



AI·인터넷·게임 Overweight

반등의 트리거



AI/인터넷/게임 Overweight

반등의 트리거

Summary

- ✓ 디레이팅 지속 구간. 본업 우려 불식, 신사업이 트리거
- ✓ 인터넷은 디지털자산, 게임은 AI
- ✓ Top Pick: 인터넷 NAVER / 게임 크래프톤, NC

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월19일)
NAVER (035420)	BUY	350,000원	198,100원
카카오 (035720)	BUY	75,000원	41,600원
크래프톤 (259960)	BUY	460,000원	276,000원
NC (036570)	BUY	420,000원	265,000원

목차

1. 인터넷/게임: 반등의 트리거를 찾아서	8
1) 디레이팅 구간, 실적과 주가는 반대 방향	8
2) 구조적 성장 가능성에 대한 우려	11
3) 반등 트리거: 우려 불식 그리고 신사업 성과	16
2. 인터넷: 본업과 AI, 그리고 디지털자산	18
1) 광고/커머스: 실적 견조, 단기간 멀티플 프리미엄은 무리	18
2) AI 에이전트 점검	20
3) 디지털자산, 플랫폼의 강점은 분명하다	34
3. 게임: PLC와 IP, 그리고 AI	49
1) 시장 둔화, 국내는 턴어라운드 시기	49
2) PLC 관리 역량은 기초 체력	50
3) IP의 힘은 여전하다	56
4) 국내 게임사 점검	59
기업분석	65
NAVER (035420)	65
카카오 (035720)	69
크래프톤 (259960)	72
NC (036570)	75

2026년 5월 20일 | 산업분석_Industry In-depth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 5월 19일

NAVER (035420)

BUY | TP 350,000원 | CP 198,100원

카카오 (035720)

BUY | TP 75,000원 | CP 41,600원

크래프톤 (259960)

BUY | TP 460,000원 | CP 276,000원

NC (036570)

BUY | TP 420,000원 | CP 265,000원

AI/인터넷/게임

반등의 트리거

디레이팅 지속 구간

인터넷/게임 섹터의 실적과 주가 간 괴리는 확대되는 중이다. 네이버/카카오 모두 분기 최고 실적을 갱신하고 있으며 주요 게임사들 역시 성장 국면에 들어섰으나 시장에서는 더 이상 과거와 같은 멀티플로 평가해주지 않는다. 양방향미디어와서비스/게임엔터테인먼트의 12MF P/E는 각각 17/11배로 역사적 하단에 머물러 있는 모습이다. 팬데믹 이후 2022년~2024년 전반적으로 비용 효율화를 진행, 2025년부터 본격적인 이익 성장 구간에 진입했으나 주가에는 반영되지 않은 결과다. 인터넷/게임 섹터 디레이팅의 근본적인 이유는 산업의 구조적 성장 가능성에 대한 강한 우려다. 단순히 분기 실적에서 매출액과 영업이익이 기존 기대 대비 높게 나온다고 해도 미래 추정치에 대한 불신이 팽배한 상황에서 시장의 관심을 회복하기 쉽지 않다

본업 우려 불식, 신사업이 트리거

하반기 반등 트리거는 명확하다. 섹터를 지배하고 있는 우려를 불식시키고 신사업에서 성과를 보이는 것이다. 인터넷은 결국 AI에서 증명해야 한다. 네이버와 카카오는 모든 서비스에 AI를 도입하고 있다. 글로벌 플랫폼에 대항하여 AI 서비스를 통해 사용자들의 경험을 의미 있게 개선하고 트래픽을 확보할 필요가 있다. 게임은 PLC(Product Life Cycle)와 IP(Intellectual Property) 관리가 핵심이다. 신작의 성공 가능성이 점점 더 줄어드는 환경에서 구조적인 성장을 그릴 수 있으려면 단발성 매출에 그치지 않는, 지속성 있는 캐시 카우가 필요하다. 또한 신작 출시 시 흥행의 성공률을 높일 수 있는 IP를 축적해야 향후 기업의 성장에 투자자의 동의를 얻을 수 있다 본업 우려의 불식은 디레이팅 방어를, 신사업 성과는 다시금 섹터에 프리미엄을 부여할 것이다. 현재 주가 수준에서는 강한 반등을 기대한다.

인터넷은 디지털자산, 게임은 AI

인터넷의 신사업은 디지털자산이다. 네이버는 네이버파이낸셜-두나무 합병으로, 카카오는 카카오페이-카카오뱅크를 포함한 그룹사 협업으로 대응할 예정이다. 전국민을 사용자로 보유하고 있는 메인 플랫폼이라는 지위를 유지하여 사용자 최접점을 지켜낸다면 디지털자산의 유통에서 압도적인 경쟁력은 유효하다. 국내 디지털자산 시장이 결국 글로벌 표준에 부합하는 형태로 산업이 성장할 가능성이 높다고 평가하며 디지털자산 시장을 네이버와 카카오가 이끌 수 있다고 전망한다. 게임의 신사업은 AI다. 게임 개발 과정에서 효율성 제고를 우선적으로 추구하며 게임에 국한되지 않고 데이터를 활용한 신규 AI 서비스를 출시하기 위한 움직임도 병행하고 있다. 크래프톤과 NC가 개별 AI 서비스에 가장 적극적이다. 다만 신규 AI 서비스의 경우 글로벌에서도 아직까지 명확한 수익 모델이 제시되지 않기 때문에 밸류에이션을 받기 위해서는 인터넷과 마찬가지로 본업 성과가 전제되어야 한다고 판단한다.



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

Top Pick: 인터넷 NAVER / 게임 크래프톤, NC

인터넷 Top Pick: NAVER 유지

NAVER를 인터넷 산업 Top Pick으로 유지한다. 광고/커머스의 안정적인 성장에 기반하여 실적은 편안하다. 하반기 AI에서의 증명이 시작된다. 지난 2월 쇼핑 AI 에이전트, 4월 27일 AI 탭을 출시했다. AI 탭은 현재 플러스 멤버십 대상으로 제공 중이며 6월 전체 사용자로 확대하고 연결 서비스를 확장할 예정이다. AI 브리핑과 연계하여 사용자 경험 개선 예상된다. AI 브리핑은 3월 기준 롱테일 쿼리 2.5배 성장했으며 후속 질문에 대한 CTR은 일반 검색어 추천 대비 2.5배 이상 높은 것으로 확인됐다. AI 브리핑 광고는 2분기 테스트 후 3분기부터 본격적으로 개시하여 수익화를 진행할 예정이며 4분기에는 AI 탭 광고도 출시할 계획이다. AI의 서비스화로 인한 광고/커머스 실적 개선을 기대한다.

디지털자산 신사업은 4분기에 본격화 될 것으로 예상된다. 네이버는 두나무 인수로 핀테크의 마지막 퍼즐인 블록체인을 내재화하여 실물 경제와 디지털 경제를 잇는 플랫폼으로 진화한다. 2025년 온라인 광고 매출액 5.4조원으로 국내 1위, 온라인 커머스 거래액 약 53조원으로 2위이며, 네이버페이 결제액 86조원으로 간편결제 점유율 1위다. 네이버가 보유한 광고, 스마트스토어, 커머스, 결제 생태계는 국내에서 대체 불가능하다. 작년 8월 베타 출시한 Npay월렛은 사용자가 개인 키를 직접 관리하여 NFT, 웹3기반 금융 서비스 지원한다. 커넥트 단말기로 오프라인 결제도 가능하다. 두나무의 기와 체인, 월렛과 연계 시 실물, 디지털에서 모두 통용되는 지급을 구현할 수 있다. 핵심은 코인베이스와 같이 심리스한 경험 구축, 슈퍼앱으로 나아갈 수 있는 점이다. 사용자는 기존의 방식과 같이 원화 결제로 일상적인 금융 활동을 온체인에서 수행할 수 있게 된다. 이는 이후 국내 DeFi 시장에서의 핵심 경쟁력이 될 전망이다.

게임 Top Pick: 크래프톤, NC

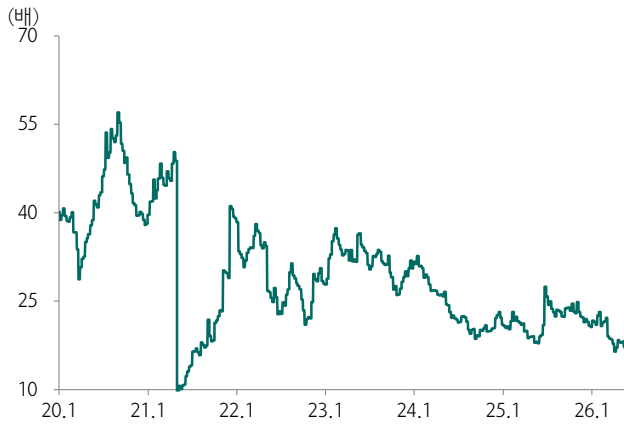
크래프톤, NC를 게임 산업 Top Pick으로 유지한다. 크래프톤/NC는 1분기를 시작으로 2026년을 넘어 2027년까지 추정치가 상향될 여지가 높다. 크래프톤의 PUBG IP, NC의 [아이온2], [리니지 클래식]이 기대 이상의 성과를 계속 보여줄 것으로 보인다. 또한 양 사가 다가오는 게임스컴에서 유의미한 신작 정보를 공개할 가능성도 높다고 판단한다. 양 사는 가장 적극적으로 AI 신사업을 추진하는 기업이기도 하다. 본업의 성과가 확인되면서 AI 서비스의 가치도 점차 부각될 것이다.

크래프톤은 PUBG IP가 PC/모바일 트랙픽 모두 구조적 성장기로 다시 진입했다고 판단, 웰메이드 모드들, UGC 모드의 성과로 2024년 이상의 그림을 그릴 것으로 전망한다. 12MF P/E 기준 10배 수준에서 거래되고 있다. [서브노티카2]는 5월 15일 얼리액세스 출시, 12시간만에 200만장을 판매했다. 올해 700만장 판매를 추정한다. 하반기 후속 파이프라인들에 대한 정보도 공개될 가능성이 높다. 불확실한 매크로 환경에서도 지정학적 이슈로부터 자유로우며 오히려 트랙픽 차원에서는 수혜를 볼 가능성도 있다.

NC는 단순 모멘텀 구간이 아닌 구조적 성장 구간에 진입했다고 판단한다. [아이온2]와 [리니지 클래식]이 기대 이상의 성과를 보여주면서 올해 확실한 턴어라운드 가시화되었다. 하반기 신작 [아이온2 글로벌]에 대한 시장 기대가 아직 높지 않으며, 추정치 추가 상향 여지가 남아있다. 2026년 말 구글 스토어 수수료 인하까지 진행된다면 레거시 IP의 수익성도 추가 개선된다. 2027년 말을 목표로 스피ن 오프를 포함한 10여종의 라인업을 준비하고 있으며, 기대작인 [호라이즌 스틸 프론티어즈]를 제외한 라인업의 추정치를 반영하지 않더라도 증익이 가능하다.

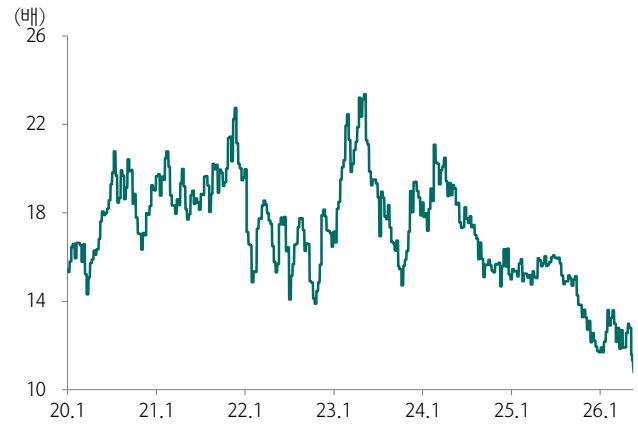
Summary Chart

도표. 양방향미디어와서비스 12MF P/E 추이



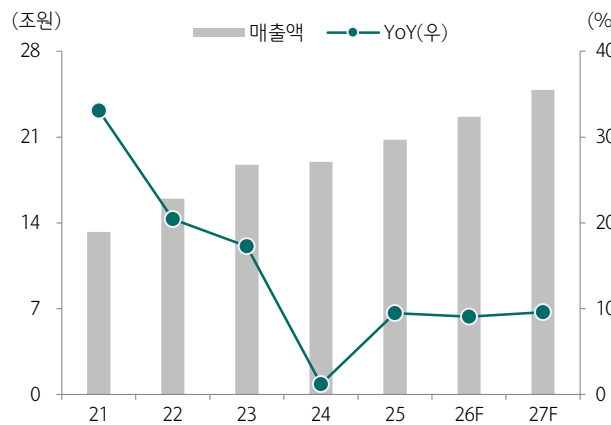
주: 네이버-LY 일회성 손익 반영으로 일시 왜곡
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 게임엔터테인먼트 12MF P/E 추이



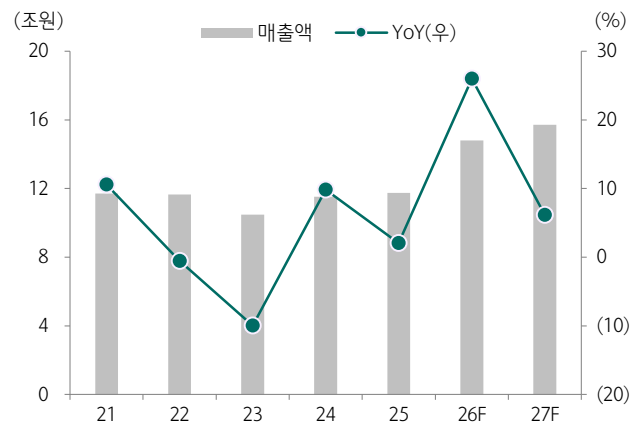
주: 2025년 5월 1일~2026년 5월 19일
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 양방향미디어와서비스 매출액 추이



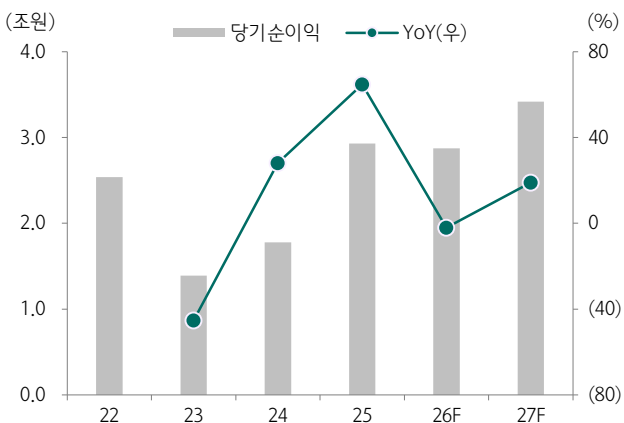
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 게임엔터테인먼트 매출액 추이



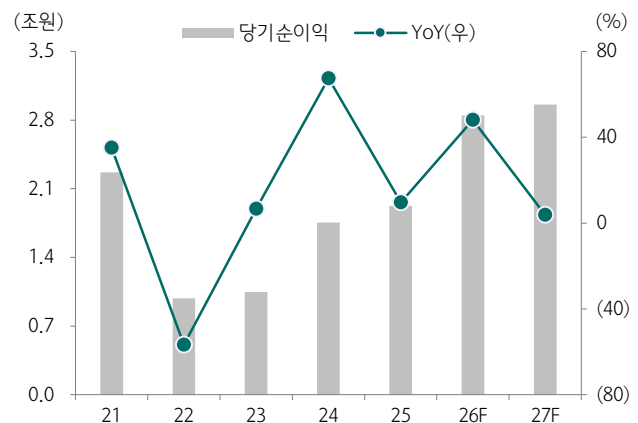
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 양방향미디어와서비스 당기순이익 추이



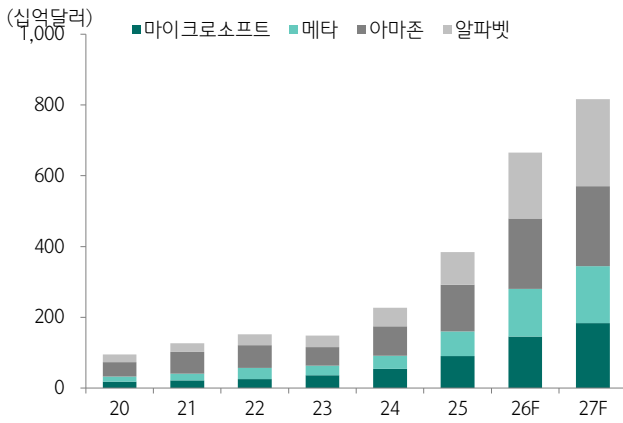
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 게임엔터테인먼트 당기순이익 추이



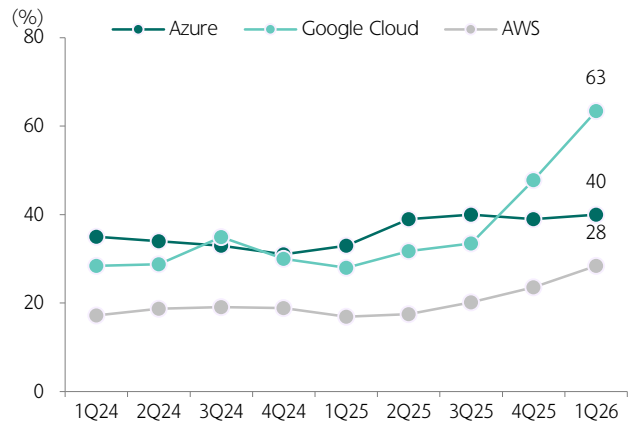
자료: Quantwise, 하나증권

도표. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳 CapEx 추이



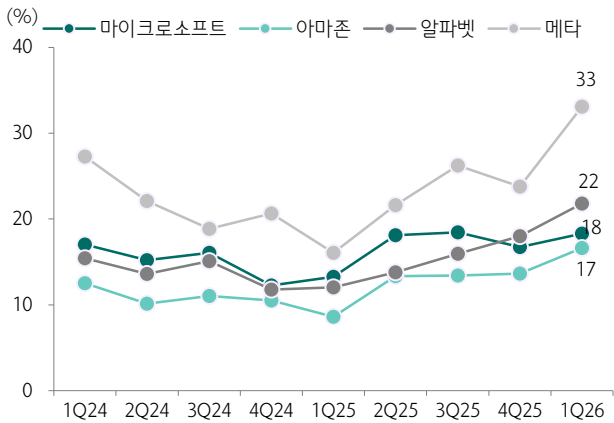
자료: 각 사, 하나증권

도표. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳 클라우드 성장률



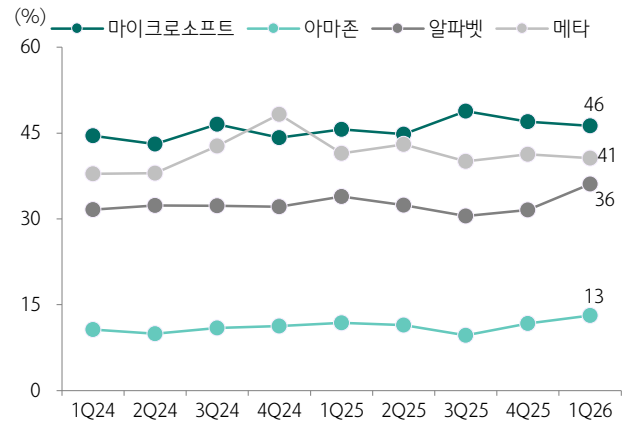
자료: 각 사, 하나증권

도표. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타 매출액 성장률 추이



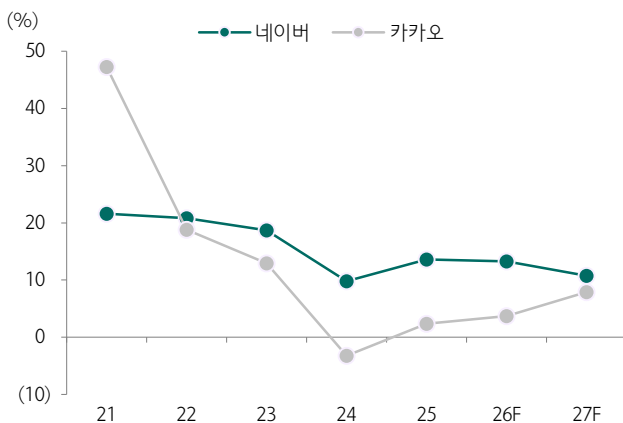
자료: 각 사, 하나증권

도표. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타 영업이익률 추이



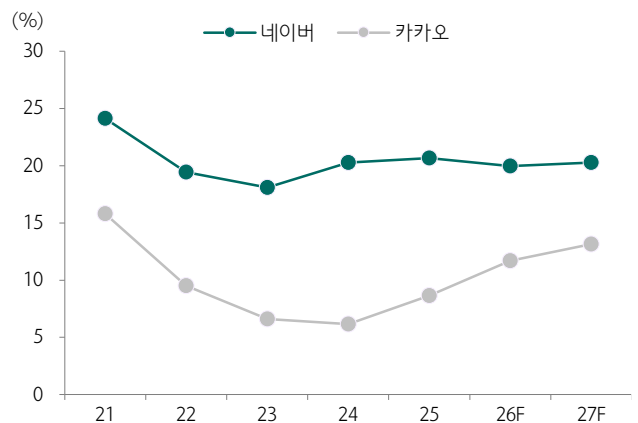
자료: 각 사, 하나증권

도표. 네이버, 카카오 매출액 성장률 추이



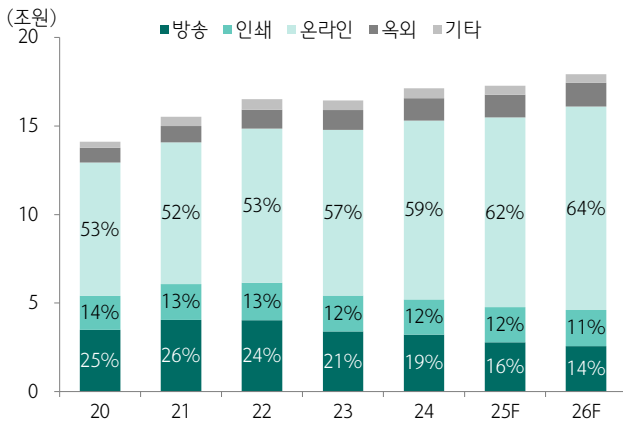
자료: 각 사, 하나증권

도표. 네이버, 카카오 영업이익률 추이



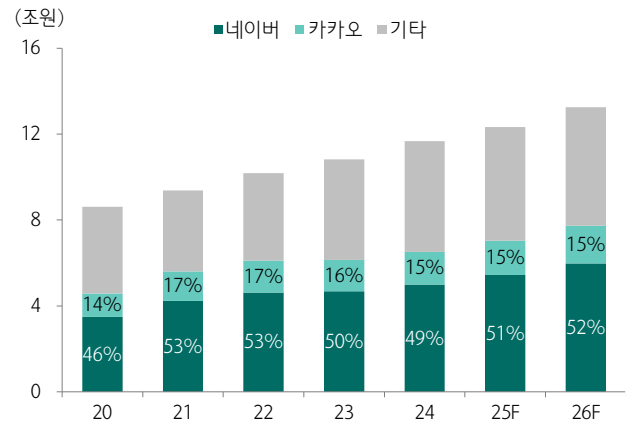
자료: 각 사, 하나증권

도표. 국내 주요 매체별 광고비 비중 변화 추이



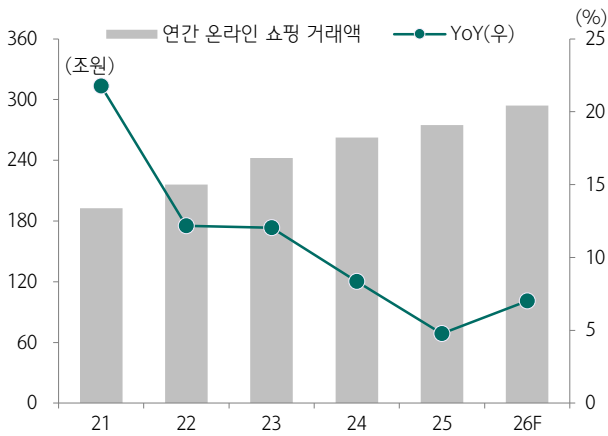
주: 2025년 광고비는 예상치
자료: Kobaco, 하나증권

도표. 국내 온라인 광고 내 네이버, 카카오 비중



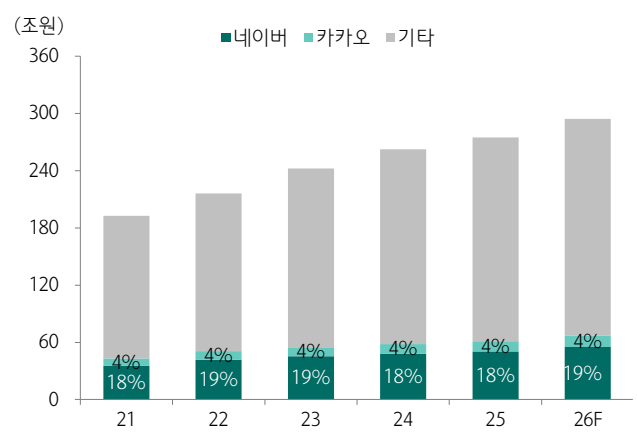
주: 2025년 광고비는 예상치
자료: Kobaco, 각 사, 하나증권

도표. 국내 연간 온라인 쇼핑 거래액(GMV) 추이



자료: Kosis, 하나증권

도표. 국내 온라인 쇼핑 내 네이버, 카카오 비중



자료: 각 사, 하나증권

도표. 국내 주요 게임사 2026년 라인업

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	팰월드 모바일	팍지 스튜디오(산하)	크래프톤	오픈월드 서바이벌 크래프팅	모바일	글로벌	2027-
	서브노티카 2	언노운 윌즈(자회사)	크래프톤	어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2Q26(출시)
시프트업	스텔라블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	Project Spirit	시프트업	텐센트(예약)	서브컬처	PC/콘솔/모바일	글로벌	2027-
NC	리니지 클래식	NC	NC	MMORPG	PC	글로벌	1Q26(출시)
	아이온2	NC	NC	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	리밋 제로 브레이커스	빅게임 스튜디오	NC	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	3Q26
	타임 테이커즈	미스틸게임즈	NC	TPS	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	신더시티	빅파이어게임즈(자회사)	NC	MMO 택티컬 슈터	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	호라이즌 스틸 프론티어즈	NC	NC	MMORPG	PC/모바일	글로벌	1Q27
넷마블	스톤에이지키우기	넷마블엔투	넷마블	방치형 RPG	모바일	글로벌	1Q26(출시)
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블에프엔씨(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	1Q26(출시)
	몬갈: STAR DIVE	넷마블몬스터	넷마블	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26(출시)
	SOL: enchant	알트나인	넷마블	MMORPG	PC/모바일	국내	2Q26
	나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	넷마블	로그라이트	PC/모바일	글로벌	2H26
	프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	넷마블	로그라이트	모바일	글로벌	2H26
	이블베인	넷마블몬스터	넷마블	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	글로벌	2H26
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스(외부P)	넷마블	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	프로젝트 이지스	카밤(자회사)	카밤(자회사)	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H26
네오위즈	고양이와 스프: 마법의 레시피	네오위즈	네오위즈	시뮬레이션	모바일	글로벌	2Q26(출시)
	킹덤2	파우게임즈(자회사)	네오위즈	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	안녕서울: 이태원편	지노 게임즈	네오위즈	포스트아포칼립스	PC/콘솔	글로벌	2H26
	올프아이 스튜디오 신작	올프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	프로젝트 CF	네오위즈	네오위즈	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	2027-
	프로젝트 Rubicon	네오위즈	네오위즈	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	2028-
	프로젝트 Windi	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	2028-
	P의 거짓 후속작	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	2028-
펼어비스	붉은사막	펼어비스	펼어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	1Q26(출시)
카카오게임즈	숨미니즈	메타보라(자회사)	카카오게임즈	SM 아이돌IP활용 캐주얼	모바일	글로벌	1Q26(출시)
	더 큐브, 세이브 어스	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	익스트랙션 액션	PC	글로벌	1Q26(출시)
	던전 어라이즈	타이니편 게임즈	카카오게임즈	전략 어드벤처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26
	오딘 Q	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내, 대만	3Q26
	Project QQ	슈퍼켓	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내	3Q26
	갓 세이브 버밍엄	오션드라이브(자회사)	카카오게임즈	오픈월드 좀비 생존	PC/콘솔	글로벌	4Q26
	아키에이지 크로니클	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	4Q26
	Project C	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	서브컬처육성 시뮬레이션	PC/모바일	국내, 일본	4Q26
	크로노 오디세이	크로노스튜디오	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/콘솔	글로벌	1Q27
	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	루트 슈터	PC/콘솔	글로벌	2027-	
위메이드맥스	미드나잇워커스	원웨이티켓 스튜디오(자회사)	위메이드맥스	익스트랙션 FPS	PC	글로벌	1Q26(출시)
	미르 4	위메이드넥스트(자회사)	37게임즈	MMORPG	PC/모바일	중국	2H26
	미르 5	위메이드넥스트(자회사)	위메이드	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	나이트크로우2	위메이드맥스	위메이드	MMORPG	PC/모바일	국내	2026-
	TAL: 더 아케인 랜드	위메이드맥스	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
데브시스터즈	쿠키런: 오븐스매시	프레스에이(자회사)	데브시스터즈	대전 슈팅	모바일	글로벌	1Q26(출시)
컴투스	도원암귀 Crimson Inferno	컴투스	컴투스	턴제 RPG	PC/모바일	글로벌	2026
	프로젝트 ES	에이버튼	컴투스	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2026

자료: 하나증권

1. 인터넷/게임: 반등의 트리거를 찾아서

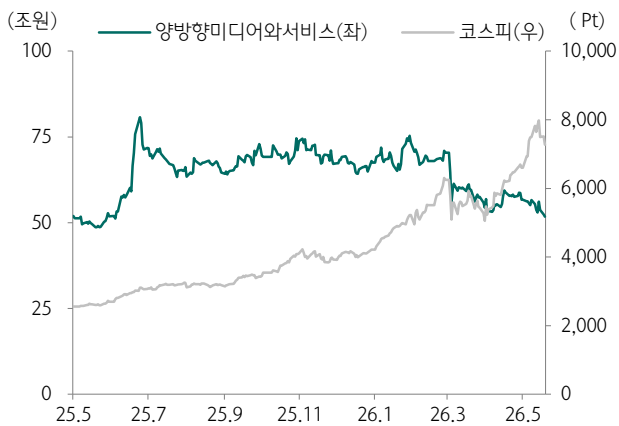
1) 디레이팅 구간, 실적과 주가는 반대 방향

(1) 부진의 늪

인터넷/게임 수익률 부진 지속

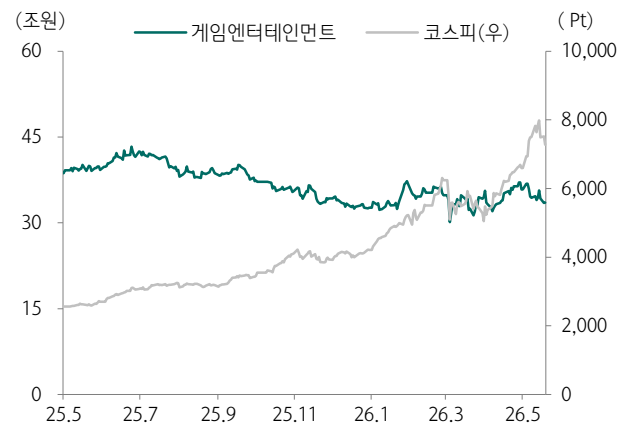
인터넷/게임 섹터는 지난 1년간 부진한 수익률을 기록하고 있다. 2025년 5월 1일부터 수익률은 양방향미디어와서비스 -0.2%, 게임엔터테인먼트 -13.3%, 코스피 +184.4%, 코스닥 +51.2%다. 개별적으로 편차는 있지만 섹터별 주요 종목인 NAVER -1.2%, 카카오 +8.8%, 크래프톤 -25.7%, 넷마블 -3.8%로 대체로 부진하다. NC는 +81.1%로 비교적 높은 수익률을 기록했으나 코스피에는 한참 미치지 못하는 모습이다.

도표 1. 양방향미디어와서비스 vs 코스피



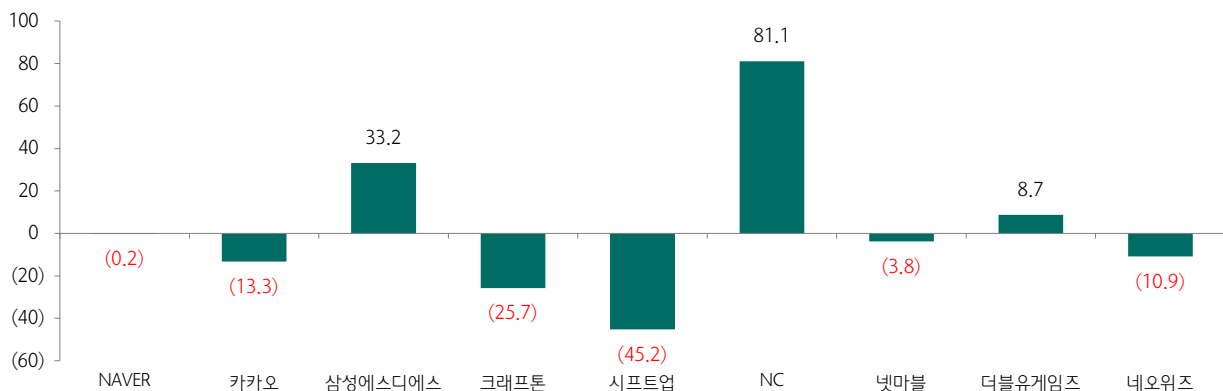
주: 2025년 5월 1일~2026년 5월 19일
자료: Quantwise, 하나증권

도표 2. 게임엔터테인먼트 vs 코스피



주: 2025년 5월 1일~2026년 5월 19일
자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 인터넷/게임 커버리지 종목 수익률(2025년 5월~현재)



주: 2025년 5월 1일~2026년 5월 19일
자료: Quantwise, 하나증권

(2) 실적과 주가의 괴리 확대

과거와 같은 멀티플
받지 못하는 상황

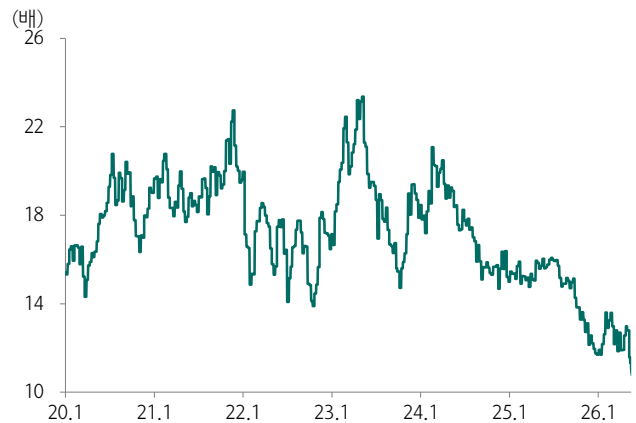
인터넷/게임 섹터의 실적과 주가 간 괴리는 확대되는 중이다. 네이버/카카오 모두 분기 최고 실적을 갱신하고 있으며 주요 게임사들 역시 성장 국면에 들어섰으나 시장에서는 더 이상 과거와 같은 멀티플로 평가해주지 않는다. 양방향미디어와서비스/게임엔터테인먼트의 12MF P/E는 각각 17/11배로 역사적 하단에 머물러 있는 모습이다. 팬데믹 이후 2022년~2024년 전반적으로 비용 효율화를 진행, 2025년부터 본격적인 이익 성장 구간에 진입했으나 주가에는 반영되지 않은 결과다.

