



AI/인터넷/게임 Overweight

금광의 가는 길

업사이드 리스크를 대비하자

2025.11.20

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권

금광으로 가는 길

업사이드 리스크를 대비하라

1. AI, 과열인가 과도기인가
2. 2026년 국내: 업사이드 리스크를 대비하라
3. AI/인터넷: 통합의 시대. 과거와 다른 리레이팅 국면 진입
4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화
5. AI/인터넷: 스테이블코인, RWA 개화 예상
6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화
7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

8. 기업

NAVER(035420) | BUY | TP 350,000원
카카오(035720) | BUY | TP 75,000원
삼성에스디에스(018260) | BUY | TP 220,000원
크래프톤(259960) | BUY | TP 530,000원
네오위즈(095660) | BUY | TP 36,000원
시프트업(462870) | BUY | TP 60,000원(하향)
엔씨소프트(036570) | BUY | TP 300,000원
넷마블(251270) | BUY | TP 73,000원
더블유게임즈(192080) | BUY | TP 70,000원

금광으로 가는 길: 업사이드 리스크를 대비하라

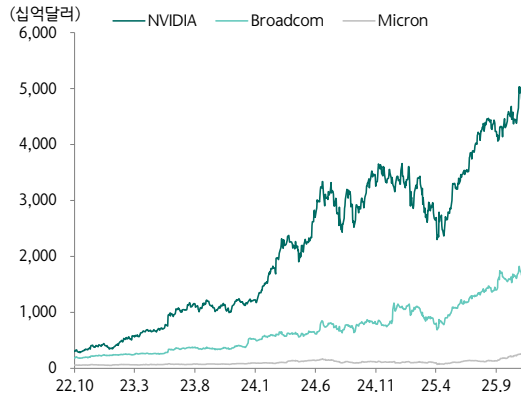
- ✓ AI가 주도하는 지금의 시장은 산업혁명 초입에 가까운 과열 속에 있다. 골드러시 시절, 금을 캐는 자보다 청바지를 판 자가 더 많이 벌었다는 비유처럼, 현재 자본시장은 AI라는 프로젝트 자체보다는 인프라 투자에 집중적으로 환호한다. GPU, 전력, 에너지 기업들은 데이터센터의 증설에 따라 현금 흐름을 창출하고 있고 미래 수익의 가시성이 높기 때문이다. 반면 클라우드를 제외하고 AI를 직접 개발하고 서비스하는 기업들은 아직 명확한 비즈니스 모델을 제시하지 못하고 있다.
- ✓ 이러한 인프라 중심 투자는 정답에 가까워 보인다. ChatGPT 출시 이후 빅테크보다 엔비디아, 브로드컴, 콘스텔레이션 에너지 등 AI 하드웨어 및 인프라 기업들의 주가가 더 가파르게 상승했다. 국내는 이러한 경향이 더욱 짙게 나타난다. 국내 인터넷 기업의 경쟁력 부재 및 점유율 감소 우려가 반영된 영향이다. 오픈AI는 스타게이트를 필두로 막대한 인프라 구축 필요성을 지속적으로 강조하고 있으며 마이크로소프트, 구글, 아마존은 2026년에도 CapEx를 전년 대비 큰 폭으로 증액하겠다고 발표했다. 이에 따라 인프라 기업들은 실적 전망치를 상향 조정하며 밸류에이션을 끌어올렸다.
- ✓ 그러나 이 흐름이 무한히 지속될 수는 없다. 만약 '금광'이 실제 존재하지 않는다면, 즉 AI가 B2B·B2C 전반에서 실질적 혁신을 만들어내지 못한다면, 현재의 과열된 투자 역시 조정될 가능성이 높다. 모든 곳에서 AI는 혁신의 키워드로 소비되지만 실제 사용자들의 삶의 양태는 크게 바뀌지 않았다. ChatGPT의 등장으로 3년이 지난 지금, 전 세계적으로 10억 명 이상이 생성형 AI를 사용하고 있지만, 글로벌 메인 서비스(유튜브, 인스타그램, 왓츠앱 등)의 20억~30억 사용자 규모, 트래픽에는 미치지 못한다. 산업 현장에서도 마찬가지다. 생산성 지표나 실적 개선으로 연결된 사례는 아직 제한적이다. AI가 진정한 변화를 이끌기 위해서는 '기술'이 아니라 '사용자 경험' 혁신의 확인이 필요하다.
- ✓ 소프트웨어 기업이 증명할 시간이다. 구글, 오픈AI, 메타 등은 각각 AI 에이전트를 중심으로 새로운 사용자 경험을 구축하며 '금광의 위치'를 좁혀가고 있다. 특히 2026년은 AI 에이전트가 실제로 우리의 일상에 녹아드는 전환점이 될 가능성이 높다. B2C에서는 사용자의 검색, 업무, 쇼핑, 커뮤니케이션 경험이 재정의되며, 플랫폼 구조 자체가 바뀔 것이다. 플랫폼·게임에서 AI 창작 도구의 보급으로 AI UGC가 대중화될 전망이다. B2B에서는 소프트웨어 산업 중심 생산성 향상이 예상되며 AI 에이전트로 구성된 기업이 탄생할 가능성이 높다. B2C, B2B 모두에서 AI 활용의 폭발적 증가로 모두가 삶의 변화를 느껴야 비로소 혁명이다.
- ✓ (AI/인터넷) 국내 인터넷 산업은 과거와 다른 리레이팅 국면에 진입할 가능성이 높다. 주요 기업 모두 안정적인 이익 기반을 갖춘 상태다. 새로운 헤게모니로 떠오르는 AI 에이전트, 스테이블코인의 핵심은 통합, 이해관계자의 감소다. 사용자 최접점에 있는 플랫폼의 지배력 강화는 필연적이다. 이들이 내재한 수많은 버티컬 서비스는 과거 시너지가 부재했고 성장성이 둔화되어 디레이팅 요인이었거나 기업 가치 산정에서 제외됐다. 이제는 다르다. AI 에이전트는 산재된 기능을 모두 통합하는 시스템이며 실행 가능한 서비스가 곧 경쟁력이다. 글로벌 플랫폼, 그리고 하위 플랫폼과 완전히 차별화된 서비스 제공을 통한 트래픽, 매출 흡수를 통한 성장 가속 전망이다. 스테이블코인의 시대에도 통합 에이전트는 압도적인 유통 경쟁력을 의미, 제도화 시 강한 수혜 예상된다. 중의 사이클에 신사업이 부각될 가능성이 높기에 바스켓 매수 전략 추천한다. B2B·B2C·B2G AI 서비스, 스테이블코인과 RWA 경쟁력과 AI 클라우드 수혜 강도 감안하여 최선호주 NAVER, 차선호주 삼성에스디에스 유지한다.
- ✓ (게임) 국내 게임 산업은 글로벌과 큰 온도차를 겪고 있다. 국내 게임 시장의 둔화, 글로벌 경쟁 심화가 디레이팅 요인으로 해석된다. 비용 효율화 완료하여 신작 성과 확인 시 영업 레버리지 효과 확인 가능한 구조는 갖췄다. 개발 및 기업 운영 전반에 AI를 적극적으로 도입하여 생산성 향상도 추진하는 모습도 확인된다. 글로벌에서의 성공, 그리고 재현 가능성을 증명한다면 충분히 반등 가능하다. 외부 IP 재해석, 기존 IP 확장, 패키지 IP의 시리즈화, 게임의 플랫폼화 모두 글로벌 트렌드에 부합하는 긍정적인 시도다. 글로벌 성공 가능성 높은 라인업은 2026년 하반기 이후 출시가 예상되며 상반기까지는 의심이 이어질 수 있다. 정보 공개가 되는 시점부터 저점을 다지고 상승 전환을 예상한다. 게임사의 장기 방향성과 성공 재현 가능성에 기반한 바텀 피싱 전략을 추천한다. 글로벌 방향성, 이익 안정성, 밸류에이션 매력 고려하여 최선호주로 대형주 크래프톤, 중소형주는 네오위즈 유지한다.

1. AI, 과열인가 과도기인가

AI, 산업혁명 초입 연상

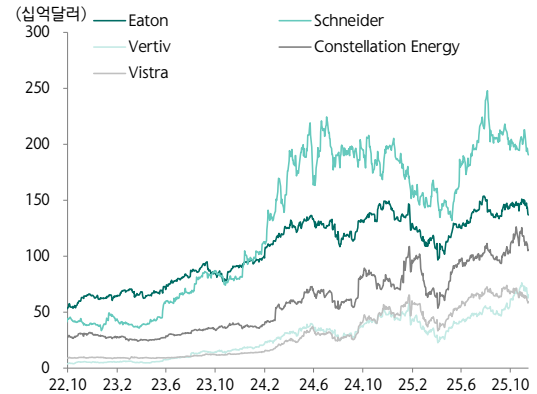
- ChatGPT 출시 이후 시장은 AI가 주도. 산업혁명 초입을 연상시키는 과열로 묘사
- 자본시장은 AI를 위한 반도체, 전력, 에너지 기업에 집중적으로 환호. 골드러시 시절의 청바지로 비유
- 물론 AI가 실제로 금광일지 단기간에 증명하지 못할 가능성 있음. 아직까지 인프라 중심 투자는 정답에 가까워 보임

주요 반도체 기업 시가총액 추이(GPT 출시 이후)



자료: Refinitiv, 하나증권

주요 전력/에너지 기업 시가총액 추이(GPT 출시 이후)



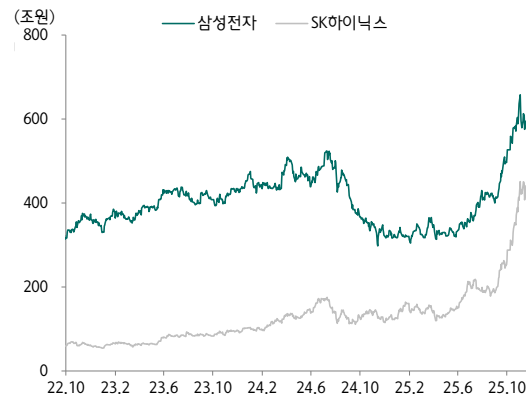
자료: Refinitiv, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

국내 AI 인프라 중심 투자에 집중

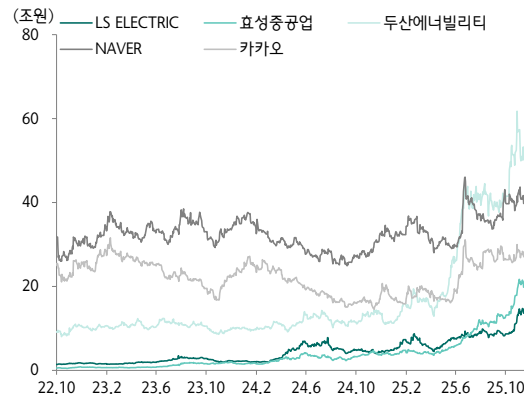
- 국내도 반도체, 전력/에너지 중심 투자 지속. 글로벌 밸류체인 포함 영향
- 국내 인터넷 기업은 내수 서비스라는 한계, AI 경쟁력 부재, 점유율 감소 우려가 반영되어 상대적으로 저조
- 정부 AI 사업, 스테이블코인 등으로 잠시 부각되긴 했으나 글로벌 AI 과열에 편승하지 못했음

국내 주요 반도체 기업 시가총액 추이(GPT 출시 이후)



자료: Refinitiv, 하나증권

국내 주요 전력/에너지 기업, 네이버/카카오 시가총액 추이(GPT 출시 이후)



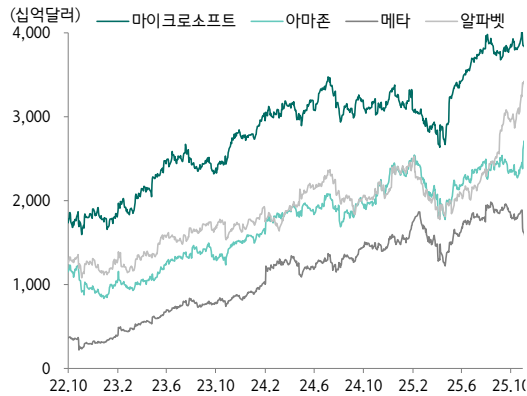
자료: Refinitiv, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

빅테크 주가 차별화

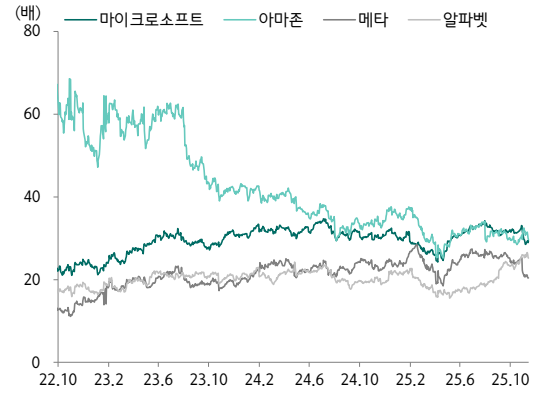
- 빅테크는 막대한 투자 지속. 기업가치 2배 이상 증가했으나 주요 인프라 기업 대비 저조
- 비상장 AI 기업은 2024~2025년 매출, 기업 가치 폭발적 상승(오픈AI, 앤트로픽, 퍼플렉시티, 커서 등)
- 2025년부터는 AI 수익화 여부에 따라 차별화. 2026년 집행 예정인 투자의 현금 조달 등 의구심 발생 시작
- 2026년은 지난 3년과 다른 특별함으로 증명, 과도기로 인정받는 해가 될 것

빅테크 시가총액 추이(GPT 출시 이후)



자료: Refinitiv, 하나증권

빅테크 12MF PER 추이(GPT 출시 이후)

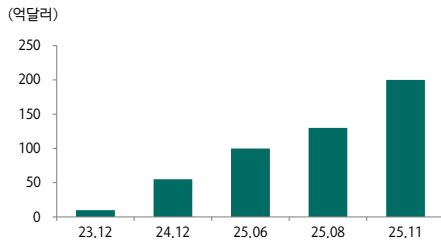


자료: Refinitiv, 하나증권

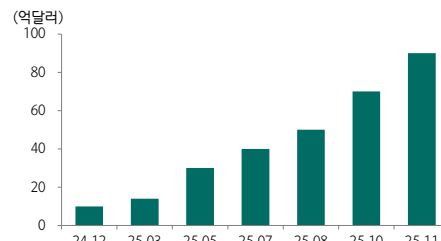
1. AI, 과열인가 과도기인가

비상장 AI 기업

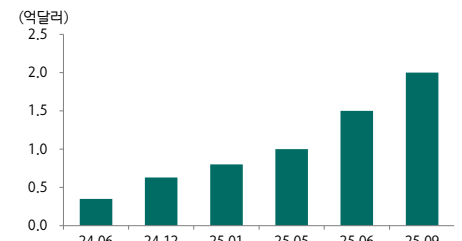
오픈AI ARR 추이



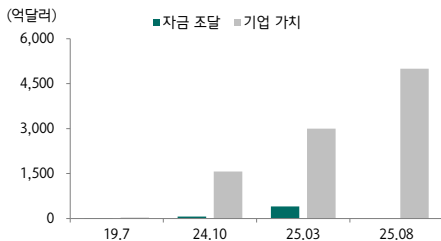
앤트로픽 ARR 추이



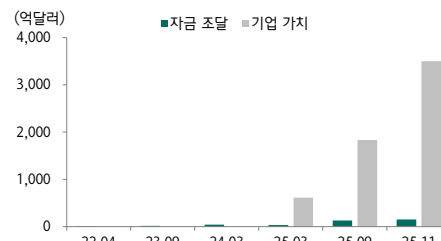
퍼플렉시티 ARR 추이



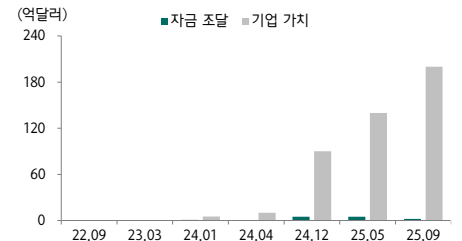
오픈AI 기업 가치 추이(700조원)



앤트로픽 기업 가치 추이(510조원)



퍼플렉시티 기업 가치 추이(28조원)



주: 언론자료 기반 추정치. ARR: Annual Recurring Revenue, 연간 반복 매출
자료: 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

오픈AI: 데이터센터와 컴퓨팅에 대한 무한 강조

- 오픈AI는 미국의 AI 주도권을 위해 압도적인 컴퓨팅 필요함을 강조. 연초 스타게이트 프로젝트로 10GW 데이터센터 확보 계획 발표
- 오라클 파트너십으로 미국 내 4.5GW 규모 개발. 10월 기존 계획이 앞당겨 지고 있다고 밝힘
- 전력의 새로운 석유. 2024년 중국 429GW, 미국 51GW 증가로 격차 확대. 미국 매년 100GW 이상 증설 필요 강조

소프트뱅크, 오픈AI 스타게이트 프로젝트. 4년 최대 5,000억달러 투자

오픈AI - AI 기회 선점. 컴퓨팅 용량 투자 확보 필요성 강조

SoftBank and OpenAI back sweeping AI infrastructure project in US

Donald Trump calls \$100bn initiative a 'declaration of confidence in America'



자료: Financial Times, 하나증권

Seizing the AI opportunity

October 27, 2025 Global Affairs

Listen to article 4:23

Share

The US leads the world in developing AI—an advantage that helps ensure this technology is built to benefit as many people as possible. But keeping that edge requires far more electricity than the US can currently provide, and the growing shortfall threatens our leadership on a technology that provides a once-in-a-century opportunity to strengthen our economy and modernize America's industrial base.

Electricity is not simply a utility. It's a strategic asset that is critical to building the AI infrastructure that will secure our leadership on the most consequential technology since electricity itself. And it's the kind of investment that will pay clear and tangible returns: the first \$1 trillion invested in AI infrastructure could create more than 5 percent in additional GDP growth over a three-year period, according to an internal OpenAI analysis.

자료: OpenAI, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

오픈AI: 우리의 삶은 바뀌지 않았다. 다만 분명히 발전하고 있다

- 샘 알트만: 로봇이 아직 거리를 활보하지 않고 대부분이 하루 종일 AI와 대화하지 않지 않음. 그럼에도 불구하고 AI로 과학적 진보 가속화, 생산성 향상으로 삶의 질 개선될 것. 이미 특정 부분에서 ChatGPT는 역사상 어떤 인간보다 강력. 수억 명의 사람들이 점점 더 중요한 업무에 ChatGPT 사용. 훨씬 더 많은 사람들이 소프트웨어와 예술을 창작할 수 있게 될 것. 기하급수적인 기술 발전 진행 중

샘 알트만 블로그 - 온화한 특이점

The Gentle Singularity

We are past the event horizon; the takeoff has started. Humanity is close to building digital superintelligence, and at least so far it's much less weird than it seems like it should be.

Robots are not yet walking the streets, nor are most of us talking to AI all day. People still die of disease, we still can't easily go to space, and there is a lot about the universe we don't understand.

And yet, we have recently built systems that are smarter than people in many ways, and are able to significantly amplify the output of people using them. The least-likely part of the work is behind us; the scientific insights that got us to systems like GPT-4 and o3 were hard-won, but will take us very far.

AI will contribute to the world in many ways, but the gains to quality of life from AI driving faster scientific progress and increased productivity will be enormous; the future can be vastly better than the present. Scientific progress is the biggest driver of overall progress; it's hugely exciting to think about how much more we could have.

