

[글로벌 AI] 박연주 yeonju.park@miraeasset.com
[반도체 김영건] younggun.kim.a@miraeasset.com
[글로벌 소프트웨어/통신서비스] 김수진 soojin.kim@miraeasset.com

[전기/전자부품·배터리 장비] 박준서 park.junseo@miraeasset.com
[미디어/엔터테인먼트] 김규연 gyuyeon.kim@miraeasset.com
[반도체] 김제호 jaeho.kim.b@miraeasset.com

[AI 2025] 밸류에이션 차별화의 원년

글로벌 TMT 산업에서의 AI 주도 변화와 투자 기회



CONTENTS

Executive Summary	3
I. 글로벌 AI	4
AI의 세번째 도약: 에이전트	4
기업용 에이전트: AI 잠재 시장 규모의 확대, 클라우드 수혜 전망	5
빅테크의 AI 에이전트 대전과 밸류에이션	6
물러날 수 없는 AI 투자 전쟁	7
II. 소프트웨어	9
클라우드: 마이크로소프트 CapEx 추정	9
글로벌 SW: 2000년 이후 IPO 기업의 현재 시총 - 인터넷과 SW가 압도적	12
통신서비스: 국내 통신사의 방향성 = AI와 네트워크	15
III. 미디어: 생성AI로 C ↓ P*Q ↑	17
1. 생성AI로 매출원가 줄이기	17
2. 단기적으로 매출원가율 개선이 가능한 기업 찾기	18
3. AI로 P*Q 늘리고: AR/VR의 콘텐츠	21
IV. 전기전자: 디바이스는 온디바이스	22
AI era, 중요해지는 AP	22
XR/VR 시장, 폴더블 시장 분석	24
V. 반도체: 업종 성장 및 밸류에이션 개선 여지 多	25
모델과 GPU 간 Computing Power 수급 불균형이 기회 요인	25
HBM, 반도체 업종의 계절성(Cyclical) 특성 완화에 따른 밸류에이션 개선	26
‘가성비 제품’ → ‘최고 성능 제품’ 주력 제품 변화에 따른 업종 사업성 개선	27
Global Company Analysis	28
메타 플랫폼스	29
팔란티어 테크	32
에스엠	40
스튜디오드래곤	49
넷플릭스	57
스튜디오미르	70
삼성전기	74
엔비디아	80

Executive Summary

우리의 결론

금번 보고서에서는 AI를 투자 관점에서 바라보고, TMT(Tech/Media/Telco) 영역에서의 핵심적 변화 요인을 파악하여 투자 아이디어로 연결하고자 한다. 결론적으로 AI의 추론 능력이 빠르게 발전하면서 성능이 한 단계 진보하는 해가 될 것으로 보이며, AI 전략에 따라 업체들의 밸류에이션 차별화가 지속될 것으로 전망된다. 최선호기업으로는 메타 플랫폼스, 팔란티어, 에스엠, 삼성전기, 엔비디아 등을 추천한다.

표 1. 업종별 AI 수혜 영역과 선호 기업 요약

업종 분야	핵심 AI Implication	최선호기업	투자포인트
Global AI (Big Tech)	<ul style="list-style-type: none"> - GPT-o1 출시 이후 25년은 AI의 추론 능력이 빠르게 발전하면서 성능이 한 단계 진보하는 해가 될 것으로 전망 - 챗봇을 능가해 자율적으로 판단하고 필요한 액션을 취하는 기업용 및 개인용 에이전트가 본격 출시될 전망. AI 부가가치 확대의 계기가 될 것 - AI 전략에 따라 24년 기업들의 밸류에이션 차별화 기 진행. 중장기 기업가치 증명을 위해 주요 기업들의 공격적인 AI 상용화 전략 예상 - AI가 고도화된 학습 능력을 갖추기 위해 고성능의 하드웨어 확보와 대규모 인프라 구축 필수적. Big tech의 25년 Capex는 24년 상회 추정 	메타 플랫폼스	<ul style="list-style-type: none"> - AI 에이전트 시장 본격 개화에 앞서 5억명이 넘는 MAU를 확보하는 등 AI 에이전트 경쟁에서 앞서있음 - 최근 가파른 주가 상승에도 불구하고 실적 또한 빠르게 개선되며 밸류에이션 부담 또한 적은 구간 - 단기적으로 AI 관련 투자 확대에 따른 비용 증가에 대한 우려가 상존하나, 현금 창출력이 높다는 점이 긍정적. 중장기 전략 관점에서 영향은 제한적일 것으로 판단
SW/통신	<ul style="list-style-type: none"> - 초반 하드웨어 업종의 강세, 이후 소프트웨어 업종의 강세 IT 버블 시대의 시장 흐름을 복기하면 25년부터 서비스 및 소프트웨어 업종 강세 기대 - 5G 도입에 따른 통신사 투자 사이클은 일단락. AI 관련 투자 사이클로 이전될 것으로 기대. 기존 장비에 SW 기술 추가 등으로 비용 효율화 추고 예상. AI 산업 확대로 데이터센터/클라우드 매출 기여도 중요성 확대 	팔란티어 테크	<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 정부 하에 국방과 제조 등은 AI를 통해 고도화될 가능성이 다분. 트랙 레코드를 확보한 동사 수혜 전망 - AIP 기반 대규모 AI 솔루션 계약 체결 등을 통해 높은 고객 증가폭 유지, 이에 생성AI 실적 효과 가시권 진입 - 당분기 YoY +30% 매출 성장률과 60% FCF 마진 기록, 성장과 이익 두마리 토끼를 모두 잡은 상황
엔터	<ul style="list-style-type: none"> - 생성형 AI 발전으로 매출원가를 절감할 수 있다는 점이 미디어 산업에 긍정적 요인이며, 2D 애니메이션의 실현 가능성이 가장 큼 - 장기적으로는 미디어 콘텐츠에서 가장 중요한 요소인 핵심 IP까지에도 AI 기술이 적용될 전망이며, 특히 버추얼 휴먼 기술의 발달 기대 - 다만, 원가율의 유의미한 개선까지는 상당시간이 소요될 것으로 예상되기에 단기적으로 고마진 상품과 저연차 아티스트 매출 비중이 높은 업체에 유리한 국면 예상 	에스엠	<ul style="list-style-type: none"> - 2020년부터 버추얼 아티스트 시장 가능성 확인 후 에스파의 가상 자아 버전인 ae-에스파를 함께 선보인 바 있으며, 이는 곧 동사의 시장 니즈 파악 역량을 방증 - 과거 에스파, RIIZE, NCT WISH 등 데뷔 초반 실적 호조 기록, 1H25 신인 걸그룹 효과에 따른 추가 모멘텀 유호 - 신인 그룹 성공적 론칭 시 에스엠이 기획한 아이돌의 hit ratio가 밸류에이션에 반영될 가능성 또한 상존
전기전자	<ul style="list-style-type: none"> - AI 투자로 23년부터 IT Spending 성장률이 과거 명목 GDP 성장률 흐름과 다른 모습 보임 → 25년부터 AI 하드웨어 출시로 이어질 것 - AP 설계 기간이 2~3년 소요된다는 점 감안시, 25년부터 AI용 AP가 탑재된 스마트폰 제품들이 대거 출시 예정 - AI 스마트폰 침투율은 24년 11% → 25년 24% → 26년 27%, AI PC 침투율은 24년 10% → 25년 24% → 26년 39%로 성장 기대 	삼성전기	<ul style="list-style-type: none"> - AP 성능 강화로 MLCC 탑재 용량 증가 간접적 수혜 기대(전 모델 대비 MLCC 용량 30% 증가 전망) - IT 비수기임에도 AI, 전장 MLCC 수요 견조 예상 - 다수의 모멘텀 포진 1) 실리콘 캐패시터, 2) 산화물 전고체 배터리 생산, 3) AI 기반
반도체	<ul style="list-style-type: none"> - AI 모델 요구 성능과 GPU 제공 성능 간 수급 불균형 확대, 단일 GPU를 연결시켜 연산 능력을 대폭 개선시킨 시스템 솔루션에 주목할 필요 있음 - AI 모델의 데이터 처리 요구량 증가에 고성능 제품 수요가 기존 범용 제품 압도 시작, 고 성능/제품 → 최고 성능/최고가 제품으로 시장 수요 이동 - AI 모델 관련 수요는 HBM 수요로 연계, HBM 매출 비중 확대는 업종 전반 계절성 축소로 이어짐에 업종 전반 밸류에이션 개선 여지 상존 	엔비디아	<ul style="list-style-type: none"> - 동사의 3차원 가상환경 시뮬레이션 플랫폼인 옴니버스의 대표적인 합성 데이터 생성 플랫폼으로서의 부각 기대 - 자체적으로 데이터센터 사업으로서의 진출함으로써 최종 고객사들에게 동사의 GPU의 이용을 유도하고자 함 - 단순히 GPU 칩셋을 판매하는데 그치는 것이 아니라 고도화된 네트워크 기술 기반으로 시스템 최적화 제공

자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 글로벌 AI

AI의 세번째 도약: 에이전트

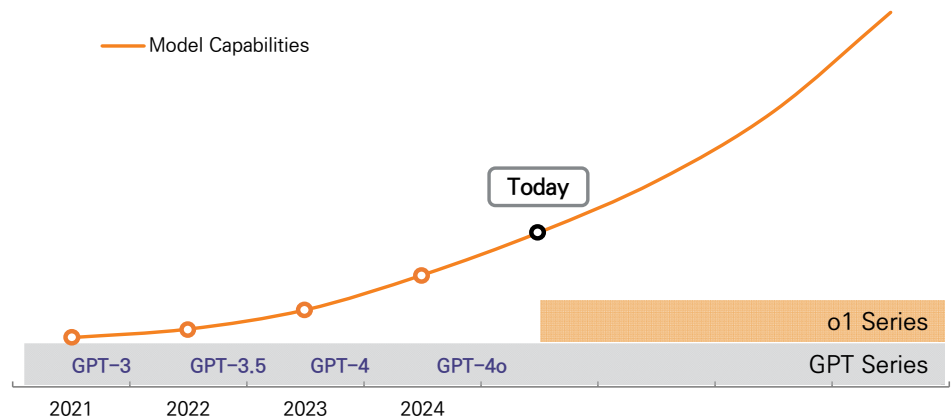
24년 9월 클라우드 기반 고객관리 솔루션 제공 업체인 세일즈포스는 에이전트포스를 공개했다. 데모 영상을 보면 고객과 자연스럽게 대화를 주고받을 수 있을 뿐 아니라 매장별 재고를 확인하고 주문까지 넣을 수 있다. 세일즈포스는 25년 여름 에이전트포스를 본격적으로 상용화하고 25년 말까지 10억 개의 에이전트를 생성하겠다는 공격적 목표를 제시하고 있다. 대화당 요금은 기본 2달러로 현재 산업 평균의 1/4 이하 수준이다.

25년 에이전트포스를 비롯해 다수의 기업용 AI 에이전트가 출시될 예정이다. 23/24년이 챗GPT가 고도화된 챗봇으로 진화하는 시간이었다면 25/26년은 챗봇을 넘어 복잡한 업무가 주어졌을 때 도구와 메모리를 활용해서 적절한 계획을 세우고 필요한 경우 액션까지 수행할 수 있는 에이전트로 진화하는 시기가 될 전망이다.

관건은 AI가 신뢰성과 일관성을 가지고 복잡한 추론을 거쳐 필요한 액션을 할 수 있을 정도로 기술이 발전할 수 있는지 여부이다. 파운데이션 모델은 확률에 기반한 답변을 하기 때문에 부정확한 답을 내놓을 수 있고 복잡한 추론 능력이 부족하다. 그러나 최근 에이전틱 워크플로우(Agentic Workflow)를 통해 AI의 정확도와 유용성이 크게 발전하기 시작하였다.

특히 AI가 복잡한 작업을 자율적으로 세분화하고, 필요한 하위 단계와 도구를 식별하며, 다양한 모델을 호출하는 '계획'과 다양한 역할을 하는 에이전트들을 만들어 협력하게 하는 '에이전트간 협력' 방법론이 부상하고 있다. 오픈 AI에서 공개한 GPT-o1은 AI가 다양한 단계별 해결 방법과 그 결과를 시뮬레이션 해보고, 강화학습으로 최적의 솔루션을 찾아가는 과정을 거쳐 추론 성능을 크게 향상시켰다. 마이크로소프트가 공개한 Magentic-One은 여러 에이전트간 협력을 통해 성능을 개선시킬 수 있음을 보여준다. '계획'과 '에이전트간 협력' 방법론은 이제 도입 단계로 향후 발전 잠재력이 높을 뿐 아니라 AI가 스스로 데이터를 만들고 시끼리 협력함으로써 궁극적으로 사람의 성능을 뛰어넘을 잠재력이 있다.

그림 1. 오픈 AI의 GPT 모델 발전 추이



자료: 오픈 AI, 미래에셋증권 리서치센터

기업용 에이전트: AI 잠재 시장 규모의 확대, 클라우드 수혜 전망

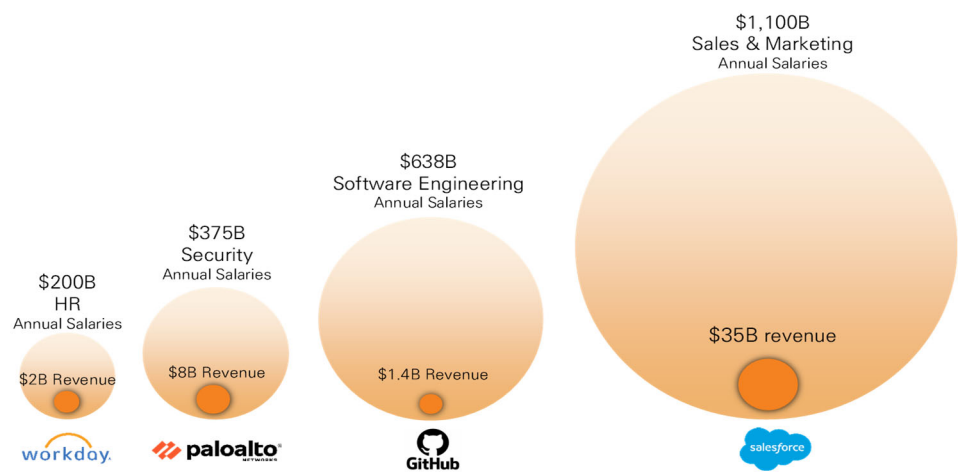
AI가 챗봇에서 전체 업무를 처리할 수 있는 에이전트로 발전한다면 AI의 잠재 시장은 지금보다 대폭 확대될 전망이다. 예를 들어 대부분의 콜센터 문의는 질문에 답하는 것보다는 주문을 취소하거나 수정하는 등 액션이 필요하다. 고객센터 에이전트가 충분히 기능할 수 있다면 글로벌 콜센터 시장(22년 3,145억달러) 전체가 잠재 시장이 될 수 있다.

고객센터뿐 아니라 영업, 재무회계, 인사 관리 등에 특화된 다양한 기업용 에이전트도 출시될 예정이고 법률, 의료 등 특정 영역에 특화된 에이전트 역시 다수 개발되고 있다. 기존의 AI가 기업용 소프트웨어 시장을 대체할 수 있었다면 에이전트는 글로벌 지식 노동자의 임금 자체가 잠재 시장 규모(전세계 연간 약 4.6조달러 추정)가 될 수 있다. 나아가 만약 AI가 오픈 AI의 발전 단계 중 4/5 단계(혁신 및 조직)로 나아갈 수 있다면 이는 비용절감뿐 아니라 기업의 매출확대 등 경쟁력 측면에서도 핵심적인 요소가 될 수 있다.

결론적으로 일부 과잉 투자 우려와 달리 25년에도 AI 투자는 더 가속화될 가능성이 높다. 이로 인해 빅테크들의 클라우드 부문 매출 성장도 시장 기대치를 상회할 것으로 예상된다. AI 도입을 위해서는 클라우드 활용이 불가피한데 24년 기준 전체 IT 지출 중 클라우드 비중은 아직 16% 수준에 불과하기 때문이다.

특히 클라우드 시장에서 Top 3(아마존, 알파벳, 마이크로소프트)의 점유율이 확대되고 있다. 여전히 공급 부족인 엔비디아 GPU를 구입하기 위한 대규모 자금과 협상력이 필요하고, 빠르게 발전하는 최신 AI 모델과 소프트웨어 스택을 제공해야 하며 보안 등 신뢰성 요구가 한층 높아지기 때문으로 추정된다. 24년 아마존의 클라우드 부문은 수익성이 지속적으로 개선되었고 구글 역시 점유율이 빠르게 상승하면서 매출 및 수익성이 개선되었는데 이 같은 흐름은 25년에도 이어질 전망이다.

그림 2. 글로벌 기업의 직무별 임금 총액과 해당 영역 주요 소프트웨어 회사의 매출액



자료: Turing, Statista, 파운데이션 캐피탈에서 재인용, 미래에셋증권 리서치센터

빅테크의 AI 에이전트 대전과 밸류에이션

중기적으로 개인용 AI 에이전트는 새로운 소비자 플랫폼으로 발전할 전망이다. 인터넷 혁명 이후 빅테크는 검색, 이커머스, 소셜 미디어 등 각 영역에서 방대한 사용자 트래픽을 기반으로 플랫폼 가치를 누리고 있다. 그러나 사용자의 맥락을 이해하고 다양한 도구를 활용해 원하는 작업을 할 수 있는 에이전트가 등장하면 AI 서비스의 게이트 웨이가 될 가능성이 높다. 빅테크의 전장이 하나로 합쳐지는 것이다.

AI 검색에서는 경쟁이 이미 시작되었다. 최근 스타트업 퍼플렉시티가 유의미한 속도로 사용자를 모으며 성장하고 있고 오픈 AI도 검색 엔진 분야에 진출했으며 메타도 내부적으로 검색 엔진을 개발 중이다. 구글은 키워드 검색에서 사용자 데이터에 기반한 랭킹 시스템으로 압도적 경쟁 우위를 유지해 왔다. 그러나 AI 검색에서는 AI가 직접 콘텐츠를 읽고 관련도를 측정할 수 있어 경쟁 구도가 바뀔 수 있다.

현재까지 소비자용 AI 에이전트 시장에서는 메타가 한발 앞서 나가는 모습이다. 24년 출시한 메타 AI는 사용자 수가 5억명 돌파했고 25년에는 기업이나 인플루언서가 챗봇을 만들 수 있는 AI 스튜디오가 상용화될 예정이다. 구글과 아마존도 25년 AI 에이전트를 출시 예정인데 메타는 소셜 미디어라는 플랫폼 특성상 사용자들이 젊고 디지털 기술에 친숙하며 사용 목적이 재미와 교류라는 측면에서 트래픽 확보에 더욱 유리한 측면이 있다.

AI 에이전트 대전의 승자가 누릴 파이는 현재보다 클 것으로 예상된다. 빅테크의 주력 시장인 온라인 광고는 타겟팅/개인화/자동화/효율화로 침투율이 상승할 전망이다. 과거 타겟팅 효과가 큰 모바일 기기의 등장으로 온라인 광고 시장 침투율이 크게 상승했듯 생성 AI 광고가 고도화되면 온라인 광고 침투율이 추가적으로 상승할 전망이다. 이커머스 산업에서도 생성 AI 적용 시 개인화된 쇼핑 비서 서비스, 풍부한 제품 설명, 쇼핑 효율성 증대를 통해 이커머스 시장 침투율 및 구매 전환율 상승이 기대된다. 전세계 이커머스 시장 침투율은 평균 23% 수준에 불과해 성장 잠재력 높다.

24년 AI 관련 주식의 주가가 상승하면서 밸류에이션 논란이 있다. 그러나 1) AI 기술 발전으로 잠재 시장 규모가 빠르게 확대되고 있다는 점 2) 빅테크의 디지털 생태계가 더 확장될 잠재력이 높다는 점 3) AI 에이전트를 통해 빅테크의 경쟁 구도가 바뀔 수 있다는 점을 감안할 때 높은 밸류에이션이 정당화될 수 있다고 판단된다. 과소 투자로 인해 중장기 AI 시장에서 뒤쳐질 때 오히려 밸류에이션 디레이팅 가능성이 높다.

표 2. 빅테크 주요 시장 규모 및 점유율 (2024F) (십억달러, %)

	전체 시장 규모	온라인 시장 규모	침투율	온라인 점유율
광고	883	644	73	알파벳 57
				메타 34
				아마존 13
커머스	30,472	6,939	23	아마존 13
				아마존 31
클라우드	5,096	813	16	마이크로소프트 24
				구글 11

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

물러날 수 없는 AI 투자 전쟁

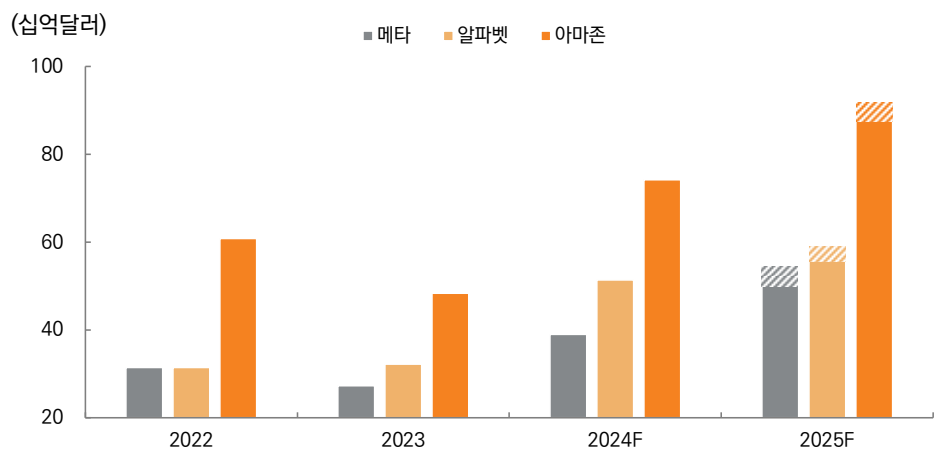
생성 AI 기술 출현과 함께 빅테크 기업들은 AI 역량 강화를 위해 앞다투어 CAPEX 투자를 늘려가고 있다. AI가 과연 그만큼의 수익 증대를 불러올 것인가에 대한 시장의 물음이 존재함에도 불구하고 빅테크 기업들의 AI 투자에 대한 입장은 명확하다. AI 투자 성과가 기대에 미치지 않는 것보다 AI 투자에 대한 두려움으로 지금 아무것도 하지 않는 것이 자신들의 미래에 더욱 큰 리스크라고 말한다.

방대한 데이터를 처리하는 AI가 고도화된 학습 능력을 갖추기 위해서는 고성능의 하드웨어 확보와 스토리지/네트워크 등 대규모 인프라 구축은 필수적이다. 이러한 이유로 AI 역량 선점을 위해 빅테크 기업들은 세계 각지에 데이터센터와 같은 AI 인프라를 구축해가고 있다. 데이터센터는 부지 조성뿐 아니라 고성능 서버/하드웨어 장비 구축 등 AI 인프라 전반을 포괄한다는 점에서 향후 AI CAPEX 규모를 가늠해볼 수 있는 중요한 지표라 판단하여 빅테크 3사의 발표된 데이터센터 투자 계획을 바탕으로 24-25년 CAPEX를 추정하였다.

알파벳, 아마존, 메타 3사 모두 공통적으로 AI 기술이 부각된 22년부터 현재까지 꾸준히 데이터센터 투자를 진행하고 있는 상황이며, 투자 건수와 규모는 해를 거듭할수록 증가하고 있고, 미국을 넘어 더욱 광범위한 지역으로 인프라가 확장해가고 있다는 공통점을 갖는다. 24년 발표된 투자 계획을 바탕으로 추정한 3사 각각의 25년 CAPEX는 1) 아마존의 경우, 시장추정치(851억달러) 대비 7.9% 높은 918억달러이며, 2) 알파벳은 시장추정치(571억달러) 대비 3.4% 높은 590억달러, 3) 메타는 시장추정치(509억달러) 대비 7.3% 높은 546억달러이다.

본격적인 생성 AI기반 서비스 출시와 AI 에이전트 등 새로운 경쟁 요소의 출현으로 AI 기술 경쟁은 더욱 치열해질 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 풍부한 인프라 확보는 고도화된 AI 역량 확보에 직결된다는 점에 비추어 봤을 때, 향후 수개년 간 AI 투자 전쟁은 지속될 것으로 전망한다. 우리의 CAPEX 추정치는 이미 발표된 각각의 데이터센터 투자와 하드웨어 구매 계획을 바탕으로 산출한 것으로, 추가적인 인프라 투자 계획이 발표된다면 추정치를 상회하는 투자가 집행될 가능성은 여전히 높다.

그림 3. 빅테크 3사 CAPEX 추이 및 전망



주: 25년 음영 처리된 부분은 컨센서스 대비 미래셋증권의 초과 추정치
아마존은 리테일부문 CAPEX 합산 수치
자료: 미래셋증권 리서치센터

표 3. 아마존, 알파벳, 메타 24년 데이터센터 투자 발표 내역

시점	내용	지역	기간	규모(백만달러)
아마존				
24년 1월	일본 내 데이터센터 인프라 강화를 위해 향후 5개년에 걸쳐 총 155억 달러 투자 예정	일본	5년간	15,500
	미국 미시시피에 2개의 데이터센터 구축을 위해 27년까지 100억 달러 투자 계획 발표	미국 미시시피	27년까지	10,000
24년 2월	향후 15년간 멕시코에 데이터센터 단지 구축을 위해 50억 달러 투자 예정	멕시코	15년간	5,000
24년 3월	사우디아라비아에 53억 달러 투자하여 26년 본격적인 데이터센터 가동 목표	사우디아라비아	26년까지	5,300
24년 4월	미국 인디애나에 110억 달러 규모의 데이터센터 투자 예정	미국 인디애나	미공개	11,000
	스페인에 10년에 걸쳐 170억 달러 데이터 센터 투자 예정	스페인	10년간	17,000
	싱가폴에 28년까지 90억 달러 규모의 클라우드 컴퓨팅 인프라 투자 진행 예정	싱가폴	28년까지	9,000
24년 5월	40년까지 78억달러 투자하여 독일에 데이터센터 인프라 구축 예정	독일	40년까지	7,800
	스페인 데이터센터 확장 및 추가 건립 위해 33년까지 170억 달러 투자 예정	스페인 사라고사	33년까지	17,000
	이탈리아에 29년까지 기존 데이터센터 증축을 위해 22억 달러 투자 예정	이탈리아	29년까지	2,200
24년 6월	대만에 향후 15년간 수십억달러 투자하여 데이터센터 인프라 구축에 나설 예정	대만	15년간	미공개
24년 9월	브라질에 34년까지 데이터센터 확장을 위해 18억 달러 투자 예정	브라질	34년까지	1,800
	영국 내 클라우드 수요 대응 목적 28년까지 데이터센터 구축을 위해 105억 달러 투자	영국	28년까지	10,500
알파벳				
24년 1월	영국에 데이터센터 구축을 위한 10억 달러 투자 계획 발표	영국	미공개	1,000
24년 3월	미국 캔자스시티 내 데이터센터 구축을 위한 10억 달러 투자 계획 발표	미국 캔자스시티	미공개	1,000
24년 4월	네덜란드 흐로닝언 지역에 6억 달러 규모 데이터센터 투자 발표	네덜란드	미공개	600
	벨기에 내 두번째 데이터센터 구축을 위해 10억 달러 투자 계획	벨기에	미공개	1,000
	미국 버지니아 데이터센터 증축을 위한 10억 달러 투자 계획 발표	미국 버지니아	미공개	1,000
	미국 포트웨인 내 데이터센터 구축을 위한 20억 달러 투자 계획 발표	미국 포트웨인	미공개	2,000
24년 5월	동남아 지역 클라우드 인프라 및 데이터센터 구축을 위해 20억 달러 투자 계획 발표	말레이시아	미공개	2,000
	핀란드 데이터센터 증설을 위한 10억달러 투자 계획 발표	핀란드	미공개	1,000
24년 6월	미국 오하이오 증설을 위한 23억 달러 추가 투자 계획 발표	미국 오하이오	미공개	2,300
	싱가포르에 4번째 데이터센터 구축을 위해 50억 달러 투자 계획 발표	싱가포르	미공개	5,000
24년 7월	멕시코 내 첫 데이터센터 구축을 위한 50억 달러 투자 계획 발표	멕시코	미공개	5,000
	미국 아이오와 데이터센터 증축 추가 투자 목적 10억 달러 집행	미국 아이오와	미공개	1,000
24년 8월	우루과이 지역에 남미 두번째 데이터센터 구축을 위해 8억 5천만 달러 투자 계획 예정	우루과이	미공개	850
	태국 촌부리 지역에 데이터센터 구축 예정. 25년부터 29년까지 총 10억 달러 투자 예정	태국	25-29년	1,000
24년 9월	미국 사우스캐롤라이나주에 신규 데이터센터 구축을 위해 20억 달러 투자 예정	미국 사우스캐롤라이나	미공개	2,000
	미국 버클리 카운티에 기존 데이터센터 확장을 위해 13억 달러 투자 예정	미국 버클리	미공개	1,300
24년 10월	미국 텍사스 데이터센터 증축을 위한 10억 달러 투자 계획 발표	미국 텍사스	미공개	1,000
메타				
24년 1월	미국 인디애나 주에 데이터센터 투자 계획 발표. 26년까지 공사 마칠 예정	미국 인디애나주	26년까지 준공	800
24년 3월	로스마운트 지역에 데이터센터 구축을 위한 8억 달러 투자 계획 발표	미국 로즈마운트	미공개	800
24년 4월	인도 첸나이 지역에 첫 인도 데이터센터 구축 계획 발표	인도	향후 4년간	1430
	스웨덴 내 3번째 데이터센터 구축을 위한 10억 달러 규모 투자 계획 발표	스웨덴	미공개	1000
24년 5월	미국 알라바마 주 데이터센터 구축을 위한 8억 달러 투자 계획 발표. 26년말 본격 가동 예정	미국 알라바마주	26년말 가동 예정	800
	아이오와주에 2개의 데이터센터 구축을 위한 8억 달러 규모 투자 계획 발표	미국 아이오와주	미공개	800
24년 7월	미국 와이밍주에 8억 달러 규모의 데이터센터 구축 투자 계획 발표	미국 와이오밍주	미공개	800
24년 8월	미국 사우스캐롤라이나 지역에 27년까지 데이터센터 구축 위한 8억 달러 규모 투자 예정	미국 사우스캐롤라이나	27년까지	800

자료: 각 사, 언론 자료 취합, 미래에셋증권 리서치센터

II. 소프트웨어

클라우드: 마이크로소프트 CapEx 추정

22년 12월 ChatGPT 등장 이후 모든 IT 기업들은 AI를 중심으로 돌아가고 있다. 그러나 일각에서는 아직 생성AI의 수익화가 본격화되지 않은 시점에서 CapEx 투자가 언제까지 지속될 수 있을지 우려한다. 현재까지 빅테크의 CapEx 투자는 2,000억달러를 넘어선다.

