

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권

인터넷/게임 Overweight | Analyst 이준호



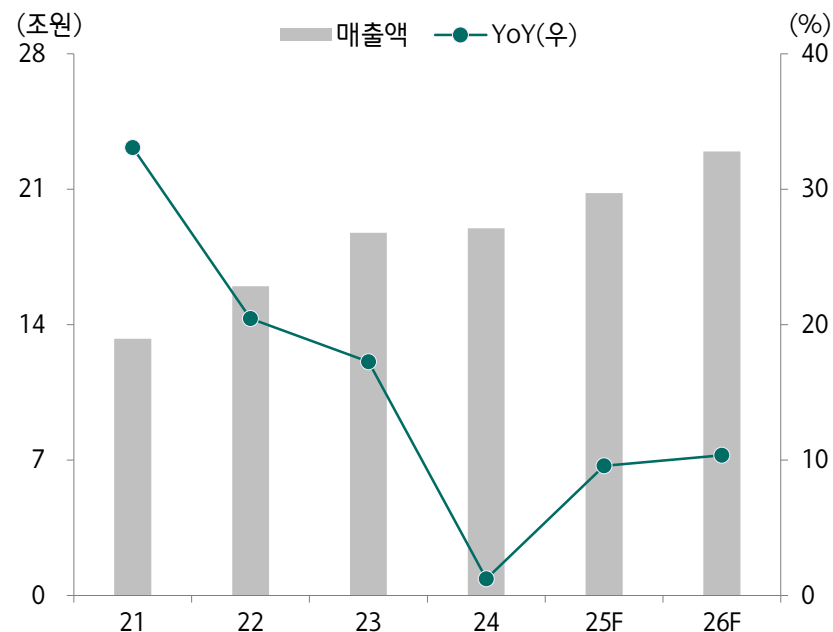
업사이드 리스크를 대비하라

하나증권

인터넷: 이젠 빛 볼 시간

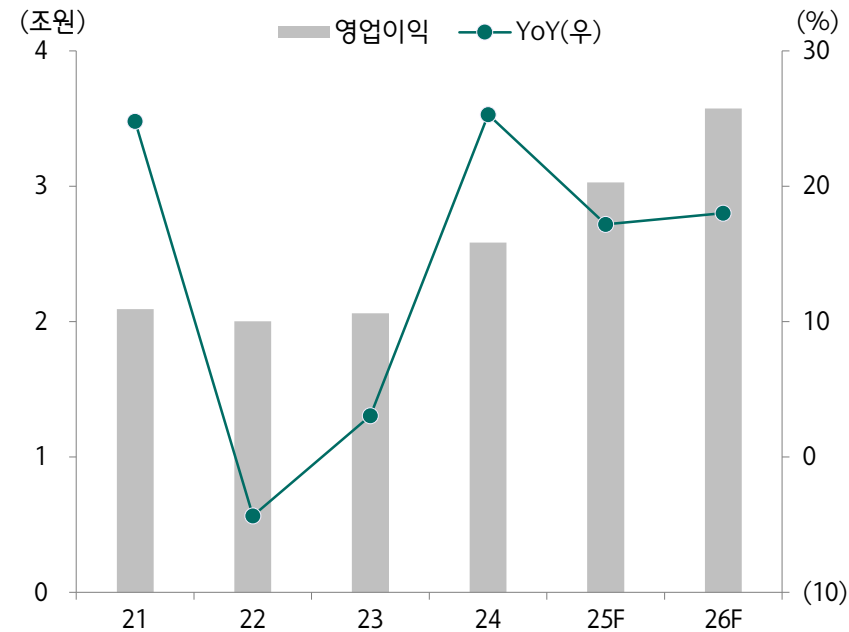
- 2025년 네이버/카카오 역대 최대 실적 달성 확실히. 2026년 매출액 +9.0%/+7.9%, 영업이익 +14.1%/+14.9% 전망
- 2026년 AI 에이전트 서비스 본격화. 버티컬 서비스 통합으로 하위 플랫폼 트래픽, 매출 흡수 예상
- AI 에이전트, AX, 스테이블 코인 등 신사업 가치 부각되며 리레이팅 전망. 증익 사이클로 하방 제한적이며 업사이드는 크게 열려있는 시점

양방향미디어와서비스 매출액 추이



자료: Quantwise, 하나증권

양방향미디어와서비스 영업이익 추이

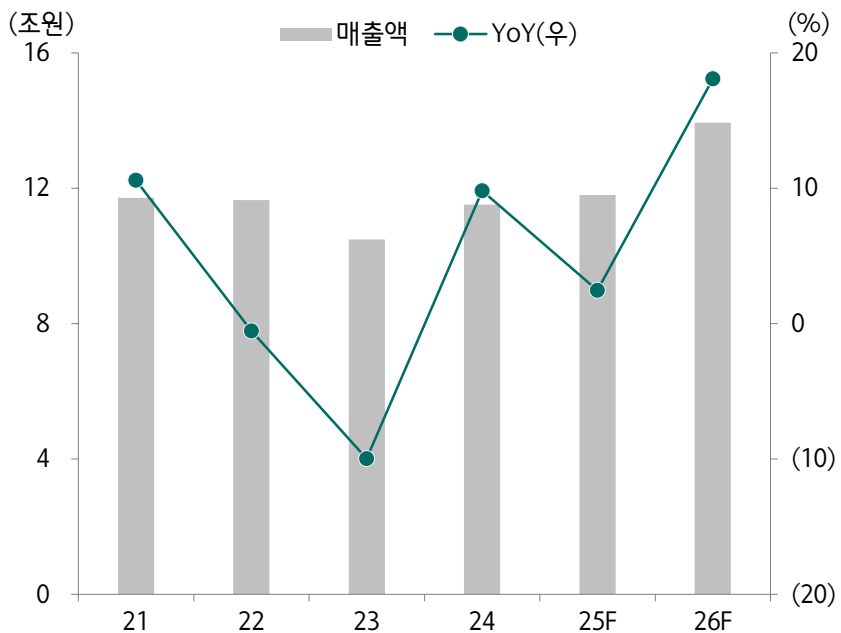


자료: Quantwise, 하나증권

게임: 아직은 어둡지만 밸류에이션은 확실히 바닥

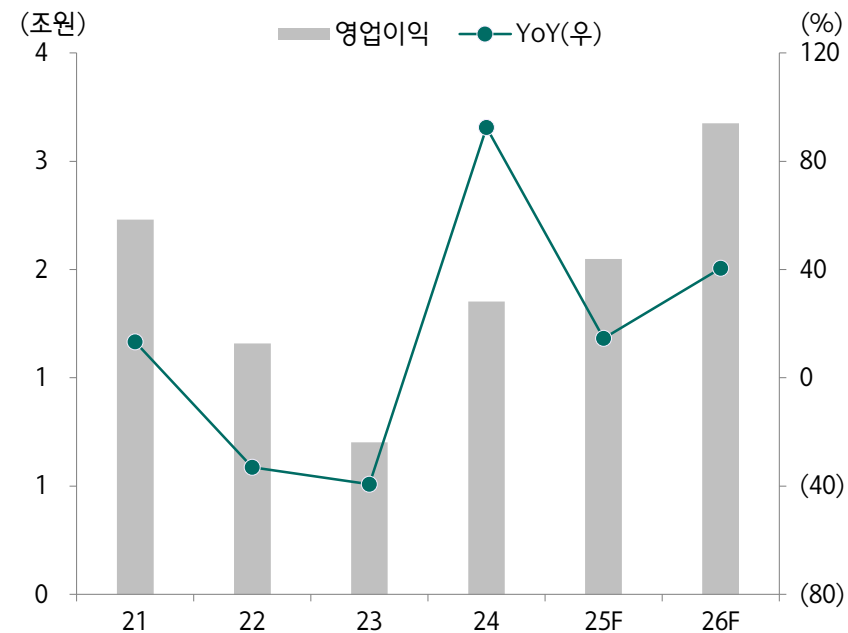
- 게임사 전반 비용 효율화 완료. 신작 성과 확인 시 영업 레버리지 효과 즉시 확인 가능한 구조
- 주요 게임사인 엔씨소프트, 넷마블 2026년 각각 7개 이상 신작 출시 목표, 이익 정상화 전망. 섹터 영업이익의 절반 이상 차지하는 크래프톤 견조
- 2027년-2028년 글로벌 성공 가능성 높은 라인업 출시 예정. 2026년은 밸류에이션 저점에서 바텀 피싱 전략 유효