도표 4. 양방향미디어와서비스 12MF P/E 추이



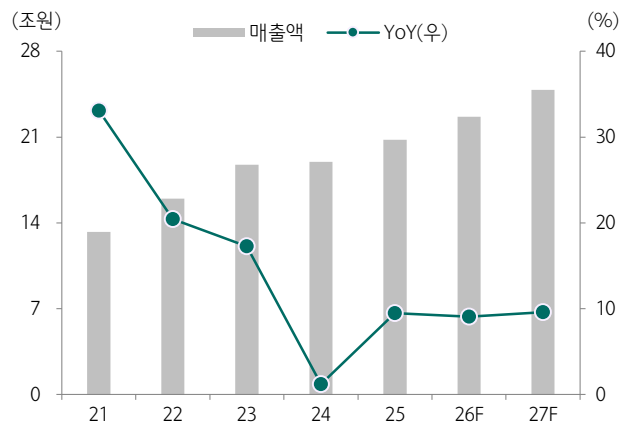
주: 네이버-LY 일회성 손이익 반영으로 일시 왜곡
자료: Quantwise, 하나증권

도표 5. 게임엔터테인먼트 12MF P/E 추이



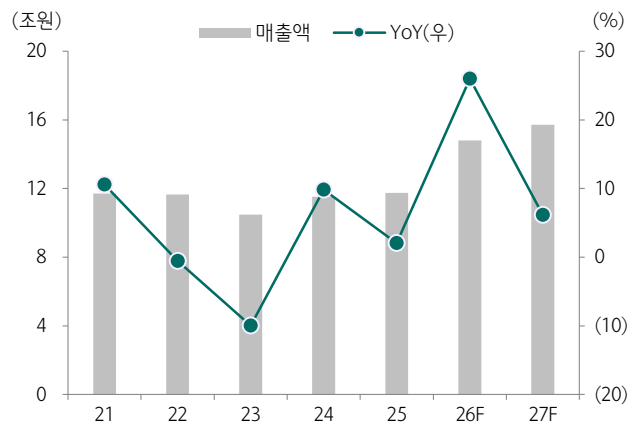
주: 2025년 5월 1일~2026년 5월 19일
자료: Quantwise, 하나증권

도표 6. 양방향미디어와서비스 매출액 추이



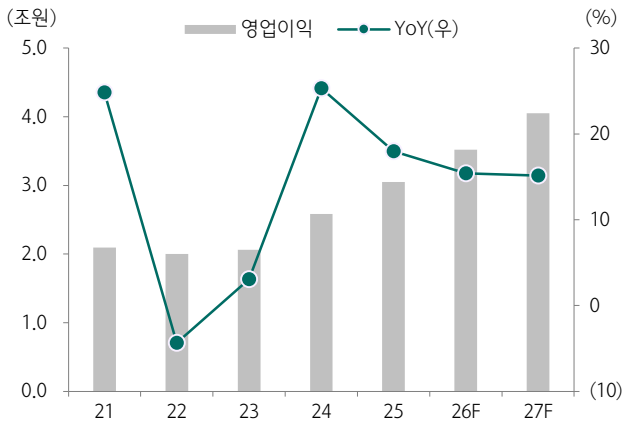
자료: Quantwise, 하나증권

도표 7. 게임엔터테인먼트 매출액 추이



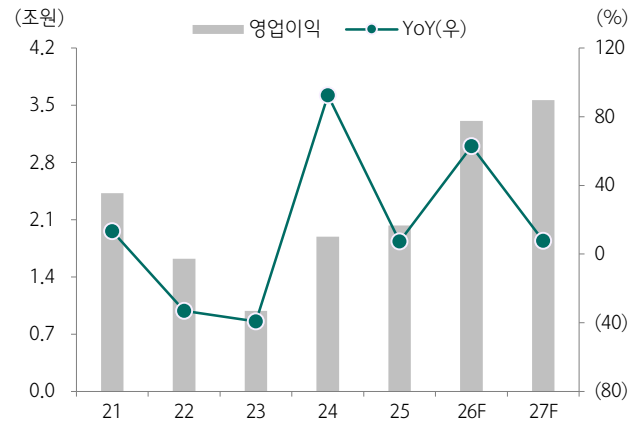
자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 양방향미디어와서비스 영업이익 추이



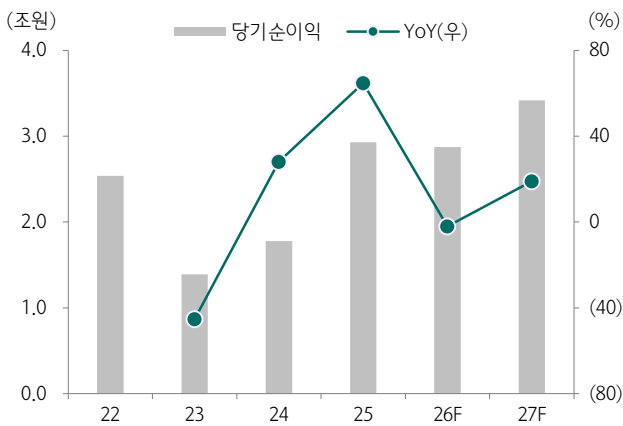
자료: Quantwise, 하나증권

도표 9. 게임엔터테인먼트 영업이익 추이



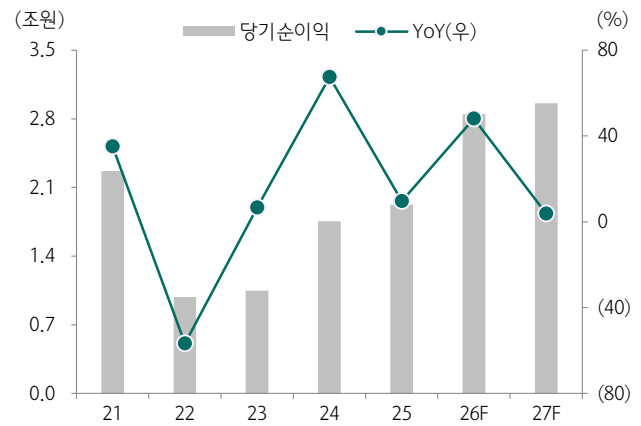
자료: Quantwise, 하나증권

도표 10. 양방향미디어와서비스 당기순이익 추이



자료: Quantwise, 하나증권

도표 11. 게임엔터테인먼트 당기순이익 추이



자료: Quantwise, 하나증권

2) 구조적 성장 가능성에 대한 우려

인터넷/게임 섹터의 우려

인터넷/게임 섹터 디레이팅의 근본적인 이유는 산업의 구조적 성장 가능성에 대한 강한 우려다.

인터넷은 2022년 11월 ChatGPT 출시 이후 국내 AI 경쟁력에 의문은 지속적으로 제기되며 글로벌 빅테크의 자본력과 기술력에 잠식될 것이라는 논리가 크게 작동하고 있다.

게임은 샷폼 등 타 콘텐츠 대비 경쟁 열위에 있어 매력이 떨어진다는 부정론이 확산 중이다. 중국 게임사들의 부상도 경쟁 심화로 인식된다.

단순히 분기 실적에서 매출액과 영업이익이 기존 기대 대비 높게 나온다고 해도 미래 추정치에 대한 불신이 팽배한 상황에서 시장의 관심을 회복하기 쉽지 않다.

(1) 인터넷: AI 경쟁력 부재에 대한 우려

네이버/카카오의 디레이팅

네이버/카카오는 과거 국내 온라인 광고/커머스 시장의 높은 침투로 글로벌 대비 프리미엄을 받아왔다. 2023년 이후 시장은 성숙 단계에 진입했고 매출 성장률은 안정화되었다. 글로벌 AI 서비스의 침투가 진행 중인 상황에서 국내 사용자들을 계속 락인 시킬 수 있을 것인가에 대한 우려는 확대되고 있다. 더 이상 본업만으로는 과거와 같은 프리미엄을 기대하기 힘든 환경이다. 심지어 2026년 상반기 AI가 촉발한 SaaSocalypse로 글로벌 소프트웨어사들의 전반의 디레이팅이 이뤄지고 있으며 네이버와 카카오도 자유롭지는 않다.

글로벌과의 격차 확인

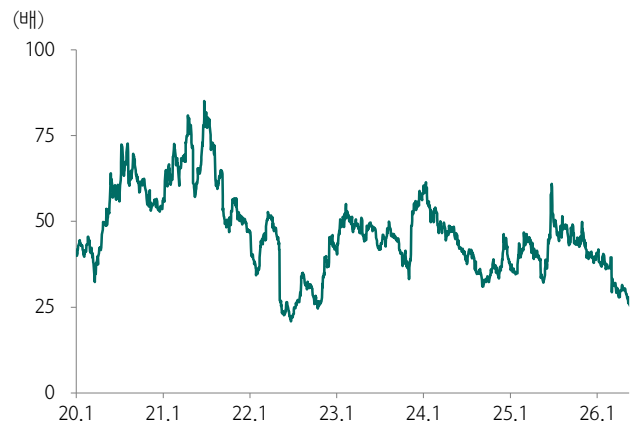
ChatGPT 출시가 3년 6개월이 지난 지금, 생성형 AI는 시장을 지배하는 키워드가 되었다. 글로벌 빅테크는 압도적인 CapEx를 집행하고 있으며 오픈AI, 앤트로픽, 알파벳은 LLM, AI 에이전트 서비스를 경쟁적으로 고도화하고 출시하여 시장을 주도하는 중이다. 네이버와 카카오는 자체적으로 AI 모델을 개발하고 서비스에 도입하고 있으나 글로벌과는 격차가 존재하는 것이 사실이다. 양 사 모두 이를 인지하고 있기에 부분적으로 외부 모델을 채용하는 전략을 채택했다. 기술력보다는 서비스를 통해 경쟁력을 증명하기 위함이다. 글로벌에서 AI 서비스만으로 성과를 내고 높은 평가를 받은 기업이 아직까지 탄생하지 않았기에 시장은 이를 반영해주지 않고 있다.

도표 12. 네이버 과거 12MF PER 추이. 네이버 15배



주: LY 일회성 손익 반영으로 일시 왜곡
자료: Quantwise, 하나증권

도표 13. 카카오 과거 12MF PER 추이. 카카오 26배



자료: Quantwise, 하나증권

AI 경쟁력 =
매출 발생, 수익성 동시 개선

AI를 주도하고 있는 글로벌 빅테크들조차 모두가 웃고 있지 못하다. 시장은 끊임 없이 CapEx 투자 확대에 대한 의구심을 갖고 있으며 이를 실적으로 증명하는 기업을 원한다. 2026년 소프트웨어 기업에게 있어 AI 경쟁력은 단순히 AI 매출을 발생시키는 것에 그치지 않는다. 매출 성장 과정에 수익성까지 동시에 개선해야 진정한 경쟁력으로 평가받는다.

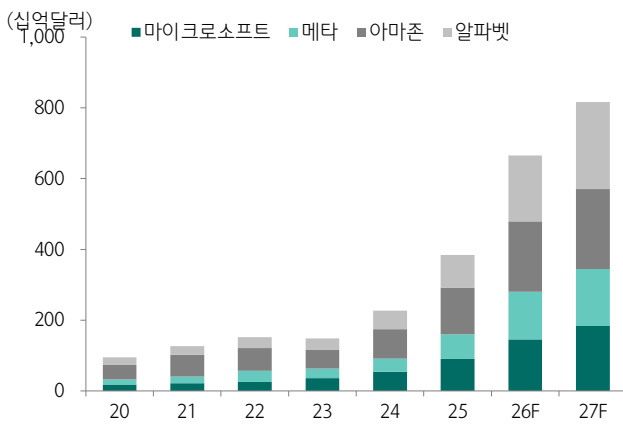
알파벳/아마존의 선전

알파벳/아마존은 올해 각각 +26.8%/ +14.7% 수익률을 시현했다. 알파벳의 구글 클라우드드는 1분기 +63%라는 놀라운 성적표로 증명했으며 아마존은 +28%로 15개 분기 만에 최고 성장률을 기록했다. 이들은 CapEx 확대 기조에도 불구하고 영업이익률이 개선되는 흐름을 보인다.

마이크로소프트는 올해 -12.4%를 기록하며 부진에 빠졌다. Azure는 +40%라는 높은 매출 성장률을 보이고 있으나 알파벳, 아마존 대비 가속화되지는 않는 모습이다. 클라우드 외 SaaS에 대해서는 AI로 인한 해자 감소 우려가 존재한다. 투자 확대로 인해 영업이익률도 소폭 감소하는 추세다.

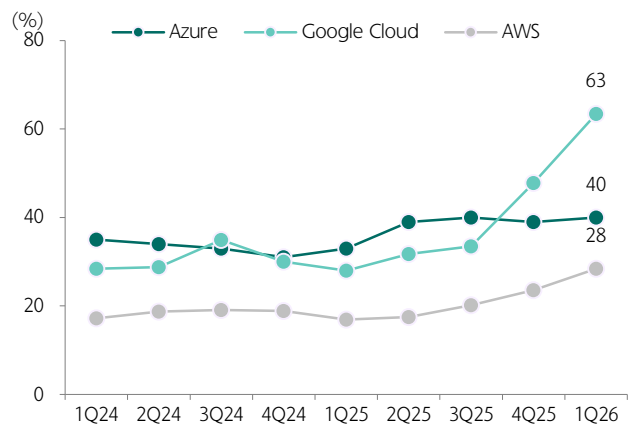
메타 역시 -7.4%로 1분기 매출액 증가율 +33%로 글로벌 1위 광고 사업자로 나아가고 있음에도 수익률은 좋지 않다. AI를 통해 광고 효율을 지속 개선한 결과지만 클라우드 사업자가 아니기에 투자가 AI 매출로 이어지고 있다는 직관적인 확인이 어렵다. 투자 확대로 영업이익률도 개선되지 않고 있다.

도표 14. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳 CapEx 추이



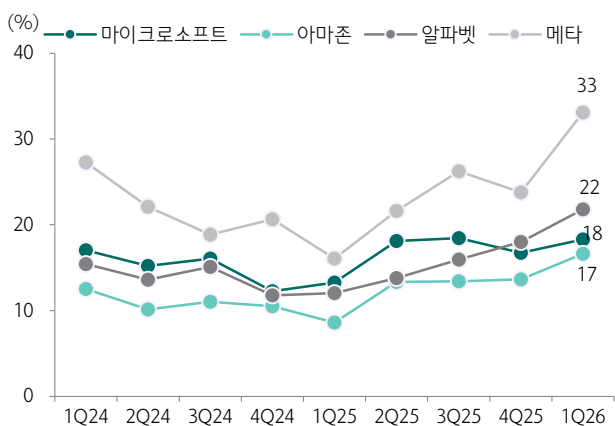
자료: 각 사, 하나증권

도표 15. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳 클라우드 성장률



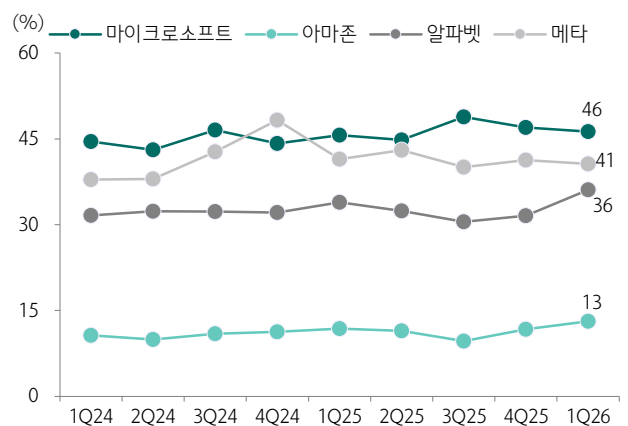
자료: 각 사, 하나증권

도표 16. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타 매출액 성장률 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 17. 마이크로소프트, 아마존, 알파벳, 메타 영업이익률 추이



자료: 각 사, 하나증권

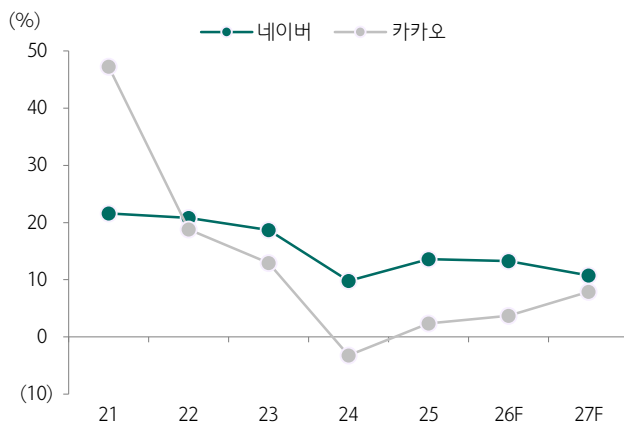
네이버/카카오 AI 경쟁력 평가

AI 경쟁력을 매출 성장과 수익성 확보라는 기준으로 올해 네이버와 카카오를 평가했을 때 양 사 모두 조건을 충족하지 못한다.

1) 매출 성장: 네이버/카카오의 2026년 예상 매출액 성장률은 +14.9%/+8.4%다. 네이버의 경우 네이버 플랫폼(+13.0%), 엔터프라이즈(+16.1%)로 AI 도입 효과가 기대된다. 카카오는 특비즈 광고형(+14.5%)의 준수한 성장이 예상되나 카카오톡 지면 개편 효과가 크며 전체 매출에서 콘텐츠 부문이 차지하는 비중이 높기에 올해 AI 수익이 큰 영향을 준다고 보긴 어렵다. 해당 기준에서는 네이버가 상대적으로 경쟁력이 있지만, 글로벌 대비해서는 아쉬운 수준이다.

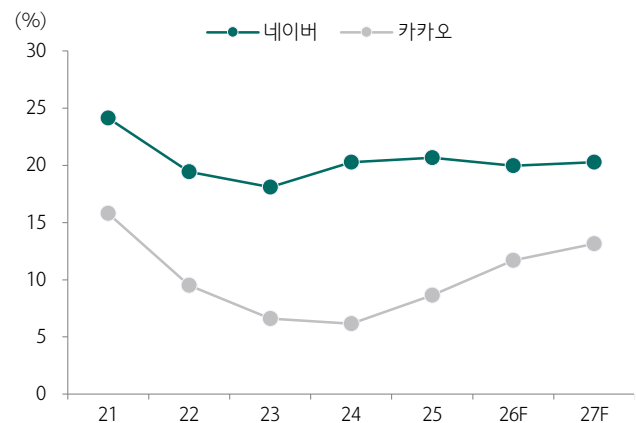
2) 수익성 확보: 네이버/카카오의 2026년 예상 영업이익률은 17.3%/10.8%다. 네이버의 경우 커머스향 마케팅 강화, 인프라 투자 증가로 2025년 대비 -1.0%p 감소가 예상된다. 별도 기준으로 보면 수익성 악화는 뚜렷하다. 1분기 네이버의 별도 기준 영업이익률은 23.5%로 전년 동기 대비 -6.4%p 감소했다. 카카오는 본업 광고 매출(DA +9.6%, 비즈니스 메시지 +21.9%) 고성장으로 이익률이 +0.7%p 증가하여 긍정적이다. 해당 기준에서는 카카오가 상대적으로 경쟁력이 있지만, 주요 요인이 비핵심 자회사 정리에 있어 시로 인한 효과만으로 해석하기에는 무리가 있다.

도표 18. 네이버, 카카오 매출액 성장률 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 19. 네이버, 카카오 영업이익률 추이



자료: 각 사, 하나증권

(2) 게임: 유저, 사용 시간 둔화, 경쟁 심화

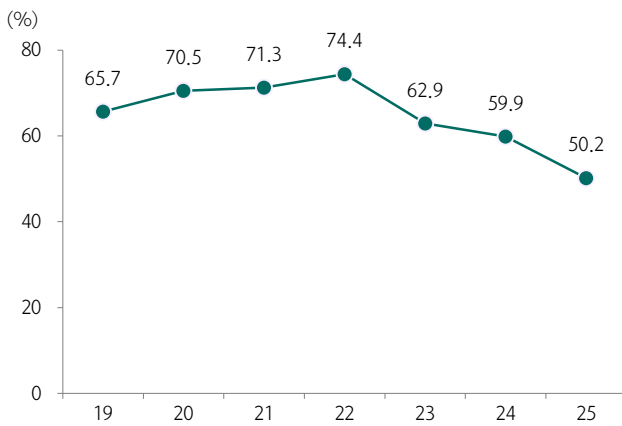
국내 게임 현황

국내 게임 산업은 과거 글로벌 대비 높은 ARPPU를 바탕으로 한 고성장으로 프리미엄을 받아왔다. 주요 동력은 모바일 MMORPG 라인업이었다. 모든 게임사들이 유사한 BM의 게임들을 출시했고 장르의 포화와 함께 성장은 둔화됐다. 2023년 이후 글로벌 유저를 타겟한 PC/콘솔 신작들이 다수 출시하고 있고 실제 성과도 나타났으나 글로벌 게임사들과 비교하여 IP, 노하우 측면에서 열위에 있는 것이 사실이다.

게임 산업의 둔화

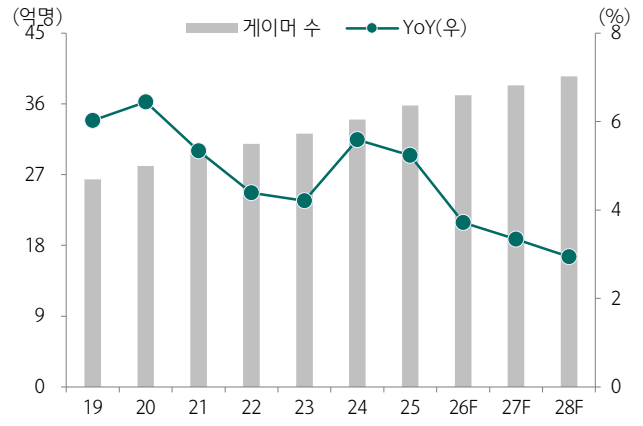
국내 게임 이용률은 2022년 74.4%에서 2025년 50.2%로 가파르게 감소하고 있다. 글로벌 게임 산업 자체도 우호적인 환경은 아니다. 게임 이용자 수는 2025년 36억명에서 2028년까지 연간 +3.3% 증가, 매출 역시 +3.0% 수준 성장이 전망된다. 콘텐츠라는 큰 범주 내에서 OTT, 숏폼 대비 경쟁력을 보이지 못한 영향이다.

도표 20. 국내 게임 이용률 추이



자료: Kocca, 하나증권

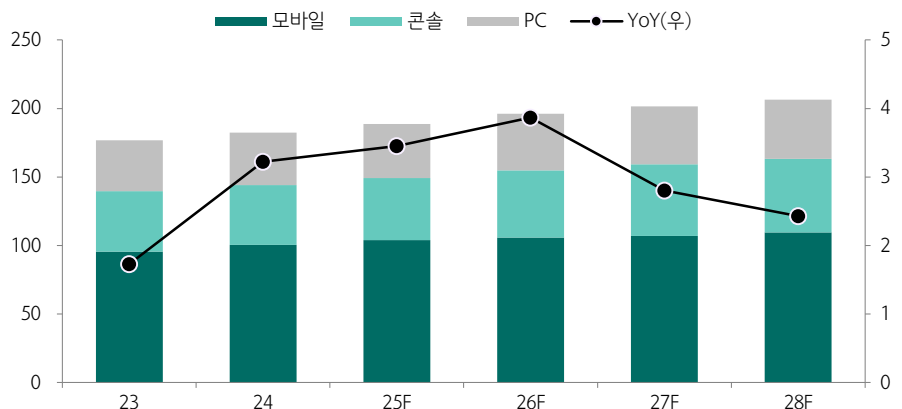
도표 21. 글로벌 게이머 수 추이



자료: Newzoo, 하나증권

도표 22. 글로벌 게임 시장 추이

성장을 4% 미만. 모바일 확장, 팬데믹 시기처럼 고성장 어려움



자료: Newzoo, 하나증권

**경쟁 강도 심화.
신작 성공 확률 감소**

산업 전망이 우호적이지 않은 상황에서 경쟁 강도는 더욱 심화되고 있다. PC 게임 플랫폼 스팀의 연간 출시 게임수는 2025년 21,500개를 돌파했고 2026년 3월에는 2,472개의 게임이 출시되어 월간 최대치도 돌파했다. 공급은 늘어났는데 수요는 이를 따라가지 못한다. 신작 성공의 확률이 계속해서 줄어든다는 것을 의미한다.

중국 게임사의 선전

국내는 중국 게임사들로 인한 우려도 확대되고 있다. [WOS: 화이트아웃 서바이벌], [킹샷: Kingshot], [가십하버]부터 [붕괴: 스타레일], [원신]을 포함한 서브컬처 장르로 시작해서 최근에는 [검은 신화: 오공], [연운]과 같은 PC/콘솔 플랫폼까지 영역을 공격적으로 확장하는 모습이다.

**국내 게임사들의 성공 사례 존재.
지속 가능성에 대한 의문**

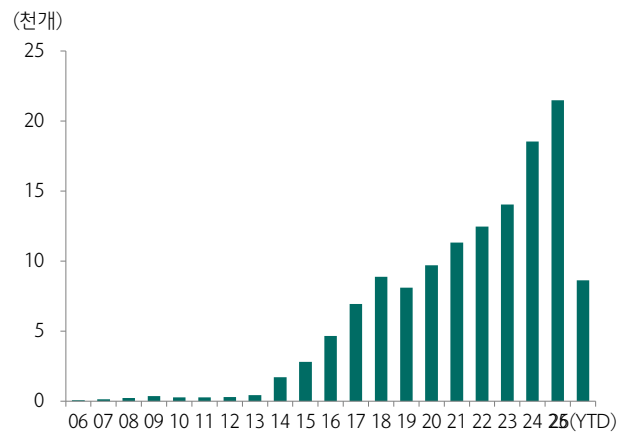
이러한 어려운 환경을 뚫고 성과를 내고 있는 국내 게임사들도 물론 있다. 크래프톤의 PUBG IP는 연간 두 자릿 수 매출 증가를 보이고 있으며 시프트업의 [승리의 여신: 니케]도 출시 3년이 넘었지만 서브컬처 장르 내 확실한 입지를 구축하는 중이다. 넷마블은 2025년 [세븐 나이트 리버스]로 출시 1년만에 3,500억원 이상의 가까운 매출을 창출했다. 다만 시장은 이들의 성과가 진정으로 지속 가능한가에 대한 물음표를 계속 던지는 상황이다.

도표 23. 스팀 월간 출시 게임 수



자료: Steam, 하나증권

도표 24. 스팀 연간 출시 게임 수



자료: Steam, 하나증권

3) 반등 트리거: 우려 불식 그리고 신사업 성과

인터넷/게임 반등 트리거

하반기 반등 트리거는 명확하다. 섹터를 지배하고 있는 우려를 불식시키고 신사업에서 성과를 보이는 것이다.

인터넷은 결국 시에서 증명해야 한다. 네이버와 카카오는 모든 서비스에 시를 도입하고 있다. 글로벌 플랫폼에 대항하여 시 서비스를 통해 사용자들의 경험을 의미미하게 개선하고 트래픽을 확보할 필요가 있다.

게임은 PLC(Product Life Cycle)와 IP(Intellectual Property) 관리가 핵심이다. 신작의 성공 가능성이 점점 더 줄어드는 환경에서 구조적인 성장을 그릴 수 있으려면 단발성 매출에 그치지 않는, 지속성 있는 캐시 카우가 필요하다. 또한 신작 출시 시 흥행의 성공률을 높일 수 있는 IP를 축적해야 향후 기업의 성장에 투자자의 동의를 얻을 수 있다.

본업 우려의 불식은 디레이팅 방어, 신사업 성과는 다시금 섹터에 프리미엄을 부여할 것이다. 현재 주가 수준에서는 충분히 강한 반등을 기대 할 수 있다.

(1) 인터넷: AI 수익화 시작, 신사업은 디지털자산

네이버/카카오,
2026년 하반기 AI 서비스 본격화

네이버와 카카오 모두 2026년 하반기가 중요한 분기점이다. 양 사 모두 적극적으로 AI 서비스를 출시하고 있다. 이를 통해 글로벌 서비스 대비 차별화된 경험을 제공하여 본업이 훼손될 가능성을 제거해야 한다. 가장 큰 무기는 로컬 서비스다. 네이버는 검색, 커머스, 지도, 페이를 갖추고 있으며 카카오는 메신저, 모바일티, 지도, 페이를 강점으로 보유했다. 결국 시가 단순 장문 검색이 아니라 실행 영역으로 들어선 시점에서 이미 국내 시장을 장악하고 있는 네이버와 카카오의 로컬 서비스는 충분한 진입 장벽으로 기능할 것이다.

네이버는 2월 쇼핑 시 에이전트, 4월 시 탭을 출시했다. 시 탭은 현재 멤버십 유저 대상으로 제공 중이며 6월 전체 사용자로 확장할 예정이다. 2분기 시 브리핑에 광고를 테스트하고 3분기 본격 출시할 계획이다. 4분기에는 시 탭에도 광고를 도입하여 생성형 시를 활용한 수익화에 나선다. 시 에이전트-스마트스토어-네이버페이의 연계는 국내 사용자들에 유의미한 에이전트 커머스 경험을 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

카카오는 카나나/ChatGPT 포 카카오를 도입하여 사용자들에게 메인 AI 에이전트로 포지셔닝을 목표로한다. 지난 10월 오픈시와 협업하여 ChatGPT 포 카카오를 출시했으나 기대했던 만큼의 활성화시키지 못했다. 결국 카카오의 버티컬 서비스(선물하기, 멜론, 지도, 모바일티, 페이, 은행 등)으로 시작, 외부 파트너사들을 탑재하여 사용자 트래픽을 확보해야 한다. 외부 파트너사들은 8월 이전 탑재를 예상한다. 충분한 트래픽을 확보해야 지난 9월 카카오톡 개편을 통해 확보한 광고 지면이 빛을 발할 수 있다.

디지털자산에 거는 기대

본업의 증명과 함께 기대할 수 있는 신사업은 디지털자산이다. 네이버는 네이버파이낸셜-두나무 합병으로, 카카오는 카카오페이-카카오뱅크를 포함한 그룹사 협업으로 대응할 예정이다. 전국민을 사용자로 보유하고 있는 메인 플랫폼이라는 지위를 유지하여 사용자 최접점을 지켜낸다면 디지털자산의 유통에서 압도적인 경쟁력은 유효하다. 국내 디지털자산 기본법은 지연 중이지만 글로벌 산업은 개화 단계에 있다. 결국 글로벌 표준에 부합하는 형태로 산업이 성장할 가능성이 높다고 평가하며 디지털자산 시장을 네이버와 카카오가 이끌 수 있다고 전망한다.

(2) 게임: PLC, IP 관리가 중요. 신사업은 AI

구조적 성장 가능성 증명 필요

게임 산업의 구조적 성장 가능성에 대한 우려와 별개로 국내 게임사들의 실적은 분명히 좋아지고 있다. 크래프톤은 PUBG IP가 9주년임에도 높은 성장을 유지하며 의심을 불식시키는 모습이다. 엔씨와 넷마블은 강도 높은 비용 효율화 시기를 거치고 이익 레버리지를 내는 구간으로 진입했다. 전방 시장은 우호적이지는 않지만 게임의 PLC를 장기적으로 관리하고 신작들을 쌓아간다면 기업 개별로는 충분히 성장이 가능하다.

크래프톤의 PUBG는 이상적인 PLC 관리 사례다. 2017년 패키지 게임으로 출시 이후 누적 7,000만장 이상을 판매했으며 2022년 1월 F2P(Free to Play)로 전환하여 콘텐츠 업데이트를 지속하고 있다. 콘솔, 모바일 버전도 출시하여 글로벌 사용자들을 확보했고 배틀로얄 모드 외에도 웰메이드 모드, UGC 모드를 도입하여 PUBG 2.0 시대를 준비하는 중이다.

엔씨의 리니지 시리즈는 초기 매출을 유지하지는 못했으나 PLC를 관리하여 연간 4,000억원 이상 매출을 창출하고 있다. 특히 [리니지 M]은 2017년 출시되었음에도 여전히 분기 1,000억원 수준의 매출을 유지하고 있으며 신규 업데이트 시 성장이 나오는 라인업이다. 로열티 높은 유저들을 대상으로 콘텐츠를 업데이트하여 훌륭한 캐시카우 역할을 수행하고 있다.

메가 IP의 부재는 국내 게임사들 전반의 약점이다. 글로벌 게임사들은 경쟁이 심화된 환경에서 IP를 바탕으로 과거 게임들을 복각하고 후속작을 출시하여 팬덤의 힘을 바탕으로 구조적인 성장을 추구하고 있다. 국내 게임사들도 이를 인지하고 있으며 IP를 축적하기 위해 자체 개발 및 M&A를 진행했다. 이에 대한 가시적인 성과는 2027년부터 확인될 것으로 예상된다.

AI 사업은 아직 초기 단계

게임사들의 대표적인 신사업은 AI다. 게임 개발 과정에서 효율성 제고를 우선적으로 추구하고 게임에 국한되지 않고 데이터를 활용한 신규 AI 서비스를 출시하기 위한 움직임도 병행하고 있다. 다만 신규 AI 서비스의 경우 글로벌 빅테크에서도 명확한 수익 모델이 제시되지 않기 때문에 밸류에이션을 받기 위해서는 인터넷과 마찬가지로 본업의 성과가 전제되어야 한다고 판단한다.

2. 인터넷: 본업과 AI, 그리고 디지털자산

1) 광고/커머스: 실적 견조, 단기간 멀티플 프리미엄은 무리

(1) 광고: 성숙 시장

국내 온라인 광고 시장

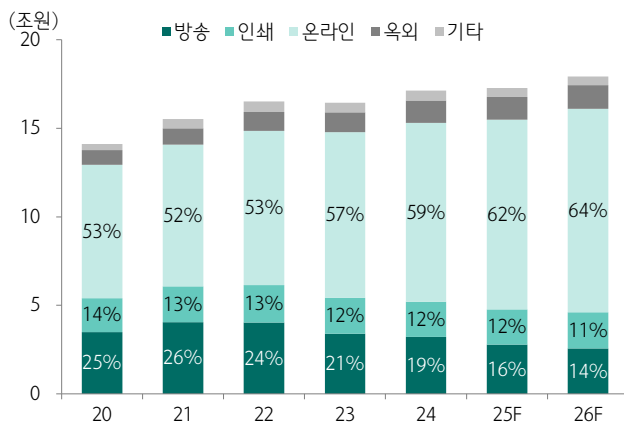
2026년 국내 광고 시장 규모는 17.9조원(+3.8%YoY)으로 추정되고 그 중 온라인 광고는 11.5조원(+7.2%YoY)으로 64%를 차지한다. 온라인 광고 성장률이 2025년 +5.8% 대비 높다는 점은 긍정적이지만 과거의 높은 수준까지 회귀는 단기간에 어렵다. 2026년 기준 네이버/카카오의 광고 매출은 6조원/1.8조원으로 각각 52%/15% 점유를 추정한다. 글로벌 빅테크인 알파벳, 메타, 넷플릭스 등의 불투명한 매출 공개로 이들의 수치가 정확하게 반영되어 있지 않을 가능성이 높다.

사용자 경험을 향상해야 광고 매출 성장

네이버는 AI 브리핑/AI 탭으로, 카카오의 카나나/ChatGPT 포 카카오로 사용자를 확보하여 이를 상회하는 광고 성장을 목표하고 있다. 단기간에는 수익화에 따른 이익 창출이 중요하지만 결국 사용자 경험을 얼마나 개선하는지가 핵심이다.

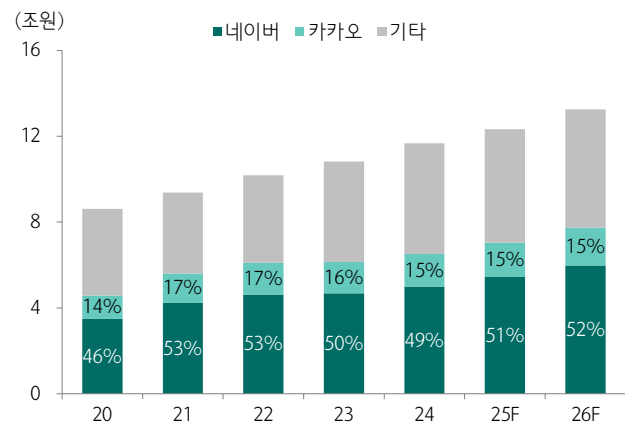
B2C AI 에이전트가 온전히 메인 플랫폼의 정착하기까지 B2B 대비 시간이 필요하겠으나 정해진 흐름이라고 판단한다. 해당 시점에는 다시금 과거와 같은 높은 매출 성장을 기대할 수 있다. 글로벌 플랫폼과의 경쟁에서 생존하여 메인 에이전트 플랫폼으로 자리 잡으면 하위 플랫폼들의 매출을 모두 흡수할 가능성이 높다. 또한 타 플랫폼의 온라인 광고 매출뿐 아니라 온라인 외(2026년 기준 6.9조원 추정)에서 온라인으로 전환되는 매출도 확보할 것으로 기대한다.

도표 25. 국내 주요 매체별 광고비 비중 변화 추이



주: 2025년 광고비는 예상치
자료: Kobaco, 하나증권

도표 26. 국내 온라인 광고 내 네이버, 카카오 비중



주: 2025년 광고비는 예상치
자료: Kobaco, 각 사, 하나증권

(2) 커머스: 아직 성장 여력은 남아있다

국내 온라인 커머스 시장

2025년 국내 온라인 쇼핑 거래액은 약 275조원(+4.8%YoY)이다. 2024년 +8.3% 성장 대비 둔화되었으나 이는 티메프 사태로 인한 영향이 분명했다. 올해 1분기 성장률은 +9.2%로 다시 성장이 가속화되고 있다. 주요 사업자는 쿠팡, 네이버, 지마켓, 11번가, 카카오다. 1위, 2위인 쿠팡과 네이버의 합계 점유율은 50% 이하로 추정된다. 다양한 플랫폼들이 파편적으로 점유하는 시장이다. 여전히 침투 여력이 높아 광고 시장 대비 높은 성장률을 기대할 수 있는 분야다.

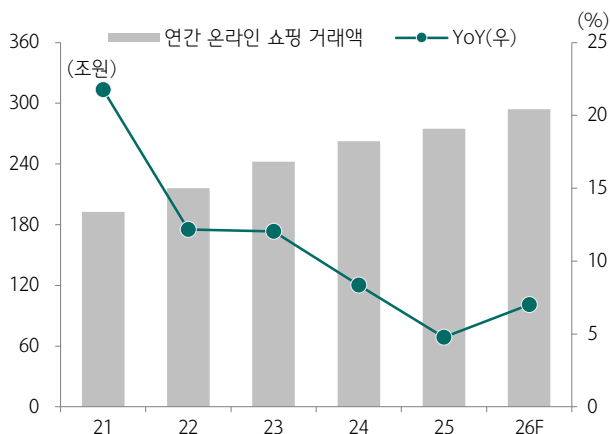
쿠팡, 네이버 양강 구도
고착화 전망

향후 쿠팡과 네이버의 양강 구도가 더욱 고착화될 것으로 전망한다. 카카오는 선물하기라는 특수한 커머스 형태를 영위하고 있기에 현재와 같은 높은 한 자릿수 성장은 지속할 수 있다. 오픈마켓 비중이 높은 11번가, 지마켓을 포함한 커머스 플랫폼은 거래액 성장이 정체되었고 수익성 확보에도 어려움을 겪고 있다. 오픈마켓 시장은 알리익스프레스, 테무를 중심으로 한 C커머스에도 영향을 받는다. 에이전트 커머스로 재편되는 과정에서 경쟁력을 유지하기는 어려운 것으로 예상된다.

에이전트 커머스 시기 전망

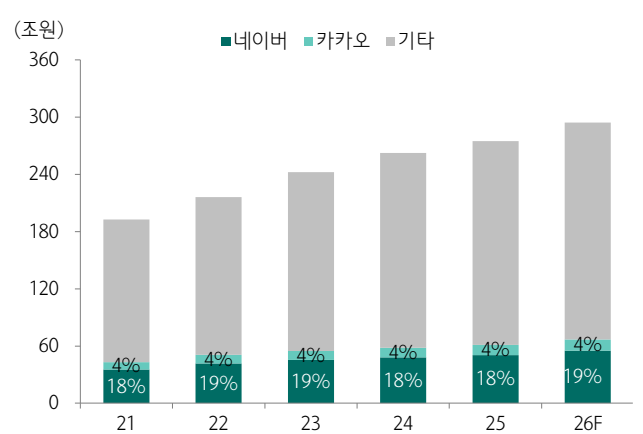
AI 에이전트 플랫폼은 하위 플랫폼들의 트래픽과 수수료를 흡수할 것이다. 초기에는 에이전트가 하위 플랫폼에게 API 호출에 기반한 비용을 제공할 가능성이 높다. 최대한 많은 사업자들을 에이전트에 참여시켜야 데이터를 축적할 수 있고 사용자에게 적합한 선택지를 제공할 수 있기 때문이다. 다만 장기적으로 에이전트의 트래픽이 증가하고 에이전트가 주도하는 의사 결정의 빈도가 높아질수록 구도는 역전될 것이다. 하위 커머스 플랫폼들은 그대로 판매자에게 거래액 대비 수수료를 수취하겠으나 거래액 기반으로 에이전트 플랫폼에 일정 수수료를 제공하게 된다. 메인 AI 에이전트는 케이스에 따라 요율은 다르겠지만 사실상 국내에서 발생하는 모든 거래액에 대한 수수료 수취가 가능해진다. 결국 광고 시장처럼 상위 플랫폼이 높은 점유율을 갖추게 되며 쿠팡과 네이버가 그 역할을 수행할 것으로 전망한다.