결론적으로 우리의 추정에 따르면 생성AI 투자는 향후 3~4년 간 더 지속될 것이고, 26년까지 증가할 것으로 전망한다. 인터넷 시대와 비교되는 AI 시대 초입에 선 현재, 인프라 투자는 향후 서비스 생태계 확대에 필수적이기 때문이다. 서비스 확대가 결국 빅테크들의 매출 확대로 연결되기 때문에, 현재 점유율을 확보하는 것이 하이퍼스케일러에게 매우 중요하다고 판단한다.

표 4. 마이크로소프트 CapEx FY(회계연도) 기준 연간 추정치

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026	FY2027
CapEx (excl. Capital lease)	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,832	71,330	56,869
YoY growth	-	-2.6%	43.1%	19.7%	10.9%	33.6%	15.8%	17.7%	58.2%	45.8%	10.0%	-20.3%
매출 대비 비중	9.2%	8.4%	10.5%	11.1%	10.8%	12.3%	12.0%	13.3%	18.1%	23.1%	22.0%	15.4%
FCF 대비 비중	35.2%	32.5%	37.1%	43.2%	40.4%	45.6%	42.6%	43.1%	69.2%	87.5%	95.8%	63.0%
Consensus	-	-	-	-	-	-	-	-	-	58,333	63,222	67,684

자료: 미래에셋증권 리서치센터

CapEx 추정 단서: MS는 23년에 500MW의 IT load를 추가했다고 밝혔고, 24년에는 1,000MW의 IT load를 추가할 계획

1) 데이터센터 건설 시 1MW IT load 당 투자비

CPU 중심 데이터센터 100MW의 IT load 데이터센터 건설에 들어가는 비용은 1조원 정도로 알려졌다. 그러나 GPU는 그보다 훨씬 많은 비용이 투입되는 것으로 알려졌다.

단순 가정을 기반으로 23년 MS가 IT load를 500MW 추가했다고 보면, CY23년 PP&E의 증감분 기준 1MW 생성 당 총 7,490만달러(한화 약 1,000억)가 투입됐다. 계정 가운데 건물/관리가 3,690만달러로 가장 컸고(내용연수 5~15년), 그 다음은 컴퓨터 장비/소프트웨어가 3,243만달러였다(내용연수 2~6년). 이 숫자를 24년에 적용하면, 24년 PP&E를 구할 수 있다.

2) 앞으로 얼마만큼의 IT load가 더 필요할 것인가?

MS의 IT load 필요량 계산을 위해 ChatGPT 사용량과, 이를 기반으로 Copilot 사용량 시나리오 분석을 진행해 추정했다. 추론 연산 중심으로 계산한 이유는, 이미 학습연산이 사용량의 80%인 상황이므로 앞으로 추가되는 load는 대부분 추론일 것이라고 가정했다. 실제로 MS도 10월 30일 실적 컨콜에서 '추론연산 Q가 늘어나야 학습연산도 계속될 수 있는 선순환이 발생한다'고 언급했다.

IT load(IT 전력용량)

개별 데이터센터에서 IT 장비가 사용하는 전력량

MW(메가와트)

W(와트)는 전력의 기본 단위로, 1초 동안 생산 또는 소비되는 전력의 능력을 의미
(1MW = 1,000kW = 1,000,000W)

(1) 현재 ChatGPT 사용자를 통한 추정

A. Token 1개 생성당 필요한 IT load

GPT를 사용할 때 token 1개 생성당 필요한 IT load는 H100 기준으로 0.0005kW다. 그리고 보도에 따르면 B100의 생산성이 H100 대비 25배 개선된다. 단순 계산으로 B100으로 GPT token 1개 생성당 필요한 IT load는 0.00002kW(a)가 된다.

표 5. GPT token 1개 생성당 필요한 IT load

현재 ChatGPT 사용자를 통해 추정	
1) GPT token 1개 생성당 필요한 IT load (H100 기준)	0.0005kW
B100은 생산성 25배 향상	25x
B100으로 GPT token 1개 생성당 필요한 IT load	0.00002kW

자료: 미래에셋증권 리서치센터

B. 현재 ChatGPT에서 발생하는 token 수

현재 ChatGPT 사용자는 WAU(주간활성사용자) 기준으로 2억명으로 알려졌다. 단순 계산으로 1일 사용자를 7로 나누고, 변수로 '1인당 하루 질문 수 10개', '질문 1회 당 평균 생성 token 수 300개'를 설정했을 때 하루 발생 token 수(b)를 구한다. (a)와 (b)를 곱하면, 하루에 필요한 IT load가 1,714MW로 계산된다.

표 6. ChatGPT 하루 token 발생량 가정

현재 ChatGPT 사용자	
WAU(주간활성사용자)	200,000,000 명
일일활성사용자 수(WAU/7)	28,571,429 명
1인당 하루 질문 수	10 개
질문 1회 당 평균 생성 token 수	300 개
하루 발생 token 수(b)	85,714,285,714.29 개
하루 필요한 IT load(a*b)	1,714,285 kW
MW로 변환	1,714.3 MW

자료: 미래에셋증권 리서치센터

C. 향후 Copilot 이용자

현재 MS 365 Office 유료 구독자는 4억명 이상으로 알려졌다. 따라서, 4억명 중 Copilot을 사용하는 비중으로 시나리오 분석을 하고, 하루 질문수와 질문 1회 당 필요한 token수를 ChatGPT와 동일하게 적용했을 때, 하루에 필요한 IT workload를 산출할 수 있다. 우리는 4억명 중 Copilot 사용 비중을 10%로 설정했다.

표 7. MS Copilot 사용자에 따라 필요한 IT load 규모

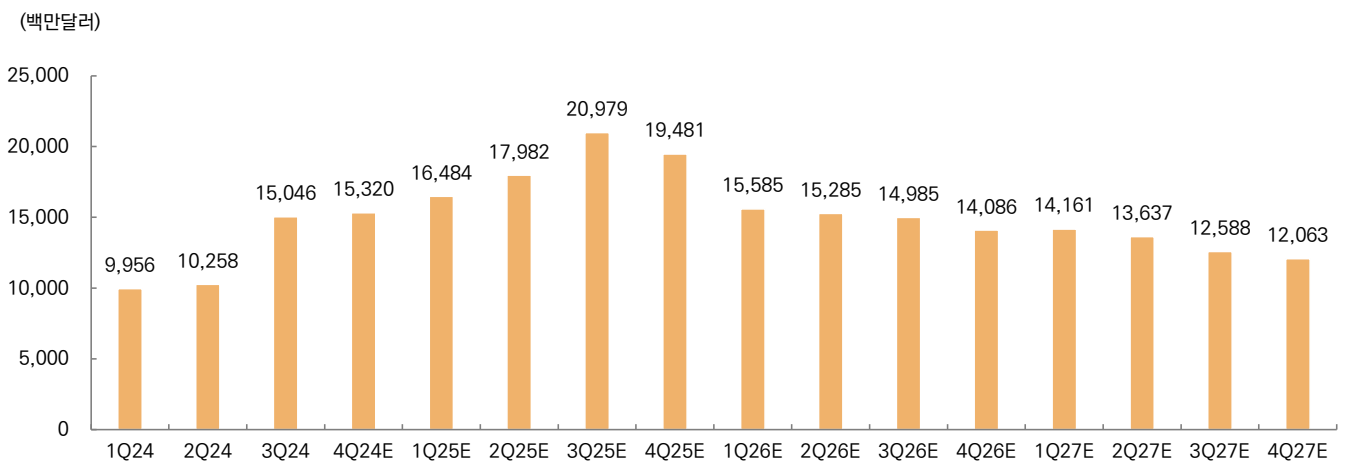
	10%	20%	30%
ChatGPT 이용자 MAU 2억명 유지되고, MS 사용자의 10%가 Copilot 사용한다고 했을 때 필요한 IT workload	4,114.3 MW	5,314 MW	6,514 MW
현재까지 알려진 확보 완료한 IT workload	1,500 MW		
향후 필요한 IT workload	2,614.29 MW		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그 결과, 현재 MS에게 필요한 IT load는 최소 4,114MW다. 이 중 23년과 24년에 1,500MW를 추가했다고 가정 시, 2,600MW를 추가해야 한다. 이를 기반으로 25년 1,000MW, 26년 800MW, 27년 800MW 추가한다고 가정했고, FY기준으로 26년까지 CapEx가 증가하다가, 27년부터 감소하기 시작할 것으로 예상했다.

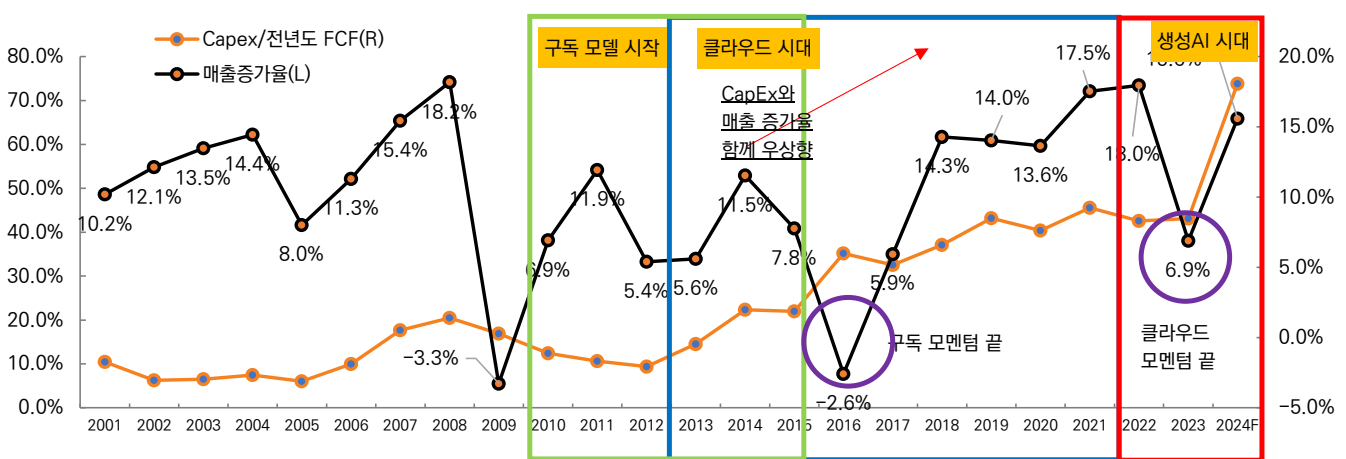
현재 가장 큰 변수는 소프트웨어 효율성의 증가일 것이다. AI 가속기 GPU, HBM 등의 성능 개선으로 데이터 처리 당 효율이 높아지고 있다. LLM의 알고리즘 발전도 한 몫 할 수 있다. 급변하는 기술 시장에서 결국 승자는 누가 더 빠르게 저비용 고효율의 기술을 제공하느냐가 될 것이다.

그림 4. 마이크로소프트 CapEx CY(Calander Year) 기준 분기별 추정치



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 마이크로소프트의 매출증가율 및 Capex/전년도 FCF 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 SW: 2000년 이후 IPO 기업의 현재 시총 - 인터넷과 SW가 압도적

25년이면 생성AI 등장이 3년차에 접어든다. 그러나 아직까지 ChatGPT를 제외하고 세상을 바꿀 만한 서비스가 등장하지 않았다. 생성AI 시대가 시작됐다고 하지만, 실제로 일상 생활에서 체감하는 변화는 크지 않다. 이는 주식 시장에서도 마찬가지다. 2년 간 하드웨어 기업 들에는 많은 변화가 있었으나, 소프트웨어 기업의 주가 상승률은 크지 않다.

그렇다면 소프트웨어에 대한 기대감은 낮춰야하는 것일까? AI 버블과 비교되는 20년 전 IT 버블 시대의 마켓 흐름을 보면 그 힌트를 얻을 수 있다. **IT버블 시대에도 초반에는 하드웨어 상승률이 소프트웨어와 인터넷 기업 상승률보다 컸다.** AI 시대에 엔비디아를 비롯한 하드웨어 기업들이 시장을 주도한 것과 일맥상통한다. 이는 기술의 발전 사이클과 관계가 있다. 우선 새 기술이 등장하면 인프라 투자가 먼저 진행된다. 인프라가 완성되어야 응용 서비스가 상용화될 수 있기 때문이다. **따라서 인프라 투자에 해당하는 하드웨어가 먼저 실적에서 성과가 나지만, 그 이후부터는 이를 활용하는 소프트웨어와 인터넷 서비스 업체들의 수혜 구간이 시작된다.** 기존 기업이 아닌 새로운 기업들이 대거 등장하기 시작하는 것이다. 그래서 더 많은 인터넷과 소프트웨어 IPO 기업이 HW에 비해 대형주로 성장했다. **25년부터 어플리케이션, 서비스, 소프트웨어의 수혜 구간이 본격화될 것으로 예상된다.**

표 8. 2000년 이후 SW, HW, 인터넷 상위 20개 IPO 기업의 현재 시가총액 (십억달러)

No.	IT SW IPO Top 20			IT HW IPO Top 20			인터넷 IPO Top 20		
	상장일	기업명	시가총액	상장일	기업명	시가총액	상장일	기업명	시가총액
1	2000-12-18	세일즈포스	282	1998-03-06	엔비디아	3,321	2004-04-29	알파벳	2,105
2	2001-04-19	액센츄어	217	2023-08-21	ARM Holdings PLC	148	2012-02-01	메타 플랫폼스	1,432
3	2012-03-30	서비스나우	194	2001-06-29	렌파 과기	65	2004-05-31	텐센트 홀딩스	499
4	2004-06-14	타타 컨설턴시 서비스	170	2010-04-16	NXP 세미콘덕터	61	2000-04-18	넷플릭스	323
5	2012-04-06	팔로 알토 네트워크	119	2004-03-18	중신 국제집성전로제조	44	2019-11-13	알리바바 그룹 홀딩	237
6	1999-02-11	인포시스	86	1999-10-20	인피니언 테크놀로지스	42	2018-06-29	PDD 홀딩스	167
7	2019-05-14	CrowdStrike Holdings Inc	74	2021-11-08	하이광 신식기술	41	1998-12-23	부킹 홀딩스	157
8	2006-04-04	컨스텔레이션 소프트웨어	65	1999-01-05	퀀타 컴퓨터	38	2019-04-11	우버 테크놀로지스	154
9	2012-08-30	워크데이	63	2004-07-13	모놀리식 파워 시스템스	37	2007-05-11	메르카도리브레	104
10	2009-08-10	포티넷	60	1998-04-09	코그니전트 테크놀로지 솔루션	37	2015-04-14	소피파이	102
11	1998-04-10	마이크로스트래티지	47	2000-09-21	위프로	34	2020-11-16	에어비앤비	88
12	2007-07-31	MSCI	45	2000-02-18	ON 세미콘덕터	30	2014-01-30	JD닷컴	66
13	2019-08-23	Datadog Inc	42	2009-12-09	나우라 테크놀로지 그룹	30	2021-02-12	Coupang Inc	46
14	2020-08-24	Snowflake Inc	39	2009-12-09	나우라 테크놀로지 그룹	30	2003-11-13	트립닷컴 그룹	44
15	2013-09-11	비바 시스템스	34	2005-09-01	레이도스 홀딩스	24	2005-07-12	바이두	32
16	2019-08-15	클라우드플레어	30	2003-06-16	르네사스 일렉트로닉스	24	1998-07-15	이베이	28
17	2014-08-25	허브스팟	29	2000-12-18	징동팡 과기집단	24	2019-03-22	핀테스트	22
18	2018-02-16	Zscaler Inc	28	2021-12-30	Elm Co	23	2021-12-15	레딧	22
19	2021-09-01	Samsara Inc	26	2021-10-04	GLOBALFOUNDRIES Inc	20	2002-10-25	네이버	21
20	2019-03-22	줌 비디오 커뮤니케이션스	23	2006-11-02	슈퍼 마이크로 컴퓨터	15	2017-03-13	옥타	12
	총 합		1,673	총 합(엔비디아 포함)		4,089	총 합		5,660
				총 합(엔비디아 제외)		768			

주: 시가총액은 2024.11.3 종가 기준
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

2000년 이후 SW, HW, 인터넷 분야에서 IPO한 대표 상위 20개 기업들의 현재 시가총액을 봤을 때, 소프트웨어는 1조 6,726억달러, 인터넷 상위 20개 기업은 5조 6,600억달러이지만, 하드웨어는 엔비디아를 제외하면 7,680억달러에 불과하다. 종목을 봐도 하드웨어는 2000년 이전부터 존재했던 기업이 여전히 하드웨어의 중심이 되는 기업들이 많지만, 인터넷이나 소프트웨어는 그 이후 상장한 기업들이 현재 섹터를 대표하는 기업들이 많다.

따라서, 생성AI 시대에도 유사한 현상이 반복될 것으로 예상된다. 아직까지 AI 인프라가 확대되고 있는 국면이므로 주가 퍼포먼스에서 하드웨어에 뒤쳐지고 있지만, **앞으로 10년간 새로운 어플리케이션 기업이 대거 등장해 시장을 주도할 것이라고 전망한다.**

표 9. 생성AI 어플리케이션 활용 기업 (1) (2024.11.21 종가 기준)

(백만달러, %, 배)

산업명	기업명	티커	생성AI 활용 현황	시가총액	수익률				밸류에이션	
					1M	3M	6M	YTD	12MF PER	12MF PSR
에너지/유틸리티	Schneider Electric	SBGSY US	CRM 플랫폼을 통해 판매 전환 가능성 예측 등 AI 도구 강화	145,058	(3.8)	1.3	0.2	25.3	9.6	3.7
	Engie	ENGIY US	에너지 및 유틸리티를 위해 설계된 플랫폼 기반 솔루션 제공	39,708	(4.2)	(5.3)	(3.8)	(3.6)	6.9	0.4
	Veolia	VEOEY US	데이터 수집 통해 고객의 탄소 배출량 감축 위해 필요한 서비스에 대해 예측	21,760	(9.5)	(8.5)	(11.3)	(6.9)	6.9	0.5
기술	IBM	IBM US	AI 통해 영업 프로세스 자동화 및 결과 예측 정확도 향상	205,641	(4.2)	13.5	28.0	36.0	21.6	3.3
	Zoom	ZM US	IT 에이전트를 통해 서비스 지원을 중앙 집중화	24,992	12.4	19.3	26.1	12.9	15.2	5.4
	Dropbox	DBX US	워크플로우 자동화 및 AI 어시스턴트 구축	8,561	5.2	15.5	20.8	(6.2)	11.6	3.4
	Lumen	LUMN US	AI 기반 디지털 마켓플레이스 구축	7,966	28.1	30.0	508.5	329.0	-	0.6
	Equinix	EQIX US	온프레미스와 클라우드를 연결하는 터키 방식의 AI 개발 플랫폼 제공	89,116	5.1	12.8	18.2	14.7	81.5	10.2
	Paycor	PYCR US	인재 개발 통찰력을 위해 AI 도입	3,078	19.5	22.4	22.7	(20.7)	30.5	4.2
소비재	Kellogg	K US	시를 통해 소규모 B2B 고객 대상 모바일 전자상거래 매장 출시	27,927	0.1	0.5	31.4	44.9	21.6	2.2
	YETI	YETI US	몰입형 온라인 스토어 구축 통해 모바일 전환율 증가	3,266	5.2	(5.1)	(0.7)	(25.6)	14.6	1.8
콘텐츠/미디어	Spotify	SPOT US	개인화된 웹 콘텐츠 통해 B2B 광고 판매 전환율 증가 및 AI 플레이리스트 제공	94,520	21.4	37.6	57.6	150.5	78.1	5.8
	FOX	FOX US	생성 AI로 보관된 스포츠 영상 검색 자동화	20,709	14.0	16.3	44.3	59.6	10.9	1.3
	John Wiley & Sons	WLY US	AI 에이전트를 통해 생산성 향상	2,780	2.9	11.1	35.5	60.5	15.0	1.7
	Shutterstock	SSTK US	태국 출판물 콘텐츠 제공 파트너십	1,047	0.8	(8.5)	(23.3)	(37.8)	7.0	1.1
	Reddit	RDDT US	AI 모델 훈련에 콘텐츠 제공	27,745	104.5	180.0	178.7	-	-	21.9
	Shopify	SHOP US	AI 기반 맞춤형 Shoptify Magic 서비스 제공	137,723	30.5	43.3	81.4	36.7	83.5	15.7
	Pinterest	PINS US	AI 하위 광고 제품 Pinterest Performance 제품군 출시	19,843	(8.2)	(8.5)	(29.2)	(20.9)	19.1	5.5
	SNAP	SNAP US	생성AI로 이미지 생성	112,565	100.2	257.6	297.8	698.6	78.4	24.5
통신	T-Mobile	T US	AI로 고객 경험 개선	12,016	31.3	32.8	31.1	78.2	36.3	6.8
금융	Inter	INTR US	AI로 고객에게 개인화된 금융 서비스 제공	17,829	6.5	14.9	(33.2)	(37.2)	40.1	3.3
	Ponce Bank	PDLB US	AI로 고객 경험 개선	37,169	35.4	44.9	17.5	24.0	90.0	14.3
	M&T Bank	MTB US	AI로 재무건전성, 신용 위험 등에 대한 통찰력 확보	164,888	6.9	17.8	31.3	36.9	10.4	1.4
	Raymond James	RJF US	AI로 디지털 워크플로우 현대화	2,432	(16.2)	(25.9)	(15.2)	(0.4)	15.1	2.3
	ProAssurance	PRA US	AI로 의료비 청구 워크플로우 현대화	300	9.4	15.7	35.4	29.0	29.3	-
	Finance of America	FOA US	고객의 재정 목표 지원 위해 AI 에이전트 및 브로커 앱 구축	35,942	11.6	31.6	41.6	58.0	14.8	3.9
	Citizens Financial Group	CFG US	AI로 개인화된 금융 서비스 제공	33,729	20.3	40.9	32.5	46.9	15.7	2.4

자료: 각 사, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 생성AI 어플리케이션 활용 기업 (2) (2024.11.21 종가 기준)

(백만달러, %, 배)

산업명	기업명	티커	생성AI 활용 현황	시가총액	수익률				밸류에이션	
					1M	3M	6M	YTD	12MF PER	12MF PSR
자동차	Ford	F US	실시간 현장 서비스 관리 소프트웨어 VIIZR 출시	42,922	(2.8)	(1.1)	(10.2)	(11.4)	6.1	0.2
	Formula 1	FWONK US	AI로 고객이 좋아하는 드라이버 추천 등 맞춤형 서비스 제공	20,955	6.2	9.8	19.2	34.8	69.6	5.6
	Bentley	BSY US	건설/인프라 설계 SW에 생성AI 통합	15,879	(3.8)	(4.2)	(10.3)	(8.4)	45.0	11.7
	CarMax	KMX US	AI로 인간 중심의 옴니채널 경험 제공	12,492	12.8	(1.8)	15.6	5.1	27.2	0.5
운송/여행	Southwest Airlines	LUV US	HR 부문에 AI 에이전트 도입	19,066	4.3	18.0	14.0	10.1	41.6	0.7
	Wyndham	WH US	AI 에이전트로 개인화된 예약 서비스 제공	7,498	15.6	25.1	37.0	19.9	22.5	5.3
	Uber	UBER US	AI 알고리즘으로 승차 수요 증가 시기 등 데이터 분석 및 예측	146,642	(13.4)	(5.0)	6.4	13.1	32.1	3.4
	Expedia	EXPE US	AI 여행 플래너 출시	23,553	13.8	37.9	63.7	20.9	15.6	1.7
	Ryder System	R US	AI로 공급망 분석	6,818	10.6	16.6	33.2	40.1	13.5	0.5
리테일	Casey's General Stores	CASY US	AI로 맞춤형 마케팅 제공	15,455	6.7	12.5	23.5	51.6	29.0	1.0
	SmartRent	SMRT US	AI로 실시간 부동산 현장 업무 자동화	302	(9.2)	(6.0)	(39.4)	(50.8)	-	1.7
	Lowe's	LOW US	AI로 고객 및 직원 경험 개선	150,458	(2.6)	10.4	19.9	19.2	22.3	1.8
헬스케어	Humana	HUM US	AI로 고객 맞춤형 건강 관리 서비스 제공	35,607	12.7	(16.6)	(17.1)	(35.4)	18.3	0.3
	CVS Health	CVS US	AI로 약 처방 과정 혁신	71,855	0.4	(1.1)	(0.6)	(27.7)	10.5	0.2
	Dr Reddy's Laboratories	RDY US	생산 규모 분석 및 환자의 행동 예측에 AI 활용	11,673	(12.2)	(15.3)	0.4	0.5	15.4	3.0
	Community Health Systems	CYH US	AI로 고객 맞춤형 건강 관리 서비스 제공	521	(31.7)	(23.0)	2.2	19.8	-	0.0
소프트웨어	Atlassian	TEAM US	OpenAI의 GPT-4를 활용해 자사 프로그램에 AI 기능 추가	66,170	31.0	62.9	45.3	6.8	77.6	13.0
로보틱스	Upwork	UPWK US	직원 생산성, 내부 운영 및 제품 포트폴리오 전반에 AI 활용	2,056	53.0	61.2	34.8	3.4	14.9	2.7
제약 /바이오테크	Sanofi	SNY US	AI 활용한 신약개발 협력	121,766	(9.9)	(13.1)	(4.7)	(3.5)	12.0	2.5
산업재	Auto Desk	ADSK US	Twin Talk GPT로 산업 장비 상태 모니터링 및 예측 보수하는 생성AI 제공	67,813	9.3	26.2	43.4	29.5	38.1	11.1

자료: 각 사, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

통신서비스: 국내 통신사의 방향성 = AI와 네트워크

현재 한국의 통신사들은 새로운 국면에 진입 중이다. 두가지 이벤트가 맞물렸다. 우선 통신업에서는, 5G 도입(2019년) 성장에 따른 수혜 시점이 끝났다. 3G나 4G 때와 같은 파급 효과는 없었다. 6G에 대한 기대감이 떨어지는 이유이기도 하다. 그 후, AI가 등장했다. AI는 네트워크에 새로운 수요를 만들어낸다. 그렇기 때문에 AI는 통신 산업에 아주 중요한 새 먹거리다.

따라서 통신사는 AI에 모든 역량을 쏟고 있다. AI 산업이 극초기 단계인 **현 시점에 통신사가 집중하는 영역은 'AI 네트워크'**다. 5G망 구축 이후 대규모 CapEx 투자가 둔화된 통신사가 새롭게 투자하는 영역이다.

AI 네트워크는 1) AI를 통한 네트워크(AI-enabled Infra)와 2) AI를 위한 네트워크(AI-assist Infra)로 나눌 수 있다. AI를 통한 네트워크는 AI 기술이 네트워크 인프라 기술의 효율을 극대화시켜 주는 기술이다. AI로 오케스트레이션, 클러스터링, 스플리터 등의 기술을 적용해 네트워크 배치와 관리를 효율적으로 하는 것이다. 즉, 이들은 소프트웨어 중심의 기술이기 때문에 기존의 대규모 지출이 발생하던 장비 투자와는 성격이 다른 투자가 진행된다. 두 번째 AI를 위한 네트워크는 기존의 장비와는 다른 하드웨어 투자가 필요해진다. 바로 CPU, GPU, NPU와 같은 컴퓨팅 프로세서다. 통신사는 보유 중인 기지국, 중심국, 교환국 등의 비어 공간을 소규모 데이터센터로 활용해 소프트웨어 역량을 제공할 서버를 공급할 수 있다. 또 이는 생성AI 콘텐츠 구동에서도 활용될 수 있다.

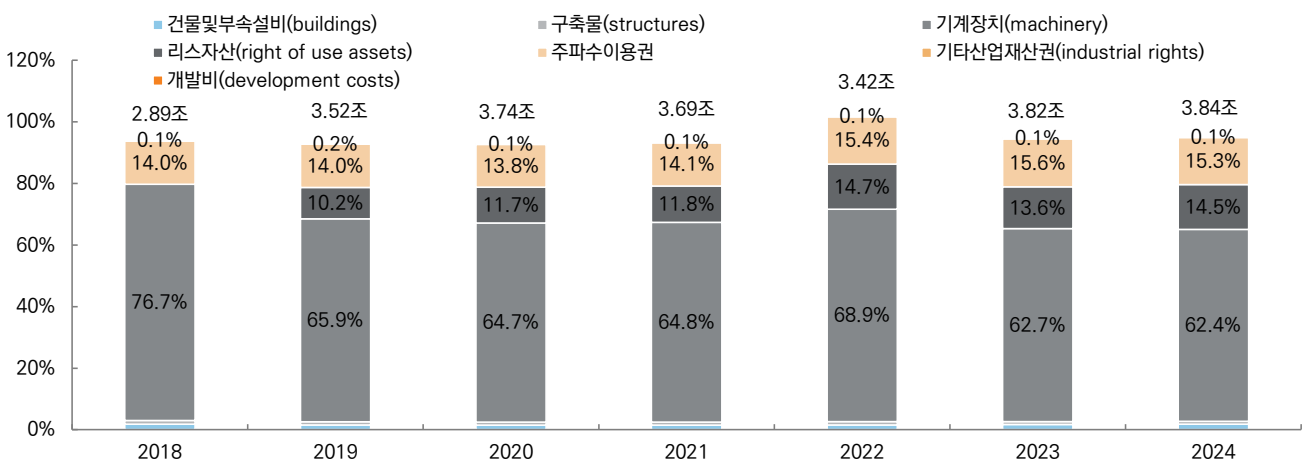
그리고 **또 다른 투자는 데이터센터**다. 데이터센터는 통신사의 네트워크 수요자가 될 수 있기 때문에 통신사 산업에 선순환 역할을 할 수 있다. 현재 통신사들은 IT load 기준으로 120MW 수준의 캐파를 보유 중이고, 2030년까지 100MW가량의 추가를 목표하고 있다.