게임엔터테인먼트 매출액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

게임엔터테인먼트 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

2025년: AI, 스테이블코인으로 반등 시그널 확인

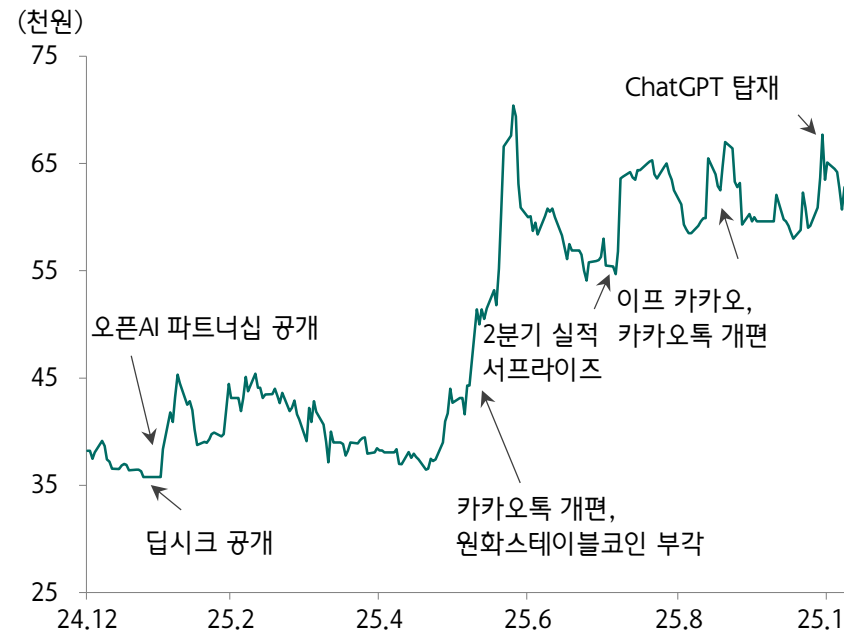
- 2025년 6월 국내 원화스테이블코인 논의 활성화. 네이버, 카카오 모두 경쟁력 부각되며 단기간 주가 상승
- 올해 주가 수익률은 카카오 +67%, 네이버 +33%. 카카오는 코스피 상승에 부합. ChatGPT 탑재, AI 에이전트 선제적 출시 기대감 반영
- 반도체 중심 AI 인프라 강세장에 잠시 소외되었으나 2026년 AI, 스테이블코인 사업 실체화 예상. 결국 주목받을 것

네이버 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

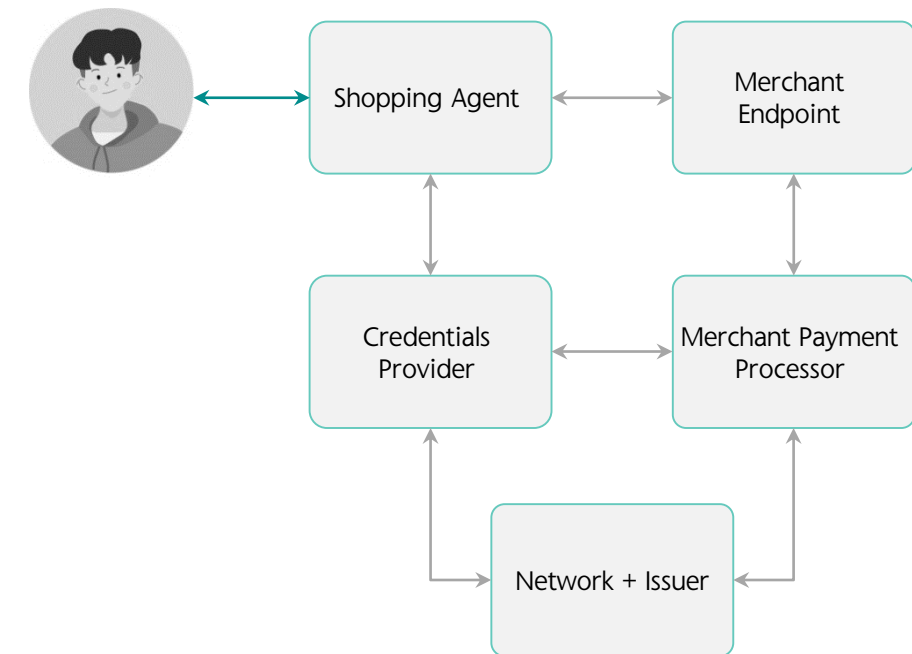
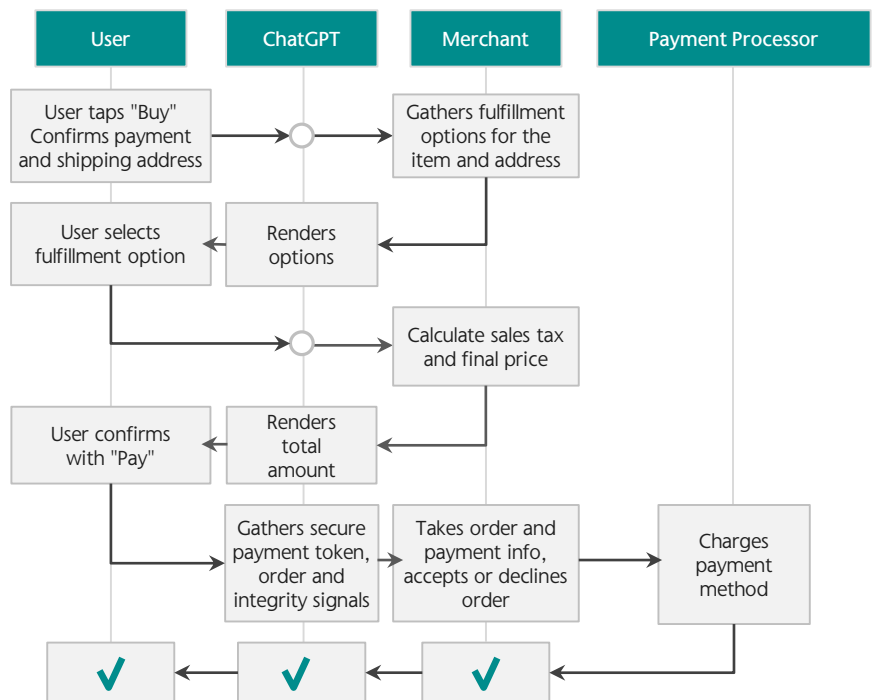
카카오 주가 추이



