20.4	20.0	23.5	13.6	36.2	36.6	39.4	45.2	77.5	157.4	265.4
법인세차감전순이익률(%)	9.6%	8.4%	9.9%	5.0%	13.0%	13.1%	13.6%	14.6%	8.1%	13.6%	16.2%
법인세비용	6.0	5.8	4.4	5.6	8.8	8.9	9.5	10.9	21.8	38.1	63.1
법인세율(%)	29.5%	29.3%	18.6%	40.8%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	28.1%	24.2%	23.8%
당기순이익	14.4	14.1	19.1	8.1	27.4	27.8	29.9	34.3	55.7	119.3	202.3
당기순이익률(%)	6.8%	5.9%	8.0%	3.0%	9.9%	9.9%	10.3%	11.0%	5.8%	10.3%	12.3%
지배주주지분	13.3	12.7	15.2	4.1	24.0	24.3	26.1	30.0	45.2	104.4	179.6
비지배지분	1.1	1.4	4.0	4.0	3.4	3.5	3.7	4.3	10.5	14.9	22.8

자료: 카카오페이, 키움증권 리서치

카카오페이 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전			변경 후			차이(% , %P)		
	26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E
매출액	1,172.6	1,642.7	2,635.4	1,156.6	1,639.3	2,665.4	-1.4%	-0.2%	1.1%
영업이익	137.1	269.1	597.8	125.4	223.4	467.2	-8.5%	-17.0%	-21.8%
영업이익률	11.7%	16.4%	22.7%	10.8%	13.6%	17.5%	-0.8%	-2.8%	-5.2%
법인세차감전순이익	181.1	323.1	661.8	157.4	265.4	519.2	-13.1%	-17.9%	-21.5%
당기순이익	137.3	244.2	489.7	119.3	202.3	386.3	-13.1%	-17.1%	-21.1%
지배주주지분	120.1	216.7	440.7	104.4	179.6	347.7	-13.1%	-17.1%	-21.1%

자료: 키움증권 리서치

카카오페이 분기 실적 추정치 변경 내역

(십억원)	변경 전				변경 후				차이(% , %P)			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	280.3	284.9	293.3	314.0	277.9	279.9	288.8	310.0	-0.9%	-1.8%	-1.6%	-1.3%
영업이익	29.6	31.7	34.8	41.0	28.2	28.6	31.4	37.2	-4.9%	-9.5%	-9.8%	-9.3%
영업이익률	10.6%	11.1%	11.9%	13.1%	10.1%	10.2%	10.9%	12.0%	-0.4%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
법인세차감전순이익	40.6	42.7	45.8	52.0	36.2	36.6	39.4	45.2	-11.0%	-14.1%	-14.0%	-13.1%
당기순이익	30.8	32.3	34.7	39.4	27.4	27.8	29.9	34.3	-11.0%	-14.1%	-14.0%	-13.1%
지배주주지분	26.9	28.3	30.4	34.5	24.0	24.3	26.1	30.0	-11.0%	-14.1%	-14.0%	-13.1%

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	615.4	766.2	958.4	1,156.6	1,639.3
판관비	672.0	823.7	908.0	1,031.2	1,415.9
영업이익	-56.6	-57.5	50.4	125.4	223.4
EBITDA	-10.0	-5.0	101.0	181.3	281.1
영업외손익	50.9	52.1	27.1	32.0	42.0
이자수익	63.9	62.6	71.2	83.5	97.4
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
중속 및 관계기업손익	1.6	5.1	2.5	2.0	4.0
기타	-8.7	-11.3	-41.3	-48.2	-54.1
법인세차감전이익	-5.6	-5.4	77.5	157.4	265.4
법인세비용	17.3	16.2	21.8	38.1	63.1
계속사업순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3
당기순이익	-22.9	-21.5	55.7	119.3	202.3
지배주주순이익	2.5	-13.7	45.2	104.4	179.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	18.0	24.5	25.1	20.7	41.7
영업이익 증감율	흑전	1.6	-187.7	148.8	78.1
EBITDA 증감율	흑전	-50.0	-2,120.0	79.5	55.0
지배주주순이익 증감율	-95.4	-648.0	-429.9	131.0	72.0
EPS 증감율	-95.4	적전	흑전	130.5	72.0
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	-9.2	-7.5	5.3	10.8	13.6
EBITDA Margin(%)	-1.6	-0.7	10.5	15.7	17.1
지배주주순이익률(%)	0.4	-1.8	4.7	9.0	11.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	253.1	127.0	439.3	639.0	725.7
당기순이익	0.0	0.0	55.7	119.3	202.3
비현금항목의 가감	8.7	39.3	-99.9	-90.1	-79.2
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	-2.5	-2.0	-4.0
기타	-36.0	-7.8	-148.0	-144.0	-132.9
영업활동자산부채증감	206.5	37.5	444.6	575.0	578.9
매출채권및기타채권의감소	-4.7	-6.3	-109.6	-113.0	-275.3
재고자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무의증가	190.7	51.6	555.1	689.0	855.2
기타	20.5	-7.8	-0.9	-1.0	-1.0
기타현금흐름	37.9	50.2	38.9	34.8	23.7
투자활동 현금흐름	-417.2	191.3	147.0	141.9	136.5
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 손취득	-15.2	-3.4	-25.0	-25.0	-25.0
투자자산의감소(증가)	-27.2	-16.7	-8.0	-8.0	-8.0
단기금융자산의감소(증가)	-1,121.5	-93.6	-98.5	-103.6	-109.0
기타	757.7	313.5	313.5	313.5	313.5
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	-194.9	-194.9	-194.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-206.3	307.0	379.4	574.0	655.2
기초현금 및 현금성자산	1,463.5	1,257.3	1,564.2	1,943.6	2,517.6
기말현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,943.6	2,517.6	3,172.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	3,430.1	3,907.7	4,496.0	5,287.5	6,328.0
현금 및 현금성자산	1,257.3	1,564.2	1,943.6	2,517.6	3,172.9
단기금융자산	1,796.0	1,889.6	1,988.0	2,091.6	2,200.6
매출채권 및 기타채권	362.7	437.0	546.6	659.7	935.0
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	14.1	16.9	17.8	18.6	19.5
비유동자산	536.3	507.0	526.8	540.9	555.2
투자자산	62.2	84.0	94.4	104.4	116.4
유형자산	45.1	38.8	44.7	46.2	46.5
무형자산	144.4	126.5	130.0	132.6	134.5
기타비유동자산	284.6	257.7	257.7	257.7	257.8
자산총계	3,966.5	4,414.7	5,022.8	5,828.4	6,883.2
유동부채	1,908.8	2,380.9	2,936.0	3,625.0	4,480.1
매입채무 및 기타채무	1,853.8	2,301.0	2,856.1	3,545.0	4,400.2
단기금융부채	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5
기타유동부채	37.5	62.4	62.4	62.5	62.4
비유동부채	122.9	123.0	123.0	123.0	123.0
장기금융부채	106.6	96.8	96.8	96.8	96.8
기타비유동부채	16.3	26.2	26.2	26.2	26.2
부채총계	2,031.7	2,503.9	3,059.0	3,747.9	4,603.1
지배지분	1,877.1	1,861.2	1,903.8	2,005.5	2,182.4
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	-13.3	-15.9
이익잉여금	-170.2	-184.0	-138.7	-34.3	145.3
비지배지분	57.7	49.6	60.1	75.0	97.7
자본총계	1,934.8	1,910.8	1,963.8	2,080.5	2,280.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	19	-102	335	772	1,329
BPS	13,981	13,824	14,087	14,839	16,148
CFPS	-106	132	-327	216	911
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	2,624.7	-257.4	160.8	69.8	40.6
PER(최고)	3,870.4	-590.3	340.1		
PER(최저)	1,807.4	-207.9	75.2		
PBR	3.53	1.90	3.83	3.63	3.34
PBR(최고)	5.20	4.35	8.09		
PBR(최저)	2.43	1.53	1.79		
PSR	10.73	4.61	7.59	6.30	4.44
PCFR	-465.7	198.4	-164.6	249.2	59.2
EV/EBITDA	-375.2	-48.7	28.5	23.1	12.3
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	1.2	2.2	3.2
ROE	0.1	-0.7	2.4	5.3	8.6
ROIC	13.8	2.7	-1.9	-4.0	-5.8
매출채권회전율	2.3	1.9	1.9	1.9	2.1
재고자산회전율					
부채비율	105.0	131.0	155.8	180.1	201.9
순차입금비율	-151.4	-174.8	-194.4	-216.0	-230.7
이자보상배율, 현금	-9.5	-10.9	9.6	23.9	42.5
총차입금	124.1	114.3	114.3	114.3	114.3
순차입금	-2,929.2	-3,339.5	-3,817.3	-4,494.9	-5,259.2
EBITDA	-10.0	-5.0	101.0	181.3	281.1
FCF	106.6	39.7	471.5	666.0	746.9

엔씨소프트 (036570)



BUY(Maintain)

목표주가 430,000원
주가(3/24) 217,500원

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

RA 조준형
jun59057@kiwoom.com

동사 1Q26E 영업이익은 1,346억원으로 예상되며, 현 주가는 이에 대한 현실감이 반영되지 않은 저평가 국면으로 해석하며 이에 동사를 게임 업종내 비중 확대를 할 종목으로 부연 제시한다.