오케스트레이션
유선망 운용에 필요한 모든 제어 및 점검 작업의 자동화가 가능한 포괄적 차세대 유선망 제어 기술

클러스터링
GPU 간 고대역, 저지연, 무손실, 에너지/비용 효율적 전송 기술

스플리터
Device-Edge-Cloud Hybrid AI 환경에서 AI 서비스/품질 데이터를 활용한 최적 추론 노드 선정

그림 6. SK텔레콤 감가상각비 비중 추이

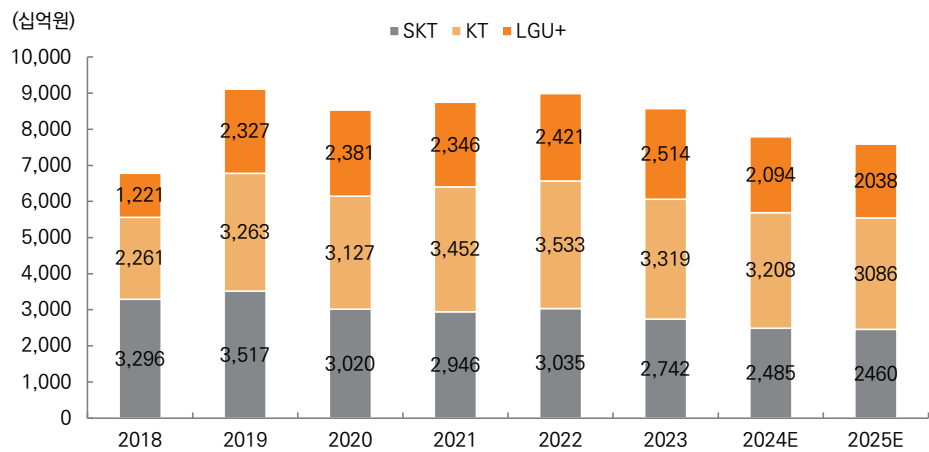


자료: SK텔레콤, 미래에셋증권 리서치센터

현재 국내 통신사들의 CapEx와 감가상각비는 하향안정화가 본격화되고 있다. 이는 글로벌 통신사들도 마찬가지다. 5G 주파수 확보와 장비 투자가 어느정도 마무리되었기 때문이다. SK텔레콤 기준으로 감가상각비에서 기계장치가 차지하는 비중은 63%(2.4조원)였고, 그 다음은 주파수 이용권(16%)이다.

앞으로는 통신 장비 투자 비중이 AI 관련된 투자로 옮겨갈 것으로 예상된다. 단, 기존 장비들에 소프트웨어 중심의 기술을 추가하고 서버 장비를 추가하는 것이기 때문에, 과거 새로운 통신망을 구축하던 때보다 적은 비용으로 효율 극대화가 가능할 것으로 예상된다. 실제로 AI 네트워크 구축을 진행 중인 24년에도 CapEx와 감가상각비는 하향안정화가 지속될 기 때문이다.

그림 7. 통신 3사 CapEx 추이 (연결기준)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

통신 3사의 24년 CapEx(연결기준)는 SK텔레콤 2.4조원(-9.4% YoY), KT 3.2조원(-3.3% YoY), LG유플러스 2.1조원(-16% YoY)로 예상된다. 현재로서는 대규모 장비 투자나 주파수 경매가 없는 상황이므로 큰 폭의 변동은 없을 것으로 예상된다. **향후 핵심은 AI인데, AI 네트워크는 소프트웨어 기술 투자가 중요하므로 점진적 반영될 것으로 추정하며, GPU의 경우 직접 구매와 클라우드 기업들을 통해 구축하는 방법을 함께 사용할 것이다.** 따라서, AI 가속기에 대한 직접 구매가 늘어나는 시점은 어느 정도의 수요가 확인되는 2025년 하반기 이후로 판단하기 때문에, 24년에서 25년까지는 CapEx 안정세가 이어질 것으로 전망한다.

통신사는 AI에 대한 CapEx 투자로 먼저 B2B 사업부인 데이터센터와 클라우드 부문 매출 확대가 이어질 것으로 예상된다. 현재 통신사들의 B2B 매출 비중은 SK텔레콤 9.8%, KT 16%(KT클라우드 포함), LG유플러스 11.8%인데, 25년 SK텔레콤 10%, KT 17.8%, LG유플러스 12.8%로 늘 것으로 전망한다. **본업 성장률이 제한적인 상황에서 통신의 성장 동력이 될 것이며, AI 데이터센터를 활용해 B2B 솔루션 사업까지 확장해 SI 기업의 성격이 강화될 것으로 기대한다.**

III. 미디어: 생성AI로 C ↓ P*Q ↑

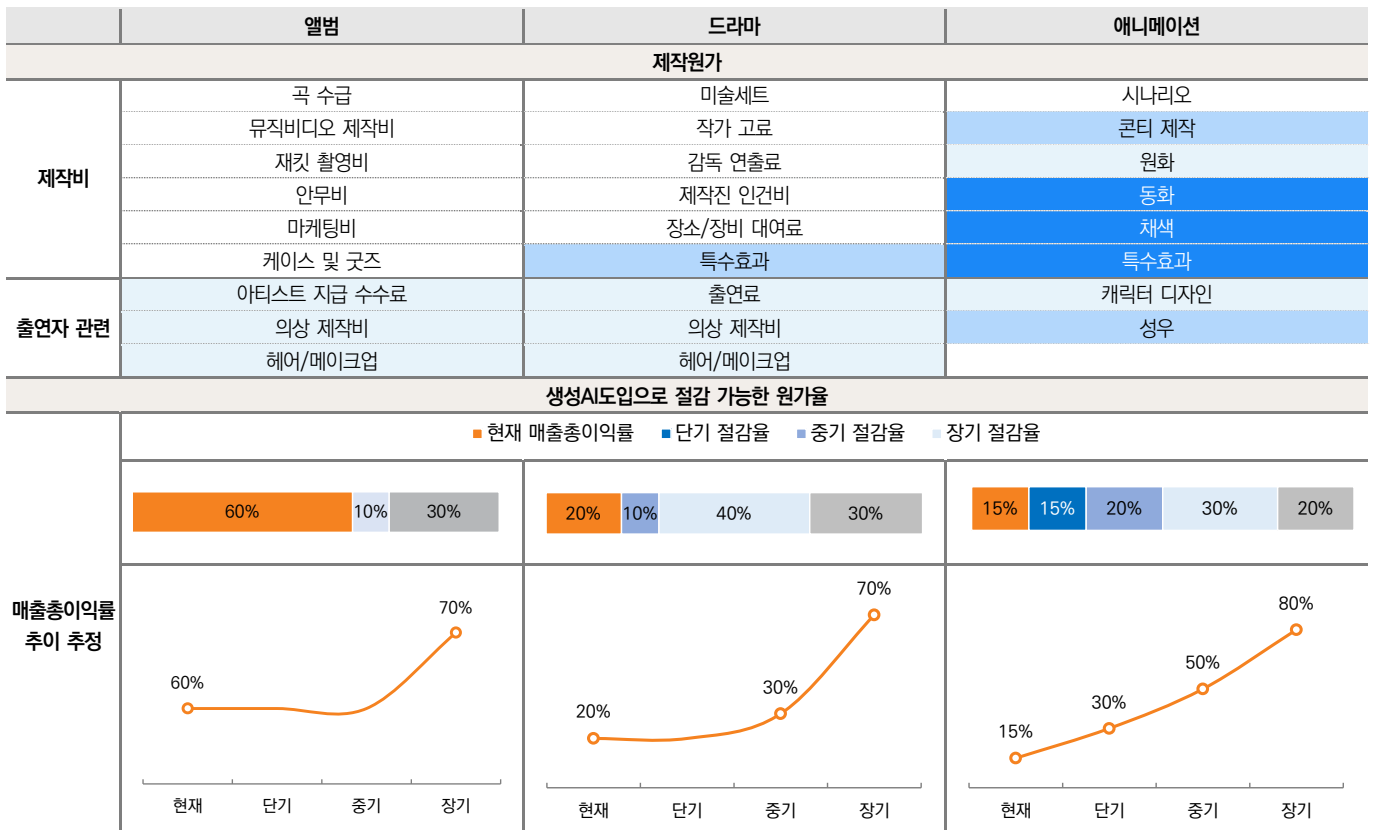
1. 생성AI로 매출원가 줄이기

역사적으로 미디어 산업 주가는 IP Hit 모멘텀에 따라 등락을 거듭해 왔다. 콘텐츠는 흥행 정도에 따라 이익 창출력이 기하 급수적으로 증가할 수 있다. 그러나 콘텐츠 산업 가치사슬 상 위치한 모든 플레이어가 그 수혜를 균등하게 받을 수 있는 것은 아니다. 이러한 산업 구조는 개인의 창의성 Creativity에 대한 높은 의존도에 기인한다. 미디어 산업의 이익률이 제한적이었던 것도 그것에 대한 대가로 매출원가를 개선에 한계가 있기 때문이다.

생성AI의 발전은 미디어 산업의 제조원가에서 큰 비중을 차지하는 창작자를 대체할 수 있는 가능성을 열어준다. 2D 애니메이션이 그 가능성을 가장 먼저 증명할 것이다. 2D 애니메이션의 공정은 프리 프로덕션(50%) - 메인, 포스트 프로덕션(50%)로 구성이 되는데, 반복적인 작업인 동화, 채색과 3D Asset을 활용할 수 있는 특수효과에 생성AI를 적용하는 방안이 업계에서 논의되고 있다. 이후 학습을 통해 애니메이션 전용 AI 모델의 완성도가 높아지면 콘티제작, 성우까지 기술이 활용될 수 있다.

장기적으로는 엔터, 드라마, 애니메이션의 가장 중요한 요소인 핵심 IP까지에도 AI 기술이 적용될 것이다. 버추얼 휴먼 기술의 발달은 엔터테인먼트의 아티스트 지급 수수료와 드라마의 배우 출연료를 절감할 것이다.

표 11. 생성AI 기술 발전에 따른 콘텐츠별 매출총이익률 추이 추정



주: 단기 - 5년 이내, 중기 - 5~10년, 장기 - 10년 이상
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

2. 단기적으로 매출원가율 개선이 가능한 기업 찾기

엔터테인먼트

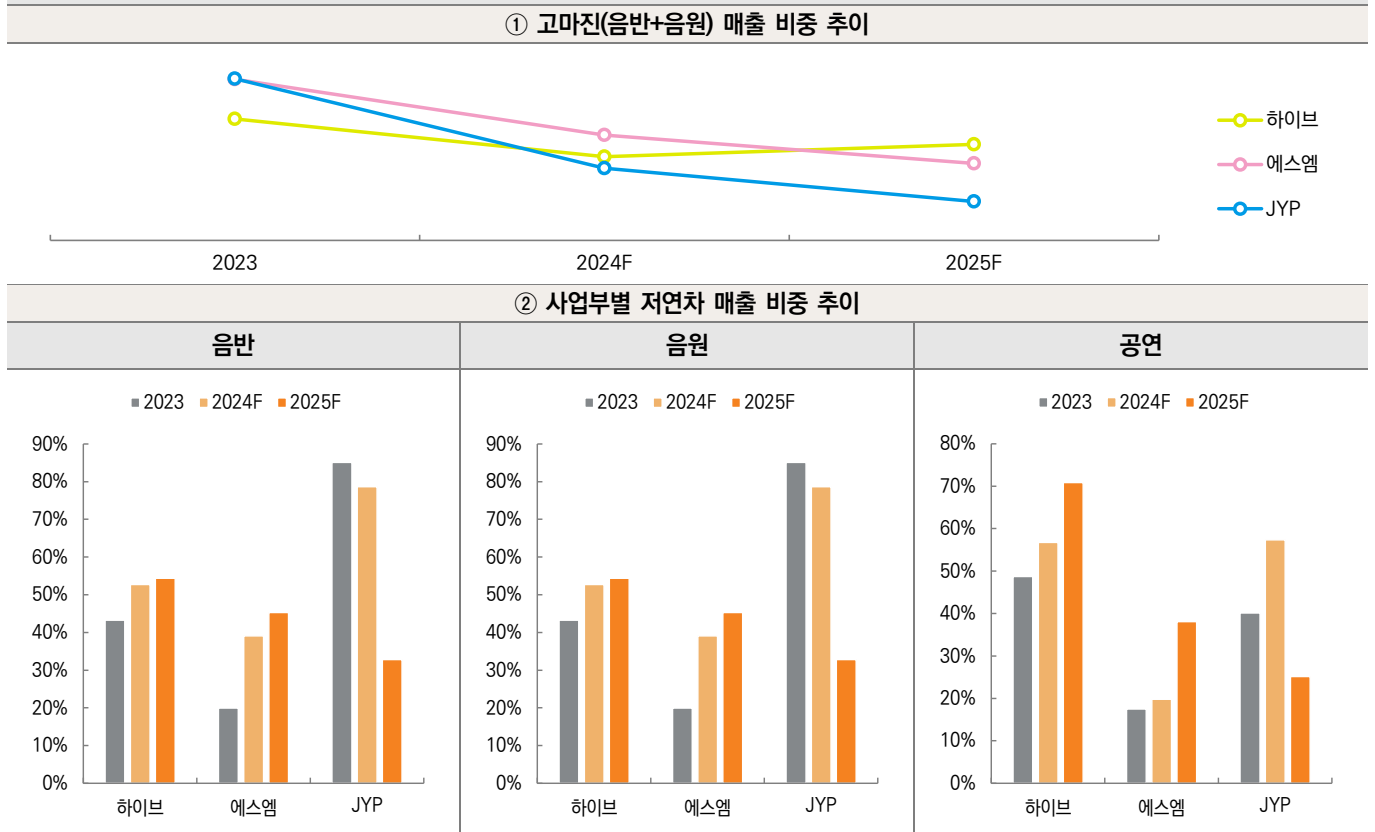
위에서 생성AI 기술의 발달로 아티스트 지급 수수료를 절감할 수 있는 방안을 서술하였지만 실현되기까지는 상당한 시간이 소요될 것으로 전망한다. 그렇다면 중단기적으로 원가율을 개선할 수 있는 방안이 있을까?

엔터테인먼트 산업의 매출원가에서 큰 비중을 차지하는 아티스트 지급 수수료는 결국 콘텐츠 성공에 대한 아티스트 역량 기여도에 비례한다. 뒤집어 말하면 수익화에 대한 회사 기여도가 높은 상품으로 매출 구조의 무게 중심을 이동시킨다면 원가율을 개선할 수 있다. 이는 **1) 고마진 상품과 2) 저연차 아티스트의 매출 비중 증가**로 치환할 수 있다.

엔터테인먼트 대표 상품은 음반, 음원, 공연이다. 그 중 음반과 음원이 수익에 대한 회사 정산율이 높다. 유명 작곡가의 곡 수급, 활동 컨셉, 프로듀싱 등 제작 전반의 과정을 회사가 주도하기 때문이다. 저연차 아티스트도 마찬가지다. 연습생 선발을 통해 노래, 춤, 외국어 등을 교육하고 그룹을 구성한다. 데뷔 이후 앨범 발매와 각종 홍보, 마케팅이 회사의 주도로 진행된다.

에스엠은 에스파를 중심으로 RIIZE, NCT WISH가 실적 및 이익 개선을 주도한다. JYP는 24년 스트레이키즈의 고연차 전환으로 이익률에 다소 부정적 영향이 있을 것이다.

그림 8. 엔터테인먼트



주: 저연차는 소속사와 최초 계약 기간(업계 평균 7년)이 지나지 않은 아티스트로 정의
 자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

미디어

동 산업의 주요 플레이어는 1) 매체와 2) 콘텐츠 제작사인데 각각 AI 기술 활용을 통한 비용 절감으로 이익률 개선이 기대된다.

[매체] AI 추천 알고리즘으로 Contents spending 효율화

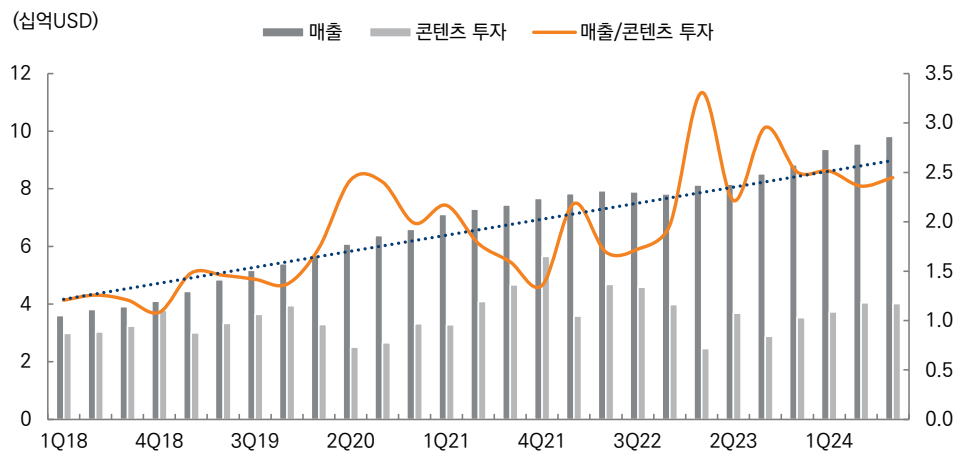
영상 스트리밍 플랫폼의 매출 성장률은 콘텐츠 투자액에 비례하지 않는다. 이론적으로 꼭 봐야 하는 콘텐츠가 딱 한 개만 있더라도 소비자는 구독을 끊지 않는다. 선별적인 콘텐츠 라이브러리 운영으로 고객의 만족도도, 이익도 극대화할 수 있는 것이 영상 스트리밍 플랫폼 BM의 매력이다. 넷플릭스는 AI를 활용해 콘텐츠의 특성에 따른 흥행 정도를 예측할 수 있는 알고리즘을 만들었다. 동사는 이를 기반으로 이익을 극대화할 수 있는 콘텐츠 포트폴리오 운영 전략을 펼치고 있다.

[제작사] 생성AI로 생산성 극대화

제작사의 생성AI 활용은 VFX부터 시작되고 있다. 이미지/영상 제작 생성AI를 활용해 프롬프트 작성을 기반으로 한 영상 제작 실험 중에 있다. 기존 VFX를 제작하던 방식보다 5~10% 비용을 절감할 수 있다. 생성AI의 활용도가 보다 높을 것으로 기대되는 영역은 '작화'다. 영상 콘텐츠의 제작 과정은 시나리오(글) → 콘티(대략적인 이미지) → 촬영(드라마, 영화) 또는 동화 (애니메이션)다. 작문과 달리 이미 분업화가 되어 있는 산업으로 작업 과정이 생성AI가 이미지를 생성하는 원리와 비슷하다. 중국의 블로거 Feng Bin은 생성AI로 만든 4분 길이 애니메이션을 공개했다. Feng Bin이 밝힌 제작 기간은 6일. 기존 애니메이션 제작 방식으로 제작했을 경우 1년이 소요된다. 작업 기간을 2190분의 1 수준으로 단축했다.

또한 생성AI 발전은 미디어 산업의 제조원가에서 큰 비중을 차지하는 출연자(배우 및 아티스트 포함)를 대체할 수 있는 가능성을 열어주고 있다. 디즈니는 엔비디아가 개발한 이미지 생성 알고리즘 StyleGANS2로 18세부터 85세까지 나이 얼굴을 무작위로 생성해 생성AI 모델을 훈련시키고, 주름 등을 이용해 배우의 얼굴을 다양한 연령대로 파생시킬 수 있는 솔루션을 개발했다. 분노의 질주 7에서는 주연 배우인 폴 워커가 사망하자 외형이 비슷한 동생들로 촬영을 진행하고 CG를 통해 폴 워커를 재현하기도 했다.

그림 9. 단위 콘텐츠 투자액 당 발생 매출이 증가하고 있음



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

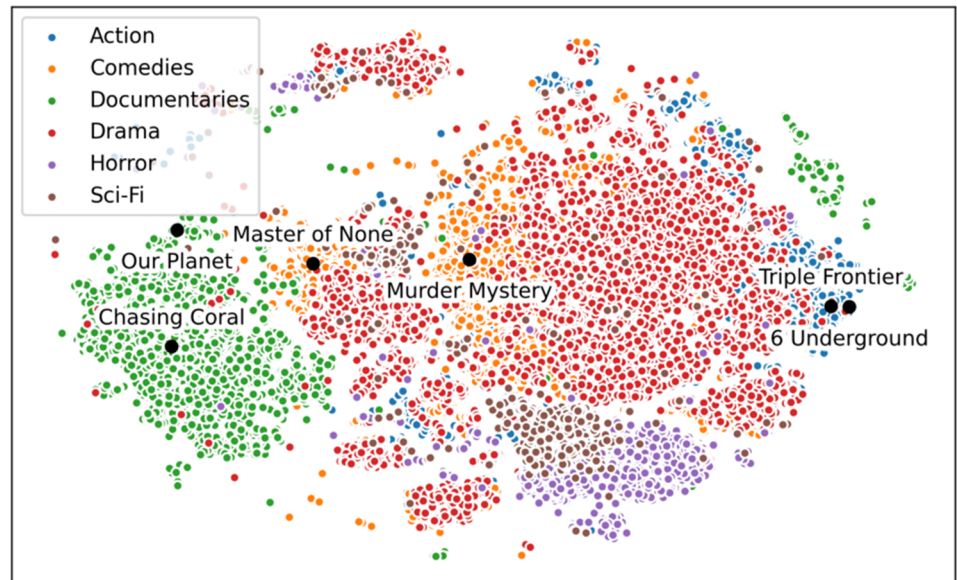
부록: 넷플릭스의 마이크로 장르 시스템과 시네매치

마이크로 장르 시스템은 넷플릭스 양자 이론NQT라는 넷플릭스 고유의 방법론을 활용해 콘텐츠를 분류하는 데이터베이스다. 사내 콘텐츠 팀이 모든 영상을 시청하고 매뉴얼에 따라 각 콘텐츠마다 36페이지에 달하는 콘텐츠 개요 문서를 작성한다. 메타 데이터는 콘텐츠의 지역, 장르, 시대, 감독, 배우 등 객관적인 요소부터 타겟연령대, 형용사 등 주관적인 요소를 포함한다. 넷플릭스는 이러한 메타데이터를 기반으로 콘텐츠를 약 8만여개의 카테고리

로 분류한다. 시네매치Cinematch는 추천 알고리즘이다. 콘텐츠 소비 행태 분석을 통해 각각의 이용자를 취향군Taste cluster로 분석하고 협업 필터링 추천을 바탕으로 한 알고리즘으로 잠재 선호도가 높은 콘텐츠를 추천한다. 협업 필터링Collaborative Filtering이란 특정 아이템에 대한 선호도가 유사한 고객들이 다른 아이템에서도 비슷한 선호도를 보일 것이라는 가정을 바탕으로 한 추천 알고리즘이다. 이용자의 분류는 시청 시간대, 이용 디바이스, 시청 시간 등과 소비하는 콘텐츠의 공통점을 기반으로 추천한다. 누적된 시청 시간만큼 방대한 데이터를 축적한 넷플릭스의 알고리즘은 점점 더 정교해지고 있다.

이에 넷플릭스는 20년 시가 제작한 콘텐츠 유사성 지도를 공개하기도 했다. 협업 필터링을 기반으로 어떤 콘텐츠가 어떤 지역에서 어느 정도의 규모로 흥행할 수 있는지를 예측한 것이다. 이 결과는 특정 지역에서 가입자의 신규 유입 또는 이탈을 방지하기 위한 마케팅 전략 수립에도 활용할 수 있다.

그림 10. 넷플릭스가 시를 활용해 제작한 콘텐츠 유사성 지도



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

3. AI로 P*Q 늘리고: AR/VR의 콘텐츠




가정용 하드웨어는 TV → PC → 모바일 순으로 진화하며 콘텐츠의 발전을 이끌었다. 기술의 발달로 등장하는 콘텐츠 중 흥행 IP의 등장은 다시 新 기술 보급의 촉매제로 작용한다.

AR/VR 기기의 시장 형성 과정은 초기 PC의 경로를 따르다가 휴대성이 증진되고 난 후 모바일의 경로로 진입할 것이라고 판단한다. PC 보급률 확산의 티핑 포인트가 된 킬러 콘텐츠는 게임(스타크래프트, 1999) → 영상물 콘텐츠(넷플릭스, 2002) → 소셜 미디어(유튜브, 페이스북 2005) 순으로 등장했다.

WTP = Willing to pay
지불의사액. 소비자가 재화/서비스를 구매함에 있어 판매자에게 지불하고자 하는 최대 금액

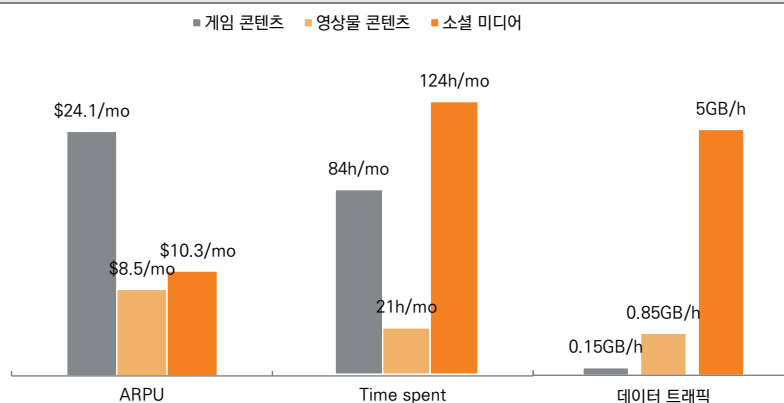
콘텐츠가 새로운 기기에서 활성화되기 위해서는 소비자와 생산자, 두 요소의 관점에서 접근해야 한다. 1) 새로운 기기 구매를 유인할 만큼 콘텐츠에 대한 WTP*가 높아야 하고, 2) 기술적으로 생산자가 해당 기기에서 콘텐츠를 배포할 수 있어야 한다. WTP는 콘텐츠의 ARPU와 Time spent로 확인이 가능하데, 게임 > 소셜 미디어 > 영상물 콘텐츠 순이다. 기술적 난이도는 데이터 트래픽으로 확인이 가능하며 소셜 미디어 > 영상물 콘텐츠 > 게임 순이다. 게임은 맨 처음 패치를 받으면 이후 데이터 소모량이 많지 않다. AR/VR 기기로 구동될 소셜 미디어는 영상 유형의 라이브 스트리밍 이상의 화질로 실시간 전송을 위한 기술적 장벽이 있을 것이다.

표 12. 콘텐츠 유형별 AR/VR 적용 예측

	게임	영상물 콘텐츠	소셜 미디어
발전 양상	키보드 및 콘솔 등 단순 조작이 아닌 신체적 움직임을 감지	스포츠, 콘서트 등 오프라인 콘텐츠를 디지털 트윈화	물리적 사회 활동을 디지털 트윈화
수혜	보다 다양한 유형의 게임 개발 및 몰입도를 높여 P*Q 증가	수요 예측에 구매받지 않는 공연 진행으로 오프라인 콘서트 가격 x 온라인 콘서트 모객 수 실현	팬싸인회(P)와 아티스트 메시지(Q)를 결합한 새로운 상품 개발
예시			

자료: 영화 레디 플레이어 원, 애플, 이프랜드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. WTP, Time spent, 데이터 트래픽 관점에서 게임 → 영상물 콘텐츠 → 소셜 미디어로 AR/VR 기기의 Killer 콘텐츠가 진화할 것



주: Time spent는 센서타워 MAU 상위 10개 어플 월간 사용 시간 평균, 데이터 트래픽 중 소셜미디어는 실시간 스트리밍 기준
자료: Statista, 센서타워, 아이뉴스, USS 네이버 블로그, 미래에셋증권 리서치센터

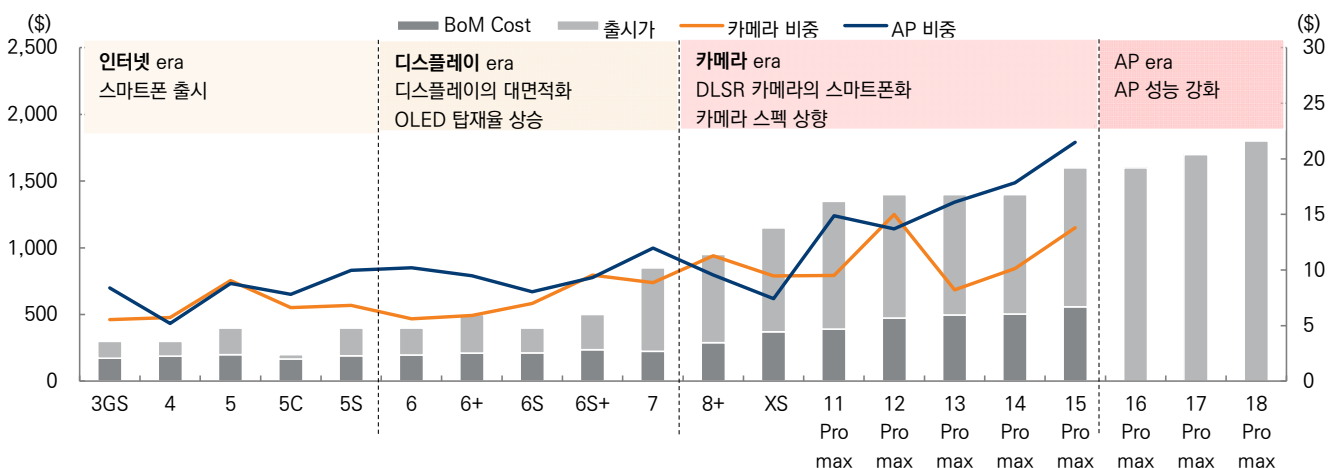
IV. 전기전자: 디바이스는 온디바이스

AI era, 중요해지는 AP

BoM Cost 내에 AP의 비중이 증가하고 있다. AI 기능을 위해 AP 성능 강화가 필수적이다. 스마트폰 업체들은 전략적으로 AI 편의성을 통해 스마트폰 가격 인상을 합리화할 근거를 찾아야한다. 스마트폰의 교체주기가 길어졌고(최근 Counterpoint 40개월 → 48개월 변경), 카메라 성능 강화는 앞으로 높아지는 가격을 정당화할 수 없다. AI가 가격인상의 해답이다.