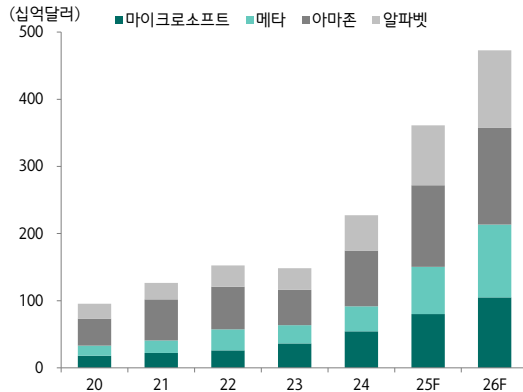
자료: SamAltman blog, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

빅테크도 추가 투자로 응답

- 2025년 3분기 실적발표에서 빅테크의 CapEx 추가 확대 기조 확인
- 모든 빅테크가 '수요 대비 공급 부족', '과대 투자보다 과소 투자가 리스크'를 강조
- 마이크로소프트, 알파벳, 아마존, 메타의 CapEx 합은 2025년 3,600억달러, 2026년 4,700억달러 이상 전망
- 메타 향후 3년간 미국 내 AI 인프라 구축, 일자리 창출에 6,000억달러 투자 계획 발표

빅테크 CapEx 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

메타 향후 3년 6,000억달러 투자 계획

META

How Meta's Data Centers Drive Economic Growth Across the US

November 7, 2025

Takeaways

- We're investing \$600 billion in American infrastructure and jobs, including industry-leading AI data centers.
- By building in the US, we're not only advancing AI technology and infrastructure, but also creating jobs, supporting local economies, and reinforcing America's technological leadership.
- We're strengthening the communities that host our data centers by building sustainably, investing in municipal infrastructure, and providing grants to local schools and nonprofits.

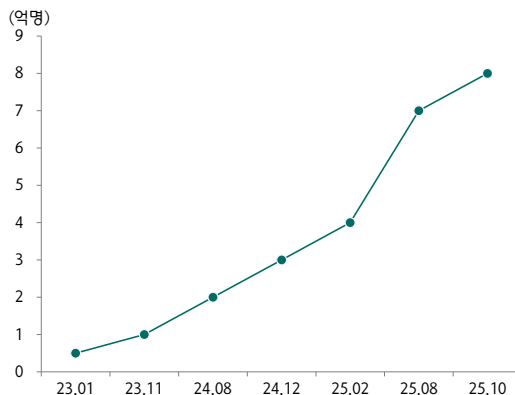
자료: Meta, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

사용자를 잡기 위한 경쟁. 오픈AI VS 구글 VS 메타

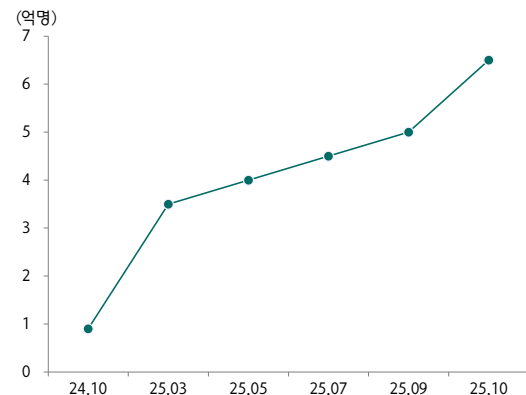
- ChatGPT 등장 3년 경과, 전 세계적으로 10억 명 이상이 생성형 AI 사용
- 2025년 4월 GPT 지브리, 8월 구글 나노바나나로 사용자 폭증. GPT 주간 사용자 8억명 이상, Gemini 월간 사용자 6.5억명 이상 추정
- 역사적인 속도지만 글로벌 메인 서비스(유튜브, 인스타그램, 왓츠앱 등)의 20억~30억 사용자 규모에는 한참 미치지 못함
- 결국 성장세가 둔화된다면 AI에 대한 의구심 증폭될 것

ChatGPT 출시 이후 주간활성사용자 수 추이



자료: OpenAI, 하나증권

Gemini 출시 이후 월간활성사용자 수 추이



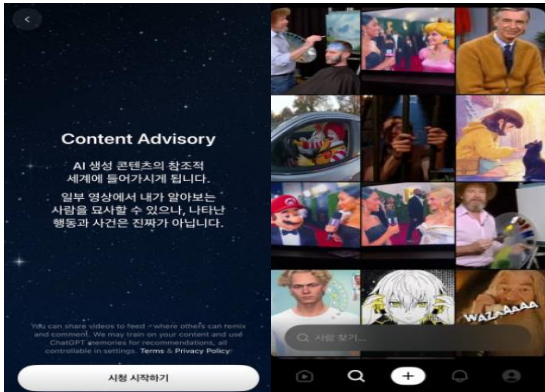
자료: Gemini, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

사용자를 잡기 위한 경쟁. 오픈AI VS 구글 VS 메타

- AI 사업자들은 사용자 확보와 AI 성능 고도화를 위해 네트워크 효과 활용 필요. AI 서비스의 SNS화 진행
- 오픈AI, 9월 AI SNS SORA 출시, 11월 그룹 채팅 테스트 시작. 메타, 메타AI에 AI SNS 바이브 출시
- 구글, 검색 앱 하단 이미지 아이콘 도입, 사용자 맞춤형 이미지 노출 예정. 핀터레스트, 인스타그램 기능과 유사

오픈AI – SORA 앱



자료: Sora, 하나증권

구글 – 검색 앱 하단 이미지 탭 추가



자료: Google, 하나증권

1. AI, 과열인가 과도기인가

AI의 증명은 우선 소프트웨어 산업에서 이뤄질 것

- B2C: 2026년 본격적인 에이전트 서비스 침투 예상. 플랫폼·게임 AI 창작 도구 보급, AI UGC 확대 기대
- B2B: 2025년 소프트웨어 산업(코딩, 아트워크) 중심 생산성 향상 일부 확인. 2026년 본격화 예상. 산업 전반의 변화는 피지컬AI 개화로 시작
- B2C, B2B 모두 AI 활용의 폭발적 증가가 필요. 기존 산업 재편과 함께 모두가 삶의 변화를 느껴야 혁명으로 증명될 것
- B2C/B2B 에이전트의 일상 대체, 품팩터의 진화, AI 창작의 보편화, 휴머노이드 보급 등 다양한 형태로 혁신 발생 기대

생성형 AI 활용 장편 영화 제작 시도(OpenAI – Sora)



자료: OpenAI, 하나증권

휴머노이드 모델 공개 시작(Figure AI – Figure 03)



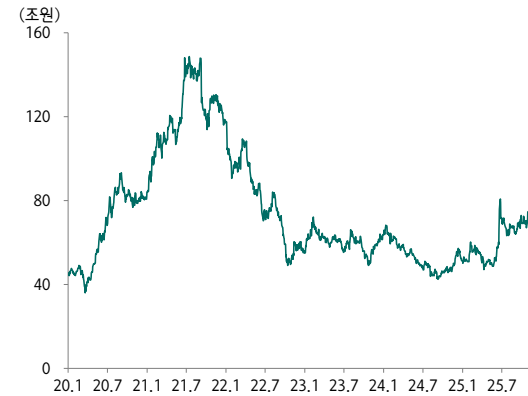
주: FigureAI, 하나증권

2. 2026년 국내: 업사이드 리스크를 대비하라

인터넷, 이젠 빛 볼 시간

- 2022년~2025년 팬데믹 기저, 자회사 성장 둔화, AI 경쟁력 우려 겹치며 주가 우하향
- 2022~2024 비용 효율화 지속. 실적 성장 감소. 2022년 11월 ChatGPT 출시 이후 국내 AI 경쟁력에 대한 우려 점차 심화
- 2025년 네이버/카카오 뚜렷한 AI 전략 제시, 기존/신규 서비스 AI 탑재 진행. 2026년 에이전트 로드맵 발표

양방향미디어와서비스 시가총액 추이



양방향미디어와서비스 12MF P/E 추이

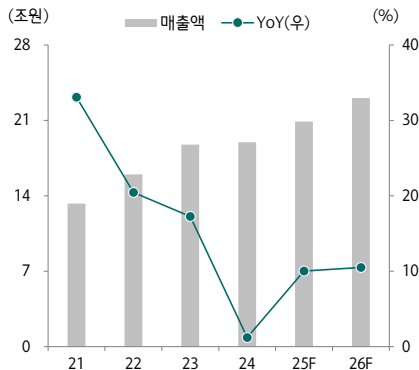


2. 2026년 국내: 업사이드 리스크를 대비하라

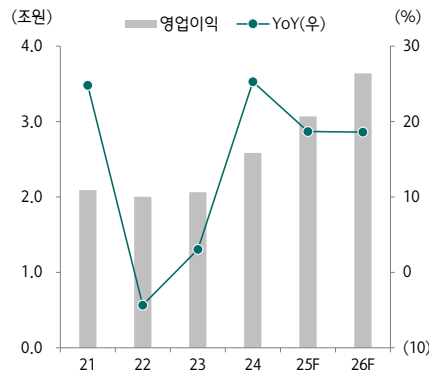
인터넷, 이젠 빛 볼 시간

- 2025년 네이버/카카오 역대 최대 실적 달성 확실. 2026년 매출액 +9.0%/+7.9%, 영업이익 +14.1%/+14.9% 전망
- 2026년 AI 에이전트 서비스 본격화. 버티컬 서비스 통합으로 하위 플랫폼 트래픽, 매출 흡수 예상
- 중의 사이클 진입, 하방 제한적. AI 에이전트, AX, 스테이블 코인 등 신사업 가치 부각되며 업사이드 크게 열리는 시점
- 네이버/카카오와 클라우드로 사업 확장한 SI 기업까지 바스켓 매수 추천. 최선호주 네이버, 차선호주 삼성에스디에스

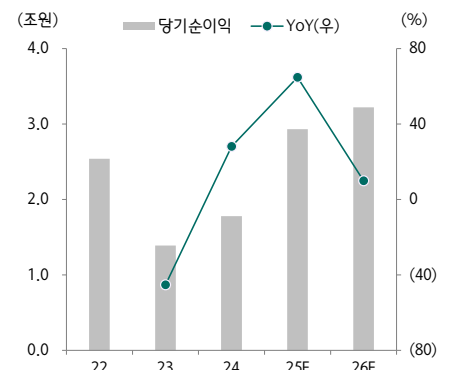
양방향미디어와서비스 매출액 추이



양방향미디어와서비스 영업이익 추이



양방향미디어와서비스 당기순이익 추이



2. 2026년 국내: 업사이드 리스크를 대비하라

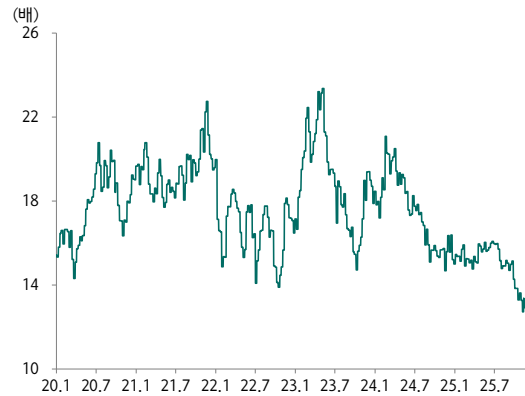
게임, 아직은 어둡지만 밸류에이션은 확실히 바닥

- 팬데믹 (2020년-2021년) 시기 모바일 게임 시장 압축 성장, 크래프톤 상장(2021년 8월). 게임사 메타버스, 크립토 시장 진출하며 시가총액 급등
- 리니지 시리즈 포함 국내 모바일 게임 매출 하향 안정화. 비용 증가에 신작 성과 부진 겹치며 실적과 주가 모두 우하향
- 국내 모바일 게임 시장 성장 한계 체감, 글로벌 타겟 신작 개발 및 출시 시작
- 글로벌 게임 대비 경쟁력, 신작 성공의 재현 가능성에 대한 우려로 디레이팅 지속

게임엔터테인먼트 시가총액 추이



게임엔터테인먼트 12MF P/E 추이

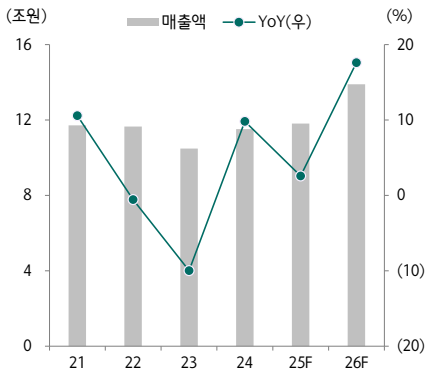


2. 2026년 국내: 업사이드 리스크를 대비하라

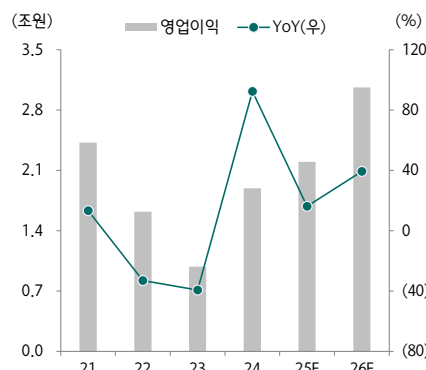
게임, 아직은 어둡지만 밸류에이션은 확실히 바닥

- 게임사 전반 비용 효율화 완료. 신작 성과 확인 시 영업 레버리지 효과 즉시 확인 가능한 구조
- 주요 게임사인 엔씨소프트, 넷마블 2026년 각각 7개 이상 신작 출시 목표, 이익 정상화 전망. 섹터 영업이익의 절반 이상 담당하는 크래프톤 견조
- 2027년-2028년 글로벌 성공 가능성 높은 라인업 출시 예정. 2026년은 밸류에이션 저점을 다지고 상승 전환 예상
- 상반기 쉬어갈 수 있으나 장기 방향성과 성공의 재현 가능성에 기반한 바텀 피싱 전략 유효. Top Pick은 크래프톤, 네오위즈

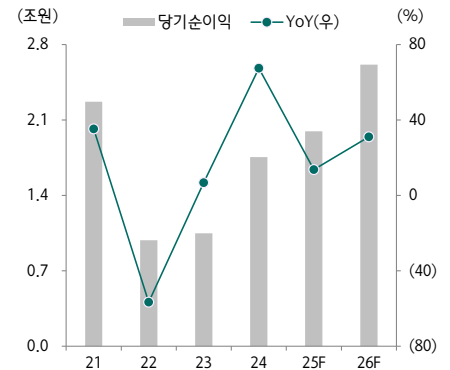
게임엔터테인먼트 매출액 추이



게임엔터테인먼트 영업이익 추이



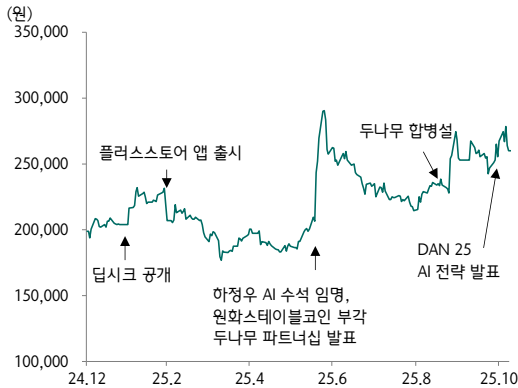
게임엔터테인먼트 당기순이익 추이



2025년: AI, 스테이블코인으로 반등 시그널 확인

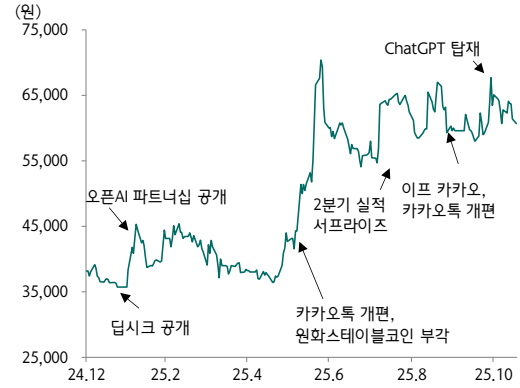
- 2025년 6월 국내 원화스테이블코인 논의 활성화. 네이버, 카카오 모두 경쟁력 부각되며 단기간 주가 상승
- 올해 주가 수익률은 카카오 +52%, 네이버 +25%로 코스피 하회. 카카오는 ChatGPT 탑재, AI 에이전트 선제적 출시 기대감 일부 반영
- 반도체 중심 AI 인프라 강세장에 잠시 소외되었으나 2026년 AI, 스테이블코인 사업 실체화 예상. 결국 주목받을 것
- AI와 스테이블코인의 핵심은 버티컬 서비스의 통합. 경쟁력 부각되며 리레이팅 사이클 발생 가능성 높음

네이버 주가 추이



자료: 하나증권

카카오 주가 추이

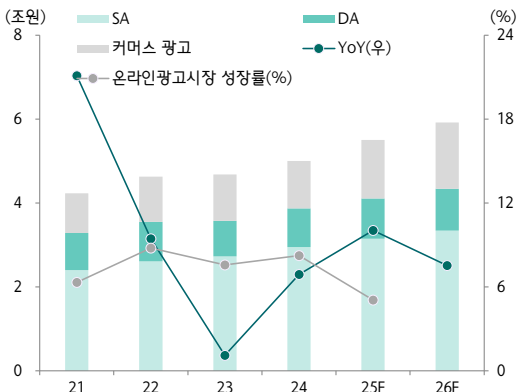


자료: 하나증권

2020-2021년: 서비스 확장으로 리레이팅

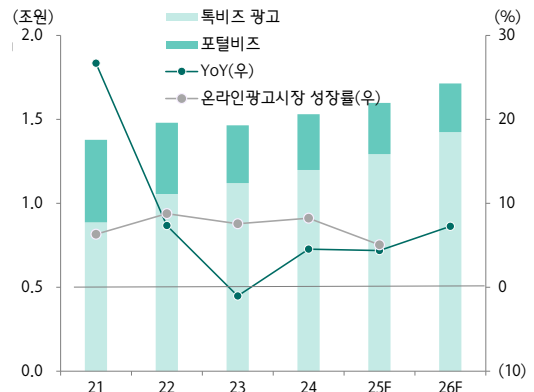
- 팬데믹 2020-2022년 폭발적 주가 상승은 1) 모바일 광고 성장, 2) 공격적 사업 확장, 3) 글로벌 콘텐츠 시장 침투에 대한 기대감에 기인
- 2021년 광고 매출 성장률 네이버 +21.1%, 카카오 +26.7%. 2022년 말 기준 연결회사 수 네이버 100개, 카카오 142개
- 네이버 왓패드/문피아/이북재판, 카카오 타파스/래디쉬 인수로 내수 한계 극복 도모

네이버 광고 매출 추이



자료: 하나증권

카카오 광고 매출 추이



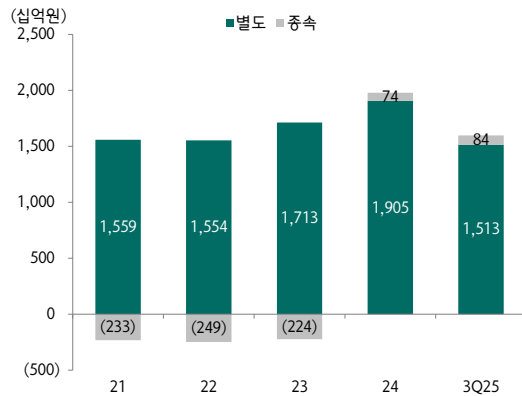
자료: 하나증권

3. AI/인터넷: 통합의 시대. 과거와 다른 리레이팅 국면 진입

2023년-2024년: 사업 간 시너지 부재로 인한 디레이팅

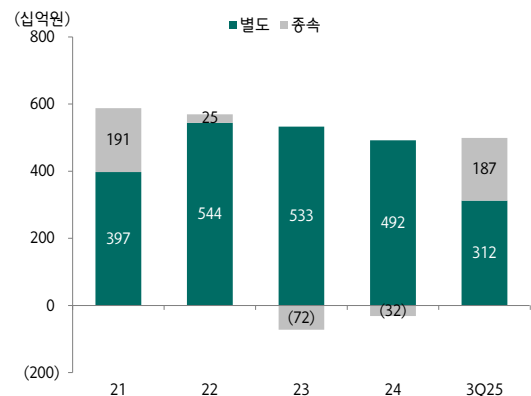
- 본업과 자회사 시너지 부재. 커머스, 콘텐츠, 엔터, 게임 등 매출 및 수익성 둔화
- 팬데믹 시기 인건비 포함 고정비 상승 대비 이후 성장 부족. 비용 효율화 시기 진입
- ChatGPT 출시(2022년 11월) 이후 글로벌 대비 AI 경쟁력 부족 우려 대두. 유의미한 성과 내지 못하며 디레이팅 심화