도표 27. 국내 연간 온라인 쇼핑 거래액(GMV) 추이



자료: Kosis, 하나증권

도표 28. 국내 온라인 쇼핑 내 네이버, 카카오 비중



자료: 각 사, 하나증권

2) AI 에이전트 점검

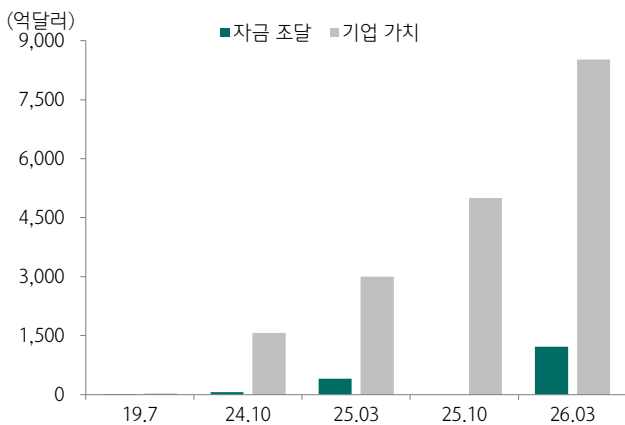
(1) AI LLM의 멈추지 않는 성장

LLM 사업자의 성장

AI 시대의 도래로 LLM 사업자(오픈AI, 앤트로픽, 알파벳 등)는 폭발적인 성장을 누리고 있다. 이들은 경쟁적으로 LLM과 AI 서비스를 개발하고 제공하여 사용자를 확보한다. 비상장사인 오픈AI, 앤트로픽의 기업 가치는 ARR(Annual Recurring Revenue)과 비례하여 치솟는 중이다.

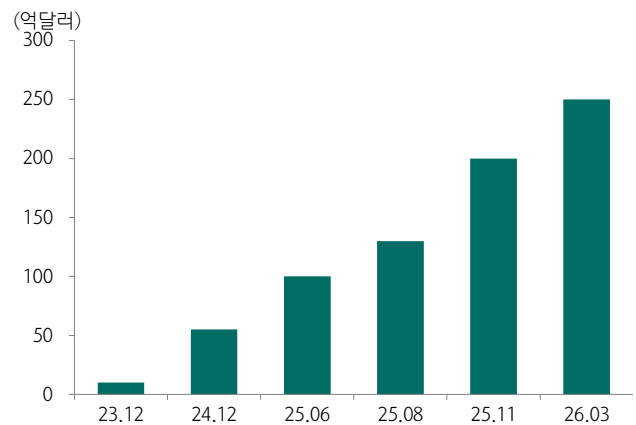
AI LLM의 승자는 아직 정해지지 않았다. 2025년 상반기는 오픈AI의 ChatGPT, 하반기는 Gemini로 승자가 굳어지는 것 같았으나 2026년 상반기 Claude가 강자로 올라서며 경쟁은 심화되는 모습이다. 앤트로픽의 Claude는 3월 ARR 300억달러를 기록하며 처음으로 오픈AI의 ChatGPT를 추월했다. 2025년 3월 대비 20배 이상 성장한 수치다. 이러한 배경에는 2월 말 미 국방부와 AI 모델의 안전성을 둔 대립으로 인한 마케팅 효과도 있었으나 Claude Code의 개발자 친화적 인터페이스, 압도적인 코딩 성능이 있었다.

도표 29. 오픈AI 기업 가치 히스토리. 현재 8,520억달러



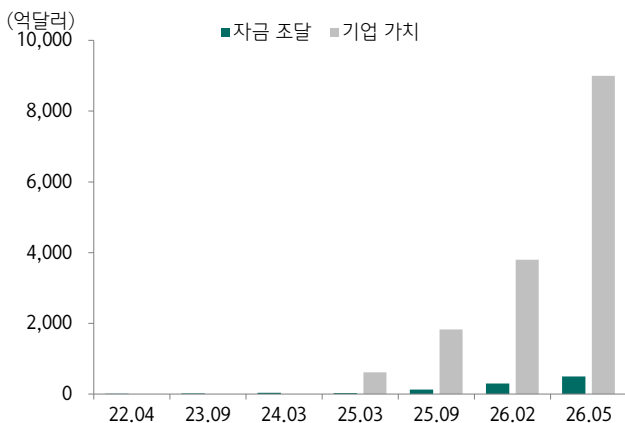
자료: 하나증권

도표 30. 오픈AI ARR 추이. 250억달러 추정



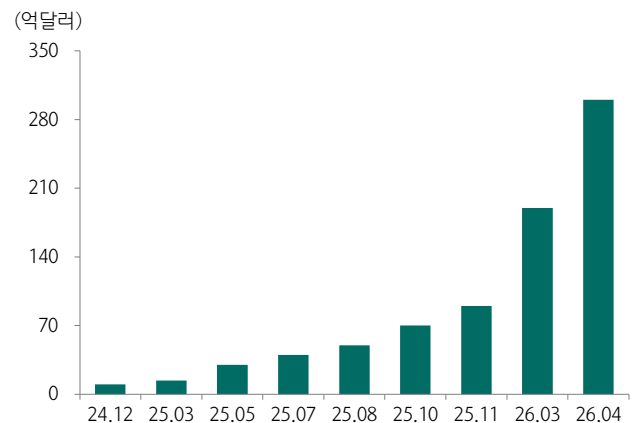
자료: 하나증권

도표 31. 앤트로픽 기업 가치 히스토리. 현재 9,000억달러 논의중



자료: 하나증권

도표 32. 앤트로픽 ARR 추이. 300억달러 추정



자료: 하나증권

Openclaw의 등장

2025년 11월 출시된 Openclaw와 같은 개별 에이전트는 LLM 사업자의 새로운 수요처로 떠올랐다. 기존 ChatGPT, Claude, Gemini는 LLM부터 AI 챗봇까지 통합하여 제공하는 형태다. LLM뿐만 아니라 사용자와의 대화 내용들을 모두 클라우드를 통해 구동 및 관리한다. 설정을 통해 반복적인 작업을 수행할 수 있지만 기본적으로 사용자의 Input에 따른 복합적인 AI Output을 내놓는 방식이다.

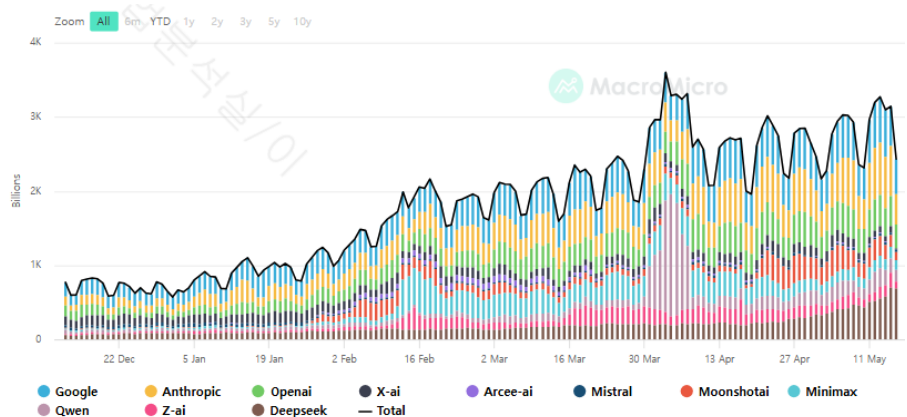
Openclaw와 같은 개별 에이전트는 기존과 다른 구조를 띤다. 기본적으로 에이전트는 로컬 환경 혹은 분리된 클라우드 환경에 존재하고 대화 내용들을 저장한다. 소형 모델의 경우 LLM을 직접 다운받아 사용할 수 있으며 필요에 따라 LLM API를 연결하여 임무를 수행한다. 에이전트의 역할을 부여하고 권한을 맡긴다면 24시간 쉬지 않고 별도의 Input 없이 Output을 받을 수 있다.

가장 큰 차이는 사용자가 여러 개의 에이전트를 구축하여 개별 업무를 맡기거나 협업을 유도할 수 있다는 점이다. 마치 기업 내에 하나의 프로젝트, 팀과 같이 에이전트 간 소통만으로 결과물을 이끌어 내는 형태다.

이러한 에이전트 시장이 대중화되며 토큰의 사용량은 급증하는 중이다. 기본적으로 에이전트 모델은 일반적인 생성형AI 서비스 보다 훨씬 더 많은 토큰을 소모한다. 에이전트는 '도구 호출(Tool Call) → 사고(Think) → 실행(Execute) → 반추(Reflect)라는 연속적인 루프를 돌기 때문이다. 가트너에 따르면 AI 에이전트의 확산으로 작업당 토큰 사용량이 이전보다 5~30배 증가하고 있다. 미국의 LLM API 플랫폼 오픈라우터의 일일 토큰 사용량은 3조개에 달하고 있으며 이는 연초 대비 5배 증가한 수치다.

도표 33. 오픈라우터 글로벌 토큰 사용량

일일 토큰 사용량 3조개 수준



자료: MacroMicro, 하나증권

(2) AI 에이전트의 표준화. Openclaw가 보여준 가능성과 영향

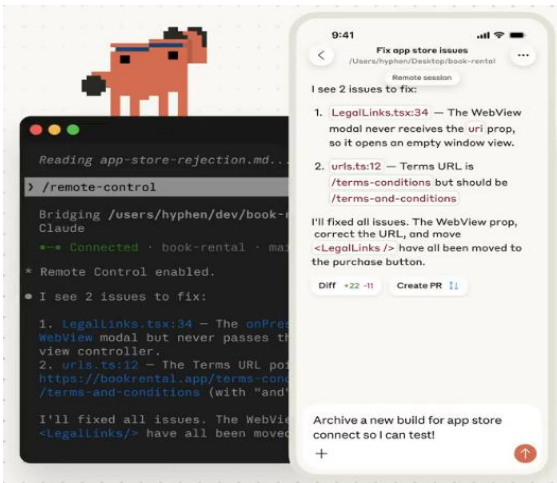
2025년, 에이전트 개념 제시	2025년은 AI 에이전트 개념 제시의 해였다. 2024년 오픈AI의 GPT-4o 공개, 구글의 I/O 이후 주요 AI 기업들은 AI 에이전트를 주요 서비스로 제시했고 2025년 출시했다. AI 에이전트에 대한 정의는 기술 기업마다 차이를 보이지만 결국 자율성, 복합성을 바탕으로 사용자, 시스템의 능동적 행위를 자율적으로 대행할 수 있는 서비스를 의미한다. 기존의 사용자 지시를 바탕으로 특정 작업을 수행했던 어시스턴트와는 완전히 구별되는 개념이다.
2026년, 에이전트 대중화	2026년은 AI 에이전트 대중화의 원년이다. 이전까지의 AI가 사용자의 개별적인 질문에 답변을 제공하는 수동적인 챗봇 형태에 머물렀다면, 2026년 AI 에이전트는 사용자의 고차원적인 의도를 파악하고 이를 달성하기 위해 복잡한 일련의 작업들을 독립적으로 수행하는 능력을 갖췄다. 이러한 변화는 기술적인 수준의 향상뿐만 아니라 사용자 인터페이스의 근본적인 재편, 그리고 에이전트가 주도하는 경제 생태계의 탄생을 동반한다. AI 에이전트 출시와 MCP, A2A라는 표준화가 진행되었으나 실생활에 적용은 제한적이었기에 실물 경제에는 크게 와닿지 않았다. 다만 Openclaw(구 Clawbot)의 출현은 다수의 사용자가 AI 에이전트를 적극적으로 생성하고 활용하는 계기가 되었다.
에이전트 서비스 출시 흐름	Openclaw가 불러온 개인 에이전트 구축이라는 흐름에 기존 AI 사업자들도 적극적으로 대응하고 있다. 사용자 최접점에서 AI 에이전트를 제공하기 위한 시도는 지속될 것으로 전망한다. 오픈AI는 개발자 피터 스타인버거를 영입했다. 이후 Openclaw 시스템을 차용한 에이전트 서비스 출시를 목표로 한 것으로 보인다. 앤트로픽은 2월 24일 모바일 환경에서 터미널 세션을 제어할 수 있도록 돕는 '리모트 컨트롤' 기능을 출시했다. 이후 'Computer Use'로 로컬 환경을 제어하는 기능도 추가했다. 연초 Openclaw(구 Clawbot)이 화제를 끌어 24시간 활동하는 에이전트에 대한 수요를 높였고 이에 대응하여 Max 플랜부터 클로드 코드 내에서 작동시킬 수 있도록 환경을 제공한 것이다
퍼플렉시티의 'Personal Computer'	퍼플렉시티는 3월 12일 'Personal Computer' 기능을 출시했다. 상시 작동하는 PC를 활용하여 사용자의 로컬 파일, 애플리케이션 및 클라우드 기반 AI를 원활하게 통합하여 24시간 에이전트 기능을 제공한다. 사용자의 로컬 애플리케이션과 클라우드 기반 퍼플렉시티 AI를 통합하여 하이브리드 작업 모델을 구현한다. 모바일로도 이를 관제할 수 있도록 하여 실시간 에이전트 활용을 가능하도록 했다.
메타의 'Hatch'	메타는 'Hatch'라는 코드명으로 개발 중이다. 사용자가 단계를 지시하지 않아도 시스템을 탐색하여 과업을 완수하는 에이전트를 지향한다. 6월 말 내부 테스트를 목표로 하고 있으며 메타의 최신 모델인 뮤즈 스파크를 활용할 예정이다.
구글의 'Gemini Spark'	구글은 'Gemini Spark'라는 에이전트를 개발하고 있다고 알려졌다. 사용자가 프롬프트를 입력하지 않아도 AI가 선제적으로 앱과 서비스를 연결하여 작업을 수행하고 제공하는 것이 핵심이다.

도표 34. AI 에이전트, AI 어시스턴트 차이

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	• 알리미나 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

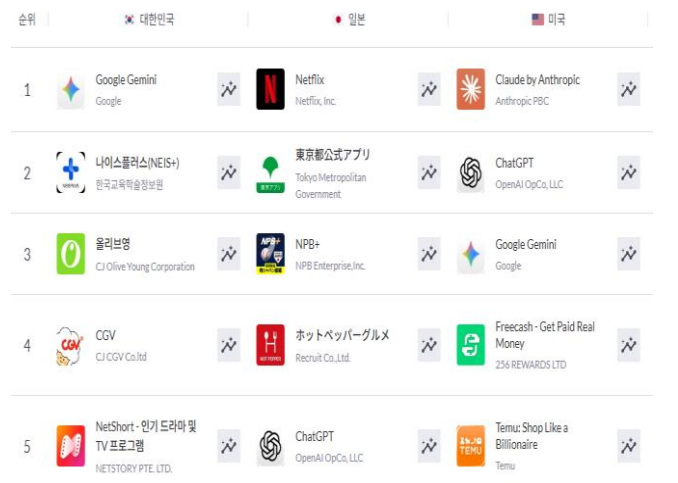
자료: Kanerika, 하나증권

도표 35. 클라우드 리모트 컨트롤 출시



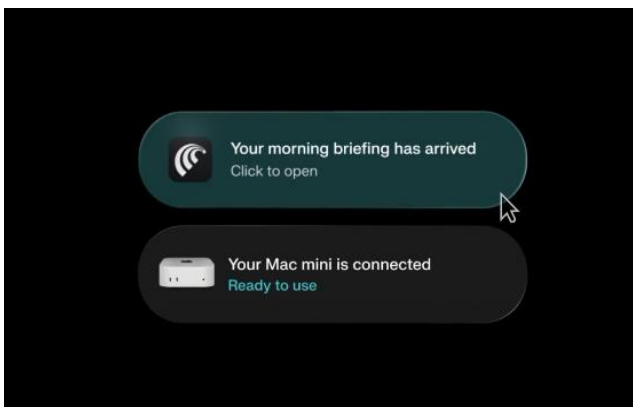
자료: Claude, 하나증권

도표 36. 미국 앱스토어 무료 순위(3월 1일)



자료: 모바일인덱스, 하나증권

도표 37. 퍼플렉시티 Personal Computer PC 연결



자료: Perplexity, 하나증권

도표 38. 퍼플렉시티 Personal Computer 모바일



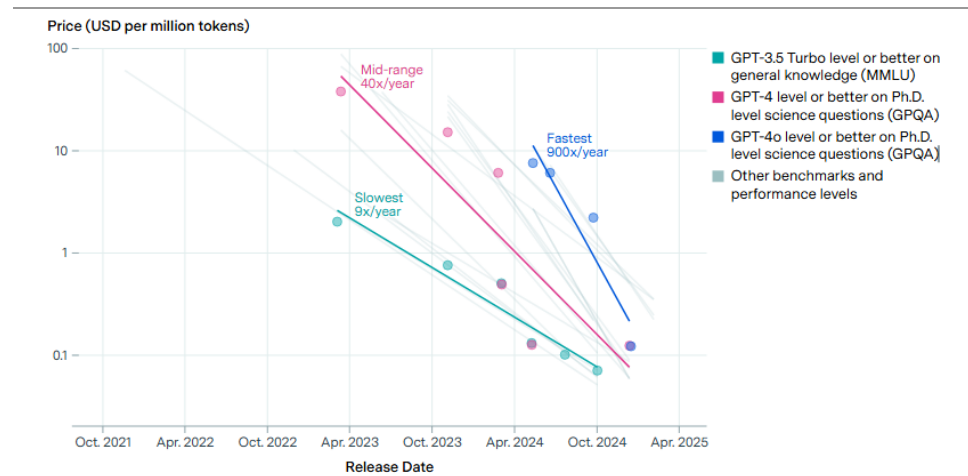
자료: Perplexity, 하나증권

**LLM 모델의
추론 성능 향상, 비용 절감**

AI LLM모델의 추론 성능 향상과 비용 절감은 에이전트가 개입 없이 복잡한 업무를 자율적으로 계획할 수 있는 기술적 토대를 마련했다. 예를 들어 박사 수준 과학 문제 세트에서 GPT-4의 성능을 달성하는 데 드는 비용은 연간 40배씩 하락했다. 하락 폭은 성능 목표에 따라 다르지만 연간 9배에서 900배까지 다양하다. 로컬 모델의 경량화, 성능 고도화까지 더해져 대규모 에이전트 군단을 운용할 수 있는 경제적 타당성이 확보되었다.

Openclaw의 사용자들은 보안과 성능의 균형을 맞추기 위해 로컬 환경과 클라우드 LLM을 하이브리드 방식으로 운영한다. 클라우드로는 Anthropic의 Claude가 에이전트 루프 내에서 가장 높은 안전성과 코딩 능력을 보여줘 기본 모델로 선호된다. 로컬로는 개인정보 보호와 비용 최적화를 위해 Llama, Qwen, GLM, Kimi 등이 채택된다.

도표 39. 동일 성능 모델 추론 가격 하락 추이



자료: EpochAI, 하나증권

도표 40. 주요 LLM 모델 가격

제공사	모델명	컨텍스트 (Context)	입력가 (Input)	출력가 (Output)	CODING	MMLU	GPQA
Google	gemini-3-pro-preview	1.0M	2	12	91.7	89.8	90.8
Anthropic	claude-opus-4.5	200K	5	25	73.8	88.9	81
Google	gemini-3-flash-preview	1.0M	0.5	3	79.7	88.2	81.2
Minimax	minimax-m2.1	197K	0.3	1.2	81	87.5	83
OpenAI	gpt-5.2-pro	400K	21	168	88.9	87.4	90.3
OpenAI	gpt-5	400K	1.25	10	84.6	87.1	85.4
Xai	grok-4	256K	3	15	81.9	86.6	87.7

자료: Price per Token, 하나증권

(3) B2C 에이전트 점검

AI 에이전트는
플랫폼 위의 플랫폼

하나증권은 2025년 5월 「THE DYNAMITE(AI 에이전트가 가져올 구조적 변화)」 인덱스 리포트에서 AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼으로 자리 잡고 질서를 재정의할 가능성이 높다고 전망했다. 기존 앱/서비스가 트래픽을 확보하는 과정은 사용자의 검색→탐색→클릭이다. 에이전트는 직접 사용자의 요청을 이해하고 결정짓기 때문에 해당 과정 자체 생략되며 앱/서비스의 주도권은 사라지기 때문이다. 표준은 완성되었고 메인 에이전트들은 파트너들을 자사 서비스에 탑재시키고 있다. 이들의 지배력 확대는 진행형이다.

기존 플랫폼들의 2가지 선택지

기존의 플랫폼들은 크게 2가지 선택지가 있다. 1) AI 에이전트를 기존 플랫폼에 내재화(AI 에이전트 플랫폼), 하거나 2) 에이전트에 API를 제공(API 제공 사업자)하거나 둘 중 하나다.

선택지 1번인 AI 에이전트 플랫폼은 새로운 헤게모니에서도 기존 메인 플랫폼 지위를 유지하고자 하는, 충분한 기술력과 자본력 그리고 사용자를 확보하고 있는 기업이 택할 수 있다. 구글, 메타, 아마존 등 글로벌 빅테크가 대표적이며 국내에서는 네이버, 카카오가 올해 본격적으로 AI 에이전트 서비스를 내놓는 이유다. 현재의 기업 가치를 지키고, 향후 AI 에이전트 생태계에서 온전한 수혜를 확보하기 위한 필수 조건이다.

선택지 2번인 API 제공 사업자는 특정 서비스에 특화된 대부분의 앱과 플랫폼이 선택하게 될 방향이다. AI 에이전트 중심의 생태계로 이동함에 따라 이들은 자체적인 사용자 확보가 아닌, 에이전트의 추천을 통해 유입되는 트래픽에 의존하는 구조로 바뀌게 된다. 이는 새로운 AI 트래픽 생태계 내에서 후발주자가 성장할 수 있는 기회의 창이 열리고 있음을 의미함과 동시에 에이전트를 내재화할 역량이 부족한 플랫폼에겐 구조적 위기가 도래하고 있음을 의미한다.

새로운 시나리오. 개인 에이전트에
API를 제공하는 최종 API 사업자

여기서 시나리오 1가지가 더 추가됐다. Openclaw로 인해 개인이 오픈소스로 개별 에이전트를 구축하기 용이해졌기에 개인들은 개별 에이전트를 사용하고 메인 플랫폼들조차 개인의 에이전트에 API를 제공할 가능성이 있다. GPT, Claude, Gemini 모두 자체 플랫폼을 서비스함과 동시에 API를 제공하는 사업자다. 이러한 구조 속에서는 외부 API를 흡수해 최종 플랫폼 역할을 하는 API 제공 사업자가 가장 높은 수익을 확보할 것으로 전망한다. 사용자 최접점으로 가기 위한 경쟁이 본격적으로 진행될 것이다.

도표 41. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태. API 제공 사업자에서도 최종, 하위 구분 추가

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
최종 API 제공 사업자(추가)	개인 에이전트에 최종 API를 보급	API 매출 극대화, 하위 API 사업자에게 수익 확보	AI 에이전트 플랫폼 운영만큼 광고 수익 확보 어려움
하위 API 제공 사업자	메인 에이전트에 자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

실제 움직임 확인

2025년 9월, 본격적으로 AI 에이전트에 API를 제공하는 움직임이 확인됐다. 오픈AI의 ChatGPT는 스트라이프와 공동 개발한 결제 표준 ACP(Agentic Commerce Protocol)을 발표하고, 미국의 Shopify, Etsy 등이 ChatGPT 내에서 제품 검색부터 결제까지 지원했다.

아직은 전환에 진통을 겪음

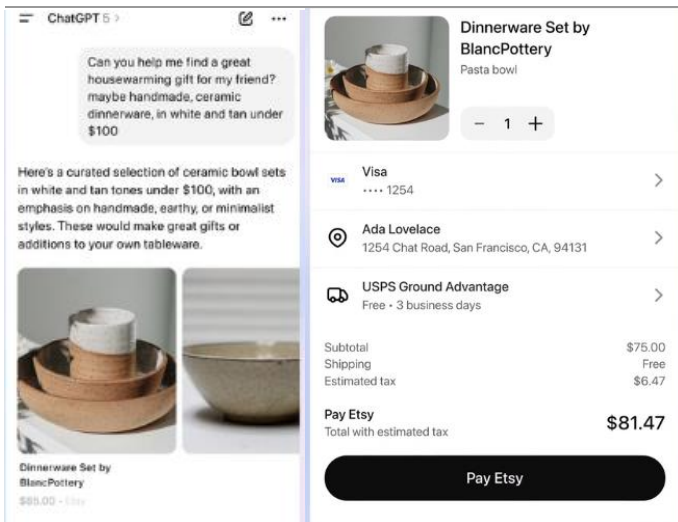
다만 오픈AI는 실제 인앱 결제 비율이 높지 않고 결제, 취소, 환불 등 운영의 복잡성으로 인한 어려움으로 직접 결제 기능을 축소하는 전략으로 우회한 것으로 알려졌다. 이는 1) 커머스 운영 역량 부족, 2) 개인 맞춤형 고도화 미흡으로 사용자 경험의 본질적 개선이 아직 이뤄지지 않았기 때문이라 해석한다.

구글은 아웃링크로 결제

구글은 2025년 11월 Gemini 3.0 모델 발표와 함께 Agentic Shopping을 강화했다. 구글 인터페이스를 벗어나지 않고 Booking.com, Expedia의 실시간 숙소/항공권 데이터를 불러 예약을 자동화하는 기능을 추가했다. Gemini 내부 결제가 아닌 확장 프로그램 연동 형태이며 실시간 예약 가능 여부 확인 후 해당 페이지로 이동하는 방식이다.

**결국 에이전트 플랫폼은
내재화를 시도할 것. 시간이 필요**

이는 자연스러운 흐름이다. AI 에이전트가 B2C 시장에서 단기간에 기존 플랫폼들의 지위를 모두 대체할 가능성은 높지 않다. 사용자의 기호를 충분히 학습해, 사용자가 별도 검토 없이 에이전트의 판단을 그대로 신뢰하고 결제까지 완료할 수 있을 정도가 되어야만 진정한 의미의 전환이 가능해진다. 이는 기술의 발전뿐 아니라 사용자의 인식 개선과 신뢰 형성이라는 심리적 전환이 함께 이뤄져야 함을 의미하며, 따라서 **B2C 전환에는 시간과 설득의 과정이 필연적으로 동반될 수밖에 없다.** 하지만 시장의 방향은 예상 궤적으로 움직이고 있다. 기술 고도화와 설득의 시간이 필요할 뿐이다.

도표 42. 오픈AI ChatGPT 검색-결제 페이지. 검색 후 GPT 내에서 결제

자료: OpenAI, 하나증권

도표 43. 현재 ChatGPT, Gemini AI 커머스 흐름. 아웃링크에서 결제

자료: portone, 하나증권

(4) B2B 에이전트 점검

엔비디아 'Nemoclaw'

엔비디아는 2026년 GTC에서 Nemoclaw를 공개했다. Nemoclaw는 에이전트를 기업 수준의 보안과 통제력에 맞추는 구조를 제공한다. NVIDIA Openshell은 에이전트가 수행할 수 있는 작업 범위를 YAML 파일 형태로 명확히 정의한다. 해당 규칙은 에이전트의 추론 과정 외부에서 강제되므로, 에이전트가 해킹당하는 상황에서도 사전에 정의되지 않은 명령을 원천적으로 차단한다. Privacy Router로 에이전트가 외부로 보내는 모든 쿼리를 실시간으로 감시하여 개인 정보를 클라우드 API로 전송하려고 하면 이를 자동으로 차단하거나 내부 모델로 우회시킨다. Security Sandbox는 에이전트의 실행 환경을 커널 수준에서 격리한다. 하나의 에이전트에서 보안 사고가 발생하더라도 기업 전체의 인프라에 피해가 확산되는 것을 방지한다.

또한 NVIDIA Agent tool Kit 소프트웨어를 활용해 단일 명령으로 Openclaw를 최적화 할 수 있도록 제공하며 엔비디아 하드웨어뿐만 아니라 AMD와 인텔 프로세서에서도 구동되어 높은 확장성을 지닌다.

AI 사용이 곧 경쟁력

기업들이 AI 에이전트를 얼마나 많이, 그리고 어떤 방식으로 사용할지에 대한 통찰은 젠슨 황의 토큰 예산 발언에서 찾을 수 있다. 그는 2026년 3월 팟캐스트에서 현대적인 엔지니어의 생산성 평가 기준이 바뀌어야 한다고 주장했다. 그는 연봉 50만 달러의 엘리트 엔지니어가 연간 25만달러 수준의 AI 토큰을 소비하지 않는다면 깊이 우려스럽다고 말했다. 이는 엔지니어 한 명의 역량이 더 이상 개인의 코딩 실력이 아니라 얼마나 많은 AI 에이전트를 효과적으로 지휘하여 토큰을 가치로 전환하느냐에 달려 있음을 강조한 것이다. 그는 연봉의 일부를 토큰으로 추가 지급하겠다는 구상까지 밝혔다.

이러한 움직임은 메타에서도 확인된다. 메타는 직원 간 AI 토큰 사용량을 비교하는 리더보드를 도입하여 성과를 측정하는 것으로 알려졌다. 이는 기업의 생산성 지표가 기존의 인간의 산출량에서 AI 기반 작업량으로 변화하고 있음을 보여주는 사례다.

도표 44. 엔비디아 Nemoclaw



자료: NVIDIA, 하나증권

도표 45. 젠슨황 팟캐스트



자료: ALLINPODCAST, 하나증권

모든 워크플로우는
AI-Native로 재구성될 것

2025년부터 글로벌 기업들은 시가 실질적인 생산성 향상을 가져오고 있음을 인정했다. 4월 마이크로소프트의 CEO 나델라는 사내에서 생성되는 코드의 30%가 AI에 의해 작성되고 있음을 밝혔다. 알파벳의 CEO 순다르 피차이 역시 실적발표에서 신규 코드의 30% 이상을 AI가 생성하고 있다고 발표했다. 회사 내부의 개발 환경에서도 AI 코딩 프로세스를 인정하고 적극적으로 활용하여 혁신을 추구하고 있음을 공식화한 것이다. 초기에는 기존 업무 방식에 AI를 접목하는 형태로 사용하겠지만, 장기적으로는 모든 워크플로우가 AI-Native로 재구성될 가능성이 높다.

AI 에이전트의 영향은
모든 산업으로 확산

AI의 에이전트의 영향은 모든 산업에 확산될 것으로 예상된다. 만약 영향이 확산되지 못한다면 현재 시장의 AI에 대한 기대감은 버블이다. 우선 아트워크, 코딩, 고객지원(CS) 등 다양한 직무에까지 파고들고 있으며 이는 곧 중간관리자의 역할 감소로 이어진다. 향후 피지컬 시가 도입되면, 생산직의 축소→관리자 감소라는 구조 역시 반복될 가능성이 높다. 결국 산업과 무관하게, 대부분의 기업들은 보다 효율적이고 축소된 조직 구조로 재편될 수밖에 없을 것이다.

AI Native 기업 탄생 예상

AI 에이전트의 발전은 매년 빨라지고 있고 새로운 서비스가 매주 출시된다. 기업들은 아직까지 이를 생산성 향상을 위한 도구로 활용하는 중이다. AI 에이전트로 기존 작업의 능력을 개선하지만 결국 최종 결정과 책임은 관리자가 지는 방식이다. 이는 B2B AI-Native로 가는 일시적인 과도기일 뿐이며 결국 AI 에이전트가 자율적으로 업무를 수행하는 기업들이 탄생할 것으로 전망한다.

도표 46. AI B2B 혁신 4단계

마지막 4단계는
AI-Native



자료: Upstage, 하나증권

AI의 영향을 공식화하는 움직임

기업들은 이미 AI의 발전으로 일부 인력을 대체하거나 핵심 리소스를 집중하겠다는 전략을 공식화하고 있다. 코인베이스는 AI Native 기업으로 거듭나야 한다는 목표 아래 전체 인력의 14%를 감축했다. 메타 역시 효율성의 해를 표방하며 인력의 10%를 줄이는 대규모 감원에 나섰다. 실제 AI 에이전트가 온전히 적용되면 이런 움직임은 더욱 가속화 될 가능성이 높으며, 소수의 인원과 다수의 에이전트로 높은 성과를 내는 벤처 기업들이 다수 등장할 것으로 전망한다.

핀테크 기업 블록은 전체 인력의 40%(약 4,000명)을 감축하는 파격적인 구조조정안을 발표했다. CEO 잭도시는 훨씬 더 작은 규모의 팀이 더 많은 일을 수행할 수 있는 환경이며 AI 도구의 기능이 매주 빠르게 발전하고 있음을 강조했다. 그는 '대부분의 기업들이 이미 늦었다고 생각하며, 앞으로 1년 안에 대다수의 기업들이 같은 결론에 도달하고 비슷한 구조적 변화를 단행할 것이라고 믿는다'고 말했다.

국내에서는 작년 11월 크래프톤이 AI First 기업으로의 전환을 발표하고 창사 이래 처음으로 전 직원 대상 자발적 퇴사 선택 프로그램을 도입했다. AI 기술로 인한 게임 산업의 급변 속에 구성원이 조직 내 변화 방향에 맞출지 혹은 외부 성장을 도모할 지 선택할 기회를 주기 위함이라고 밝혔으며 이후 신규 IP 및 AI 관련 인력을 제외한 전사 채용 동결을 택했다.

도표 47. 채용, 구조조정에 AI 영향을 공식화한 기업

기업명	조치
Coinbase	• AI Native 조직 지향. 14% 감축
Salesforce	• 자사 AI 플랫폼 'Agentforce' 도입으로 업무 생산성 30% 향상
Shopify	• 신규 채용 시 'AI 대체 불가능성' 입증 필수 (검증 프로세스 도입)
Duolingo	• 번역가, 콘텐츠 작성자 등 AI 대체 가능 직군 점진적 해고
Fiverr	• AI 도구 숙련자만 선별 채용하는 'AI 퍼스트' 채용 방침
Klarna	• AI 챗봇이 상담원 700명 역할 수행. 효율 확보 후 전문직 채용 재개
IBM	• AI로 인사 행정 자동화. 절감 재원을 SW 엔지니어·영업에 재투자
Microsoft	• 전 세계 인력의 3% 감축. 관리 계층 축소 및 AI 조직 중심 재편
Amazon	• 창고 로봇 'Vulcan' 등 자동화 가속. 향후 10년 채용 곡선 완화
Block	• 전체 인력의 40% 감축. AI 툴 도입으로 운영 효율 극대화 선언
CrowdStrike	• AI 통합 운영으로 전체 직원의 5% 감축 및 효율성 향상
WiseTech	• AI 기반 플랫폼 유지보수 체계 구축으로 대규모 인력 감축
크래프톤	• AI First 기업 전환. 자발적 퇴사 프로그램 진행

자료: 하나증권

(5) SaaSocalypse 진행 상황**2026년 상반기,
SaaSocalypse 대두**

2026년 상반기, Claude의 혁신과 함께 지난 20여년간 기술 혁신을 주도해 온 SaaS(Software as a Service)에 대한 우려가 심화되고 있다. 현재 시장은 AI 에이전트가 직접 서비스를 설계하고 API를 통해 행동하기 시작하면서 인간 중심의 GUI(Graphic User Interface) 기반 SaaS(Software as a Service) 모델의 붕괴 가능성에 주목한다. 마이크로소프트를 포함하여 세일즈포스, 어도비, 서비스 나우 등 대표적인 SaaS 기업들의 주가는 저조한 수익률을 기록 중이다.

에이전트 중심의 실행 시대

마이크로소프트의 CEO 사티아 나델라는 2024년 12월 이미 에이전트 시대에 전통적인 SaaS 시대가 가고 에이전트 중심의 통합 실행 시대가 올 것이라 언급했다. 전통적인 SaaS는 사용자가 특정 업무를 수행하기 위해 고도로 설계된 GUI에 직접 접속해야 한다는 전제하에 구축되었다. 그러나 자율성을 가진 에이전트는 API를 통해 데이터베이스를 조작하고, 시스템을 설계하고 데이터베이스를 재구성하여 결과를 도출하므로 해당 GUI의 가치는 떨어진다. 또한 Openclaw를 비롯한 AI 에이전트는 Skill과 API를 조합하여 SaaS의 기능을 수행할 수 있다.

전통 SaaS의 변화

전통의 SaaS 기업들은 AI 에이전트 서비스 제공자로 진화하고 있다. 에이전트가 사용할 수 있는 형태의 제품도 점차 출시될 것으로 예상되며 채택된 SaaS 기업들이 다음 발전의 수혜를 볼 수 있을 것이다. 이러한 변화는 SaaS의 구매 및 판매 방식에 큰 영향을 미친다. 에이전트의 생산활동이 수동 상호 작용을 대체함에 따라 기존의 사용자당 월별 라이선스 모델은 구시대적인 것이 되어가고 있다. IDC는 2028년까지 순수 사용자 수 기반 가격 책정 방식이 사라지고 소프트웨어의 70%가 소비, 성과 또는 조직의 역량과 같은 새로운 가치 지표를 중심으로 가격 전략을 재구성할 것으로 예측하고 있다.

실제로 주요 SaaS 벤더들은 사용량 기반(Usage-based) 모델, 성과 기반(Outcome-based) 모델을 도입하여 대응 중이다. 사용량 기반 모델은 API 호출, 컴퓨팅 시간, 데이터 처리량 등 사용량에 따라 비용을 청구한다. 성과 기반 모델은 AI 에이전트가 고객에게 제공한 서비스의 완료를 기준으로 비용을 책정한다.