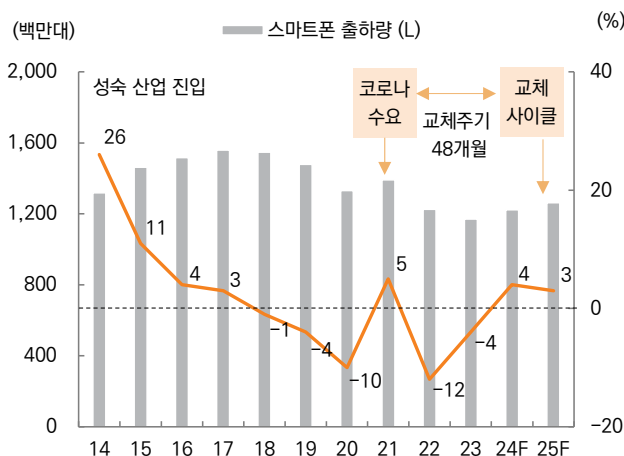
스마트폰 제조업체는 AI 관련 기능 강화로 가격 인상에 대한 타당성을 마련하는 한편, 그외 부품의 단가를 낮춰 이익률 방어를 꾀할 것으로 판단한다. AI 기능에 필수적인 AP의 BoM Cost는 증가하고, 스펙업은 이루어지겠지만 카메라 등 기존 기능과 차별화가 어려운 부품의 가격 경쟁은 심화될 것이다. 전자기기 산업은 성숙기에 진입함에 따라 Q의 성장이 제한적이다. 이를 상쇄할 수 있는 P의 성장이 가능한 부품에 주목해야 한다

그림 12. 스마트폰 BoM Cost 추이와 era



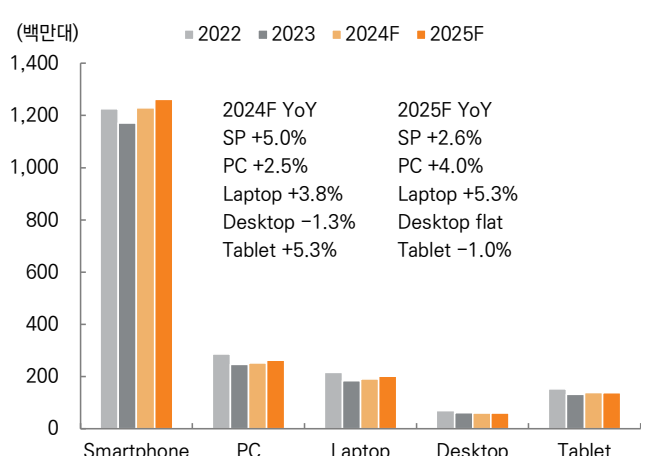
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 스마트폰 출하량 전망: 교체주기 사이클 도래



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 세트 수요 전망



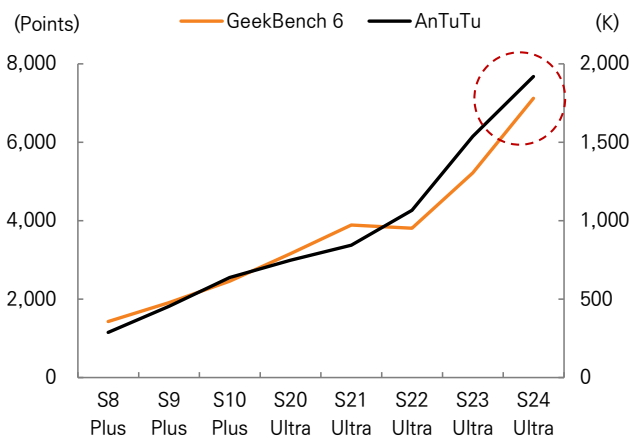
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

AP 성능 강화 수혜는 MLCC가 받을 것이다. AI 기능을 위한 AP 성능 강화에 따라 이전 모델 대비 MLCC 용량이 30% 증가할 것으로 추정한다. MLCC 용량은 AP 성능 개선과 비례적으로 증가한다. 이는 AP 처리 능력 ↑ → 고주파 수요 ↑ → 시그널 노이즈 ↓를 위해 MLCC 용량(μF)이 증가하기 때문이다.

AI 스마트폰 침투율은 24년 11% → 25년 24%, AI PC 침투율은 24년 10% → 25년 24%로 증가할 것으로 판단한다. 강화되는 AP 탑재 모델이 지속 출시될 것으로 기대된다.

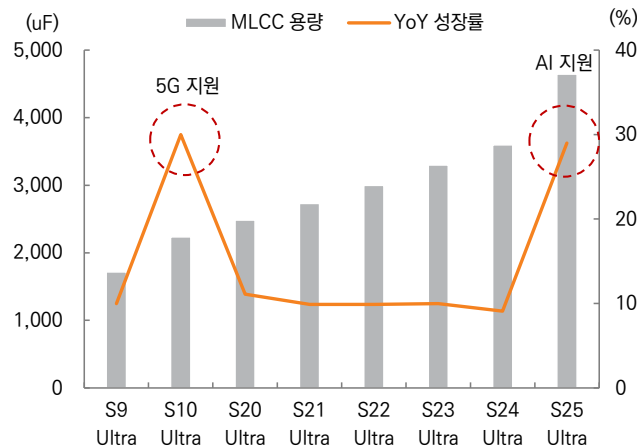
삼성전기에 주목해야 한다. 1) AI 디바이스 향 MLCC 용량 증가와 2) MLCC 내 산업용과 전장용 비중 증가로 이익률 개선이 기대되기 때문이다. 25년 산업과 전장 비중이 증가하면서 45%까지 성장하고 IT MLCC 성장과 더불어 견조한 고부가 제품 라인업이 증가할 것으로 기대한다.

그림 15. 갤럭시 AP 성능 추이



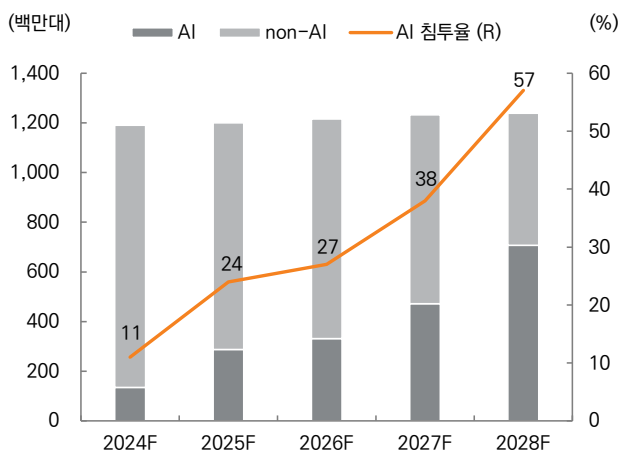
자료: 언론 자료, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. MLCC 탑재 용량 추이 추정



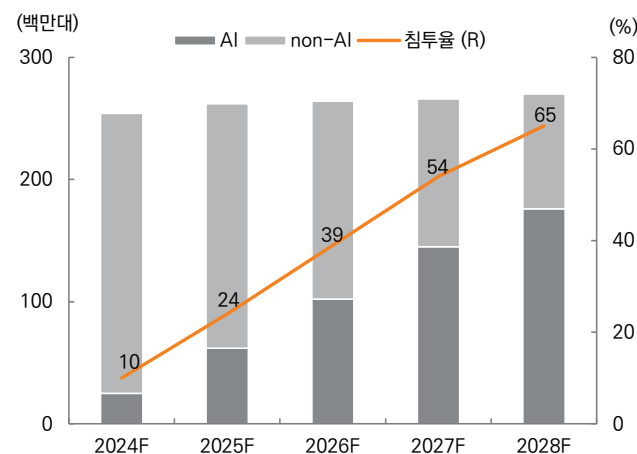
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. AI 스마트폰 침투율



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. AI PC 침투율



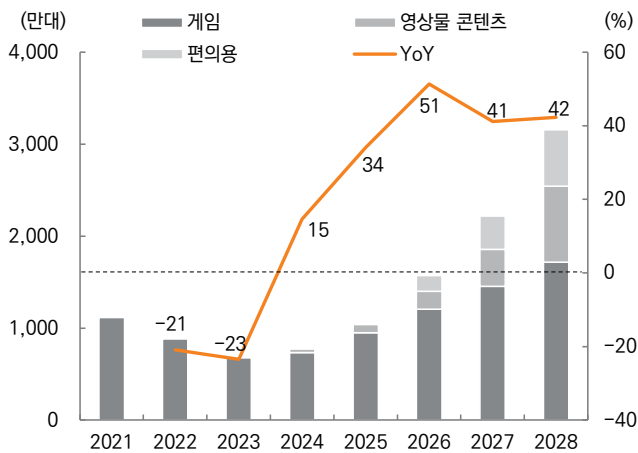
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

XR/VR 시장, 폴더블 시장 분석

조사기관들의 XR/VR 시장의 예측치는 지속 하향 조정됐다. 이는 신규 장비의 출시 지연과 초기 출시 대비 지속적으로 저조한 판매량이 기록했기 때문이다. 그러나 당사는 시장 기대치보다 성장률이 높을 것으로 판단한다. XR/VR 시장의 연평균 성장률은 23년~28년까지 +36.1%(vs. 27.7% IDC)로 추정한다. 이는 앞서 언급한 바, 1) 게임, 2) 영상물 콘텐츠, 3) 소셜 미디어의 유입 순으로 XR/VR 디바이스의 판매 성장이 기대되는데 이에 더해 최근 스마트 글래스의 다수 모델 출시로 XR/VR의 시장 규모는 향후 더 커질 것으로 예상한다.

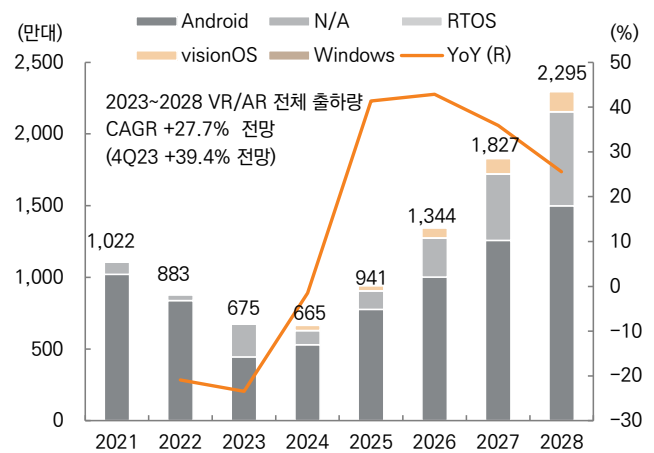
- 1) 게임: 콘솔 판매량(XR/VR의 게임이 콘솔 판매량을 잠식)
- 2) 영상물 콘텐츠: 넷플릭스 구독자(넷플릭스 VR앱 다운로드 수)
- 3) 편의용: 스마트 글래스 및 개인 편의성 용도(스마트 글래스 시장 및 편의성 시장)
- 4) 소셜 미디어: 기술의 발전 과정상 콘텐츠 도입에 시간이 소요될 것으로 판단

그림 19. XR/VR 시장 규모 추정



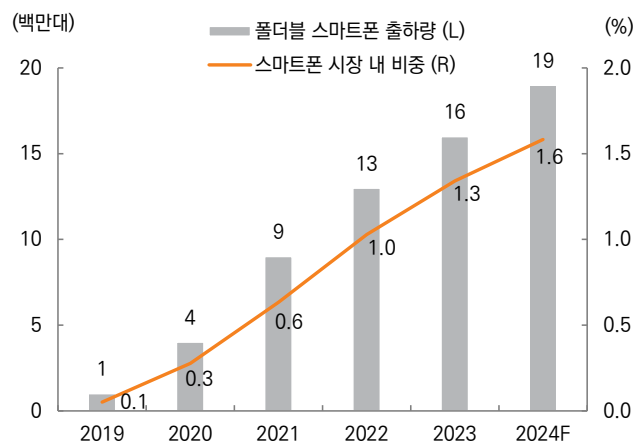
자료: VGChartz, Netflix, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 20. IDC XR/VR OS별 시장 규모 추정



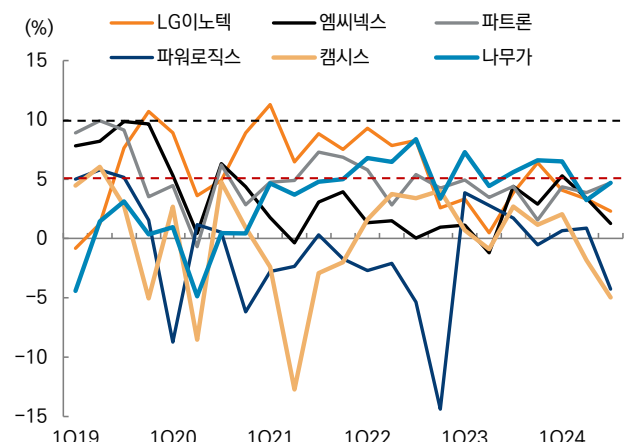
자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 폴더블 시장 전망



자료: Counterpoint, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 주요 국내 카메라 업체들 OPM 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

V. 반도체: 업종 성장 및 밸류에이션 개선 여지 多

모델과 GPU 간 Computing Power 수급 불균형이 기회 요인

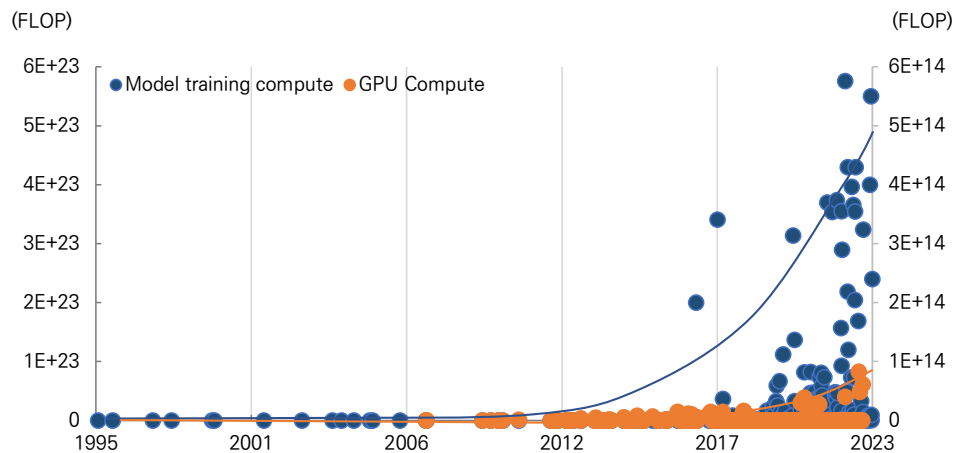
딥러닝 모델을 비롯해 현존하는 모든 컴퓨팅 시스템에 대한 컴퓨팅 파워를 집계하는 것은 불가능하다. 학계에서는 모델들의 컴퓨팅 파워에 대한 이론적인 지식이 온전히 수립되지 않았을뿐더러, 현존하는 모든 모델들의 성능은 트레이닝 기간, OPS(Operations per second), 클럭 속도 등 프로세서들의 성능 지표들을 프록시 삼아 추정만이 가능하기 때문이다.

현재 가장 높은 컴퓨팅 파워를 요구하는 AI 모델 중 하나는 메타의 Llama 3.1(405B)로 파악된다. 2019년도 이후부터 모델 훈련에 1) FP16 부동소수점 계산법이 보편화되고 있다는 점, 두 클러스터에서 2) 24,000개의 H100 GPU를 레버리지해 훈련을 진행한 점에 더해 통상적인 모델의 평균 수치인 3) 피크 성능에서 약 40% 가동률로 4) 10~16주간 훈련 진행 가정 적용 시 모델의 요구 연산 성능은 8.1YFLOPS(8.1e+24) 수준으로 추정된다.

당사는 지난 1955년부터 2024년까지 사용된 컴퓨팅 모델들의 컴퓨팅 성능을 기반으로 딥러닝 컴퓨팅 파워와 이러한 모델들을 훈련시키는데 사용되는 GPU들의 컴퓨팅 파워 성장 궤적을 모식화했다. 각 선의 기울기 차이를 통해서 딥러닝 모델 등 시스템에서 요구되는 컴퓨팅 파워와 GPU에서 제공 가능한 컴퓨팅 파워간의 수급 불균형을 유추해볼 수 있으며, 이는 향후 서버업체들의 투자 동향과 GPU의 수요를 예측하는데 참고해볼만 하다.

한편 단일 GPU들을 네트워킹 기술로 연결시킨 시스템 솔루션에 주목할 필요가 있다. 엔비디아를 예시로 삼자면 NVLink 및 Infiniband 기술 기반으로 상호 연결된 블랙웰 GPU 시스템의 컴퓨팅 파워, 즉 연산 능력은 1.4EFLOPS(1.4E+18) 수준으로 비약적인 연산 성능 향상이 가능하다. 아래 그래프의 경우 데이터포인트 부재의 이유로 단일 GPU의 컴퓨팅 파워 수치만을 온전히 차용했으나, 상호 연결된 GPU 시스템을 통한 연산 성능 개선은 GPU 연산 성능의 성장 궤적의 기울기를 가속화시키고 있다는 점에서 유의미하다.

그림 23. 컴퓨팅 모델들의 성과와 GPU 성능 성장궤적 비교

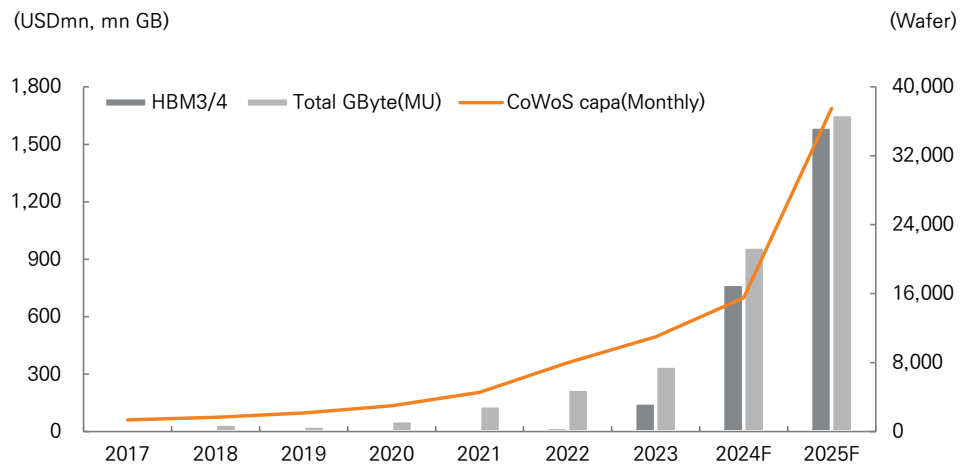


자료: Epoch AI, 미래에셋증권 리서치센터

HBM, 반도체 업종의 계절성(Cyclical) 특성 완화에 따른 밸류에이션 개선

HBM은 기존 DDR 메모리보다 월등한 대역폭을 제공하며, 데이터 전송 병목 현상 해소에 중요한 역할을 한다. HBM과 GPU의 결합은 AI 인프라에서 연산 성능을 극대화하며, 데이터 센터의 성능을 대폭 개선한다. 당사는 1)HBM이 1년 단위 선행계약 구조로 진행되며, 2) 주요 칩메이커들이 HBM의 물량과 연계되는 CoWoS 생산 능력을 면밀히 모니터링하며 생산 일정에 적극 반영한다는 점에서 공급 과잉 우려의 현실화 가능성은 낮다 판단한다. HBM 매출 비중 확대는 계절성 축소로 이어지며 업종 전반 밸류에이션 개선이 기대된다.

그림 24. HBM 매출과 CoWoS Capa 비교



자료: IDC, TrendForce, 미래에셋증권 리서치센터

CoWoS(Chip-on-Wafer-on-Substrate)는 AI 및 고성능 컴퓨팅(HPC) 칩의 고대역폭 데이터 전송과 저지연 성능을 제공하는 고급 패키징 기술로, 엔비디아 및 AMD와 같은 고객사로부터 수요가 폭증하면서 TSMC는 생산 능력을 강화할 필요에 직면해 있다. 최근 해당 고객사들로부터 급증하는 CoWoS 패키징 수요에 따라 TSMC는 SPIL(실리콘웨어) 및 Amkor 등과 협력하여 생산 능력을 확장하고 있다.

Amkor와의 협업은 미국 애리조나 피오리아에 위치한 Amkor의 최신 패키징 및 테스트 시설과 협력을 통해 이루어진다. 이는 TSMC의 피닉스 웨이퍼 공장과 물리적 근접성을 활용해 전체 제품 생산 주기를 단축하는 것을 목표로 한다. 이러한 협력은 TSMC가 고급 패키징 분야에서 글로벌 경쟁력을 유지하는 동시에 고객에게 더 빠르고 유연한 생산 능력을 제공할 수 있게 한다. SPIL은 CoWoS 공정 중 인터포저와 온-기판(OS) 등 저마진 공정만 아웃소싱을 진행해왔으나, 금년도 8월부터 TSMC로부터 고마진 공정인 Front-end CoW(Chip-on-wafer) 공정의 아웃소싱 진행을 시작했다는 점이 유의미하다.

TSMC의 경우 CoWoS 관련 기술 유출 우려에도 불구하고 진행되고 있는 Amkor, SPIL과의 협력 동향은 CoWoS 용량을 빠르게 확대하고자하는 업계 전반의 의지로 비추어진다. TSMC는 이러한 OSAT 업체들과의 협업을 통해 월간 생산 능력을 2024년 말까지 30,000~35,000개, 2025년 80,000개 수준으로 두 배 이상 늘릴 계획이다.

‘가성비 제품’ → ‘최고 성능 제품’ 주력 제품 변화에 따른 업종 사업성 개선

반도체 산업은 과거 가성비가 높은 제품이 시장에서 주도적인 위치를 차지했다. 그러나 현재 시장은 가장 비싼 제품, 즉 최고의 성능을 제공하는 고가의 제품을 선호하는 방향으로 전환되고 있다. 이와 같은 변화는 AI 모델의 복잡성과 데이터 처리 요구가 급격히 증가함에 따라 고성능 제품에 대한 수요가 기존 범용 제품을 압도하게 된 결과다. 이는 AI와 데이터 센터 인프라의 확장과 맞물려 GPU 및 고성능 메모리 수요를 더욱 가속화하고 있다.

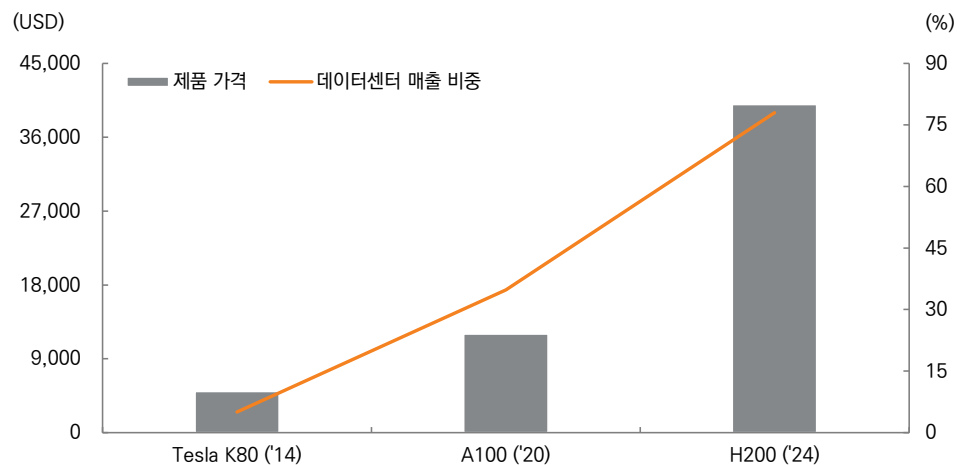
이러한 프리미엄 제품의 부상은 일부 반도체 기업들의 밸류에이션 개선으로 이어지고 있다. 과거 제일 잘 팔릴만한 반도체를 만드는 것이 사업 적합성 측면에서 부적절했으나, 현재 시장에서의 가장 잘 팔릴만한 반도체는 곧 최고 성능 제품을 의미하며, 이러한 구조적 변화는 반도체 업종 전반에 걸쳐 사업성 개선으로 이어진다. 특히 데이터 센터 비즈니스가 수익성을 크게 뒷받침하고 있는 엔비디아와 같은 기업이 시장을 선도하며 AI 인프라의 핵심 공급자로 위치하는 것이 프리미엄 제품 중심 트렌드의 확산을 더욱 강화하고 있다.

실제로 2014년에 출시된 엔비디아의 Tesla K80(\$4,999)와 같은 고가 GPU 제품들은 성능 면에서는 혁신적이었으나, 당시에는 메인스트림 제품으로 자리잡지 못했다. 이러한 제품군으로 구성된 엔비디아의 데이터 센터 매출 비중은 10% 내외에 그쳤으며, 기업의 전체 매출에서 차지하는 비중이 미미했다. 이는 시장이 여전히 범용 GPU 중심으로 운영되었고, 데이터 센터와 AI 인프라에 대한 본격적인 투자가 제한적이었기 때문이다.

AI 시대가 본격화되면서 고성능 연산 자원에 대한 수요가 급증했고, 이에 맞춰 엔비디아는 A100, H100과 같은 초고성능 GPU를 개발했다. 최근 출시된 H200은 단일 제품의 가격이 \$40,000에 달하는 것으로 파악된다. 높은 병렬 연산 성능과 고대역폭 데이터 처리 능력의 제품군으로 구성된 데이터 센터 매출이 약 80%를 차지하며 핵심 매출원으로 부상했다.

GPU는 단순한 하드웨어 판매의 개념을 넘어, 고객사의 인프라 성능을 극대화하는 전략적 자산으로 평가받고 있다. 실제로 2024년 엔비디아의 데이터 센터 사업 매출은 전년 대비 세자릿 수 이상의 성장세를 보이고 있다. 이는 고성능 제품에 대한 수요가 꾸준히 확대되고 있음을 시사하며, 모델과 프로세서간의 연산 성능 불균형에 따른 시장 기회를 보여주는 예시로 추후 업계 사업성 개선에 따른 업종 밸류에이션의 상향 또한 기대해볼만 하다.

그림 25. 엔비디아 주요 GPU 가격과 데이터센터 매출 비중



자료: Nvidia, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 750
현재주가(24/12/13)	USD 620.35
상승여력	20.9%

나스닥 종합(p)	18,680.12
EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	-
배당수익률(%)	N/A

시가총액(십억USD)	1,398.77
시가총액(조원)	1,967.23
상장주식수(백만주)	2,524.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	6,655.78
52주 최저가(USD)	317.45
52주 최고가(USD)	595.94

(%)	1M	6M	12M
절대주가	7.0	23.1	85.3
상대주가	3.2	9.1	37.0



[글로벌 AI]

박연주
yeonju.park@miraeasset.com

메타 플랫폼스

AI 시대, 판 뒤집기를 노리다

생성 AI와 소셜 미디어의 잠재력

25년 AI 산업은 추론 성능이 빠르게 발전하는 가운데 에이전트 시대가 본격적으로 열릴 것으로 예상된다. AI 에이전트는 무엇이든 필요할 때 사용자들이 가장 먼저 찾는 게이트 키퍼가 될 전망이다 만큼 향후 1~2년간 누가 먼저 고도화된 AI 에이전트를 만들고 많은 사용자들을 끌어들이 지가 중요할 국면이다.

현 시점에서 메타는 에이전트 경쟁에서 한발짝 앞서고 있는 모습이다. 24년 출시한 메타 AI(인플루언서 AI 챗봇)는 월간활성사용자 수가 5억명을 넘어섰고 연말까지 미국에서 가장 많이 사용하는 AI 챗봇으로 만드는 것을 목표로 하고 있다. 전세계 40억명에 달하는 방대한 사용자 기반과 대화 중심인 소셜 미디어 플랫폼의 특성 때문에 사용자 수가 빠르게 늘어나고 있는 것으로 판단된다. 나아가 25년 상용화될 AI 스튜디오에서는 기업이나 인플루언서가 자체적인 AI 에이전트를 쉽게 만들 수 있게 된다. 메타의 AI 에이전트들은 체류 시간 증대 등을 통해 광고 매출 확대에도 기여하겠지만 검색 광고나 이커머스 등 다른 서비스로 확장하는 기반이 될 수도 있다.

오픈 소스 파운데이션 모델의 생태계도 빠르게 구축되고 있다. 라마를 기반으로 6.4만개의 파생 모델이 만들어질 정도로 많은 업체들이 메타의 모델을 활용하고 있다. 중기적으로 파운데이션 모델이 스마트폰의 운영 체제 역할을 할 것으로 예상되는 만큼 이는 향후 온라인과 같은 차세대 디바이스로 확장하는 기반이 될 수 있다.

목표주가 750달러와 탐픽 유지

메타에 대해 목표주가 750달러와 탐픽 의견을 유지한다. 메타의 주가는 빠르게 상승했으나 실적도 빠르게 개선되어 밸류에이션 부담은 크지 않다. 실적 측면에서는 숏폼 콘텐츠의 소비 시간이 계속 길어지고 그 안에서 인스타그램의 릴스 점유율이 상승하고 있어 견조한 성장이 지속될 전망이다. 생성 AI 도입 효과는 25년에 보다 본격화될 전망이며 현재까지 메타의 전략은 긍정적으로 판단된다.

리스크 요인은 AI 투자 확대에 따른 단기 비용 증가 가능성이 있다. 다만 현금 창출력이 높고 중장기적으로 필요한 투자라는 측면에서 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 25년 관전 포인트는 AI 스튜디오의 성공적 출시, 메타 AI의 서비스 확장, 구글 등 경쟁 업체들이 출시할 AI 에이전트 대비 경쟁력 등으로 판단된다.