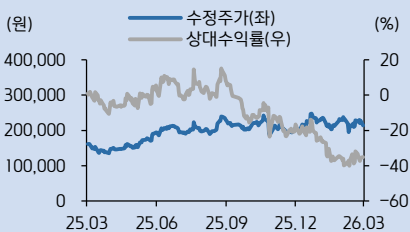
Stock Data

KOSPI (3/24)	5,553.92pt	
시가총액	46,858억원	
52주 주가동향	최고가 247,500 원	최저가 135,800원
최고/최저가 대비 등락	-12.1%	60.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	-5.4%
	6M	-4.4%
	1Y	36.7%
		상대
		-40.2%
		-37.0%

Company Data

발행주식수	21,544 천주
일평균 거래량(3M)	155천주
외국인 지분율	35.8%
배당수익률(25E)	0.6%
BPS(25E)	154,911원
주요 주주	김택진 외 14 인 12.4%

Price Trend



아이온2 확장성

>>> 게임 업종 최선호주

동사에 대한 목표주가를 43만원으로 유지하고 게임 업종내 최선호주로 지속 유지한다. 동사는 모바일 캐주얼 플랫폼 전략, 리니지 클래식 매출 호조 및 아이온2 매출 지속성 등을 바탕으로 게임 포트폴리오를 다변화하는 가운데 올해 실적 성장성과 가시성 모두 확보할 것으로 판단한다. 동사 목표주가는 26E 지배주주순이익 5,300억원에 타겟 PER 17.5배를 적용한 것으로 실적 성장성 등을 기반으로 볼 때 합리적 멀티플 부여로 강조할 수 있겠다.

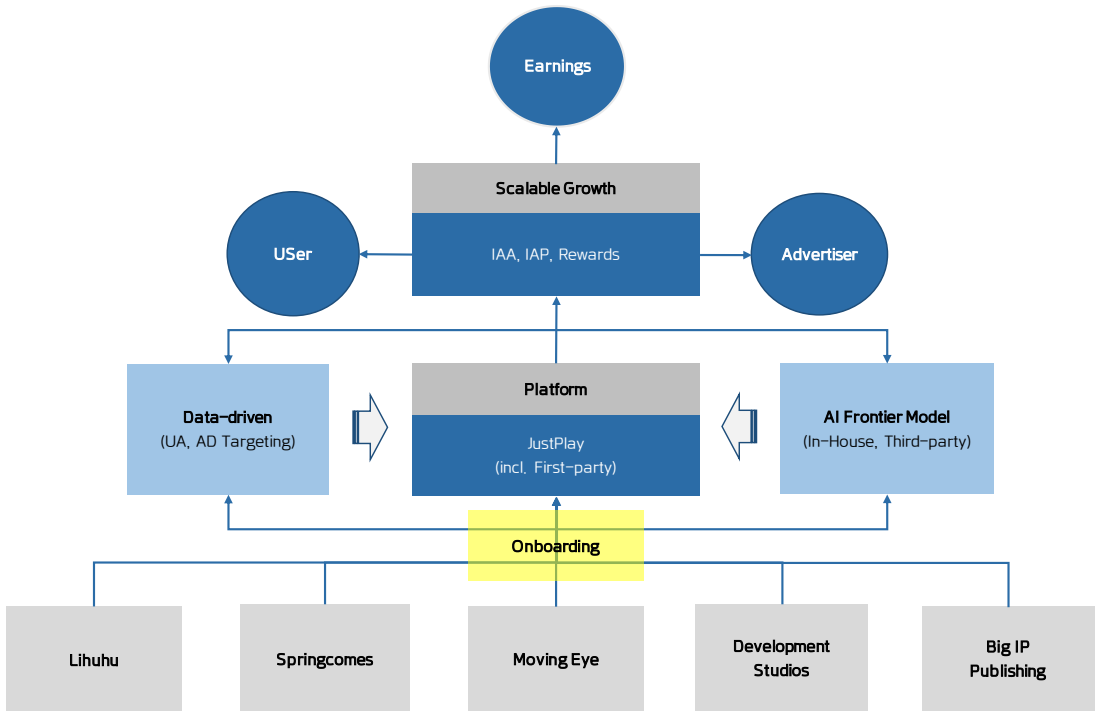
>>> 아이온2 글로벌 기제

당사는 올해 9월 출시를 가정 중인 아이온2 글로벌 성과에 주목할 필요가 있다고 판단하며 이는 산업 자료에서 전술한 바, PvE 및 PvP간 균형잡힌 콘텐츠 밸런스화 및 메인 캐릭터 중심 육성을 지원하고 유저 피로를 제어하는 게임내 시스템 보강 등으로 과거 MMORPG 전작들이 보여준 낮은 리텐션 문제를 해결하고 의미있는 매출과 이에 대한 지속성을 피어 대비 가시성 높게 보여줄 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,734.4	2,998.3
영업이익	137.3	-109.2	16.1	627.7	592.7
EBITDA	249.2	0.0	111.5	730.5	701.1
세전이익	206.2	120.9	461.4	733.7	700.7
순이익	213.9	94.1	347.4	540.3	514.8
지배주주지분순이익	212.1	94.2	346.7	530.0	495.1
EPS(원)	9,663	4,291	16,022	24,599	22,983
증감률(% YoY)	-51.3	-55.6	273.3	53.5	-6.6
PER(배)	24.9	42.7	12.6	8.8	9.5
PBR(배)	1.62	1.31	1.30	1.24	1.13
EV/EBITDA(배)	15.3	-76.196.7	27.0	4.1	3.9
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	23.0	19.8
ROE(%)	6.6	3.0	10.8	14.9	12.5
순차입금비율(%)	-45.2	-35.9	-40.1	-42.3	-46.2

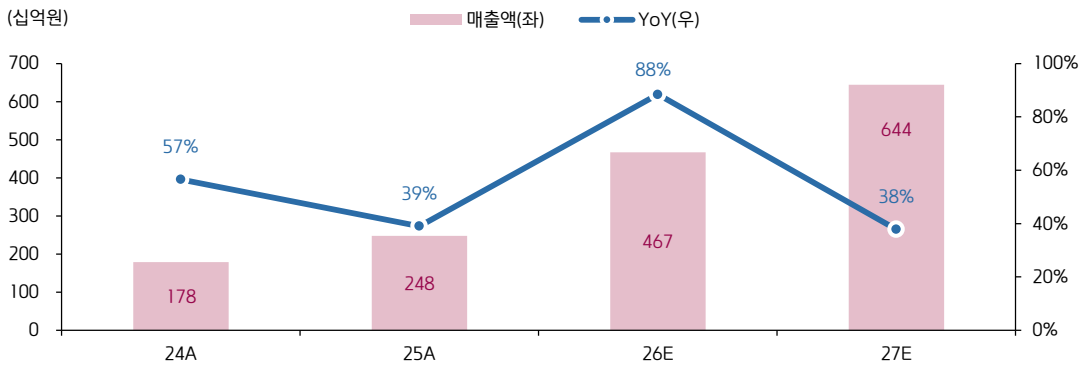
자료: 키움증권 리서치센터

엔씨소프트 모바일 캐주얼 게임 에코시스템 구조도 분석



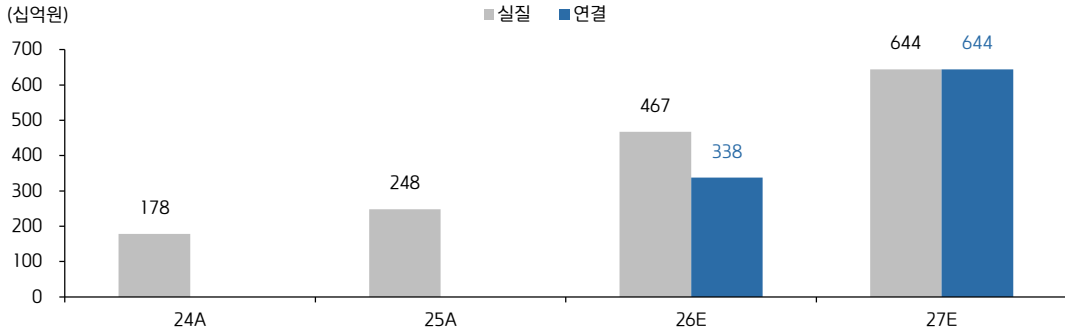
주: UA(User Acquisition)
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 분석

JustPlay 연간 매출 추이 및 전망



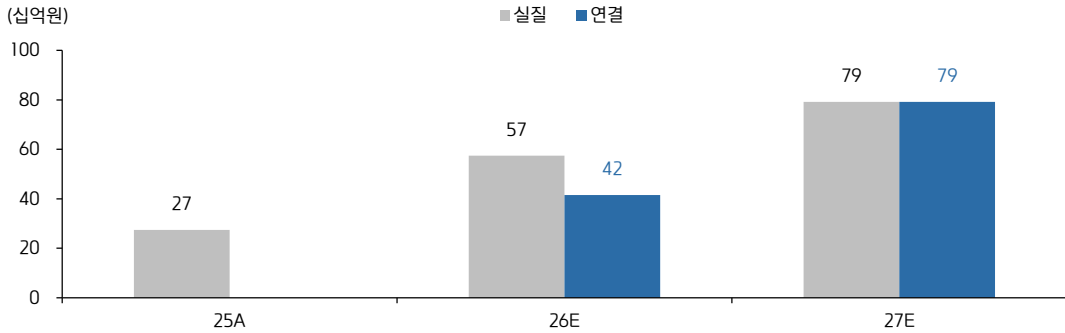
주1: 26E 매출액은 사측 보도자료인 전년대비 88% 증가를 준용
 주2: 주1 관련 매출액은 1Q26E 기준 QoQ 15% 증가로 수렴
 주3: 1Q26E 매출액은 사측 보도자료인 6,520만달러를 준용
 주4: 상기 주석 관련 사측 보도자료는 엔씨소프트 발표 기준
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 매출 관련 지표