도표 48. AI 에이전트 가격 모델 예시

AI 에이전트	가격 예시	가격 모델	과금 단위
세일즈포스 Agentforce	대화 1회당 \$2	사용량 기반	워크플로우 단위
마이크로소프트 Copilot	시간당 \$4	사용량 기반	액션 단위
GPT Researcher	리서치 1건당 약 \$0.4	사용량 기반	액션 단위
OpenAI Operator	입력: 100만 토큰당 \$15 출력: 100만 토큰당 \$60	사용량 기반	액션 단위
Intercom - Fin AI Agent	성공적 해결 1건당 \$0.99	성과 기반	작업 완료
Zendesk AI	성공적 해결 1건당 과금	성과 기반	작업 완료

자료: 삼성에스디에스, 하나증권

LLM 사업자의 변동비 구조

이들 역시 변화하고 있는 SaaS 기업들과 마찬가지로 사용량 기반 모델을 채택하고 있다. 다만 이러한 방식으로 과거 SaaS 기업들이 누렸던 고수준의 이익 레버리지를 확보할 수 있을지는 의문이다. 전통적인 SaaS는 개발 및 배포 후 추가 비용이 거의 없어 80%~90%의 매출총이익률을 기록할 수 있었다. 반면 AI 서비스는 모든 요청마다 연산 자원이 소모되는 변동비 구조를 가진다. 매출이 증가함에 따라 클라우드 인프라 비용(추론 비용)이 선형적으로 증가하므로 규모의 경제를 통한 이익 레버리지 확보가 제한적이다.

AI 에이전트는 LLM 모델의 API를 연결하여 사용한다. 철저히 사용량 베이스로 매출이 발생하며, 가격 경쟁력이 있는 모델이 개발되었을 때 사용자가 실시간으로 모델을 교체할 가능성이 높아 로열티가 낮다. 월 결제 후 실제로 쓰지 않아 발생하는 이익도 발생하지 않는다.

기회는 결국
변화에 맞춰 대응하는 기업의 것

결국 부가가치를 발생시킬 수 있는 수익 모델의 확보하지 않으면 과거의 SaaS 기업들이 누렸던 영광은 전통의 SaaS 기업도, LLM 사업자도 누릴 수 없는 구조다. 1) 플랫폼화를 통해 트래픽에 비례한 광고/커머스 수익을 확보하는 방법, 2) 고정비 투자를 집행하더라도 데이터 센터를 직접 보유하여 레버리지를 일으키는 방법 등이 후보다. 물론 인간 중심의 시장에서 에이전트 중심 시장으로 변모하여 Q가 폭발적으로 증가할 가능성이 있어 낮은 이익률로도 충분한 수익을 기대 할 수 있다. 결국 아직 과도기에 있는 상황으로 정답은 정해지지 않았다. 변화에 발맞춰 발 빠르게 대응하는 기업들에 기회는 열려 있다.

(6) 네이버/카카오 점검

네이버의 AI

네이버와 카카오는 2025년 하반기부터 AI 서비스 출시, 2026년 본격적으로 전 서비스에 AI를 입히고 있다. 올해 하반기는 양 사의 서비스가 국내 사용자 트래픽을 확보하여 글로벌 서비스로부터 방어할 수 있는지 확인하는 시점이다.

네이버는 2025년 3월 AI 브리핑을 출시했고 연말 기준 쿼리의 20%까지 적용을 확대했다. 2026년에는 쿼리의 40%까지 점진적으로 늘려갈 계획이다. 2026년 2월에는 쇼핑 AI 에이전트, 4월에는 AI 탭을 출시했다. AI 탭은 6월 전체 사용자 대상으로 확대할 예정이며 AI 브리핑과 연계하여 기존 단순 검색 경험을 AI 탐색으로 확장시킬 예정이다. 이는 구글의 AI 오버뷰와 연계하여 기존 단순 검색 경험을 AI 탐색으로 확장시킬 예정이다. 이는 구글의 AI 오버뷰-AI 모드와 유사한 형태다. 구글은 해당 방식으로 검색의 성장을 이미 증명했다. 네이버의 서비스에서도 같은 효과를 기대한다.

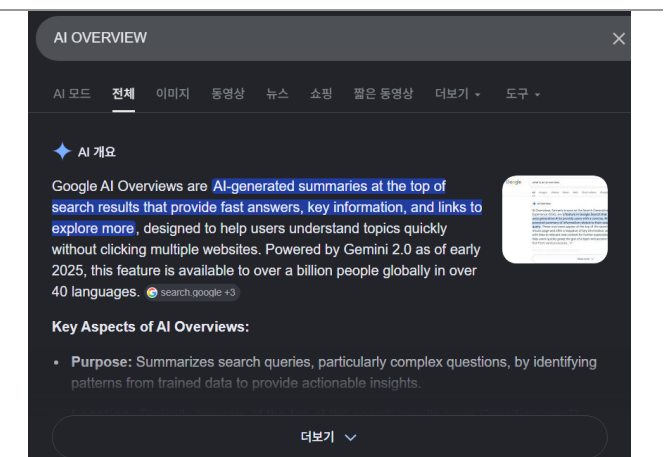
네이버의 강점은 커머스, 페이지를 내재화하고 있다는 점이다. 커머스 국내 2위 사업자로서 이미 충분한 셀러들을 확보했고, 자체 결제인 페이도 보유했다. 글로벌 플랫폼들과 달리 즉시 AI 탭 내에서 결제하는 경험을 제공할 수 있다. 하반기 네이버의 AI 서비스가 충분한 트래픽만 확보한다면 국내 온라인 광고/커머스 시장 내 점유율 확대를 전망한다.

도표 49. 네이버 AI 브리핑



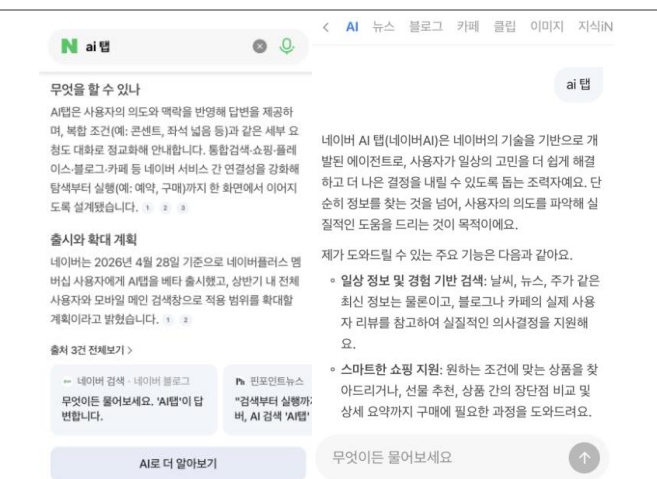
자료: NAVER, 하나증권

도표 50. 구글 AI 오버뷰



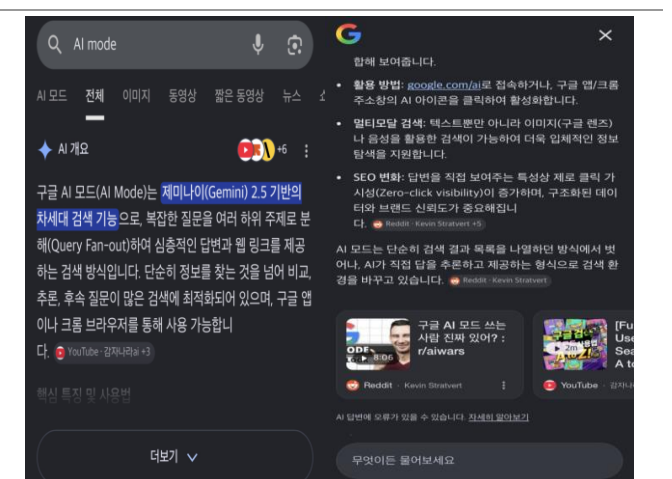
자료: Google, 하나증권

도표 51. 네이버 AI 브리핑-AI 탭. AI 브리핑에서 확장 가능



자료: NAVER, 하나증권

도표 52. 구글 AI 오버뷰-AI 모드. AI 오버뷰에서 즉시 확장



자료: Google, 하나증권

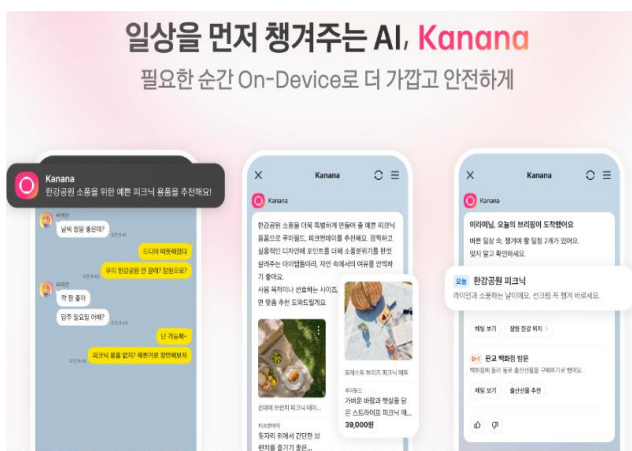
카카오의 AI 카카오는 전국민을 위한 AI 에이전트를 위해 2가지 서비스를 출시했다. 카나나 인 카카오톡 일상 에이전트이며 ChatGPT 포 카카오는 탐색 수요까지 포괄하는 에이전트다. 카나나 인 카카오톡은 3월 안드로이드까지 정식 출시를 마쳤다. 서비스 초기 단계이기에 정확성을 높이는 작업을 진행 중이다. 2025년 10월 출시한 ChatGPT 포 카카오는 누적 가입자 1,100만 명을 돌파했으며 전분기 대비 MAU는 2배 이상 증가했다. 사용자 저변 확대를 위해 ChatGPT Go 플랜을 카카오톡에 적용할 예정이다. 결국 해당 서비스들이 사용자 경험을 유의미하게 개선하고 글로벌 서비스 대비 차별성을 갖기 위해서는 에이전트 추천, 주도 하에 앱 내에서 결제까지 수행하는 에이전트 커머스가 구현되어야 한다.

카카오 역시 커머스, 페이를 갖췄기에 네이버와 같이 즉시 결제 경험을 제공할 수 있다. 카카오의 과제는 1) 글로벌 파트너사들과 협업하여 충분한 커머스/서비스 풀을 갖추고 2) 편의성을 지닌 심리스 에이전트를 구축하는 것이다. 외부 파트너사들과의 협업은 8월 이전에 가시화될 것으로 보인다.

네이버/카카오의 다른 전략. 성과를 내야한다는 공통점

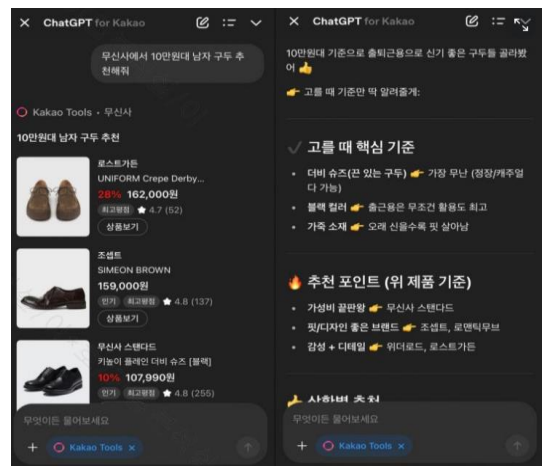
양 사는 각자의 방식으로 AI 투자를 진행 중이다. 과정에서 차이는 있지만 성과를 내야한다는 결론은 동일하다. 네이버는 적극적으로 GPU 투자를 집행, B2B, B2C 클라우드 부문도 강화하고 있다. 카카오는 효율적인 B2C 서비스에 집중하기로 결정하고 클라우드 서비스를 사용, 투자는 최소화한다는 점에서 차이를 보인다.

도표 53. 카카오톡 카나나. 3월 정식 출시



자료: KAKAO, 하나증권

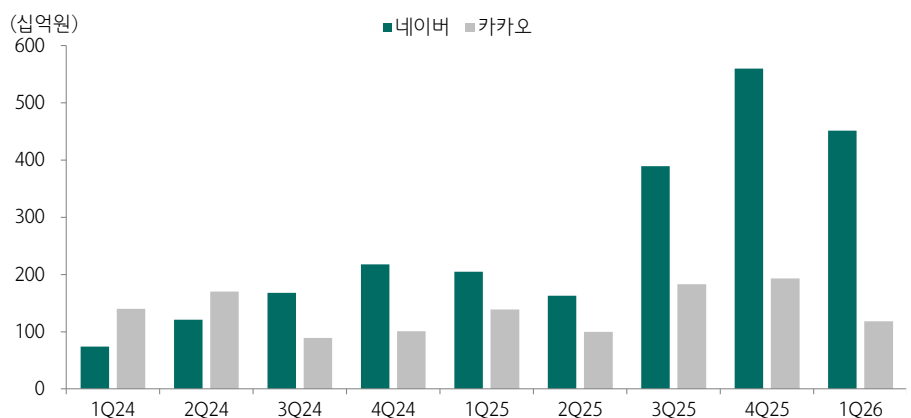
도표 54. ChatGPT 포 카카오 내 카카오톡즈



자료: KAKAO, 하나증권

도표 55. 네이버, 카카오 CapEx 비교

3Q25부터 네이버 급증. 카카오는 유지



자료: Upstage, 하나증권

3) 디지털자산, 플랫폼의 강점은 분명하다

(1) 하반기, 빅웨이브가 온다

블록체인은
AI 에이전트와 RWA의
필수 인프라

하나증권은 3월 17일 발간한 「BLOCKCHAIN, NEW WORLD(AI 에이전트와 토큰화 경제가 가져올 멋진 신세계)」에서 블록체인은 AI 에이전트와 RWA의 필수 인프라이며 새로운 인프라로의 전환은 미국 정부의 국채 수요 창출을 위함이나 결제 비용 절감과 같은 일부 이해관계나 효율화라는 목적성이 아닌 기술적 당위성에 기초한다고 설명했다. AI 에이전트는 결국 무수히 많은 코드의 집합이다. 에이전트 네이티브 생태계에서 병목이 없기 위해서는 결제 레일, 화폐도 코드로 구성되어야 한다. RWA는 모든 자산의 토큰화를 의미한다. 블록체인 위 온보딩되어 인터넷을 통해 통합 인프라로 관리할 수 있다. 블록체인, 디지털자산이 필요한 이유다

새로운 금융 인프라

2026년은 디지털자산 시장이 단순 투기 대상이 아닌 실질적인 효용 중심의 금융 인프라로 안착하는 변곡점이다. 이러한 대전환의 중심에는 AI 에이전트와 RWA(Real World Asset)라는 두 축이 있다. 해당 영역은 각각 자산의 대행 권한과 범위를 확장하여 실물 경제를 디지털 환경으로 전환시키며 스테이블코인은 새로운 금융의 화폐로 진화하고 있다.

AI Agent(Artificial Intelligence Agent)는 단순한 조건문을 넘어 외부 데이터를 학습하고 스스로 위험을 예측 및 판단하는 적응형 스마트 컨트랙트로 진화했다. 인간의 개입 없이 자율적으로 포트폴리오를 관리하고 연산 자원을 구매하며 생산활동의 주체로서 에이전트 간 (A2A, Agent to Agent) 거래를 발생시키는 경제의 핵심 주체로 성장하고 있다.

RWA(Real World Asset)로 부동산, 국채, 사모펀드 등 전통 금융 자산들이 블록체인 위로 온보딩되고 있다. 2026년 4월 스테이블코인을 제외한 온체인 RWA의 가치는 300억달러를 돌파했다. 2026년 하반기 미국 주식을 시작으로 글로벌의 모든 자산들의 토큰화가 시작된다.

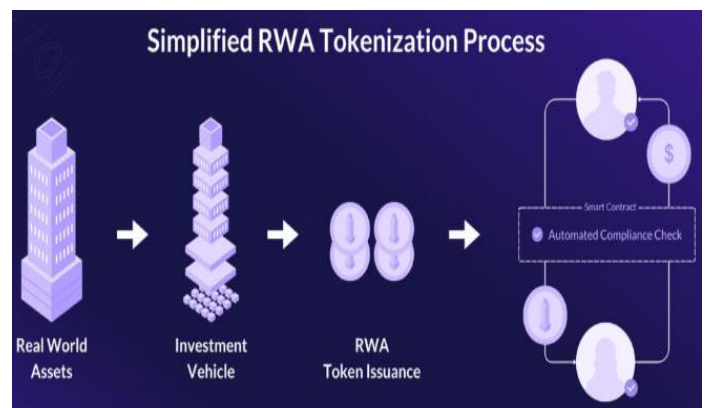
도표 56. AI 에이전트 블록체인 플로우

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



자료: Nikhil Kassetty, 하나증권

도표 57. RWA 플로우



자료: tokeny, 하나증권

(2) 최접점 플랫폼의 역학적 우위

탈중앙화의 역설
더 거대한 중앙의 탄생 가능성

블록체인 기술의 태생적 목적은 중앙화된 권력을 해체하고 신뢰의 민주화를 이루는 탈중앙화에 있다. 블록체인의 최초 구현체인 비트코인의 목표도 중앙 기관에 대한 '신뢰'가 아닌 코드에 의한 '증명'으로 작동하는 결제 시스템을 구축하는 것이다. 빅테크들도 시라는, 누구나 컴퓨팅 기반으로 생산을 할 수 있도록 하는 도구를 대중에게 보급하려고 한다는 점에서 궤를 같이한다고 볼 수 있다. 그러나 기술이 대중화되고 제도권에 편입되면서 이는 역설을 낳는다. **제도가 블록체인과 AI 기술에 대해 무제한적 허용과 규제 완화를 선택한다면 역설적으로 사용자와 가장 가까운 접점을 장악한 소수의 초거대 플랫폼이 시장 전체를 흡수하는 독점적 구조가 형성될 가능성이 크다.** 더욱 거대한 중앙의 탄생을 이워진다는 의미다. 이를 방어하기 위해 제도가 필요하며 적정선을 찾기 위한 협상이 현재에도 진행 중이다.

전통적인 시장에서 하드웨어, 소프트웨어, 데이터, 금융 서비스는 분절되어 존재했다. 하지만 블록체인과 AI가 결합된 환경에서는 사용자의 모든 행동 경로를 하나의 심리스한 경험으로 통합할 수 있다. **블록체인은 행동을 영구적으로 기록하고, AI는 이를 해석하여 다음 경험을 제안 및 구현한다.** 여기서 승자독식의 원리가 작동하는 지점은 바로 사용자 인터페이스(UI/UX)라는 최접점이다. 향후 산업의 발전 과정에서 압도적인 역학적 우위를 지닐 수 밖에 없다.

사용자 최접점을
확보하기 위한 경쟁 전망

사용자가 스마트폰 OS나 AI 에이전트를 통해 모든 생산 활동, 경제 활동을 수행하게 되면 해당 플랫폼은 하부의 개별 서비스를 데이터 공급처나 실행 수단으로 전략시킨다. 예를 들어 사용자의 AI 에이전트가 최적의 환율을 찾아 스테이블코인으로 결제하고 자산을 운용한다면, 사용자는 하부의 블록체인 네트워크가 무엇인지, 어떤 은행의 API가 사용되는지 관심을 둘 필요가 없다. **결국 사용자 최접점에 있는 하드웨어(스마트폰, 웨어러블 등), 혹은 소프트웨어(AI 에이전트)를 장악한 플랫폼이 모든 경제적 부가가치를 흡수할 가능성이 있다.**

이는 이미 사용자 최접점을 확보하고 있는 하드웨어(애플, 삼성 등), 소프트웨어 플랫폼(알파벳, 메타, 네이버, 카카오 등)이 향후 블록체인, 에이전트 사업에서 경쟁력 우위를 지니고 있음을 의미한다. 이들의 블록체인, 에이전트 서비스가 진행되면 사용자들은 이전의 태동기 때와 다르게 큰 변화를 직접 체감하게 될 것이다. **네이버, 카카오의 디지털자산 시장 진출이 단순히 테마에 편승하는 것이 아니라 새로운 성장 동력을 확보하는 큰 변곡점으로 보는 이유다.** 이러한 과정에서 현재 하위 플랫폼으로 기능하는 서비스들이 상위 플랫폼으로 계층을 옮기기 위한 시도 역시 증가하는 경쟁의 시대가 펼쳐질 것으로 전망한다.

(3) 국경 없는 인프라, 규제의 역설

결국 규제는 수렴할 것

현재 시장 개화 단계이기에 규제 강도의 큰 차이가 있으나 결국 속도의 차이가 있을 뿐 규제를 낮추고 산업을 촉진시킨 국가의 규제 수준으로 수렴할 가능성이 높다. 인터넷이라는 인프라는 국경이 없다는 특성을 갖고 있다. 이는 국가별 규제의 장벽을 더욱 낮게 만든다. 블록체인 기반 자산과 AI 에이전트는 물리적 위치에 구속되지 않기에 법적 강제력이 떨어진다. 만약 특정 국가가 엄격하게 규제를 하더라도 자본과 기술은 규제가 상대적으로 완화된 지역에서 이동하여 영향력을 키울 수 있다.

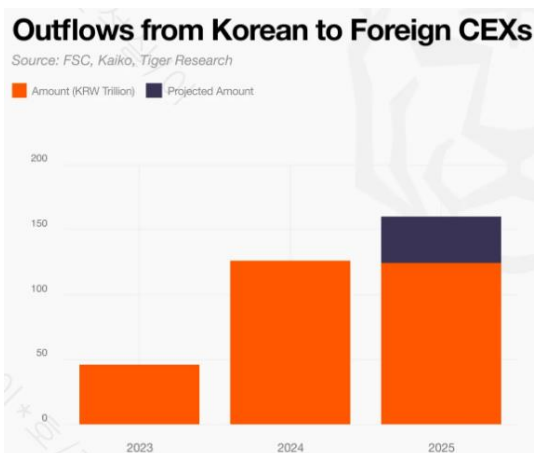
중국 인터넷, 한국 해외 유출 사례

실제로 중국은 만리방화벽으로 구글, 유튜브 등 해외 서비스를 엄격히 차단하고 있지만 많은 사용자와 비즈니스 주체들은 VPN(Virtual Private Network)이나 별도 프로토콜을 통해 글로벌 생태계를 활용한다. 한국 역시 디지털 자산 선물 거래나 레버리지 상품에 대한 국내 거래소의 규제가 지속되고 있지만 2025년 한 해에만 약 1,100억달러(160조원) 규모의 자산이 더 넓은 투자 선택권을 제공하는 해외 CEX로 이동하여 거래되었다는 수치가 있다. 개인 지갑을 통해 해외 DEX로 이동하여 거래된 금액까지 감안하면 더 큰 규모의 투자가 이뤄지는 중이다.

예측 시장, RWA 사례

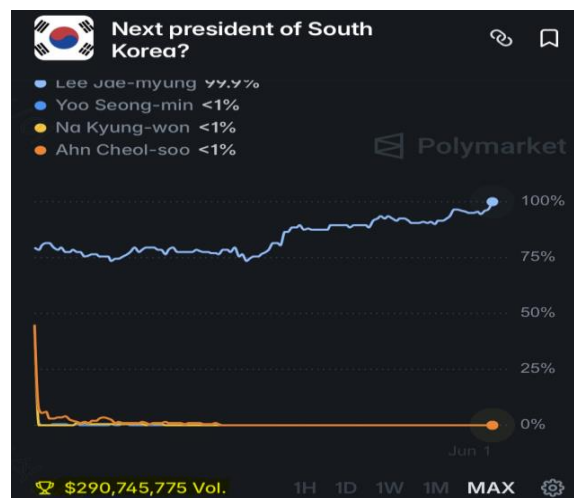
예측 시장과 RWA에서도 유사한 흐름이 나타난다. 폴리마켓에는 한국 지방선거 및 경제 지표 예측 마켓이 활성화되어 있으며 2025년 대선에는 약 3억달러의 베팅이 집계됐다. 모두 국내 사용자의 참여는 아니겠지만 분명히 존재함을 짐작할 수 있다. 또한 국내 토큰화 증권(STO, Security Token Offering) 제도가 통과되었지만 아직 시행되지 않았음에도 불구하고 국내 투자자들은 스테이블코인과 블록체인을 통해 글로벌 플랫폼에서 RWA를 구매할 수 있다. 심지어 선물 상품의 경우 10배 롱/숏 포지션도 가능하다. 금융의 인터넷화 과정에 이를 완전히 차단하는 것은 기술적으로 불가능하다. 결국 글로벌에서 국가의 규제는 기술의 확산을 차단하지 못하고 자본과 기술이 더 효율적인 환경을 찾아 이동하게 만드는 촉매제 역할을 하고 있다.

도표 58. 해외 CEX 유출 대금



자료: tiger-research, 하나증권

도표 59. 폴리마켓 2025 한국 대선. 누적 거래대금 약 3억달러



자료: polymarket, 하나증권

(4) 국내 진행 상황

국내 제도화 지연

국내에서는 ‘디지털자산기본법’으로 디지털자산, 스테이블코인에 대한 전반적인 규제 확립을 시도하고 있으나 수차례 지연되어왔다. 3분기에 제도화를 위한 절차가 재개될 것으로 예상된다. 디지털자산기본법에 대한 논의 과정에서 가장 중점적으로 다뤄지는 주제는 원화 스테이블코인이다. 국내는 글로벌 기준과 다르게 발행 주체의 지분 51%를 은행이 보유해야 한다는 기조로 진행되고 있다. 2025년 10월 한국은행에서 발간한 「디지털 시대의 화폐: 혁신과 신뢰의 조화: 원화 스테이블코인의 주요 이슈와 대응방안」 보고서에서는 ‘은행권 중심 컨소시엄에 비은행 기업이 참여할 수 있으며, 은행이 스테이블코인을 발행하더라도 빅테크 플랫폼에서 스테이블코인의 유통이 가능하다’고 언급했다. 또한 USDC-코인 베이스 사례를 통해 스테이블코인 발행사는 준비자산 운용 수익을 유통에 참여한 빅테크 기업이나 가상자산 거래소 등과 리워드 형태로 나누고, 플랫폼 기업들도 스마트계약 등 혁신 기술을 통해 추가 수익을 획득할 수 있을 것’이라고 말했다.

미국과 유사한 형태로 전개 가능성

디지털자산기본법에서 스테이블코인 발행 주체에 대한 기준 설정은 글로벌 기준과 다르지만, 결국 산업화 형태는 미국과 유사한 형태로 전개될 가능성이 높다고 판단한다. 5월 미국 클래리티 액트 합의안에서는 핵심 쟁점이었던 스테이블코인의 보상 관련하여 유통 플랫폼이 단순 보유가 아닌 네트워크 내 실제 사용, 활동에 따른 보상은 허용된다고 결론지었다. 클래리티 액트가 마크업 이후에도 상원 처리 및 발의까지 일정이 남아있지만 디지털자산기본법보다 빠르게 진행될 가능성이 높기에 해당 내용을 국내도 준용할 것으로 보인다.

도표 60. 한국은행 보고서 일부 발췌

⑥ 은행권 중심의 초기 도입 전략을 채택할 경우 원화 스테이블코인 관련 산업의 육성을 제약하는 것은 아닌지?

은행권 중심의 단계적인 도입 전략은 혁신을 지원하면서도 스테이블코인의 잠재적 리스크를 최소화하여 스테이블코인 관련 산업의 안정적 육성을 지원하는 것을 목표로 한다.

비은행기업에게 퍼블릭-비허가형 분산원장 기반 스테이블코인 발행을 전면 허용할 경우 자금세탁, 소비자 보호, 금융안정 측면에서 다양한 부작용을 초래할 수 있다. 반면, 은행권 중심의 도입 전략은 제도적 신뢰와 시장 수용성을 높이는 데 유리하다. 은행은 이미 자본적 지위와 시장 지배력을 이용해 결제와 지급 과정에서 자사 스테이블코인의 사용을 어떤 형태로든 계열사, 하청 및 제휴 업체 등에게 사실상 강제할 위험성도 배제할 수 없다.

또한 스테이블코인 생태계의 특성상 스테이블코인의 발행과 유통이 단일 주체에 의해 이루어져야 할 필요는 없다. 실제로 페이팔 스테이블코인(PYUSD)의 경우 발행사는 팍스스라는 신탁회사가, 유통 시스템은 페이팔 네트워크가 담당하고 있으며, USDC의 경우 발행사는 씨클이, 유통 시스템은 코인베이스 거래소가 담당하며, 최근에는 VISA 카드 네트워크로의 유통 채널 확장이 이루어지고 있다.

전문성에 따른 분업 구조를 통해 스테이블코인 발행사는 준비자산 운용 수익을 유통에 참여한 빅테크 기업이나 가상자산 거래소 등과 리워드 형태로 나누며, 플랫폼 기업들도 스마트계약 등 혁신 기술을 통해 추가 수익을 획득할 수 있을 것이다.

따라서 빅테크는 자체 플랫폼에서 스테이블코인의 유통이 가능하므로 반드시 이들 기업이 스테이블코인을 직접 발행해야만 관련 산업이 성장하고 혁신이 촉진된다고 보기는 어렵다.

자료: 한국은행, 하나증권

도표 61. 클래리티 액트 합의안 - 활동 기반 보상 허용

19	(c) PROHIBITION ON INTEREST AND YIELD.—
20	(1) IN GENERAL.—No covered party shall, directly or indirectly, pay any form of interest or yield
21	(whether in cash, tokens, or other consideration) to
22	a restricted recipient—
23	
1	(A) solely in connection with the holding of
2	such restricted recipient’s payment stablecoins;
3	or
4	(B) on a payment stablecoin balance in a
5	manner that is economically or functionally
6	equivalent to the payment of interest or yield on
7	an interest-bearing bank deposit.
8	(2) ACTIVITY-BASED OR TRANSACTION-BASED
9	REWARDS AND INCENTIVES PERMITTED.—
10	(A) IN GENERAL.—The prohibition under
11	paragraph (1) shall not apply with respect to
12	rewards or incentives based on bona fide activities or bona fide transactions that are not economically or functionally equivalent to the payment of interest or yield on an interest-bearing bank deposit pursuant to the regulations promulgated under paragraph (3).
13	
14	
15	
16	
17	

자료: binance, 하나증권

(5) 스테이블코인의 필요성

스테이블코인이 필요한 이유

블록체인 생태계에서는 AI 에이전트가 내린 의사 결정이 즉각적인 가치 이전으로 이어지고, RWA가 실시간으로 발행, 정산될 수 있다. 물론 BTC, ETH와 같은 코인이나 기타 토큰들로 거래를 할 수 있겠지만 해당 화폐들은 변동성을 내재하고 있기에 표준화된 거래 수단으로 부적합하다. **가격 변동성이 통제된 코드로 이뤄진 화폐, 스테이블코인이 필요하다.**

스테이블코인,
법화 준거형 스테이블코인

스테이블코인(Stable Coin)은 블록체인상에서 가치 변동성을 최소화하도록 설계된 디지털 자산이다. 크게 법화 준거형, 가상자산 담보형, 상품 준거형, 알고리즘형이 있으나 현재 제도화를 통해 표준화가 되고 있는 법화 준거형 스테이블코인에 국한하여 설명한다.

법화 준거형 스테이블코인은 미국 달러와 같은 법정화폐와 1대1의 가치를 유지하도록 페깅(고정, Pegged)된 자산이다. 기존 금융의 신뢰와 블록체인의 프로그래밍 가능성을 결합한 형태를 띤다. 발행사는 발행한 코인의 수량만큼 실제 법정화폐나 현금성 자산(ex 미국 국채, 레포 등)을 은행 등 안전한 금융기관에 예치하여 가치를 뒷받침한다. 사용자가 원하는 시점에 언제든지 코인을 반납하고 실제 법정화폐로 바꿀 수 있는 권리가 보장된다.

USDT 64%, USDC 28%

글로벌 스테이블코인 시장의 99%는 달러 스테이블코인이다. 대표적으로 테더의 USDT와 서클의 USDC가 해당한다. 양 사는 스테이블코인 시장 점유율을 각각 64%/28%를 차지하며 양분하고 있다.

USDT는 2014년 출시 이후 대부분의 디지털자산 거래소의 기축 통화로 통용된다. 2025년 4분기 보고서 기준 USDT의 전체 준비금은 약 1,929억달러로 발행량(1,866억달러) 대비 초과 준비금을 보유하고 있다. 발행 초기에는 준비금 구성이 불투명했으며 기업어음 중심으로 구성되어 안정성에 대한 비판이 컸으나 현재는 76%를 현금성자산으로 보유한다. 미국 국채 보유액은 1,220억달러이며 역레포(Reverse Repo) 포함 시 총 1,410억달러에 달해 국가를 포함한 미국 국채 보유 순위에서 17위를 기록했다.

USDC는 2018년 서클과 코인베이스의 합작사인 센터 컨소시엄을 통해 출시됐다. 테더의 불투명한 준비금 운영에 대한 비판을 기회로 삼아 미국 금융규제를 준수하고 매일 외부 회계법인의 감사를 받는 투명한 스테이블코인을 표방하여 시장에 빠르게 침투했다. 발행량의 100%를 현금성 및 미국 단기 국채로만 보유하여 높은 투명성과 규제 준수를 보인다.

도표 62. 스테이블 코인의 유형

유형	준거·담보형			알고리즘형
	법화 준거형	가상자산 담보형	상품 준거형	
개요	발행액에 상응하는 준비자산을 담보로 비축함으로써 다른 통화·자산에 준거하는 교환 비율 이행			스마트 컨트랙트 알고리즘으로 토큰 수급 조율해 가격 유지
가격 준거	법화	법화	상품 준거형	법화
준비자산(담보)	현금성자산	가상자산 담보형	상품 준거형	-
비고	준비자산은 현금, 예금, 단기국채, RP로 구성	가상자산의 변동성을 헷지하기 위해 파생상품 등 활용	-	-
사례	USDT, USDC, PYUSD	DAI	Tether Gold	Terra-Luna

자료: 하나금융연구소, 하나증권

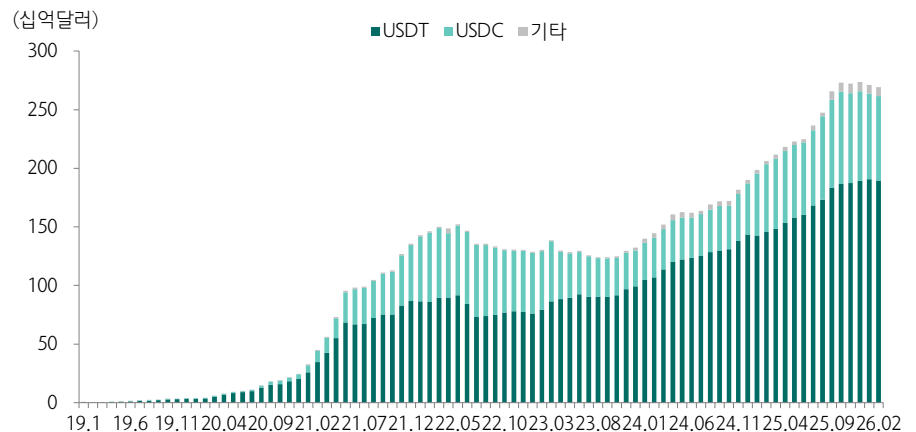
도표 63. 스테이블코인 관련 규제 현황

	미국(GENIUS Act)	EU(MICA)	일본(자금결제법)	한국
투자자	일반 가상자산 투자자에 대한 규제 내용과 동일			
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 토큰1)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 요구불예금만을 인정 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 우 선 지급	-	(자금이동업체) 보유자 우선변제권 보장	
공시 및 감사	총 발행량 및 준비금 내역 등을 포함하는 월별 보고서를 공인회계법인의 검토를 거쳐 공시. 동 보고서의 정확성에 대한 경영진의 증명서 등을 소관 규제기관에 제출	전자화폐토큰 및 발행자에 대한 정보를 포함한 가상자산백서를 작성 후 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

도표 64. 스테이블코인 발행량 추이

USDT 70%, USDC 27%



자료: Visa, 하나증권

(6) 서클-코인베이스 구조 파악

서클과 코인베이스, 시장 선도

향후 국내 스테이블코인 시장 구조를 전망하기 위해서는 서클-코인베이스에 대한 이해가 필수적이다. 서클-코인베이스는 USDC의 발행-유통을 담당하고 있으며 적극적으로 디지털 자산의 보급화를 선도하고 있다.

서클

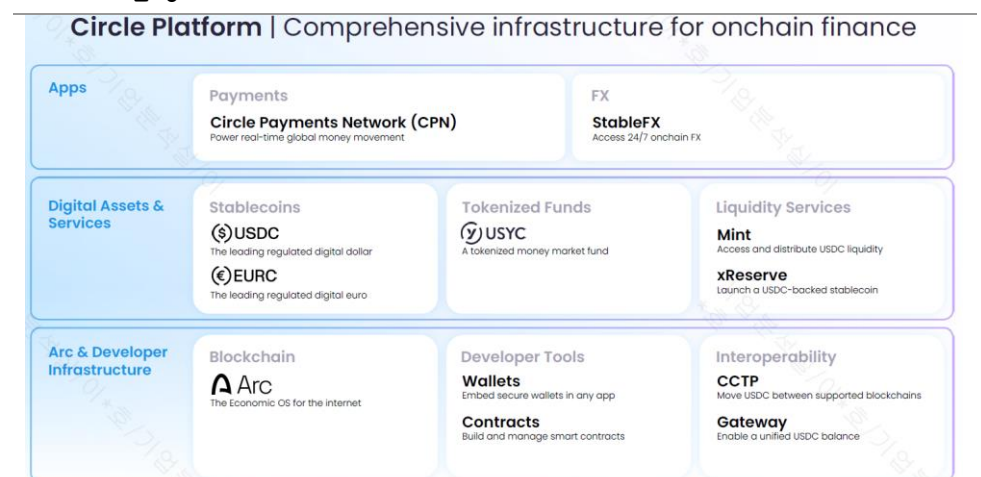
서클은 2013년 설립된 글로벌 2위 스테이블코인 USDC의 발행사다. USDC는 2019년 서클과 코인베이스가 결성한 컨소시엄 센트레를 통해 처음 시장에 등장했다. 2023년 센트레는 해체 이후 서클이 USDC의 발행 및 운영 권한을 단독으로 보유하며 코인베이스는 전략적 투자자이자 최대 유통망으로 기능한다. 코인베이스의 지원으로 USDC는 빠르게 성장하여 30%에 가까운 점유율을 확보했다. 이외에도 비자, 마스터카드, JP모건, 인튜이트 비자, 캐시업 등 전통 사업주들과 파트너십을 진행하며 빠르게 시장에 안착하고 있다.