자료: Quantwise, 하나증권

- 2025년 상반기 AI 서비스의 메인으로 AI 에이전트 부상. 미국/중국 중심으로 다수의 AI 에이전트 서비스 출시. 하반기 강화되는 모습 확인
- 오픈AI 9월 에이전틱 커머스 프로토콜(ACP) 출시. ChatGPT 기반 즉시 결제 기능 추가. 외부 파트너사 증가 예상
- 구글 9월 AI 에이전트 결제 프로토콜 (AP2) 출시. 신용·체크카드, 스테이블코인 등 결제 방식 포함 설계

구글 AP2 작동 원리



국내: 에이전트 내재화 플랫폼 주도 시장 재편 전망

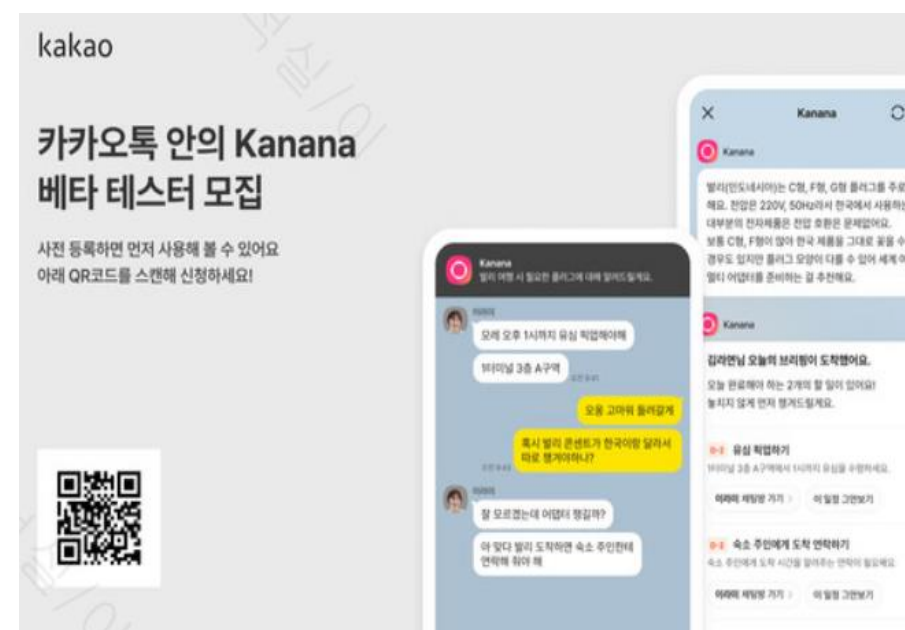
- 네이버: Agent N 공개. 2026년 1분기 쇼핑 에이전트, 2분기 AI탭, 이후 통합 에이전트 출시 예정. Agent N for Business도 준비
- 카카오: 온 디바이스AI 카나나 공개. 2025년 10월 CBT, 2026년 1분기 정식 출시 예정. 10월 ChatGPT for 카카오 탑재
- 양 사 모두 에이전트로 버티컬 서비스 통합. 글로벌 에이전트 사업자에게는 큰 진입 장벽

네이버, Agent N 공개



자료: Dan25, 하나증권

카카오, 카나나 CBT

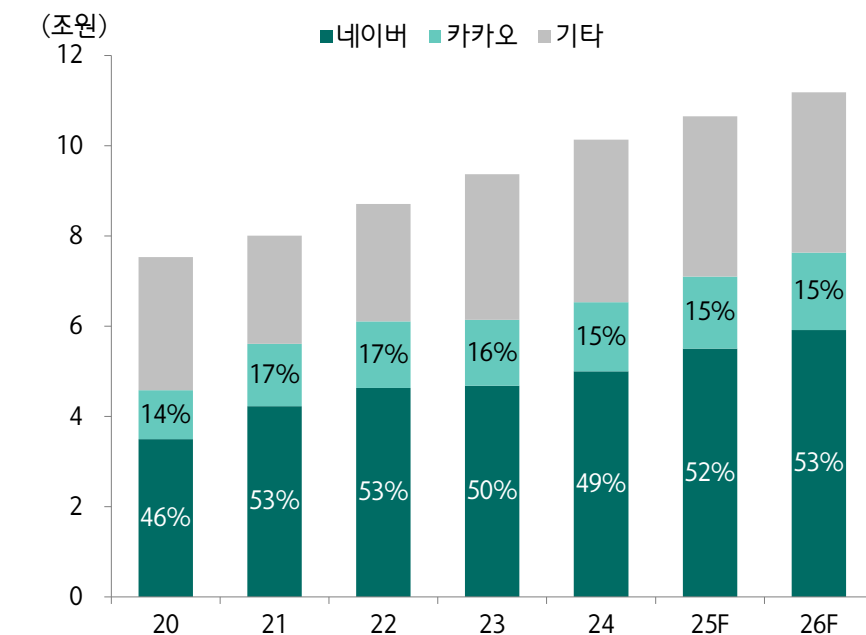


자료: 카카오, 하나증권

국내: 에이전트 내재화 플랫폼 주도 시장 재편 전망

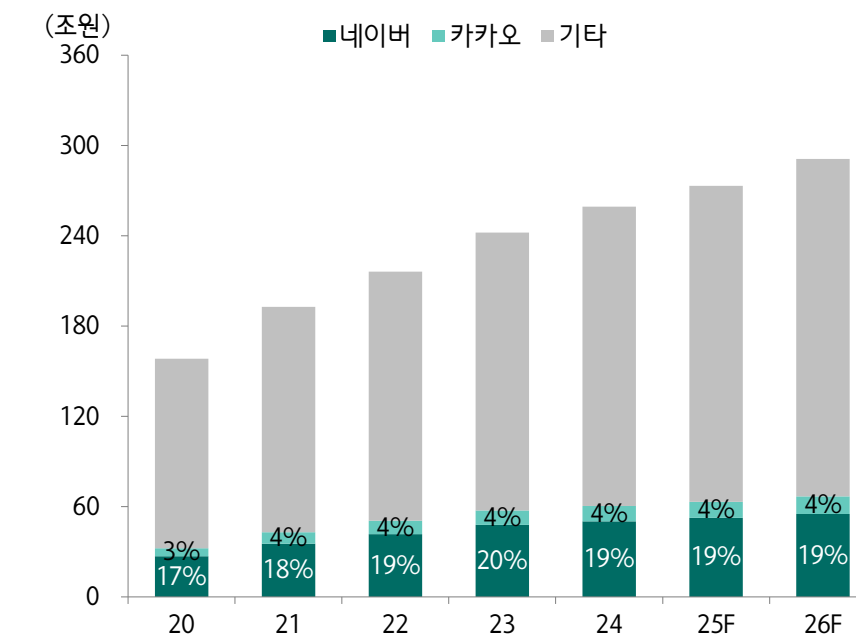
- 네이버, 카카오 로컬 서비스 바탕으로 AI 에이전트 구축, 점차 트래픽 확보 전망. 하위 플랫폼 광고/커머스 점유율 흡수 가능
- 2025년 기준 국내 온라인 광고 시장 10.6조원(글로벌 빅테크 제외 추정)/온라인 커머스 시장 270조원 예상
- NAVER는 약 50%/20%, 카카오는 약 15%/4% 점유. 잠재 시장 충분