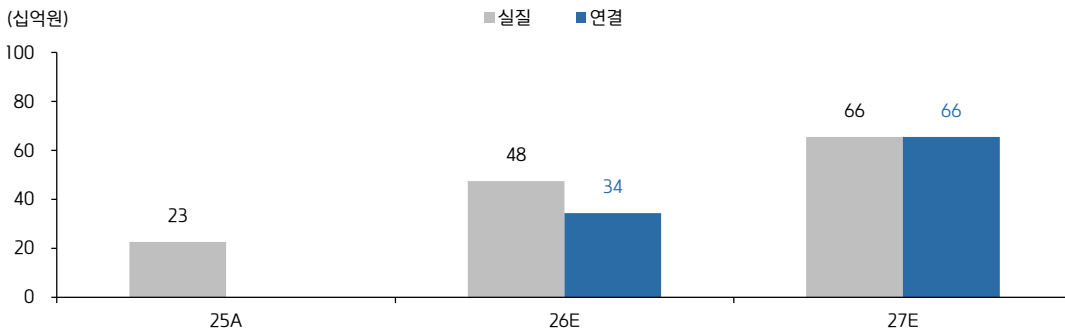
주: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일(26년 4월 30일) 이후 반영분
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 영업이익 관련 지표



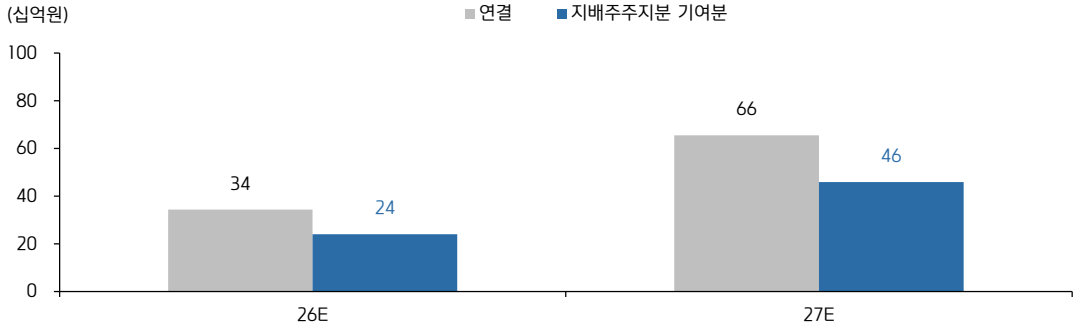
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일(26년 4월 30일) 이후 반영분
 주2: 영업이익률은 25년 11%, 26E 12.3%, 27E 12.3% 기준 준용
 주3: 주2 관련 25년 및 26E 영업이익률은 사측 보도자료 준용
 주4: 주2 관련 27E 영업이익률은 26E과 동일하다고 단순 가정
 주5: 상기 주석 관련 사측 보도자료는 엔씨소프트 발표 기준
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 순이익 관련 지표



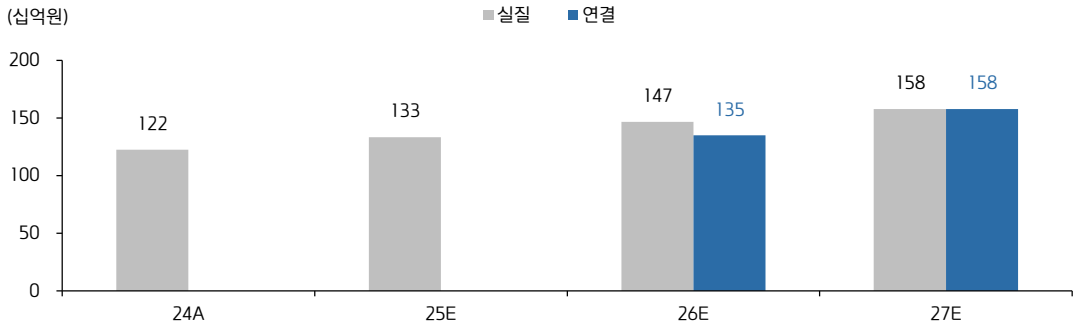
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일(26년 4월 30일) 이후 반영분
 주2: 순이익률은 25년 9.1%, 26E 10.2%, 27E 10.2% 기준 준용
 주3: 주2 관련 26E 순이익률은 영업이익률 증가를 연계해 적용
 주4: 주2 관련 27E 순이익률은 26E과 동일하다고 단순 가정
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

JustPlay 연간 지배주주지분 기여도



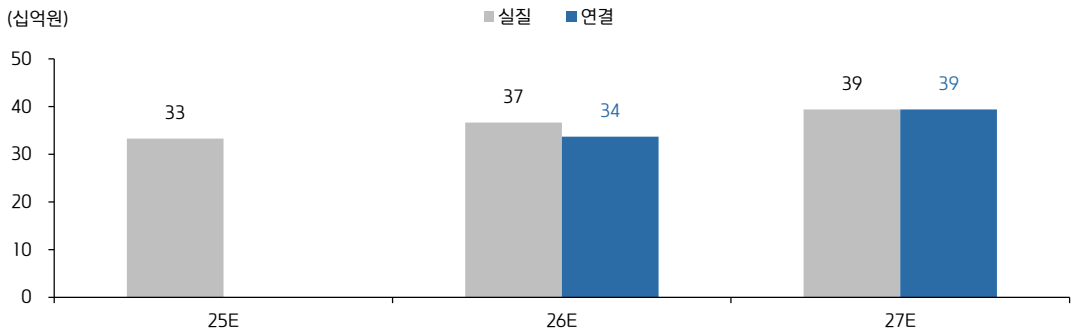
주1: 지배주주지분 기여분은 동사 1차 취득 지분율 70%를 준용하여 산정
 주2: 주1 관련 기여분은 엔씨소프트 지배주주지분 귀속으로 진행되는 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

INDYGO GROUP 연간 매출 관련 지표



주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일(26년 1월 30일) 이후 반영분
 주2: 실질 기준 매출 증가율은 26E 10%, 27E 7.5%를 각각 준용
 주3: 24년 실적은 리후후 매출액을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주4: 25E 실적은 리후후 예상 매출액 1,200억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

INDYGO GROUP 연간 영업이익 관련 지표



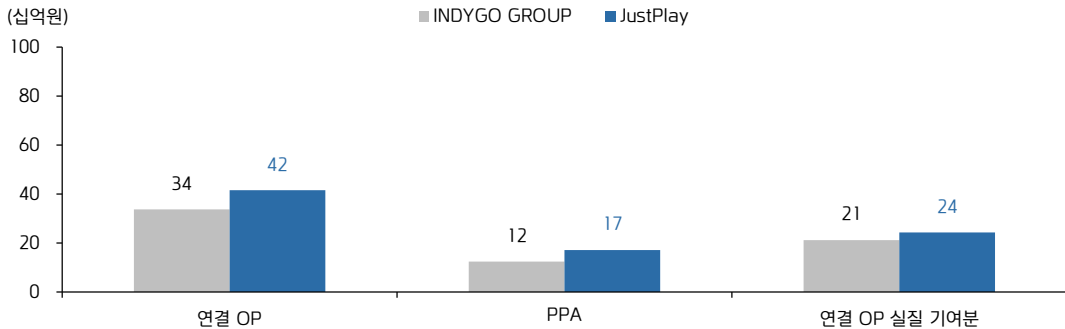
주1: 실질은 단독 기준, 연결은 엔씨소프트 취득예정일(26년 1월 30일) 이후 반영분
 주2: 25E 실적은 리후후 예상 영업이익 300억원을 90% 비중으로 역산하여 산정
 주3: 연간 OPM은 리후후 25E OPM 25%를 일괄적으로 준용해 영업이익 도출
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

엔씨소프트 인수 업체별 PPA 시뮬레이션 및 PER 지표

(십억원)	INDYGO GROUP	JustPlay
인수가액	153.4	301.6
지분율	67%	70%
기업가치	229.0	430.8
순자산가액	26.5	61.8
무형자산	202.4	369.0
내용연수	10.0	10.0
지배주주지분 대상 분기 정액 PPA	3.4	6.5
지배주주지분 대상 연간 정액 PPA	13.6	25.8
26E 실질 순이익	27.1	47.5
26E PER	8.5	9.1

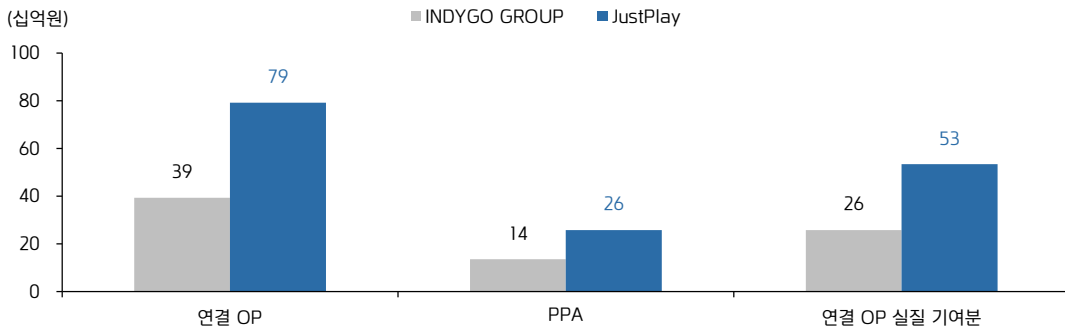
주1: 기업가치는 인수가액을 지분율로 보장하여 환산
 주2: 업체별 순자산가액은 공시상 당해년도별 자본총계로 한정 (자산재평가 미고려)
 주3: 관련 무형자산은 업체별 기업가치에서 순자산가액을 단순 차감하여 산정 (보수적 로직)
 주4: 지배주주지분 대상 PPA는 내용연수 적용 후 지분율로 보정한 실질 차감 기준으로 가정
 주5: INDYGO GROUP 26E 실질 순이익 산정시 세전이익은 영업이익과 동일하다고 가정
 주6: 주5 관련 법인세율은 엔씨소프트 26E 법인세율인 26.2%와 동일하다고 가정
 주7: 업체별 26E PER은 주1 기업가치를 26E 실질 순이익으로 나누어 산출
 자료: 엔씨소프트, 전자공시, 키움증권 리서치