스테이블코인 시장은 테더의 USDT가 64%, USDC 27%로 양 사가 양분하고 있다. 서클은 USDT의 불투명한 준비금 운영에 대한 비판 속에 규제를 준수하고 회계 감사가 투명한 스테이블코인을 표방하여 만들어졌기에 이미 철저한 감사를 수행하여 투명성을 확보했다. 미국의 GENIUS ACT 시행 시 스테이블코인 시장 내 USDC의 입지는 더욱 강화될 것으로 예상된다. 서클은 USDC가 향후 수년간 연평균 40%의 성장률을 보일 것으로 전망한다.

2025년 기준 서클 매출의 96%는 스테이블코인 준비자산 운용에서 발생하는 이자수익이다. 은행 예치, 채권 투자, 자체 준비금 펀드에서 발생하는 이자로, USDC 발행이 증가하면 늘어난 준비금만큼 추가 이자 수익이 발생하는 구조다. 금리에 따라 수익이 크게 변동하며 1분기 준비금 수익률은 3.5%다. 비용에서 특이사항은 준비금 수익의 코인베이스향 배분이다. 코인베이스 플랫폼 내 보관된 USDC 이자수익의 100%, 그 외 유통에서 발생하는 이자 수익은 50%를 코인베이스가 가져간다. 해당 계약은 3년마다 갱신되며 2026년 갱신 예정이나 근본적인 협력관계이기에 큰 변동은 없을 것으로 보인다.

이외에도 유로 연동형 스테이블코인 EURC를 발행하고 있으며 해시노트를 인수하여 미국 채 RWA USYC를 운용한다. USDC 전용 이더리움 호환 레이어 1 체인 ARC를 테스트 중으로 USDC를 가스비로 사용할 수 있도록 환경을 제공하여 시장을 확장시킬 계획이다.

도표 65. 서클 생태계



자료: Circle, 하나증권

서클의 강점

서클의 최대 강점은 코인베이스와의 끈끈한 연대다. 센트레 컨소시엄은 해체되었으나 서클이 발행하고 코인베이스가 유통하는 독점적 생태계는 영향력을 더욱 키워가고 있다. 코인베이스는 서클의 지분 약 4%를 보유한 것으로 추정되며 USDC 준비금 수익을 양사가 명확히 배분하는 구조를 통해 동반 성장하는 모습이다. 글로벌 2위 디지털자산 거래소에서 USDC는 기본 교환 화폐로 기능하며 지갑 사용자는 별도 절차 없이 USDC를 사고 팔거나 앱 내에서 결제할 수 있다. 코인베이스가 진출하는 국가마다 서클의 USDC가 법정화폐와 연결되는 통로 역할을 하여 발행량을 키워가고 있다.

AI 에이전트 시장 경쟁력 보유

2025년 4분기 실적발표를 기점으로 서클은 수백억, 수천억개의 AI 에이전트가 인터넷을 통해 상호작용하고 경제적 기능을 수행하는 세상의 초입에 있음을 강조하고 있다. 코인베이스가 개발한 x402는 AI 에이전트 경제의 표준으로 자리 잡았고 해당 프로토콜은 이더리움의 ERC-3009 표준을 채택하는 토큰만을 호환한다. 스테이블코인 시장의 최대 경쟁자인 USDT는 이를 채택하지 않기에 결제 수단으로 사용할 수 없다는 의미다. **결과적으로 현재 AI 에이전트의 99%는 USDC를 사용하여 결제를 수행하고 있으며, 앞으로 새로운 표준이 탄생하지 않는 이상 현재 구도에서 에이전트 경제가 활성화된다면 가파른 발행량 증가를 기대할 수 있는 구조다.**

도표 66. x402 지원 자산 설명

Reference SDK Support

The x402 reference SDKs are designed to be flexible and extensible:

EVM Support (@x402/evm)

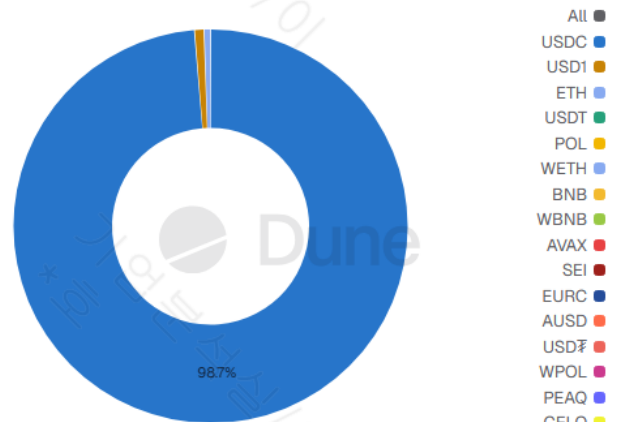
The @x402/evm package supports any EVM-compatible chain you configure, as long as the payment asset implements EIP-3009 (Transfer With Authorization). This includes:

- Any Ethereum L1 or L2
- Any EVM-compatible chain with a valid chain ID
- Any EIP-3009 compliant token (USDC, EURC, etc.)

자료: coinbase, 하나증권

도표 67. x402 내 결제 수단 비중. USDC가 99% 점유

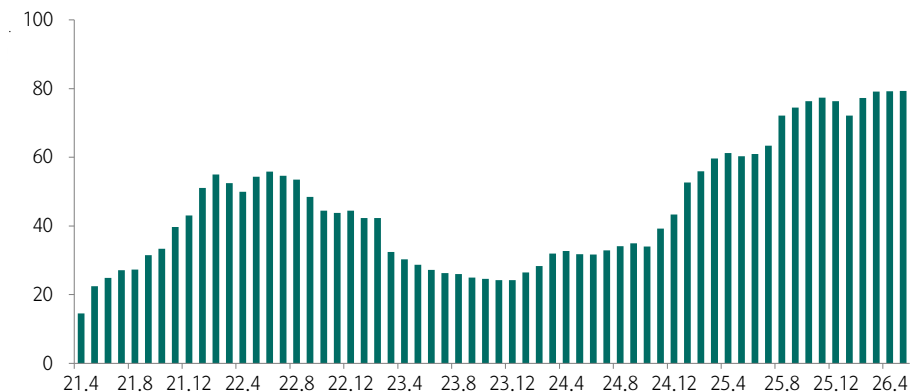
Volume(\$\$) by token (2025.10~) [x402] volume by token
EVM Chain Only



자료: dune, 하나증권

도표 68. USDC 발행량 추이. 현재 약 790억달러 수준

(십억달러)



자료: artemis, 하나증권

코인베이스 코인베이스는 2012년 설립된 글로벌 2위 디지털자산 거래소 기업이다. 초기 ‘누구나 쉽게 비트코인을 사고 팔 수 있게 한다’는 비전 아래 디지털자산 거래의 편의성을 증대시켰다. 2018년 서클과 함께 스테이블코인 USDC를 발행했으며 2021년 미국 나스닥에 상장했다. 현재 미국 내에서 가장 높은 신뢰도와 규제 적합성을 갖춘 거래소로 평가 받는다. 2026년 1분기 USDC 발행량의 25%를 보관하고 있으며 디지털자산 송금, 스테이킹, 보관 서비스를 제공하고 있다.

매출은 크게 1. 거래 수수료, 2. 구독/서비스 수수료로 구분된다. 거래수수료는 일반 사용자 및 기관 고객의 매수/매도에 따른 수수료 수익이다. 비트코인을 비롯한 디지털자산의 하락세, DEX 점유율 증가로 소비자 거래 수수료는 소폭 감소했으나 기관의 채택은 증가하는 모습이다. 구독/서비스 수수료에서 서클로부터 수취하는 스테이블코인 수익이 +48% 증가했으며 기타 구독 및 서비스도 +30%라는 높은 성장세를 보인다.

코인베이스의 비전

코인베이스는 ‘Everything Exchange’라는 비전으로 모든 투자 및 거래 상품을 온체인에서 거래할 수 있도록 서비스를 확장해가는 중이다. 코인베이스는 전 세계 GDP의 0.5%가 디지털자산을 통해 거래되고 있으며 향후 10년 안에 그 비율이 10%~20%로 오르지 못할 이유는 없다고 설명했다. 2026년 1월 칼시와의 파트너십으로 미국 전역에 예측 시장을 시작했고 2026년 2월 주식·ETF 거래 서비스도 출시했다. 추후 제도화에 따라 RWA 시장까지 개화하여 코인베이스의 비전은 실현될 것으로 전망한다.

도표 69. 코인베이스 매출 구성

(단위: 천달러, %)

부문	2024년	비중(%)	2025년	비중(%)
거래 수수료				
소비자	3,430.3	52%	3,322.8	46%
기관	345.6	5%	479.7	7%
기타	210.2	3%	252.9	4%
합계	3,986.1	61%	4,055.4	56%
구독 및 서비스 수익				
스테이블코인	910.5	14%	1,348.8	19%
스테이킹	705.8	11%	677.4	9%
이자 및 금융수수료	265.8	4%	247.0	3%
기타 구독 및 서비스	425.1	6%	554.8	8%
합계	2,307.1	35%	2,828.0	39%
기타 수익	270.8	4%	297.9	4%
순매출	6,564.0	100%	7,181.3	100%

자료: Coinbase, 하나증권

도표 70. 코인베이스 서비스 확장 히스토리



자료: Coinbase, 하나증권

코인베이스, 베이스 체인 보유

코인베이스는 자체 이더리움 기반 레이어 2 베이스(BASE)를 운영한다. 이더리움의 보안성을 유지하면서 롤업(Roll up)을 통해 더욱 빠르고 저렴한 거래 수수료를 제공하기 위함이다. 네트워크 운영을 위한 별도의 거버넌스 토큰은 없으며 가스비로 ETH를 사용한다.

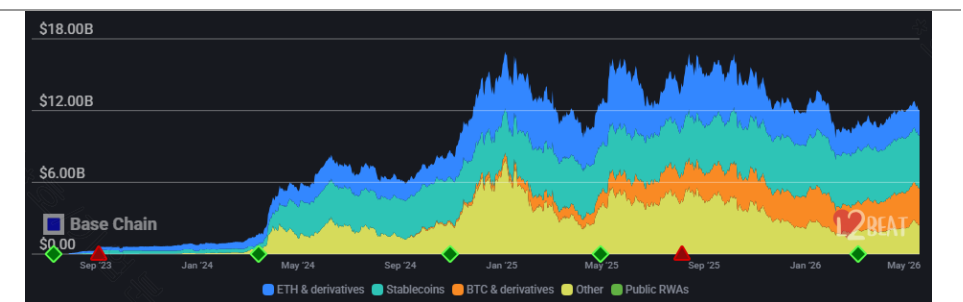
베이스는 1.2억명의 코인베이스 사용자들이 단순 디지털자산 거래를 넘어 실생활 경제나 다양한 DeFi 서비스 등 온체인 경제로 쉽게 진입하도록 하며 dApp 개발자들이 코인베이스 사용자와 도구를 활용하여 안전하게 구축하도록 하는 환경을 제공한다. 결과적으로 베이스는 2026년 초 기준 이더리움 레이어 2 시장에서 총 예치 자산 100억달러를 기록, 2위 레이어로 성장했다. 일일 사용자는 2025년말 240만명까지 기록했으며 현재는 50만명 수준이다.

2025년 12월 기준 코인베이스 월렛 앱을 베이스 앱으로 리브랜딩하여 트레이딩, 결제, 미니앱 플랫폼으로 진화시켰다. 사용자 최전방에서 블록체인 생태계 전반을 모두 서비스하는 슈퍼앱으로 나아가는 중이다.

AI 에이전트 경제 주도

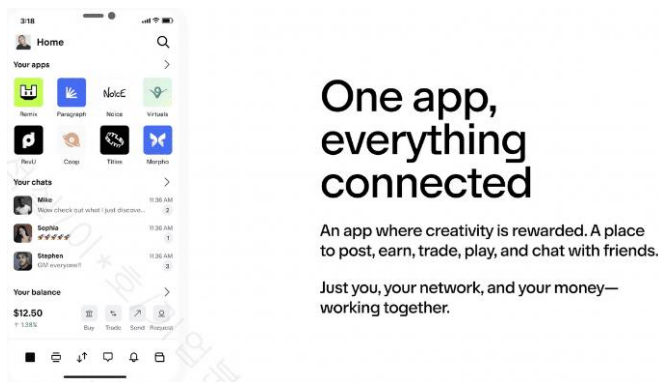
AI 에이전트 경제에서도 강점을 보인다. x402라는 표준을 직접 만들었고 베이스에 통합했다. 코인베이스 개발자 플랫폼(CDP, Coinbase Developer Platform)을 제공하고 있어 접근성이 높다. 또한 AI 에이전트의 수익을 실현할 수 있는 가장 신뢰받는 환경이며 코인베이스라는 생태계와 연동할 수 있다는 큰 강점이 있다.

도표 71. 베이스 체인 총 예치 자산(TVS) 추이



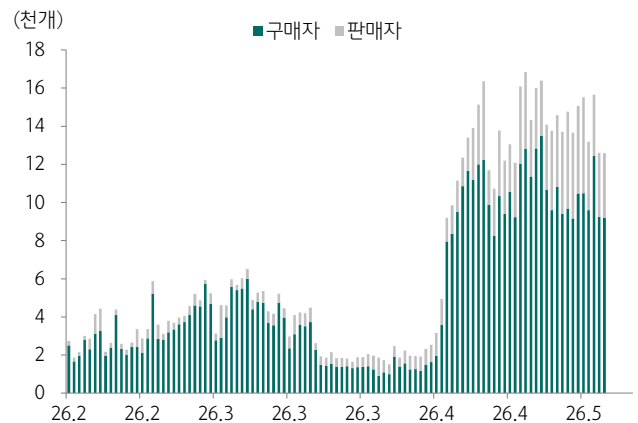
자료: L2Beat, 하나증권

도표 72. 베이스 앱



자료: coinbase, 하나증권

도표 73. x402 구매자/판매자 추이



자료: dune, 하나증권

(7) 국내 디지털자산 시장 전망

국내는 개별 기업보다 컨소시엄, 파트너 형태로 시장 형성 예상

국내는 원화 스테이블코인 발행을 중심으로 개별 기업보다는 컨소시엄, 파트너 형태의 시장 형성이 예상된다. 핵심 플레이어는 네이버-두나무, 미래에셋-코빗으로 대표되는 연합이다. 해당 기업들은 네이버-두나무는 코인베이스, 미래에셋-코빗은 로빈후드를 벤치마킹하여 한국형 온체인 금융을 선도할 것으로 전망한다. 양 사는 국내를 시작으로 글로벌 진출을 위한 준비까지 진행 중이다. 블록체인의 특성상 글로벌 시장과의 호환이 가장 중요하며 내수 시장만을 목표로한다면 사업성, 확장성 측면에서 경쟁력이 부족하다.

네이버-두나무

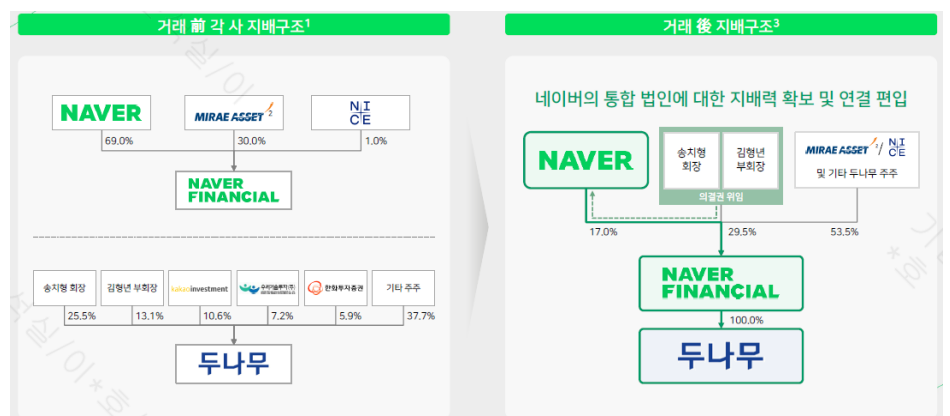
네이버는 11월 26일 네이버파이낸셜과 두나무의 포괄적 주식교환을 통한 합병을 결의했다. 네이버파이낸셜과 두나무의 기업가치 비율은 1:3.064569 이며 합병 후 네이버 파이낸셜의 기업가치는 20조원이다. 합병 주주총회는 2026년 8월 18일, 합병은 2026년 9월 30일 예정이다. 합병 후 네이버의 통합 법인 지분은 17%이며 송치형 회장, 김형년 부회장(합계 29.5%)의 의결권을 위임받아 지배력을 확보, 연결 편입한다. 현재 두나무의 거래소 중심 비즈니스 구조를 기준으로 단순 계산 시 네이버는 합병으로 연간 1조원의 FCF를 확보하며 지배주주순이익 8% 증가 효과를 얻는다.

포스트 코인베이스

네이버파이낸셜-두나무 합병은 포스트 코인베이스를 향한 포석이다. 네이버의 AI/IT 인프라와 네이버파이낸셜의 결제/웹2 그리고 두나무의 디지털자산 거래소, 블록체인 역량을 융합해 글로벌 플레이어들과 경쟁할 계획이다. 실물 경제와 디지털자산의 융합이 가능하며 코인베이스와 같이 네이버의 사용자, 두나무의 사용자가 온체인 생태계로 접근하기에 용이한 환경을 구축할 수 있다. 이들의 압도적인 사용자 기반은 원화 스테이블코인 발행 시 가장 강력한 유통처로서의 경쟁력이다. 향후 온체인 탈중앙화 거래소, RWA, 커스텀디 등 신사업 진출을 목표로하기에 추가 이익 창출 기대 가능하며, 그에 따른 재무 기여 예상된다.

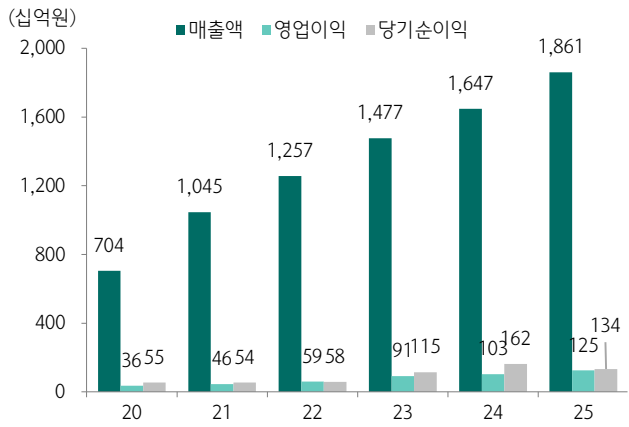
도표 74. 합병 후 지배 구조

합병 후 네이버 17% 보유.
송치형 회장, 김형년 부회장
의결권 위임으로 지배력 확보 및
연결 편입



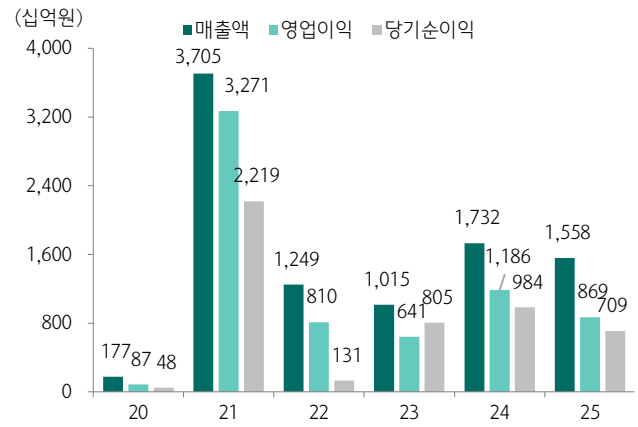
자료: NAVER, 하나증권

도표 75. 네이버 파이낸셜 연간 실적 추이



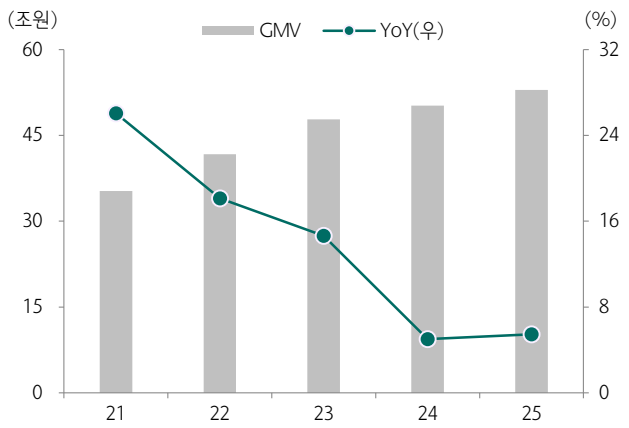
자료: Dart, 하나증권

도표 76. 두나무 연간 실적 추이



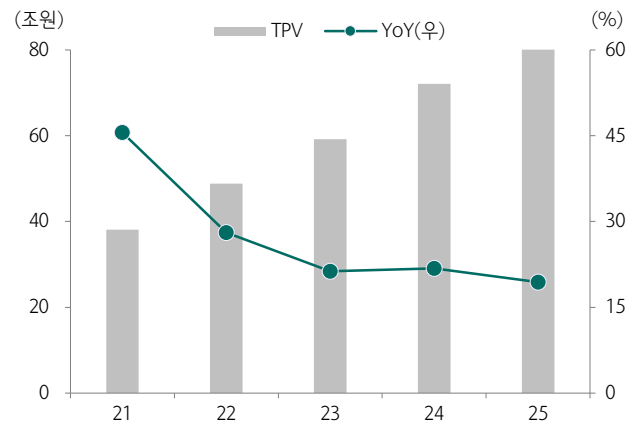
자료: Dart, 하나증권

도표 77. 네이버 커머스 GMV 추이



자료: NAVER, 하나증권

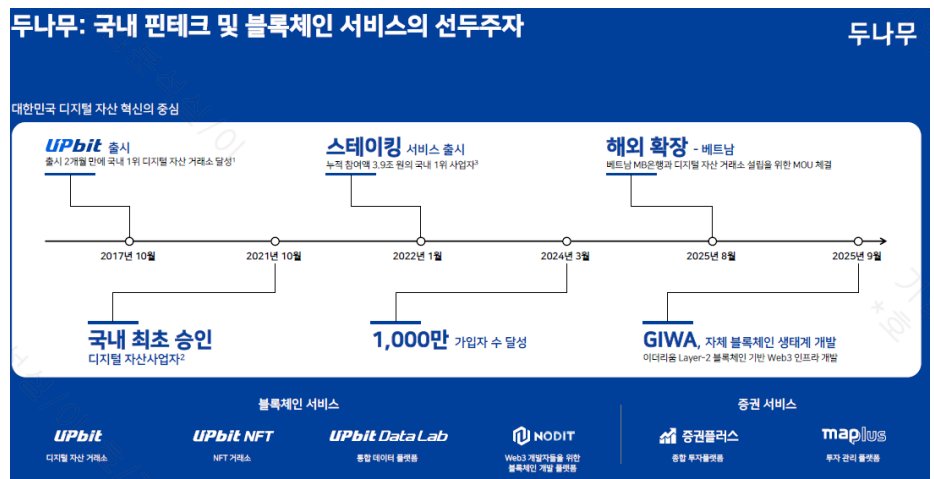
도표 78. 네이버 파이낸셜 TPV 추이



자료: NAVER, 하나증권

<p>두나무. 업비트에 의존</p>	<p>두나무는 코인마켓캡 기준 글로벌 3위 거래소 업비트의 운영사다. 디지털자산의 가격 하락, 국내 투자 자금이 주시 시장으로 이탈했음에도 불구하고 안전성과 유동성을 바탕으로 입지를 유지하고 있다. 가입자는 약 1,300만명, MAU는 약 700만명으로 국내 압도적 1위 사업자다. 다만 아쉬운 점은 이를 활용한 사업 확장 속도가 더디다는 점이다. 두나무 매출의 약 96%가 업비트의 거래 수수료에 의존하고 있다. 기존 가상자산 사업자에 대한 엄격한 규제로 DeFi 진출에 제약이 있었기에 글로벌 거래소와의 격차가 벌어지고 있다.</p>
<p>기와 체인, 기와 월렛 발표</p>	<p>2025년 9월 이더리움 기반 레이어 2 체인 '기와'와 지갑 서비스 '기와월렛'을 공개했다. 코인베이스의 베이스 체인, 코인베이스 월렛(현 베이스앱)을 벤치마킹한 전략이다. 향후 원화 스테이블코인이 발행될 시 USDC-코인베이스 사례처럼 유통을 담당할 준비를 마쳤다. 또한 달러 스테이블코인에서도 보관 및 유통에서도 이미 업비트가 압도적인 점유를 하고 있기에 자연스럽게 높은 경쟁력을 지닌다.</p>
<p>기업 시장 진출 선언</p>	<p>2025년 12월에는 업비트 비즈를 출범, 기업 디지털자산 시장 진출을 선언했다. 법인 가상화폐 거래 가이드라인 확립 후 기관들의 디지털자산 투자에 대응하기 위함이다. 국내 거래소 중 유동성, 안정성을 갖추고 있기에 초기 시장 확대에 의한 강한 수혜 예상된다.</p>
<p>합병 이후 글로벌 사업 가속화 기대</p>	<p>합병 이후 네이버의 글로벌 네트워크(미국, 유럽, 사우디 등)를 바탕으로 해외 확장(2025.08 베트남 MOU 체결)이 본격화될 것으로 보인다. 동시에 네이버의 사용자인 전국민을 대상으로 온체인 생태계 주도, DeFi 시장 침투, RWA 유통으로 사업을 확장할 전망이다. 이미 코인베이스라는 뚜렷한 벤치마크 대상이 존재하기에 빠르게 따라가는 일만 남아있다.</p>

도표 79. 두나무 사업 현황



자료: 두나무, 하나증권

네이버의 경쟁력 네이버는 두나무 인수로 핀테크의 마지막 퍼즐인 블록체인을 내재화하여 실물 경제와 디지털 경제를 잇는 플랫폼으로 진화한다. 2025년 온라인 광고 매출액 5.4조원으로 국내 1위, 온라인 커머스 거래액 약 53조원으로 2위이며, 네이버페이 결제액 86조원으로 간편결제 점유율 1위다. 네이버가 보유한 광고, 스마트스토어, 커머스, 결제 생태계는 국내에서 대체 불가능하다. 작년 8월 베타 출시한 Npay월렛은 사용자가 개인 키를 직접 관리하여 NFT, 웹3 기반 금융 서비스 지원한다. 커넥트 단말기로 오프라인 결제도 가능하다. 두나무의 기와 체인, 월렛과 연계 시 실물, 디지털에서 모두 통용되는 지갑을 구현할 수 있다. 핵심은 코인베이스와 같이 심리스한 경험 구축, 슈퍼앱으로 나아갈 수 있는 점이다. **사용자는 기존의 방식과 같이 원화 결제로 일상적인 금융 활동을 온체인에서 수행할 수 있게 된다. 이는 이후 국내 DeFi 시장에서의 핵심 경쟁력이 될 전망이다.**

새로운 성장 동력 확보 단기적으로는 결제 레일을 대체함으로써 광고 정산, 커머스, 페이먼트 과정의 수수료 절감(펌뱅크 등)을 기대하지만 이는 실제 인수 목적, 잠재력에 비하면 일부의 영역이라고 판단한다. 디지털자산 시장에서 새로운 수익원을 창출할 기회는 무궁무진하다. 네이버가 보유한 대출&보험, 증권, 부동산 플랫폼은 현재 명확한 수익화가 되지 않고 있다. RWA 시장의 개화로 네이버 내 데이터의 가치는 높아지며 제도만 지원된다면 직접 중개도 가능한 구조다. 두나무와 함께 글로벌 진출까지 도모할 수 있기에 새로운 성장 동력을 확보한 셈이다.

웹 3 사업 기대 시장은 인수 후 네이버파이낸셜이 아닌 네이버 자체의 역할에 대해 물음표로 가득하다. 실제 인수 후 가시화될 것으로 보이며 가능성 높은 사업은 데이터 기반 웹3 실현이다. AI 에이전트 시장 개화 과정에서 플랫폼 내 원본 데이터를 블록체인으로 보증하고 가짜 데이터에 대해 온체인 데이터베이스로 검증하는 역할을 수행할 수 있다. 에이전트 시대에 원천 데이터는 곧 자산이다. 외부 AI 에이전트가 데이터를 무단으로 크롤링하고 변조할 수 있는 상황이며, 향후 이를 보호하기 위한 움직임들이 동반될 것으로 전망한다. 블록체인은 이를 보호하고 수익화할 수 있는 수단이다.

AI 에이전트를 대상으로 데이터를 온체인을 통해 API로 판매하여 기여분을 창작자에 분배하는 방식으로 웹 3 생태계를 구축할 수 있다. 과거 구글-레딯의 계약(연간 6,000만달러)은 연 단위 계약로 전체 데이터를 모두 제공하는 방식이었으며 보상을 창작자가 아닌 레딯이 독점했다. 이는 LLM 모델 개발에 유효한 방식이지 다수의 AI 에이전트가 마이크로데이터를 조합하여 사용하는 현대에 적합하지 않다. 창작자가 네이버에 콘텐츠(기사, 블로그, 카페, 클립 등)을 제공하고 AI 에이전트가 소비한 토큰에 해당하는 수익을 제공 받음으로써 크리에이터 경제 활성화로 이어진다.

카카오그룹 카카오는 카카오톡이라는 전국민이 사용하는 플랫폼을 유통 채널로, 카카오페이·카카오뱅크를 결제·금융 인프라로 삼아 그룹 내에서 발행부터 정산, 소비까지 제공할 계획이다. 현재 디지털자산 기본법이 은행 중심 컨소시엄의 발행으로 기울고 있긴 하나 만약 단독 발행을 허용해 준다면 모든 일련의 과정을 내재화할 수 있어 온전한 수혜 기대 가능하다. 사용자 최접점에 있다는 점은 곧 강력한 유통 경쟁력을 의미하기에 실물 경제 생태계 확장에 중요한 플레이어다.

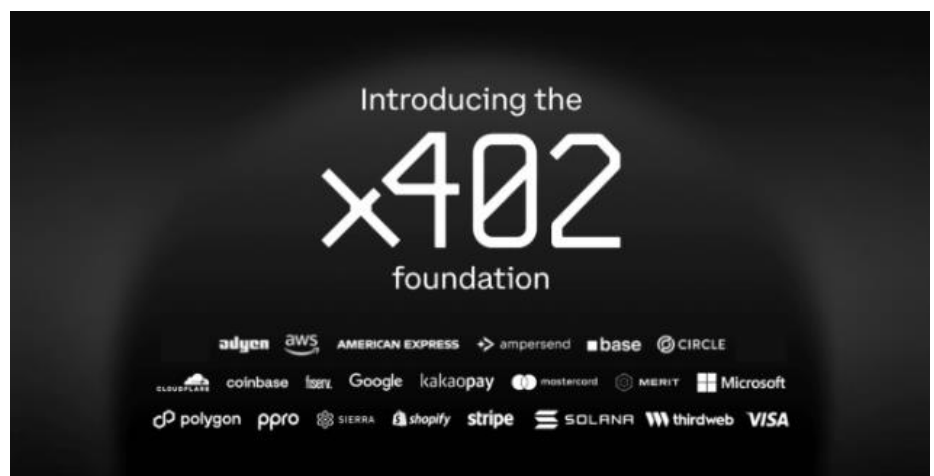
카카오톡-카카오페이 연계 카카오톡-카카오페이를 활용하여 거래 채널을 확보하고 송금 경험의 연장선에서 유저 편의를 제공할 수 있다. 다만 카카오의 약점은 디지털 경제에서의 역량 부족이다. 카카오페이에서 스테이블코인을 활용한 주식 거래, 혹은 디지털자산 거래까지 기대하기에는 추가 제도화가 필요하다. 사업 초기 사용처를 확보하기 위해서는 디지털자산 거래소를 포함한 추가 파트너십이 필수적이라 판단한다.

글로벌 파트너사와 연대 가능성 경쟁 구도를 뒤집을 수 있는 카드는 강력한 글로벌 파트너사와의 연대다. 카카오는 작년 오픈시를 시작으로 자체 서비스만을 내세우지 않고 파트너사들의 서비스를 탑재시켜 경쟁력을 갖추려는 움직임을 보이고 있다. 디지털자산 시장에서도 코인베이스, 바이낸스, OKX와 같은 글로벌 거래소들과의 파트너십을 진행, 경쟁력을 갖춘다면 상황은 빠르게 변할 수 있다. 다만 이러한 방식은 결국 사업을 내재화하는 것이 아니기에 글로벌 진출이라는 확장성을 확보하기는 어렵다. 국내 스테이블코인의 강한 유통처로는 자리 매김할 수 있는 방법이다.

x402 재단 합류 이러한 맥락에서 카카오페이의 x402 재단 합류와 같은 움직임은 긍정적이다. 리눅스 산하로 재출범한 x402 재단은 AI 에이전트 결제 인프라의 표준으로 진화하고 있다. 현시점 기준으로 국내에서 사업화를 시작할 수 있는 단계는 아니지만, 선제적으로 글로벌 표준을 채택했다는 점에서 이후 제도화가 진행되었을 때 경쟁력으로 작동할 가능성이 높다.

도표 80. x402 재단

카카오페이 초기 멤버로 합류



자료: x402, 하나증권

3. 게임: PLC와 IP, 그리고 AI

1) 시장 둔화, 국내는 턱어라운드 시기

게임 산업 성장 둔화

2021년 이후 글로벌 게임산업의 성장은 둔화되었다. 팬데믹 시기의 높은 성과는 오히려 사업 확장으로 이어졌고 산업 전반의 매출 하향 평준화가 이뤄진 현재 되려 부담으로 작용하고 있다. 글로벌 게임 시장 규모는 2025년 1,888억달러에서 2028년 2,070억달러로 연평균 3% 내외의 소폭 성장만이 예상된다. 산업 전체가 확장되던 시기와는 거리가 있다.

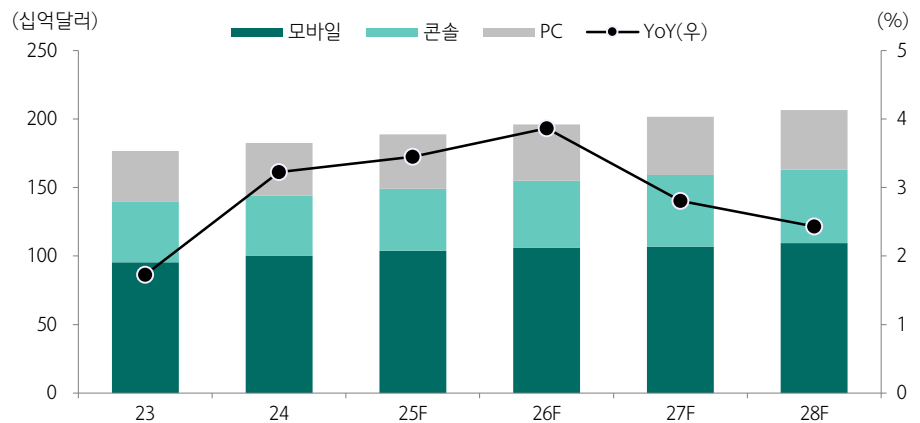
국내도 유사

국내도 비슷한 흐름이다. 2020~2022년 모바일 MMORPG 전성기를 맞아 글로벌 대비 높은 모바일 성장을 보였고, 2023년부터 고 ARPPU 게이머의 감소로 역성장에 접어들었다. 심지어 중국 게임을 중심으로 타국가의 게임들이 국내 게임 시장을 공략하고 있다. 모바일 중심 생태계에서 게임의 수출/수입 장벽은 중국 시장을 제외하고 사실상 없다고 봐도 무방하다. 국내외 시장에서 국내 게임사는 글로벌 게임사들과 직접 경쟁 해야한다.

2027년 증익을 기대할 수 있는 게임사 선별 필요

그렇지만 긍정적인 부분은 있다. 엔씨와 넷마블은 강도 높은 비용 효율화를 마치고 턱어라운드 구간에 진입, 섹터 영업이익은 정상화되었다. 이들은 신작에서 성과를 낸다면 충분히 이익 레버리지를 낼 수 있는 환경을 갖췄다. 단기간에 영업적자로 돌아설 가능성은 현저히 낮다. 글로벌 업황 자체가 좋지 않기에 섹터 전체에 대한 매수는 어렵지만, 2027년까지 증익을 기대할 수 있는 게임사에 대해서는 선별적으로 접근이 유효한 시기라 판단한다.

도표 81. 글로벌 게임 시장 추이



자료: Newzoo, 하나증권

2) PLC 관리 역량은 기초 체력

(1) 게임의 성질 변화

게임의 성질 변화

게임산업의 성질은 완전히 바뀌었다. 출시일의 성적이 게임의 운명을 결정짓던 시대는 저물었으며, 이제 게임의 성공은 출시 이후 얼마나 정교하게 PLC(Product Life Cycle)을 관리하느냐에 달려 있다. 단순 모멘텀 투자는 점점 더 유효하지 않으며 구조적 성장을 그릴 수 있는 지가 중요한 척도로 부각 받을 전망이다.

변화의 배경에는 디지털 유통 플랫폼의 폭발적 성장으로 인한 신작 출시의 급증, 그리고 틱톡과 쇼츠로 대표되는 숏폼 콘텐츠와 OTT 플랫폼의 침투로 인한 소비자 주의력의 극심한 파편화가 자리 잡고 있다. 2020년에서 2025년 사이 연간 스팀 플랫폼에 출시된 게임수가 +121% 증가했다는 점은 공급 측면의 포화 상태를 단적으로 보여준다. 게임이라는 콘텐츠의 채택이 감소하고 있는 상황에서 공급의 증가는 신규 IP가 시장에서 발견될 가능성을 감소시킨다.

이러한 환경에서 게임은 단순히 새로운 콘텐츠를 제작하는 수준을 넘어, 기존 사용자의 가치를 극대화하고 이탈을 방지하며 초기 성과가 높지 않은 게임조차 장기적인 업데이트를 통해 회생시키는 고도의 PLC 관리 역량을 요구 받는다.

수명은 계속 길어지는 중

과거 대비 흥행한 게임의 수명이 길어지고, 출시된 지 5년이 넘었음에도 매출과 트래픽이 오히려 오르는 게임들이 확인된다. 2025년 글로벌 PC/콘솔 게임 플레이 타임의 54%는 출시 6년이 넘은 게임에서 발생했다. 2022년 39%였으나 지속 증가하여 절반 이상을 차지한다. PC의 경우 이러한 경향이 더욱 두드러진다. PC에서 출시 6년이 넘은 게임의 비중은 66%다. [로블록스], [카운터스트라이크2], [리그 오브 레전드] 3개 게임이 24%를 차지한다.