네이버 별도, 연결 영업이익 추이



주: 3Q25 누적
자료: Dart, 하나증권

카카오 별도, 연결 영업이익 추이



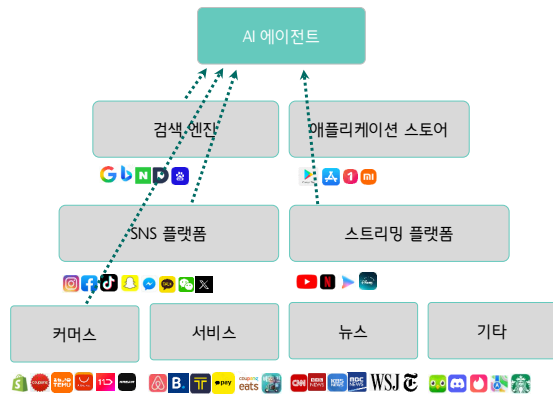
주: 3Q25 누적
자료: Dart, 하나증권

3. AI/인터넷: 통합의 시대. 과거와 다른 리레이팅 국면 진입

2026년: 통합의 시대. 버티컬 서비스 시너지가 곧 경쟁력

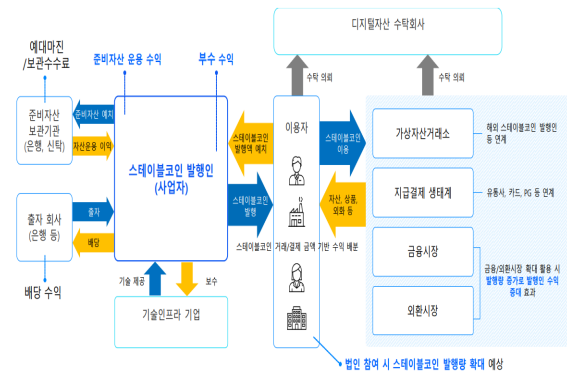
- AI 에이전트, 스테이블코인의 핵심은 통합, 이해관계자의 감소. 사용자 최접점에 있는 플랫폼의 지배력 강화는 필연적
- AI 에이전트: 검색, 탐색, 구매, 예약 등 온라인 사용자 경험의 집약체로 진화. 하위 플랫폼의 기능을 모두 흡수할 것. 내재화 여부가 곧 경쟁력
- 스테이블코인: 전통 금융 시스템 대체. 24시간 결제, 수수료 감소는 이해관계자 감소에 기인. 버티컬 서비스 확보가 곧 유통 경쟁력

AI 에이전트 내재화 시도



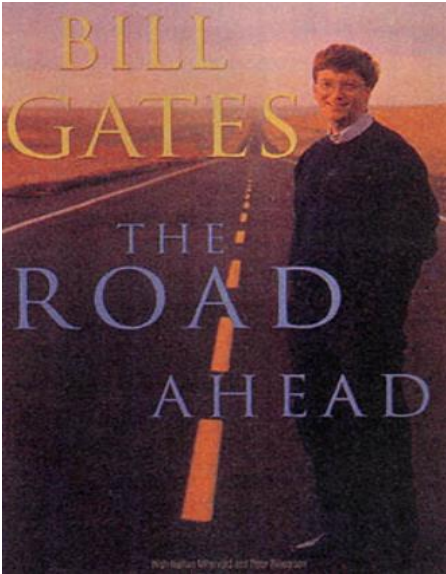
자료: 하나증권

스테이블코인 생태계 구조



자료: 한국은행, 하나증권

에이전트는 무엇인가? 1995년 빌 게이츠, 미래로 가는 길(The Road Ahead) 中



- (126p) ‘탐색지원의 마지막 유형은 에이전트로, 여러모로 쓰임새가 가장 클 것으로 보인다. 에이전트는 마치 인격과 의지를 가지고 있는 것처럼 보이는 필터. 에이전트의 임무는 당신을 돕는 것.’
- ‘윈도즈 그래픽 사용자 인터페이스는 미래의 시스템으로 채택하기에는 아직 미흡. 화면 위에 너무 많은 옵션을 깔다 보니 잘 쓰지도 않는 프로그램이 너무 많은 비중을 차지.’
- ‘에이전트는 당신을 효과적으로 도울 수 있을 것이다. 당신의 과거 행동을 기억하기 때문. 에이전트는 당신을 효과적으로 도울 수 있는 활용 패턴을 찾아낼 것이다. 당신의 취향을 알아내고 이런저런 제안을 할 것.’
- (127p) ‘에이전트는 사용할수록 총명해질 것. 오늘날의 컴퓨터는 첫 출근한 비서와도 같음. 세월이 흘러도 첫 출근한 비서처럼 행동. 경험에서 배울 수 있는 에이전트가 있으면 나는 특정한 역할을 나 대신 맡아달라고 할 수 있음.’
- 에이전트는 당신을 도와주면서 유명인이나 만화 주인공의 행동을 흉내 낼 수도 있을 것. 인격을 갖는 에이전트는 소셜 인터페이스를 제공.’

에이전트는 무엇인가? 2023년 빌 게이츠, 게이츠 노트 中

THE FUTURE OF AGENTS

AI is about to completely change how you use computers

And upend the software industry.



By Bill Gates published on Friday, Nov 10, 2023

Tech Thinking

I still love software as much today as I did when Paul Allen and I started Microsoft. But—even though it has improved a lot in the decades since then—in many ways, software is still pretty dumb.

To do any task on a computer, you have to tell your device which app to use. You can use Microsoft Word and Google Docs to draft a business proposal, but they can't help you send an email, share a selfie, analyze data, schedule a party, or buy movie tickets. And even the best sites have an incomplete understanding of your work, personal life, interests, and relationships and a limited ability to use this information to do things for you. That's the kind of thing that is only possible today with another human being, like a close friend or personal assistant.

In the next five years, this will change completely. You won't have to use different apps for different tasks. You'll simply tell your device, in everyday language, what you want to do. And depending on how much information you choose to share with it, the software will be able to respond personally because it will have a rich understanding of your life. In the near future, anyone who's online will be able to have a personal assistant powered by artificial intelligence that's far beyond today's technology.

- ‘5년 내에 작업 별 별도 앱을 사용할 필요가 없어질 것. 일상 언어로 기기에 무엇을 하고 싶은지 말하기만 하면 됨.’
- ‘에이전트는 모든 사람이 컴퓨터와 상호작용하는 방식을 바꿀 뿐만 아니라 소프트웨어 산업도 뒤집어서, 명령어를 입력하는 것에서 아이콘을 탭하는 것으로 바뀐 이래 컴퓨팅에서 가장 큰 혁명을 가져올 것’
- ‘AI 에이전트의 가장 흥미로운 영향은 오늘날 대부분의 사람들에게 너무 비싼 서비스를 민주화하는 것. 특히 건강 관리, 교육, 생산성, 엔터테인먼트 및 쇼핑의 네 가지 영역에 큰 영향을 미칠 것’
- ‘새로운 앱이나 서비스를 만들려면 에이전트에게 원하는 내용을 말하면 됨. 코드, 그래픽 디자인 방법을 알 필요 없음’
- ‘안드로이드, iOS, 윈도즈는 모두 플랫폼. 에이전트는 그 다음 플랫폼.’

에이전트는 무엇인가?

- AI 에이전트의 핵심은 자율성. 현재의 GPT, Grok은 완벽한 에이전트라고 보기 어려움. 점차 진화해가는 단계
- 선두주자는 오픈AI의 Operator, CODEX, ChatGPT Agent. 구글의 Gemini가 빠르게 추격
- 아직 실사용까지는 속도가 느리고 비용이 크다는 한계. 빠른 발전과 개화가 기대되는 시장

AI 에이전트 vs AI 어시스턴트

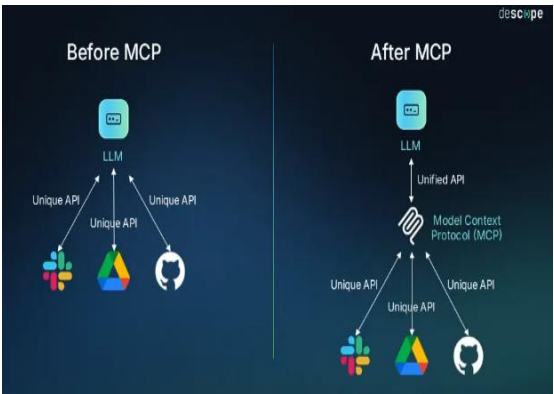
항목	AI 에이전트	AI 어시스턴트
목적	특정 목표를 달성하기 위해 작업을 자율적으로 관리하고 최적화하도록 개발	사용자와 직접적인 상호작용을 통해 특정 작업을 수행할 수 있도록 설계
상호작용 스타일	선제적 - 목표와 맥락을 이해하여 조치 시작.	반응형 - 사용자의 지시가 있을 때만 작동
자율성 수준	높음 - 직접적인 감독 없이도 결정을 내리고 행동	낮음 - 사용자의 명확한 지침을 따르는 것으로 제한
작업 복잡성	적응형 대응 필요한 복잡하고 여러 단계로 이루어진 작업 관리	알림이나 정보 조회와 같은 간단한 규칙 기반의 작업 처리
실제 세계의 예	고객 서비스 분야의 AI 챗봇, 자율 거래 봇, 물류 관리자	시리, 구글 어시스턴트, 아마존 알렉사
능력	프로세스를 최적화, 필요 사항 예측, 작업 자율적으로 실행	직접 입력을 기반으로 답변 제공, 알림 설정, 스마트 기기 제어
학습과 적응	과거의 결과로부터 배우고 변화하는 상황에 동적 적응	사용자 선호도에 따른 개인화 제한적
일반적인 사용 사례	전체 워크플로, 의사 결정 프로세스 자동화하고 동적 환경 처리	직접적인 업무별 작업으로 사용자 일상 업무 간소화

자료: 하나증권

B2C: AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼

- AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼으로 자리잡고 질서를 재정의. 에이전트 내재화 유무로 향후 생태계 내 위치 변동 예상
- AI 에이전트 플랫폼화는 기존 메인 플랫폼 지위를 갖춘 기업의 선택지. 구글, 메타, 아마존, 네이버, 카카오 등
- API 제공 사업자는 특정 서비스에 특화된 서비스 대부분이 택할 수 밖에 없는 선택지. 점유율 낮은 플랫폼의 경우 선제적으로 제공하여 AI 에이전트 시장 개화에 대한 수혜 얻고자 하는 움직임 예상

MCP 적용 플로우



자료: descopie, 하나증권

AI 에이전트 시대 플랫폼 형태 예상

항목	AI 에이전트	API 제공 사업자
설명	자사 서비스 에이전트 내재화	메인 에이전트에게 자사 API를 MCP 형태로 연결
장점	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	빠른 진입 및 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜
단점	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

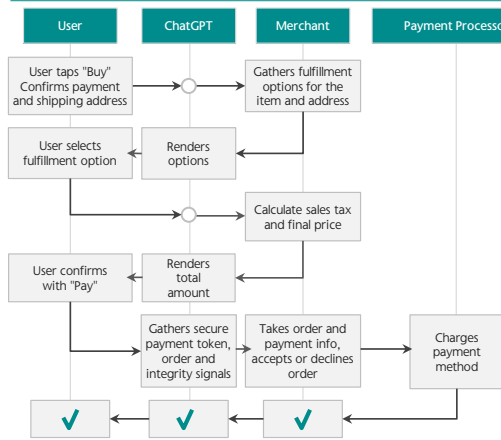
자료: 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2C: AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼

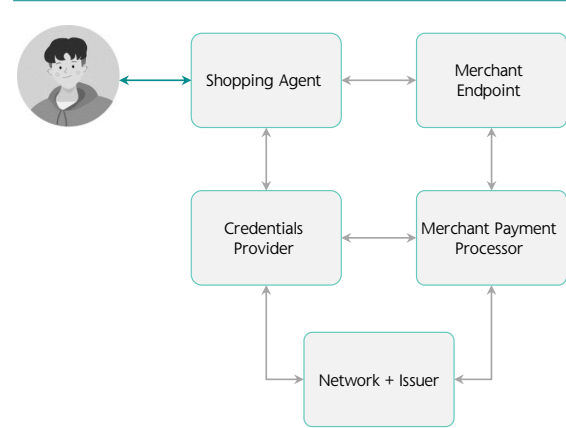
- 2025년 상반기 AI 서비스의 메인으로 AI 에이전트 부상. 미국/중국 중심으로 다수의 AI 에이전트 서비스 출시. 하반기 강화되는 모습 확인
- 초기 에이전트는 코딩 영역에서 시작. 오픈AI, 마이크로소프트, 알파벳 모두 코딩 에이전트 출시
- 오픈AI 9월 에이전트 커머스 프로토콜(ACP) 출시. ChatGPT 기반 즉시 결제 기능 추가
- 구글 9월 AI 에이전트 결제 프로토콜 (AP2) 출시. 신용·체크카드, 스테이블코인 등 결제 방식 포함 설계

오픈AI ACP 작동 원리



자료: OpenAI, 하나증권

구글 AP2 작동 원리



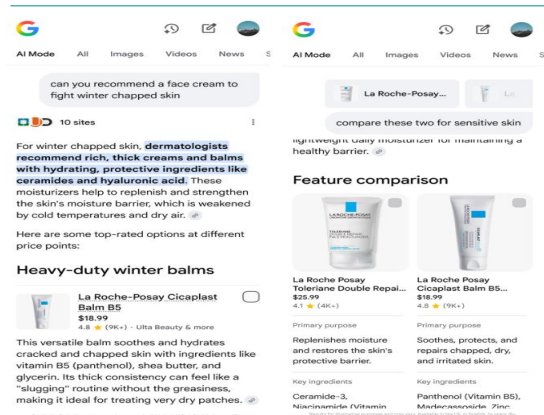
자료: Google, 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2C: AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼

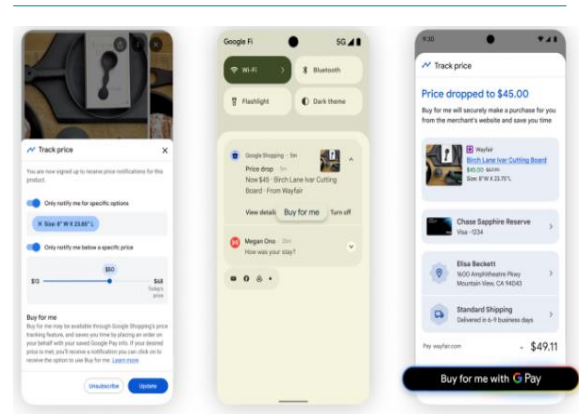
- 구글, 미국 구글 검색 내 AI 모드 통한 에이전트 결제 기능 출시. 웨이퍼어, 추이, 퀸스, 쇼피파이 호환
- 오픈AI: 에이전트 쇼핑 추가. Etsy, Shopify까지 확대 예정. 향후 외부 파트너사 증가 예상
- 퍼플렉시티: 페이팔과 협력. 페이팔 '에이전트 리더' 출시 예정. 페이팔 가맹점 퍼플렉시티 온보딩

구글 AI 모드 - 커머스 상품 노출



자료: Google, 하나증권

구글 AI 모드 - 에이전트 결제



자료: Google, 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2C: AI 에이전트용 폼팩터 스마트 글래스

- 2025년, 미국/중국 빅테크 스마트 글래스 시장 재진입. 메타 9월 레이밴 메타 디스플레이&뉴럴밴드 출시로 시장 선도
- 중국 샤오미, 바이두, 알리바바 등 2025년 제품 출시. 애플, 구글, 아마존 2026년 AI 스마트 글래스 제품 공개 예정
- AI 에이전트라는 킬러 서비스의 존재가 과거와 큰 차이점

메타 2025년 AI 스마트 글래스 라인업

기업명	국가	주요 사업	비고
Meta	미국	AI, OS, 스트리밍	• AI 스마트 글래스 'Ray-Ban Display' 오프라인 매장 완판 기록; Horizon 생태계 주도 • Horizon OS, AI Assistant, Ray-Ban OS
Apple	미국	AI, OS	• Unity/Zoom 등 협업 플랫폼 강화; 저가형 스마트 글래스 집중 • VisionOS, Apple Intelligence
Google	미국	AI, OS	• 삼성전자, 퀄컴과 XR 기기 공동 개발 협력 중 • Android XR, AI
Amazon	미국	AI, OS, 스트리밍	• AWS Nova Sonic 기반 AI 에이전트 스포츠 시청 솔루션 제공 • Prime Video AR, Accedo Xtend
NVIDIA	미국	AI	• 5G 기반 고품질 AR/VR 스트리밍 및 클라우드 렌더링 지원 • CloudXR SDK, NVIDIA Omniverse
네이버	한국	AI, 스트리밍	• 2025년 10월 치지직 XR 콘칭; K-팝, 버추얼 아티스트 등 콘텐츠 확장 • 치지직 XR 플랫폼 서비스, ZEPETO
Alibaba	중국	AI	• 'Quark AI Glasses' 2025년 말 출시 예정 발표 • Quark AI 어시스턴트, Qwen, 알리페이, Amap, 타오바오 통합
메디앙글	한국	AI, OS	• 의료용 AR '스콧프라이' 美 메드트로닉 독점 공급 (유럽, 일본) • 의료용 AR 디스플레이

자료: 하나증권

글로벌 스마트 글래스 밸류체인 (플랫폼/서비스)

모델명	주요 특징	가격	출시일
메타 레이밴 디스플레이	오른쪽 렌즈에 탑재된 단안 디스플레이 뉴럴 밴드(근전도 제어) 포함 실시간 번역, 내비게이션, 알림 확인 기능 1200만 화소 초광각 카메라	\$799	2025년 09월 30일
오글리 메타 뱅가드	스포츠 성능에 초점을 맞춘 AI 글래스 스트라바 및 가인 연동 기능 방수 및 방진 기능 (IP67 등급) 운동 관련 실시간 코칭과 분석 지원	\$499-	2025년 10월 21일
레이밴 메타 2세대	배터리 수명 2배 증가 향상된 카메라와 오디오 기능 AI 기능 지원 (메타 AI 음성 명령) 일반 선글라스와 유사한 디자인	\$379-	2025년 09월 17일

자료: Meta, 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2C: AI 에이전트용 폼팩터 스마트 글래스

- 마크 저커버그: 스마트 글래스 미착용은 인지적 불이익을 얻을 수 있다고 설명. 미래에 대한 자신감 표출
- 전반적인 일상 생활 지원 가능. 1인칭 콘텐츠, 공간 기반 MR SNS 등 신규 콘텐츠 개화 기대
- AI 에이전트 대중화와 새로운 폼팩터의 출시가 맞물려 동반 성장할 가능성 높음

레이밴 메타 디스플레이



자료: Meta, 하나증권

메타 뉴럴 밴드 시연(가상 텍스트 필기)



자료: Meta, 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2B: 기업의 AI 에이전트 도입은 이미 확인

- 기업은 AI 에이전트 도입으로 생산성 향상, 비용 절감, 수익성 개선이라는 명확한 경제적 유인 존재
- 2025년부터 AI 에이전트는 본격화. 숫자로 확인되며 글로벌/국내 기업들의 AI 에이전트 도입 속도 가속화 전망
- 개발, 아트웍, 고객지원 외에도 모든 산업으로 확산, 다수의 기업들은 효율적이고 축소된 조직 구조 재편할 가능성 높음
- B2C는 기존 스마트폰 UI/UX의 편의성을 넘는 서비스 필요. AI 에이전트 고도화로 해결 예상

채용, 구조조정에 AI 영향을 공식화한 기업

기업명	조치
Salesforce	2025년 소프트웨어 엔지니어 신규 채용 중단. AI 플랫폼 'Agentforce' 도입으로 생산성 30% 향상
Shopify	AI로 대체할 수 없는 역할에 대해서만 신규 채용 진행. 모든 신규 채용 요청 전에 해당 역할이 AI로 대체 불가능한지 증명
Duolingo	AI로 대체 가능한 계약직 인력의 점진적 감축. 번역가 및 콘텐츠 작성자 등 일부 계약직 인력을 AI로 대체하기 시작
Fiverr	AI를 적극적으로 활용하는 지원자만 채용. AI 도구를 능숙하게 사용하는 인재만을 채용하겠다는 방침
Klarna	AI 도입으로 인한 채용 중단 후, 고객 서비스 품질 유지를 위해 채용 재개. AI 챗봇이 700명의 고객 서비스 직원을 대체
IBM	AI 도입으로 수백 명의 인사 부서 직원 대체. 절감된 자원을 소프트웨어 엔지니어 및 영업 인력 채용에 재투자
CrowdStrike	AI 통합을 통한 운영 효율성 향상으로 500명 감원. 전체 직원의 약 5%에 해당
Amazon	창고 자동화 및 AI 도입으로 향후 10년간 채용 곡선 완화 계획. 'Vulcan'과 같은 터치 감지형 창고 로봇 도입. 운영 효율성 향상
Microsoft	2025년 5월, 전 세계 직원의 약 3%인 6,000명 감원. AI 도입으로 인한 조직 재편 및 관리 계층 축소