인수 업체별 26E OP 실질 기여분 분석



주: 연결 OP 실질 기여분은 연결 OP에서 PPA 가정치를 차감
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

인수 업체별 27E OP 실질 기여분 분석



주: 연결 OP 실질 기여분은 연결 OP에서 PPA 가정치를 차감
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

엔씨소프트 리니지 클래식 분기별 매출 전망

(십억원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	26E	27E
총 매출액	103.8	99.2	69.6	52.2	45.6	41.9	39.5	38.7	324.8	165.6
총 결제액	122.2	99.2	69.6	52.2	45.6	41.9	39.5	38.7	343.1	165.6
한국 결제액	81.1	65.8	46.1	34.6	29.3	26.4	24.5	23.3	227.7	103.5
AU(천명)	500	325	228	171	145	131	121	115	306	128
정액제 결제액	19.2	22.9	16.0	12.0	10.2	9.2	8.5	8.1	70.1	36.0
정액제 PU(천명)	500	325	228	171	145	131	121	115	306	128
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	38	70	70	70	70	70	70	70	229	282
기타 상품 매출	56.3	36.6	25.6	19.2	16.3	14.7	13.6	12.9	137.6	57.5
기타 상품 PU(천명)	250	163	114	85	73	65	60	57	153	64
PUR	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
ARPPU(천원)	225	225	225	225	225	225	225	225	900	900
피시방 매출	5.7	6.4	4.5	3.4	2.8	2.6	2.4	2.3	20.0	10.1
일평균 사용시간(천)	500	325	228	171	145	131	121	115	283	128
시간당 과금(원)	216	216	216	216	216	216	216	216	216	216
Days	53	91	92	92	90	91	92	92	328	365
대만 결제액	41.0	33.4	23.4	17.6	16.2	15.4	15.1	15.4	115.4	62.1
AU(천명)	250	163	114	85	79	75	73	75	153	75
정액제 결제액	9.6	11.4	8.0	6.0	5.6	5.3	5.1	5.3	35.0	21.3
정액제 PU(천명)	250	163	114	85	79	75	73	75	153	75
PUR	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ARPPU(천원)	38	70	70	70	70	70	70	70	229	282
기타 상품 매출	28.1	18.3	12.8	9.6	8.9	8.4	8.2	8.4	68.8	34.0
기타 상품 PU(천명)	125	81	57	43	39	37	37	37	76	38
PUR	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
ARPPU(천원)	225	225	225	225	225	225	225	225	900	900
피시방 연계	3.3	3.7	2.6	2.0	1.8	1.7	1.7	1.7	11.6	6.9
피시방 연계 PU(천명)	63	41	28	21	20	19	18	19	38	19
PUR	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
ARPPU(천원)	53	91	92	92	90	91	92	92	303	365

주1: 지역별 AU 비중은 한국:대만=2:1 기준으로 당사 추산

주2: 한국 AU는 초기 분기 동시접속자수 예상치 25만명에 2배수를 적용하여 산출

주3: 정액제 ARPPU는 90일 이용권 가격을 준용, 이는 해당 이용권에 대한 소모품 등 혜택 부여에 따른 유저 선택 비중 증가 등을 감안한 조치

주4: 기타 상품 ARPPU는 연관 상품 5종(단가 3천원)을 분기 내 15번 구매한다는 가정 하에 도출 (해당 상품별 계정당 월 10회 한도도 구매 가정)

주5: 한국 피시방 일평균 사용시간은 최근 게임트릭스 일간 사용시간 지표를 감안하여 이미 도달한 수치를 준용 후 초기 분기 50만 시간으로 산입

주6: 동사에 귀속될 피시방 시간당 과금은 15초당 1G코인(1원)을 기준으로 시간당 240코인으로 적용 후 부가세 10%를 제외한 기준으로 산출

주7: 대만 피시방 연계는 총 3시간 기준 상품 단가 3천원을 기준으로 하되, 1일 1시간 사용을 전제로 관련 일수 대비 1/3을 적용해 도출

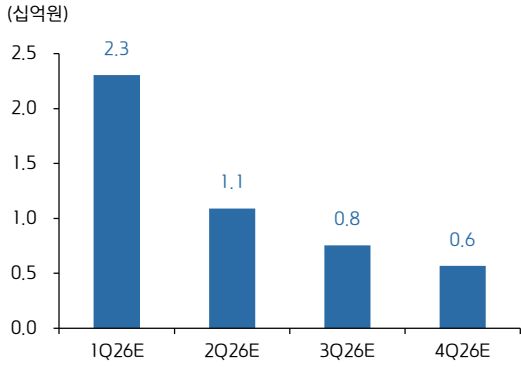
주8: 주8 관련 상품 단가 3천원은 현지 화폐 기준 65 NTD를 관련 KRW/NTD 환율을 적용하여 도출

주9: 대만 피시방 연계 PUR 25%는 한국 기준 초기 분기 피시방 일평균 사용시간과 AU 40만명을 기준으로 인당 일간 4시간 플레이에 해당

주10: 1Q26E 총 매출액은 이연 수준을 감안해 총 결제액 대비 85%를 적용해 산정

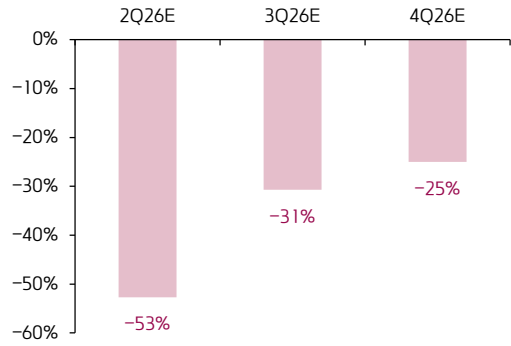
자료: 엔씨소프트, NC Family ZONE, 게임트릭스, Mediaweb, 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액 전망



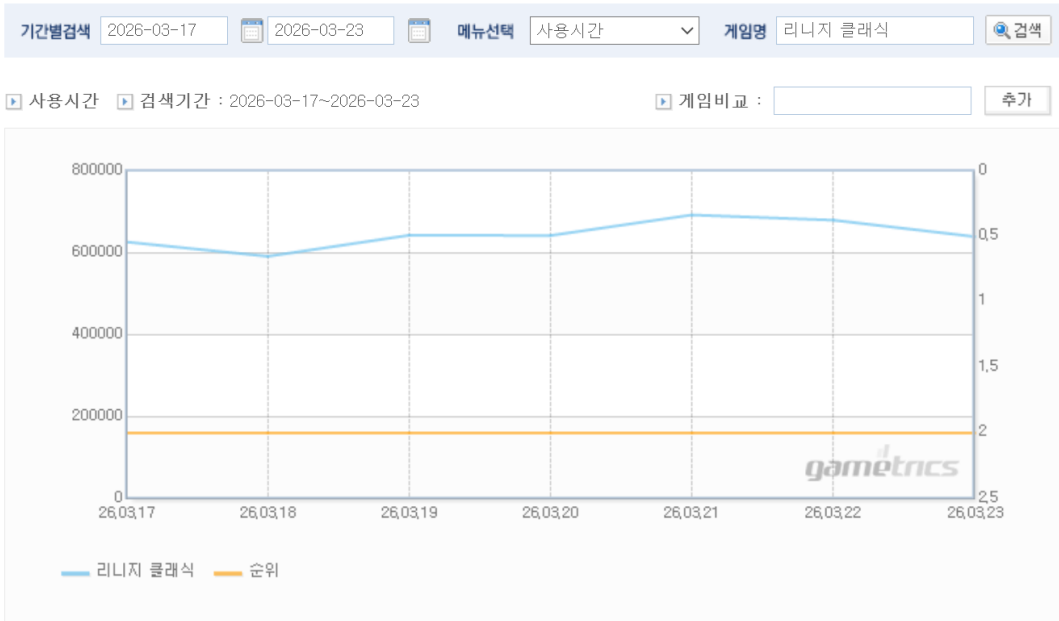
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 1Q26E 수치는 대상일수 53일 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 분기별 일평균 결제액 증감률



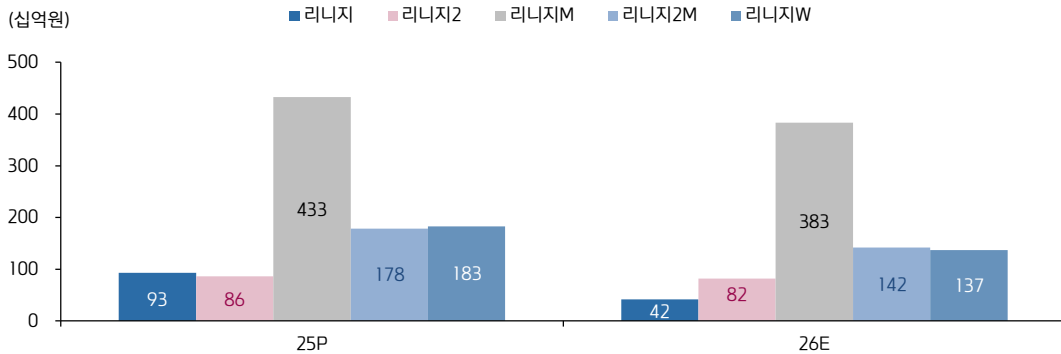
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 1Q26E 일평균 결제액은 대상일수 53일 기준으로 산정
 주3: 실질 반영보다 분기 하향 안정화를 가정한 기계적 감소를 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