기회는 분명히 존재

긍정적인 부분은 2025년 기준 TOP 20이 아닌 게임의 플레이 타임 비중도 확대되고 있다는 점이다. 2022년 33%에서 2025년 42%다. TOP 20의 플레이 타임은 거의 변동이 없거나 소폭 감소했으며 그 외 게임들의 플레이 시간이 증가했다.

트래픽이 곧 매출

출시 직후가 아니더라도 높은 트래픽이 있다면 매출은 BM을 적용하기에 따라 탄력적으로 성장 가능하다. 정기적인 콘텐츠로 안정적인 트래픽과 매출 성장을 보이는 게임사에 투자하는 방법이 높은 수익률을 가질 수 있는 환경으로 변하고 있다.

도표 82. PC/콘솔 게임 플레이 타임 비중

2025년 6년 이상
게임 비중 54%



자료: Newzoo, 하나증권

패키지 게임의 문법 변화	심지어 패키지 게임의 문법도 바뀌고 있다. 전통적인 패키지 게임은 출시와 동시에 PLC 정점을 찍고 이후 점진적으로 쇠퇴하는 곡선을 그렸다. 그러나 최근에는 싱글 플레이 중심의 패키지 게임조차 GaaS(Game as a Service) 모델을 수용하여 PLC 곡선을 연장하거나 재할성화하는 전략을 취하는 모습이 확인된다.
오픈월드 게임의 변화	과거 오픈 월드 게임이 개발자가 정교하게 짜놓은 퀘스트 라인을 선형적으로 따라가는 방식이었다면, 최근 오픈월드 게임들은 시스템 기반의 환경을 제공하여 유저가 스스로 서사를 만들어가는 형태를 지향한다. 이는 유저의 선택이 단순히 엔딩에 영향을 주는 것을 넘어 게임의 성격 자체를 바꿀 수 있도록 하는 구조다. 이러한 문법의 변화는 PLC 측면에서 다회차 플레이의 가치를 극대화한다. 유저는 단순히 다른 컷신을 보기 위해서가 아니라 게임 내 시스템이 자신의 행동에 어떻게 반응하는지를 실험하기 위해 게임에 머무르게 된다.
사이버펄크 2077 사례	CDPR(CD Projekt Red)의 [사이버펄크 2077]는 현대 게임 산업에서 PLC 관리가 얼마나 강력한 요소인지 보여주는 상징적인 사례다. 2020년 12월 출시 당시, 수많은 버그와 성능 이슈로 유저들의 악평을 받았으며 플레이스테이션 스토어에서 퇴출까지 겪었다. CDPR은 출시 이후 추가 리소스를 투입하여 게임 시스템을 전면적으로 수정하고 DLC 팬텀 리버티를 개발했다. 게임에 대한 예상은 증가했으나 결과적으로 게임을 완전히 새로운 궤도로 올리는 데 성공했다.
PLC 관리의 결실	이러한 성공의 배경에는 단순한 버그 수정을 넘어선 총체적 PLC 관리가 있었다. CDPR은 엔진을 최적화하고 유저 피드백을 수용하여 핵심 시스템을 재설계했다. 그 결과 [사이버펄크 2077]은 누적 판매량 3,500만장 이상을 기록하는 메가 IP로 기능할 수 있었다. 이는 신작 출시 없이도 기존 게임 관리만으로 기업 가치를 유지할 수 있음을 증명했다.
펄어비스 붉은사막, 빠른 업데이트	올해 3월 펄어비스가 출시한 [붉은사막]도 유사하다. [붉은사막]은 초기 편의성에 대한 문제가 크게 대두되었다. 펄어비스는 출시 이후에도 17회 이상 업데이트를 진행하며 이를 개선하는 움직임을 보였다. 그 결과 출시 26일차에 500만장 판매라는 대기록을 달성했으며 지속적인 판매가 이뤄지는 모습이 확인된다.

(2) UGC의 힘

UGC 게임

라이브 서비스 게임들은 1) 멀티 플레이, 2) 라이브 서비스, 3) 크로스 플랫폼을 통해 게이머의 니즈에 맞춘 업데이트 혹은 UGC(User Generated Contents)를 제공하여 끊임없이 진화하고 있다. UGC(User Generated Contents)란 텍스트, 비디오, 이미지, 리뷰 등 참여자가 직접 제작하고 게시하는 모든 콘텐츠를 의미한다. 1) UGC 생태계 형성으로 더 이상 기존 게이머들이 향시 체류하는 플랫폼적 성향을 갖추고 2) 대규모 업데이트를 통해 신규, 복귀 게이머를 유입시키기 때문이다. 해당 특성을 가진 게임들은 지속 성장이 가능할 전망이다.

신작보다 강력한 효과

다수의 게이머가 체류하는 라이브 서비스 게임에서 새로운 모드를 추가하는 수준의 대규모 업데이트는 신작을 출시하는 것보다 강력한 효과가 있다. 대표적인 사례가 로블록스와 마인 크래프트로, 이용자가 직접 제작한 맵과 게임 모드가 전체 이용 시간의 높은 비중을 차지한다. 2025년 로블록스의 DAU는 1.5억 명을 돌파했고, 분기 플레이타임은 400억 시간을 넘어섰다. 포트나이트 역시 '크리에이터 모드'를 통해 전체 플레이 시간의 50% 이상이 이용자 제작 콘텐츠에서 발생한다. UGC는 콘텐츠 전반에서 참여자의 창의성을 기반으로 끊임없는 신규 수요를 창출하며, 늘어나는 여가 시간을 흡수하고 있다.

도표 83. UGC 관련 주요 통계(2025년)

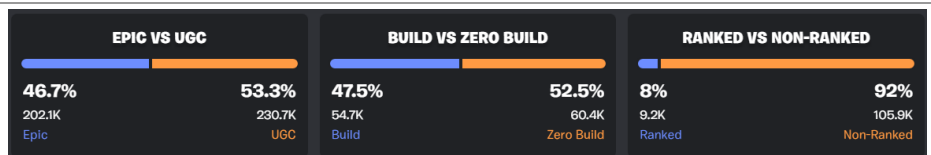
UGC 포함 체류 시간 90% 증가



자료: goviralglobal, 하나증권

도표 84. 포트나이트 콘텐츠 비중 추이

EPIC: UGC, 47:53



자료: fornitegg, 하나증권

AI UGC	<p>생성형 AI의 도입은 UGC 생태계를 더욱 촉진시킨다. 제작의 허들이 낮아지면서 게이머들은 기존보다 고도화된 방식으로 게임 내에 원하는 콘텐츠를 구현할 수 있다. 자연어를 챗봇 형태로 입력하여 캐릭터, 맵을 구성할 수 있는 기능 등이다. 자연어로 입력한 패턴을 모든 의상에 적용할 수 있다. 의상뿐 아니라 건축, 맵을 넘어 심지어 게임 규칙까지 조정할 수 있기에 개발 도구가 낮은 게이머라도 모두 창작 활동에 참여가 가능하다. 기존 UGC 생태계가 일부 소수의 '금손' 창작자와 다수의 소비자로 구성되었다면, 생성형 AI 생태계는 다수의 창작자, 다수의 소비자로 확장하여 보다 다채로워질 것으로 예상된다.</p>
UGC의 경제성	<p>UGC는 게임 개발사에게 경제적 이점을 제공한다. 게임산업의 심화에 따라 게이머들의 눈높이는 높아지고, 각자가 원하는 니즈도 다양해지고 있다. 게임사들이 이를 모두 소통하여 게임에 반영하기에 자원은 한정되어 있다. 콘텐츠 자체를 게이머가 만들게 한다면, 게임사는 일부 밸런스 조절과 최적화만을 제공해도 게이머들의 수요를 충족시킬 수 있다.</p>
비중 확대 전망	<p>성장이 둔화된 게임산업에서 UGC 게임은 두각을 나타내고 있으며, 생성형 AI의 본격화로 앞으로 더욱 비중이 커질 전망이다. 콘텐츠가 중심이 되는 특성상 기업과 연계한 광고 비즈니스도 용이하다. 결국 많은 트래픽을 발생시키는 게임에 UGC 기능의 도입으로, 계속해서 게이머를 유입시키고, 콘텐츠는 더욱 풍성해지고, 수익은 확대될 것으로 예상된다.</p>
UGC의 순효과	<p>UGC를 통해 게임사는 이미 확보한 트래픽에 신작을 출시하는 효과를 얻을 수 있고 점점 높아지는 게이머들의 니즈를 자체적으로 충족시킬 수 있도록 한다. 상기한 게임 외에도 UGC를 통해 콘텐츠 볼륨을 키우고 수명을 연장시킨 사례는 넘친다. 성공적인 UGC가 실제 장르화된 사례도 존재한다. [도타2]의 커스텀 유즈맵으로 처음 등장한 오토체스다. 2019년, 체스판과 같은 스틱판에 한정된 자원으로 캐릭터를 구매하여 다른 플레이어와 경쟁하는 해당 게임은 [도타2] 내에서 엄청난 인기를 끌었다. 이는 이후 흔히 롤토체스라고 불리는 라이엇게임즈의 [TFT(Teamfight Tactics)]의 출시로 이어졌다. [TFT]는 오토체스에 [리그 오브 레전드] 캐릭터를 접목하여 출시되어 현재 [리그 오브 레전드]를 뛰어넘는 트래픽, 매출을 기록하고 있다. 호요버스로 해당 장르에 서브컬처를 접목한 신작 [붕괴: 넥서스 아카데미]를 개발 중이다.</p>
UGC는 필수	<p>성장이 둔화된 게임산업에서 UGC는 선택이 아닌 필수가 되어가고 있으며, 생성형 AI의 본격화로 앞으로 채택하는 게임들은 더욱 증가할 전망이다. 콘텐츠가 중심이 되는 특성은 기업과 연계한 광고 비즈니스에도 이점이 있다. 결국 많은 트래픽을 발생시키는 게임에 UGC 기능의 도입으로, 계속해서 게이머를 유입시키고, 콘텐츠는 더욱 풍성해지고, 수익은 확대될 것으로 예상된다.</p>

도표 85. 배틀그라운드 UGC 설명



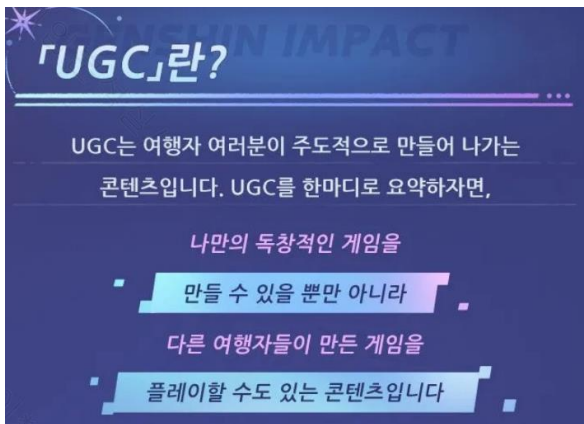
자료: PUBG, 하나증권

도표 86. 배틀그라운드 UGC 예시(부가타레이싱)



자료: 유튜브 채널 '유키', 하나증권

도표 87. 원신 개발자노트 UGC 설명



자료: Hoyoverse, 하나증권

도표 88. 원신 에디터 예시



자료: Hoyoverse, 하나증권

국내 UGC 게임사는 크래프톤

국내 게임사에서 UGC를 유의미하게 시도하는 게임사는 크래프톤이다. 크래프톤의 [인조이]는 인생 시뮬레이션에서 멀티플레이 UGC 게임으로 확장한다. 연내 AI 스크립트 모딩툴과 멀티플레이를 도입하고 콘텐츠 생산 진입장벽을 제거하여 참여 기반을 확대한다는 계획이다. 창작과 공유, 플레이어의 선순환으로 유저 락인에 성공한다면 이후 BM을 붙여 수익화 가능할 것으로 예상된다.

PUBG, UGC 탑재

크래프톤의 대표 IP인 PUBG는 이미 UGC를 통해 성장하고 있다. UGC를 장착한 게임은 단순히 하나의 IP가 아닌 플랫폼이며 유저 트래픽이 유지되는 한 PLC는 장기화될 수 밖에 없다.

화평정영 사례

텐센트가 서비스하는 [화평정영]에는 'Oasis Origin'이 있다. Oasis는 메타버스형 소셜 오픈 월드를 지향, 기존 배틀로얄 맵 안에서 게임을 제작하는 수준을 넘어 소셜 허브를 형성한다. 현실 브랜드나 관광지 등을 세계에 구현하여 플랫폼을 꾸리고 있으며 유저들이 직접 게임모드와 공간을 설계하여 참여도를 높이고 있다. 텐센트는 지난 2월 'Oasis Origin'의 DAU가 5,800만명을 돌파했음을 밝혔다. 2025년 10월 3,300만명에서 +75% 이상 증가하며 높은 유저 참여가 확인, [화평정영]의 성장 동력으로 자리 잡는 모습이다.

PUBG M 사례

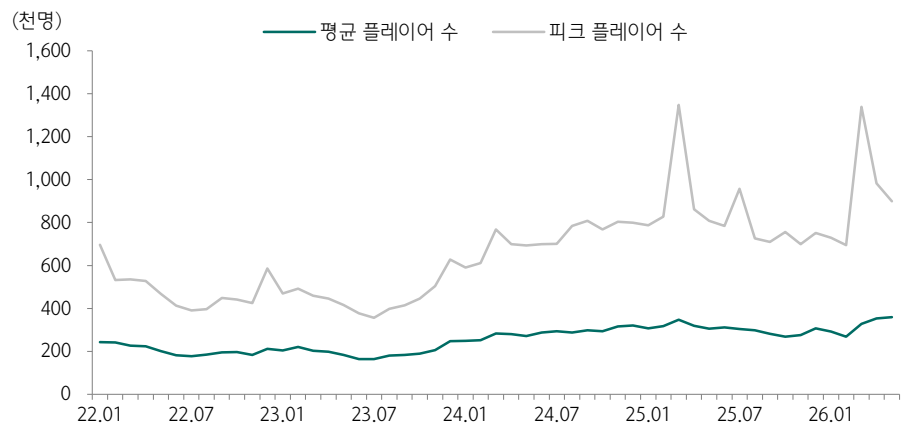
[PUBG M]는 'Wonder of Wonder' 모드를 갖췄다. 지형, 에셋 배치와 게임의 룰까지 설계하는 샌드박스 툴을 제공한다. 배틀로얄 외에도 파쿠르, 레이싱, 숨바꼭질, 디펜스 등 유즈맵이 생성되어 있다. 2020년 출시한 'Metro Royal' 모드로 익스트랙션 슈터 장르를 모바일에 최적화하여 구현했다. 해당 모드는 정기적인 시즌 업데이트로 맵, 보스, 무기를 추가하며 신선함을 유지하고 있다.

PUBG PC, 플랫폼화 진행중

[PUBG PC]는 아케이드 모드를 통해 팀 데스매치, 블루밤 러시(폭파미션) 등을 추가해왔으며 2025년 UGC 알파를 테스트하며 모바일의 성공 방정식을 따를 준비를 하고 있다. 2026년 4월 PvE 장르 웰메이드 모드 '제노포인트'를 출시하여 유저들의 긍정적인 반응을 확인했다. 5월 13일에는 'PAYDAY' 모드를 스틸브리즈와 협업하여 공개했으며 하반기에는 웰메이드 1종과 함께 UGC 모드를 본격적으로 확대해갈 예정이다.

도표 89. 배틀그라운드 스팀 무료화 이후 트래픽 추이

2026년 3월 트래픽 반등 확인



자료: SteamChart, 하나증권

3) IP의 힘은 여전하다

(1) 경쟁이 심화될수록 IP의 가치는 중요

IP의 가치	<p>시장의 경쟁 심화에서도 IP의 힘은 빛을 발한다. 특히 일본 게임사들은 여전히 패키지 게임을 고수하며 기존 레거시 IP들의 확장에 집중하는 모습이다. 게임스컴, 도쿄게임쇼와 같은 주요 게임쇼에서 이러한 기업들의 전략이 여실히 드러난다. 2025년 도쿄게임쇼에서 캡콤, 스퀘어에닉스, 세가/아틀러스, 코나미 등 굵직한 게임사들이 모두 참가했으나 뚜렷한 오리진 신작은 없었다. 확실한 팬덤을 기반으로 지난 몇십년 유지한 IP의 외전 혹은 리메이크를 매년 출시 중이다.</p>
IP는 저점을 지탱하는 힘	<p>IP의 가치는 기업 가치의 저점을 지탱하는 힘이다. 최소한의 판매량과 실적을 보장하기 때문이다. 다만 패키지 IP의 경우 성공하더라도 일정 기간은 기업 가치가 왜곡될 가능성이 높다. 라이브 서비스 대비 출시 이후 지속적인 매출을 기대하기 어렵고 후속작까지 3~4년 이상 개발 기간은 필연적이다. 라이브 서비스와 패키지 게임의 큰 차이는 후속작의 시리즈화, 즉 IP화에 있다. 라이브 서비스 게임은 완결이 나지 않기에 업데이트를 통해 하향 안정화 추세를 반등 시켜야 한다. 해당 게임이 계속 서비스되기 때문에 기존작을 중단하지 않고 후속작을 출시하기는 어렵다. 이미 전작에 시간과 돈을 투자한 유저들이 후속작에 높은 로열티를 보이지 않을 가능성도 리스크다.</p>
패키지 게임의 IP화	<p>패키지 게임은 분명히 라이브 서비스 게임 대비 수익성이 낮다. 특히 한국형 MMORPG의 고 ARRPU 게임과 비교하면 현저히 차이가 난다. 하지만 패키지 게임의 장점은 명확하다. 스토리 완결이 있기에 전작을 플레이 한 유저는 후속작에 대한 기대감을 유지하며 기다린다. 스토리 세계관의 확장 혹은 같은 플레이 스타일로 다른 스토리를 풀어가는 것, 즉 IP에 대한 로열티가 발생하기에 후속작의 흥행으로 이어질 수 있게 하는 소구력이 라이브 서비스 대비 높다. 물론 전작의 성공이 후속작의 성공을 담보하는 것은 아니다. 다만 온전히 개발력을 유지하고 완성도를 높인다면 충분히 시리즈로 흥행할 수 있다. 첫 단추를 성공적으로 켜, 시리즈화 가능한 IP를 갖춘 게임사는 향후 기대 수익 역시 충분히 기업 가치에 반영할 필요가 있다.</p>

패키지 게임으로도
구조적 성장 기대 가능

훌륭한 개발력, 그리고 맞춤형 가격 전략을 활용하여 다수의 IP를 시리즈화한다면 패키지 게임들로도 지속적인 실적, 기업 가치 성장을 이룰 수 있다. 대표적인 사례는 앞서 말한 캡콤이다. 캡콤은 [몬스터 헌터], [레지던트 이블], [데빌 메이 크라이], [스트리트 파이터] 등 골지의 IP를 보유한 게임사다. 2012-2014년 위기를 겪었으나 2014년 영업이익 1,000억원으로 회복, 시가총액 1.2조원 이상을 유지했고 이후 2024년까지 IP의 누적으로 매년 이익 성장에 성공하며 시가총액 역시 20조원을 달성했다.

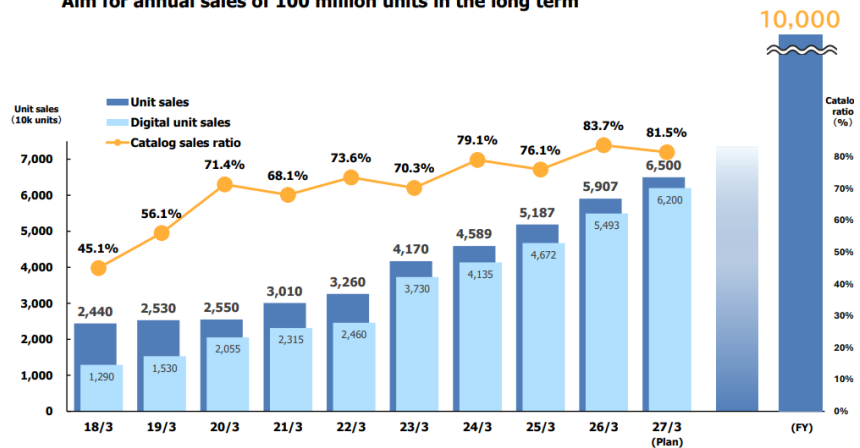
캡콤 사례

캡콤은 2025년 2월에는 [몬스터 헌터: 와일즈] 출시 한 달만에 1,000만장을 판매하는 저력을 과시했다. 2026년에는 2월 [바이오하자드 레퀴엠]을 출시, 2주만에 600만장을 기록했다. 4월에는 [프로그마타]를 출시, 16일만에 200만장을 판매하며 신규 IP의 탄생을 알렸다. 다음 대작 라인업으로는 [귀무자: Way of the Sword]가 연내 출시 준비 중이다. 매년 패키지 타이틀을 쌓아가며 기업 가치도 장기 우상향 하는 모습이다.

도표 90. 캡콤 연간 패키지 판매량

2018년부터 매년 판매량 증가.
IP 축적의 결과

Expand sales volume with data-driven marketing initiatives
Aim for annual sales of 100 million units in the long term



자료: Capcom, 하나증권

도표 91. 캡콤 IP별 연간 판매량

IP 시리즈화의 성공 사례

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	Cumulative unit sales
Resident Evil 7 biohazard	350	160	120	100	150	180	120	130	130	260	1,740
Monster Hunter: World (*)		790	450	450	230	170	140	280	310	110	2,960
Resident Evil 2			420	240	160	140	220	200	140	290	1,830
Devil May Cry 5			210	130	100	90	210	130	120	270	1,290
Monster Hunter World: Iceborne				520	240	140	100	230	260	80	1,600
Resident Evil 3					390	110	190	170	110	340	1,330
Monster Hunter Rise					480	410	370	190	240	150	1,860
Resident Evil Village						610	180	180	150	360	1,490
Monster Hunter Rise: Sunbreak							540	220	210	140	1,130
Resident Evil 4							370	330	270	360	1,360
Street Fighter 6								330	130	200	670
Dragon's Dogma 2								260	100	50	420
Monster Hunter Wilds									1,010	130	1,140
Resident Evil Requiem										690	690

(*)1) Includes sales of Monster Hunter World: Iceborne Master Edition
*Sales numbers rounded down to 10 thousand units.

자료: Capcom, 하나증권

(2) 2026년 주요 게임쇼를 기대

국내 게임, 패키지의 IP화 진행

국내 게임 산업은 2025년부터 2027년까지 중요한 변곡점을 겪고 있다. 국내 자체 개발 게임의 1) DLC 출시, 2) 후속작 출시, 3) 트리플A 게임 출시를 통해 패키지 게임 IP가 시리즈화되는 과정이다. 국내 게임사들은 과거 MMORPG를 비롯한 중심 고 ARPPU 게임으로 높은 이익을 시현했으나 성장 한계에 봉착했고 글로벌 진출을 목표로 하고 있다. 크래프톤의 [배틀그라운드]만이 에버그린 게임으로 확고한 포지셔닝에 성공했지만, 이러한 게임은 글로벌에서도 극소수며 국내 게임사들의 현실적인 목표가 아니기에 논외로 한다. [P의 거짓]의 성공은 PC/콘솔 패키지 게임이 글로벌 시장 공략의 도구가 될 수 있음을 증명했고, 국내 게임사들이 본격적으로 개발하게 된 계기가 되었다.

네오위즈, 패키지에 진심

국내 게임사 중 PC/콘솔 패키지에 가장 집중하고 있는 기업은 네오위즈다. 네오위즈는 [P의 거짓] 후속작을 포함하여 6종의 PC/콘솔 라인업을 준비 중이다. [P의 거짓]에 더불어 IP들이 축적된다면 일본의 캡콤의 성장 스토리를 재현할 것으로 기대한다.

붉은사막의 성과, 이후에 주목

펄어비스의 [붉은사막]은 출시 27일만에 500만장이라는 기록적인 성과를 거뒀다. 국내에서 자체적으로 개발한 패키지 게임이 글로벌에서 충분히 경쟁력이 있다는 것을 증명한 셈이다. 다음 타자는 [P의 거짓]과 [스텔라블레이드]의 후속작이다. 두 게임 모두 누적 판매량 400만 장을 돌파했으며 [P의 거짓]은 DLC를 통해 IP화를 입증했다. [P의 거짓] 차기작은 2027년, [스텔라블레이드]는 연내 게임쇼에서 정보 공개를 예상된다. 올해 6월 SGT, 8월 게임스컴을 주목해 볼 필요가 있다. 추후 [P의 거짓], [스텔라 블레이드]의 후속작에서까지 성과가 확인된다면 국내 패키지 게임으로 성과를 낸 게임사들에 모멘텀적 성격의 주가 등락이 아닌, 점진적으로 기업 가치가 우상향하는 모습이 나타날 것으로 전망한다.

도표 92. 국내 게임사 주요 패키지 게임 파이프라인

게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
붉은사막	펄어비스	펄어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	2026.03(완료)
서브노티카 2	언노운월즈(자회사)	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2026.05(완료)
P의 거짓 후속작	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	2028-
올프아이 스튜디오 신작	올프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2027-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2027-
프로젝트 CF	네오위즈	네오위즈	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	2027-
프로젝트 Rubicon	네오위즈	네오위즈	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	2028-
프로젝트 Windi	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	2028-
스텔라 블레이드 후속작	시프트업	시프트업	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
Project LLL	NC	NC	루트 슈터	PC/콘솔	2H26
탈: 디 아케인 랜드	매드엔진(자회사)	위메이드	액션 RPG	PC/콘솔	2027
크로노 오디세이	크로노 스튜디오	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	4Q26
아키에이지 크로니클	엑스엘게임즈	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	2027
검술명가 막내아들	오션드라이브스튜디오(자회사)	카카오게임즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027

자료: 하나증권 추정

4) 국내 게임사 점검

국내, 하반기 대형 신작 부재

2026년 하반기 출시 예정 게임 중 규모와 기대감을 종합적으로 고려했을 때 아쉽게도 기대작으로 분류되는 신작이 없다. NC의 [아이온2 글로벌]이 있긴 하나 이미 지난 11월에 국내/대만에 출시한 게임의 지역 확장에 해당한다. 결국 NC를 제외한 국내 게임사들은 연간 추정치 상향을 이루기 위해서 현재 보유한 라인업들의 PLC를 관리하여 실적 성장을 달성하거나, 신작의 깜짝 성과를 기대하는 방법밖에 없다.

크래프톤과 NC, 추정치 지속 상향 가능성

1분기 실적에서 컨센서스를 상회한 기업은 크래프톤과 NC다. 더블유게임즈는 소폭 상회했으며 시프트업, 넷마블, 네오위즈는 모두 컨센서스를 하회했다. 이러한 추세는 남은 분기에도 지속될 전망이다. **크래프톤/NC는 1분기를 시작으로 2026년을 넘어 2027년까지 추정치가 상향될 여지가 높다.** 크래프톤의 PUBG IP, NC의 [아이온2], [리니지 클래식]이 기대 이상의 성과를 계속 보여줄 것으로 보인다. 또한 양 사가 다가오는 게임스컴에서 유의미한 신작 정보를 공개할 가능성도 높다고 판단한다.

크래프톤

크래프톤은 1분기 영업이익 5,616억원(+22.8%YoY, +22,980.1%QoQ, OPM 40.9%)으로 컨센서스와 추정치를 대폭 상회했다. 주요 요인은 PUBG IP 전반의 기대 이상의 성과다. 1분기 실적으로 PUBG IP에 대한 의구심은 해소되었고 연간 추정치는 상향 조정되었다. PUBG 트래픽의 성장이 뚜렷하게 확인되는 상황이기 실적의 상방은 열려있다. PUBG PC는 무료 전환 이후 최고 수준의 트래픽을 유지하고 있으며 5월 13일 PAYDAY 업데이트를 출시했다. 하반기 웰메이드 모드, UGC 모드 업데이트 예정되어 있기에 트래픽에 동반한 이익 성장을 기대한다. PUBG의 플랫폼화를 통한 성장은 리레이팅 트리거라고 판단한다. 5월 15일 출시한 [서브노티카2]는 연간 700만장 판매로 추정한다.

NC

NC는 1분기 영업이익 1,133억원(+3,388.8%YoY, +2,069.8%QoQ)로 컨센서스와 추정치를 상회했다. 주요 요인은 [리니지 클래식]의 서프라이즈다. 올해 [아이온2]와 [리니지 클래식]이 추정치를 지속 상향시킬 여지가 있다. 두 게임의 주요 BM은 트래픽에 기반한 멤버십이다. 출시 초반 대비 매출은 감소하겠지만 기존 MMORPG와 달리 점진적인 안정화 이뤄질 것이다. 8월 게임스컴에서는 [아이온2 글로벌]과 [호라이즌 스틸 프론티어즈]의 공개 기대한다. 2026년 말 구글 스토어 수수료 인하시 레거시 IP들의 수익성 개선도 이뤄지기에 2027년 증익의 가시성도 높아졌다. 단순 모멘텀 구간이 아닌 구조적 성장 구간에 진입했다고 판단한다.

- 더블유게임즈** 더블유게임즈는 1분기 영업이익 685억원(+25.1%YoY, +7.1%QoQ)으로 컨센서스를 소폭 상회했다. 팍시 게임즈가 주도하는 캐주얼을 중심으로 체질이 개선되고 있다. 2026년 예상 게임별 매출 비중은 소셜카지노 74%, 아이게이밍 13%, 캐주얼 13%로 추정한다. 1분기 아이게이밍과 캐주얼 부문 모두 흑자 전환을 달성하며 이익에 기여하기 시작했다. 팍시 게임즈는 AI 기반 신규 매출 비중이 70%까지 확대되었다. 4월말 기준 40개 이상의 신작을 효율적인 비용으로 개발 및 출시하여 성과를 거뒀으며 더블유게임즈 또한 팍시 게임즈와의 시너지로 10개 이상의 캐주얼 신작을 출시했다. AI 게임 개발을 내재화하여 실제 매출과 이익 성장으로 확인하고 있다는 점에서 긍정적이다. 본업인 소셜카지노의 DTC 매출 비중 확대로 수익성이 개선됨과 동시에 캐주얼 부문이 더해지며 분기 최고 실적을 지속 갱신할 가능성이 높다.
- 시프트업** 시프트업은 1분기 영업이익 215억원(-18.1%YoY, -42.5%QoQ)으로 컨센서스와 추정치를 상회했다. 주요 요인은 인센티브 반영으로 인한 인건비 증가다. 1분기 [승리의 여신: 니케]가 부진했으나 4월 3.5주년 업데이트로 완전히 반등에 성공했다. 양 대 스토어 1위를 달성했으며 신규/복귀 유저 확보에도 성공한 것으로 확인된다. [스텔라 블레이드]도 25만장 이상 판매된 것으로 추정되기에 긍정적이다. 시프트업은 후속작인 [스텔라 블레이드2]와 [프로젝트 스피릿]에 대한 정보를 연내 공개하겠다고 밝혔다. 6월 SCF, 8월 게임스컴, 9월 도쿄게임쇼, 12월 TGA라는 주요 이벤트에서 정보와 출시 타임라인이 가시화된다면 시장의 기대감이 주가에 반영되며 상승할 것으로 전망한다.
- 네오위즈** 네오위즈는 1분기 영업이익 70억원(-32.0%YoY, +48.1%QoQ)으로 컨센서스를 하회했다. 올해는 웹보드 라인업과 [브라운더스트2]로 안정적인 이익 체력을 확인하고 신작 IP 개발에 집중하는 시기다. 이번 실적발표에서 PC/콘솔 신작 6종의 개발 단계가 공개되었다. 올프아이, 자카자네 스튜디오의 퍼블리싱 신작과 라이프시뮬레이션 [프로젝트 CF]는 프로덕션 단계다. 올프아이 스튜디오 신작부터 정보 공개가 이뤄질 것으로 예상된다. [프로젝트 루비콘], [P의 거짓 차기작]은 버티컬 슬라이스 단계로 2027년 정보 공개 기대한다. PC/콘솔 라인업 6종을 계획대로 개발하고 있다.
- 넷마블** 넷마블은 1분기 영업이익 531억원(+6.8%YoY, -52.1%QoQ)으로 컨센서스를 하회했다. 3월 출시한 [일곱 개의 대죄: Origin]과 4월 [몬길: STAR DIVE]의 초기 지표가 시장 기대를 하회하고 있다. 과거 신작 대비 유저들의 리텐션은 높은 것으로 확인되기에 가파른 매출 하향을 겪지는 않을 것으로 예상된다. 두 게임 모두 글로벌 플랫폼에 동시 출시하여 유저 성향을 탐색하고 있다. 장기적으로 매출을 발생시킬 수 있는 업데이트를 준비 중으로 매출 반등에 성공한다면 실적의 안정성에 기여할 것이다. 하반기 5종의 신작 출시가 예정되어 있으나 가시성이 떨어진다. 넷마블은 소규모 게임을 포함하여 다수의 개발 및 출시하여 유의미한 매출을 창출한다는 강점을 보유하고 있다. 다만 게임들의 수명이 짧아 구조적인 성장을 달성하기 위해서는 매 분기 신작을 필요로 한다는 약점도 공존한다. 두 라인업의 PLC 관리가 올해 주가의 반등을 결정할 것으로 보인다.

도표 93. 국내 주요 게임사 2026년 라인업

게임사	게임명	개발사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시 지역	출시 예정일
크래프톤	팻월드 모바일	팻지 스튜디오(산하)	크래프톤	오픈월드 서바이벌 크래프팅	모바일	글로벌	2027-
	서브노티카 2	언노운 윌즈(자회사)	크래프톤	어드벤처	PC/콘솔	글로벌	2Q26(출시)
시프트업	스텔라블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	Project Spirit	시프트업	텐센트(예상)	서브컬처	PC/콘솔/모바일	글로벌	2027-
NC	리니지 클래식	NC	NC	MMORPG	PC	글로벌	1Q26(출시)
	아이온2	NC	NC	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	리미ت 제로 브레이커즈	빅게임 스튜디오	NC	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	3Q26
	타임 테이커즈	미스틸게임즈	NC	TPS	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	신더시티	빅파이어게임즈(자회사)	NC	MMO 택티컬 슈터	PC/콘솔	글로벌	3Q26
	호라이즌 스틸 프론티어즈	NC	NC	MMORPG	PC/모바일	글로벌	1H27
넷마블	스톤에이지키우기	넷마블엔투	넷마블	방치형 RPG	모바일	글로벌	1Q26(출시)
	일곱 개의 대죄: Origin	넷마블에프엔씨(외부P)	넷마블	오픈월드 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	1Q26(출시)
	몬길: STAR DIVE	넷마블몬스터	넷마블	수집형 서브컬처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26(출시)
	SOL: enchant	알트나인	넷마블	MMORPG	PC/모바일	국내	2Q26
	나 혼자만 레벨업: KARMA	넷마블네오	넷마블	로그라이트	PC/모바일	글로벌	2H26
	프로젝트 옥토퍼스	콩스튜디오	넷마블	로그라이트	모바일	글로벌	2H26
	이블베인	넷마블몬스터	넷마블	3인칭 협동 액션	PC/콘솔	글로벌	2H26
	상그릴라 프론티어: 일곱 최강종	넷마블넥서스(외부P)	넷마블	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	프로젝트 이지스	카밤(자회사)	카밤(자회사)	수집형 RPG	PC/모바일	글로벌	2H26
네오위즈	고양이와 스프: 마법의 레시피	네오위즈	네오위즈	시뮬레이션	모바일	글로벌	2Q26(출시)
	킹덤2	파우게임즈(자회사)	네오위즈	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	안녕서울: 이태원편	지노 게임즈	네오위즈	포스트아포칼립스	PC/콘솔	글로벌	2H26
	올프아이 스튜디오 신작	올프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
	프로젝트 CF	네오위즈	네오위즈	라이프 시뮬레이션	PC/콘솔	글로벌	2027-
	프로젝트 Rubicon	네오위즈	네오위즈	스토리 중심 RPG	PC/콘솔	글로벌	2028-
	프로젝트 Windi	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	2028-
	P의 거짓 후속작	네오위즈	네오위즈	소울라이크	PC/콘솔	글로벌	2028-
펼어비스	붉은사막	펼어비스	펼어비스	오픈월드 액션 어드벤처	PC/콘솔	글로벌	1Q26(출시)
카카오게임즈	숨미니즈	메타보라(자회사)	카카오게임즈	SM 아이돌IP활용 캐주얼	모바일	글로벌	1Q26(출시)
	더 큐브, 세이브 어스	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	익스트랙션 액션	PC	글로벌	1Q26(출시)
	던전 어라이즈	타이니편 게임즈	카카오게임즈	전략 어드벤처 RPG	PC/모바일	글로벌	2Q26
	오딘 Q	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내, 대만	3Q26
	Project QQ	슈퍼켓	카카오게임즈	MMORPG	PC/모바일	국내	3Q26
	갯 세이브 버밍엄	오션드라이브(자회사)	카카오게임즈	오픈월드 좀비 생존	PC/콘솔	글로벌	4Q26
	아카이머지 크로니클	XL게임즈(자회사)	카카오게임즈	온라인 액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	4Q26
	Project C	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	서브컬처육성 시뮬레이션	PC/모바일	국내, 일본	4Q26
	크로노 오디세이	크로노스튜디오	카카오게임즈	액션 MMORPG	PC/콘솔	글로벌	1Q27
	Project S	라이온하트(자회사)	카카오게임즈	루트 슈터	PC/콘솔	글로벌	2027-
위메이드맥스	미드나잇워커스	원웨이티켓 스튜디오(자회사)	위메이드맥스	익스트랙션 FPS	PC	글로벌	1Q26(출시)
	미르 4	위메이드넥스트(자회사)	37게임즈	MMORPG	PC/모바일	중국	2H26
	미르 5	위메이드넥스트(자회사)	위메이드	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2H26
	나이트크로우2	위메이드맥스	위메이드	MMORPG	PC/모바일	국내	2026-
	TAL: 더 아케인 랜드	위메이드맥스	-	액션 RPG	PC/콘솔	글로벌	2027-
데브시스터즈	쿠키런: 오븐스매시	프레세이(자회사)	데브시스터즈	대전 슈팅	모바일	글로벌	1Q26(출시)
컴투스	도원암귀 Crimson Inferno	컴투스	컴투스	턴제 RPG	PC/모바일	글로벌	2026
	프로젝트 ES	에이버튼	컴투스	MMORPG	PC/모바일	글로벌	2026

자료: 하나증권

AI를 활용한 사업 효율화

국내 게임사들은 2025년부터 전사적으로 AI 적용을 확대하고 있다. 크래프톤, NC, 시프트업, 더블유게임즈, 컴투스, 네오위즈는 실적발표를 통해 AI 사용 확대 기초를 강조해왔다. 크래프톤은 지난 11월 'AI first' 전략을 발표, AI와 관련한 인력 외 채용을 동결하고 에이전틱 AI 중심으로 업무를 자동화하기 시작했다. 시프트업 역시 게임 개발의 효율성을 확보하기 위해 AI를 전략적으로 활용하고 있음을 공식적으로 밝혔다. **2026년 게임 개발에서 AI는 선택이 아닌 필수이며 중국 게임사 대비 인력이 부족한 국내 게임사의 경우 효과적인 AI 적용이 곧 경쟁력이다.**

크래프톤, NC는 신규 서비스 개발

크래프톤, NC는 AI의 내부 활용에 그치지 않고 AI를 활용한 신규 서비스를 개발하고 있다. 현재 초기 단계로 파악되기에 즉시 사업화가 이뤄져 유의미한 실적 기여를 기대하긴 어려우나 **본업이 안정화되었을 때 신사업의 성과가 확인된다면 업사이드 요인으로 작용할 전망이다.**

크래프톤의 AI

크래프톤은 2025년 11월 미국 실리콘밸리에 AI 로봇틱스 전문 연구 법인 루도 로봇틱스를 설립했다. 피지컬 AI를 중장기 핵심 사업 분야로 추진하기 위함이다. 크래프톤이 보유한 게임 모델링, 데이터를 훈련 데이터로 학습하여 피지컬 AI에 적용할 계획이다. 연구 개발을 거쳐 휴머노이드용 AI 모델을 출시할 가능성이 높으며, 휴머노이드 하드웨어 기업과의 협업을 기대한다.