온라인 광고 시장 대비 네이버, 카카오 광고 매출 비중



자료: Kobaco, 하나증권

온라인 커머스 시장 대비 네이버, 카카오 거래액 비중

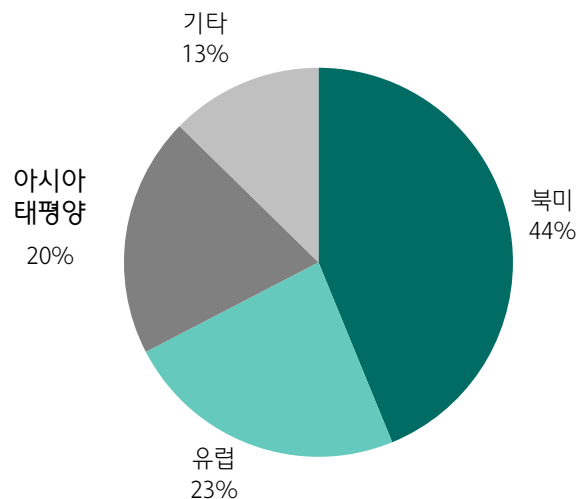


자료: 통계청, 하나증권

스테이블코인의 확산: 플랫폼이 보유한 압도적인 유통 경쟁력에 집중 필요

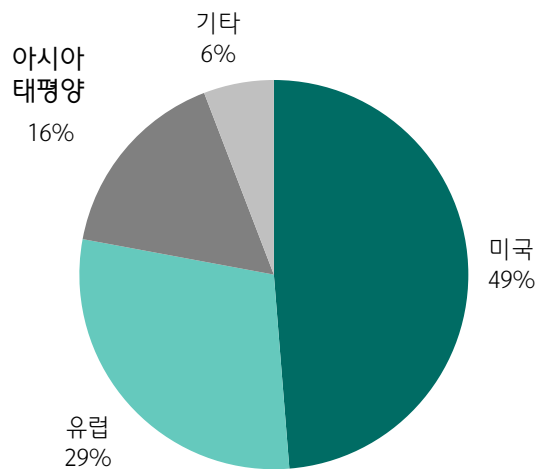
- 스테이블코인 확산의 Key Player는 빅테크. 글로벌 고객 최접점에서 서비스 제공
- 큰 방향성은 온 체인을 활용, 기존 금융/결제망 통하지 않고 모든 시스템을 재정 의하는 것
- 이해관계자 수 축소, 수수료 및 시간 절감. 절대 매출 규모가 크고 해외 매출 비중 높은 빅테크가 활용하지 않을 이유 없음

메타 지역별 매출 비중(2024년)



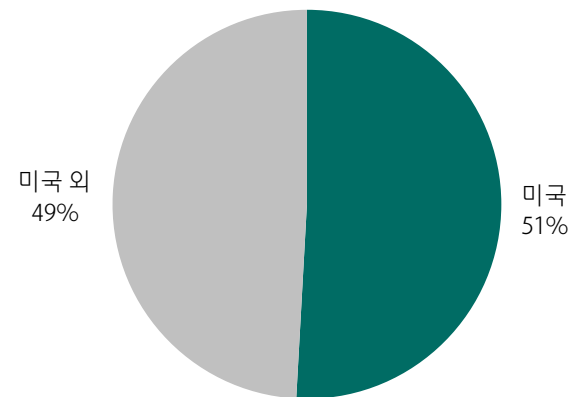
자료: Bloomberg

알파벳 지역별 매출 비중(2024년)



자료: Bloomberg

마이크로소프트 지역별 매출 비중(2024년)

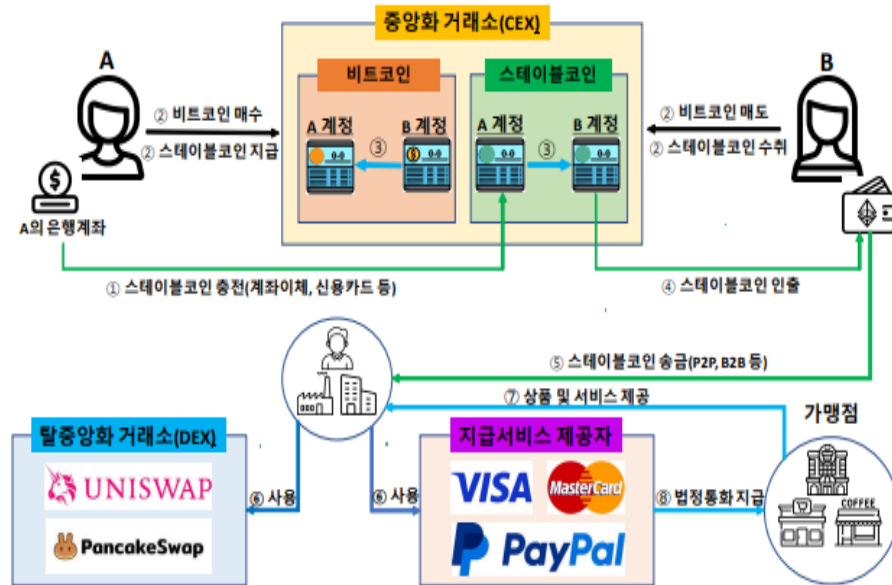


자료: Bloomberg

스테이블코인의 확산: 플랫폼이 보유한 압도적인 유통 경쟁력에 집중 필요

- 2026년 원화스테이블코인 발행 기대. 은행/증권 발행, 플랫폼 유통 컨소시엄 구조 예상
- 국내는 네이버, 카카오가 강점 보유. 광고/커머스/예약/간편결제/모빌리티 등 방대한 버티컬 서비스 활용 가능
- 네이버-두나무 파트너십은 실물 경제, 디지털 경제에서 강한 경쟁력 갖출 것. 두나무 자체 체인 '기와' 보유

스테이블코인 유통구조



자료: 한국은행, 하나증권

업비트(두나무) 기와 체인



자료: 업비트, 하나증권

게임, 아직은 어둡지만 밸류에이션은 확실히 바닥

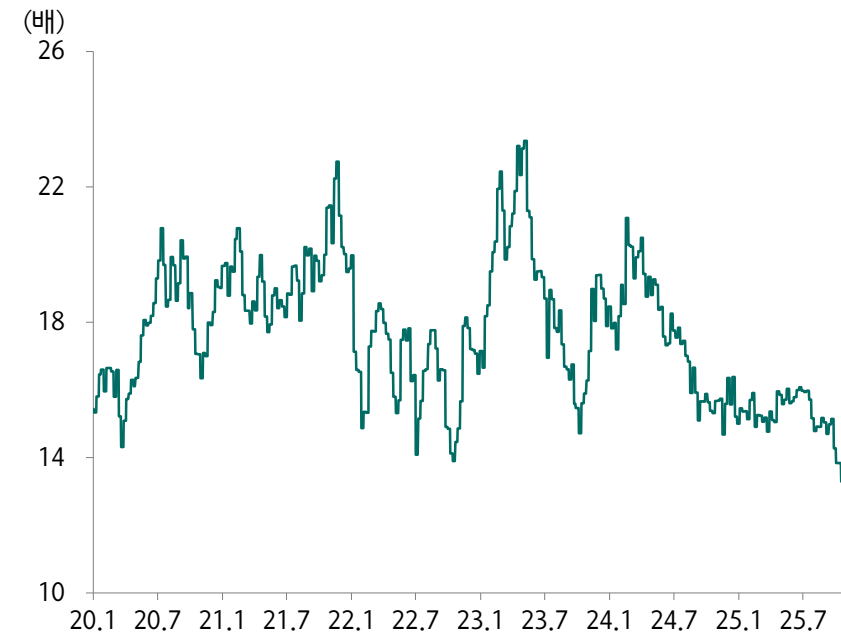
- 팬데믹 (2020년-2021년) 시기 모바일 게임 시장 압축 성장, 크래프톤 상장(2021년 8월). 게임사 메타버스, 크립토 시장 진출하며 시가총액 급등
- 리니지 시리즈 포함 국내 모바일 게임 매출 하향 안정화. 비용 증가에 신작 성과 부진 겹치며 실적과 주가 모두 우하향
- 국내 모바일 게임 시장 성장 한계 체감, 글로벌 진출 도모. 글로벌 게임 대비 경쟁력, 신작 성공 가능성에 대한 우려로 디레이팅 지속