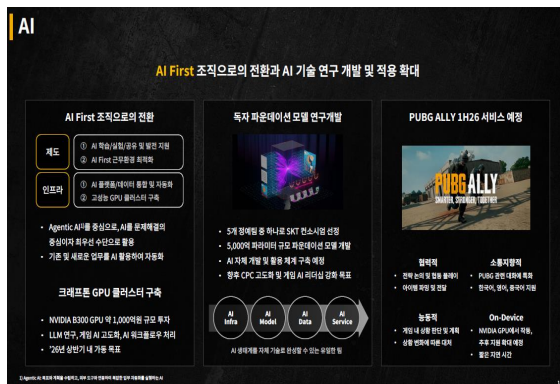
자료: 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

B2B: 국내 소프트웨어 기업 AI 적용 움직임 확인

- 국내 소프트웨어 기업 2025년 하반기 AI 적용 점차 확인. 생산성 증대, 인건비 효율화 기대
- 크래프톤 AI First 조직 전환 선언, AI 필수 인력 외 자발적 퇴사 프로그램 진행. 네이버 AI 코딩 플랫폼 '커서' 적극 활용 시작
- 2026년 AI 채택, 활용 정도가 미래의 경쟁력으로 부각될 가능성 높음

크래프톤 AI First 조직 전환 선언



자료: 크래프톤, 하나증권

컴투스 AI 전방위 도입

8-1. Com2uS AI Universe



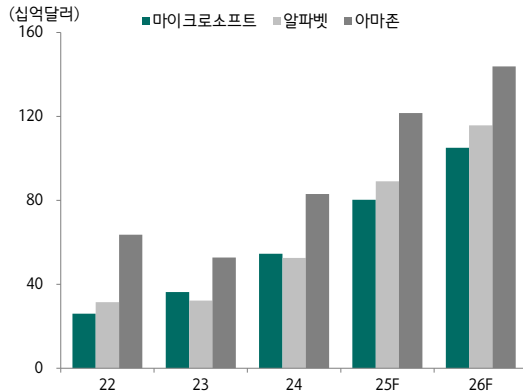
자료: 컴투스, 하나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

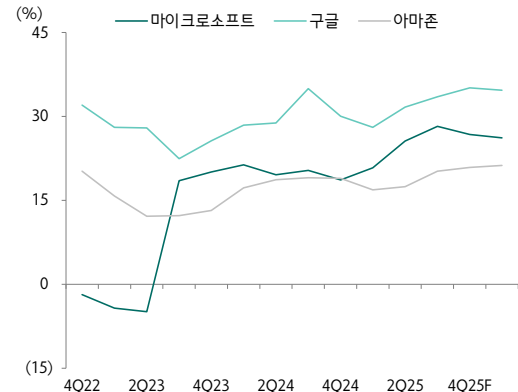
클라우드 수요 증가는 필연적

- 클라우드 수요 증가는 정해진 미래. 글로벌 하이퍼스케일러는 CapEx 확대 기조
- B2B-B2C-B2G AI 에이전트 서비스의 보급화는 대규모 데이터, 연산 처리의 폭발적 증가 의미
- 국내는 정부 주도로 GPU 26만장 확보. SK, 삼성 중심으로 데이터센터 건설 예정. 삼성에스디에스, SKT 신규 데이터센터(120MW 이상 규모) 추진
- 정부는 GPU 임차 사업, 국가AI컴퓨팅센터 사업 등 클라우드 컴퓨팅 역량 내재화를 위한 국가 사업 추진. 지속 예상

마이크로소프트, 알파벳, 아마존 CapEx 추이



마이크로소프트, 알파벳, 아마존 클라우드 성장률 추이

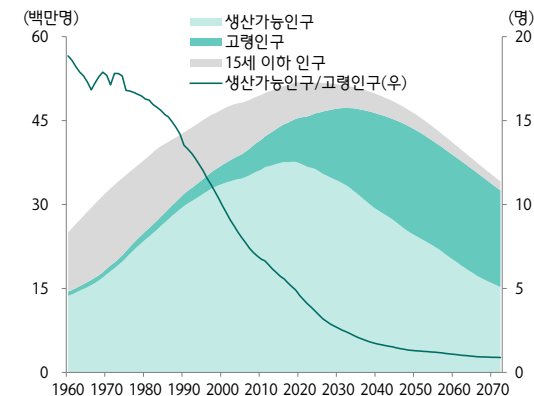


4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

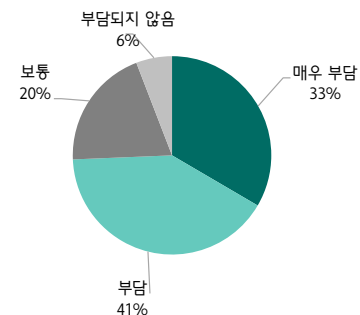
국내 피지컬AI 가속화 기대

- 국내 인구구조상 생산성 부족은 정해진 미래. 피지컬AI 도입 당위성 충분
- 국내 504개 제조기업 조사 결과 82.3%가 AI를 경영에 활용하고 있지 않다고 답변. 주요 이유는 자금/인재/효과성
- 네이버-엔비디아 협업으로 제조용 피지컬AI 플랫폼 개발. 투자 대비 효과 증명 시 가속화 전망

대한민국 인구 구조 변화 추정



제조기업 AI 전환 자금 실태



4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

국내: 에이전트 내재화 플랫폼 주도 시장 재편 전망

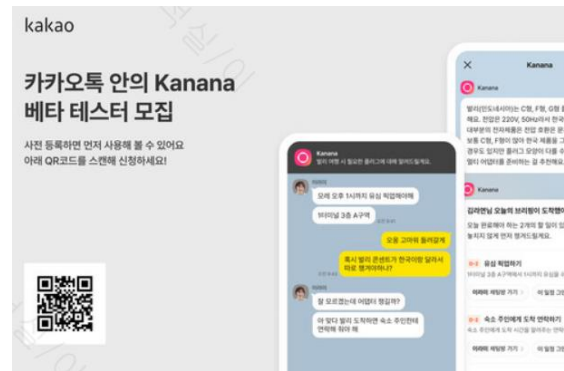
- 양 사 모두 에이전트로 버티컬 서비스 통합. 글로벌 에이전트 사업자에게는 큰 진입 장벽. 파트너십을 통한 침투 한계
- 네이버: Agent N 공개. 2026년 1분기 쇼핑 에이전트, 2분기 AI택, 이후 통합 에이전트 출시 예정. Agent N for Business도 준비
- 카카오: 온 디바이스시 카나나 공개. 2025년 10월 CBT, 2026년 1분기 정식 출시 예정. 10월 ChatGPT for 카카오 탑재

네이버, Agent N 공개



자료: OpenAI, 아나증권

카카오, 카나나 CBT



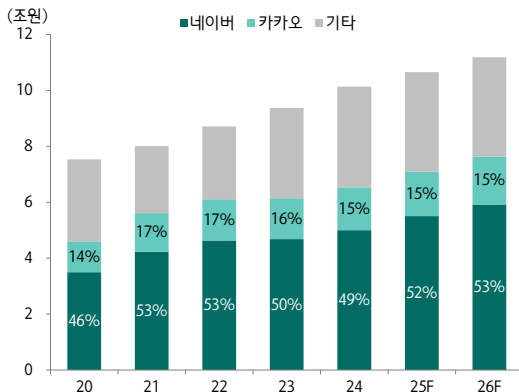
자료: Google, 아나증권

4. AI/인터넷: AI 에이전트, 상위 포식자로의 진화

국내: 에이전트 내재화 플랫폼 주도 시장 재편 전망

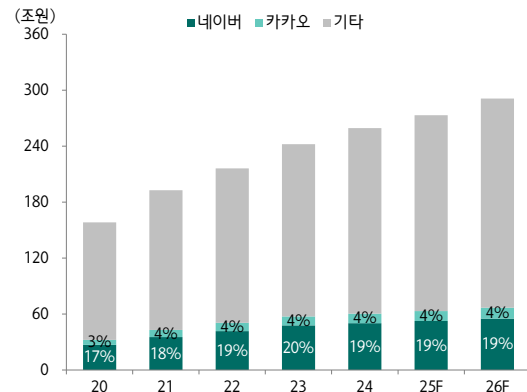
- 네이버, 카카오 로컬 서비스 바탕한 AI 에이전트 구축, 점차 트래픽 확보 전망. 하위 플랫폼 광고/커머스 점유율 흡수 가능
- 2025년 기준 국내 온라인 광고 시장 10.6조원(글로벌 빅테크 제외 추정)/온라인 커머스 시장 270조원 예상
- NAVER는 약 50%/20%, 카카오는 약 15%/4% 점유. 잠재 시장 충분

온라인 광고 시장 대비 네이버, 카카오 광고 매출 비중



자료: Kobaco, 아나증권

온라인 커머스 시장 대비 네이버, 카카오 거래액 비중

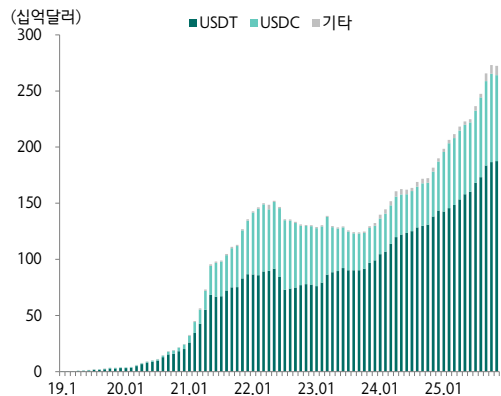


자료: 통계청, 아나증권

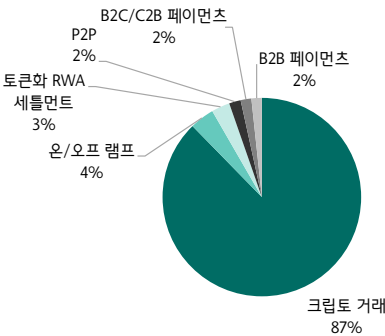
스테이블코인: 암호화폐 워크 이전과 이후

- 스테이블코인 전체 발행량 약 2,800억달러. USDT 69%, USDC 28%
- 거래 80% 이상이 미국 외에서 발생. 암호화폐 화폐 거래 금지, 가치보전 필요 국가 중심 활용 추정
- 미 재무부 장관 스콧 베센트의 전망: 2028년까지 스테이블코인 발행량 2조달러 이상. 폭발적 성장 필요
- 가치보전, 암호화폐, DeFi 거래를 넘어 B2B, B2C 포함 실물 경제로 옮겨와야 가능한 성장 전망이라 판단

스테이블코인 발행량 추이



스테이블코인 활용처



스테이블코인: 암호화폐 워크 이전과 이후

- 7월 18일 미 하원 가상화폐 3법 통과. 미국 정부가 달러에 준하는 디지털 자산을 제도로 인정
- 기존 암호화폐(90% 이상) 위주 사용에서 B2C, B2B로 확산되는 계기. 달러라이제이션 가능성 높음
- 현재 암호화폐 워크 이후 기대만큼 스테이블코인 발행량이 폭증하고 있지 않음

미국 가상자산 3대 법안

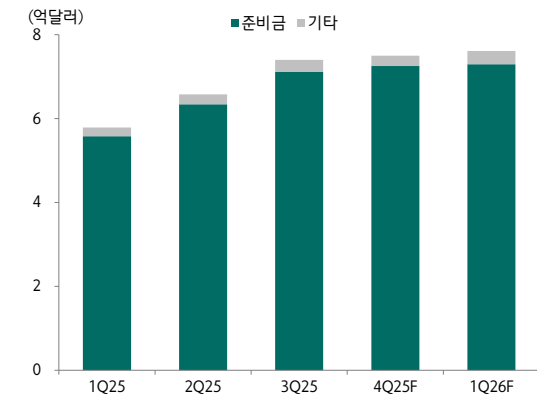
항목	(Genius Act) Guiding and Establishing National Innovation for U.S Stablecoins Act	(CLARITY Act) Digital Asset Market Clarity Act of 2025	(A-CBDC Act) Anti-CBDC Surveillance State Act
법안 번호	S. 1582	H.R. 3633	H.R. 1919
주요 목적	스테이블코인에 대한 연방 규제 체계 마련	디지털 상품 시장 구조 규명 및 감독 주체 역할 분담	연준의 중앙은행 디지털화폐(CBDC) 발행 및 운영 전면 금지
핵심 내용	(1) 발행자에 대한 '1:1 준비금' 의무화 (2) 준비금 자산 허용 범위 (U.S. 달러, 단기 국채, 역레포 등) 명시 (3) 스테이블코인 비증권화 규정 - AML/테러자금결재방지 규제 적용	(1) CFTC를 주요 감독기관으로 지정 (2) SEC는 증권성 있는 토큰·거래에 한해 관할 (3) 가상자산 중개업체 등록제 도입 (4) DeFi 프로토콜 예비 등록 요건 마련	(1) 연준이 개인 대상 계정 개설·거래 서비스 제공 금지 (2) CBDC를 통한 통화정책 수단 사용 금지 (3) CBDC 연구·시험·도입 일체 금지 (의회 승인 예외 포함)
규제 초점	스테이블코인 준비금·AML 준수	시장 구조·거래소 규제	CBDC 발행 금지·금융 주권 보호
주식 시장 포인트	(1) 미국 주도 디지털자산 생태계 구축 (2) 미국이 선도하는 스테이블코인 글로벌 규제 확립	(1) 규제 완화 (2) 규제 강도가 낮은 CFTC(상품선물거래위원회) 감독 아래 디지털 자산을 두는 것	(1) 미국 내 금융 자유화 (2) 연준 권한 제한

자료: 아원, 하나증권

서클-코인베이스로 보는 유통 구조

- 서클(CRCL)은 스테이블코인 USDC 발행사. 11월 기준 스테이블코인의 약 28% 점유
- 코인베이스(COIN)는 가상자산 거래소. 글로벌 3위 거래소(1위 바이낸스, 2위 바이비트, 4위 업비트)
- 수익 구조: 서클은 대부분 준비금 운용 수익. 코인베이스는 거래 수수료, 구독/서비스 수익
- 서클은 코인베이스 지갑의 USDC 비중에 따라 운용 수익 분배. 서클, 코인베이스 외부 보유분의 이자수익 50%도 추가 분배

서클 분기별 매출 추이



자료: 아나증권

서클-코인베이스 수익 배분

Distribution, transaction, and other costs

Distribution and transaction costs

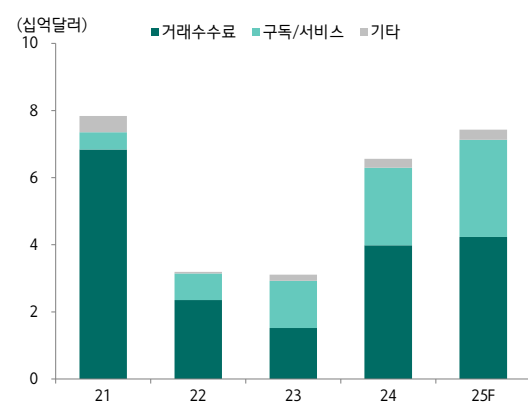
We incur distribution costs to incentivize distributors to use and distribute Circle stablecoins. Prior to August 2023, distribution costs were primarily a function of (i) the amount of USDC distributed by Circle and Coinbase and (ii) the amount of USDC held on each respective party's platform. Specifically, we shared any revenue generated from USDC reserves pro rata based on the amount of USDC distributed by each respective party and the amount of USDC held on each respective party's platform in relation to the total amount of USDC in circulation. See "Business—Collaboration with Coinbase." In August 2023, we and Coinbase entered into a Collaboration Agreement, under which we make payments to Coinbase for its role in the distribution of USDC and growth in the USDC ecosystem. These payments are determined based on the daily income generated from the reserves backing USDC, less the management fees charged by non-affiliated third parties for managing such reserves (such as asset management and custody fees) and certain other expenses, which is referred to as the "payment base." From this payment base, (i) we retain a portion ranging from an annualized low-double-digit basis point to high tenth of a basis point based on the amount of USDC in circulation on such day, in consideration of our role as stablecoin issuer (the "issuer retention"), (ii) we and Coinbase each receive an amount equal to the remaining payment base multiplied by the percentage of such stablecoin that is held in the applicable party's custodial products or managed wallet services at the end of such day (after deducting (i) and (ii) above, the "residual payment base"), and (iii) after deducting amounts payable to other approved participants in the USDC ecosystem, Coinbase receives 50% of the residual payment base. See "Business—Collaboration with Coinbase." The issuer retention is designed to reimburse us for indirect costs of issuing stablecoins and the management of the associated reserves, such as maintaining our accounting, treasury, regulatory, and compliance functions, which are generally recognized in various operating expenses including compensation expenses and general and administrative expenses in our consolidated statement of operations.

자료: SEC, 아나증권

서클-코인베이스로 보는 유통 구조

- 3분기 기준 서클 준비금 매출액 7억 1,124만달러. 코인베이스 스테이블코인 매출액 3억 5,466만달러
- 코인베이스가 USDC의 준비금 이자 수익의 약 50%를 수취
- 코인베이스의 압도적인 유통 경쟁력에 근거한 구조

코인베이스 연간 매출 추이



자료: Coinbase, 아나증권

코인베이스 3분기 세부 매출

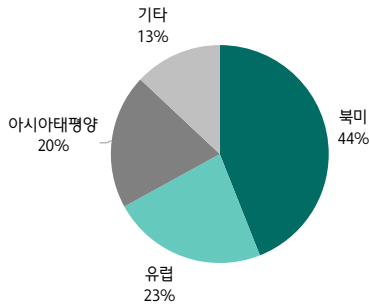
부문	매출(천달러)	비중(%)
거래 수수료		
소비자	843,544	45%
기관	135,009	7%
기타	67,707	4%
합계	1,046,260	56%
구독 및 서비스 수익		
스테이블코인	354,661	19%
스테이킹	184,647	10%
이자 및 금융수수료	64,758	3%
기타 구독 및 서비스	142,658	8%
합계	746,724	40%
기타 수익	75,709	4%
순수익	1,868,693	100%

자료: Coinbase, 아나증권

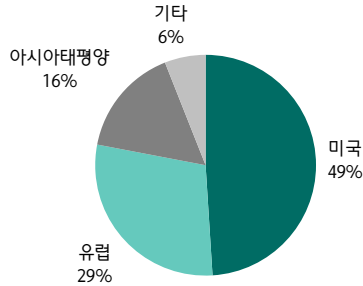
스테이블코인의 확산: 빅테크가 보유한 압도적인 유통 경쟁력에 집중 필요

- 스테이블코인 확산의 Key Player는 빅테크. 글로벌 고객 최접점에서 서비스 제공
- 큰 방향성은 이해관계자 수 축소, 수수료 및 시간 절감. 온 체인을 활용, 기존 금융/결제망 통하지 않고 모든 시스템을 재정의하는 것
- 절대 매출 규모 크고 해외 매출 비중 높은 빅테크가 활용하지 않을 이유 없음. 메타는 2019년 스테이블코인 '리브라' 개발. 규제에 막혀 중단

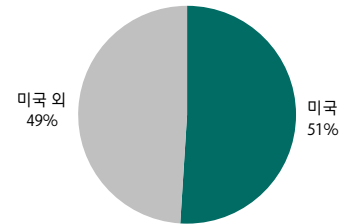
메타 지역별 매출 비중(2024년)



알파벳 지역별 매출 비중(2024년)



마이크로소프트 지역별 매출 비중(2024년)