리니지 클래식 일간 PC방 사용시간 추이



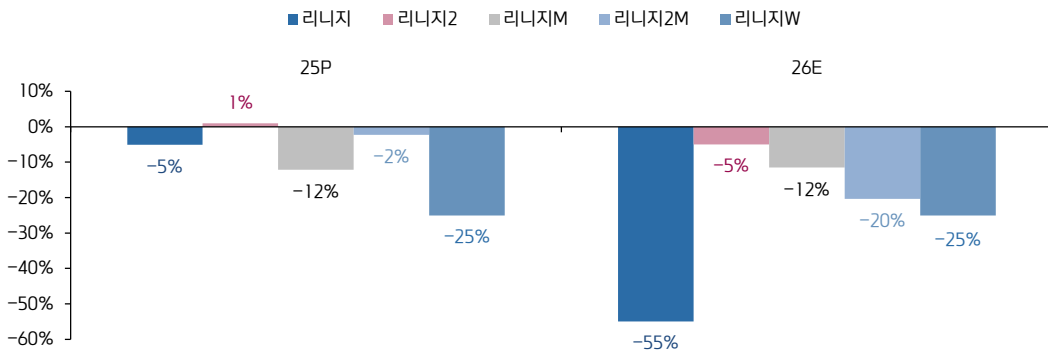
자료: 게임트릭스, Mediaweb, 키움증권 리서치

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 연간 매출 변화



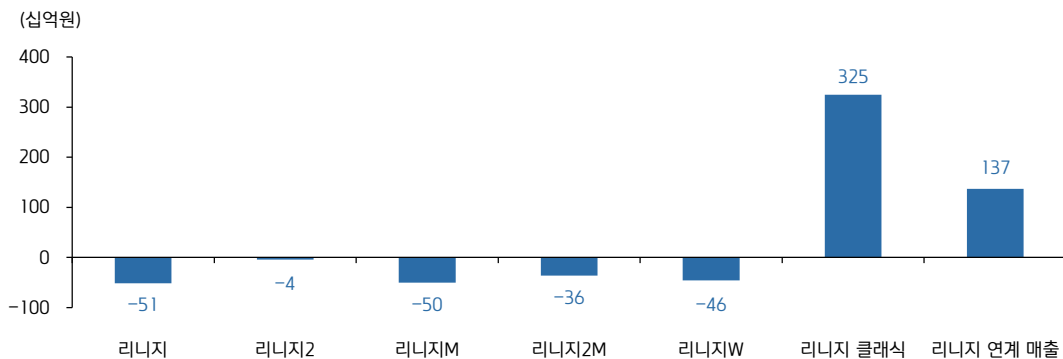
주1: 리니지 클래식 제외
 주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 연간 매출 증감률



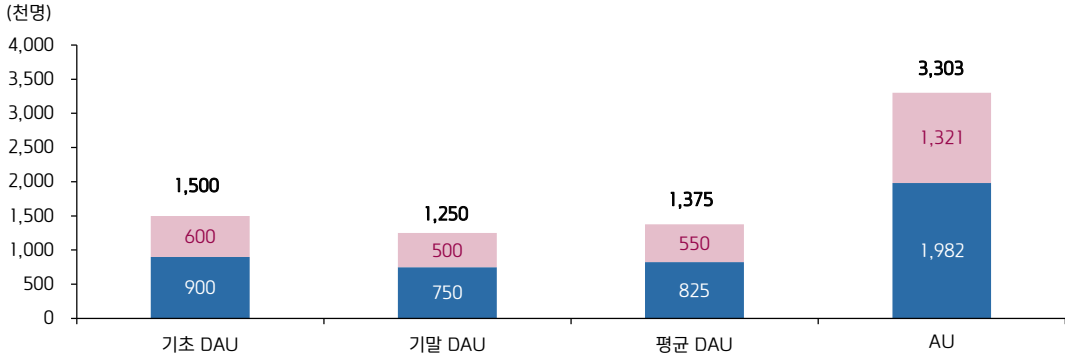
주1: 리니지 클래식 제외, 증감률은 전년대비 기준
 주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 리니지 연계 게임별 26E 전년대비 매출 증감



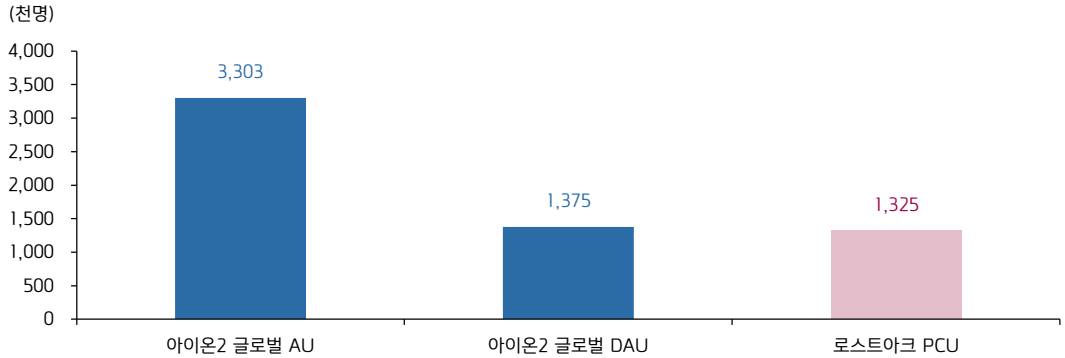
주1: 리니지 연계 매출 증분은 상기 관련 라인업별 증분을 모두 합산한 기준
 주2: 리니지W 2026년 상반기 동남아 지역 재출시 고려
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

아이온2 4Q25 주요 유저 지표 분석



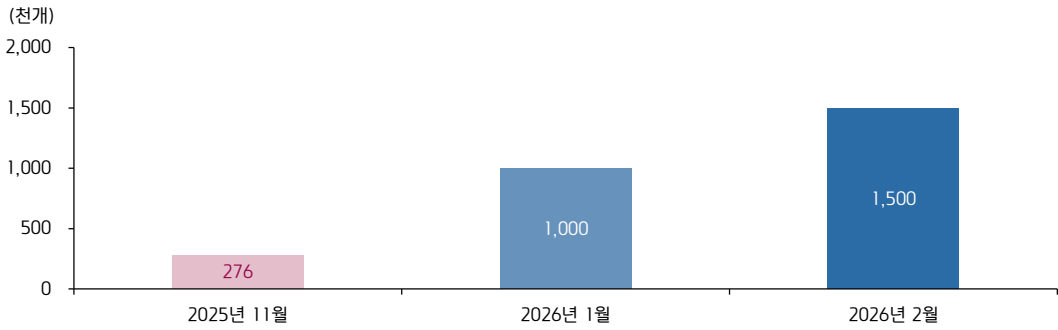
- 주1: 기초 DAU는 2025년 11월 21일 기준 사측 초반 성과 데이터 준용
 - 주2: 지역별 유저 비중은 한국:대만=3:2 기준으로 당사 추산
 - 주3: 기말 한국 DAU는 2025년 12월 23일 라이브 방송 기준으로 도출
 - 주4: 주3 관련 대한민국 DAU는 국민 100명 중 1~2명 대상 코멘트 준용
 - 주5: 주4 관련 대한민국 인구 5천만명 대상 평균치 1.5명을 적용해 도출
 - 주6: 주5 관련 관련 동 시점 대만 DAU는 한국 대비 67%를 적용하여 도출
 - 주7: 평균 DAU는 기초와 기말 DAU를 단순 평균하여 산출
 - 주8: AU는 DAU 대비 2.402배를 적용하여 도출
 - 주9: 주8 관련 멀티플은 4분기 실적 지표를 준용하여 계산
- 자료: 엔씨소프트, 각종 미디어 자료, AION2, YouTube, 키움증권 리서치

아이온2 해외 주요 유저 지표 비교 분석



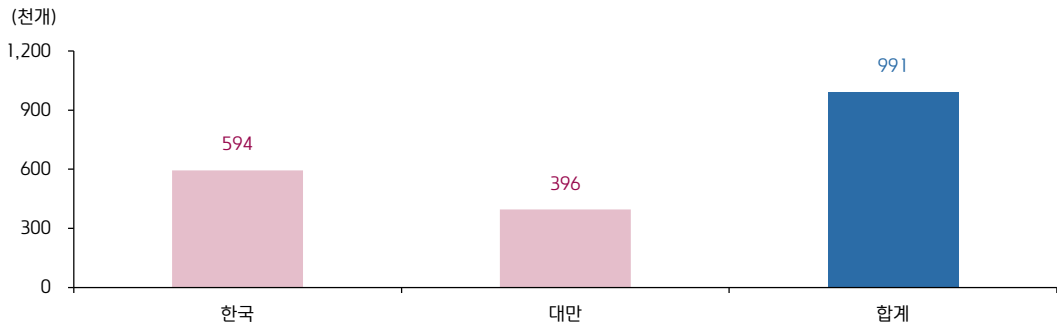
- 주1: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 - 주2: 아이온2 글로벌 관련 지표 기준 시점은 출시 초기 분기로 관측 중인 3Q26E 기준
 - 주3: 아이온2 글로벌 AU는 한국과 대만 출시 초기 분기인 4Q25 AU 합산치 준용
 - 주4: 아이온2 글로벌 DAU는 멀티플 2.402배를 역산 적용하여 도출
 - 주5: 로스트아크 PCU는 글로벌 스팀 라이프사이클 기준 최고치인 2022년 2월 시점 데이터를 적용
- 자료: SteamDB, 키움증권 리서치