게임엔터테인먼트 시가총액 추이



주: 2021년 8월 크래프톤, 2024년 7월 시프트업 상장
자료: Quantiverse, 하나증권

게임엔터테인먼트 12MF P/E 추이

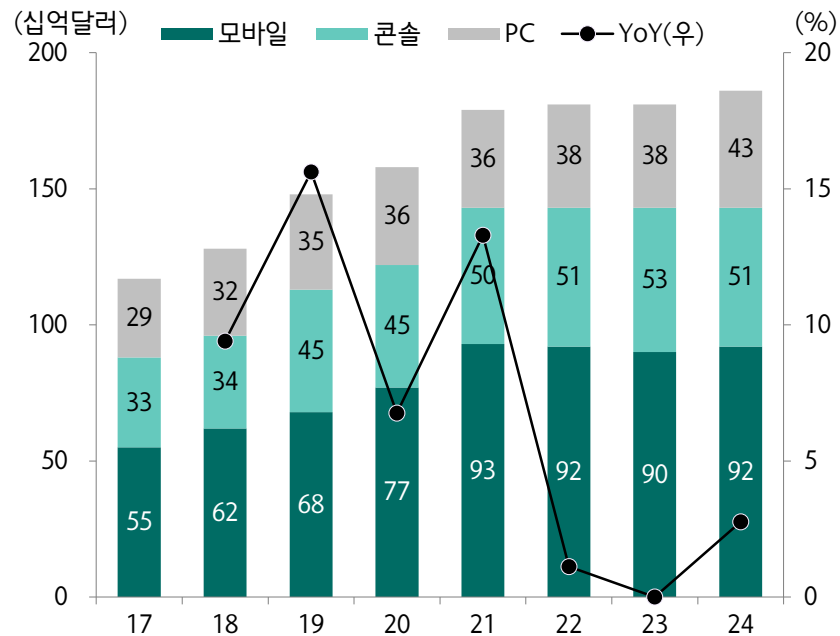


주 1) 2021년 8월 크래프톤, 2024년 7월 시프트업 상장
주 2) 2023년~2024년은 넷마블 포함 일부 기업 적전으로 P/E 왜곡
자료: Quantiverse, 하나증권

팬데믹 기저 소화 중, 다만 분명히 성장

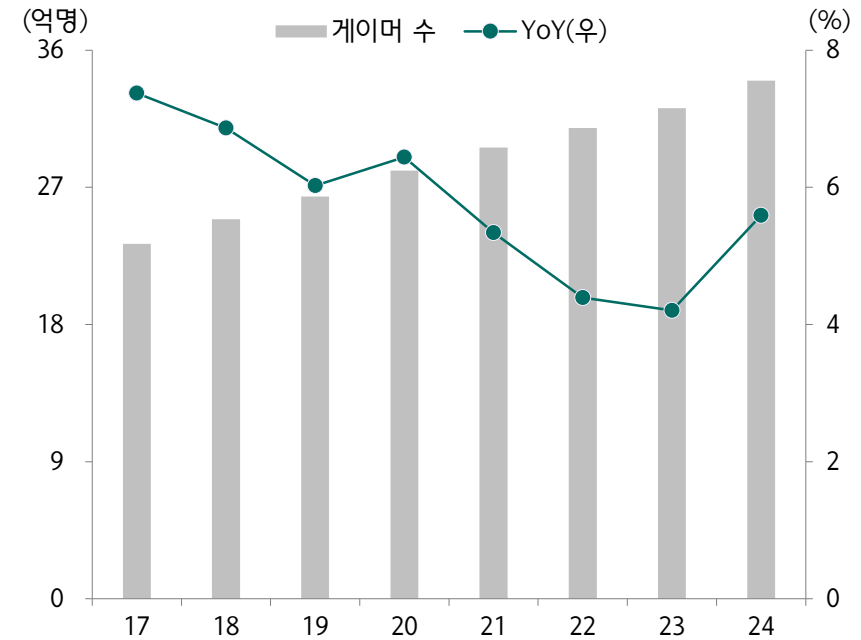
- 글로벌 게임 시장 규모 2021년 전년 대비 +14% 성장, 이후 +5% 미만 성장하며 정체. 팬데믹 특수 소화하는 과정이며 장기 성장성 유효
- 장기 시계열로 게이머 수, 신작 수, 플레이타임 등 핵심 지표 우상향. 단순 오락 이상의 커뮤니티, 창작 활동 콘텐츠로 확장
- 상호작용성 바탕으로 시청형 콘텐츠 대비 높은 몰입, 체류 시간, 네트워크 효과 창출 가능

글로벌 게임 시장 규모



자료: Kobaco, 하나증권

글로벌 게이머 수 추이



자료: Newzoo, 하나증권

AI UGC 게임의 등장

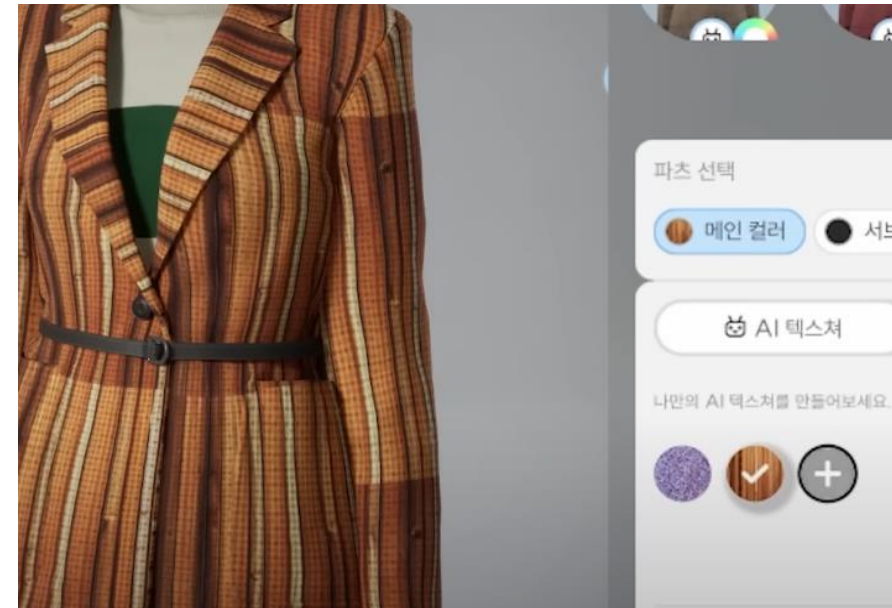
- 생성형 AI 도구 대중화로 UGC 게임의 비중은 더욱 확대 전망. 창작 허들 ↓, 크리에이터 수 ↑, 콘텐츠 양 ↑, 트래픽 ↑
- 제작의 허들 낮아지면 창작자로의 진입 장벽은 더욱 낮아짐. 자연어 챗봇 형태 입력하여 캐릭터, 맵 구성 가능
- 기존 UGC 생태계는 소수의 창작자, 다수 소비자로 구성 AI UGC 생태계는 다수의 창작자, 다수의 소비자로 확장 전망