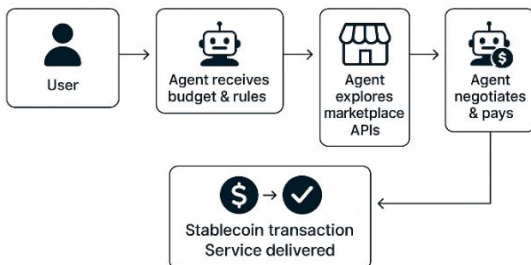
자료: Bloomberg, 아나중권

스테이블코인의 확산: AI 에이전트와 스테이블코인

- 2025년 하반기, AI 에이전트의 본격적인 출시 확인. 구글, 오픈AI는 결제 프로토콜 발표
- AI가 주체적으로 결제, 주문, 송금, 계약 실행한다면 스테이블코인은 AI에 최적화된 화폐
- 스마트컨트랙트, 프로그래머블한 화폐로 작동. 1) 코딩 가능, 2) 글로벌 실시간 송금 및 자동 정산, 3) 별도 계약 없이 API 호출, 지불

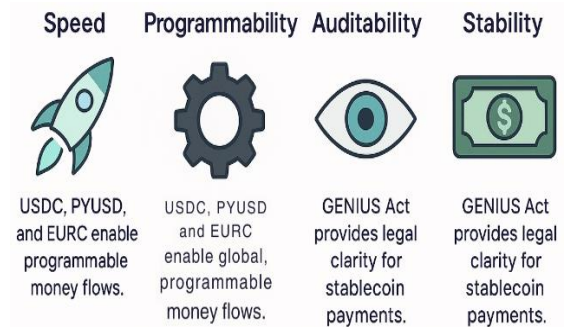
에이전트-스테이블코인 워크플로

Step-by-step journey: Budget → Logic → Marketplace
Interaction → Payment → Task Completion



자료: 아나중권

스테이블코인 장점

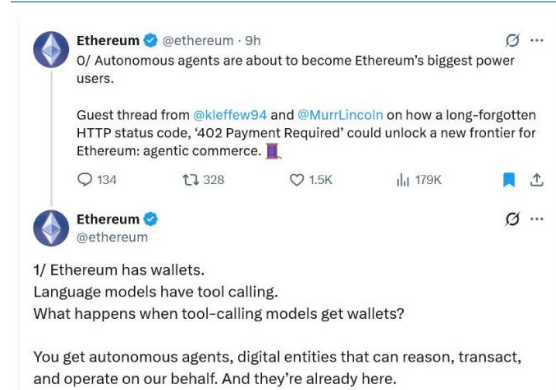


자료: 아나중권

스테이블코인의 확산: AI 에이전트와 스테이블코인

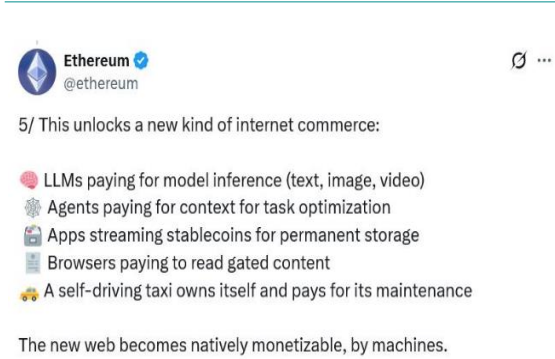
- 이더리움 재단: HTTP402, ERC-3009 결합 AI 에이전트 결제 프로토콜 제안
- HTTP402: 결제 요청. ERC-3009: 특정 조건 하에 제3자가 토큰 전송 대신 실행
- 코인베이스: x402 결제 프로토콜 구현. 깃허브에 적용
- AI 이미지 생성 기업 Prodia Labs는 이미 적용. API 별 가격 설정하여 서비스 제공

이더리움 재단 x402 프로토콜 제안. 깃허브 적용



자료: 아나중권

이더리움 재단 제안

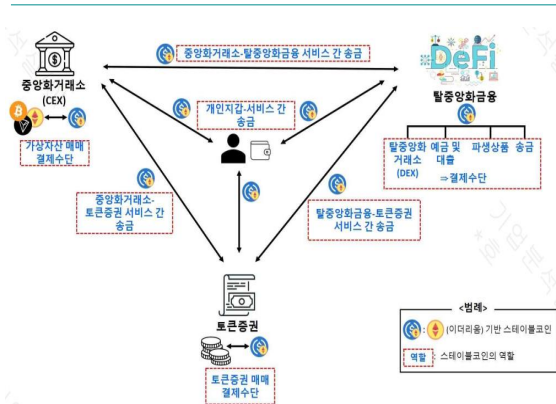


자료: 아나중권

스테이블코인의 확산: RWA, 확실한 수요처

- 스테이블코인은 DeFi(탈중앙화 금융), RWA(토큰화 자산) 등 디지털자산 생태계의 핵심 수단
- RWA는 실물자산(채권, 주식, 부동산, 원자재)의 소유권, 수익권을 스마트 컨트랙트를 통해 블록체인 상에 토큰으로 발행하는 과정
- RWA가 블록체인 위에서 거래되기 위해선 결제 수단으로 스테이블코인이 필수적

스테이블코인과 블록체인 생태계



자료: 한국은행, 아나중권

미 단계 국채토큰 발행·유통 구조 및 현황

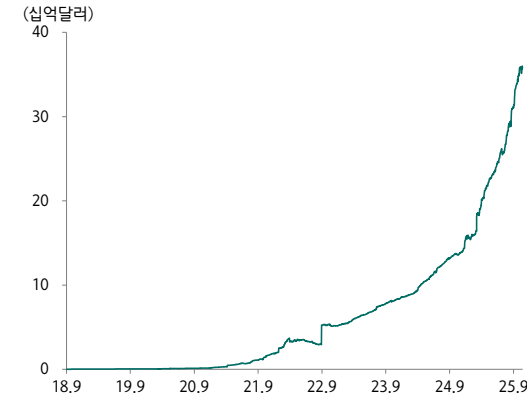


자료: 한국은행, 아나중권

스테이블코인의 확산: RWA, 확실한 수요처

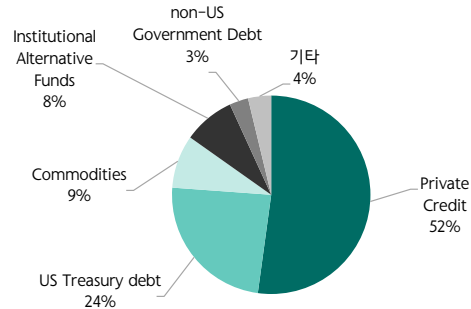
- 글로벌 RWA 발행량 360억달러(52조원). 올해 +131% 증가
- 발행량의 52%는 Private Credit. 블록체인 핀테크 피규어 테크놀로지가 136억달러 발행하며 주도. 주택담보대출 후 토큰화하여 기관에 재판매
- 주식 토큰화 발행량은 약 6억달러. 2025년 6월 로빈후드 EU 대상 시작. 미국 제도화 시 본격 개화 예상
- 채권, 주식, 부동산 등 온체인 기반 Defi 금융 가능성은 무궁 무진. 스테이블코인의 확실한 수요처

글로벌 RWA 발행량 추이



자료: rwa.xyz, 하나증권

글로벌 RWA 발행 비중

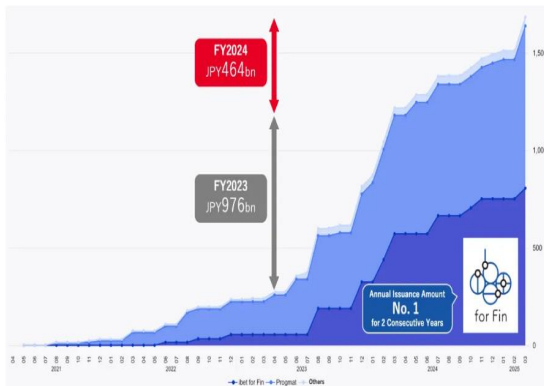


자료: rwa.xyz, 하나증권

스테이블코인의 확산: RWA, 확실한 수요처

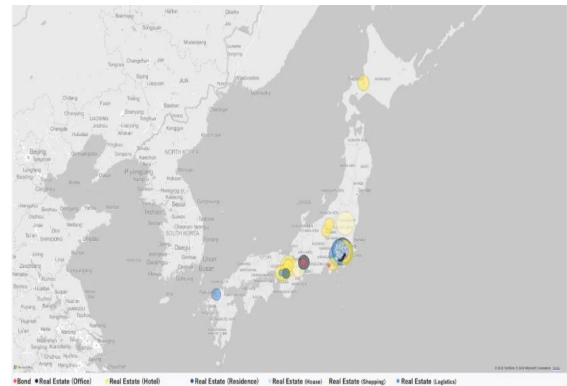
- 일본 2020년 5월 금융상품거래법 개정으로 STO(Security Token Offering) 제도권 편입. 2024년말 기준 누적 발행액 1,682억엔(1.6조원)
- 2024년 STO 총 발행액 464억엔 중 89%가 부동산 담보 수익증권 발행 신탁. 주택, 호텔, 상업 시설, 물류 시설 포함
- 결제는 오프체인, 정산은 온체인에서 진행. 실제 블록체인 기술의 장점 온전히 누리지 못함. 엔화스테이블코인 제도화로 온체인 결제 전환 예상

일본 STO 누적 발행 추이



자료: BOOSTRY, 하나증권

일본 RWA 발행 대상



자료: BOOSTRY, 하나증권

원화스테이블코인 규제 현황

• 한국은 아직 스테이블코인 규제 부재

		미국(GENIUS Act)	EU(MiCA)	일본(자금결제법)	한국
투자자		일반 가상자산 투자자에 대한 규제 내용과 동일			
발행자	발행사	부보 예금기관의 자회사 비은행 기관 외국은행 연방지점 非부보 연방인가은행	신용기관 전자화폐기관	은행 자금이동업체 신탁회사(특정신탁수익권)	
	발행 승인	안정성 및 건전성 관련 요건, 임원·주주 요건 등을 바탕으로 승인 필요	별도의 승인이 필요 없으며 발행 전 통 지 필	별도의 발행 승인 불필요 은행업 면허 또는 신탁회사 설립 또는 자금이동업 등록 필요	
	이자 지급	수익 및 이자 지급 금지	이자 지급 금지	-	
	준비자산	발행량에 상응하는 비율(1:1)로 유지 현금, 연준 예치금 및 국채(93일 이하) 등 신뢰도와 유동성이 높은 자산 재담보 활용 금지	발행량에 상응하는 비율(1:1)로 유지 최소 30%를 여신기관의 별도계정에 예치(중요 토큰 1)인 경우 60%)·동일한 통화로 표시된 안전하고 저위험인 자산 투자 가능 외부 보관·예치 원칙	발행량에 상응하는 비율(1:1)로 유지 적격 준비자산으로 은행 요구불예금만을인정 자금결제법 개정안을 통해 단기 국채 (美, 日, 3개월 미만), 정기예금 등으로 확대를 추진중	-
	상환 청구권	상환청구권 보장	상환청구권 보장	상환청구권 보장	
	파산 절차	준비자산 도산 격리 및 보유자 우선 지급	-	(자금이동업체) 보유자 우선변제권 보장	
	공시 및 감사	총 발행량 및 준비금 내역 등을 포함하는 월별 보고서를 공인회계법인의 검토를 거쳐 공시 등 보고서의 정확성에 대한 경영진의 증명서 등을 소관 규제기관에 제출	전자화폐토큰 및 발행자에 대한 정보를 포함한 가상자산백서를 작성후 관계 당국에 통지하고 공표 중요 토큰 발행자의 경우 6개월마다 독립적인 감사 수감 필요	(자금이동업체) 6개월 이내의 기간마다 공인회계법인 또는 감사법인의 감사보고 서를 포함한 보고서를 제출	
	AML-CFT-KYC	AML 및 경제제재 준수 프로그램 유지, KYC 프로그램 유지 의무(은행비밀법) 적용	기존 AML/CFT 요건 준수	엄격한 AML·KYC 준수	

자료: 한국은행, 하나증권

원화스테이블코인 규제 현황

• 가상자산 관련 법안도 추진 단계

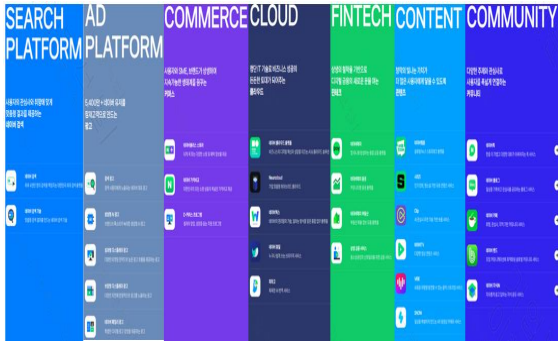
		미국	EU	일본	한국
발행자 (사업자)	사업자 요건	FinCEN(금융범죄 단속 네트워크) 등록	EU내 법인으로서 가상자산 서비스 제공자(CASP) 라이선스 취득	금융청의 심사 및 가상자산 거래소 협회(JVCEA) 라이선스 취득	금융정보분석원 신고
	ICO(신규발행)	발행 가능 증권성 가상자산은 SEC 등록 필요	등록된 가상자산 사업자만 가능 백서 제출 필요	등록된 가상자산 사업자만 가능	발행 금지(유통만 가능)
	감독 기관	SEC(증권성 가상자산 규제) CFTC(가상자산 및 파생상품 규제) 주정부(주 개별 규제 적용시)	ESMA(증권시장감독청, 중요 가상자 산 사업자 감독) 회원국 정부·감독기관 (발행자·사업자 인가, 감독)	금융청 가상자산 거래소 협회(JVCEA)	금융위원회(입법) 금융감독원(검사)
	연물 ETF 발행· 유통	어용	어용된 국가에서만 가능 (스웨덴, 스위스, 독일, 프랑스 등)	금지 (어용 추진중)	금지
	규제 법령	연방차원의 법률안은 부재, 증권법, 상 거래법 등 기존 법령 활용 Clarity법안(디지털 자산의 법적 성격 및 감독기관 명확화) 준비중	MiCA(2024.6월 시행)	자금결제법 (2016년 개정을 통해 가상자산 내용 추가)	가상자산이용자보호법(2024.7월) 특정금융정보법(2021.3월)
	투자자 보호	증권 및 상품거래에 준하여 불공정행위 금지	내부자거래·시장조작 금지 등 불공정행위 금지 이용자보호를 위해 소비자 자금보호, 공시 의무, 보험가입, 건전성 요건 (유통성 비율 및 지급준비금 유지 의무) 등	내부자거래·시장조작 금지 등 불공정행위 금지 이용자보호를 위해 예치금 신탁, 콜드월렛 보유, 과대방 고 금지, 이용자 금전 및 가상자산 정기 감사(매년 1회 이상) 등	내부자거래·시장조작 금지 등 불공정행위 금지 이용자 보호를 위해 예치금 은행 보관, 콜드월렛 보유(80% 이상), 사고대비 보험가입 등
	자금세탁방지	FinCEN을 통해 AML/CFT 프로그램 규제	자금세탁방지지침(AMLD)에 따른 강력한 AML/CFT 규제	FATF의 기준을 반영하여 AML/CFT 규제 강화	특정금융정보법을 바탕으로 높은 수준의 AML/CFT 규제
투자자	법인 투자	어용	어용	어용	올해 단계적 추진 예정 - 1단계: 비영리법인 등(6월) - 2단계: 상장법인, 전문투자자 등록법인 (금융회사 제외) 시범어용
	개인 투자	어용	어용	어용	어용
	송금 규제 (트래블룰)	3,000USD 이상	1,000EUR 이상	300USD 이상 외환 및 외국무역법에 따라 3천 만원 초과 금액은 재무장관 보고	100만원 이상 외국환거래법상 송금 제한
	과세	양도소득 뿐만 아니라 채굴, 하드포크, 에어드랍 등 다양한 상황에 대해 과세	회원국별 상이, 대부분이 양도소득세를 부과	양도소득에 대하여 15%에서 55%까지 누진세	양도, 대여분에 대한 기타소득 분리과세를 2027년 시행 전까지 과세 유예

자료: 한국은행, 하나증권

2026년 원화스테이블코인 발행 기대. 네이버·카카오 경쟁력 부각

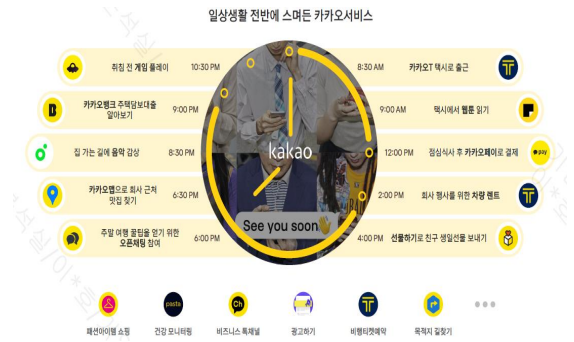
- 2026년 원화스테이블코인 발행 기대. 발행: 은행/증권, 유통: 플랫폼 컨소시엄 구조 예상
- 국내는 네이버, 카카오가 강점 보유. 광고/커머스/예약/간편결제/모빌리티 등 방대한 버티컬 서비스 활용 가능
- 디지털자산 거래소도 중요. 국내 점유율은 업비트(70% 이상), 빗썸(20% 이상), 그 외 코인원, 코빗, 고팍스 순
- 바이낸스-고팍스 지분 인수 사례와 같이 글로벌 거래소의 국내 진출 진행

네이버 서비스



자료: 네이버, 하나증권

카카오 서비스

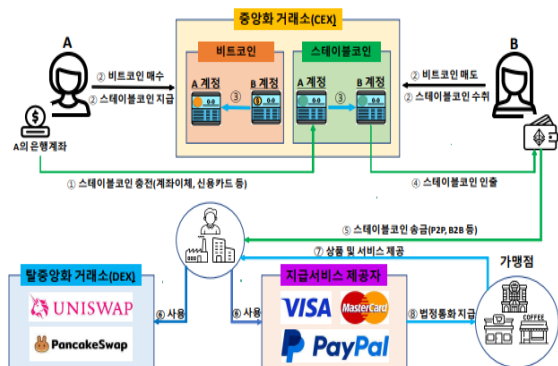


자료: 카카오, 하나증권

네이버-두나무 파트너십의 압도적 경쟁력

- 네이버-두나무 파트너십은 실물 경제, 디지털 경제에서 강한 경쟁력 갖출 것. 높은 시너지 기대 가능
- 네이버 온라인 커머스 거래액 2위, 간편결제 점유율 1위. NFT, WEB3 기반 'Npay월렛', 결제 디바이스 '커넥트' 보유
- 두나무 국내 1위, 글로벌 4위 암호화폐 거래소 업비트 보유. 자체 블록체인 '기와', 지갑 서비스 '기와월렛' 공개
- 국내외 원화/달러스테이블코인 모두에 유통 강점 보유. 네이버 증권, 지도, 부동산 활용한 RWA 사업 진출도 유리

스테이블코인 유통구조



자료: 한국은행, 하나증권

업비트(두나무) 기와 체인



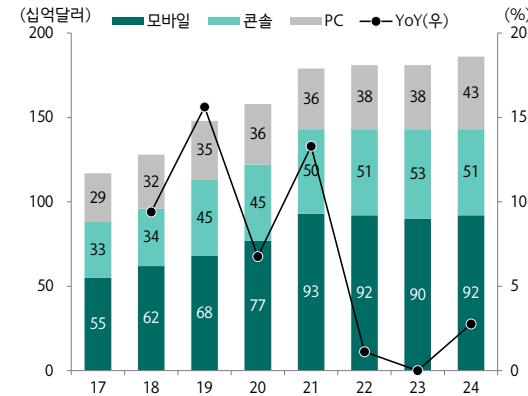
자료: 업비트, 하나증권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

팬데믹 기저 소화 중, 다만 분명히 성장

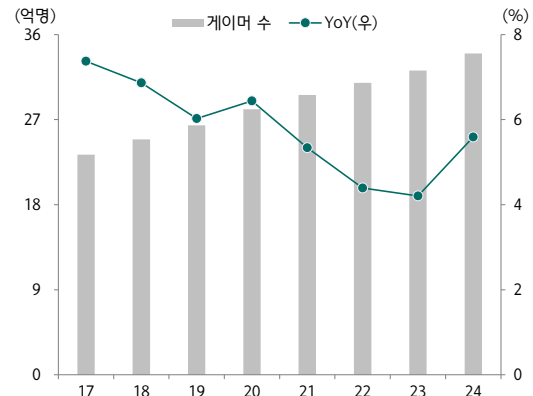
- 글로벌 게임 시장 규모 2021년 전년 대비 +14% 성장, 이후 +5% 미만 성장하며 정체. 팬데믹 특수 소화하는 과정이며 장기 성장성 유효
- 장기 시계열로 게이머 수, 신작 수, 플레이타임 등 핵심 지표 우상향. 단순 오락 이상의 커뮤니티, 창작 활동 콘텐츠로 확장
- 상호작용성 바탕으로 시청형 콘텐츠 대비 높은 몰입, 체류 시간, 네트워크 효과 창출 가능