아이온2 멤버십 지표 비교



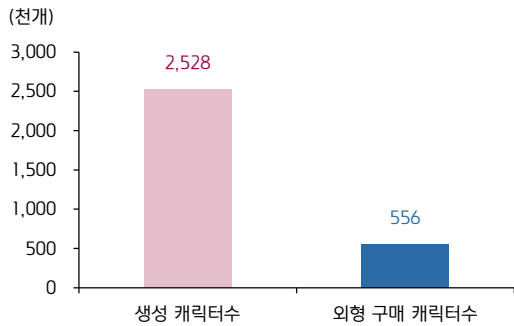
주1: 2025년 11월 지표는 출시 1주일간 멤버십 구매 계정수 기준
 주2: 2026년 1월 지표는 1월 3일 기준 누적 멤버십 구매 캐릭터수 기준
 주3: 2026년 2월 지표는 2월 9일 기준 누적 멤버십 구매 캐릭터수 기준
 주4: 멤버십 혜택은 구매한 서버 내 모든 캐릭터에 적용
 주5: 주3 관련 주1 및 주2/3 차이는 다른 서버를 이용 중인 계정 차이 정도로 해석
 주6: 펫 보유 및 수 현황, 종족 이해도 진행 현황과 보유 영혼 결정은 서버 내 캐릭터 공유
 주7: 주6 사안 등을 감안시 주 4 관련 주 서버 이외 다른 서버를 이용 중인 계정 지속성은 크지 않을 것으로 관측
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 4Q25 멤버십 PU 분석



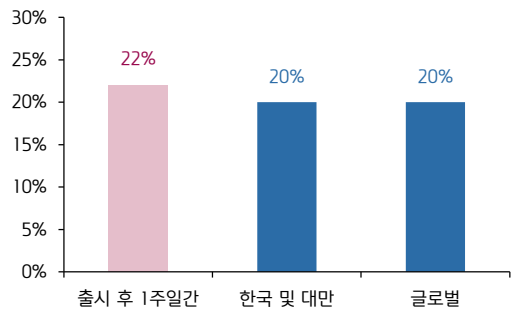
주: 기본 멤버십:추가 멤버십=2:1 기준 준용, 기본 멤버십(산들바람 멤버십), 추가 멤버십(첸가롱 멤버십)
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

아이온2 출시 후 1주일간 주요 지표



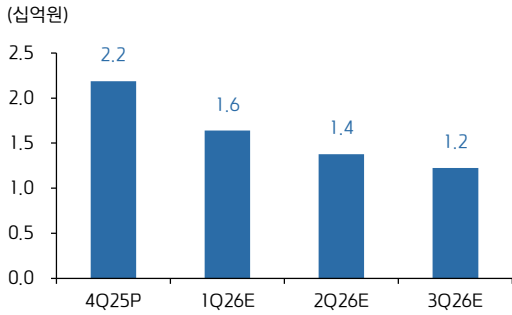
주: 출시 후 1주일간 성과 관련 사측 발표 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 외형 구매율 비교



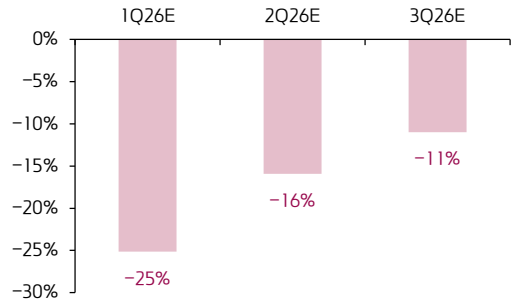
주1: 출시 후 1주일간 지표는 사측 발표 기준
 주2: 한국/대만 및 글로벌 기준은 당사 PUR 추정치 기준
 주3: 글로벌은 한국 및 대만 제외 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

아이온2 분기별 일평균 결제액 전망



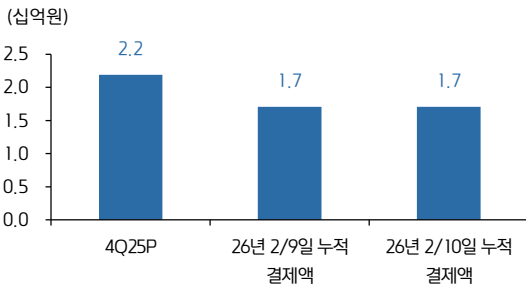
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기별 일평균 결제액 증감률



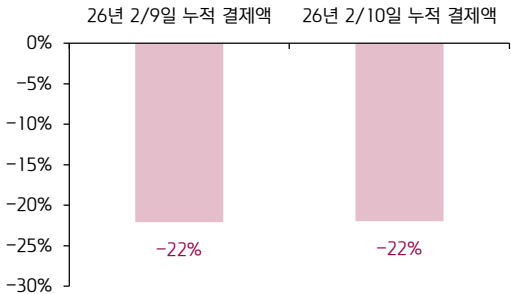
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 일평균 결제액은 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 실질 반영보다 분기 하향 안정화를 가정한 기계적 감소를 적용
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 구간별 일평균 결제액 추이



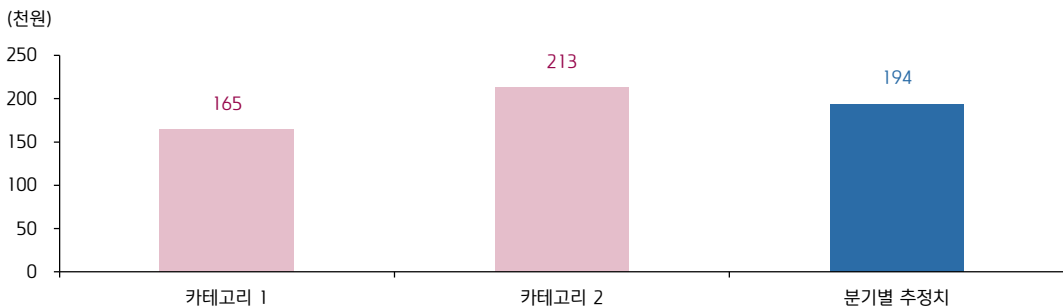
주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 26년 2/9일 누적 결제액은 출시 후 누적 1,623억원에서 4Q25 수치 차감
 주4: 주3 관련 일평균 결제액은 해당 영업일수 40일을 기준 환산
 주5: 26년 2/10일 누적 결제는 사측 코멘트인 700억원 수준 준용
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 구간별 일평균 결제액 증감률



주1: 한국 및 대만 합산 기준
 주2: 4Q25 수치는 대상일수 43일 기준으로 산정
 주3: 증감률 산출시 기준 시점은 4Q25 수치를 기준으로 산정
 자료: 키움증권 리서치 추정

아이온2 분기 ARPPU 비교 분석



주1: 카테고리 1 구성은 새로운 물결, 외형 및 추가 상품 합산 기준
 주2: 카테고리 2 구성은 새로운 물결, 낙원, 외형 및 추가 상품 합산 기준
 주3: 주1 및 주2 외형 및 추가 상품 합산은 방어구, 무기, 날개, 펫, 장식 및 장신구 각 1종씩을 분기내 구매 가정
 주4: 주3 관련 신규 외형 및 추가 상품 판매 주기는 3주 단위로 분기별 4~5회 회차 존재
 주5: 분기별 추정치는 당사 추정치에 반영된 수치 기준
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

엔씨소프트 아이온2 분기별 매출 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25P	26E
총 매출액				77.4	147.5	125.3	177.4	251.8	77.4	702.0
총 결제액				94.1	147.5	125.3	177.4	251.8	94.1	702.0
한국 결제액				56.5	88.5	75.2	67.7	62.6	56.5	294.0
AU(천명)				1,982	1,486	1,263	1,137	1,052	1,982	1,235
기본 멤버십 결제액				11.7	17.6	14.9	13.4	12.4	11.7	58.4
기본 멤버십 PU(천명)				396	297	253	227	210	396	247
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				8.8	13.2	11.3	10.1	9.4	8.8	44.0
추가 멤버십 PU(천명)				198	149	126	114	105	198	123
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				35.9	57.7	49.0	44.1	40.8	35.9	191.6
추가 과금 PU(천명)				396	297	253	227	210	396	247
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
대만 결제액				37.7	59.0	50.1	45.1	41.7	37.7	196.0
AU(천명)				1,321	991	842	758	701	1,321	823
기본 멤버십 결제액				7.8	11.7	10.0	9.0	8.3	7.8	38.9
기본 멤버십 PU(천명)				264	198	168	152	140	264	165
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				30	59	59	59	59	30	236
추가 멤버십 결제액				5.9	8.8	7.5	6.8	6.2	5.9	29.3
추가 멤버십 PU(천명)				132	99	84	76	70	132	82
PUR				10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ARPPU(천원)				45	89	89	89	89	45	356
추가 과금 결제액				24.0	38.4	32.7	29.4	27.2	24.0	127.7
추가 과금 PU(천명)				264	198	168	152	140	264	165
PUR				20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
ARPPU(천원)				91	194	194	194	194	91	776
글로벌 결제액							64.6	147.5		212.1
AU(천명)							3,303	2,477		2,890
기본 멤버십 결제액							13.0	29.3		42.3
기본 멤버십 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							20	59		73
추가 멤버십 결제액							9.8	22.1		31.9
추가 멤버십 PU(천명)							330	248		289
PUR							10.0%	10.0%		10.0%
ARPPU(천원)							30	89		110
추가 과금 결제액							41.8	96.1		137.9
추가 과금 PU(천명)							661	495		578
PUR							20.0%	20.0%		20.0%
ARPPU(천원)							63	194		239