로블록스 큐브 예시 – 프롬프트 입력, 에셋 생성



자료: Roblox, 하나증권

인조이 AI 텍스처



자료: 크래프톤, 하나증권

국산 패키지 게임 개발 활성화. 글로벌 타겟 긍정적

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

국내 게임사 주요 패키지게임 파이프라인

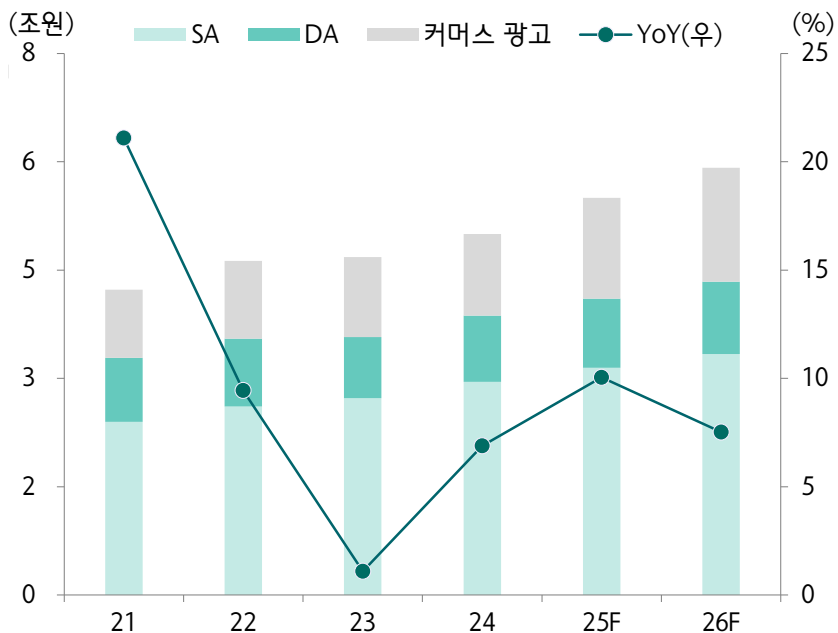
게임명	제작사	퍼블리셔	장르	플랫폼	출시일 예상
서브노티카 2	연노운월즈(자회사)	크래프톤	수중 생존 어드벤처	PC/콘솔	2026
P의 거짓 후속작	라운드8 스튜디오(자회사)	네오위즈	액션 RPG	PC/콘솔	2027-
울프아이 스튜디오 신작	울프아이 스튜디오	네오위즈	1인칭 RPG	PC/콘솔	2026-
자카자네 스튜디오 신작	자카자네 스튜디오	네오위즈	서부 느와르 CRPG	PC/콘솔	2026-
스텔라 블레이드 2	시프트업	-	액션 RPG	PC/콘솔	2027
신더 시티	엔씨소프트	엔씨소프트	루트 슈터	PC/콘솔	3Q26
불온사막	펼어비스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

자료: 하나증권

NAVER(035420) | BUY | TP 350,000원 | CP(11월13일) 265,500원

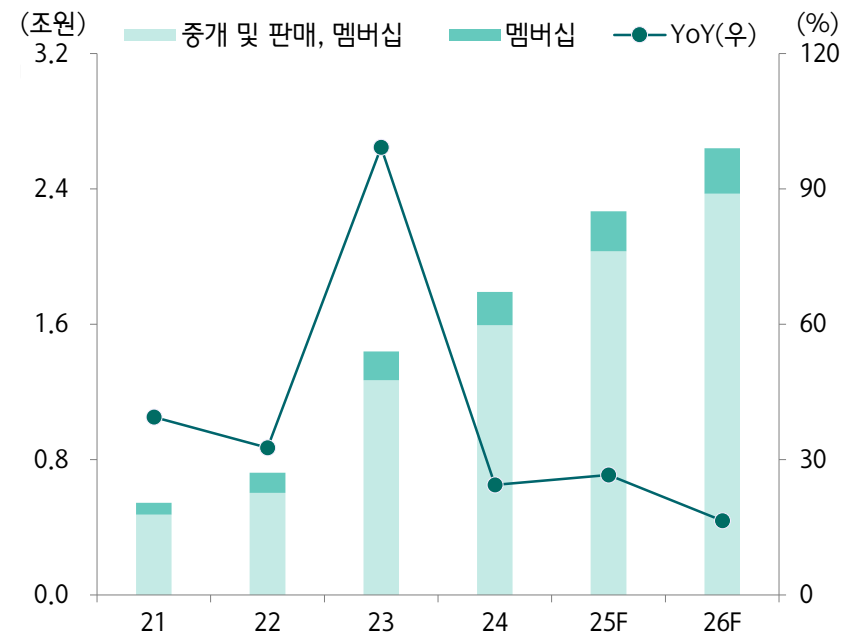
- 2026년 1분기 쇼핑 에이전트, 2분기 AI 탭, 이후 통합 에이전트(Agent N) 출시 예정
- 버티컬 서비스 연결로 하위 플랫폼 트래픽, 매출 흡수. 2026년 광고 매출 +7.5%, 중개 및 판매 매출 +16.5% 증가 전망. 추가 성장 가능
- 두나무 협업으로 실물 경제, 디지털 경제 연결. 스테이블코인 및 RWA, 디파이 시장 내 가장 높은 경쟁력 보유

네이버 광고 매출 추이



자료: 하나증권

네이버 중개 및 판매, 멤버십 매출 추이



자료: 하나증권

NAVER(035420) | BUY | TP 350,000원 | CP(11월13일) 265,500원

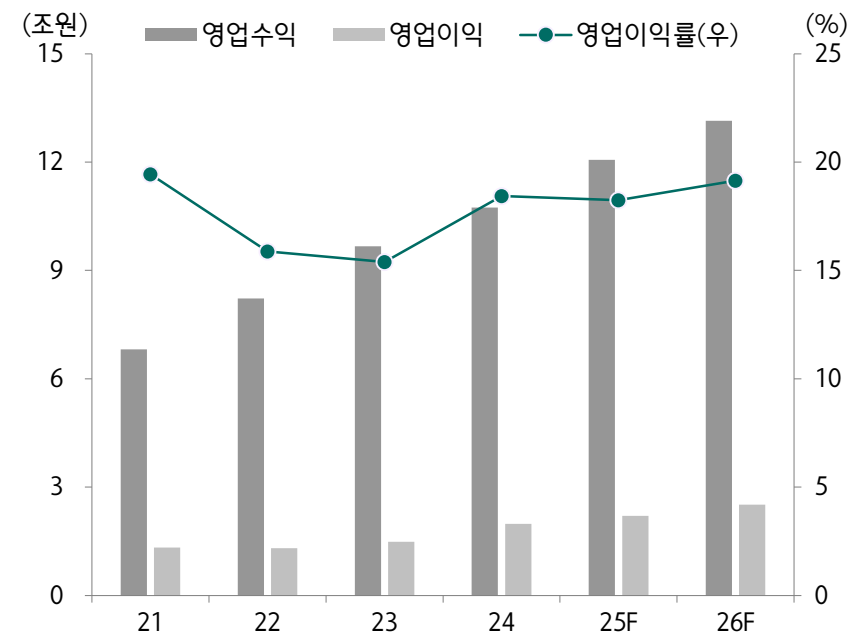
- 2026년 영업수익 13조 1,409억원(YoY 9.0%), 영업이익 2조 5,151억원(YoY 14.4%, OPM 19.1%) 전망
- 풀스택 AI 역량 보유. B2C, B2B, B2G 시장 모두 타겟. AI 전환기 가장 높은 수혜 기대 가능
- AI, 스테이블코인 강점이 사업화, 제도화로 가시화되며 가파른 주가 상승 전망