계산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억USD)	116.6	134.9	160.9	191.2	221.1
영업이익 (십억USD)	28.9	46.8	65.0	80.3	88.5
영업이익률 (%)	24.8	34.7	40.4	42.0	40.0
순이익 (십억USD)	23.2	39.1	55.2	68.4	75.3
EPS (USD)	8.6	14.9	21.5	27.8	32.1
ROE (%)	18.5	25.5	36.3	41.3	40.1
P/E (배)	12.0	20.7	27.6	21.3	18.4
P/B (배)	2.5	5.9	10.0	8.8	7.4

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 메타 플랫폼스, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 분기별 실적 추정

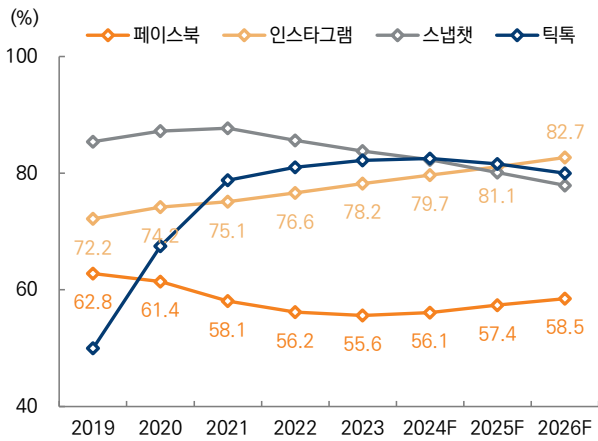
(백만달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
Total	35,635	38,329	40,589	46,323	42,749	45,928	47,864	54,694	160,876	191,236	221,144
매출액											
Family of Apps	36,015	38,718	40,319	45,973	42,349	45,528	47,364	54,194	161,025	189,436	218,544
Advertising	35,635	38,329	39,885	45,673	42,049	45,228	47,064	53,894	159,522	188,236	217,344
Others	380	378	378	300	300	300	300	300	1,436	1,200	1,200
Reality Labs	440	353	270	350	400	400	500	500	1,413	1,800	2,600
Total	13,818.0	14,847.0	17,350.0	19,455.7	17,954.7	19,289.9	20,103.0	22,971.6	65,470.7	80,319.1	88,457.7
영업이익											
Family of Apps	17,664.0	19,335.0	21,778.0	24,455.7	22,954.7	24,289.9	25,103.0	27,971.6	83,232.7	100,319.1	108,457.7
Reality Labs	-3,846.0	-4,488.0	-4,428.0	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0	-5,000.0	-17,762.0	-20,000.0	-20,000.0
Total	39	39	43	42	42	42	42	42	41	42	40
영업이익률											
Family of Apps	49	50	54	53	54	53	53	52	52	53	50
Reality Labs	-8,741	-1,271	-1,640	-1,429	-12,500	-1,250	-1,000	-1,000	-11	-11	-9

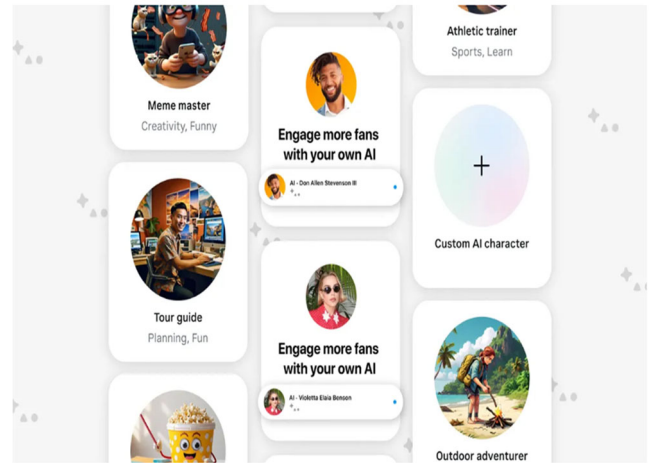
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 미국 Z세대 소셜 미디어 사용자 수 추이와 전망

그림 27. AI 캐릭터를 만들어주는 AI 스튜디오



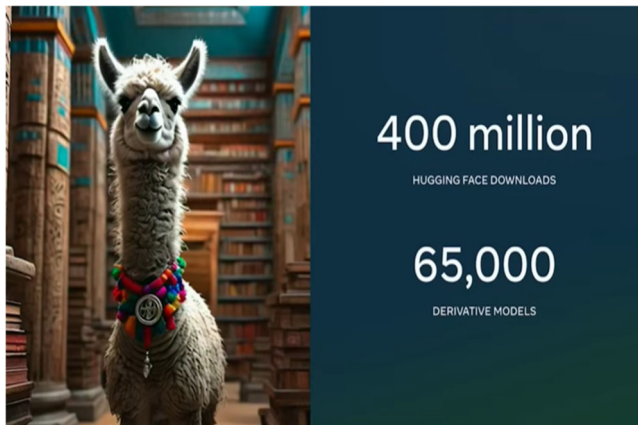
자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터



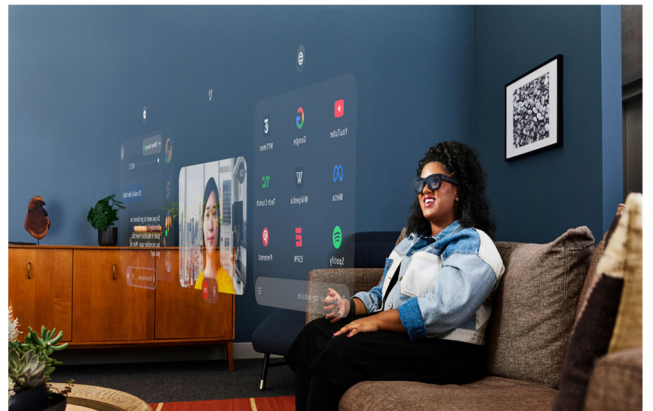
자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 메타의 라마 기반으로 6.5만개의 파생 모델 생성

그림 29. 메타의 스마트 클래스 오라이언



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

메타 플랫폼스 (META US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	134,901	160,876	191,236	221,144
매출원가	25,958	28,472	32,510	42,017
매출총이익	108,943	132,404	158,726	179,127
영업비용	62,192	67,416	78,407	90,669
영업이익	46,751	64,988	80,319	88,458
비영업손익	677	-33	181	181
세전사업손익	47,428	64,955	80,500	88,639
법인세비용	8,330	9,743	12,075	13,296
당기순이익	39,098	55,212	68,425	75,343
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	39,098	55,212	68,425	75,343

Growth (YoY)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액증가율	15.7%	19.3%	18.9%	15.6%
매출총이익증가율	19.2%	21.5%	19.9%	12.9%
영업이익증가율	61.5%	39.0%	23.6%	10.1%
지배주주순이익증가율	68.5%	41.2%	23.9%	10.1%

Margin	2023	2024F	2025F	2026F
매출총이익률	80.8%	82.3%	83.0%	81.0%
영업이익률	34.7%	40.4%	42.0%	40.0%
지배주주순이익률	29.0%	34.3%	35.8%	34.1%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	71,113	85,064	104,673	123,374
당기순이익(지배주주지분)	39,098	55,212	68,425	75,343
비현금수익비용가감(감가상각비)	11,178	15,151	20,420	25,763
운전자본변동	3,292	-914	213	6,652
기타영업활동	17,545	15,616	15,616	15,616
투자활동 현금흐름	-24,716	-37,202	-46,000	-40,000
자본적지출	-27,266	-37,202	-46,000	-40,000
장기금융자산의 증가(감소)	0	0	0	0
기타투자활동	2,550	0	0	0
재무활동 현금흐름	-19,500	-57,265	-56,156	-61,800
장단기금융부채의 증가(감소)	7,397	0	0	0
자본의 증가(감소)	-26,786	-56,300	-54,740	-60,274
배당금의 지급	0	-965	-1,415	-1,525
기타재무활동	-111	0	0	0
FX rate effect	113	0	0	0
현금의 증가	27,010	-9,404	2,518	21,574
기초현금	40,738	65,403	55,999	58,517
기말현금	67,748	55,999	58,517	80,092

자료: 메타 플랫폼스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	85,365	79,805	86,815	112,815
현금 및 현금성 자산	65,403	55,999	58,517	80,092
매출채권 및 기타채권	16,169	19,282	22,921	26,506
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	3,793	4,523	5,377	6,218
비유동자산	144,258	158,985	177,469	191,706
유형자산	109,881	131,932	157,513	171,750
장기투자자산	6,141	6,141	6,141	6,141
기타비유동자산	28,236	20,912	13,811	13,805
자산총계	229,623	238,790	264,280	304,511
유동부채	31,960	34,889	39,595	50,673
매입채무 및 기타채무	29,474	32,328	36,914	47,709
단기금융부채	1,713	1,713	1,713	1,713
기타유동부채	773	848	968	1,262
비유동부채	44,495	51,820	58,920	65,951
장기금융부채	36,211	36,211	36,211	36,211
기타비유동부채	8,284	15,609	22,709	29,756
부채총계	76,455	86,710	98,515	116,640
자본금	0.02	0.02	0.02	0.02
자본잉여금	73,253	73,253	73,253	80,280
이익잉여금	82,070	80,982	94,667	109,735
기타포괄손익누계액	-2,155	-2,155	-2,155	-2,155
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	153,168	152,080	165,765	187,860
부채 및 자본총계	229,623	238,790	264,280	304,511

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (배)	20.7	27.6	21.3	18.4
P/B (배)	5.9	10.0	8.8	7.4
EV/EBITDA (배)	15.2	15.9	12.6	10.9
EPS (USD)	14.9	21.5	27.8	32.1
BPS (USD)	58.3	59.1	67.3	80.1
매출채권회전율 (회)	8.3	8.3	8.3	8.3
재고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무회전율 (회)	4.6	5.0	5.2	4.6
ROA (%)	17.0	23.1	25.9	24.7
ROE (%)	25.5	36.3	41.3	40.1
ROIC (%)	39.8	46.5	47.6	49.9
부채비율 (%)	49.9	57.0	59.4	62.1
유동비율 (%)	267.1	228.7	219.3	222.6
순부채비율 (%)	-17.9	-11.9	-12.4	-22.4

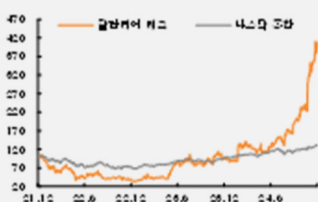
Not Rated

Bloomberg 최고목표주가	-
현재주가(24/12/13)	USD 76.07
상승여력	-

나스닥 종합(p)	19,926.72
EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	-
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	173.21
시가총액(조원)	247.95
상장주식수(백만주)	2,277.0
60일 평균 거래대금(백만USD)	3,986.54
52주 최저가(USD)	15.98
52주 최고가(USD)	76.34

(%)	1M	6M	12M
절대주가	25.3	226.9	325.7
상대주가	20.9	189.8	214.8



[글로벌 소프트웨어/통신서비스]

김수진
soojin.kim@miraeasset.com

팔란티어 테크

꼭 찬 육각형

생성시가 이끈 서프라이즈: 이제 막 시작한다

소프트웨어 섹터에서 올해 단연코 주인공은 팔란티어였다. 생성시 등장 후 소프트웨어 섹터의 수혜가 기대됐지만, 기술의 발전과 도입의 장기화로 가시적 성과가 당장 올라오지 않는 기업이 대부분이었다. 그러나 팔란티어는 작년 하반기 출시한 생성시 플랫폼 AIP를 통해 대규모 AI 솔루션 계약을 늘려갔다. 그 결과 높은 고객수 성장률을 이어가고 있고, 고객 당 매출도 고성장 중이다.

신제품 '워프 스피드' 공개: 미국 제조업의 재부흥 이끌 것

팔란티어의 육각형은 1) 생성시 플랫폼 기술력(AIP), 2) 도입 방식(Bootcamp), 3) 데이터 관리 기술력(Ontology), 4) 다양한 산업 포트폴리오 확보(Commercial), 5) 오랜 기간 전세계 공공기관 레퍼런스(government), 6) 지속적인 제품 혁신 (Gotham → Foundry → AIP → Warp Speed)로 구성되어 있다.

3Q 리뷰: 또 서프라이즈!!

강력한 AI 수요에 힘입어 YoY 30%의 매출 증가율을 달성하는 호실적을 기록했다. 지난 실적발표에서 제시한 가이드언스를 450bp 상회하는 수치이다. FY3Q24 매출 7.26억달러(+30% YoY, 예상치 7.05억달러 상회), Non-GAAP EPS 0.1달러(예상치 0.09달러 상회)를 기록했다. 생성시에 대한 넘치는 수요로 미국 정부 및 상업 고객 증가세가 이어진 영향이다. 특히, AIP가 신규 고객 전환 및 기존 고객 확장을 주도하며 미국 커머셜 부문에서 1.8억달러(+54% YoY)의 매출을 달성했다.

무엇보다 눈에 띄는 것은 잉여현금흐름이다. 조정 잉여현금흐름은 4.35억달러, 조정 FCF 마진 60%(+35%pt YoY)를 기록했다. TTM 기준으로는 사상 최초로 10억달러 이상의 조정 잉여현금흐름을 창출했다. 이에 따라 SaaS 기업의 성장 척도로 여겨지는 매출 증가율과 영업이익률의 합산 지표 Rule of 40은 68%를 기록했다.

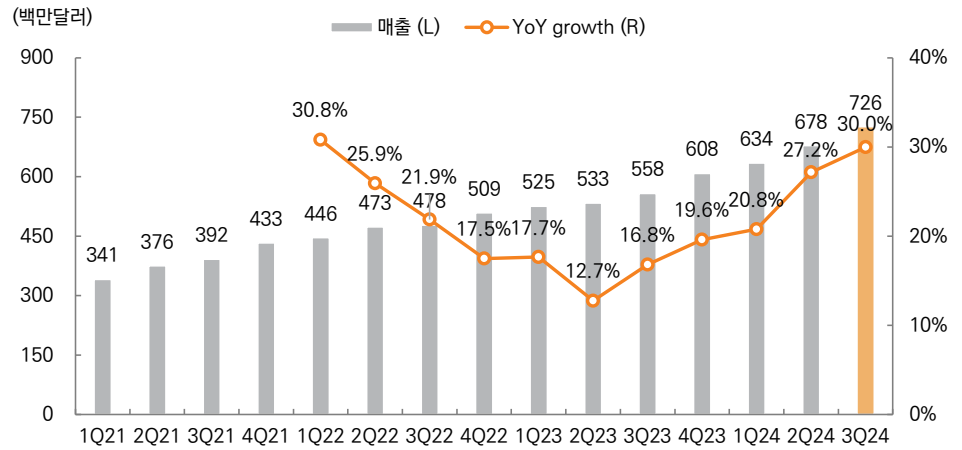
호실적에 힘입어 가이드언스도 상향 조정했다. FY4Q24 매출 가이드언스는 7.67~7.71억달러(예상치 7.46억달러 상회), FY24 연간 매출 가이드언스로는 28.05~28.09억달러(+26% YoY, 기존 27.42~27.5억달러, 예상치 27.6억달러 상회)를 제시했다.

이번 실적에서 다시 한번 주목할 만한 것은 매출 성장률과 잉여현금흐름 마진이었다. 성장과 이익 두마리 토끼를 모두 잡고 있는 상황이다. 생성시 시대 초입에서 동사에 대한 기대감을 키울 수밖에 없는 이유다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (억USD)	19.1	22.3	27.6	33.4	40.1
영업이익 (억USD)	-1.6	1.2	9.7	11.5	14.1
영업이익률 (%)	-8.5	5.4	35.1	34.5	35.2
순이익 (억USD)	-3.7	2.1	4.6	6.1	7.5
EPS (USD)	-0.18	0.10	0.21	0.27	0.33
ROE (%)	-15.4	6.9	19.4	17.6	19.1
P/E (배)	-	181.6	116.0	97.0	80.6
P/B (배)	5.3	10.9	20.9	15.9	14.3

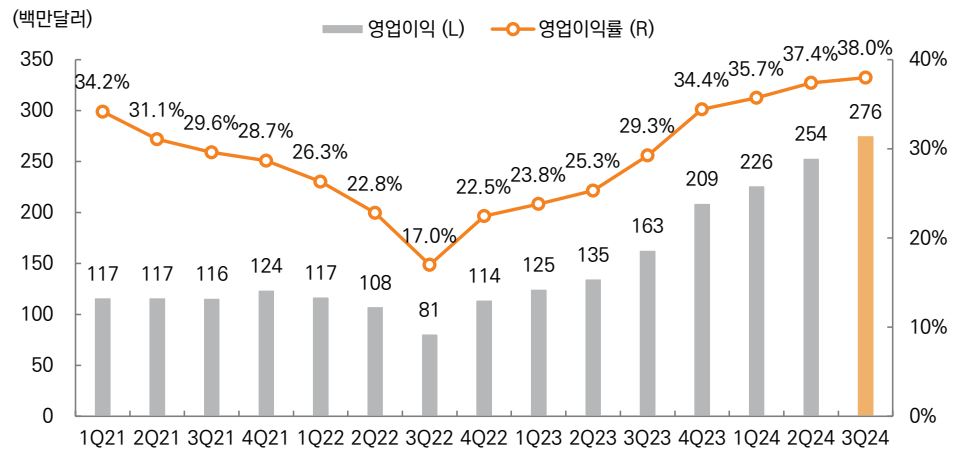
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 매출 및 매출 증가율 추이



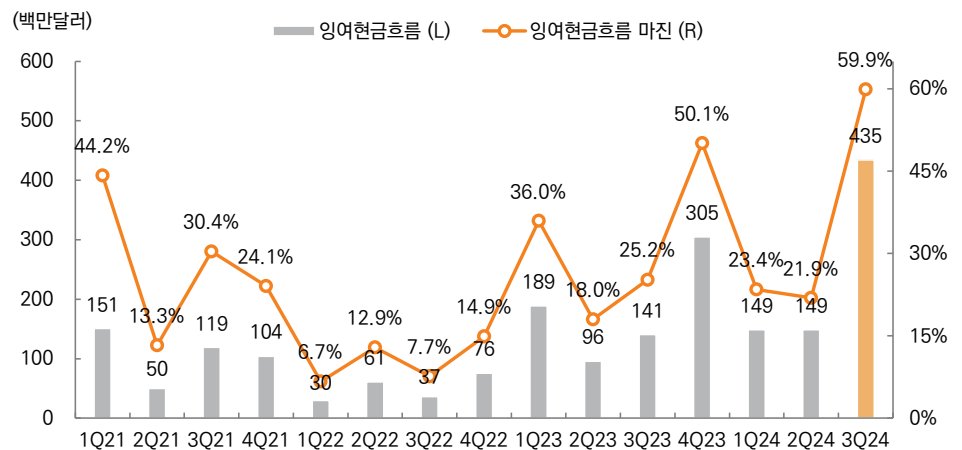
자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 잉여현금흐름 및 잉여현금흐름 마진 추이



자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 ‘맨해튼 프로젝트’, 팔란티어에게 또 다른 기회 될 것

맨해튼 프로젝트

맨해튼 프로젝트는 2차 세계대전 당시 미국이 인류 최초로 핵무기를 개발하기 위해 진행한 비밀 계획의 명칭이다. 당시처럼 전쟁의 판도를 바꾸는 '게임 체인저'가 될 수 있도록 정부 혁신에 나서겠다는 의미로 해당 명칭을 사용한 것으로 해석된다.

백악관 비서실장 내정자 수지 와일스는 트럼프 당선인이 바이든 정부가 취소했던 트럼프 1기 때 행정명령 몇 개를 재시행할 것이라고 밝혔다. 바이든 정부가 철회했던 세계보건기구(WHO) 탈퇴, 주요 무슬림 국가 국민의 미국 입국 금지, 파리 기후 협정 탈퇴, 정책 입안과 관련된 공무원의 법적 보호 박탈 내용이 담긴 '스케줄 F' 등이 검토 대상에 오를 것으로 파악된다. 또한, 중국에 대한 견제 강화와 보호무역주의를 통한 미국 내 제조업 기반 재건, 국경 통제 강화와 불법 이민자 추방 등 공약 실현에도 힘이 실릴 것으로 예측된다.

정부효율부 정책 방향

정부효율부(DOGE)는 트럼프 2기에서 신규 생성된 부처로, 불필요한 지출을 줄이고 연방 기관을 구조조정하며 관료주의를 해체하는 역할을 수행한다. 트럼프는 정부효율부의 수장으로 일론 머스크와 비벡 라마스와미를 임명했다. 트럼프는 “정부 밖에서 백악관, 예산관리국(OMB) 협조를 받아 대규모 구조 개혁에 관해 조언하고, 우리가 전에 볼 수 없던 정부에 대한 기업가적 접근을 시도할 것”이라고 밝혔다.

일론 머스크와 함께 정부효율부를 이끌게 된 비벡 라마스와미는 국방부와 교육부, 의료 분야 등을 연방 정부 예산과 인원 감축의 목표물로 언급했다. “특정 기관이 완전히 삭제될 것으로 예상”되며, “연방 정부의 비대한 영역에 대해 대규모 감축이 이뤄질 것으로 예상”한다고 밝혔다. 차기 행정부가 해당 분야의 예산 삭감을 실행할 수 있는 법적 근거로 ‘행정 조치(executive action)’를 제시했다.

머스크는 규제와 관료주의에 큰 거부감을 드러내 왔다. 트럼프의 지명 발표 직후 X에 현재 428개 정도의 연방 기관이 있으나, 99개면 충분하고도 남는다는 인터뷰 영상을 소개하기도 했다. 추가적으로 “최소 2조 달러의 연방정부 예산을 줄일 수 있다”, “세금 낭비 사례에 대한 순위표를 만들겠다” 등과 같은 정부효율화와 관련한 발언을 하기도 했다. 이에 내년 1월 정부가 출범하는 대로 연방 공무원의 대규모 해고, 연방 부처 통폐합, 시를 비롯한 첨단 기술 적용 등이 속도감 있게 진행될 것으로 예상된다.

트럼프는 이와 같은 정부효율화 작업을 250번째 독립기념일인 2026년 7월 4일까지 마무리할 것으로 밝히며, 속도감 있는 변화가 발생할 전망이다.

팔란티어와 트럼프의 조화

인력 감축을 위한 시스템 자동화에서 AI가 핵심적인 역할을 할 것으로 전망한다. 미국 공공 기관에 소프트웨어를 공급하기 위해서는 반드시 국가가 제시한 규정에 부합한다는 ‘인증(certification)’을 받아야 하는데, 공공기관 중에서도 특히 국방부와와의 관계가 깊은 팔란티어는 소프트웨어 기업 가운데서도 가장 많은 인증을 받은 상황이다.

팔란티어는 특히 미국 국방부(DoD)를 포함한 미국 정부로부터 여러 인증을 보유하고 있다. 특히, 팔란티어의 Federal Cloud Service는 비밀 수준까지의 기밀 정보를 처리할 수 있도록 Impact Level 6(IL6) 인증을 받았다. 또한, 팔란티어는 Microsoft Azure 상의 클라우드 서비스에 대해 FedRAMP 인증과 국방부의 Impact Level 4(IL4) 및 Impact Level 5(IL5) 인증을 획득했다. 이러한 인증들은 팔란티어가 미국 국방부를 포함한 다양한 정부 기관에 안전하게 소프트웨어 솔루션을 제공할 수 있도록 한다.

이미 자격이 검증된 팔란티어는 향후 추가적인 AI 솔루션 도입에서 항상 경쟁 우위를 점할 수 있을 것이다. 특히 현재 트럼프 정부가 집중할 것으로 예상되는 국방과 제조 등은 이제 IT 기술력을 통해 최첨단으로 고도화될 가능성이 매우 높다. 이 역할을 할 수 있는 것은 결국 최첨단 AI 솔루션 기술을 보유한 회사가 될 가능성이 높아지는 것이다.

표 14. 미국 정부 소프트웨어 인증 종류

인증	설명	적용 대상 기관	영향 수준	목적
FedRAMP	안전한 클라우드 서비스를 위한 연방 위험 및 인증 관리 프로그램	모든 미국 연방 기관	보통(Moderate), 높음(High)	클라우드 서비스 제공업체가 표준화된 보안 요건을 충족하도록 보장.
DoD IL4	국방부 영향 수준 4: 통제된 비분류 정보(CUI).	국방부	수준 4	국방부 시스템 내 민감한 비분류 정보의 보호를 지원.
DoD IL5	국방부 영향 수준 5: 더 높은 민감도의 CUI 및 국가안보시스템(NSS).	국방부	수준 5	국가안보시스템에서 사용하는 CUI에 대해 더 엄격한 보안 통제를 제공.
DoD IL6	국방부 영향 수준 6: 비밀 등급까지의 기밀 정보를 처리 가능.	국방부	수준 6	기밀 국가안보 정보를 안전하게 처리할 수 있도록 지원.
CMMC	방위산업체를 위한 사이버보안 성숙도 모델 인증.	국방부(계약업체)	3단계(기본, 고급, 전문가)	방위산업체가 통제된 비분류 정보(CUI)에 대한 요구되는 사이버보안 표준을 충족하는지 확인.
FISMA 준수	연방 정보 보안 관리법 준수 기준, IT 시스템을 위한 보안.	모든 미국 연방 기관	기관별로 상이	연방 정보 시스템을 위험으로부터 보호하기 위한 보안 통제 수립.
NIST SP 800-53	보안 통제를 위한 국가 표준 및 기술 연구소(NIST) 프레임워크.	모든 미국 연방 기관	사용자 정의 가능 (낮음, 보통, 높음)	FedRAMP 및 국방부 요건을 포함하여 정부 보안 표준의 기반을 제공.
CJIS 준수	법 집행 데이터에 대한 형사 사법 정보 서비스(CJIS) 준수.	연방, 주 및 지방 법 집행기관	국방부에는 해당 없음	기관 간 공유되는 민감한 형사 사법 정보를 보호.
ITAR 준수	민감한 방위 정보를 위한 국제 무기거래규정(ITAR) 준수.	방위 및 항공우주 계약업체	등급 시스템 아님	국방 관련 기술의 수출 및 이전을 통제하여 국가안보를 보장.
SOC 2	클라우드 제공업체의 안전한 데이터 관리를 위한 서비스 조직 통제(SOC) 2 인증.	연방 작업에서 종종 요구되는 업계 전반	정부 특정은 아님	민감한 데이터 관리를 위한 강력한 통제 수립, 정부 및 국방 클라우드 서비스에 간접적으로 적용 가능.

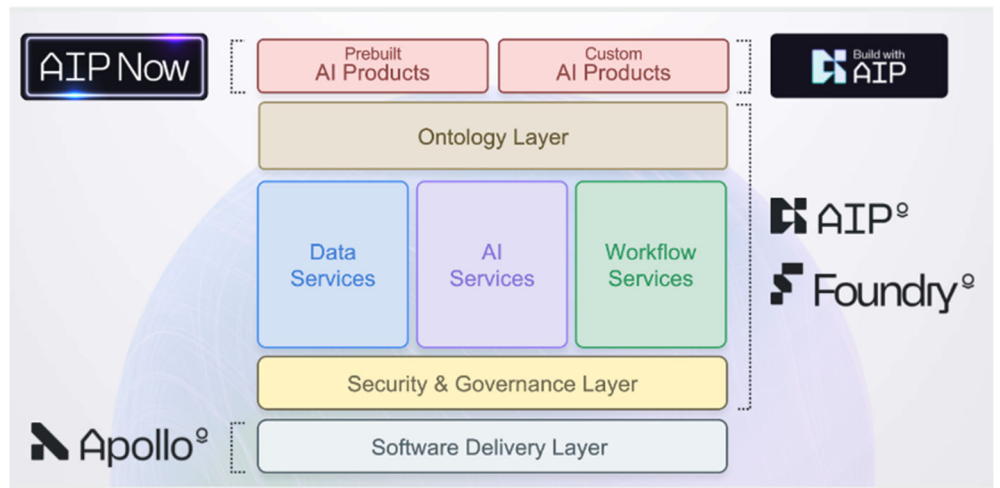
자료: 미래에셋증권 리서치센터

팔란티어의 경쟁력 6가지

1) AIP

Palantir의 인공지능 플랫폼으로 기업 데이터, 로직, 액션을 AI와 통합하여 의사결정 중심의 시스템을 구축, 다양한 AI 기능을 제공한다.

그림 33. 팔란티어의 핵심 제품으로 부상한 생성AI 기능을 제공하는 AIP 플랫폼



자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

2) 도입 방식: Bootcamp

부트캠프란 동사의 AIP 제품 교육 영업 세션이다. 일반적으로 1~5일동안 진행되는데, 짧은 시간내에 제품 이해를 통해 계약으로 연결하는 데에 큰 역할을 한다.

그림 34. 팔란티어 부트캠프 진행 현장



자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

3) 데이터 관리 기술력: Ontology

온톨로지는 단순한 데이터가 아니라 기업의 의사결정을 표현하도록 설계된 데이터 관리 방법론이다. 온톨로지는 관련 데이터, 로직 및 작업 구성 요소를 시가 액세스 가능한 최신 컴퓨팅 환경에 자동으로 통합한다. 이를 통해 기존의 비즈니스 인텔리전스 및 분석 워크플로우와 더불어 AI 팀워크를 통해 운영 애플리케이션의 신속한 개발이 가능해진다.

온톨로지에서의 의사 결정의 구성 요소 모든 의사 결정은 데이터, 논리, 행동으로 나눌 수 있다.

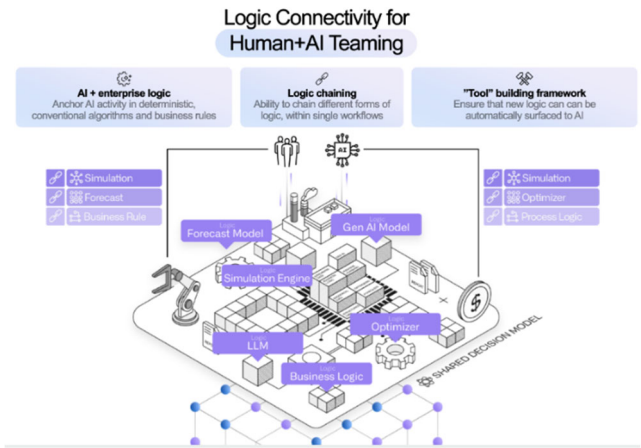
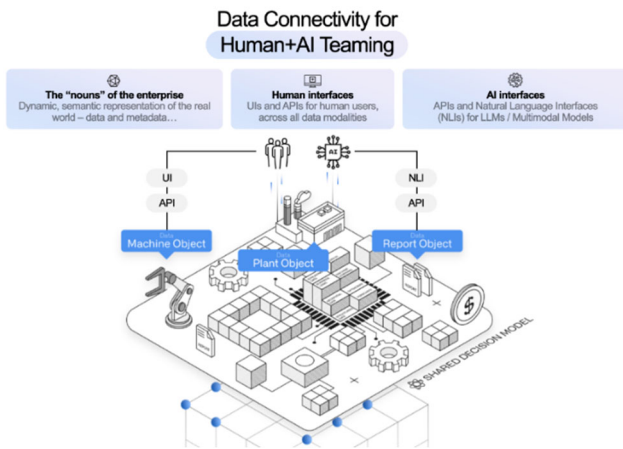
데이터: 이 결정의 배경이 되는 회사 운영에 대한 관련 사실 또는 진실은 무엇인가?