주1: 기본 멤버십은 산들바람 멤버십, 추가 멤버십은 찬가릉 멤버십 기준
 주2: 추가 과금은 외형 및 추가 상품 등을 대상, 글로벌은 국내 및 대만 제외 기준
 주3: 글로벌 출시는 올해 9월을 가정해 3Q26E 결제액은 1달치를 기준으로 반영
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

구글 게임 관련 서비스 수수료

구분	기존	변경			
		기존 설치		신규 설치	
		인앱 결제	외부 결제	인앱 결제	외부 결제
Service fee	30%	30% (25%+5%)	25% (20%+5%)	25% (20%+5%)	25% (20%+5%)

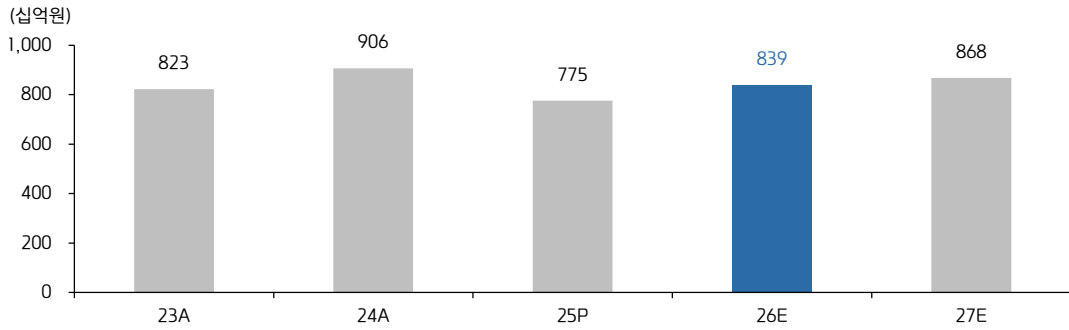
- 주1: 기존 Service fee는 2021년 7월 적용된 매년 100만 달러를 초과하는 수익 기준 적용
 - 주2: 변경 Service fee는 Non-recurring transactions 기준
 - 주3: 변경 Service fee 관련 기존 설치분에 대한 인앱 결제시 Standard 기준 25%에 미국, 영국 및 EEA 대상 billing fee인 5%를 합산
 - 주4: 변경 Service fee 관련 기존 설치분에 대한 외부 결제시 Standard 기준 20%에 최대 5%의 결제 테이크 레이트를 가산하여 합산
 - 주5: 주4 관련 외부 결제 테이크 레이트 산정시 결제 수단별 테이크 레이트에 이벤트 프로모션 레이트를 일부 합산한 가정치로 설정
 - 주6: 변경 Service fee 관련 신규 설치분에 대한 인앱 결제시 Standard 기준 20%에 미국, 영국 및 EEA 대상 billing fee인 5%를 합산
 - 주7: 변경 Service fee 관련 신규 설치분에 대한 외부 결제시 Standard 기준 20%에 최대 5%의 결제 테이크 레이트를 가산하여 합산
 - 주8: 주7 관련 외부 결제 테이크 레이트 산정시 결제 수단별 테이크 레이트에 이벤트 프로모션 레이트를 일부 합산한 가정치로 설정
- 자료: Google, 키움증권 리서치

엔씨소프트 세그먼트별 지급수수료율 산정

	26E	27E	28E	29E
기존 모바일게임	22.1%	18.0%	15.8%	13.8%
결제 비중				
자체	35%	40%	45%	50%
기존	65%	60%	55%	50%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 한국/대만	11.7%	10.6%	9.9%	9.4%
결제 비중				
자체	81%	83%	84%	85%
기존	19%	18%	16%	15%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	30.0%	25.0%	22.5%	20.0%
아이온 2 글로벌	19.1%	17.5%	17.5%	17.5%
결제 비중				
자체	20%	20%	20%	20%
기존	80%	80%	80%	80%
결제 수수료율				
자체	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
기존	22.1%	20.0%	20.0%	20.0%

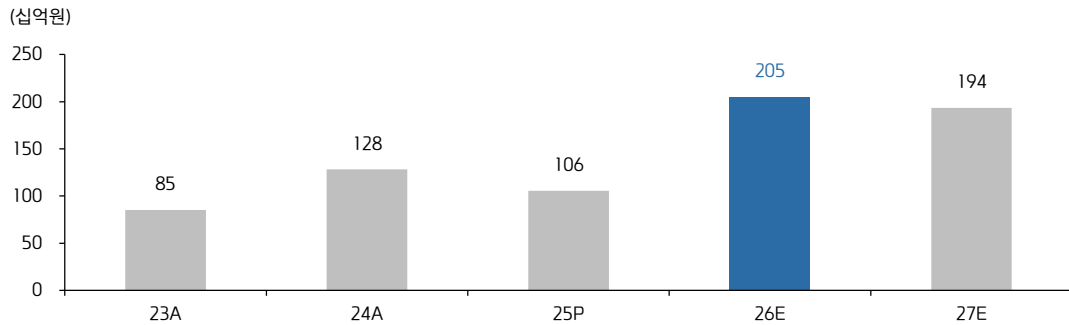
- 주1: 자체는 퍼플 기반, 기존은 애플/구글 게임 플랫폼 기준
 - 주2: 애플/구글 게임 결제 수수료율은 26E 기준 30%로 산정
 - 주3: 주2 관련 구글 서비스 수수료 조정 시점이 한국 기준 올해 연말임을 감안한 조치
 - 주4: 주3 관련 애플 서비스 수수료 수준도 구글도 동행하는 가정을 일괄적으로 적용
 - 주5: 주3 및 주4 관련 동사 기준 라인업의 주 매출 포션이 한국 중심으로 창출된 사안을 감안
 - 주6: 주5 관련 27E 결제 수수료율은 구글 기존 설치분에 대한 외부 결제 적용으로 일괄 적용
 - 주7: 주6 관련 결제 수수료율은 27E 25%에서 연간 2.5%p씩 저감해 29E 20%로 하단 가정
 - 주8: 기존 모바일게임은 동사의 리니지M, 리니지2M, 리니지W 등을 기준으로 함
 - 주9: 자체 결제 도입 시점은 리니지M 및 리니지2M은 2025년 11월 12일, 리니지W는 2025년 11월 26일에 해당
 - 주10: 아이온2 글로벌은 한국 및 대만 제외이며, 해당 세그먼트 기준은 스팀 플랫폼
 - 주11: 아이온2 스팀 플랫폼 결제 수수료율은 매출 구간별 테이크 레이트를 준용해 산정
 - 주12: 아이온2 글로벌 출시에 따른 퍼플 기반 자체 결제 옵션 여지에 대해 듀얼 모드로 반영 중
- 자료: 키움증권 리서치 추산

엔씨소프트 연간 인건비 추이 및 전망



주: INDYGO GROUP 및 JustPlay 관련 인건비는 제외
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 연간 마케팅비 추이 및 전망



주: INDYGO GROUP 및 JustPlay 관련 마케팅비는 제외
 자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치 추정

엔씨소프트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	25P	26E	27E
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	562.0	620.2	719.1	833.1	1,506.9	2,734.4	2,998.3
PC 게임	90.8	98.6	94.5	175.0	324.4	297.1	321.8	406.4	458.9	1,349.8	1,297.1
모바일 게임	211.7	227.4	205.9	180.4	189.0	274.8	335.3	352.0	825.4	1,151.1	1,455.2
콘솔 게임								16.0		16.0	6.7
로열티	45.0	42.3	46.8	42.4	42.1	41.1	55.6	51.7	176.4	190.6	211.0
기타	12.9	14.2	12.8	6.4	6.4	7.1	6.4	7.0	46.2	26.9	28.3
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	427.5	492.5	572.7	614.0	1,490.8	2,106.7	2,405.6
영업이익	5.2	15.1	-7.5	3.2	134.6	127.7	146.4	219.1	16.1	627.7	592.7
영업이익률(%)	1.4%	3.9%	-2.1%	0.8%	23.9%	20.6%	20.4%	26.3%	1.1%	23.0%	19.8%
영업외손익	26.0	-48.4	442.6	25.0	26.5	26.5	26.5	26.5	445.3	106.0	108.0
법인세차감전순이익	31.3	-33.3	435.1	28.2	161.1	154.2	172.9	245.6	461.4	733.7	700.7
법인세차감전순이익률(%)	8.7%	-8.7%	120.9%	7.0%	28.7%	24.9%	24.0%	29.5%	30.6%	26.8%	23.4%
법인세비용	-6.3	2.7	87.8	29.7	42.1	40.7	45.8	64.9	113.9	193.5	185.9
법인세율(%)	-20.0%	-8.0%	20.2%	105.3%	26.2%	26.4%	26.5%	26.4%	24.7%	26.4%	26.5%
당기순이익	37.5	-36.0	347.4	-1.5	119.0	113.5	127.1	180.7	347.4	540.3	514.8
당기순이익률(%)	10.4%	-9.4%	96.5%	-0.4%	21.2%	18.3%	17.7%	21.7%	23.1%	19.8%	17.2%
지배주주지분	37.8	-35.4	346.7	-2.4	119.0	111.3	123.3	176.4	346.7	530.0	495.1
비지배주주지분	-0.3	-0.5	0.7	0.9	0.0	2.2	3.8	4.3	0.8	10.3	19.7