지난 3월에는 한화에어로스페이스와 피지컬 AI 분야 전략적 동맹 구축, 방위산업 포함 다양한 영역에서 기술 공동 개발 및 사업화를 추진하는 MOU를 체결했다. 합작법인(JV)을 설립하여 크래프톤의 AI 연구 역량과 소프트웨어 개발 기술에 한화그룹이 보유한 방위산업 및 제조업분야의 산업 인프라를 결합할 계획이다. 미국 방산 스타트업 '안두릴'을 목표로 한다. 안두릴은 오클러스 VR의 창업자 팰머 렉키가 2017년 설립한 기업이다. AI 기반 자율 무기시스템 등 첨단 방산 OS를 보유했다. 국내에서 AI 방산 기술의 자주성이 강조되는 흐름에 따라 이뤄진 협력으로 파악된다. 미국 방산 기업인 록히드마틴이 게임 엔진을 활용해 훈련, 실증을 진행하다는 사실은 이미 알려져 있다. 초기 단계이지만 사업화까지 충분히 진행 가능한 영역이다.

이번 5월에는 쏘카에 650억원을 전략적으로 투자하고 자율주행 신설 법인에도 별도 출자할 계획을 밝혔다. 신설 법인은 레벨2(운전자 개입 부분 자율주행) 수준의 카셰어링을 시작으로 레벨4(조건부 완전 자율주행) 수준의 자율주행 차량 호출 서비스까지 사업 영역을 확장한다는 계획을 발표했다. 크래프톤의 목적은 피지컬 AI 모델 개발 과정에 필요한 학습 데이터 확보에 있어 보인다.

상기한 3가지 움직임을 종합해보면 크래프톤은 게임 엔진, AI 역량을 바탕으로 피지컬 AI 전반의 생태계를 확보하고 있다. 피지컬 AI 모델 개발과 진행하며, 필요한 데이터를 확보하고, 실제 사용자인 방산 부분과 협업을 시작했다. 본업인 게임 부분에서 우려만 불식시킨다면 기술 개발에 따른 기대감을 받을 수 있는 영역으로의 확장이라고 판단한다.

NC의 AI NC는 2025년 2월 NC AI를 분사했다. 독자 파운데이션 모델 개발, 기업 대상 제품 납품을 진행 중이다. 엔씨가 보유한 AI 모델 VARCO는 VARCO 3D, VARCO Sound, VARCO Voice 등 기능에 맞춰 구분되어 있다.

지난 12월 출시한 VARCO 3D는 텍스트, 이미지 입력으로 3D 에셋을 생성하는 서비스다. 기존 4주 이상 소요되던 에셋 제작 기간을 3분 이내로 단축하며 메시 생성·텍스처 작업·리깅(Rigging)·모션 리타겟팅 등 3D 제작 모든 공정을 AI가 자동화하며, 결과물을 세밀하게 수정할 수 있는 편집 기능을 갖췄다. NC AI는 VARCO 3D를 콘텐츠 제작 이상으로 개발하여 AI 로보틱스와 자율 시스템 개발의 핵심으로 확장할 계획이다. 정밀한 3D 데이터 환경을 구현하여 피지컬 AI 시대 인프라 역할을 수행하겠다는 포부다.

또한 12월 출시한 VARCO Voice, VARCO Translation로 콘텐츠 제작도 지원한다. VARCO Voice는 250종 이상의 다국어 보이스 컬렉션을 통해 짧은 음성만으로 새로운 보이스를 만드는 기능이다. VARCO Translation의 주요 기능은 미디어 더빙, 텍스트 번역, 이미지 번역이다. 영상의 음성과 배경을 AI가 분리하여 인식하여 10개의 언어로 번역 및 4개 언어로 더빙할 수 있다. 두 서비스의 결합으로 국내 콘텐츠 제작 효율을 제고하여 K-콘텐츠의 글로벌 확장에 기여할 계획이다.

사업화를 위한 MOU도 활발하다. 2025년 8월 MBC와 미디어·콘텐츠 분야의 AI 전환을 위한 MOU를 체결했다. 독자 AI 파운데이션 모델 기술과 MBC 방송 제작 노하우의 결합을 목표로 한다. NC AI는 MBC를 포함한 54개 기업·연구기관이 참여하는 ‘그랜드 컨소시엄’을 주도, 각 산업군에 특화된 AI 솔루션을 제공하는 ‘도메인옵스(DomainOps)’ 플랫폼 개발을 진행 중이다.

NC AI의 2025년 매출액은 298억원이나 모두 엔씨와의 도급 계약이다. 추후 외부 기업과의 매출이 발생한다면 새로운 성장 동력으로 평가될 수 있다.

기업분석

NAVER (035420)	65
카카오 (035720)	69
크래프톤 (259960)	72
NC (036570)	75

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

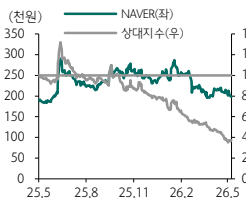
목표주가(12M) **350,000원**
 현재주가(5.19) **198,100원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	290,500/183,100
시가총액(십억원)	31,076.7
시가총액비중(%)	0.52
발행주식수(천주)	156,873.8
60일 평균 거래량(천주)	856.1
60일 평균 거래대금(십억원)	187.0
외국인지분율(%)	36.91
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.11

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	13,707.3	15,178.3
영업이익(십억원)	2,418.0	2,778.6
순이익(십억원)	1,971.5	2,367.1
EPS(원)	12,683	15,064
BPS(원)	196,174	210,671

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	10,737.7	12,035.0	13,826.4	15,363.7
영업이익	1,979.3	2,208.1	2,394.2	2,771.1
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,435.3	3,192.0
순이익	1,923.2	1,953.2	1,876.5	2,471.1
EPS	11,913	12,376	11,964	15,754
증감률	92.77	3.89	(3.33)	31.68
PER	16.70	19.59	16.72	12.70
PBR	1.20	1.35	1.06	0.99
EV/EBITDA	11.27	11.85	8.08	6.56
ROE	7.90	7.36	6.63	8.21
BPS	166,221	180,117	189,571	202,817
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

NAVER (035420)**하반기 AI, 디지털자산으로 반등 도모****투자의견 Buy, 목표주가 350,000원 유지**

인터넷 산업 내 Top Pick 유지한다. 광고/커머스의 안정적인 성장에 기반하여 실적은 편안하다. 다만 내수 광고/커머스 중심 사업만으로는 현재 디레이팅 단기간에 해소할 수 있어 보이지 않는다. 결국 글로벌 도전 분야의 보다 폭발적인 성장이 확인되거나 디지털자산에서의 신사업 비전이 그려져야 시장의 관심을 받을 수 있을 것으로 전망한다. 네이버파이낸셜-두나무의 합병은 9월 30일로 연기되었고 디지털자산기분법은 하반기 논의가 예고되었다. 하반기를 보고 긴 호흡의 접근이 필요하며, 기다림의 끝에는 분명히 큰 업사이드로 보답할 것이라 전망한다.

하반기, AI로 돈을 번다

2026년 연결 기준 영업수익 13조 8,264억원(+14.9%YoY), 영업이익 2조 3,942억원(+8.4%YoY, OPM 17.4%)을 기록할 것으로 전망한다. 광고 매출액은 5조 9,709억원(+9.8%YoY), 서비스 매출액은 1조 9,021억원(+24.4%YoY)으로 추정한다. 지난 2월 쇼핑 AI 에이전트, 4월 27일 AI 탭을 출시했다. AI 탭은 현재 플러스 멤버십 대상으로 제공 중이며 6월 전체 사용자로 확대하고 연결 서비스를 확장할 예정이다. AI 브리핑과 연계하여 사용자 경험 개선 예상된다. AI 브리핑은 3월 기준 롱테일 쿼리 2.5배 성장했으며 후속 질문에 대한 CTR은 일반 검색어 추천 대비 2.5배 이상 높은 것으로 확인됐다. AI 브리핑 광고는 2분기 테스트 후 3분기부터 본격적으로 개시하여 수익화를 진행할 예정이며 4분기에는 AI 탭 광고도 출시할 계획이다. AI의 서비스화로 인한 광고/커머스 실적 개선을 기대한다.

두나무 인수, 웹2/3 슈퍼앱으로의 진화

네이버는 두나무 인수로 핀테크의 마지막 퍼즐인 블록체인을 내재화하여 실물 경제와 디지털 경제를 잇는 플랫폼으로 진화한다. 2025년 온라인 광고 매출액 5.4조원으로 국내 1위, 온라인 커머스 거래액 약 53조원으로 2위이며, 네이버페이 결제액 86조원으로 간편결제 점유율 1위다. 네이버가 보유한 광고, 스마트스토어, 커머스, 결제 생태계는 국내에서 대체 불가능하다. 작년 8월 베타 출시한 Npay월렛은 사용자가 개인 키를 직접 관리하여 NFT, 웹 3기반 금융 서비스 지원한다. 커넥트 단말기로 오프라인 결제도 가능하다. 두나무의 기와 체인, 월렛과 연계 시 실물, 디지털에서 모두 통용되는 지갑을 구현할 수 있다. 핵심은 코인 베이스와 같이 심리스한 경험 구축, 슈퍼앱으로 나아갈 수 있는 점이다. 사용자는 기존의 방식과 같이 원화로 일상적인 금융 활동을 온체인에서 수행 할 수 있게 된다. 이는 이후 국내 DeFi 시장에서의 핵심 경쟁력이 될 전망이다.

도표 1. NAVER 실적 추이

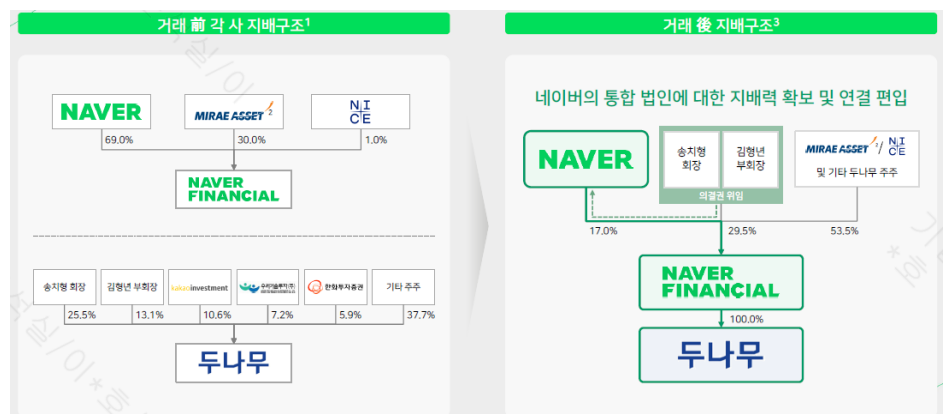
(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
영업수익	2,786.8	2,915.1	3,138.1	3,195.1	3,241.1	3,383.2	3,525.3	3,676.8	12,035.0	13,826.4
YoY(%)	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	16.1	12.3	15.1	12.1	14.9
서치플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,938.9	2,003.6	2,090.7	6,964.7	7,873.0
YoY(%)	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	14.5	10.3	13.0	13.5	13.0
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,477.9	1,520.5	1,578.0	5,436.2	5,970.9
YoY(%)	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	9.8	8.8	11.5	9.0	9.8
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	461.1	483.1	512.6	1,528.5	1,902.1
YoY(%)	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	33.0	15.4	17.9	33.1	24.4
파이낸셜 플랫폼	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	474.5	493.3	521.4	1,668.2	1,948.9
YoY(%)	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	17.0	15.4	16.2	12.2	16.8
글로벌 도전	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	969.8	1,028.3	1,064.8	3,402.1	4,004.5
YoY(%)	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	18.8	15.0	18.8	9.3	17.7
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	344.9	352.6	402.1	986.5	1,450.6
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	477.9	508.6	472.5	1,851.3	1,899.1
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	147.0	167.1	190.2	564.2	654.8
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,584.4	2,699.3	2,832.0	2,894.3	3,006.7	9,826.9	11,432.2
YoY(%)	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	18.3	12.7	16.3	12.2	16.3
개발/운영비용	671.1	683.1	732.7	743.7	748.9	762.2	753.7	777.7	2,830.7	3,042.5
파트너	990.9	1,030.2	1,114.1	1,129.8	1,188.0	1,252.5	1,305.1	1,374.8	4,265.0	5,120.3
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	250.8	261.8	272.8	283.1	810.9	1,068.4
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	511.7	555.5	562.8	571.1	1,920.3	2,201.1
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	551.3	631.0	670.1	2,208.1	2,394.2
YoY(%)	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	5.7	10.6	9.7	11.6	8.4
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	16.3	17.9	18.2	18.3	17.3
당기순이익	423.7	497.4	734.7	163.0	291.0	416.6	597.4	578.6	1,818.7	1,883.7
YoY(%)	(23.8)	0.5	38.6	(68.3)	(31.3)	(0.2)	(18.7)	254.9	(5.9)	3.6
당기순이익률(%)	15.2	17.1	23.4	5.1	9.0	12.3	16.9	15.7	15.1	13.6
지배주주지분 순이익	424.8	488.8	726.4	313.2	285.3	411.9	599.1	580.2	1,953.2	1,876.5
비지배주주지분 순이익	(1.2)	8.6	8.3	(150.2)	5.7	4.7	(1.7)	(1.6)	(134.5)	7.2

주: 1Q26부터 매출 분류 변경
자료: 하나증권

도표 2. 네이버파이낸셜-두나무 합병 후 지배 구조

합병 후 네이버 17% 보유.
송치형 회장, 김형년 부회장 의결
권 위임으로 지배력 확보 및 연결
편입



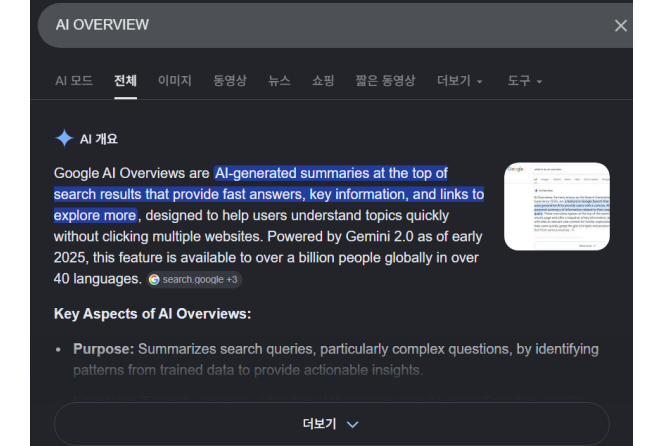
자료: NAVER, 하나증권

도표 3. 네이버 AI 브리핑



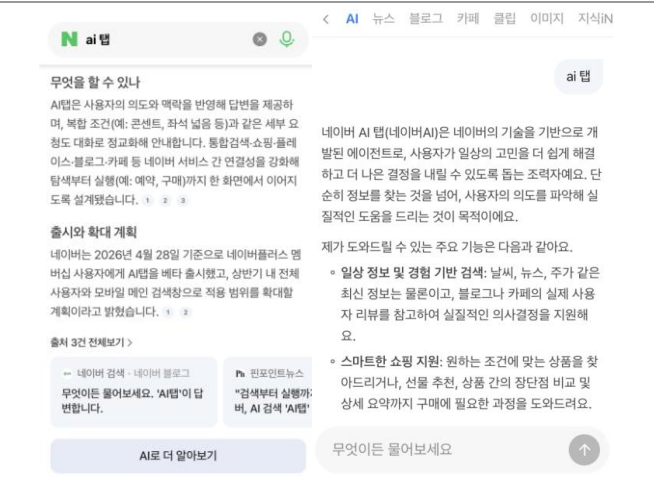
자료: NAVER, 하나증권

도표 4. 구글 AI 오버뷰



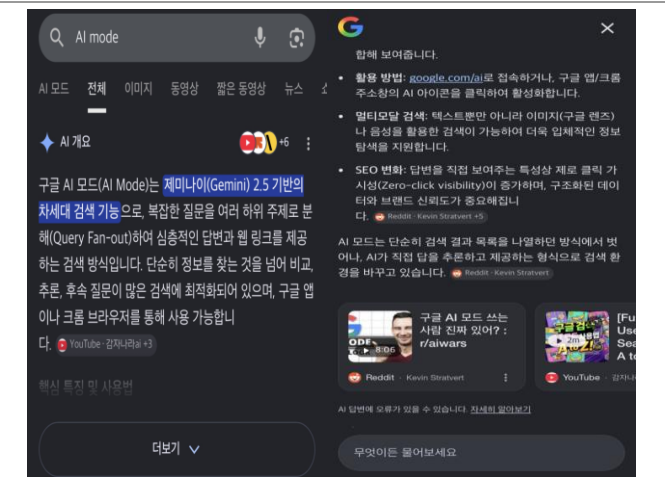
자료: Google, 하나증권

도표 5. 네이버 AI 브리핑-AI 탭. AI 브리핑에서 확장 가능



자료: NAVER, 하나증권

도표 6. 구글 AI 오버뷰-AI 모드. AI 오버뷰에서 즉시 확장



자료: Google, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,737.7	12,035.0	13,826.4	15,363.7	16,987.2
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,737.7	12,035.0	13,826.4	15,363.7	16,987.2
판매비	8,758.5	9,826.9	11,432.2	12,592.6	13,786.4
영업이익	1,979.3	2,208.1	2,394.2	2,771.1	3,200.8
금융손익	54.3	245.1	266.0	303.7	279.4
종속/관계기업손익	144.5	495.2	49.9	241.9	241.9
기타영업외손익	144.1	(528.3)	(274.6)	(124.6)	0.0
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,435.3	3,192.0	3,722.0
법인세	390.2	601.4	551.7	702.3	818.8
계속사업이익	1,932.0	1,818.7	1,883.7	2,489.8	2,903.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,932.0	1,818.7	1,883.7	2,489.8	2,903.2
비배주주지분 손이익	8.7	(134.5)	7.2	18.7	(8.1)
지배주주순이익	1,923.2	1,953.2	1,876.5	2,471.1	2,911.3
지배주주지분포괄이익	2,561.2	2,087.4	3,851.4	2,441.0	2,846.3
NOPAT	1,646.7	1,659.4	1,851.8	2,161.5	2,496.6
EBITDA	2,652.8	2,953.4	3,333.7	3,870.4	4,578.7
성장성(%)					
매출액증가율	11.03	12.08	14.88	11.12	10.57
NOPAT증가율	66.33	0.77	11.59	16.72	15.50
EBITDA증가율	28.08	11.33	12.88	16.10	18.30
영업이익증가율	32.95	11.56	8.43	15.74	15.51
(지배주주)순이익증가율	89.98	1.56	(3.93)	31.69	17.81
EPS증가율	92.77	3.89	(3.33)	31.68	17.82
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	24.71	24.54	24.11	25.19	26.95
영업이익률	18.43	18.35	17.32	18.04	18.84
계속사업이익률	17.99	15.11	13.62	16.21	17.09

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	11,964	15,754	18,561
BPS	166,221	180,117	189,571	202,817	218,870
CFPS	18,180	20,154	20,621	24,997	31,354
EBITDAPS	16,432	18,714	21,254	24,675	29,191
SPS	66,511	76,258	88,149	97,950	108,300
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
주기지표(배)					
PER	16.70	19.59	16.72	12.70	10.78
PBR	1.20	1.35	1.06	0.99	0.91
PCFR	10.94	12.03	9.70	8.00	6.38
EV/EBITDA	11.27	11.85	8.08	6.56	5.03
PSR	2.99	3.18	2.27	2.04	1.85
재무비율(%)					
ROE	7.90	7.36	6.63	8.21	8.98
ROA	5.20	4.93	4.39	5.40	5.97
ROIC	41.13	38.63	37.46	38.45	41.59
부채비율	41.36	41.90	45.84	44.76	43.65
순부채비율	(11.69)	(15.23)	(17.79)	(21.49)	(26.62)
이자보상비율(배)	18.87	20.31	22.02	25.49	29.68

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,374.9	10,928.5	12,064.4	13,882.1	16,501.8
금융자산	7,535.6	9,019.2	9,871.7	11,462.0	13,826.2
현금성자산	4,195.5	5,984.0	6,473.1	7,772.1	9,809.0
매출채권	478.0	491.7	565.8	625.3	692.0
재고자산	21.7	20.2	23.3	25.7	28.5
기타유동자산	1,339.6	1,397.4	1,603.6	1,769.1	1,955.1
비유동자산	28,793.0	30,156.0	32,334.6	33,220.8	33,844.9
투자자산	20,910.2	21,394.0	21,572.0	21,752.2	21,949.0
금융자산	3,504.0	4,745.2	4,756.6	4,768.7	4,795.6
유형자산	2,909.6	3,607.6	4,534.9	5,299.2	5,929.0
무형자산	3,657.2	3,421.0	4,494.3	4,436.1	4,233.5
기타비유동자산	1,316.0	1,733.4	1,733.4	1,733.3	1,733.4
자산총계	38,167.9	41,084.5	44,399.0	47,102.9	50,346.6
유동부채	6,092.2	8,018.9	9,344.7	9,682.8	10,114.1
금융부채	1,104.9	2,397.4	2,409.1	2,421.3	2,448.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,987.3	5,621.5	6,935.6	7,261.5	7,665.3
비유동부채	5,074.8	4,112.6	4,611.2	4,880.6	5,183.3
금융부채	3,273.4	2,211.1	2,046.9	2,046.9	2,046.9
기타비유동부채	1,801.4	1,901.5	2,564.3	2,833.7	3,136.4
부채총계	11,167.0	12,131.5	13,956.0	14,563.4	15,297.4
지배주주지분	25,459.9	27,581.9	29,064.9	31,142.6	33,660.5
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,422.7	1,586.3	1,586.3	1,586.3	1,586.3
자본조정	(638.5)	(452.1)	(452.1)	(452.1)	(452.1)
기타포괄이익누계액	(1,305.7)	(1,194.5)	(1,194.5)	(1,194.5)	(1,194.5)
이익잉여금	25,965.0	27,625.7	29,108.6	31,186.3	33,704.2
비지배주주지분	1,541.0	1,371.1	1,378.2	1,396.9	1,388.8
자본총계	27,000.9	28,953.0	30,443.1	32,539.5	35,049.3
순금융부채	(3,157.3)	(4,410.6)	(5,415.7)	(6,993.8)	(9,330.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,589.9	3,095.8	4,652.6	3,886.5	4,906.9
당기순이익	1,932.0	1,818.7	1,883.7	2,489.8	2,903.2
조정	505.6	815.4	1,001.2	969.4	1,485.8
감가상각비	673.5	745.3	939.6	1,099.2	1,377.9
외환거래손익	135.1	(14.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(565.2)	(453.2)	(49.9)	(241.9)	0.0
기타	262.2	538.2	111.5	112.1	107.9
영업활동자산부채변동	152.3	461.7	1,767.7	427.3	517.9
투자활동 현금흐름	(1,340.0)	(743.7)	(3,441.3)	(2,044.5)	(2,329.4)
투자자산감소(증가)	2,330.9	11.3	(128.1)	61.7	(196.8)
자본증가(감소)	(554.0)	(1,220.4)	(1,805.2)	(1,805.2)	(1,805.2)
기타	(3,116.9)	465.4	(1,508.0)	(301.0)	(327.4)
재무활동 현금흐름	(347.2)	(524.5)	(652.9)	(488.3)	(473.8)
금융부채증가(감소)	(377.0)	371.6	(152.6)	12.2	27.4
자본증가(감소)	180.1	163.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(31.3)	(891.3)	(106.7)	(107.1)	(107.8)
배당지급	(119.0)	(168.4)	(393.6)	(393.4)	(393.4)
현금의 증감	902.6	1,788.5	308.5	1,299.0	2,036.9
Unlevered CFO	2,934.9	3,180.7	3,234.4	3,920.9	4,918.0
Free Cash Flow	2,035.9	1,861.1	2,847.4	2,081.3	3,101.7

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

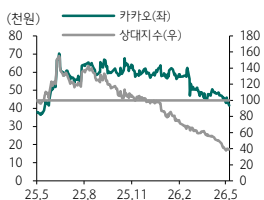
목표주가(12M) 75,000원
현재주가(5.19) 41,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	70,400/36,450
시가총액(십억원)	18,374.3
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	441,690.6
60일 평균 거래량(천주)	2,072.1
60일 평균 거래대금(십억원)	105.5
외국인지분율(%)	28.69
주요주주 지분율(%)	
감범수 외 75 인	24.08
국민연금공단	6.39

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	8,383.2	9,047.7
영업이익(십억원)	946.0	1,102.6
순이익(십억원)	768.8	911.7
EPS(원)	1,534	1,856
BPS(원)	27,047	29,050

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	7,864.0	8,099.1	8,317.3	8,931.1
영업이익	495.3	732.0	899.5	1,020.3
세전이익	49.7	621.5	997.8	1,168.4
순이익	55.3	491.5	574.5	707.5
EPS	124	1,110	1,300	1,602
증감률	흑전	795.16	17.12	23.23
PER	308.06	54.14	32.65	26.50
PBR	1.67	2.36	1.59	1.50
EV/EBITDA	12.26	15.38	9.23	8.24
ROE	0.56	4.59	4.98	5.82
BPS	22,860	25,486	26,765	28,292
DPS	68	75	75	75



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

카카오 (035720)**하반기 AI 에이전트 대중화가 중요****투자의견 Buy, 목표주가 75,000원 유지**

카카오는 헬스케어, 게임즈, 포털과 같은 비핵심 사업부를 적극적으로 매각하여 효율성을 확보하고 있다. 올해 영업이익의 개선이 뚜렷하게 확인된다는 점은 긍정적이나 본업보다는 자회사 수익성 개선이 중요하다. 본업의 이익 기여가 전체 영업이익을 이끌어 가는 시점까지는 AI 에이전트를 통한 트래픽 확보가 주가의 Key로 작동할 것으로 전망한다.

AI 에이전트는 하반기 본격 가동 예정

2026년 연결 기준 영업수익 8조 3,173억원(+8.4%YoY), 영업이익 8,995억원(+16.7%YoY, OPM 10.8%)으로 전망한다. 특비즈 매출액은 2조 5,054억원(+10.3%YoY)으로, 그 중 특비즈 광고는 1조 4,942억원(+14.5%YoY)으로 추정한다. 카카오는 전국민을 위한 AI 에이전트를 위해 2가지 서비스를 출시했다. 카나나 인 카카오톡 일상 에이전트이며 ChatGPT 포 카카오는 탐색 수요까지 포괄하는 에이전트다. 카나나 인 카카오톡은 3월 안드로이드까지 정식 출시를 마쳤다. 서비스 초기 단계이기에 정확성을 높이는 작업을 진행 중이다. ChatGPT 포 카카오는 누적 가입자 1,100만명을 돌파했으며 전분기 대비 MAU는 2배 이상 증가했다. 사용자 저변 확대를 위해 ChatGPT Go 플랜을 카카오톡에 적용할 예정이다. 결국 해당 서비스들이 사용자 경험을 유의미하게 개선하고 글로벌 서비스 대비 차별성을 갖기 위해서는 에이전트 추천, 주도 하에 탭 내에서 결정까지 수행하는 에이전트 커머스가 구현되어야 한다. 카카오의 과제는 1) 글로벌 파트너사들과 협업하여 충분한 커머스/서비스 풀을 갖추고 2) 편의성을 지닌 심리스 에이전트를 구축하는 것이다. 외부 파트너사들과의 협업은 8월 이전에 가시화될 전망이다. 에이전트 커머스로 사용자들을 유입하기 위해서는 가격 경쟁력도 중요한 요소로 작동할 가능성이 높다. 올해는 레퍼런스를 쌓고 서비스를 확립하는 시기다.

디지털자산, 그룹사 시너지와 파트너십으로 진출 예상

카카오는 카카오톡이라는 전국민이 사용하는 플랫폼을 유통 채널로, 카카오페이·카카오뱅크를 결제·금융 인프라로 삼아 그룹 내에서 발행부터 정산, 소비까지 제공할 계획이다. 현재 디지털자산 기본법이 은행 중심 컨소시엄의 발행으로 기울고 있긴 하나 만약 단독 발행을 허용해 준다면 모든 일련의 과정을 내재화할 수 있어 온전한 수혜 기대 가능하다. 사용자 최접점에 있다는 점은 곧 강력한 유통 경쟁력을 의미하기에 실물 경제 생태계 확장에 중요한 플레이어다. 카카오는 작년 오픈AI를 시작으로 자체 서비스만을 내세우지 않고 파트너사들의 서비스를 탑재시켜 경쟁력을 갖추려는 움직임을 보이고 있다. 디지털자산 시장에서도 코인베이스, 바이낸스와 같은 글로벌 거래소들과의 파트너십을 진행, 진입장벽을 낮춰 기존 국내 거래소 대비 경쟁력을 갖추게 된다면 국내 스테이블코인의 강한 유통처로 자리 매김할 수 있다.

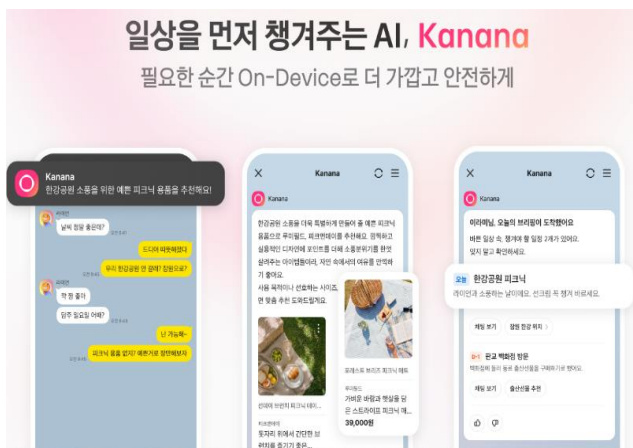
도표 1. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
영업수익	1,747.9	1,917.5	1,962.2	2,041.9	1,942.1	2,091.0	2,072.6	2,211.6	7,669.5	8,317.3
YoY(%)	(12.1)	(4.3)	2.2	4.5	11.1	9.0	5.6	8.3	(2.5)	8.4
플랫폼부문	1,022.3	1,087.0	1,090.0	1,229.2	1,182.7	1,224.4	1,241.4	1,359.6	4,428.5	5,008.0
YoY(%)	7.0	14.0	15.8	17.8	15.7	12.6	13.9	10.6	13.7	13.1
특비즈	558.5	545.8	538.1	630.0	608.6	609.1	602.6	685.1	2,272.4	2,505.4
포털비즈	74.3	78.5	72.9	71.8	67.6	71.4	66.3	65.4	297.6	270.7
플랫폼기타	389.5	462.6	479.0	527.4	506.5	543.8	572.5	609.2	1,858.5	2,231.9
콘텐츠부문	725.6	830.5	872.2	812.7	759.4	866.6	831.3	852.0	3,241.0	3,309.3
YoY(%)	(29.8)	(20.9)	(10.8)	(10.7)	4.7	4.3	(4.7)	4.8	(18.4)	2.1
뮤직	437.9	517.2	564.5	525.1	484.6	562.1	528.1	566.3	2,044.7	2,141.1
스토리	212.6	219.1	211.9	191.9	182.4	207.4	204.4	185.0	835.4	779.3
미디어	75.1	94.2	95.8	95.8	92.4	97.0	98.7	100.7	360.9	388.9
영업비용	1,620.5	1,713.6	1,738.4	1,825.9	1,730.7	1,852.7	1,847.6	1,986.8	6,898.4	7,417.8
YoY(%)	(12.9)	(7.9)	(2.3)	(2.2)	6.8	8.1	6.3	8.8	(6.4)	7.5
인건비	425.6	438.9	428.6	455.1	444.9	458.8	448.0	475.7	1,748.2	1,827.4
매출연동비	658.7	678.5	698.0	739.7	701.2	757.4	737.3	801.1	2,774.9	2,997.0
외주/인프라비	190.2	217.8	245.2	237.9	208.2	228.7	257.4	260.3	891.0	954.6
마케팅비	74.8	78.9	91.6	109.2	72.5	90.0	96.2	112.5	354.5	371.2
상각비	193.5	209.0	194.9	192.4	196.8	203.9	208.5	205.8	789.8	815.0
금융영업비용	19.9	30.6	14.0	26.6	50.6	55.6	35.6	67.8	91.0	209.6
기타	57.9	59.8	66.2	65.2	56.5	58.4	64.6	63.6	249.0	243.0
영업이익	127.4	203.9	223.8	216.0	211.4	238.3	225.0	224.8	771.1	899.5
YoY(%)	(0.7)	43.9	60.7	151.1	66.0	16.9	0.5	4.1	55.7	16.7
영업이익률(%)	7.3	10.6	11.4	10.6	10.9	11.4	10.9	10.2	10.1	10.8
당기순이익	200.3	171.8	192.9	(47.1)	226.8	200.4	221.6	110.2	518.0	759.0
YoY(%)	196.0	97.2	145.6	적지	13.2	16.6	14.9	흑전	적전	46.5
당기순이익률(%)	11.5	9.0	9.8	(2.3)	11.7	9.6	10.7	5.0	6.8	9.1

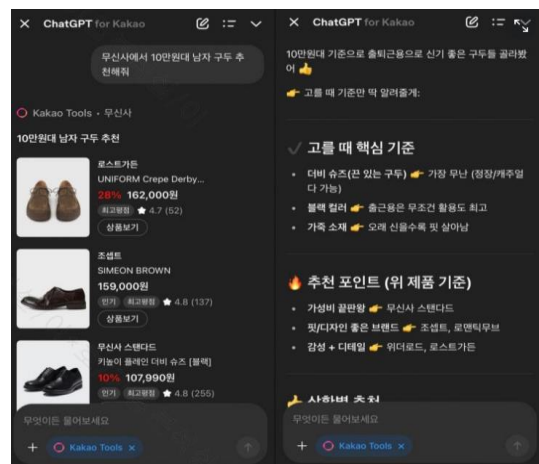
주: 2025년부터 헬스케어, 게임즈 중단 조정 반영. 추정 재무제표와 차이 있음
자료: 하나증권

도표 2. 카카오톡 카나나. 3월 정식 출시



자료: KAKAO, 하나증권

도표 3. ChatGPT 포 카카오 내 카카오톡



자료: KAKAO, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864.0	8,099.1	8,317.3	8,931.1	9,585.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,864.0	8,099.1	8,317.3	8,931.1	9,585.8
판매비	7,368.8	7,367.1	7,417.8	7,910.8	8,416.8
영업이익	495.3	732.0	899.5	1,020.3	1,169.0
금융손익	37.3	(5.4)	70.6	72.5	130.8
종속/관계기업손익	56.4	89.6	97.3	97.3	97.3
기타영업외손익	(539.3)	(194.8)	(69.6)	(21.8)	(21.8)
세전이익	49.7	621.5	997.8	1,168.4	1,375.3
법인세	160.5	94.7	179.0	233.7	275.1
계속사업이익	(110.8)	526.8	818.8	934.7	1,100.3
중단사업이익	(51.1)	(8.9)	(59.7)	0.0	0.0
당기순이익	(161.9)	518.0	759.0	934.7	1,100.3
비배주주지분 손이익	(217.1)	26.5	184.5	227.2	267.5
지배주주순이익	55.3	491.5	574.5	707.5	832.8
지배주주지분포괄이익	387.3	1,323.7	903.1	1,112.1	1,309.0
NOPAT	(1,105.1)	620.5	738.1	816.3	935.2
EBITDA	1,330.6	1,572.3	1,662.8	1,730.6	1,839.3
성장성(%)					
매출액증가율	4.06	2.99	2.69	7.38	7.33
NOPAT증가율	적전	흑전	18.95	10.59	14.57
EBITDA증가율	8.93	18.16	5.76	4.08	6.28
영업이익증가율	7.46	47.79	22.88	13.43	14.57
(지배주주)순이익증가율	흑전	788.79	16.89	23.15	17.71
EPS증가율	흑전	795.16	17.12	23.23	17.73
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.92	19.41	19.99	19.38	19.19
영업이익률	6.30	9.04	10.81	11.42	12.20
계속사업이익률	(1.41)	6.50	9.84	10.47	11.48

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	124	1,110	1,300	1,602	1,886
BPS	22,860	25,486	26,765	28,292	30,104
CFPS	2,928	3,461	3,226	4,886	5,886
EBITDAPS	2,997	3,552	3,762	3,919	4,165
SPS	17,710	18,296	18,818	20,225	21,708
DPS	68	75	75	75	75
주기지표(배)					
PER	308.06	54.14	32.65	26.50	22.51
PBR	1.67	2.36	1.59	1.50	1.41
PCFR	13.05	17.36	13.16	8.69	7.21
EV/EBITDA	12.26	15.38	9.23	8.24	7.08
PSR	2.16	3.28	2.26	2.10	1.96
재무비율(%)					
ROE	0.56	4.59	4.98	5.82	6.46
ROA	0.22	1.84	2.03	2.39	2.67
ROIC	(22.75)	15.72	702.51	(75.77)	103.04
부채비율	84.85	82.49	80.99	79.66	78.91
순부채비율	(31.80)	(41.70)	(55.21)	(60.01)	(64.87)
이자보상비율(배)	2.43	4.06	5.12	5.69	6.40