논리: 이 결정의 근거가 되는 조직 및 비즈니스 규칙은 무엇인가? 어떤 조직 또는 비즈니스 규칙이 이 결정의 가이드 레일 역할을 하는가? 다양한 가정 하에서 특정 결과가 나올 확률은 어느 정도인가? 이전 유사한 상황에서 우리는 무엇을 했고 그 결과는 어땠나? 예측 및 최적화 모델의 입력값은 무엇인가?

조치: 이 결정의 '동역학' 또는 효과는 무엇인가, 즉 결정이 세상에 어떻게 나타나는가? AIP에서 결정을 내리고 프로덕션 환경에서 결과에 영향을 미치는 단계를 어떻게 줄이거나 축소할 수 있을까?

그림 35. 온톨로지에서의 Data 의사결정 방법론

그림 36. 온톨로지에서의 Logic 의사결정 방법론



자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

4) 다양한 산업 포트폴리오 확보(Commercial)

동사의 강점은 다양한 산업에서 필요로 하는 기능을 짧은 시간 안에 구축해 솔루션을 제공한다는 것이다. 이는 Ontology와 같은 기술력과 그동안의 레퍼런스 덕분이다. Use Case 확보를 강조하는 생성AI 산업에서 동사의 경쟁력이 부각받을 수밖에 없는 이유다. 현재 동사의 커머셜 매출 비중은 3Q24 기준으로 43.7%이다.

표 15. 상업 고객 사례

기업명	내용
Panasonic Energy	금융, 품질 관리, 제조 운영 전반에 걸쳐 AIP를 사용하는 3년 확장 계약 체결
Nebraska Medicine	美 의료 기관 Nebraska Medicine과 AI 소프트웨어 공급 계약 체결
APA Corporation	글로벌 석유 가스 기업 APA Corporation과 다년 간 수백만 달러 규모로 2021년 체결한 계약 연장
Tree Energy Solutions(TES)	글로벌 에너지 기업 Tree Energy Solutions(TES)와 AI 소프트웨어 공급 위한 파트너십 체결
Wendy's Quality Supply Chain	식품 협동조합 Wendy's Quality Supply Chain과 AIP 도입 및 디지털 혁신 위한 파트너십 체결
LIG 넥스원	韓 방위 기업 LIG 넥스원과 AI SW 파트너십 체결
Microsoft	美 방위 및 정보 부문에 안전한 클라우드, AI 및 분석 기능 제공 위한 파트너십 체결
Sompo	브라질 보험 기업 Sompo와 3년 간 디지털 혁신 강화 위한 파트너십 체결
BP	글로벌 2위 영국 석유 기업 BP와 5년 간 AIP 소프트웨어 도입 위한 전략적 파트너십 체결
AARP(미국은퇴자협회)	매월 2,900만 명의 고위 방문자에게 맞춤형 경험 제공 위해 AIP 활용 중
Eaton	AIP를 통해 ERP 배포 현대화 및 재무, 판매, 공급망 사용 사례 확대
Kinder Morgan	스토리지 최적화, 파이프라인 무결성 모니터링 및 전력 최적화 등에 활용하며 Foundry 및 AIP 엔터프라이즈 5년 확장 계약 체결
북미 주요 제조 기업	2022년 말부터 협력하여 2023년 잠정 실적 500만달러로, 올해는 2,000만달러로 더욱 확장될 전망
미국 대표 병원	2021년 협력하여 2022년 약 150만달러, 2023년에는 400만달러 이상의 수익 창출했으며, 올해는 1,500만달러 정도의 수익 창출 예정
대형 도매 보험 브로커 기업	부트캠프 후 16일만에 초기 생산 자동화 정책 검토 사용에 대한 7자릿수 계약 체결
편의점 체인	부트캠프 프로토타입에서 25일만에 유료 파일럿으로 전환 통해 재고 관리 및 가격 최적화 사용 사례를 초기 생산으로 전환

자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

5) 오랜 기간 전세계 공공기관 레퍼런스 확보(Government)

동사는 최초로 미국 국방부의 데이터를 분석하는 프로젝트부터 시작했다. 이에 공공기관 영역에서 오랜 기간 정부 기관 레퍼런스를 확보해왔고, 구축해 온 견고한 레퍼런스를 통해 대규모 계약을 체결하고 있다. FY3Q24 기준 정부와의 계약을 통한 매출액 4.1억달러(+33% YoY)를 달성하며, 강한 성장세를 보이고 있다.

표 16. 정부 사업 사례

기관명	내용
전투 사령부	합동 참모진 지원 위해 추가 5년 간 최대 4억 8천만달러 지원금 수령 예정
CDAO(인공지능사무국)	국방 기술 회사, 기존 고객사 및 정부 개발자와의 3,300만달러 계약 체결 동사가 제공하는 Maven을 기반으로 애플리케이션 및 통합 개발을 지원하는 신규 이니셔티브 Open DAGIR 발표
美 군대 전반	미군과 5년 간 최대 1억 달러 규모의 Maven Smart System(NGA의 Maven AI 인프라의 일부)의 접근성 확대 위한 계약 체결
美 공군	美 공군과 1년 간 800만 달러 규모의 상업용 AI 미션 컨트롤 소프트웨어 및 통합 서비스 계약 체결
美 육군	美 육군과 5년 간 9,920만 달러 규모의 사용자 중심 머신러닝 UCML 제품 지원 위한 계약 체결

자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

6) 지속적인 제품 혁신

가장 최근 출시한 제품은 Warp Speed다. 제조업 혁신을 가져올 제품이다. AI 시대가 본격화되는 시점에서 얼마나 정확히 미래 적용 산업군을 파악하고 있는지 알 수 있는 부분이다. Warp Speed란 ERP, MES, PLC를 포함한 제조 운영의 다양한 측면을 통합하도록 설계된 온톨로지 기술 기반의 제품이다.

표 17. 팔란티어 주요 제품

제품명	내용
AIP (Artificial Intelligence Platform)	- 2023년 출시한 AI 기반 LLM 추론 모델로, 이를 통해 온톨로지(Ontology)를 구축하여 고객 데이터를 통합 분석 및 시각화 - 기존 동사 파견개발자(FDE)가 온톨로지 구축 시 약 6개월 기간이 소요되었으나, AIP 활용을 통해 며칠 만에 시스템 구축 가능 - 최근 Cisco, JD Power, 캐나다 왕립 은행 등 대기업에 채택되며 높은 도입 추세를 통해 전사 매출 및 마진에 기여 중
Foundry	- 군사용에 특화된 고담을 일반 기업 대상으로 개량하여, 기업 내 정형/비정형 데이터를 수집, 통합, 분석, 시각화하는 풀 스택 SW - 실시간으로 생성되는 데이터를 기반으로 분석이 이루어져 기업의 실질적 의사결정에 기여 - 최신 의사결정을 반영하여 지속적 개선이 이뤄지며, 오픈 데이터 소스로 기업이 기존에 사용하던 타사 ERP SW와의 연동도 가능 - 초기에는 금융사기, 부실 대출 방지 등에 사용되었으며 최근 공급망 관리, 제품 생산관리, 신약 개발 등에도 사용되는 중
Gotham	- 2008년 출시된 동사 최초의 SW 플랫폼으로, 정부 및 국방 기관용 정보 수집 및 빅데이터 분석 플랫폼 - AI 및 머신러닝 기술 탑재로 정부기관의 정형/비정형 데이터를 통합 및 연결해 실시간으로 수집 및 분석하여 숨겨진 패턴을 식별 - 주로 총기 및 마약 거래 등 지하경제 파악, 테러조직 검거, 금융 사기 추적 등의 용도로 사용되며 특히 군사 작전에 특화 - 넵튠 스피어 작전, 러시아-우크라이나 전쟁, 버나드 메이도프 폰지 사기 적발 등에 사용되었음
Apollo	- 고담과 파운드리를 배포 및 관리하는 SaaS 솔루션으로 초기에는 파운드리의 퍼블릭 클라우드 SaaS 인프라를 지원하기 위해 구축 - 위성, 잠수함, 초고도 보안 네트워크, 기밀 클라우드 등 타 SaaS 플랫폼이 도달할 수 없는 특수 환경에서 동사의 제품 실행 가능 - 일주일에 41,000회 이상의 업데이트를 지속적으로 배포할 수 있도록 하여 기업 내 엔지니어의 작업량을 줄여주는 역할 수행

자료: 팔란티어 테크, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. DCF 밸류에이션

(백만달러)

	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E
Total Revenue	1,093	1,542	1,906	2,225	2,805	3,611	4,442	5,442	6,639	8,033	9,679
<i>YoY growth</i>	-	41.1%	23.6%	16.7%	26.1%	28.8%	23.0%	22.5%	22.0%	21.0%	20.5%
Free Cash Flow	-77	321	184	697	982	1,336	1,688	2,073	2,536	3,077	3,717
<i>YoY growth</i>	-	-518.2%	-42.8%	279.4%	40.8%	36.1%	26.3%	22.8%	22.3%	21.3%	20.8%
<i>% of revenue</i>	-7.0%	20.8%	9.6%	31.3%	35.0%	37.0%	38.0%	38.1%	38.2%	38.3%	38.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. DCF 밸류에이션

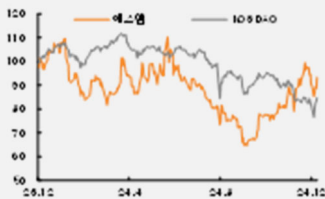
Cost of Equity		Terminal Multiple	
Risk free rate	3.0%	Perpetual growth rate	3.0%
Beta	1.2	WACC	7.8%
Risk premium	4.0%	Terminal Multiple	20.7x
Cost of Equity	7.8%		
WACC		DCF Value- 20 year	
Current equity value	\$32,395	Total PV of Projected FCF	\$9,890
Total debt	(209.0)	PV of terminal value	17,095
Cost of debt	5.0%	Total PV of operations	26,986
Tax rate	15%	+ Cash	1703.0
WACC	7.8%	- Debt	209.0
		Equity value	28,898
		Shares outstanding	343.5
		DCF Value	\$84

자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 104,000원
현재주가(24/12/13)	81,000원
상승여력	28.4%

영업이익(24F,십억원)	71
Consensus 영업이익(24F,십억원)	78
EPS 성장률(24F,%)	-57.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.0
P/E(24F,x)	51.9
MKT P/E(24F,x)	10.1
KOSDAQ	693.73
시가총액(십억원)	1,892
발행주식수(백만주)	23
유동주식비율(%)	57.0
외국인 보유비중(%)	13.7
베타(12M) 일간수익률	0.85
52주 최저가(원)	56,000
52주 최고가(원)	95,800

(%)	1M	(%)	1M
절대주가	13.3	절대주가	13.3
상대주가	12.6	상대주가	12.6



[엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraeasset.com

에스엠

IP 흥행 노하우 우리가 Know How

성공의 유연성을 제거한 핑크 블러드

동사에 대한 투자 의견 '매수' 유지 및 목표주가를 기존 94,000원에서 104,000원으로 10.6% 상향한다. 국내 엔터테인먼트 섹터가 산업으로 자리잡을 수 있었던 것은 사업 모델이 아티스트매니지먼트가 아닌 아티스트 기획을 중심으로 하기 때문이다. 당사는 지난 30년간 1) 그룹형 아티스트 기획력과 2) 팬덤 관리 시스템을 체계화해 아티스트의 Hit Ratio를 높였다. 에스엠 팬덤의 아티스트 내리사랑, 유연이 아닌 철저한 시스템 아래 형성된 핑크 블러드다.

추후 생성AI의 발전으로 버추얼 아티스트 시장이 개화됨에 따라 동사의 시장 점유율이 클 것으로 기대되는 이유다. 에스엠은 2020년부터 버추얼 아티스트 시장의 가능성을 확인하고 에스파의 가상 자아 버전인 ae-에스파를 함께 선보였다. 또한 대형 기획사 최초로 버추얼 아이돌인 nævis가 데뷔했다. 시장의 니즈를 정확하게 읽는 능력은 버추얼 아이돌 시장에서의 성공 확률을 긍정적으로 보게 한다.

25년 상반기 주가를 결정짓는, 신인 모멘텀

내년 상반기까지 주가는 신인걸그룹 기대감으로 간다. 20년 11월 17일 데뷔한 에스파는 19개월만에 앨범 밀리언셀러에 등극, 27개월만에 아레나 급 콘서트를 진행했다. RIIZE도 NCT WISH도 데뷔 1년만에 연간 앨범 판매량이 180만장에 육박한다. IP성공이 빠를수록 IP가 창출하는 이익의 규모가 커진다. 저연차에는 정산율 배분이 회사에 유리하기 때문이다. 에스파 → RIIZE → NCT WISH 다음에도 성공한다면? 에스엠이 기획한 아이돌의 hit ratio가 밸류에이션에 반영된다.

25년 하반기 주가를 결정짓는, 2분기 체질 개선 증명

상반기를 지나 주가가 우상향을 지속하기 위해서는 이익률 개선으로서 회사의 이익 창출 역량을 증명해야 한다. 4Q23부터 3Q24까지 네 개 분기 연속 영업이익은 시장 예상치를 하회했다. 별도보다 자회사의 저조한 이익률이 원인이다.

저연차 아티스트 매출 비중은 앨범에서 '23 26% → 24' 43% → 25' 54%, 공연에서 '23 23% → 24' 26% → 25' 46%로 증가한다. 콘텐츠 제작비도 안정화돼 별도 이익률은 개선될 것이다. 자회사의 실적이 이를 뒷받침해주어야 한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	851	961	956	1,106	1,267
영업이익 (십억원)	91	113	71	124	158
영업이익률 (%)	10.7	11.8	7.4	11.2	12.5
순이익 (십억원)	80	87	37	92	121
EPS (원)	3,363	3,664	1,560	3,870	5,074
ROE (%)	12.2	12.3	5.1	12.1	14.4
P/E (배)	22.8	25.1	51.9	20.9	16.0
P/B (배)	2.6	2.9	2.5	2.3	2.1
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 에스엠 아티스트

구분 정의	고연차		저연차	
	데뷔 만 7년 초과		데뷔 만 7년 이하	
아티스트	보아	24	WayV	5
	동방신기	20	에스파	4
	슈퍼주니어	18	RIIZE	1
	소녀시대	17	NCT WISH	0
	샤이니	16	Dear Alice	0
	엑소	12	nævis	0
	레드벨벳	10	신인 걸그룹	1Q25 데뷔 예정
	NCT127	8	신인 보이그룹	25년 데뷔 예정
	NCT DREAM	8		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 에스엠 최초 버추얼 아티스트 nævis



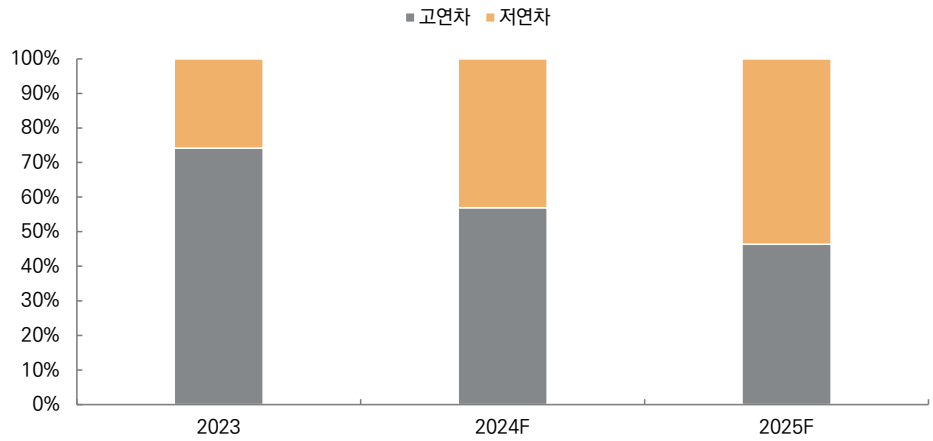
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 가상 자아 아바타와 함께 데뷔한 에스파



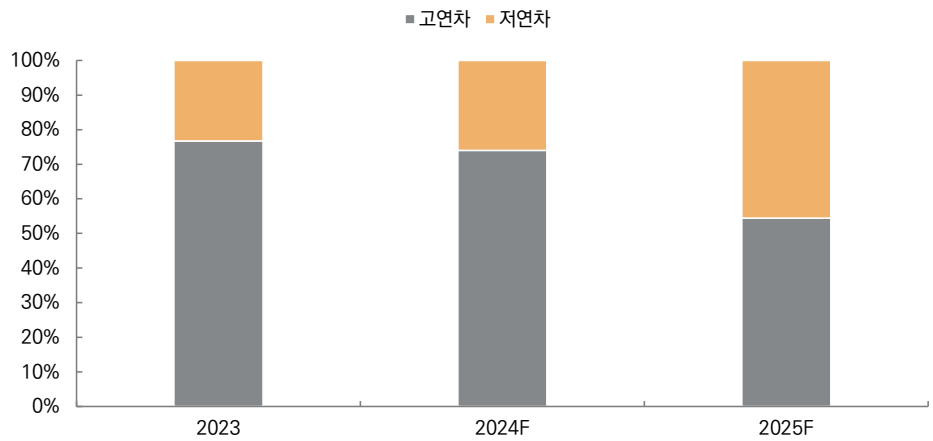
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 앨범 사업부 매출 비중



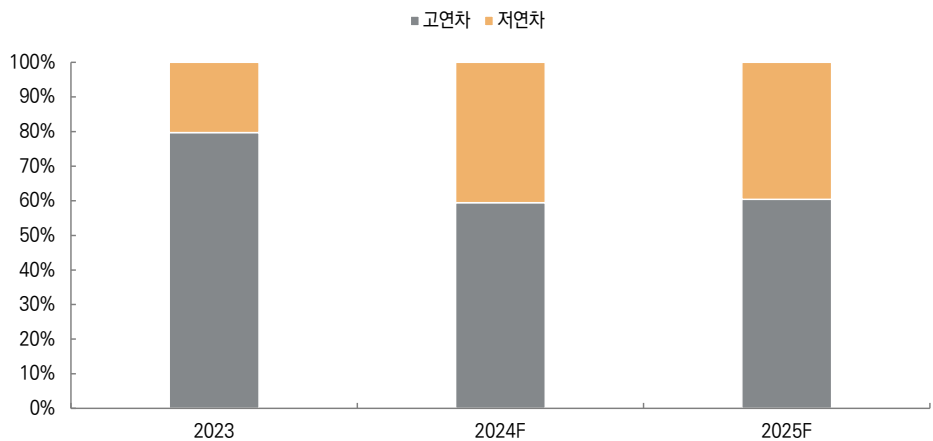
자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 음원 사업부 매출 비중



자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 공연 사업부 매출 비중



자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 2024년 발매한 앨범

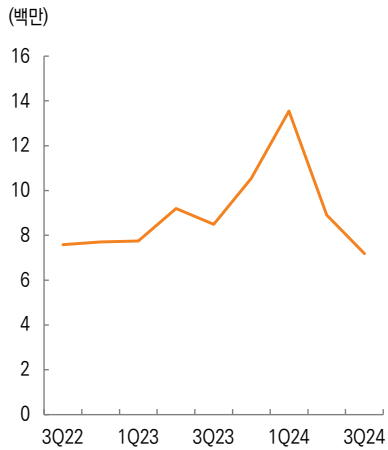
(원/십억원)

아티스트	분기	발매일	앨범명	정가	누적 판매량 (직전 분기 누적)	총 판매금액	합계
태용	1Q	24.2.26	TAP - The 2nd Mini Album	16,300	285,756	3.7	3.7
NCT WISH		24.2.28	WISH	14,100	359,533 (350,708)	5.1	4.4
			WISH (SMC)	12,600	81,256 (44,995)	1.0	
웬디		24.3.12	Wish You Hell - The 2nd Mini Album	16,300	123,010	1.6	1.9
			Wish You Hell - The 2nd Mini Album (Nemo)	12,600	28,953	0.3	
NCT DREAM		24.3.25	DREAM()SCAPE	17,800	2,217,517	31.6	34.6
			DREAM()SCAPE (SMC)	12,600	199,830	2.0	
			DREAM()SCAPE (Nemo)	10,800	111,874	1.0	
슈퍼주니어 D&E		24.3.26	606	15,500	199,817 (176,469)	3.1	2.2
도영		24.4.22	청춘의 포말 (YOUTH) - The 1st Album	17,800	384,935	5.5	5.5
에스파	24.5.27	Armageddon - The 1st Album	20,900	1,334,023 (1,073,907)	27.9	23.2	
		Armageddon - The 1st Album (SMC)	14,100	78,575 (60,000)	1.1		
수호	24.5.31	점선면 (1 to 3) - The 3rd Mini Album	17,800	125,717 (123,304)	2.2	1.9	
		점선면 (1 to 3) - The 3rd Mini Album (SMC)	13,400	12,553 (12,333)	0.2		
Wayv	24.6.3	Give Me That - The 5th Mini Album	17,800	362,848 (336,723)	6.5	5.3	
		Give Me That - The 5th Mini Album (SMC)	13,400	50,789 (50,266)	0.7		
RIIZE	24.6.17	RIIZING - The 1st Mini Album	17,800	999,472 (962,509)	17.8	16.8	
		RIIZING - The 1st Mini Album (Nemo)	12,200	214,130 (192,413)	2.6		
		RIIZING - The 1st Mini Album (SMC)	13,400	114,079 (113,347)	1.5		
레드벨벳	24.6.24	Cosmic	17,800	213,592 (160,287)	3.8	5.0	
		Cosmic (SMC)	13,400	42,860	0.5		
		Cosmic (Nemo)	13,400	49,954	0.7		
NCT WISH	24.7.1	Songbird	12,600	389,976	4.9	6.4	
		Songbird (SMC)	13,400	112,335	1.5		
NCT127	24.7.15	WALK - The 6th Album	17,800	834,480	14.9	16.7	
		WALK - The 6th Album (SMC)	14,100	98,030	1.4		
		WALK - The 6th Album (Nemo)	13,400	107,813	1.4		
재현	24.8.26	J - The 1st Album	22,300	317,702	7.1	8.4	
		J - The 1st Album (Nemo)	16,400	76,997	1.3		
찬열	24.8.28	Black Out - The 1st Mini Album	14,100	340,159	4.7	5.6	
		Black Out - The 1st Mini Album (SMC)	13,400	22,171	0.9		
RIIZE	24.9.4	RIIZING : Epilogue - The 1st Mini Album	14,100	289,903	4.0	4.6	
		RIIZING : Epilogue - The 1st Mini Album (TAPE)	14,800	38,293	0.6		
KEY	24.9.23	Pleasure Shop - The 3rd Mini Album	19,300	213,592	1.7	2.0	
		Pleasure Shop - The 3rd Mini Album (Nemo)	13,400	317,702	0.3		
NCT WISH	24.9.24	Steady - The 1st Mini Album	17,800	340,159	5.9	10.7	
		Steady - The 1st Mini Album (Nemo)	14,100	332,166	4.8		

주: 국내 앨범은 씨클차트, 일본 앨범은 오리콘 차트 기준으로 실제 판매량과 차이 존재. 에스엠에서 인식하는 매출은 정가가 아닌 유통가를 기준으로 함으로 정가에 유통 수수료를 제외한 금액을 매출로 인식

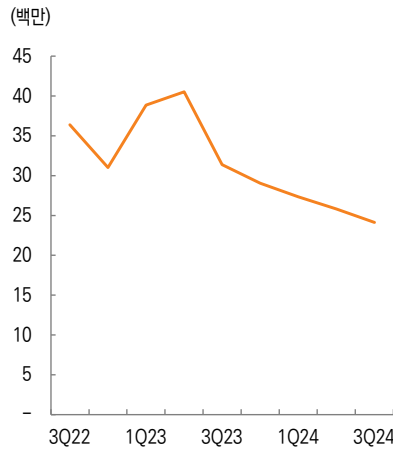
자료: SM TOWN &Store, 씨클차트, 미래셋증권 리서치센터

그림 43. 동방신기 스포티파이 스트리밍수



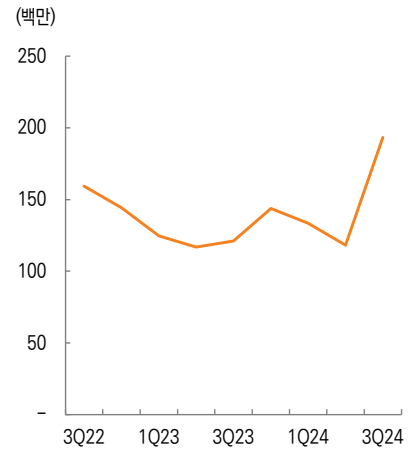
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 슈퍼주니어 스포티파이 스트리밍수



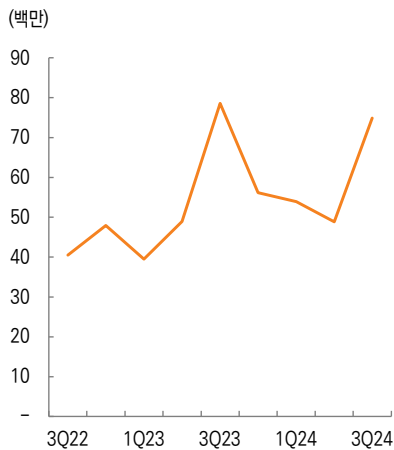
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 소녀시대 스포티파이 스트리밍수



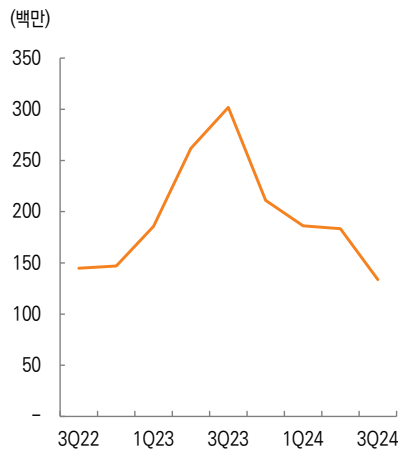
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 사이니 스포티파이 스트리밍수



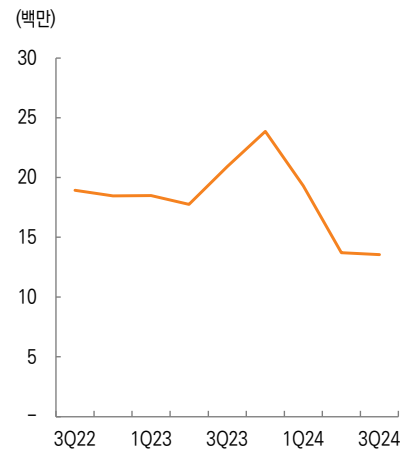
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. EXO 스포티파이 스트리밍수



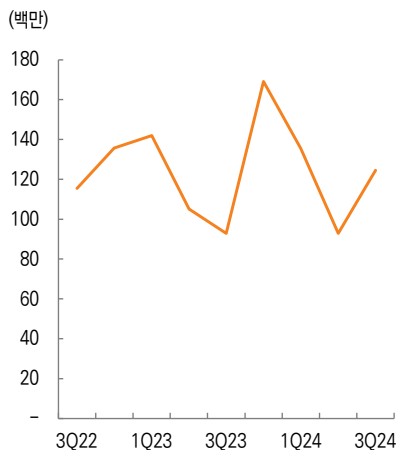
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. NCT 스포티파이 스트리밍수



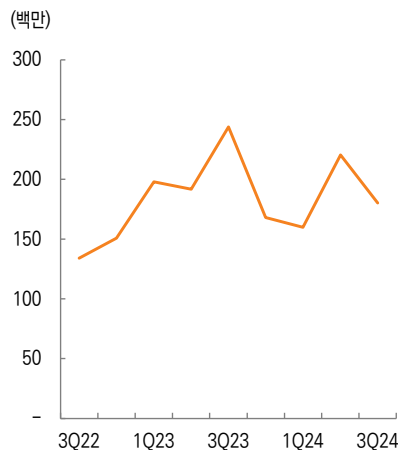
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. NCT127 스포티파이 스트리밍수



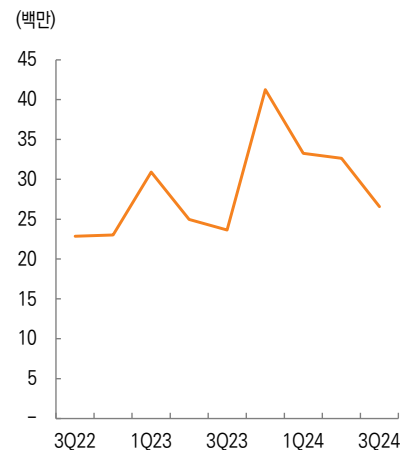
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. NCT드림 스포티파이 스트리밍수



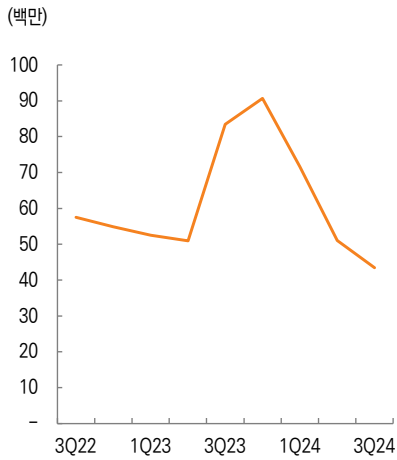
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. WayV 스포티파이 스트리밍수



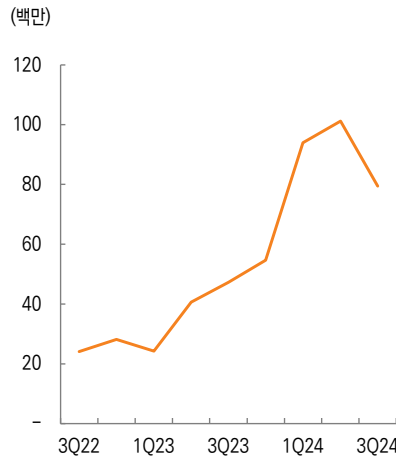
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. NCT U 스포티파이 스트리밍수