글로벌 게임 시장 규모



자료: udonis, 하나증권

글로벌 게이머 수 추이



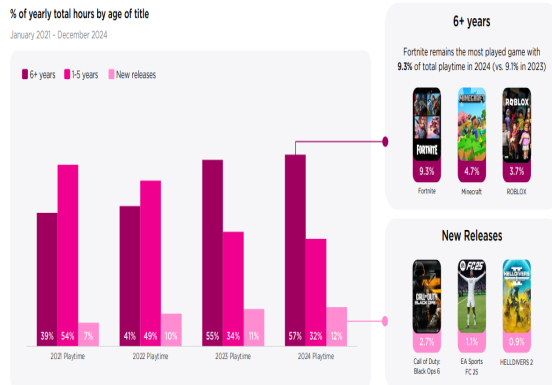
자료: 하나증권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

메인 게임 지배력 강화, UGC는 강력한 무기

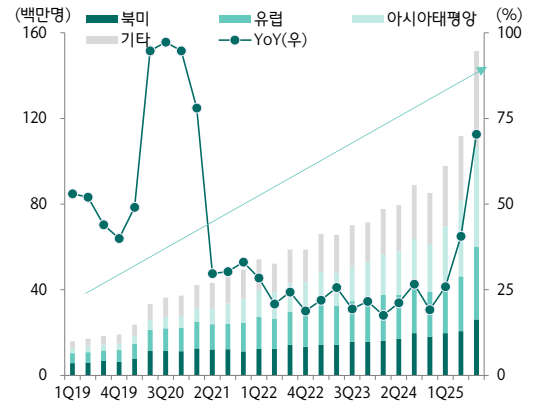
- 스테디셀러 게임들 수명 연장 지속. [로블록스], [포트나이트], [리그오브레전드], [마인크래프트], [카운터스트라이크] 등에 트래픽 집중
- 매출 역시 구작, 프랜차이즈 게임에서 80% 이상 발생. 신작의 성공 가능성 점점 더 감소하는 환경
- PC/콘솔/모바일 게임의 경계 구분 사실상 무의미. 크로스 플랫폼 출시가 일반적. 다수의 게이머에 도달하기 위한 노력
- UGC(User Generated Contents)는 수명 연장에 기여. 네트워크 효과 극대화하여 플랫폼으로 진화. 대표 사례는 [로블록스]

글로벌 게임 플레이 타임 비중



자료: Newzoo, 하나증권

로블록스 DAU 추이



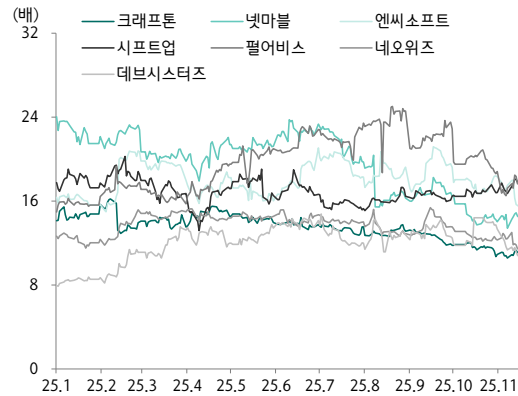
자료: Roblox, 하나증권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

글로벌, 국내 게임사 멀티플 괴리 확대

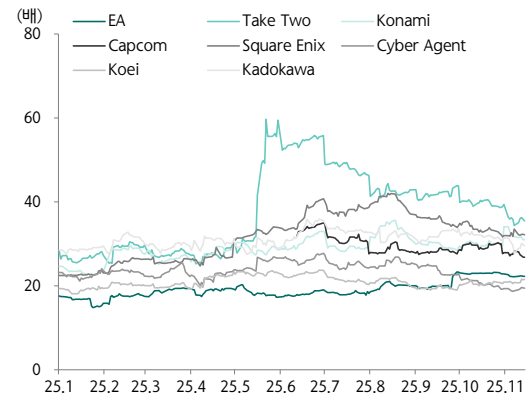
- 국내 게임엔터테인먼트 섹터 12MF P/E 13배 이하. 역대 최저 수준. 주요 게임사 중 20배 이상 없음
- 글로벌 게임사는 프랜차이즈 IP 바탕으로 P/E 20배 이상 유지. 넥슨은 [아크 레이드스]의 성공 이후 연초 16배에서 25배로 리레이팅
- 기초 체력 위에 글로벌 IP로 성공의 재현 가능성 증명 필요

국내 주요 게임사 12MF P/E 추이



자료: 하나증권

글로벌 주요 게임사 12MF P/E 추이



자료: 하나증권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

일본 = IP 확장, 중국 = 새로운 도전, 한국 = 일본과 중국 사이

- 일본 게임사, 여전히 패키지 게임 고수, 기존 레거시 IP들 확장에 집중
- 중국 게임사, PC/모바일 크로스 플랫폼 신작 공격적 개발. 텐센트, 넷이즈뿐만 아니라 중소형사도 활발
- 한국 게임사, 중간 지점이며 후발주자. 글로벌 침투 목표로 각기 다른 전략 활용

TGS 스퀘어에닉스 부스. 매년 리메이크 신작 출시



자료: 하나증권

TGS 네이키드 레인(넷이즈) 부스. 서버컬처 오픈월드 선드



자료: 하나증권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

글로벌 게임 IP 활용 신작 증가

- 크래프톤 [팰월드 모바일] 공개. 2026년 4분기 출시 예상. 원작 포켓페어 [팰월드]는 2024년 1월 출시, 누적 이용자 3,200만명+
- 엔씨소프트 [호라이즌 스틸 프론티어즈] 공개. 2027년 상반기 출시 예상. 원작 호라이즌 시리즈 누적 판매량 3,800만장+
- 게임 원작 IP는 에셋 활용 가능하여 개발 기간 단축 가능. 글로벌 인지도 기반 확보하여 성공 확률 높일 수 있는 방법
- 글로벌 게임사 대비 축적한 IP가 부재한 현실에서 유효한 방식이라 판단

크래프톤 - 팰월드 모바일



자료: 크래프톤, 아나중권

호라이즌 스틸 프론티어즈 인게임



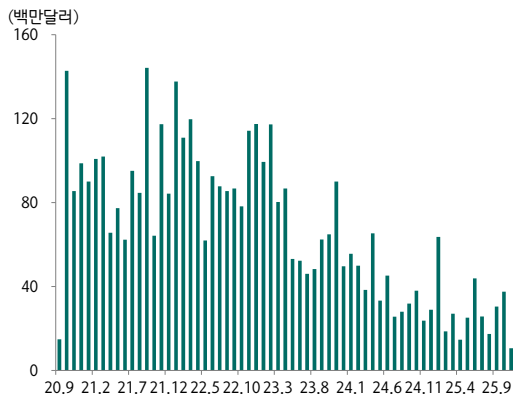
자료: 엔씨소프트, 아나중권

6. 게임: 성장 둔화 우려, 글로벌과 온도차 심화

서브컬처 시장 공략. 레드오션 심화 우려

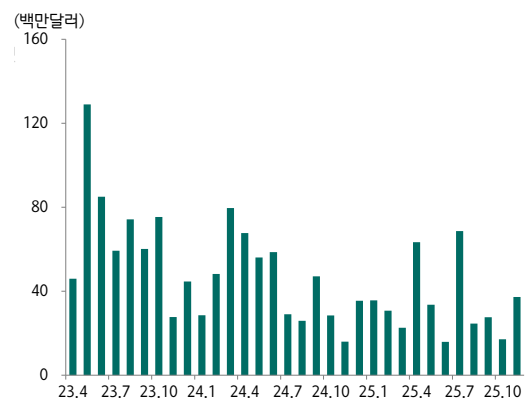
- 2025년부터 국내 게임사 서브컬처 게임 개발/출시 본격화
- 시장 성장 속도 대비 신작 출시 속도가 빨라 경쟁 심화. 레드오션으로 불리기 시작. 장르, BM, 기믹 등 차별성 확보 못하면 성과를 낼 수 없는 시장
- 신작 출시 와중에도 호요버스의 원신(2020년 출시), 붕괴: 스타레일(2023년 출시) 여전히 건재
- 2025년 다수의 국내 신작 중 유의미한 성공 거둔 작품 없음

원신 월매출 추이



주: 모바일 집계 추정
자료: 아나중권

붕괴: 스타레일 월매출 추이



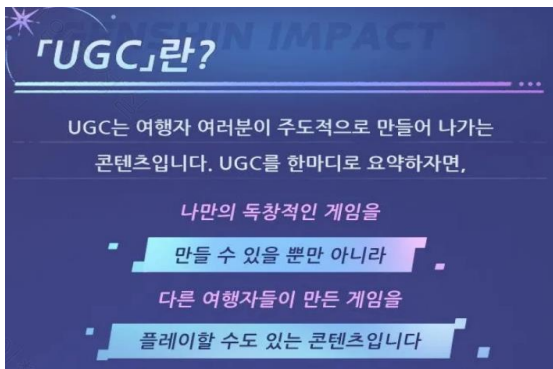
주: 모바일 집계 추정
자료: 아나중권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

UGC 게임의 무한한 가능성

- UGC는 라이브 서비스 게임의 꽃. 생태계 정착 성공 시 플랫폼으로 진화. 선순환 지속
- 1) 확보한 트래픽에 매번 신작 출시되는 효과, 2) 높아지는 게이머들의 니즈를 자체적으로 충족 시킬 수 있는 시스템
- 최근 서브컬처 대표작 [원신]에도 UGC 모드 별바다 세계 추가. [배틀그라운드] PC는 UGC 알파 서비스. 2026년 베타 버전 출시 예상
- [배틀필드6], 포털 모드로 UGC 지원. 신작들의 핵심 라이브 서비스 전략으로 자리 매김

원신 개발자노트 UGC 설명



자료: 하나증권

배틀그라운드 UGC 설명



자료: 하나증권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

UGC 게임의 무한한 가능성

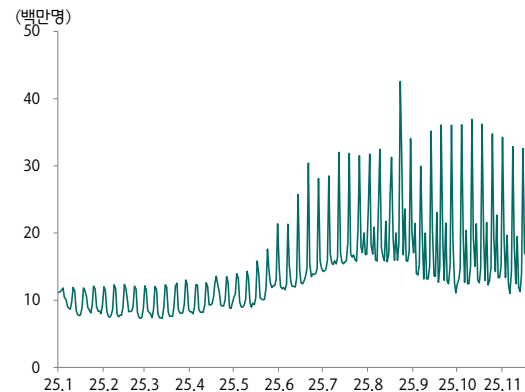
- [로블록스] 2025년 트래픽 3배 이상 성장. 8월 23일 최고 동시 접속자 4,257만명 기록. 매 주말 3,000만명 이상 최고 동시 접속자 확인
- [그로우 어 가든]의 대 흥행 이후 [스틸 어 브레인롯], [99 나이트 인더 포레스트]까지 성공
- DAU 1,000만 이상 게임 7개. 단발성으로 끝나지 않고 로블록스 생태계 자체의 유저 증가

그로우 어 가든 X 스틸 어 브레인롯



자료: 하나증권

로블록스 일일 최고 동시 접속자



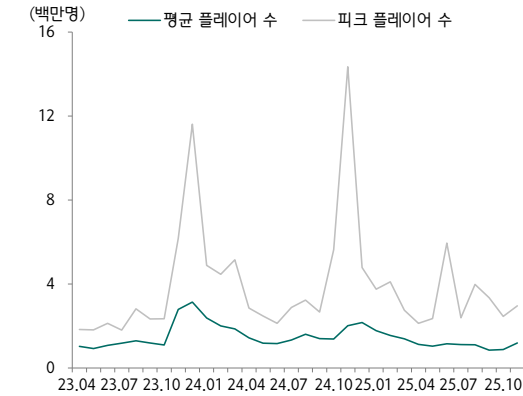
자료: romonitorstats, 하나증권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

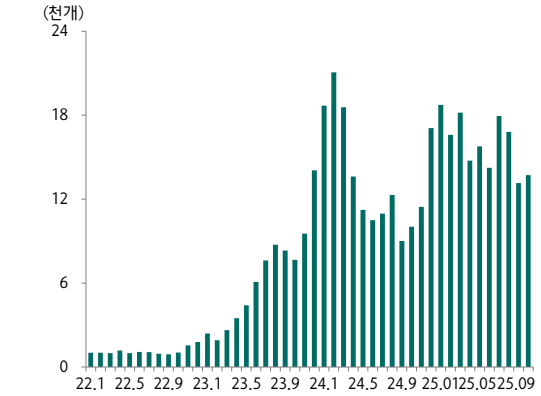
UGC 게임의 무한한 가능성

- [포트나이트]는 배틀로얄로 시작, 현재는 10개의 핵심 모드로 구성
- 크리에이티브 모드로 기존 모드 변형, 신규 모드 제작. 2023년 UEFN 출시, 언리얼 엔진 5 기능 활용 도구 제공
- 2024년부터 매달 10,000개 이상 UGC 게임 출시. 누적 40만개 이상. 에픽게임즈의 모드, UGC 모드 참여율 1:1 수준
- 게이머가 니즈에 맞춘 모드를 직접 구성하기에 수명 연장 가능

포트나이트 트래픽 추이



포트나이트 월간 맵 제작 수

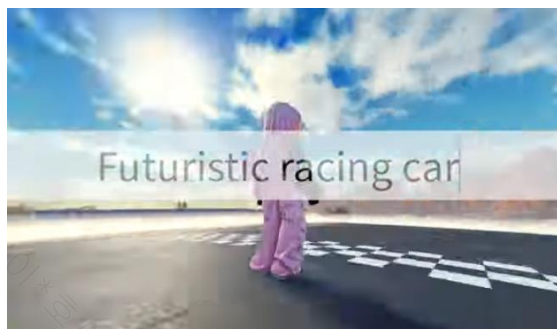


7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

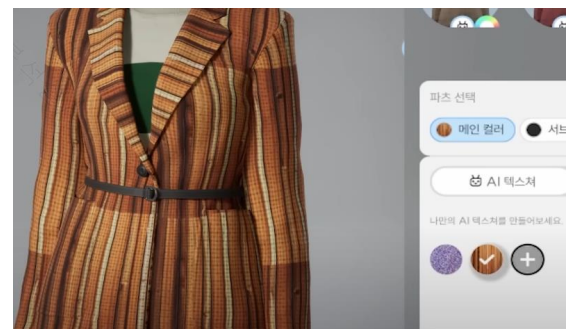
AI UGC 게임의 등장

- 생성형 AI 도구 대중화로 UGC 게임의 비중은 더욱 확대 전망. 창작 허들 ↓, 크리에이터 수 ↑, 콘텐츠 양 ↑, 트래픽 ↑
- 제작의 허들이 낮아지면 창작자로서의 진입 장벽은 더욱 낮아짐. 자연어를 챗봇 형태로 입력하여 캐릭터, 맵 구성 가능
- 기존 UGC 생태계가 소수의 창작자와 다수 소비자로 구성되었다면 AI UGC 생태계는 다수의 창작자, 다수의 소비자로 확장 전망
- [로블록스], [인조이] 등 이미 생성형 AI 활용한 기능 출시. 크래프톤 PUBG PC/모바일 AI UGC 탑재 예상

로블록스 큐브 예시 - 프롬프트 입력, 에셋 생성



인조이 AI 텍스처



7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

국산 패키지 게임 개발 활성화. 글로벌 타겟 긍정적

- 네오위즈의 [P의 거짓]이 거둔 성공으로 국내 패키지 게임 개발 활성화
- 국내 자체 스튜디오 개발, 글로벌 스튜디오 개발 및 퍼블리싱 사례 다수 확인
- 국내 게임사 강점 MMORPG 대비 ARRPU 낮으나 글로벌 시장 성과로 인지도 제고 가능. IP 축적 성공 시 밸류에이션 리레이팅 예상

국내 게임사 주요 패키지게임 파이프라인

게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
서브노티카 2	연노윤월즈(자회사)	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2026
P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
울프아이 스튜디오 신작	울프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 노와르 CRPG	PC/콘솔	2026-
스텔라 블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027
신더 시티	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	3Q26
붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	1Q26
미드나잇워커스	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	원웨이티켓스튜디오(위메이드)	익스트랙션 FPS	PC	1Q26
탈: 디 아케인 랜드	매드엔진(자회사)	위메이드	액션 RPG	PC/콘솔	2027
크로노 오디세이	크로노 스튜디오	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	4Q26
갯 세이브 버밍엄	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	좀비 생존 시뮬레이터	PC	3Q26
아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	2026
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-

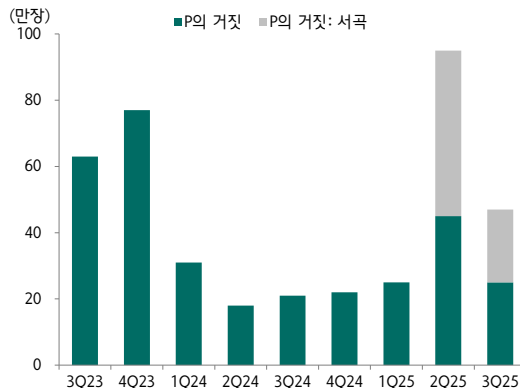
자료: 하나증권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

시리즈 2 밸류에이션 시기 도래

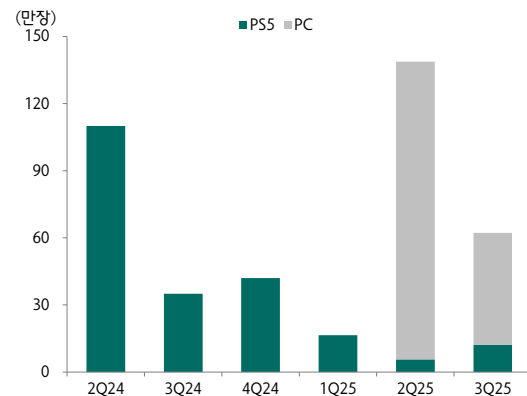
- 2026년-2028년은 국내 게임 산업에 굉장히 중요한 시기. 패키지 게임 IP의 시리즈화 확인, 성공의 재현 가능성 증명될 것
- 네오위즈 [P의 거짓], 시프트업 [스텔라 블레이드]는 시리즈화가 가능한 성공을 거둔 IP. 스테디셀러로 인정. 매 분기 20만장 이상 판매
- 성공한 패키지 게임의 후속 시리즈는 게이머에게 충분한 소구력 지님. 시리즈 1의 판매량 이상을 기대하는 것은 당연한 과정
- 2026년 중반 예상 누적 판매량은 [P의 거짓] 400만장/[스텔라 블레이드] 500만장. 시리즈 2 출시 이후 5년간 각각 700만장/900만장 판매 전망

P의 거짓 분기별 판매량 추정



자료: 하나증권

스텔라 블레이드 분기별 판매량 추정



자료: 하나증권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

2026년 국내 주요 신작 일정

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	예정일
크래프톤	펠월드 모바일	펍지 스튜디오(산하)	크래프톤	오픈월드 서바이벌 크래프팅	모바일	글로벌	4Q26
	서브노티카 2	언노운 월드(자회사)	크래프톤	어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2026
	PUBG: 블라인드 스팟	펍지 스튜디오(산하)	크래프톤	TPS	PC/콘솔	글로벌	2026
시프트업	스텔라블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027
	Project Spirit	시프트업	텐센트(예상)	서브컬처	PC/콘솔/모바일	글로벌	2027-
엔씨소프트	아이온2	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	국내/대만	4Q25
	아이온2	엔씨소프트	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	리밋 제로 브레이커스	빅게임 스튜디오	엔씨소프트	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	1Q26
	타임 테이커즈	미스틸게임즈	엔씨소프트	TPS	PC/콘솔	글로벌	2Q26
	신던시티	빅파이어게임즈(자회사)	엔씨소프트	MMO 택티컬 슈터	PC/콘솔	글로벌	3Q26
넷마블	나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	넷마블	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	4Q25
	몬칼: STAR DIVE	넷마블몬스터	넷마블	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블에프엔씨(외부IP)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	1Q26
	SOL: enchant	알트나인	넷마블	MMORPG	PC/모바일	국내	1Q26
	나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	넷마블	로그라이트	PC/모바일	글로벌	2026
	프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	넷마블	로그라이트	모바일	글로벌	2026
	스톤에이지키우기	넷마블엔투	넷마블	방치형 RPG	모바일	글로벌	2026
	이블베인	넷마블몬스터	넷마블	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	글로벌	2026
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스(외부IP)	넷마블	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2026