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,721.7	12,374.2	14,932.3	16,380.0	18,091.2
금융자산	8,905.2	10,417.3	12,891.7	14,221.7	15,766.8
현금성자산	6,169.8	6,373.8	8,741.4	9,921.0	11,253.9
매출채권	548.7	569.5	594.0	628.4	677.0
재고자산	81.1	76.5	79.8	84.5	91.0
기타유동자산	1,186.7	1,310.9	1,366.8	1,445.4	1,556.4
비유동자산	15,051.4	15,409.3	13,937.2	13,897.9	13,968.8
투자자산	5,749.9	6,066.0	6,187.5	6,358.5	6,599.7
금융자산	2,826.8	3,549.2	3,562.5	3,581.2	3,607.6
유형자산	1,362.5	1,556.7	1,502.7	1,469.6	1,449.3
무형자산	5,170.7	5,227.8	3,688.1	3,510.9	3,361.0
기타비유동자산	2,768.3	2,558.8	2,558.9	2,558.9	2,558.8
자산총계	25,773.0	27,783.5	28,869.5	30,277.9	32,059.9
유동부채	8,545.2	8,779.7	9,086.9	9,519.2	10,129.0
금융부채	2,340.6	1,517.6	1,534.3	1,557.8	1,591.0
매입채무	228.1	228.1	237.9	251.7	271.1
기타유동부채	5,976.5	7,034.0	7,314.7	7,709.7	8,266.9
비유동부채	3,284.9	3,778.9	3,831.7	3,906.0	4,010.8
금융부채	2,130.9	2,550.2	2,550.2	2,550.2	2,550.2
기타비유동부채	1,154.0	1,228.7	1,281.5	1,355.8	1,460.6
부채총계	11,830.1	12,558.6	12,918.5	13,425.1	14,139.9
지배주주지분	10,141.3	11,276.2	11,817.7	12,492.3	13,292.2
자본금	44.4	44.3	44.3	44.3	44.3
자본잉여금	8,911.0	8,803.3	8,803.3	8,803.3	8,803.3
자본조정	(34.1)	(82.4)	(82.4)	(82.4)	(82.4)
기타포괄이익누계액	(723.6)	(173.5)	(173.5)	(173.5)	(173.5)
이익잉여금	1,943.5	2,684.5	3,226.0	3,900.6	4,700.5
비지배주주지분	3,801.6	3,948.7	4,133.2	4,360.4	4,627.9
자본총계	13,942.9	15,224.9	15,950.9	16,852.7	17,920.1
순금융부채	(4,433.7)	(6,349.5)	(8,807.2)	(10,113.7)	(11,625.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,250.5	1,404.8	1,716.6	2,539.4	3,124.3
당기순이익	(161.9)	518.0	759.0	934.7	1,100.3
조정	1,416.7	993.2	683.4	1,218.7	1,479.5
감가상각비	835.3	840.2	763.3	710.3	670.3
외환거래손익	(22.1)	4.2	7.6	(0.3)	0.0
지분법손익	(12.6)	(218.3)	(228.3)	(228.3)	0.0
기타	616.1	367.1	140.8	737.0	809.2
영업활동 자산부채변동	(4.3)	(106.4)	274.2	386.0	544.5
투자활동 현금흐름	10.4	(478.2)	804.0	(592.8)	(953.3)
투자자산감소(증가)	(146.6)	(98.8)	106.8	57.3	(241.2)
자본증가(감소)	(347.7)	(465.5)	(500.0)	(500.0)	(500.0)
기타	504.7	86.1	1,197.2	(150.1)	(212.1)
재무활동 현금흐름	(521.3)	(708.2)	(192.0)	(800.0)	(809.0)
금융부채증가(감소)	(35.8)	(403.7)	16.7	23.5	33.2
자본증가(감소)	71.0	(107.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(513.0)	(157.8)	(175.7)	(790.6)	(809.3)
배당지급	(43.5)	(38.9)	(33.0)	(32.9)	(32.9)
현금의 증감	780.6	204.0	2,343.3	1,179.6	1,332.9
Unlevered CFO	1,300.2	1,532.1	1,425.7	2,157.4	2,599.1
Free Cash Flow	870.8	925.6	1,216.6	2,039.4	2,624.3

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

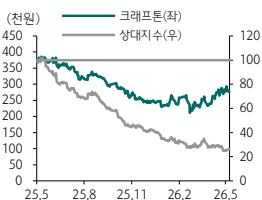
목표주가(12M) **460,000원**
 현재주가(5.19) **276,000원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	386,000/211,000
시가총액(십억원)	12,732.5
시가총액비중(%)	0.21
발행주식수(천주)	46,132.4
60일 평균 거래량(천주)	160.0
60일 평균 거래대금(십억원)	41.1
외국인지분율(%)	43.14
주요주주 지분율(%)	
장평균 외 32 인	22.65
MACE FRAME INVESTMENT(HK) LIMITED	14.40

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	4,735.3	5,144.4
영업이익(십억원)	1,424.5	1,606.6
순이익(십억원)	1,212.7	1,306.1
EPS(원)	25,230	27,395
BPS(원)	184,652	209,942

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,709.8	3,326.6	4,927.6	5,563.5
영업이익	1,182.5	1,054.4	1,397.9	1,692.8
세전이익	1,722.7	959.0	1,373.0	1,891.7
순이익	1,306.1	734.8	981.0	1,355.9
EPS	27,162	15,438	20,695	28,602
증감률	122.26	(43.16)	34.05	38.21
PER	11.51	15.93	13.63	9.86
PBR	2.17	1.57	1.61	1.40
EV/EBITDA	8.79	7.62	5.18	3.58
ROE	21.10	10.60	13.11	15.86
BPS	144,190	156,646	175,232	201,762
DPS	0	2,240	2,240	2,240



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

크래프톤 (259960)**PUBG ALWAYS WIN****투자의견 Buy, 목표주가 460,000원 유지**

투자의견 Buy, 목표주가 460,000원, 게임 산업 Top Pick 유지한다. PUBG IP의 PC/모바일 트랙픽 모두 구조적 성장기로 다시 진입했다고 판단, 웰메이드 모드들, UGC 모드의 성과로 2024년 이상의 그림을 그릴 것으로 전망한다. 12MF P/E 기준 10배 수준에서 거래되고 있다. [서브노티카2]는 5월 15일 얼리엑세스 출시, 12시간만에 200만장을 판매했다. 올해 700만장 판매를 추정한다. 하반기 후속 파이프라인들에 대한 정보도 공개될 가능성이 높다. 확실한 매크로 환경에서도 지정학적 이슈로부터 자유로움에 오히려 트랙픽 차원에서는 수혜를 볼 가능성도 있다. 지금이 매수 적기이며 지속적으로 비중 확대하는 전략을 권고한다.

PUBG IP는 기대치를 계속 상회할 것

2026년 연결 기준 매출액 4조 9,276억원(+48.1%YoY), 영업이익 1조 3,979억원(+32.6%YoY, OPM 28.4%)으로 전망한다. [서브노티카2]의 성과를 반영하여 추정치를 변경했다. PUBG IP의 트랙픽, 1분기 실적으로 PUBG IP에 대한 의구심은 해소되었다. 트랙픽의 성장이 뚜렷하게 확인되는 상황에서 실적을 의심할 이유는 없다. PUBG PC의 4월 평균 접속자는 35만명 이상으로 무료화 이후 최고 수준을 기록했다. 4월 진행한 스텔라 블레이드 콘텐츠는 기존 콜라보 스킨 대비 +20% 이상 매출을 기록한 것으로 확인, 에스파 복각도 이뤄졌기에 트랙픽의 높은 수익화 기대한다. 5월 13일 PADAY 모드를 출시했으며 하반기 UGC 모드를 통해 성공적인 플랫폼화 전망한다. PUBG M은 4월 X-SUIT로 역대 최고 매출을 갱신했고 중국 역시 견조한 순위 유지 중이다. 연간 PUBG IP 두 자릿수 성장이라는 목표는 충분히 달성 가능하며 약 +20%에 가까운 성장을 이뤄낼 가능성이 높다고 평가한다.

피지컬AI에 진심

크래프톤은 2025년 11월 미국 실리콘밸리에 AI 로보틱스 전문 연구 법인 루도 로보틱스를 설립했다. 피지컬 AI를 중장기 핵심 사업 분야로 추진하기 위함이다. 크래프톤이 보유한 게임 모델링, 데이터를 훈련 데이터로 학습하여 피지컬 AI에 적용할 계획이다. 연구 개발을 거쳐 휴머노이드용 AI 모델을 출시할 가능성이 높으며, 휴머노이드 하드웨어 기업과의 협업을 기대한다. 지난 3월에는 한화에어로스페이스와 피지컬 AI 분야 전략적 동맹 구축, 방위산업 포함 다양한 영역에서 기술 공동 개발 및 사업화를 추진하는 MOU를 체결했고 5월에는 쏘카에 650억원을 전략적으로 투자하고 자율주행 신설 법인에도 별도 출자할 계획을 밝혔다. 3가지 움직임을 종합해보면 크래프톤은 게임 엔진, AI 역량을 바탕으로 피지컬 AI 전반의 생태계를 확보하고 있다. 피지컬 AI 모델 개발과 진행하며, 필요한 데이터를 확보하고, 실제 사용처인 방산 부분과 협업을 시작했다. 본업인 게임 부분에서 우려만 불식시킨다면 기술 개발에 따른 기대감을 받을 수 있는 영역으로의 확장이라고 판단한다.

도표 1. 크래프톤 실적 추이

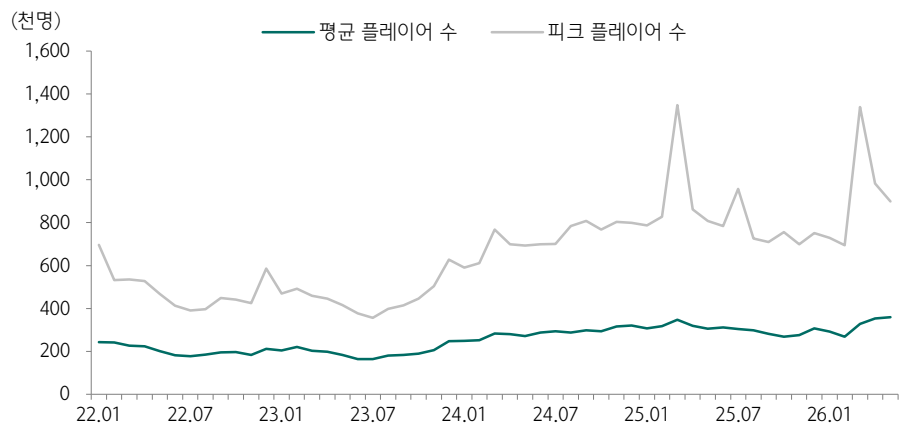
(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	874.2	662.0	870.6	919.7	1,371.4	1,247.6	1,310.1	998.5	3,326.6	4,927.6
YoY(%)	31.3	(6.4)	21.0	48.9	56.9	88.4	50.5	8.6	22.8	48.1
PC	323.5	219.7	353.9	287.4	363.8	232.5	388.4	305.2	1,184.6	1,289.9
YoY(%)	32.8	14.8	29.0	23.6	12.5	5.8	9.7	6.2	25.8	8.9
모바일	532.4	427.6	488.5	292.2	702.7	529.9	560.1	306.3	1,740.7	2,099.0
YoY(%)	32.3	(14.5)	14.8	(19.3)	32.0	23.9	14.7	4.8	3.0	20.6
콘솔	13.1	9.8	10.2	9.7	13.8	198.2	73.4	52.0	42.8	337.5
YoY(%)	14.2	11.7	(13.8)	(20.8)	5.7	1,923.7	619.9	435.3	(3.5)	688.4
기타	5.1	5.0	18.0	330.3	291.0	287.0	288.2	335.0	358.5	1,201.1
YoY(%)	(39.2)	(28.7)	131.3	3,057.5	5,553.4	5,650.4	1,498.2	1.4	963.2	235.1
영업비용	416.9	416.0	522.0	917.3	809.9	874.3	926.7	918.8	2,272.2	3,529.7
YoY(%)	17.3	11.0	32.2	128.1	94.3	110.2	77.5	0.2	48.8	55.3
인건비	148.4	146.8	155.5	284.0	276.1	234.9	233.2	238.6	734.7	982.8
주식보상비용	17.9	20.0	5.4	6.4	13.4	22.0	6.2	7.3	49.6	48.8
앱수수료/매출원가	105.0	83.9	128.6	103.7	114.7	161.3	161.8	117.0	421.3	554.8
지급수수료	84.1	96.2	141.6	390.3	288.7	330.2	382.4	409.9	712.3	1,411.2
광고선전비	22.9	26.1	43.3	51.8	42.0	44.3	56.2	57.0	144.1	199.5
기타	38.5	43.0	47.7	81.0	74.9	81.6	86.9	89.1	210.1	332.6
영업이익	457.3	246.1	348.6	2.4	561.6	373.3	383.4	79.6	1,054.4	1,397.9
YoY(%)	47.3	(25.9)	7.5	(98.9)	22.8	51.7	10.0	3,173.2	(10.8)	32.6
영업이익률(%)	52.3	37.2	40.0	0.3	40.9	29.9	29.3	8.0	31.7	28.4
당기순이익	371.5	15.5	369.4	(22.7)	514.1	35.7	327.4	105.6	733.7	982.8
YoY(%)	6.6	(95.4)	204.4	(104.6)	38.4	129.6	(11.4)	흑전	(43.7)	33.9
당기순이익률(%)	42.5	2.3	42.4	(2.5)	37.5	2.9	25.0	10.6	22.1	19.9

자료: 하나증권

도표 2. 배틀그라운드 스팀 무료화 이후 트래픽 추이

2026년 3월 트래픽 반등 확인



*자료: SteamChart, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,709.8	3,326.6	4,927.6	5,563.5	6,289.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	2,709.8	3,326.6	4,927.6	5,563.5	6,289.4
판매비	1,527.3	2,272.2	3,529.7	3,870.6	4,246.7
영업이익	1,182.5	1,054.4	1,397.9	1,692.8	2,042.7
금융손익	23.1	13.4	14.8	25.0	122.4
종속/관계기업손익	(47.9)	(45.8)	(20.1)	(10.1)	(10.1)
기타영업외손익	565.0	(63.0)	(19.6)	183.9	183.9
세전이익	1,722.7	959.0	1,373.0	1,891.7	2,338.9
법인세	420.1	225.3	390.2	528.7	654.6
계속사업이익	1,302.6	733.7	982.8	1,363.0	1,684.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,302.6	733.7	982.8	1,363.0	1,684.3
비배주주지분 손이익	(3.5)	(1.1)	1.7	7.1	8.8
지배주주순이익	1,306.1	734.8	981.0	1,355.9	1,675.5
지배주주지분포괄이익	1,379.6	690.4	838.0	1,162.1	1,436.1
NOPAT	894.1	806.7	1,000.6	1,219.7	1,471.0
EBITDA	1,288.9	1,200.3	1,572.7	1,834.2	2,158.5
성장성(%)					
매출액증가율	41.83	22.76	48.13	12.90	13.05
NOPAT증가율	62.39	(9.78)	24.04	21.90	20.60
EBITDA증가율	47.12	(6.87)	31.03	16.63	17.68
영업이익증가율	53.97	(10.83)	32.58	21.10	20.67
(지배주주)순이익증가율	119.37	(43.74)	33.51	38.22	23.57
EPS증가율	122.26	(43.16)	34.05	38.21	23.57
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	47.56	36.08	31.92	32.97	34.32
영업이익률	43.64	31.70	28.37	30.43	32.48
계속사업이익률	48.07	22.06	19.94	24.50	26.78

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,162	15,438	20,695	28,602	35,344
BPS	144,190	156,646	175,232	201,762	235,035
CFPS	29,699	26,279	31,447	43,543	49,200
EBITDAPS	26,805	25,218	33,175	38,692	45,532
SPS	56,353	69,891	103,945	117,358	132,672
DPS	0	2,240	2,240	2,240	2,240
주기지표(배)					
PER	11.51	15.93	13.63	9.86	7.98
PBR	2.17	1.57	1.61	1.40	1.20
PCFR	10.52	9.36	8.97	6.48	5.73
EV/EBITDA	8.79	7.62	5.18	3.58	2.31
PSR	5.55	3.52	2.71	2.40	2.13
재무비율(%)					
ROE	21.10	10.60	13.11	15.86	16.81
ROA	18.19	8.47	9.70	11.70	12.56
ROIC	119.90	53.87	48.44	66.15	89.62
부채비율	15.97	31.31	33.84	32.63	31.02
순부채비율	(53.32)	(37.05)	(48.05)	(58.43)	(64.60)
이자보상배율(배)	125.03	90.54	85.24	98.14	25.69

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	5,004.4	4,866.3	6,324.6	7,887.6	9,759.8
금융자산	3,901.2	3,339.0	4,911.1	6,560.2	8,239.1
현금성자산	581.7	596.7	2,155.2	3,777.6	5,427.3
매출채권	1,006.8	1,338.7	1,209.3	1,092.5	1,252.5
재고자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동자산	96.4	188.6	204.2	234.9	268.2
비유동자산	2,915.0	4,567.3	4,472.6	4,489.4	4,545.4
투자자산	1,148.4	1,319.6	1,399.6	1,557.7	1,729.6
금융자산	426.4	513.6	524.6	546.4	570.0
유형자산	239.7	578.9	467.0	383.9	322.2
무형자산	656.2	1,804.2	1,741.4	1,683.0	1,628.9
기타비유동자산	870.7	864.6	864.6	864.8	864.7
자산총계	7,919.5	9,433.6	10,797.2	12,376.9	14,305.2
유동부채	784.8	1,583.3	2,033.5	2,289.0	2,566.6
금융부채	106.1	362.3	719.9	792.5	871.4
매입채무	0.2	459.7	499.1	576.9	661.4
기타유동부채	678.5	761.3	814.5	919.6	1,033.8
비유동부채	305.5	666.2	696.3	755.8	820.4
금융부채	153.5	314.9	314.9	314.9	314.9
기타비유동부채	152.0	351.3	381.4	440.9	505.5
부채총계	1,090.3	2,249.5	2,729.8	3,044.8	3,387.0
지배주주지분	6,827.8	7,041.4	7,922.9	9,180.5	10,757.9
자본금	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	1,477.8	1,476.5	1,476.5	1,476.5	1,476.5
자본조정	105.0	(191.6)	(191.6)	(191.6)	(191.6)
기타포괄이익누계액	158.7	114.1	114.1	114.1	114.1
이익잉여금	5,081.5	5,637.5	6,518.9	7,776.6	9,354.0
비지배주주지분	1.3	142.7	144.5	151.6	160.3
자본총계	6,829.1	7,184.1	8,067.4	9,332.1	10,918.2
순금융부채	(3,641.6)	(2,661.9)	(3,876.3)	(5,452.8)	(7,052.8)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	907.9	1,045.1	1,168.3	1,669.3	1,823.1
당기순이익	1,302.6	733.7	982.8	1,363.0	1,684.3
조정	(118.2)	70.6	117.8	172.5	(6.6)
감가상각비	106.4	145.9	174.8	141.4	115.8
외환거래손익	(95.7)	4.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	66.6	65.9	(40.3)	0.0	0.0
기타	(195.5)	(145.5)	(16.7)	31.1	(122.4)
영업활동 자산부채변동	(276.5)	240.8	67.7	133.8	145.4
투자활동 현금흐름	(831.6)	(579.6)	(20.2)	(140.8)	0.9
투자자산감소(증가)	(182.3)	(125.4)	(39.8)	(158.1)	(171.8)
자본증가(감소)	(19.8)	(76.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(629.5)	(378.2)	19.6	17.3	172.7
재무활동 현금흐름	(258.7)	(451.9)	241.7	(100.8)	(98.8)
금융부채증가(감소)	(5.8)	373.7	357.6	72.6	78.9
자본증가(감소)	5.8	(1.3)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(258.7)	(824.3)	(16.3)	(75.2)	(79.5)
배당지급	0.0	0.0	(99.6)	(98.2)	(98.2)
현금의 증감	(139.4)	15.1	1,669.2	1,622.4	1,649.8
Unlevered CFO	1,428.1	1,250.8	1,490.8	2,064.2	2,332.4
Free Cash Flow	887.7	967.9	1,168.3	1,669.3	1,823.1

2026년 5월 20일 | 기업분석_Update

BUY (유지)

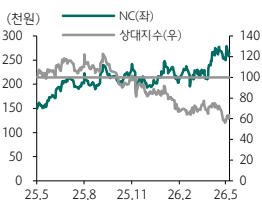
목표주가(12M) **420,000원**
 현재주가(5.19) **265,000원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	7,271.66
52주 최고/최저(원)	279,000/150,800
시가총액(십억원)	5,709.2
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	21,544.0
60일 평균 거래량(천주)	132.7
60일 평균 거래대금(십억원)	32.2
외국인지분율(%)	35.62
주요주주 지분율(%)	
김택진 외 16 인	12.37
국민연금공단	10.01

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	2,608.9	2,979.3
영업이익(십억원)	501.4	595.0
순이익(십억원)	473.4	519.5
EPS(원)	21,560	23,663
BPS(원)	194,601	217,447

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,794.1	3,230.4
영업이익	(109.2)	16.1	552.6	679.7
세전이익	120.9	461.4	651.5	736.5
순이익	94.2	346.7	502.2	563.7
EPS	4,291	16,023	23,311	26,164
증감률	(55.59)	273.41	45.48	12.24
PER	42.67	12.58	11.09	9.88
PBR	1.04	1.08	1.23	1.12
EV/EBITDA (76,163.9)	24.16	3.61	2.44	
ROE	2.99	10.79	13.93	13.85
BPS	175,362	187,076	209,352	230,115
DPS	1,460	1,150	6,000	6,500



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

NC (036570)**큰 형님이 돌아왔다****투자의견 Buy, 목표주가 420,000원 유지**

투자의견 Buy, 목표주가 420,000원, 게임 섹터 Top Pick 유지한다. NC는 단순 모멘텀 구간이 아닌 구조적 성장 구간에 진입했다고 판단한다. [아이온2]와 [리니지 클래식]이 기대 이상의 성과를 보여주면서 올해 확실한 턴어라운드 가시화되었다. 하반기 신작 [아이온2 글로벌]에 대한 시장 기대가 아직 높지 않으며, 추정치 추가 상향 여지가 남아있다. 2026년 말 구글 스토어 수수료 인하까지 진행된다면 레거시 IP의 수익성도 추가 개선된다. 2027년 말 을 목표로 스핀 오프를 포함한 10여종의 라인업을 준비하고 있으며, 기대작인 [호라이즌 스틸 프론티어즈]를 제외한 라인업의 추정치를 반영하지 않더라도 증익이 가능하다. 적극 매수 추천한다.

연간 가이드스 상단 초과 달성 전망

NC는 2026년 영업수익 2조 7,941억원(+85.3%YoY), 영업이익 5,526억원(+3,336.6%YoY, OPM 19.8%)을 기록할 전망이다. [리니지 클래식] 추정치 변경, Just Play 인수를 반영하여 상향 조정했다. [아이온2]의 글로벌 버전 출시는 9월로 추정하며 8월 [호라이즌 스틸 프론티어즈]와 함께 게임스컴 제품 예상된다. [리니지 클래식]은 2분기 [아이온2]를 뛰어 넘는 성과를 기록할 것으로 전망하며 연간 매출 3,801억원으로 추정한다. 2분기부터는 캐주얼 게임사 Just Play를 연결 인식한다. 1분기 Just Play의 실적은 매출액 983억원(+70%YoY), 영업이익 136억원(+130%YoY)이며 2026년 가이드스는 매출액 4,850억원, 영업이익 600억원이다. PPA 상각비 발생은 제한적으로 예상, 즉시 이익에 기여할 것으로 전망한다.

NC AI는 순항 중

엔씨는 2025년 2월 NC AI를 분사했다. 독자 파운데이션 모델 개발, 기업 대상 제품 납품을 진행 중이다. 엔씨가 보유한 AI 모델 VARCO는 VARCO 3D, VARCO Sound, VARCO Voice 등 기능에 맞춰 구분되어 있다. 지난 12월 출시한 VARCO 3D는 텍스트, 이미지 입력으로 3D 에셋을 생성하는 서비스다. 기존 4주 이상 소요되던 에셋 제작 기간을 3분 이내로 단축하며 메시 생성·텍스처 작업·리깅(Rigging)-모션 리타겟팅 등 3D 제작 모든 공정을 시가 자동화하며, 결과물을 세밀하게 수정할 수 있는 편집 기능을 갖췄다. NC AI는 VARCO 3D를 콘텐츠 제작 이상으로 개발하여 AI 로보틱스와 자율 시스템 개발의 핵심으로 확장할 계획이다. 정밀한 3D 데이터 환경을 구현하여 피지컬 AI 시대 인프라 역할을 수행하겠다는 포부다. 사업화를 위한 MOU도 활발하다. 2025년 8월 MBC와 미디어·콘텐츠 분야의 AI 전환을 위한 MOU를 체결했다. 독자 AI 파운데이션 모델 기술과 MBC 방송 제작 노하우의 결합을 목표로 한다. NC AI는 MBC를 포함한 54개 기업·연구기관이 참여하는 '그랜드 컨소시엄'을 주도, 각 산업군에 특화된 AI 솔루션을 제공하는 '도메인옵스(DomainOps)' 플랫폼 개발을 진행 중이다.

도표 1. NC 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F
매출액	360.3	382.4	360.0	404.2	557.4	692.8	725.2	818.7	1,506.9	2,794.1
YoY(%)	(9.5)	3.7	(10.4)	(1.3)	54.7	81.2	101.4	102.5	(4.5)	85.4
PC/콘솔	83.3	91.7	87.7	168.2	318.3	310.6	314.9	430.7	430.9	1,374.6
YoY(%)	(8.9)	6.4	8.7	80.0	282.1	238.6	258.9	156.2	22.5	219.0
리니지	22.3	20.7	25.2	25.0	16.3	16.6	18.4	20.0	93.2	71.4
리니지 클래식					83.5	113.4	96.4	86.8		380.1
리니지 II	19.1	22.7	21.6	22.9	28.8	28.5	27.1	28.7	86.3	113.0
아이온	8.5	13.0	9.0	5.3	8.7	13.3	9.2	5.5	35.8	36.7
아이온 2				77.4	136.8	109.4	98.5	88.6	77.4	433.2
아이온 2 글로벌				0.0	0.0	0.0	30.0	171.0		201.0
기타	33.4	35.3	32.0	37.5	44.3	29.4	35.3	30.2	138.3	139.1
모바일	206.3	219.0	197.2	178.1	182.8	207.8	210.0	186.7	800.5	787.3
YoY(%)	(17.3)	0.3	(22.2)	(17.4)	(11.4)	(5.1)	6.5	4.9	(14.5)	(1.6)
리니지 M	112.7	121.1	105.3	93.8	112.8	115.1	100.1	89.1	433.0	417.1
리니지 2M	37.9	48.0	47.2	45.3	37.5	47.5	46.7	44.9	178.3	176.6
리니지 W	53.1	47.6	43.4	38.9	32.5	45.3	35.6	30.9	183.1	144.3
기타	2.2	2.2	1.3	0.0	0.0	0.0	27.6	21.8	6.1	49.4
모바일 캐주얼					35.5	156.7	160.7	162.3		515.1
기타	70.7	71.7	75.1	58.0	20.7	17.7	39.6	39.0	275.5	117.1
YoY(%)	23.9	11.3	10.7	(42.2)	(70.7)	(75.3)	(47.2)	(32.7)	(4.9)	(57.5)
영업비용	355.1	367.3	367.5	401.0	444.1	544.8	595.8	656.8	1,490.8	2,241.5
YoY(%)	(4.6)	2.0	(11.7)	(25.6)	25.1	48.3	62.1	63.8	(11.6)	50.3
인건비	187.2	190.8	199.4	197.9	244.0	242.3	243.3	247.3	775.2	976.8
매출변동비 및 기타	129.4	128.4	130.7	127.9	139.5	146.3	176.5	217.0	516.5	679.4
마케팅비	13.3	23.4	16.0	52.9	37.8	130.2	150.3	166.8	105.6	485.1
감가상각 & 무형자산상각비	25.1	24.7	21.4	22.3	22.9	26.0	25.7	25.6	93.6	100.1
영업이익	5.2	15.1	(7.5)	3.2	113.3	148.0	129.4	161.9	16.1	552.6
YoY(%)	(79.7)	70.5	적전	흑전	2,069.8	881.5	흑전	4,887.1	흑전	3,336.6
영업이익률(%)	1.4	3.9	(2.1)	0.8	20.3	21.4	17.8	19.8	1.1	19.8
당기순이익	37.5	(36.0)	347.4	(1.5)	152.4	114.2	106.5	141.3	347.4	514.5
YoY(%)	(34.3)	적전	흑전	흑전	306.4	흑전	(69.3)	흑전	26.9	4.8
당기순이익률(%)	10.4	(9.4)	96.5	(0.4)	27.3	16.5	14.7	17.3	23.1	18.4

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,578.1	1,506.9	2,794.1	3,230.4	3,479.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	1,578.1	1,506.9	2,794.1	3,230.4	3,479.1
판매비	1,687.3	1,490.8	2,241.5	2,550.7	2,734.7
영업이익	(109.2)	16.1	552.6	679.7	744.4
금융손익	116.5	69.5	81.3	84.7	145.4
종속/관계기업손익	4.4	(20.2)	(16.2)	(16.2)	(14.5)
기타영업외손익	109.2	395.9	33.8	(11.7)	(19.5)
세전이익	120.9	461.4	651.5	736.5	855.9
법인세	26.8	113.9	137.0	159.0	185.4
계속사업이익	94.1	347.4	514.5	577.5	670.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	94.1	347.4	514.5	577.5	670.4
비배주주지분 손이익	(0.1)	0.8	12.3	13.8	16.0
지배주주순이익	94.2	346.7	502.2	563.7	654.4
지배주주지분포괄이익	48.1	336.0	514.3	577.3	670.2
NOPAT	(85.0)	12.1	436.4	533.0	583.1
EBITDA	(0.0)	111.7	657.1	764.8	814.0
성장성(%)					
매출액증가율	(11.33)	(4.51)	85.42	15.62	7.70
NOPAT증가율	적전	흑전	3,506.61	22.14	9.40
EBITDA증가율	(100.00)	N/A	488.27	16.39	6.43
영업이익증가율	적전	흑전	3,332.30	23.00	9.52
(지배주주)순이익증가율	(55.59)	268.05	44.85	12.25	16.09
EPS증가율	(55.59)	273.41	45.48	12.24	16.09
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	0.00	7.41	23.52	23.68	23.40
영업이익률	(6.92)	1.07	19.78	21.04	21.40
계속사업이익률	5.96	23.05	18.41	17.88	19.27

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	4,291	16,023	23,311	26,164	30,375
BPS	175,362	187,076	209,352	230,115	254,639
CFPS	3,975	6,694	30,312	32,965	36,870
EBITDAPS	(2)	5,161	30,500	35,500	37,784
SPS	71,883	69,649	129,690	149,944	161,489
DPS	1,460	1,150	6,000	6,500	6,500
주기지표(배)					
PER	42.67	12.58	11.09	9.88	8.51
PBR	1.04	1.08	1.23	1.12	1.02
PCFR	46.06	30.10	8.53	7.84	7.01
EV/EBITDA	(76,163.91)	24.16	3.61	2.44	1.55
PSR	2.55	2.89	1.99	1.72	1.60
재무비율(%)					
ROE	2.99	10.79	13.93	13.85	14.36
ROA	2.26	8.37	10.37	10.18	10.90
ROIC	(8.65)	1.26	53.69	76.55	91.31
부채비율	29.06	28.56	38.54	32.44	29.12
순부채비율	(35.91)	(48.93)	(57.01)	(62.96)	(68.63)
이자보상비율(배)	(10.63)	3.62	35.33	43.46	(52.73)

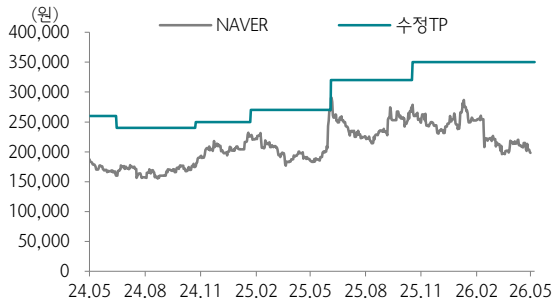
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,788.5	2,266.6	3,111.4	3,585.8	4,212.5
금융자산	1,481.1	2,006.3	2,586.1	3,100.4	3,720.0
현금성자산	1,260.5	503.5	983.2	1,543.3	2,154.9
매출채권	130.3	187.5	379.7	350.8	355.9
재고자산	1.1	1.3	2.6	2.4	2.5
기타유동자산	176.0	71.5	143.0	132.2	134.1
비유동자산	2,165.4	2,066.6	2,239.8	2,140.6	2,073.5
투자자산	871.7	750.9	823.7	809.5	812.0
금융자산	821.5	679.2	721.4	715.0	716.2
유형자산	997.6	1,034.7	1,001.8	932.3	877.3
무형자산	103.9	110.6	243.9	228.4	213.8
기타비유동자산	192.2	170.4	170.4	170.4	170.4
자산총계	3,953.9	4,333.1	5,351.2	5,726.4	6,285.9
유동부채	322.2	641.2	1,031.7	967.0	978.4
금융부채	45.8	179.2	206.1	200.3	201.4
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	276.4	462.0	825.6	766.7	777.0
비유동부채	568.2	321.5	456.8	435.6	439.3
금융부채	335.0	177.8	177.8	177.8	177.8
기타비유동부채	233.2	143.7	279.0	257.8	261.5
부채총계	890.4	962.7	1,488.6	1,402.6	1,417.8
지배주주지분	3,058.5	3,364.8	3,844.8	4,292.1	4,820.5
자본금	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
자본잉여금	433.4	433.4	433.4	433.4	433.4
자본조정	(798.6)	(672.9)	(672.9)	(672.9)	(672.9)
기타포괄이익누계액	(61.2)	(75.6)	(75.6)	(75.6)	(75.6)
이익잉여금	3,473.9	3,669.0	4,149.0	4,596.3	5,124.6
비지배주주지분	5.1	5.6	17.9	31.7	47.7
자본총계	3,063.6	3,370.4	3,862.7	4,323.8	4,868.2
순금융부채	(1,100.2)	(1,649.3)	(2,202.1)	(2,722.3)	(3,340.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	107.0	162.0	1,029.7	593.4	752.2
당기순이익	94.1	347.4	514.5	577.5	670.4
조정	56.2	(178.2)	89.0	85.1	69.6
감가상각비	109.2	95.6	104.5	85.1	69.6
외환거래손익	(3.8)	5.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.6)	23.3	0.0	0.0	0.0
기타	(44.6)	(302.3)	(15.5)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(43.3)	(7.2)	426.2	(69.2)	12.2
투자활동 현금흐름	1,294.1	(832.4)	(362.5)	59.9	(10.6)
투자자산감소(증가)	(199.1)	120.8	(72.8)	14.1	(2.5)
자본증가(감소)	(83.5)	(102.7)	(55.0)	0.0	0.0
기타	1,576.7	(850.5)	(234.7)	45.8	(8.1)
재무활동 현금흐름	(522.9)	(82.5)	4.6	(122.2)	(125.0)
금융부채증가(감소)	(267.9)	(23.8)	26.9	(5.8)	1.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(191.4)	(30.4)	0.0	0.0	0.1
배당지급	(63.6)	(28.3)	(22.3)	(116.4)	(126.1)
현금의 증감	895.3	(757.0)	485.0	560.1	611.5
Unlevered CFO	87.3	144.8	653.0	710.2	794.3
Free Cash Flow	22.9	58.5	974.7	593.4	752.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

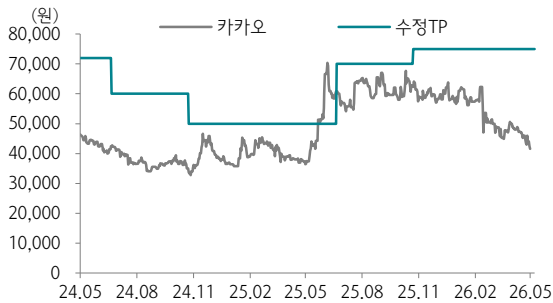
NAVER



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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

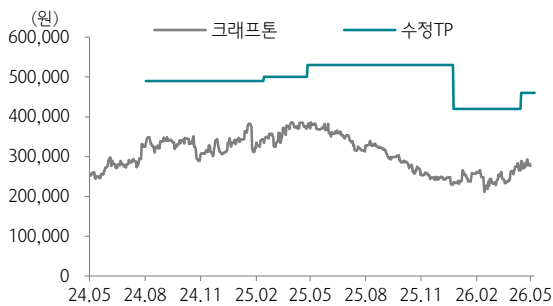
카카오



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%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

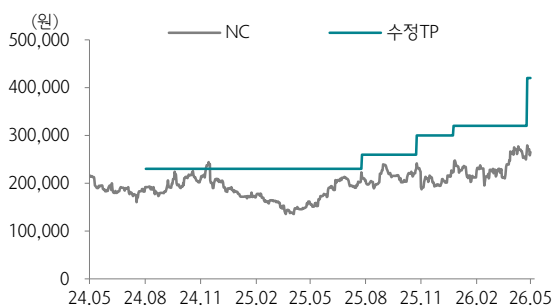
크래프톤



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.4	BUY	460,000		
26.1.12	BUY	420,000	-41.36%	-32.50%
25.5.15	BUY	530,000	-41.43%	-27.17%
25.3.4	BUY	500,000	-27.75%	-22.80%
24.8.20	BUY	490,000	-32.47%	-21.84%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NC



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.5.14	BUY	420,000		
26.1.12	BUY	320,000	-27.11%	-13.28%
25.11.12	BUY	300,000	-30.85%	-22.33%
25.8.13	BUY	260,000	-18.35%	-7.69%
24.8.20	BUY	230,000	-19.96%	6.30%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 5월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- **투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.26%	2.74%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 05월 17일