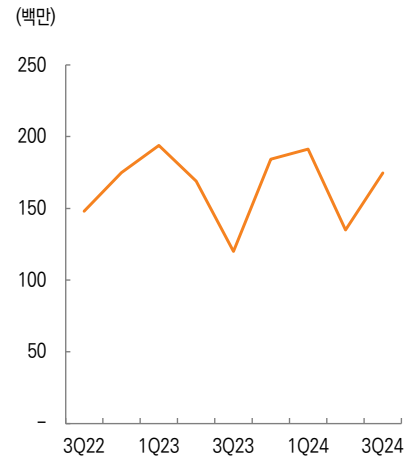
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. NCT솔로 스포티파이 스트리밍수



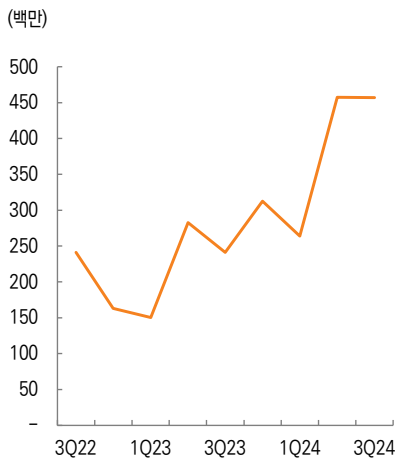
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 레드벨벳 스포티파이 스트리밍수



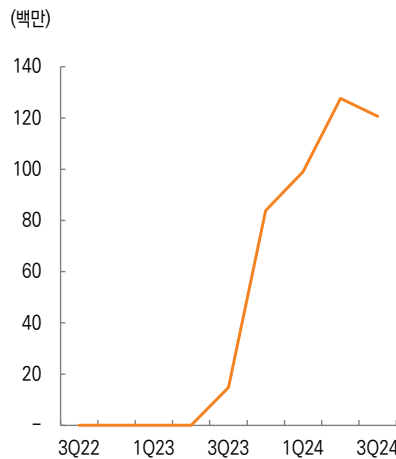
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 에스파 스포티파이 스트리밍수



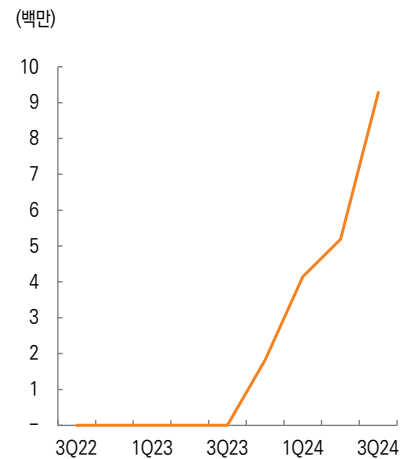
자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. RIIZE 스포티파이 스트리밍수



자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. NCTWISH 스포티파이 스트리밍수



자료: 스포티파이, 미래에셋증권 리서치센터

표 21. SM 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출	204	240	266	250	220	254	242	245	960	956	1,091	1,267
YoY	20%	30%	12%	-3%	8%	6%	-9%	-2%	13%	0%	17%	15%
SME	128	139	189	164	136	174	172	175	619	658	730	844
SM C&C	21	29	34	43	24	28	25	30	127	106	108	113
KEYEAST	19	13	10	10	25	16	13	13	52	68	72	84
DREAM MAKER	22	35	18	20	13	8	10	9	94	40	88	88
SMC	27	20	24	12	27	19	22	18	83	86	108	138
영업이익	18	36	51	11	16	25	13.3	26	115	79	124	158
YoY	-5%	84%	70%	-52%	-15%	-31%	-74%	135%	27%	-31%	62%	27%
영업이익률	9%	15%	19%	4%	7%	10%	6%	11%	12%	8%	11%	12%
지배주주순이익	21	25	83	2	11	7	6	12	87	37	92	121
YoY	-23%	3%	225%	-18%	-49%	-71%	-93%	-127%	9%	-58%	126%	32%
지배주주순이익률	10%	11%	31%	1%	5%	3%	2%	5%	9%	4%	8%	9%
앨범/음원	60	54	113	91	55	72	73	80	318	280	310	377
출연료	17	21	21	27	20	21	23	24	86	87	91	96
콘서트	20	20	24	12	25	37	38	26	77	126	144	143
MD/라이선싱	30	42	29	34	36	44	38	45	135	162	181	224
기타	2	2	0	1	1	1	1	1	4	3	4	4
앨범/음원	47%	39%	60%	55%	40%	41%	42%	46%	51%	43%	42%	45%
출연료	13%	15%	11%	16%	15%	12%	13%	13%	14%	13%	13%	11%
콘서트	16%	14%	13%	7%	18%	21%	22%	15%	12%	19%	20%	17%
MD/라이선싱	23%	30%	15%	21%	26%	25%	22%	25%	22%	25%	25%	27%
기타	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	0%

표 22. 실적 변경표

(십억원)

	4Q24F		2024F		변경 사유
	기존	기존	변경	변경	
매출	220	245	931	958	콘서트 회차 추가에 따른 매출 상향 영업외손익 증가에 따른 지배주주순이익 하향
영업이익	23	26	76	79	
지배주주순이익	16	12	41	37	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 23. SM 목표 주가 산출

항목	값	
25F 지배주주순이익(십억원)	91.5	- 주력 남자 아이돌의 일본 활동이 중첩된 17-18 평균 P/E 24.3x에 중국 시장 개방에 대한 기대감을 반영하여 10% 할증
Target P/E	26.7	
목표 시가총액(십억원)	2,459	- 10%는 5월 23일 인디밴드 중국 현지 공연 허가 보도 당시 당사 커버리지 3사에 적용된 프리미엄 평균
주식수(천주)	23,589	
목표주가(원)	104,000	
현재주가(원)	80,700	
상승여력	28.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 24. 2024년 및 주요 일정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F
	한국 4, 일본 2	한국 7	한국 7, 일본 4	한국 8, 일본 3
	콘서트 41회	콘서트 58회, 팬미팅 12회	콘서트 111회, 팬미팅 2회	콘서트 68회
SM	콘서트 2회			
BoA				콘서트 4회
동방신기	콘서트 4회	콘서트 1회		일본 정규(11/6)
슈퍼주니어	L.S.S 일본앨범(1/17) 슈퍼주니어 D&E(3/26)"		성민 싱글 앨범(8/22)	예성 미니 앨범(11/5)
	L.S.S 콘서트 5회	L.S.S 콘서트 2회 콘서트 2회"	콘서트 11회	
소녀시대				태연 미니 앨범
샤이니	콘서트 2회 민호 팬콘 2회 키 콘서트 2회 태민 콘서트 2회"	콘서트 3회 민호 팬콘 2회	키 일본 싱글(6/26) 키 미니 앨범(9/23)	민호 정규 앨범(11/4)
			키 콘서트 11회	민호 콘서트 2회
EXO		수호 솔로앨범	찬열 솔로앨범(8/28)	
		수호 콘서트 3회	수호 콘서트 13회	수호 콘서트 2회 찬열 콘서트 14회
NCT		마크 싱글앨범		
NCT127	태용 솔로앨범(2/26)	도영 솔로앨범(4/22) 태용 입대	정규 앨범(7/15) 재현 솔로앨범(8/26)	
	콘서트 13회	도영 콘서트 9회	팬미팅 2회 도영 콘서트 9회	도영 콘서트 3회 유타 콘서트 9회
NCT DREAM	미니앨범(3/25)	일본 싱글앨범	영어 싱글(8/23)	정규 앨범
		콘서트 15회	콘서트 13회	콘서트 9회
WayV	텐 솔로앨범(2/13)	미니앨범	일본 미니 앨범(8/8)	미니 앨범
	텐 팬콘 4회	텐 팬콘 3회 루카스 팬콘 3회	콘서트 12회	콘서트 4회
레드벨벳	웬디 미니앨범(3/12)		팬콘 8회	아이린 미니앨범
에스파		정규 앨범(5/27)	일본 싱글(7/3)	미니 앨범(10/21)
		콘서트 2회	콘서트 24회	
RIIZE		디지털 싱글(4/3), 미니앨범	미니 앨범(9/4) 일본 싱글(7/29)	
		콘서트 8회	콘서트 24회	
NCT WISH	싱글 앨범(2/28)		싱글 앨범(7/1) 미니 앨범(9/24)	일본 정규 앨범
		팬미팅(12회)		콘서트 12회
Naevis				싱글 앨범
신인 걸그룹				
디어 엘리스			BBC 다큐멘터리(8월)	데뷔

주: 미보도 일정은 당사 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터

에스엠 (041510)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	961	956	1,106	1,267
매출원가	620	659	709	791
매출총이익	341	297	397	476
판매비와관리비	228	226	272	318
조정영업이익	113	71	124	158
영업이익	113	71	124	158
비영업손익	6	2	4	10
금융손익	8	5	9	11
관계기업등 투자손익	47	33	31	0
세전계속사업손익	119	73	128	168
계속사업법인세비용	36	34	41	54
계속사업이익	83	39	87	115
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	83	39	87	115
지배주주	87	37	92	121
비지배주주	-5	2	-5	-6
총포괄이익	80	39	87	115
지배주주	86	42	94	123
비지배주주	-6	-3	-7	-9
EBITDA	171	128	183	220
FCF	94	65	132	164
EBITDA 마진율 (%)	17.8	13.4	16.5	17.4
영업이익률 (%)	11.8	7.4	11.2	12.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.1	3.9	8.3	9.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	858	833	877	1,000
현금 및 현금성자산	303	321	361	410
매출채권 및 기타채권	153	137	158	181
재고자산	26	19	22	25
기타유동자산	376	356	336	384
비유동자산	683	679	714	754
관계기업투자등	168	167	193	221
유형자산	71	71	71	74
무형자산	204	201	204	207
자산총계	1,541	1,512	1,591	1,754
유동부채	519	480	494	565
매입채무 및 기타채무	301	280	310	355
단기금융부채	70	49	26	28
기타유동부채	148	151	158	182
비유동부채	112	112	118	124
장기금융부채	76	76	76	76
기타비유동부채	36	36	42	48
부채총계	632	592	611	688
지배주주지분	722	731	796	888
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	362	362	362	362
이익잉여금	365	374	439	531
비지배주주지분	187	189	184	178
자본총계	909	920	980	1,066

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	113	95	162	199
당기순이익	83	39	87	115
비현금수익비용가감	94	79	86	105
유형자산감가상각비	30	30	30	32
무형자산상각비	28	27	28	30
기타	36	22	28	43
영업활동으로인한자산및부채의변동	-34	3	20	22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	17	-21	-23
재고자산 감소(증가)	1	6	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	-20	30	32
법인세납부	-35	-34	-41	-54
투자활동으로 인한 현금흐름	-83	-33	-44	-96
유형자산처분(취득)	-19	-30	-30	-35
무형자산감소(증가)	-32	-24	-31	-33
장단기금융자산의 감소(증가)	27	21	12	-28
기타투자활동	-59	0	5	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-49	-52	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	33	-21	-23	3
자본의 증가(감소)	-5	0	0	0
배당금의 지급	-28	-28	-28	-28
기타재무활동	-43	0	-1	0
현금의 증가	-14	18	40	49
기초현금	318	303	321	361
기말현금	303	321	361	410

자료: 에스엠, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	25.1	51.9	20.9	16.0
P/CF (x)	12.4	16.3	11.1	8.8
P/B (x)	2.9	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	11.8	13.4	9.1	7.2
EPS (원)	3,664	1,560	3,870	5,074
CFPS (원)	7,427	4,964	7,286	9,225
BPS (원)	31,631	32,011	34,701	38,595
DPS (원)	1,200	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	34.0	72.0	32.2	24.6
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	13.0	-0.6	15.7	14.6
EBITDA증가율 (%)	12.9	-25.5	43.0	20.4
조정영업이익증가율 (%)	24.7	-37.5	75.6	26.7
EPS증가율 (%)	8.9	-57.4	148.0	31.1
매출채권 회전율 (회)	6.2	6.6	7.5	7.5
재고자산 회전율 (회)	41.8	42.8	53.6	53.4
매입채무 회전율 (회)	2.9	3.3	3.4	3.3
ROA (%)	5.5	2.6	5.6	6.8
ROE (%)	12.3	5.1	12.1	14.4
ROIC (%)	32.1	12.9	31.0	40.7
부채비율 (%)	69.4	64.3	62.4	64.6
유동비율 (%)	165.3	173.7	177.7	177.1
순차입금/자기자본 (%)	-39.0	-40.4	-42.6	-45.5
조정영업이익/금융비용 (x)	19.9	14.2	25.0	34.9

스튜디오드래곤

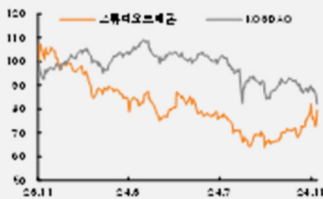
주가의 Key factor 편성 편수의 증가

본 자료는 2024년 11월 18일 기 발간 자료입니다.

Equity Research
2024.11.18

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	61,000원
현재주가(24/11/15)	43,250원
상승여력	41.0%

영업이익(24F,십억원)	37
Consensus 영업이익(24F,십억원)	41
EPS 성장률(24F,%)	9.7
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.3
P/E(24F,x)	38.7
MKT P/E(24F,x)	10.0
KOSDAQ	685.42
시가총액(십억원)	1,300
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	45.2
외국인 보유비중(%)	8.5
베타(12M) 일간수익률	0.22
52주 최저가(원)	34,100
52주 최고가(원)	56,600
(%)	1M 6M 12M
절대주가	12.1 -5.7 -20.0
상대주가	26.7 19.3 -6.8



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraesasset.com

주가의 Key factor 편성 편수의 증가

동사의 주가는 편성편수와 높은 상관관계가 있다. 25년 동사의 편성편수는 전년 대비 25% 증가할 것으로 전망함에 따라 장기간 우하향하던 주가가 24년 말을 기점으로 방향을 전환할 것이다.

연말이 다가오며 각 방송사들이 계획을 밝히고 있다. 우선 tvN에서 수목 드라마를 다시 추진한다. 그렇다면 tvN은 월화/수목/토일에 드라마를 방영하는데 이는 TV광고 업황 악화로 드라마가 편성이 줄어들기 전인 20년대 이전과 동일하다. 거기에 넷플릭스, 디즈니플러스, 티빙 등 오리지널 제작이 추가돼 제작사의 Q 증가에 대한 기대감으로 드라마 제작사에 수급이 집중됐던 그 당시의 상황이 산업 내부에서 재현되고 있는 것이다.

선재업고투어로 증명한 드라마P의 확장성과 C 효율화 가능성

현재 드라마 산업의 침체를 불러온 것은 결국 제작비다. TV 방송사가 감당할 수 없을 만큼 커진 제작비로 편성 편수가 줄어들고 글로벌 스트리밍 플랫폼의 시장 지배력이 강화됐다. 제작비 증가에는 시청자들의 높아진 눈높이, CG의 증가 등 다양한 원인이 있지만 배우의 출연료 상승이 가장 주된 것으로 꼽힌다.

스튜디오드래곤은 이후 신인 배우의 기용으로 C의 효율화를 꾀하고자 한다. 또한 고도화되고 있는 생성AI 기술을 활용해 제작의 생산성을 증대한다면 리콥을 상향 이상의 이익률 개선이 가능하다.

목표주가 61,000원, 매수 의견으로 커버리지 개시

25년 영업이익 516억원에 Target EV/EBIT 32.5x를 적용한 목표주가 61,000원으로 커버리지를 개시한다. Target EV/EBIT은 드라마 제작 수요 증가에 따른 기대감을 반영해 최근 3년 EV/EBIT +1SD이다.

코로나 이후 4년만의 침체기를 지나 드라마 수요가 정상화되고 있다. 동사는 그동안 다양한 작품을 통해 역량을 증명했으며 25년 매출 성장률 21.8%, 영업이익 성장률 40.5%를 기록하며 주가가 우상향할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	698	753	525	639	721
영업이익 (십억원)	65	56	37	52	64
영업이익률 (%)	9.3	7.4	7.0	8.1	8.9
순이익 (십억원)	51	30	33	47	59
EPS (원)	1,684	1,001	1,098	1,564	1,950
ROE (%)	7.5	4.4	4.6	6.1	7.2
P/E (배)	51.1	51.5	41.2	28.9	23.2
P/B (배)	3.9	2.2	1.8	1.7	1.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자 개요

표 25. 스튜디오드래곤 투자 개요

기업 개요		투자 매력도 항목		
기업명	스튜디오드래곤		Main	Sub
국가	한국	사업 유형	제작사	
서비스 국가	한국	1차 분류	제작사	
시가총액(십억원)	1,300.0	2차 분류		
Target EV/EBIT	32.5x	Key factor	제작 편수	제작비 x 리튬율

주요 내용

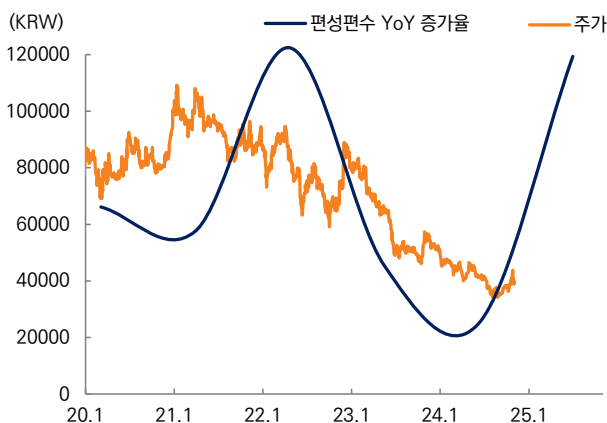
투자포인트 1. Q의 증가와 C의 효율화로 이익 개선

투자포인트 2. 선재업고투어로 증명한 드라마IP의 확장성과 C 효율화 가능성

Risk. 투자 매력도가 떨어지는 제작사 BM

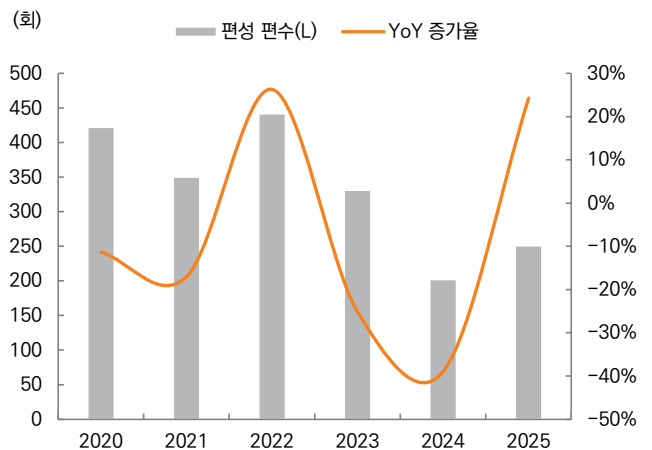
주요 차트

그림 58. 주가는 편성편수에 연동



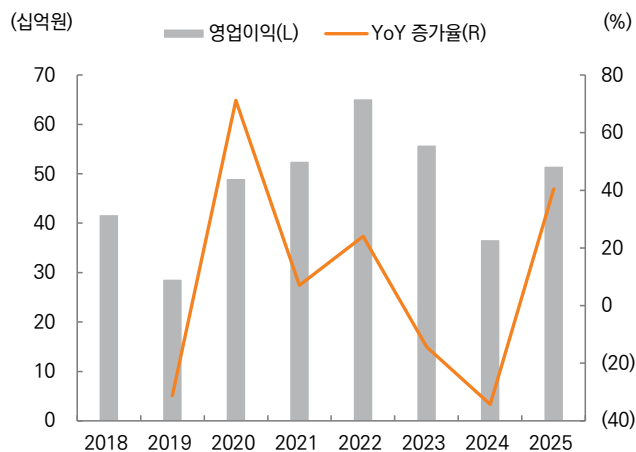
자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 25년 편성편수 24% 증가 예상



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 60. 영업이익 및 YoY 증가율 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 61. 12MF EV/EBIT 차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 주가의 Key factor 편성 편수가 증가한다

편성편수
= 드라마 제작 편수 * 회차

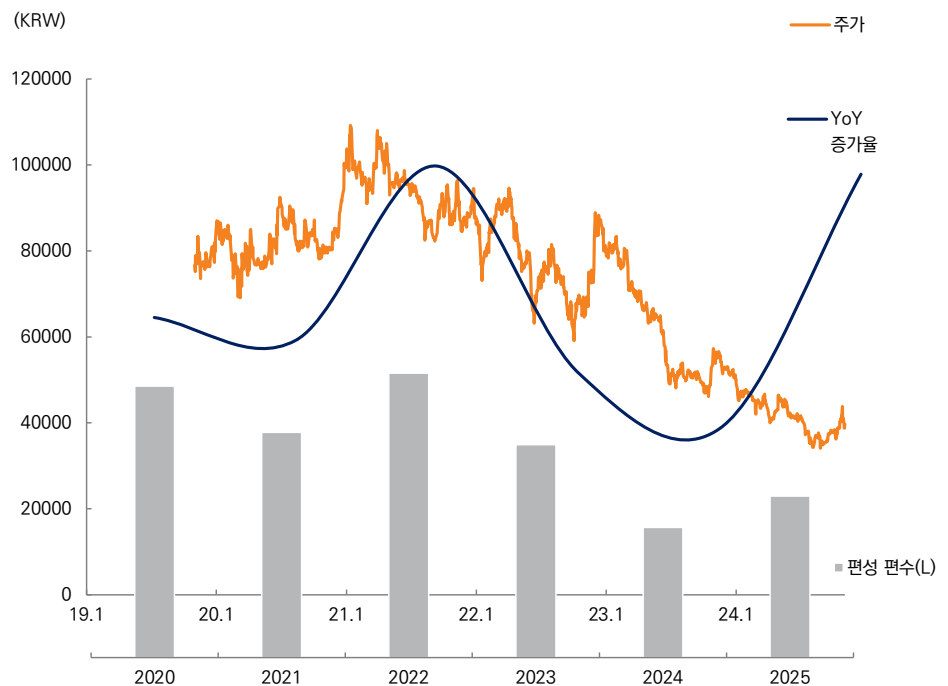
동사의 주가는 편성편수와 높은 상관관계가 있다. 25년 동사의 편성편수는 전년 대비 25% 증가할 것으로 전망함에 따라 장기간 우하향하던 주가가 24년 말을 기점으로 방향 전환할 것이다.

매출과 영업이익은 편성편수와 양의 상관관계가 있다. 드라마 수익 구조는 다음과 같다.

$$\text{매출} = \sum \text{편당 제작비} * \text{제작 편수} * \text{리쿠플}$$

편당 제작비와 리쿠플이라는 변수가 있지만 매출은 대체로 편성편수와 비례하기 때문에 가장 기초적인 가능자라고 볼 수 있다. 드라마는 제작에 6개월에서 길게는 1.5년이 소요되기 때문에 방송사나 영상 스트리밍 등 전방 수요처에서 드라마 공개 계획을 미리 언론에 공개하기 때문이다.

그림 62. 연간 편성편수는 주가에 선행



자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

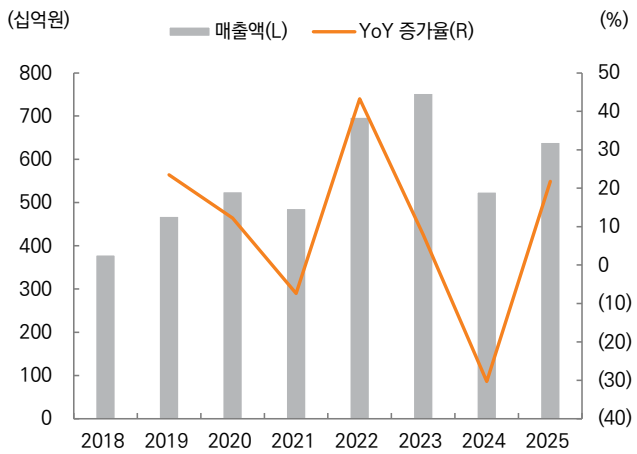
연말이 다가오며 각 방송사들이 계획을 밝히고 있다. 우선 tvN에서 수목 드라마를 다시 추진한다. 그렇다면 tvN은 월화/수목/토일에 드라마를 방영하는데 이는 TV광고 업황 악화로 드라마가 편성이 줄어들기 전인 20년대 이전과 동일하다. 거기에 넷플릭스, 디즈니플러스, 티빙 등 오리지널 제작이 추가돼 제작사의 Q 증가에 대한 기대감으로 드라마 제작사에 수급이 집중됐던 그 당시의 상황이 산업 내부에서 재현되고 있는 것이다.

그림 63. 스튜디오드래곤 상장 이후 주가 추이



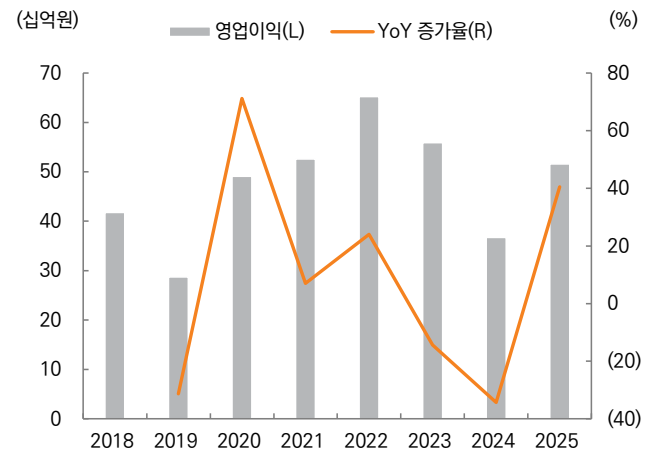
자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. 매출액 및 YoY 성장률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 65. 영업이익 및 YoY 성장률 추이



자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

2. 선재업고튀어로 증명한 드라마IP의 확장성

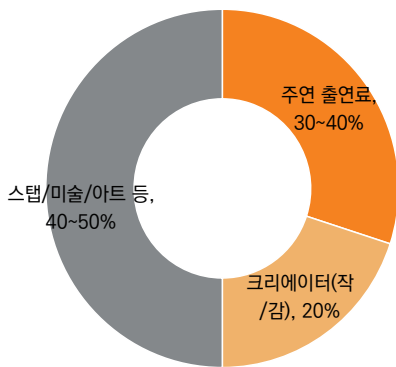
Jonathan Gottshcall의 책 스토리텔링 애니멀에서 말하는 것처럼 사람은 재미있는 이야기에 매료되고 드라마 사업은 그것을 판다. 올해 4월 tvN에서 방영된 선재업고튀어는 신드롬 그 자체였다. 선재업고튀어 덕에 월요병이 나았다는 얘기도 심심찮게 들려왔다. 주연 배우가 모두 주연 경험이 없었던 만큼 IP의 대박을 누구도 예견하지 못했다.

드라마IP는 이러한 확장성을 가지고 있다. 해당 드라마를 수익화할 수 있을 뿐만 아니라 드라마의 구성인물에 대한 애정이 출연자 그 자체로 이어지게 하는 간접적인 수익을 창출한다. 송중기, 김수현 배우 모두 좋은 역할과 좋은 연기가 결합돼 스타가 될 수 있었다.

드라마 제작사는 이 점에 착안해 후방 산업에 대한 협상력을 키울 수 있다. 후방산업에 대한 협상력 증가는 곧 C의 효율화로 이어진다. 현재 드라마 산업의 침체를 불러온 것은 결국 제작비다. TV 방송사가 감당할 수 없을 만큼 커진 제작비로 편성 편수가 줄어들고 글로벌 스트리밍 플랫폼의 시장 지배력이 강화됐다. 제작비 증가에는 시청자들의 높아진 눈높이, CG의 증가 등 다양한 원인이 있지만 배우의 출연료 상승이 가장 주된 것으로 꼽힌다.

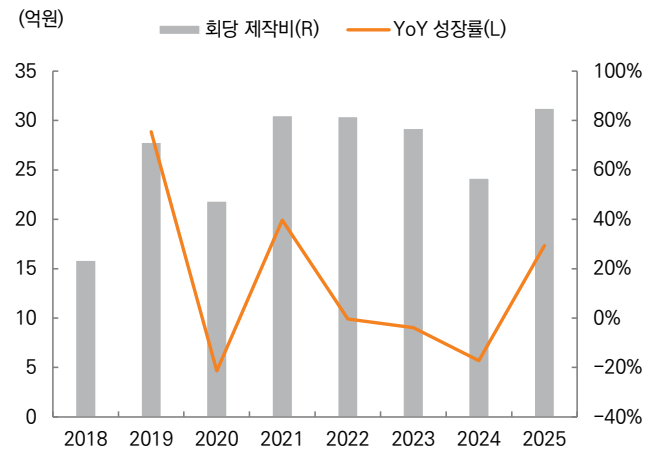
스튜디오드래곤은 이후 신인 배우의 기용으로 C의 효율화를 꾀하고자 한다. 또한 고도화되고 있는 생성AI 기술을 활용해 제작의 생산성을 증대한다면 리쿱률 상향 이상의 이익률 개선이 가능하다.

그림 66. 드라마 제작비 구성



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 국내 주요 드라마 평균 회당 제작비 추이



자료: KCA, 미래에셋증권 리서치센터

III. 실적추정 및 Valuation

실적 리뷰 및 전망

3Q24 Review

당분기 매출 903억원, 영업이익은 -9억원으로 컨센서스 1,293억원, 영업이익 60억원을 하회했다. 전년 대비 매출은 -58.5%, 영업이익은 적자 전환했다. 3Q23 방영편수 75회 대비 16회차가 감소했고 아스달 연대기2, 스위트홈 같은 대작이 없었던 탓에 제작비 규모 감소로 이익의 절대 크기 역시 감소했다.

4Q24 Preview

4분기 추정 매출액 1,057억원으로 전년대비 34.4% 감소할 것으로 추정한다. 그러나 영업이익은 570억원으로 흑전할 것으로 기대된다.