자료: 하나증권

7. 게임: 글로벌 트렌드에 발맞추기

2026년 국내 주요 신작 일정

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	예정일
네오위즈	고양이와 스프: 마법의 레시피	네오위즈	네오위즈	시뮬레이션	모바일	글로벌	1H26
	Kill The Shadow	새도우라이트	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	1H26
	킹덤2	파우게임즈(자회사)	네오위즈	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	안녕서울: 이태원편	지노 게임즈	네오위즈	포스트아포칼립스	PC/콘솔	글로벌	2H26
	P의 거짓 차기작	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	2027-
펄어비스	붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	1Q26
카카오 게임즈	SM 게임스테이션	메타보라(자회사)	카카오게임즈	SM IP활용 캐주얼	모바일	글로벌	1Q26
	더 큐브, 세이브 어스	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	익스트랙션 액션	PC	글로벌	1Q26
	던전 어라이즈	타이나편 게임즈	카카오게임즈	전략 어드벤처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26
	Project Q	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내	2Q26
	Project QQ	슈퍼켓	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내	3Q26
	갓 세이브 버밍엄	오션드라이브(자회사)	카카오게임즈	오픈월드 좀비 생존	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	아키에이지 크로니클	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	Project C	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	서브컬처육성 시뮬레이션	PC/모바일	국내/일본	4Q26
	코로나 오디세이	크로노스튜디오	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/콘솔	글로벌	4Q26
위메이드 맥스	미드나잇워커스	원웨이티켓 (자회사)	원웨이티켓 (자회사)	익스트랙션 FPS	PC	글로벌	1Q26
	미르 4	위메이드넥스트(자회사)	37게임즈	MMORPG	PC/모바일	중국	1H26
	미르 5	위메이드넥스트(자회사)	위메이드	MMORPG	PC/모바일	글로벌	1H26
	나이트크로우2	위메이드맥스	위메이드	MMORPG	PC/모바일	국내	2026
	TAL: 더 아케인 랜드	위메이드맥스	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
데브시스터즈	쿠키런: 오븐스매시	프레스레이(자회사)	데브시스터즈	대전 슈팅	모바일	글로벌	1Q26
컴투스	도원암귀 Crimson Inferno	컴투스	컴투스	턴제 RPG	PC/모바일	글로벌	2026
	프로젝트 ES	에이버튼	컴투스	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2026

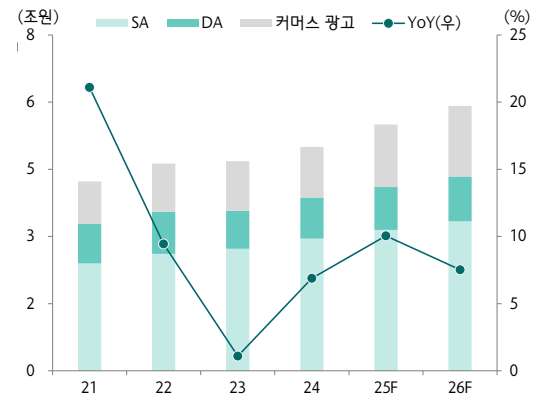
자료: 하나증권

8. 기업(인터넷)

NAVER(035420) | BUY | TP 350,000원 | CP(11월19일) 248,500원

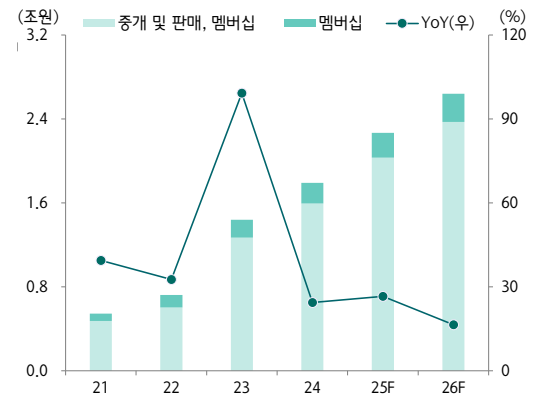
- 2026년 1분기 쇼핑 에이전트, 2분기 AI 탭, 이후 통합 에이전트(Agent N) 출시 예정
- 버티컬 서비스 연결로 하위 플랫폼 트래픽, 매출 흡수하여 2026년 광고 매출 +7.5%, 커머스 매출 +16.5% 증가 전망. 추가 성장 가능
- 두나무 협업으로 실물 경제, 디지털 경제 연결. 스테이블코인 및 RWA, 디파이 시장 내 가장 높은 경쟁력 보유

네이버 광고 매출 추이



자료: 하나증권

네이버 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

8. 기업(인터넷)

NAVER(035420) | BUY | TP 350,000원 | CP(11월19일) 248,500원

- 2026년 영업수익 13조 1,409억원(YoY 9.0%), 영업이익 2조 5,151억원(YoY 14.4%, OPM 19.1%) 전망
- 풀스택 AI 역량 보유. B2C, B2B, B2G 시장 모두 타겟. AI 전환기 가장 높은 수혜 기대 가능
- AI, 스테이블코인 경쟁력이 사업화, 제도화로 가시화되며 가파른 주가 상승 전망

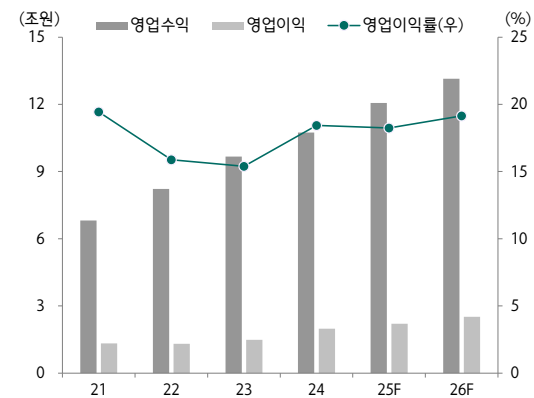
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	12,059.1	13,140.9
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,199.2	2,515.1
순이익	1,012.3	1,923.2	2,173.1	2,236.2
증감률	33.36	92.77	15.58	3.54
PER	36.25	16.70	18.08	17.47
PBR	1.51	1.20	1.37	1.27
ROE	4.41	7.90	8.17	7.78
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130

자료: Quantwise, 하나증권

네이버 영업수익, 영업이익 추이



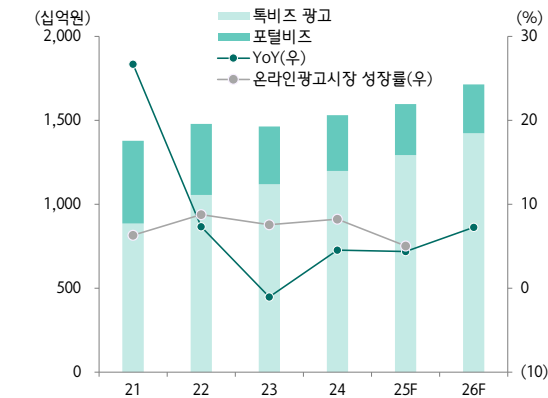
자료: 하나증권

8. 기업(인터넷)

카카오(035720) | BUY | TP 75,000원 | CP(11월19일) 58,200원

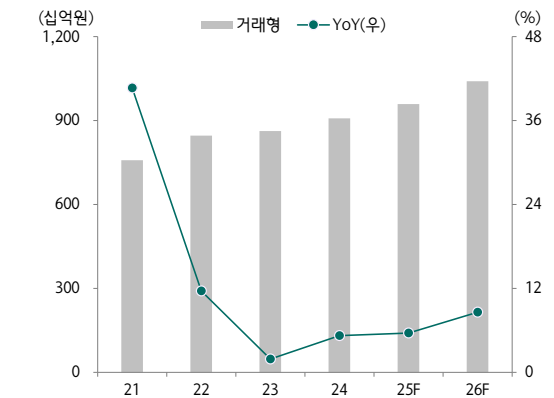
- 2025년 9월 카카오톡 개편. 10월 카나나 에이전트, ChatGPT 탑재 완료. 2026년 카카오페이/모빌리티 및 외부 파트너 탑재 예상
- 버티컬 서비스 연결로 하위 플랫폼 트래픽, 매출 흡수하여 2026년 광고 매출 +7.3%, 커머스 매출 +8.6% 증가 전망. 추가 성장 가능
- 카카오톡 개편 이후 피드백 반영하여 보완 진행. 숏폼 탭 기반 체류 시간 반등 기대

카카오 광고 매출 추이



자료: 하나증권

카카오 커머스 매출 추이



자료: 하나증권

8. 기업(인터넷)

카카오(035720) | BUY | TP 75,000원 | CP(11월19일) 58,200원

- 2026년 영업수익 8조 7,529억원(YoY 7.9%), 영업이익 8,098억원(YoY 14.9%, OPM 9.3%) 전망
- 자회사 효율화 확인. 카카오모빌리티, 카카오페이, 에스엠 중심 고성장 지속. 카카오게임즈 포함 기타 자회사 실적 개선 기대
- 선제적 AI 에이전트 서비스 진출 긍정적. 자체 에이전트 카나나 활성화가 중요

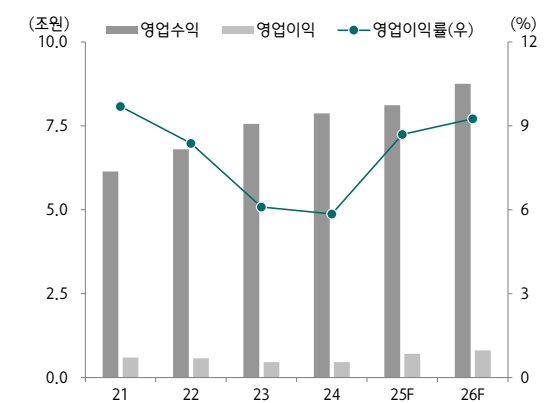
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,557.0	7,871.7	8,110.4	8,752.9
영업이익	460.9	460.2	704.8	809.8
순이익	(1,012.6)	55.3	462.2	483.7
증감률	적전	흑전	741.94	4.79
PER	(23.86)	308.06	55.75	53.20
PBR	2.47	1.67	2.40	2.31
ROE	(10.26)	0.56	4.43	4.42
DPS	61	68	68	68

자료: Quantwise, 하나증권

카카오 영업수익, 영업이익 추이



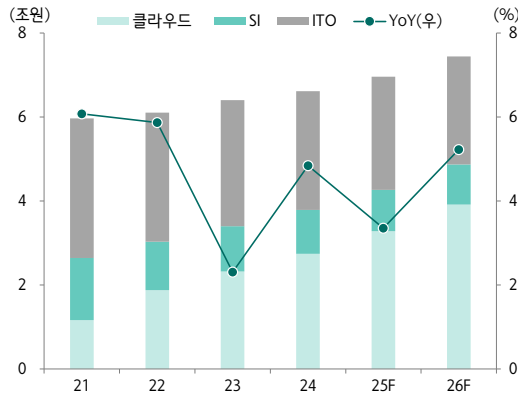
자료: 카카오, 하나증권

8. 기업(인터넷)

삼성에스디에스 (018260) | BUY | TP 220,000원 | CP(11월19일) 164,200원

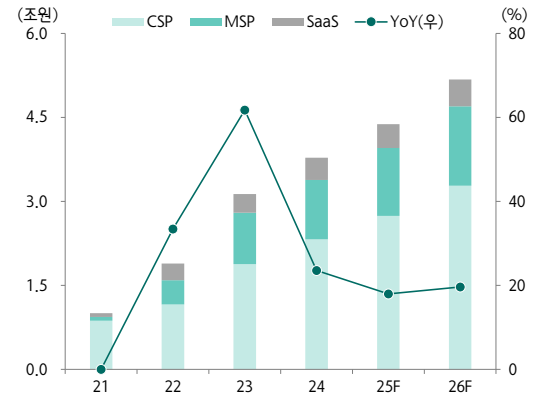
- AI 에이전트 풀스택 역량 바탕 공공, 금융 클라우드 사업 본격화. 국내 AI 클라우드 수요 증가에 최대 수혜 기대
- 오픈AI 파트너십 체결. 데이터센터 리세일 사업 논의 진행. 2026년 매출 발생 예상, 데이터센터 수주 시 추정치 상향 가능
- 구미 데이터센터 포함 증설 예정. 2028년 이후 CSP 중심 매출 성장 및 수익성 개선 전망

삼성에스디에스 IT 서비스 매출 추이



자료: 하나증권

삼성에스디에스 클라우드 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

8. 기업(인터넷)

삼성에스디에스 (018260) | BUY | TP 220,000원 | CP(11월19일) 164,200원

- 2026년 영업수익 14조 4,076억원(YoY 3.4%), 영업이익 1조 528억원(YoY 8.6%, OPM 7.3%) 전망
- 풀스택 AI 역량 보유. B2B, B2C 시장 클라우드 수요 증가에 따른 강한 수혜 기대
- 2025년 대비 그룹사 상황 우호적. 투자 사이클 도래. 캐피탈 안정적 매출로 하방 압력 제한적

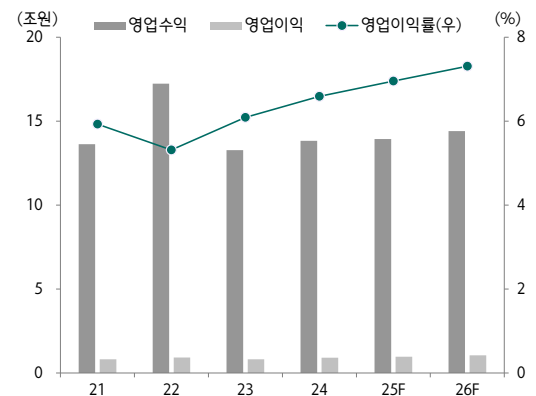
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,276.8	13,828.2	13,938.0	14,407.6
영업이익	808.2	911.1	969.5	1,052.8
순이익	693.4	757.0	769.6	858.8
증감률	(36.95)	9.16	1.67	11.58
PER	18.97	13.06	16.58	14.86
PBR	1.52	1.06	1.31	1.23
ROE	8.22	8.42	8.07	8.54
DPS	2,700	2,900	2,900	2,900

자료: Quantwise, 하나증권

삼성에스디에스 영업수익, 영업이익 추이



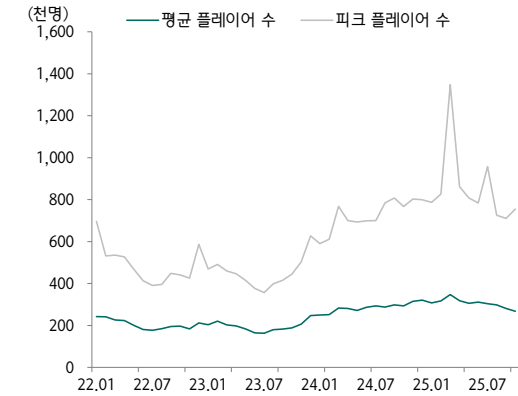
자료: 하나증권

8. 기업(게임)

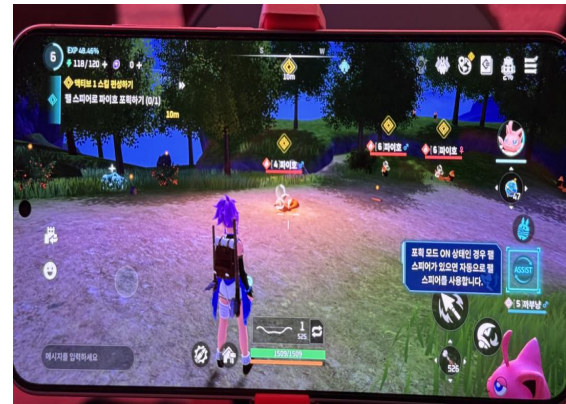
크래프톤 (259960) | BUY | TP 530,000원 | CP(11월19일) 257,500원

- 2026년 상반기 PUBG PC PAYDAY 모드 출시 예정. 배틀로얄 모드 외 웰메이드 모드 추가로 플랫폼화. PUBG 2.0 개발 진행
- 2026년 서브노티카 2, 팰월드 모바일 출시 예상. 모두 글로벌 게이머 타겟하며 높은 성과 기대
- PUBG에 대한 우려는 매년 존재. 결국 트래픽, 매출 반등으로 증명해낼 것

PUBG PC 트래픽



팰월드 모바일 (포켓페어 원작)



8. 기업(게임)

크래프톤 (259960) | BUY | TP 530,000원 | CP(11월19일) 257,500원

- 2026년 영업수익 4조 7,014억원(YoY 35.5%), 영업이익 1조 4,628억원(YoY 12.0%, OPM 31.1%) 전망
- 영업이익률을 감소는 ADK 연결 온기 반영 영향. PUBG 라이브 서비스, 신작 출시로 성장 기대
- 지난 5년간 30건 이상 투자 집행. 2027년 신작 출시 사이클로 예상. 2026년 비중 확대 추천

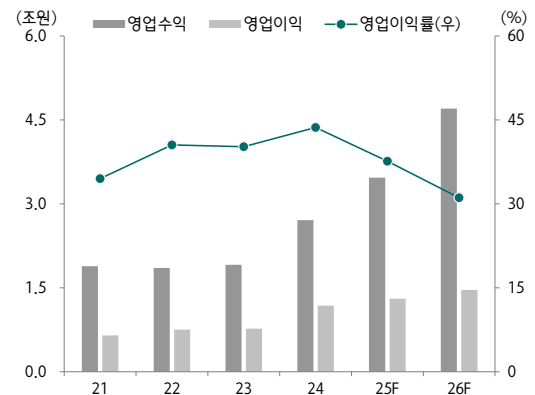
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	,910.6	2,709.8	3,469.6	4,701.4
영업이익	768.0	1,182.5	1,305.5	1,462.8
순이익	595.4	1,306.1	938.5	1,214.2
증감률	19.88	122.26	(27.41)	29.93
PER	15.84	11.51	13.06	10.05
PBR	1.69	2.17	1.60	1.38
ROE	11.16	21.10	13.34	15.46
DPS	0	0	0	0

자료: Quantiwise, 하나증권

크래프톤 영업수익, 영업이익 추이

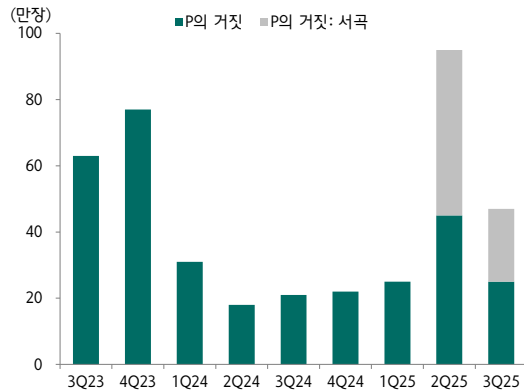


8. 기업(게임)

네오위즈 (095660) | BUY | TP 36,000원 | CP(11월19일) 24,900원

- 2023년 9월 P의 거짓 출시 이후 누적 판매량 오리지널 320만장, DLC 70만장 이상 추정. 2026년 중반 400만장 도달 전망
- 브라운더스트2 역주행 성공. 2025년 연간 매출액 800억원 수준 전망. 플랫폼 확장 예상
- 2025년 9월 셰이프 오브 드림즈 출시, 누적 판매량 70만장 이상 추정. 2026년 킬 더 새도우, 안녕서울: 이태원편으로 인디게임 추가 매출 기대