자료: 엔씨소프트, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,734.4	2,998.3
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,779.8	1,578.1	1,506.9	2,734.4	2,998.3
판매비	1,642.5	1,687.3	1,490.8	2,106.7	2,405.6
영업이익	137.3	-109.2	16.1	627.7	592.7
EBITDA	249.2	0.0	111.5	730.5	701.1
영업외손익	68.9	230.1	445.3	106.0	108.0
이자수익	83.8	72.0	83.8	96.3	112.8
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
중속 및 관계기업손익	4.1	4.4	-23.3	-14.0	-12.0
기타	4.8	114.1	345.2	-15.9	-32.4
법인세차감전이익	206.2	120.9	461.4	733.7	700.7
법인세비용	-7.7	26.8	113.9	193.5	185.9
계속사업손익	213.9	94.1	347.4	540.3	514.8
당기순이익	213.9	94.1	347.4	540.3	514.8
지배주주순이익	212.1	94.2	346.7	530.0	495.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-30.8	-11.3	-4.5	81.5	9.7
영업이익 증감율	-75.4	-179.5	-114.7	3,798.8	-5.6
EBITDA 증감율	-62.5	-100.0	NA	555.2	-4.0
지배주주순이익의 증감율	-51.3	-55.6	268.0	52.9	-6.6
EPS 증감율	-51.3	-55.6	273.3	53.5	-6.6
매출총이익율(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	7.7	-6.9	1.1	23.0	19.8
EBITDA Margin(%)	14.0	0.0	7.4	26.7	23.4
지배주주순이익률(%)	11.9	6.0	23.0	19.4	16.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	139.9	107.0	334.0	345.5	462.4
당기순이익	213.9	94.1	347.4	540.3	514.8
비현금항목의 가감	71.9	-6.8	-15.8	49.2	28.8
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	23.3	14.0	12.0
기타	-28.6	-104.8	-134.6	-67.6	-91.6
영업활동자산부채증감	-95.6	-43.3	30.0	-149.3	-10.6
매출채권및기타채권의감소	42.5	20.1	7.5	-130.1	-28.0
채고자산의감소	0.7	-0.3	0.0	-0.8	-0.2
매입채무및기타채무의증가	0.0	0.0	4.9	5.0	5.2
기타	-138.8	-63.1	17.6	-23.4	12.4
기타현금흐름	-50.3	63.0	-27.6	-94.7	-70.6
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	-78.3	-71.8	-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	-21.8	-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	235.3	252.6	333.5
기초현금 및 현금성자산	285.6	365.2	1,260.5	1,495.8	1,748.3
기말현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,495.8	1,748.3	2,081.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,336.8	1,788.5	2,025.2	2,417.9	2,789.0
현금 및 현금성자산	365.2	1,260.5	1,495.8	1,748.3	2,081.9
단기금융자산	1,754.2	220.6	226.1	231.8	237.6
매출채권 및 기타채권	172.3	167.2	159.7	289.7	317.7
채고자산	0.7	1.1	1.0	1.8	2.0
기타유동자산	44.4	139.1	142.6	146.3	149.8
비유동자산	2,057.0	2,165.4	2,227.9	2,292.9	2,354.9
투자자산	672.6	871.7	895.8	929.7	966.1
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	4,253.1	4,710.8	5,143.9
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
자본지분	3,249.7	3,058.5	3,337.4	3,764.5	4,156.8
자본금	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	3,798.7	4,271.7	4,709.9
비지배지분	3.3	5.1	5.9	16.2	35.8
자본총계	3,253.0	3,063.6	3,343.3	3,780.7	4,192.7
투자지표					
(단위: 원, %, 배)					
주당지표(원)					
EPS	9,663	4,291	16,022	24,599	22,983
BPS	148,023	139,312	154,911	174,736	192,945
CFPS	13,017	3,975	15,327	27,360	25,230
DPS	3,130	1,460	1,150	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	24.9	42.7	12.6	8.8	9.5
PER(최고)	49.7	57.8	15.2		
PER(최저)	22.0	36.6	8.4		
PBR	1.62	1.31	1.30	1.24	1.13
PBR(최고)	3.24	1.78	1.58		
PBR(최저)	1.44	1.13	0.87		
PSR	2.97	2.55	2.89	1.71	1.56
PCFR	18.5	46.1	13.1	7.9	8.6
EV/EBITDA	15.3	-76.1967	27.0	4.1	3.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.7	30.1	6.3	10.5	11.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.3	0.8	0.6	1.4	1.4
ROA	4.8	2.3	8.5	12.1	10.4
ROE	6.6	3.0	10.8	14.9	12.5
ROIC	10.1	-8.2	0.8	34.6	30.3
매출채권회전율	9.1	9.3	9.2	12.2	9.9
채고자산회전율	1,590.1	1,759.7	1,465.3	1,934.0	1,569.0
부채비율	35.1	29.1	27.2	24.6	22.7
순차입금비율	-45.2	-35.9	-40.1	-42.3	-46.2
이자보상배율, 현금	9.4	-10.6	1.6	61.1	57.7
총차입금	648.8	382.1	382.1	382.1	382.1
순차입금	-1,470.6	-1,099.0	-1,339.8	-1,598.0	-1,937.3
EBITDA	249.2	0.0	111.5	730.5	701.1
FCF	-43.8	-71.8	5.7	283.8	401.3

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.

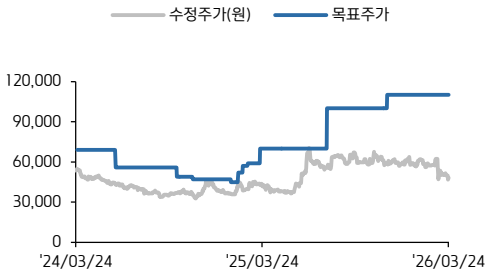
투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표 주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)		종목명	일자	투자이건	목표 주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비
카카오 (035720)	2024-03-27	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-30.91	-20.58	엔씨소프트 (036570)	2024-04-19	Outperform(Maintain)	200,000원	6개월	-10.73	2.00
	2024-06-10	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-30.95	-21.61		2024-05-13	Outperform(Maintain)	230,000원	6개월	-17.53	-2.39
	2024-10-08	BUY(Maintain)	49,000원	6개월	-23.94	-19.59		2024-10-08	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-20.83	-15.58
	2024-11-08	BUY(Maintain)	47,000원	6개월	-17.53	-0.85		2024-11-05	Outperform(Maintain)	260,000원	6개월	-27.54	-5.96
	2025-01-22	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-17.45	-7.11		2025-05-02	BUY(Upgrade)	260,000원	6개월	-41.51	-37.81
	2025-02-05	BUY(Maintain)	52,000원	6개월	-16.76	-12.88		2025-05-28	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.30	-44.50
	2025-02-14	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-31.05	-30.00		2025-06-04	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-41.20	-35.30
	2025-02-24	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-26.72	-23.05		2025-07-29	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-49.59	-47.82
	2025-03-20	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-41.55	-37.71		2025-08-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.33	-42.82
	2025-04-17	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-43.14	-37.71		2025-08-18	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-48.65	-42.82
	2025-05-09	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-44.01	-37.71		2025-09-12	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.27	-38.46
	2025-05-28	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-33.09	0.57		2025-11-03	BUY(Maintain)	390,000원	6개월	-46.00	-38.46
	2025-07-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-41.64	-36.20		2025-11-12	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-45.60	-43.72
	2025-08-11	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-38.15	-34.70		2025-11-17	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.12	-43.72
	2025-09-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-37.96	-33.00		2025-11-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.47	-42.44
	2025-09-24	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-38.52	-32.30		2026-01-26	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2025-11-24	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-45.98	-42.00		2026-02-11	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-50.11	-42.44
	2026-01-26	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-46.00	-42.00		2026-02-20	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.73	-42.44
	2026-02-13	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-47.41	-42.00		2026-03-16	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-49.61	-42.44
	2026-03-24	BUY(Maintain)	110,000원	6개월				2026-03-24	BUY(Maintain)	430,000원	6개월		
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	-58.58	-45.46							
	2026-01-26	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-49.88	-45.46							
	2026-02-13	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-51.29	-45.46							
2026-03-24	BUY(Maintain)	130,000원	6개월										

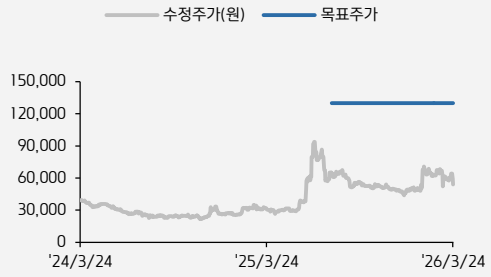
* 주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

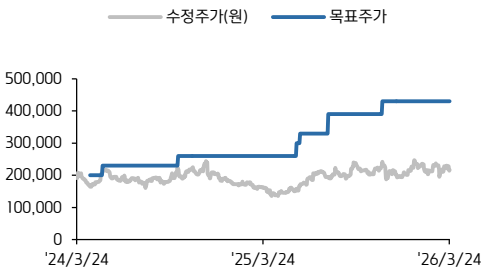
카카오 (035720)



카카오게임 (377300)



엔씨소프트 (036570)



투자 의견 및 적용 기준

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

투자등급 비율 통계 (2025/01/01~2025/12/31)

매수	중립	매도
96.39%	3.61%	0.00%