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,737.7	12,059.1	13,140.9	14,187.0
영업이익	1,979.3	2,199.2	2,515.1	2,834.3
순이익	1,923.2	2,173.1	2,236.2	2,492.8
증감률	90.0	13.0	2.9	11.5
PER	16.70	19.14	18.48	16.58
PBR	1.20	1.45	1.35	1.25
ROE	7.90	8.17	7.78	8.05
DPS	1,130	1,130	1,130	1,130

자료: 하나증권

네이버 영업수익, 영업이익 추이

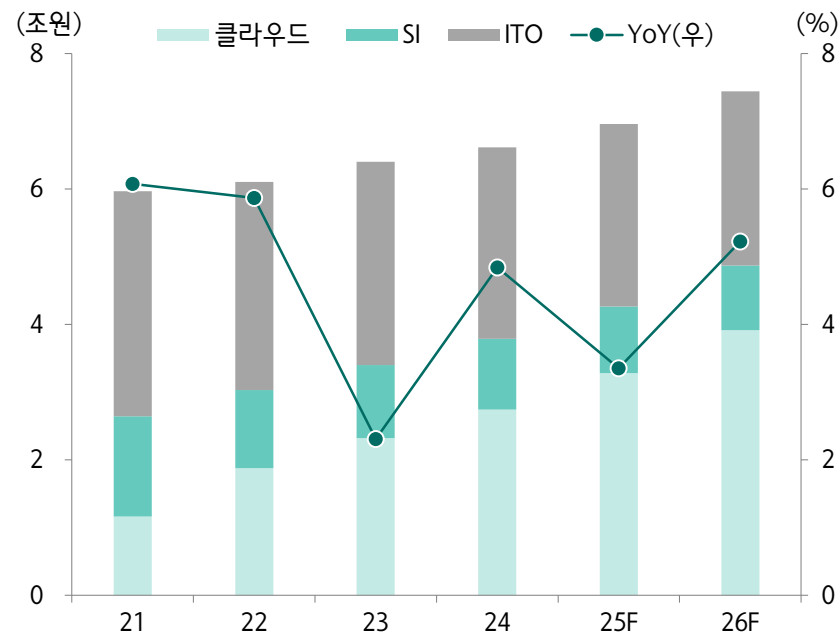


자료: 하나증권

삼성에스디에스 (018260) | BUY | TP 220,000원 | CP(11월13일) 172,600원

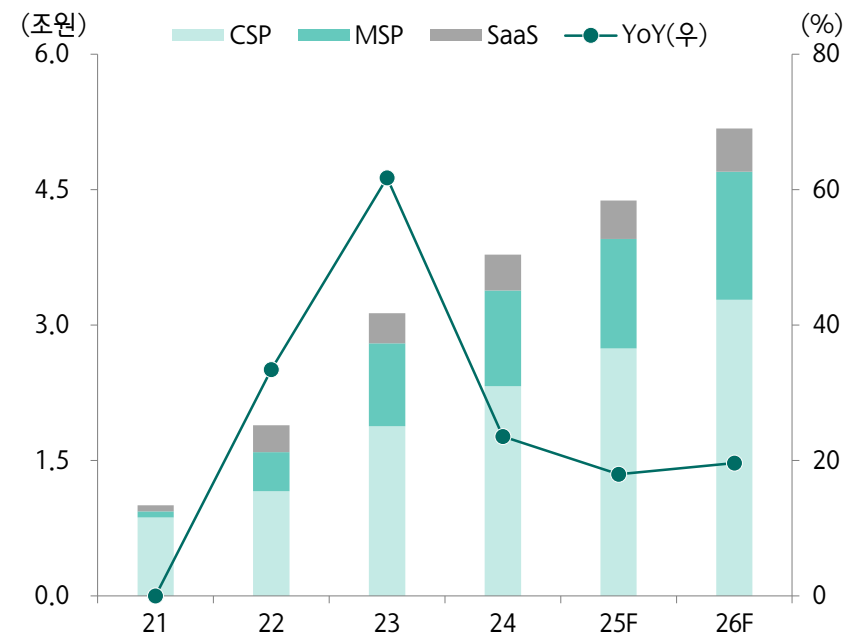
- AI 에이전트 풀스택 역량 바탕 공공, 금융 클라우드 사업 본격화. 국내 AI 클라우드 수요 증가에 최대 수혜 기대
- 오픈AI 파트너십 체결. 데이터센터 리세일 사업 논의 진행. 2026년 매출 발생 예상, 데이터센터 수주 시 추정치 가능
- 구미 데이터센터 포함 증설 예정. 2028년 이후 CSP 중심 매출 성장 및 수익성 개선 전망

삼성에스디에스 IT 서비스 매출 추이



자료: 하나증권

삼성에스디에스 클라우드 매출 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

삼성에스디에스 (018260) | BUY | TP 220,000원 | CP(11월13일) 172,600원

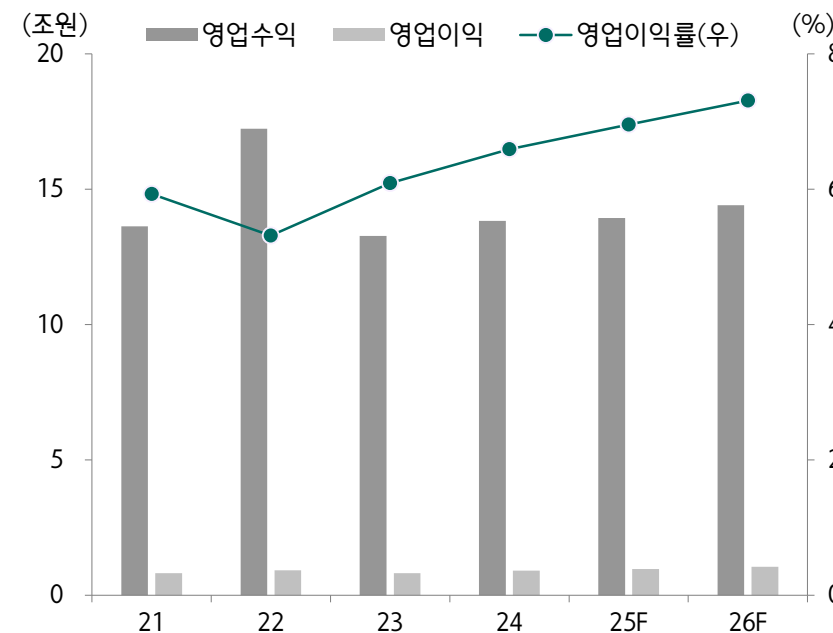
- 2026년 영업수익 14조 4,076억원(YoY 3.4%), 영업이익 1조 528억원(YoY 8.6%, OPM 7.3%) 전망
- 풀스택 AI 역량 보유. B2B, B2G 시장 클라우드 수요 증가에 따른 강한 수혜 기대
- 2025년 대비 그룹사 상황 우호적. 캡티브 안정적 매출로 하방 압력 제한적