P의 거짓 분기별 판매량 추정



자료: 네오위즈, 하나증권

글로벌 IP 확장 준비 라인업

게임	장르	플랫폼	출시 지역	자체개발/퍼블리싱
Wolfeye Studio 신작	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱
Zakazane Studio 신작	서부 느와르 RPG	PC/콘솔	글로벌	퍼블리싱
라이프 시뮬레이션 신작	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	자체개발
서바이벌 액션 어드벤처 신작	서바이벌 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	자체개발
P의 거짓 차기작	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발
진승호 디렉터 신작	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	자체개발
이상균 디렉터 신작	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	자체개발

자료: 네오위즈, 하나증권

8. 기업(게임)

네오위즈 (095660) | BUY | TP 36,000원 | CP(11월19일) 24,900원

- 2026년 영업수익 4,164억원(YoY -2.1%), 영업이익 576억원(YoY -16.1%, OPM 13.8%) 전망
- P의 거짓 DLC 부재로 2025년 대비 감익 예상되나 2026년 기준 P/E 13배로 밸류에이션 매력 높음
- 국내 PC/콘솔 패키지 선도. IP를 갖춘 글로벌 게임사로 진화 중. 콘솔 라인업 정보 공개되며 기업 가치 상승 전망
- 2027년 시가총액 1조원 레벨 안착 예상. 현저한 저평가 구간이라 판단

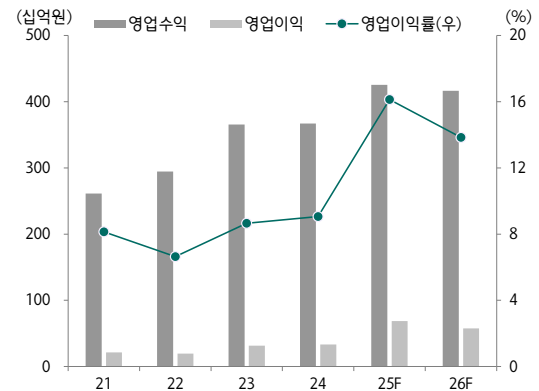
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	365.6	366.8	425.5	416.4
영업이익	31.6	32.9	68.6	57.6
순이익	48.7	2.4	56.2	40.6
증감률	272.51	(95.07)	2,259.63	(27.72)
PER	12.06	173.30	9.55	13.21
PBR	1.09	0.76	0.90	0.84
ROE	10.37	0.49	10.96	7.27
DPS	0	0	0	0

자료: Quantwise, 하나증권

네오위즈 영업수익, 영업이익 추이



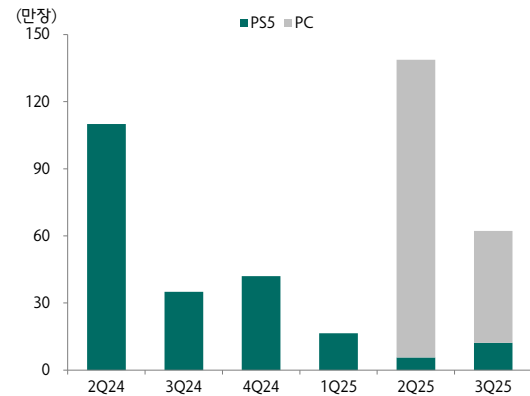
자료: 네오위즈, 하나증권

8. 기업(게임)

시프트업 (462870) | BUY | TP 60,000원(하향) | CP(11월19일) 35,650원

- 2024년 4월 스텔라 블레이드 출시 이후 누적 판매량 400만장 추정, 2026년 중반 500만장 달성 예상. 2026년 플랫폼 확장, 후속작 정보 공개 기대
- 승리의 여신: 니케 글로벌 견조한 트래픽, 매출 유지. 중국은 출시전 기대 대비 저조한 성과. 2026년 매출액 1,466억원(YoY 1.0%) 전망
- 프로젝트 스피릿 인력 채용, 개발 진행. 2027년 이후 출시 예정. PC/모바일/콘솔 크로스 플랫폼 서브컬처 게임 예상

스텔라 블레이드 분기별 판매량 추정



자료: 하나증권

프로젝트 스피릿



자료: 시프트업, 하나증권

8. 기업(게임)

시프트업 (462870) | BUY | TP 60,000원(하향) | CP(11월19일) 35,650원

- 2026년 영업수익 2,270억원(YoY -23.7%), 영업이익 1,432억원(YoY -25.2%, OPM 63.1%) 전망
- 2027년 영업수익 3,321억원(YoY +46.3%), 영업이익 2,231억원(YoY +55.8%, OPM 67.2%) 전망
- 스텔라 블레이드2 출시 시기 조정에 따라 2027년 추정치와 목표주가 하향. 2026년 정보 공개 시 조정 예정
- 승리의 여신: 니케가 이익 체력을 지지해준다면 스텔라 블레이드 2, 프로젝트 스피릿 정보 공개, 출시 시점 가시화에 따라 바텀 피싱 유효

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	168.6	224.1	297.3	227.0
영업이익	111.1	152.7	191.5	143.2
순이익	106.7	148.0	175.0	128.5
증감률	흑전	27.44	9.72	(26.90)
PER	0.00	23.33	11.96	16.36
PBR	0.00	4.84	2.24	1.97
ROE	99.16	31.30	21.15	13.47
DPS	0	0	0	0

자료: Quantwise, 하나증권

시프트업 밸류에이션

항목	가치	비고
1. 2027년 예상 EPS	3,321	
2. Target PER Multiple	18	Peer 그룹 2027년 예상 P/E 평균(90일) 20% 할인
3. 적정주가(1*2)	59,785	
4. 목표주가	60,000	목표 시가총액 3.5조원
5. 현재주가	35,650	현재 시가총액 2.1조원
6. 상승여력	68.3%	

자료: LG에너지솔루션, 하나증권

8. 기업(게임)

엔씨소프트 (036570) | BUY | TP 300,000원 | CP(11월19일) 191,700원

- 2026년 아이온2 매출 한국/대만 3,461억원(일매출 9억원), 글로벌 1,980억원(일매출 15억원, 8월 출시 가정), 총 5,441억원 전망
- PC 자체 결제 도입. 2026년 이익 개선 약 900억원 이상 예상. 마케팅 비 추가 집행, 매출 감소 있을 수 있으나 수익성 개선 효과 분명
- 2027년 상반기 호라이즌 스틸 프론티어즈 출시 예상. 2026년 8월 게임스컴 시연 버전 공개 예정

엔씨소프트 주요 신작 타임라인

게임명	개발사	장르	플랫폼	출시 지역	예정일
아이온2	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	국내/대만	4Q25
아이온2	엔씨소프트	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
리밋 제로 브레이커스	빅게임 스튜디오	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	1Q26
타임 테이커즈	미스탈게임즈	TPS	PC/콘솔	글로벌	2Q26
신더시티	빅파이어게임즈(자회사)	MMO 액티컬 슈터	PC/콘솔	글로벌	3Q26

자료: 엔씨소프트, 하나증권

호라이즌 스틸 프론티어즈 인게임



자료: 엔씨소프트, 하나증권

8. 기업(게임)

엔씨소프트 (036570) | BUY | TP 300,000원 | CP(11월19일) 191,700원

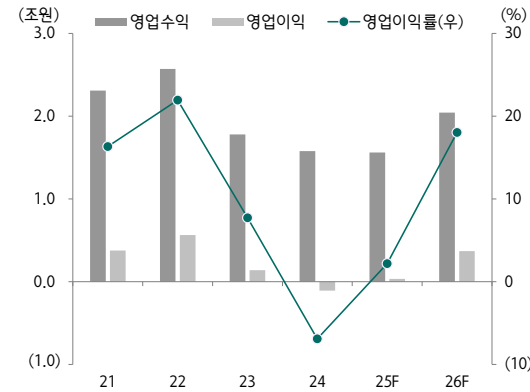
- 2026년 영업수익 2조 435억원(YoY 30.9%), 영업이익 3,686억원(YoY 990.4%, OPM 18.0%) 전망
- 2026년 신작 7종 이상 출시, 하반기 아이온2 글로벌 지역 확장 예정
- PC 자체 결제 도입, 인력 효율화로 신작 흥행 시 영업 레버리지 극대화 가능한 환경 조성 완료

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,779.8	1,578.1	1,561.5	2,043.5
영업이익	137.3	(109.2)	33.8	368.6
순이익	212.1	94.2	378.5	326.2
총감률	(51.31)	(55.59)	307.64	(13.43)
PER	24.89	42.67	12.83	14.83
PBR	1.37	1.04	1.18	1.10
ROE	6.58	2.99	11.63	9.07
DPS	3,130	1,460	1,460	1,460

자료: Quantwise, 하나증권

엔씨소프트 영업수익, 영업이익 추이



자료: 엔씨소프트, 하나증권

8. 기업(게임)

넷마블 (251270) | BUY | TP 73,000원 | CP(11월19일) 52,300원

- 2025년 신작 3종 RF 온라인 넥스트, 뱀피르, 세븐나이트 리버스 성과로 이익 안정성 확보
- 2026년 1월 28일 일곱 개의 대죄: Origin 출시 예정. 일본 지역 중심 매출 발생 기대
- 4월 몬길: STARDIVE 출시 예상. 2026년 공개된 신작 라인업만 8종. 2025년부터 다작 출시 지속하고 있어 긍정적

넷마블 주요 신작 타임라인

게임명	개발사	장르	플랫폼	출시 지역	예정일
나 혼자만 레벨업: ARISE OVERDRIVE	넷마블네오	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	4Q25
몬길: STAR DIVE	넷마블 몬스터	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26
일곱 개의 대죄: Origin	넷마블롯 (외 부IP)	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	1Q26
SOL: enchant	알트나인	MMORPG	PC/모바일	국내	1Q26
나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	로그라이트	PC/모바일	글로벌	2026
프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	로그라이트	모바일	글로벌	2026
스톤에이지키우기	넷마블엔투	방치형 RPG	모바일	글로벌	2026
이블베인	넷마블몬스터	3인칭 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2026
상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스 (외 부IP)	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2026

자료: 넷마블, 하나증권

일곱 개의 대죄: Origin(2026년 1월 28일 출시)



자료: 넷마블, 하나증권

8. 기업(게임)

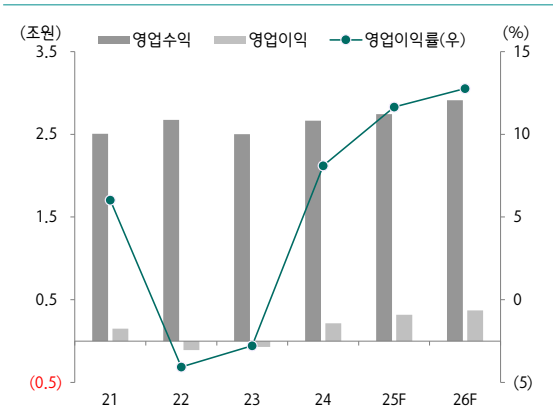
넷마블 (251270) | BUY | TP 73,000원 | CP(11월19일) 52,300원

- 2026년 영업수익 2조 9,121억원(YoY 6.2%), 영업이익 3,716억원(YoY 16.3%, OPM 12.8%) 전망
- 국내 시장 성과로 안정적 이익 레벨 도달. 이제부터는 글로벌 성과가 필요
- 2026년 신작 라인업에서 글로벌 성과 확인, 기존 게임 PLC 관리 이뤄진다면 상승 여력 높음

Financial Data				(단위: 십억원, %, 배, 원)
투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,502.1	2,663.8	2,742.5	2,912.1
영업이익	(68.5)	215.6	319.4	371.6
순이익	(255.7)	25.6	321.0	314.9
증감률	적지	흑전	1,153.36	(1.90)
PER	(19.53)	173.49	14.06	14.33
PBR	0.93	0.76	0.77	0.73
ROE	(4.90)	0.49	5.89	5.59
DPS	0	417	417	417

자료: Quantwise, 하나증권

넷마블 영업수익, 영업이익 추이



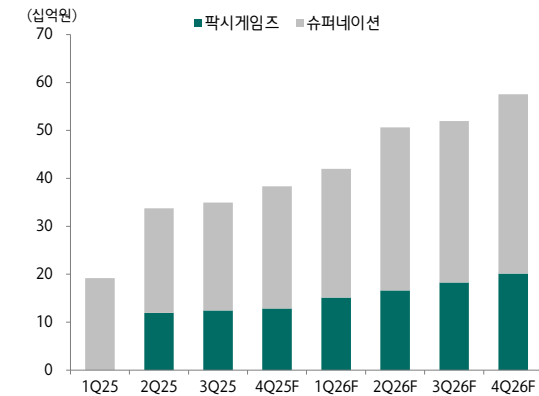
자료: 넷마블, 하나증권

8. 기업(게임)

더블유게임즈 (192080) | BUY | TP 70,000원 | CP(11월19일) 52,600원

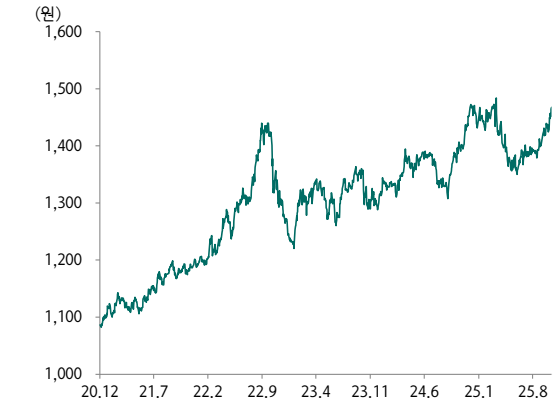
- 2025년 팍시게임즈(캐주얼), 와우게임즈(소셜카지노) 인수. 2026년 온기 반영
- 2026년 소셜카지노의 안정적인 이익 창출 위에 팍시게임즈 +88.2%, 슈퍼네이션(아이게이밍) +48.4% 성장 전망
- 강달러 국면에서 가장 큰 수혜. 매출은 100% 달러/유로, 고정비 대부분은 원화

팍시게임즈, 슈퍼네이션 매출 추정



주: 팍시게임즈 2분기부터 반영
자료: 더블유게임즈, 하나증권

달러-원 환율 추이



자료: Refinitiv, 하나증권

8. 기업(게임)

더블유게임즈 (192080) | BUY | TP 70,000원 | CP(11월19일) 52,600원

- 2026년 영업수익 8,305억원(YoY 15.5%), 영업이익 2,578억원(YoY 10.7%, OPM 31.0%) 전망
- 3분기 DTC 매출 비중 17.6%(YoY 9.4%p). 유럽 중심 제3자 결제 허용 분위기 확대에 따라 장기적으로 30% 이상 목표
- 와우게임즈 인수로 유럽 소셜카지노 시장 침투. 마케팅, 로열티 비용 최적화로 수익성 제고 기대

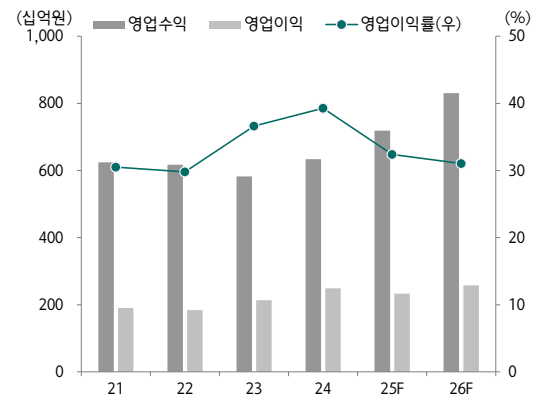
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	582.3	633.5	718.9	830.5
영업이익	213.3	248.7	232.9	257.8
순이익	149.1	187.2	147.4	181.7
증감률	흑전	25.93	(21.28)	23.30
PER	5.82	6.19	7.51	6.09
PBR	0.93	0.97	0.89	0.79
ROE	18.62	18.69	12.70	14.31
DPS	846	1,200	1,045	1,221

자료: Quantwise, 하나증권

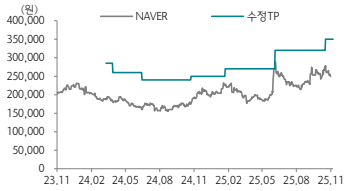
더블유게임즈 영업수익, 영업이익 추이



자료: 더블유게임즈, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

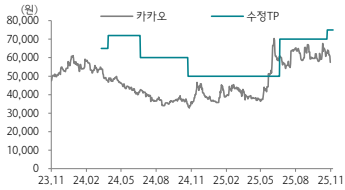
NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.5	BUY	350,000		
25.6.23	BUY	320,000	-24.15%	-9.22%
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%
23.7.4	BUY	285,000	-27.80%	-17.72%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

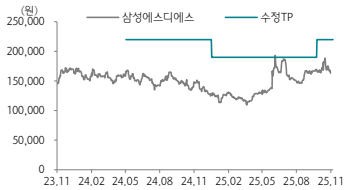
카카오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.10	BUY	75,000		
25.7.9	BUY	70,000	-13.07%	-3.29%
24.11.11	BUY	50,000	-14.90%	40.80%
24.7.9	BUY	60,000	-37.43%	-28.75%
24.4.16	BUY	72,000	-37.65%	-30.83%
	담당자 변경			

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

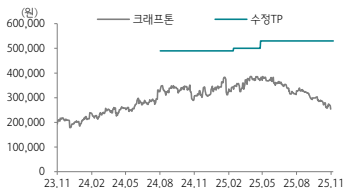
삼성에스디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.13	BUY	220,000		
25.1.5	BUY	190,000	-25.60%	1.84%
24.5.21	BUY	220,000	-32.64%	-23.64%
	담당자 변경			

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

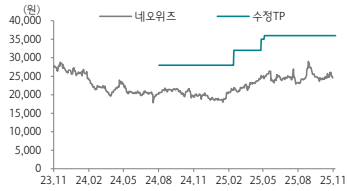
크래프톤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.15	BUY	530,000		
25.3.4	BUY	500,000	-27.75%	-22.80%
24.8.20	BUY	490,000	-32.47%	-21.84%
24.8.18	담당자 변경		-	-

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

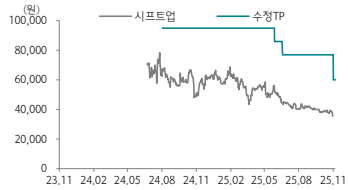
네오위즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.5.23	BUY	36,000		
25.5.15	BUY	35,000	-29.20%	-28.14%
25.3.4	BUY	32,000	-29.95%	-23.59%
24.8.20	BUY	28,000	-27.98%	-22.14%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

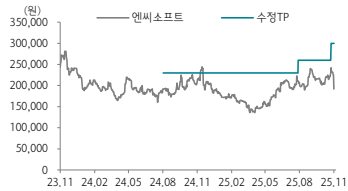
시프트업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.20	BUY	60,000		
25.7.7	BUY	77,000	-46.80%	-41.23%
25.6.16	BUY	86,000	-42.81%	-40.00%
24.8.20	BUY	95,000	-39.09%	-27.58%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

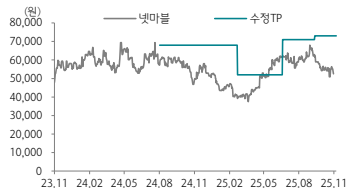
엔씨소프트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.12	BUY	300,000		
25.8.13	BUY	260,000	-18.35%	-7.69%
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%
23.7.10	BUY	350,000	-37.64%	-15.86%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

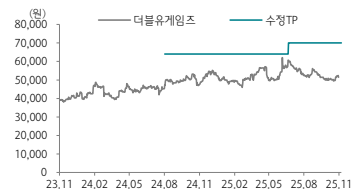
넷마블



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.9.30	BUY	73,000		
25.7.8	BUY	71,000	-13.73%	-4.23%
25.3.12	BUY	52,000	-5.57%	19.42%
24.8.20	BUY	68,000	-22.24%	-9.26%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

더블유게임즈



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.10	BUY	70,000		
24.8.20	BUY	64,000	-19.81%	-2.97%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 11월 20일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조서자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으 로 투자자 자신이 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경 우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사 용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

• 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수): 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립): 목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 동락
Reduce(비중축소): 목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대): 업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립): 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 동락
Underweight(비중축소): 업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 동락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.77%	4.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 17일

A full-page background image showing a sunset over a vast, cracked, and arid landscape. The sun is a bright, glowing orb positioned centrally on the horizon, casting a long, shimmering reflection across the dark, textured ground. The sky is filled with soft, orange-hued clouds. The foreground shows a network of deep, irregular cracks in the dry earth, creating a complex geometric pattern.

☞ 하나증권