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,828.2	13,938.0	14,407.6	15,020.0
영업이익	911.1	969.5	1,052.8	1,161.7
순이익	757.0	769.6	858.8	946.5
증감률	9.2	1.7	11.6	10.2
PER	13.06	17.63	15.80	14.33
PBR	1.06	1.39	1.31	1.22
ROE	8.42	8.07	8.54	8.81
DPS	2,900	2,900	2,900	2,900

자료: 하나증권

삼성에스디에스 영업수익, 영업이익 추이

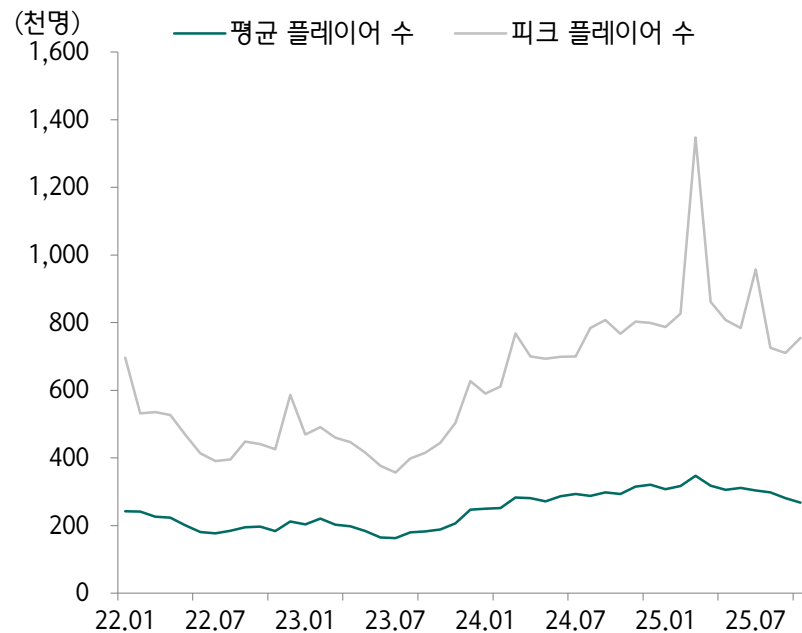


자료: 하나증권

크라프트온 (259960) | BUY | TP 530,000원 | CP(11월13일) 275,000원

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

PUBG PC 트래픽



자료: SteamDB, 하나증권

팰월드 모바일(포켓페어 원작)



자료: 하나증권

크래프톤 (259960) | BUY | TP 530,000원 | CP(11월13일) 275,000원

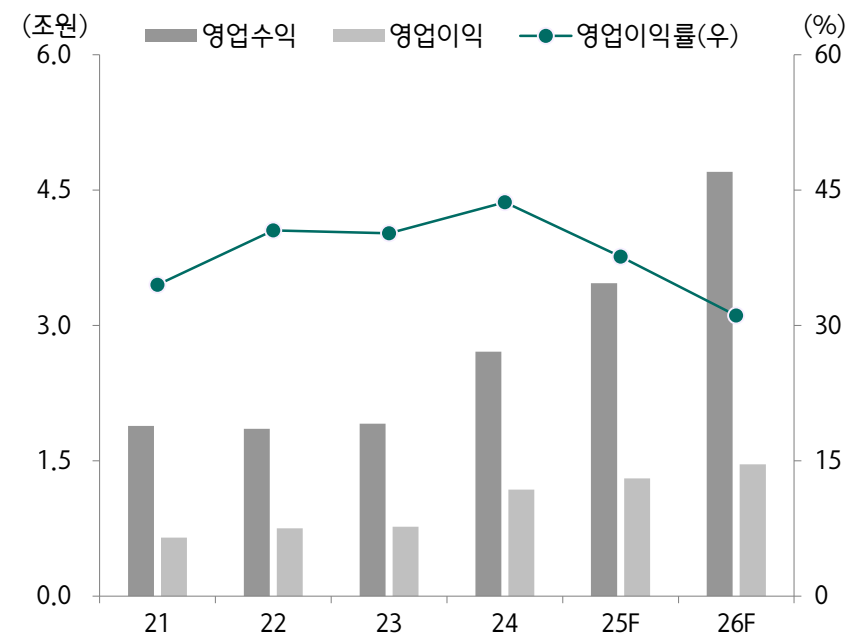
- 2026년 영업수익 4조 7,014억원(YoY 35.5%), 영업이익 1조 4,628억원(YoY 12.0%, OPM 31.1%) 전망
- 영업이익률 감소는 ADK 연결 온기 반영 영향. PUBG 라이브 서비스, 신작 출시로 성장 기대
- 지난 5년간 30건 이상 투자 집행. 2027년 신작 출시 사이클로 예상. 2026년 연중 바텀 피싱 전략 유효

Financial Data (단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,709.8	3,469.6	4,701.4	5,082.6
영업이익	1,182.5	1,305.5	1,462.8	1,580.6
순이익	1,306.1	938.5	1,214.2	1,317.0
증감률	119.4	(28.1)	29.4	8.5
PER	11.51	13.79	10.62	9.79
PBR	2.17	1.70	1.46	1.27
ROE	21.10	13.34	15.46	14.44
DPS	0	0	0	0

자료: 하나증권

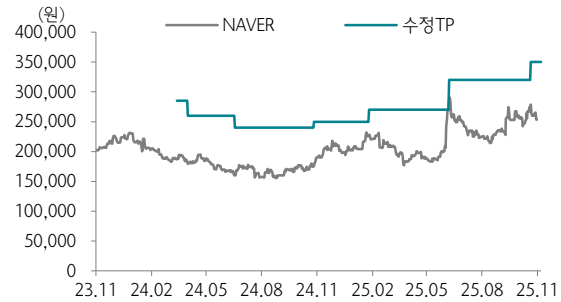
크래프톤 영업수익, 영업이익 추이



자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

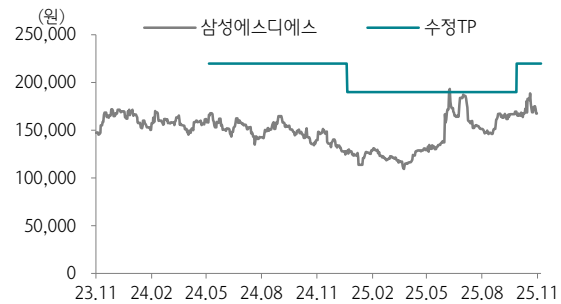
NAVER



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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

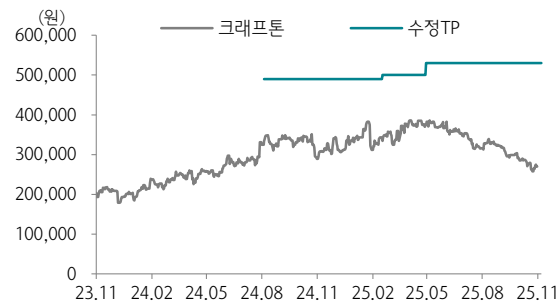
삼성에스디에스



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

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

크래프톤



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

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 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	95.83%	4.17%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 14일