우선 방영 작품이 흑자 달성히 확실한 OTT 오리지널 작품 편수가 19편으로 전체의 44%(vs. 3Q24 31%)를 차지한다(나의 해리에게 9편, 좋거나 나쁜 동재 10편). 현재 방영 중인 정년이가 디즈니플러스 동시방영 중인데다가 디즈니 산하 OTT 플랫폼인 hulu에서도 공개돼 리콥율이 좋을 것으로 예상된다. 또한 드라마 내에서 주인공들이 선보이는 여성국극에 대한 호평도 이어지고 있어 판권 외 부가 수익 창출도 이뤄질 수 있을 것으로 보인다. 정년이 후속작인 주지훈, 정유미 주연의 사랑은 외나무다리에서 역시 디즈니플러스에서 공개 예정이며 라쿠텐 비키 역시 판권을 구매했다. KBS 조선 로코 녹두전의 임예진 작가 작품인데 해당 작품을 통해 장동윤과 강태오의 인기가 급등했던 것을 고려하면 이번 작품 역시 로맨스 코미디의 장점을 십분 살려 호평을 받을 확률이 높다. 무형자산상각비 역시 눈물의 여왕 상각비가 3Q보다 절반으로 감소하며 이익 개선에 기여할 것이다.

2025 Preview

매출액 6,395억원, 영업이익 516억원으로 각각 전년대비 21.8%, 51.6% 증가할 것으로 추정한다.

우선 가장 기초가 되는 편성 편수가 약 50회 정도 증가할 것으로 판단한다. tvN 수목드라마, 일본향 작품이 예정돼 있는 데다 오리지널OTT가 추가될 여지가 있다. 더욱 기대되는 것은 리콥율(P)의 상승이다. 넷플릭스와의 계약 갱신이 예정돼 있는 데다가 로맨스코미디를 중심으로 디즈니플러스, 아마존프라임비디오, 라쿠텐비키, Viu의 수요가 증가하고 있다.

광고 수요 악화로 전방 사업자의 수요는 최소였는데 역설적으로 K-콘텐츠에 대한 위상 확대 후방 사업자에 대한 협상력은 높아지며 비용은 최대였다. 그러나 위기에 대한 체질 개선과 전략 구상으로 254년 이후 실적 개선이 시작될 것이다.

표 26. 실적 추정

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	211.1	163.5	217.4	161.1	192.1	137.1	90.3	105.7	753.1	525.2	639.5	720.7
YoY 성장률(%)	74.4	3.8	-5.0	-15.4	-9.0	-16.1	-58.5	-34.4	7.9	-30.3	21.8	12.7
편성	43.2	42.5	35.0	33.4	47.3	30.7	21.6	33.8	154.1	133.4	147.6	176.2
판매	165.7	118.9	180.0	124.3	141.3	102.5	64.4	67.5	588.9	375.7	466.9	512.5
기타	2.3	2.1	2.3	3.4	3.5	3.9	4.3	4.3	10.1	16.0	25.0	32.0
매출 총이익	30.8	23.9	28.8	4.3	28.7	18.1	5.9	15.2	87.9	67.9	84.8	101.7
매출총이익률(%)	14.6	14.6	13.2	2.7	14.9	13.2	6.6	14.4	11.7	12.9	13.3	14.1
제작원가	108.1	78.9	121.9	89.3	91.3	59.6	45.4	49.8	398.3	246.1	319.7	338.7
무형자산상각비	46.4	41.3	46.0	49.0	50.1	38.5	26.1	23.9	182.6	138.6	148.6	182.7
영업이익	21.6	16.3	21.9	-3.8	21.5	10.5	-0.9	5.7	55.9	36.7	51.6	64.3
영업이익률(%)	10.2	9.9	10.1	-2.4	11.2	7.6	-1.0	5.4	7.4	7.0	8.1	8.9
지배주주순이익	18.4	10.2	18.2	-16.7	20.2	8.2	-6.1	11.1	30.1	33.3	46.6	58.6
Key data												
편성편수	98	83	75	79	71	32	59	43	331	205	251	277
Total ASP	2.2	2.0	3.1	2.0	2.7	4.3	1.6	2.5	2.3	2.6	2.5	2.6
편당 제작비	1.6	1.5	2.3	1.7	1.9	4.2	1.1	1.6	1.7	2.0	2.0	1.9

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 27. Valuation

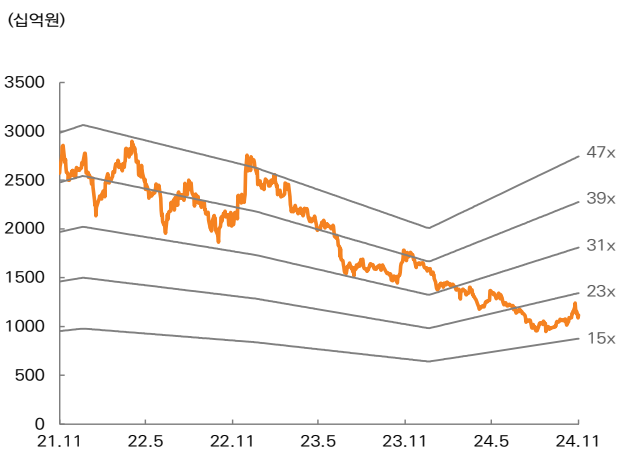
(십억원)

항목	값	
25F EBIT	51.6	- 드라마 제작 수요 증가에 따른 기대감을 반영해 최근 3년 EV/EBIT
Target EV/EBIT	32.5x	평균의 +1SD 적용
(- 순차입금)	-133.3	- 최근 3년은 코로나 이후 드라마 제작 수요가 급감한 시기
적정 시가총액	1,835	
희석주식수(천주)	30,058	
목표주가(원)	61,000	천의자리 반올림
현재주가(원)	43,250	
상승여력	41.0%	

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 12MF EV/EBIT 밴드차트1

그림 69. 12MF EV/EBIT 밴드차트2



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오드래곤 (253450)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	753	525	639	721
매출원가	665	457	555	619
매출총이익	88	68	84	102
판매비와관리비	32	31	33	37
조정영업이익	56	37	52	64
영업이익	56	37	52	64
비영업손익	-19	0	4	8
금융손익	-4	-1	3	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	37	37	56	72
계속사업법인세비용	7	7	10	13
계속사업이익	30	30	46	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	33	47	59
지배주주	30	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	47	33	47	59
지배주주	47	33	47	59
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	242	151	122	108
FCF	42	159	107	90
EBITDA 마진율 (%)	32.1	28.8	19.1	15.0
영업이익률 (%)	7.4	7.0	8.1	8.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	6.3	7.4	8.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	45	159	107	90
당기순이익	30	33	47	59
비현금수익비용가감	216	121	75	49
유형자산감가상각비	3	2	2	1
무형자산상각비	183	112	69	42
기타	30	7	4	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-179	12	-6	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	15	45	-23	-16
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-18	-3	2	1
법인세납부	-22	-7	-9	-13
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	10	13	16
유형자산처분(취득)	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	1	-1	0
기타투자활동	6	9	14	16
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-9	-8	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-8	-8	-8	-9
현금의 증가	35	164	109	96
기초현금	124	158	322	431
기말현금	158	322	431	527

자료: 스튜디오드래곤, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	405	495	641	763
현금 및 현금성자산	158	322	431	527
매출채권 및 기타채권	149	104	127	143
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	98	69	83	93
비유동자산	688	569	501	459
관계기업투자등	12	9	10	12
유형자산	12	10	9	7
무형자산	359	247	178	136
자산총계	1,092	1,063	1,141	1,222
유동부채	368	308	338	359
매입채무 및 기타채무	69	48	59	66
단기금융부채	172	171	172	172
기타유동부채	127	89	107	121
비유동부채	16	14	15	16
장기금융부채	10	10	10	10
기타비유동부채	6	4	5	6
부채총계	384	322	354	376
지배주주지분	708	741	788	846
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	473	473	473	473
이익잉여금	242	275	322	381
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	708	741	788	846

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	51.5	41.2	28.9	23.2
P/CF (x)	6.3	8.8	11.2	12.6
P/B (x)	2.2	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA (x)	6.5	8.0	9.1	9.4
EPS (원)	1,001	1,098	1,564	1,950
CFPS (원)	8,185	5,126	4,051	3,577
BPS (원)	23,546	24,644	26,208	28,157
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.9	-30.3	21.8	12.7
EBITDA증가율 (%)	10.7	-37.6	-19.3	-11.8
조정영업이익증가율 (%)	-14.3	-34.3	40.5	24.6
EPS증가율 (%)	-40.6	9.7	42.4	24.7
매출채권 회전율 (회)	5.2	4.2	5.5	5.4
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	48.7	48.4	64.5	61.6
ROA (%)	2.8	3.1	4.3	5.0
ROE (%)	4.4	4.6	6.1	7.2
ROIC (%)	8.5	6.5	11.7	16.7
부채비율 (%)	54.3	43.5	44.9	44.4
유동비율 (%)	109.9	160.6	189.5	212.2
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-19.4	-32.1	-41.2
조정영업이익/금융비용 (x)	6.4	4.2	5.9	7.4

넷플릭스

계속되는 성장 스토리

본 자료는 2024년 11월 18일 기 발간 자료입니다.

Equity Research
2024.11.18

투자이력(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 1,184
현재주가(24/11/15)	USD 823.96
상승여력	43.7%

나스닥 종합(p)	19,107.65
EPS 성장률(24F, %)	58.5
P/E(24F, x)	44.5
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	352.21
시가총액(조원)	490.97
상장주식수(백만주)	424.3
60일 평균	2,221.41
거래대금(백만USD)	
52주 최저가(USD)	445.73
52주 최고가(USD)	841.00

(%)	1M	(%)	1M
절대주가	7.9	절대주가	7.9
상대주가	7.8	상대주가	7.8



[미디어/엔터테인먼트]

김규연

gyuyeon.kim@miraeasset.com

영업이익과 함께 우상향하는 주가

동사의 주가는 23년부터 **영업이익과 높은 상관관계**를 보였다. 코로나 팬데믹 당시 시장의 성장으로 분기별 가입자 순증이 주가를 견인했었지만 22년초 가입자 역성장을 기점으로 변수가 전환됐다. 25년부터는 가입자수를 비공개해 이러한 경향은 심화 될 것으로 보인다.

GAAP 기준 영업이익 추정치는 24년 102.8억달러, 25년 122.8억달러, 25년 155.3억 달러 성장률과 영업이익률은 47.9%/26.6% → 19.4%/28.2% → 30.9%/26.4%다. 영업이익과 함께 주가가 우상향할 것으로 판단한다.

지역별 전략과 게임 콘텐츠로 장기적 관점의 매출 성장을 확보

북미 시장을 타겟한 스포츠 콘텐츠와 성장 여력이 크게 남아있는 APAC 시장 공략으로 Q의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 스포츠 콘텐츠는 40대 이상 남성이 핵심 소비자로 기존 넷플릭스 주 사용층과 거리가 있다. 24년 말 NFL 생중계와 25년부터의 WWE RAW로 세대 다변화를 통한 시장 확장을 꾀한다.

게임 콘텐츠는 영상 스트리밍 플랫폼으로서의 한계를 보완할 수 있는 방법이다. 영상 콘텐츠는 사용자 수 자체가 큰 대신 고착도와 ARPU가 비교적 낮다는 단점이 있다. GTA와 오징어게임2 모바일 게임 어플로 새로운 수익화 기회를 모색하고 있다.

목표주가 1,184USD, 글로벌 Top-pick으로 커버리지 개시

25년 희석주당이익 23.5USD에 Target P/E 50.4x를 적용한 1,184USD를 목표주가로 제시한다. 주가의 변수가 23년을 기점으로 탑라인에서 바텀라인으로 전환됨에 따라 P/E valuation을 사용했다. Target P/E 50.4x는 매출과 영업이익이 양의 성장을 기록한다는 가정하에 FY1 P/E +2sd다. 21년 당시 매출성장률은 25%에서 19%로 둔화됐으나 영업이익률이 18.5%에서 21%로 상향되며 주가가 +2sd를 상향 돌파했고, 25년에도 이와 비슷한 흐름이 전개될 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억USD)	31.5	33.6	38.7	43.5	50.3
영업이익 (십억USD)	5.6	7.0	10.3	12.3	15.5
영업이익률 (%)	17.9	20.7	26.6	28.2	30.9
순이익 (십억USD)	4.5	5.4	8.5	10.2	12.9
EPS (USD)	9.7	11.8	18.7	22.5	28.8
ROE (%)	21.6	26.3	36.8	32.1	28.9
P/E (배)	12.0	20.7	44.5	36.9	28.9
P/B (배)	2.5	5.9	16.4	11.8	8.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

I. 투자 개요

표 28. 넷플릭스 투자 개요

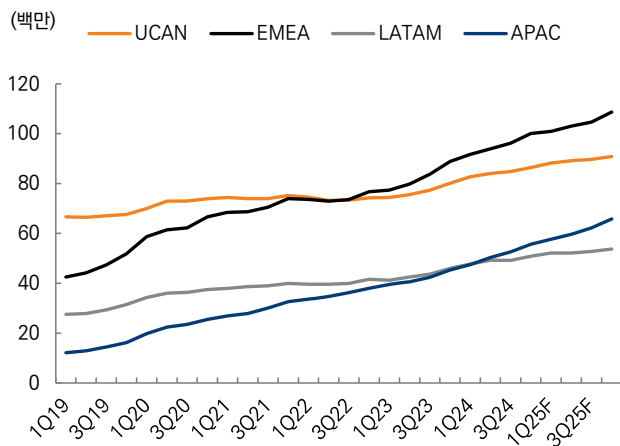
기업 개요		투자 매력도 항목		
기업명	넷플릭스		Main	Sub
국가	미국	사업 유형	구독 BM	광고 BM
서비스 국가	글로벌	1차 분류	스트리밍	
시가총액(USD/Local)	357.89	2차 분류	영상	게임
12MF P/E	50.4x	Key factor	Sales to Capex	Total time spent

주요 내용

- 투자포인트 1. 투자 매력도 높은 영상 스트리밍 투자 전략에 부합한 시장 내 1위 사업자
- 투자포인트 2. Sales to Capex 증가로 밸류에이션 상향
- 투자포인트 3. 지역별 전략 다변화와 게임 콘텐츠로 장기적인 성장 스토리 마련
- Risk. 25년 콘텐츠 투자 규모 확대 예고로 인한 영업이익률 하락

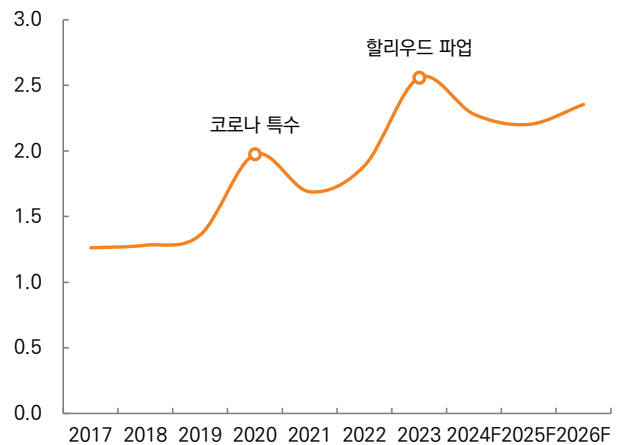
주요 차트

그림 70. 가입자 추이



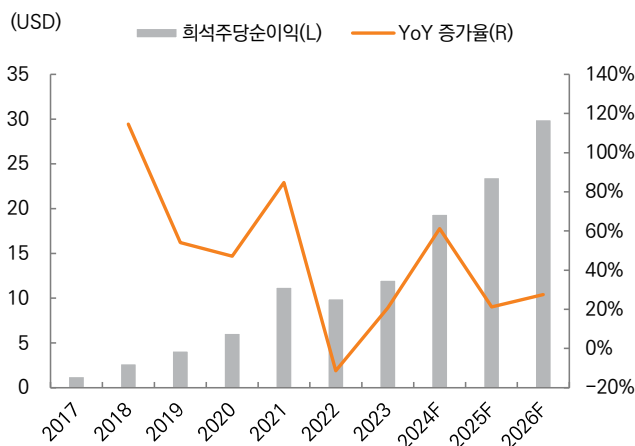
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 71. Sales to content spending



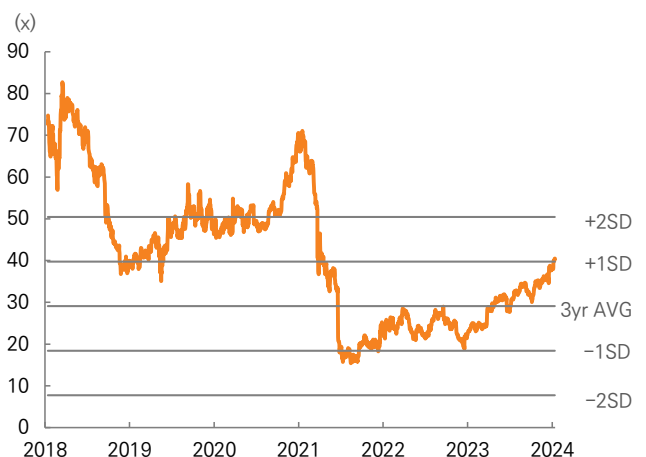
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 희석주당순이익의 추이



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 73. 12MF P/E 밴드차트



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

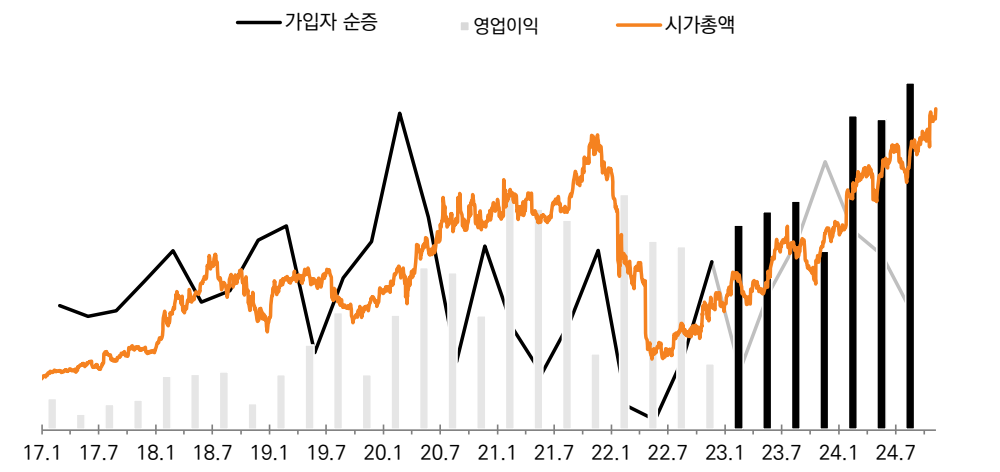
II. 주가 Key factor 분석

넷플릭스 주가의 Key factor는 23년을 기점으로 탑라인(가입자수)에서 바텀라인(영업이익)으로 전환됐다.

코로나 팬데믹 때부터 시작된 주가 랠리를 이끈 것은 가입자 순증이었다. 18년과 19년 평균 710만명 수준의 분기별 가입자 순증이 20년 910만명으로 급등했다. 21년 순증폭은 둔화됐으나 영업이익 증가에 따라 주가 낙폭이 크지 않았는데 22년 1분기와 2분기 연속 신규 가입자수가 마이너스를 기록하며 주가는 고점 대비 74% 하락했다.

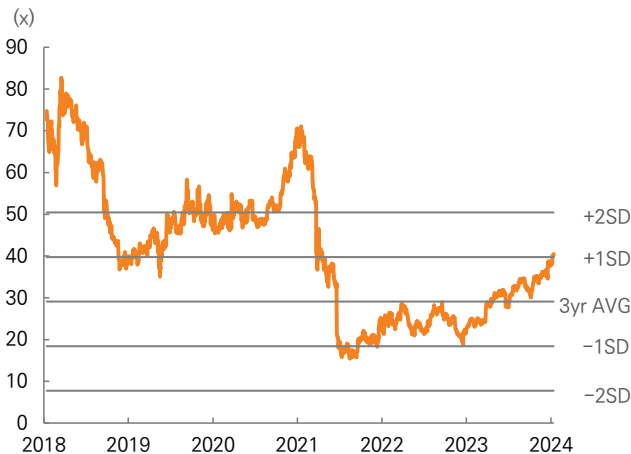
회복은 23년 계정 공유 금지로 신규 가입자수가 증가하며 시작됐다. 이후 주가는 신규 가입자수보다 영업이익과 유의미한 상관관계를 보인다.

그림 74. 23년을 기점으로 주가의 Key factor가 가입자 순증 → OP로 전환



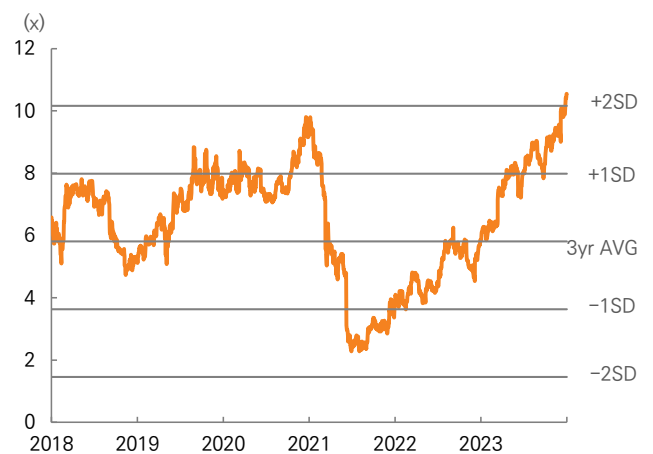
자료: 넷플릭스, Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. P/E밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. P/S 밴드차트



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

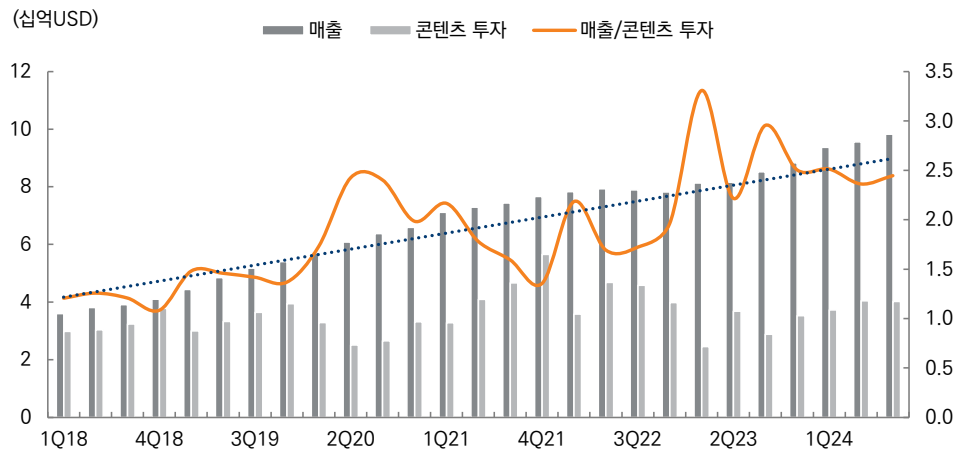
III. 투자포인트

1. SALES TO CAPEX 증가로 밸류에이션 상향

넷플릭스의 핵심 사업인 영상 스트리밍 플랫폼의 Key factor는 Sales to capex다. 영상 스트리밍 플랫폼에게 capex는 콘텐츠 투자다. 매출 성장률은 콘텐츠 투자액에 비례하지 않는다. 이론적으로 꼭 봐야 하는 콘텐츠가 딱 한 개만 있더라도 소비자는 넷플릭스를 떠나지 않는다. 선별적인 콘텐츠 라이브러리 운영으로 고객의 만족도도, 이익도 극대화할 수 있는 것이 영상 스트리밍 플랫폼 BM의 매력이다.

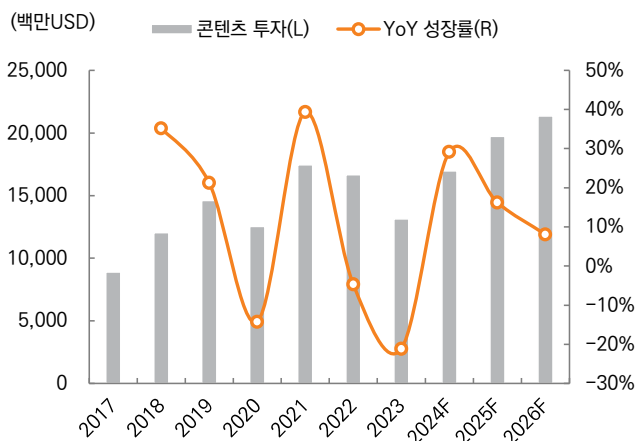
넷플릭스는 콘텐츠 투자의 효율화를 진행하고 있다. 21년 고점을 기록한 이후 하락 추세를 보인다. 23년은 할리우드 파업으로 콘텐츠 조달이 정상적으로 불가능했다. 24년은 이에 대한 기저효과로 콘텐츠 투자가 증가했는데 25년부터 정상화될 것이다.

그림 77. 단위 콘텐츠 투자액 당 발생 매출이 증가하고 있음



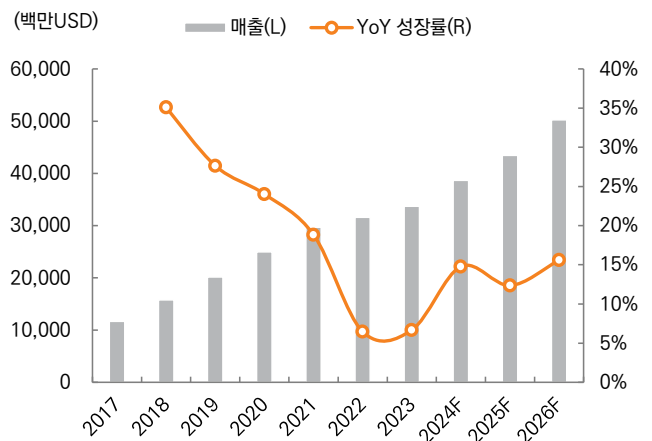
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 콘텐츠 투자액은 24년 이후로 하락 예정이나



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 매출 성장률은 반등



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

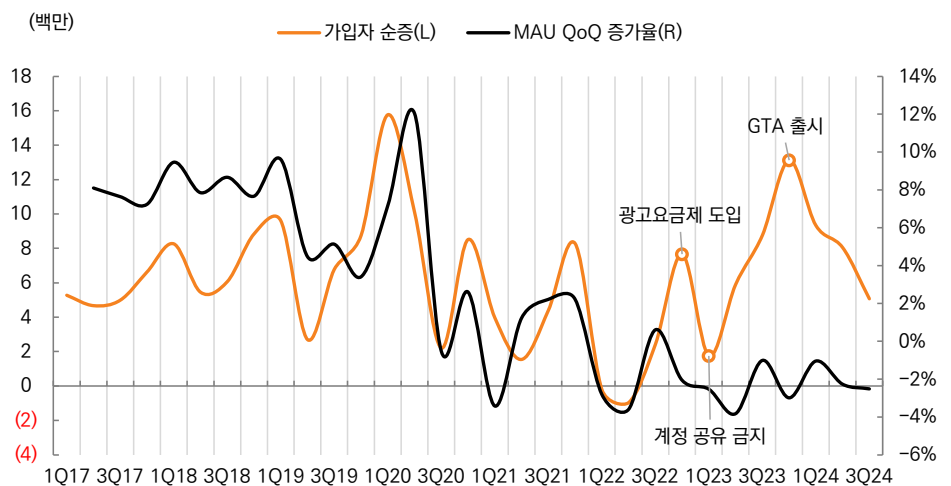
2. 지역별 전략 다변화로 매출 성장을 지속

20년 코로나 팬데믹 이후 둔화되기 시작한 가입자 순증은 둔화되고 주가를 끌어내렸다. 넷플릭스는 광고요금제 도입과 계정 공유 금지로 위기를 타개했다.

계정 공유 금지는 복수의 사용자가 하나의 계정을 사용하는 것을 차단해 신규 가입자수를 증가시킨다. 하지만 복수의 사용자는 서비스에 대한 WTP Willing to pay가 낮다. 때문에 이탈 가능성이 있고 기존 계정의 ARPU를 낮출 위험이 있다.

광고요금제는 이러한 부작용을 방지하기 위해 도입했다. 기존의 요금제는 한 명의 이용자가 한 달에 4시간을 시청해도, 두 명의 이용자가 각각 4시간씩 시청해도, 한 명의 이용자가 1시간을 시청해도 ARPU가 동일하다. P는 요금제이고 Q는 계정수이기 때문이다. 그러나 광고요금제를 도입하면 Q의 변수가 계정 → Total Time spent로 바뀐다. 광고 요금제를 도입함으로써 하나의 계정에 포함된 다수의 사용자들이 발생시키는 사용 시간을 수익화할 수 있게 된 것이다. 사용자들의 부담 요금을 낮추면서도 ARPU 개선이 가능해 매출을 성장시킬 수 있는 동력으로 작용하고 있다.

그림 80. 계정 공유 금지 이후로 증가한 가입자 순증이 다시 하락 추세로 전환



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

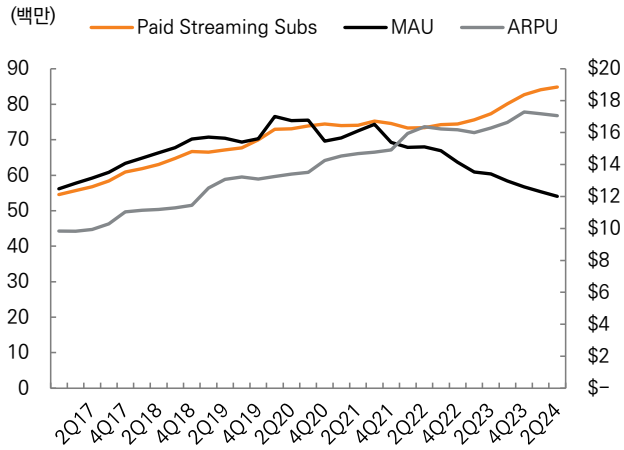
표 29. 기존 요금제 vs. 광고 요금제

A 계정			B 계정		
	베이직 요금제	9,900		광고 요금제	5,500
	월 시청시간	부담 요금		월 시청시간	부담 요금
사용자 a	10	4,950	vs.	10	2,750
사용자 b	1	4,950		1	2,750
발생 매출	요금제 수입	9,900		요금제 수입	5,500
				광고 수입	10*500 + 1*500 = 5,500
				총 발생 매출	10,500

주: 시청 시간당 500원의 광고 수입이 발생한다고 가정

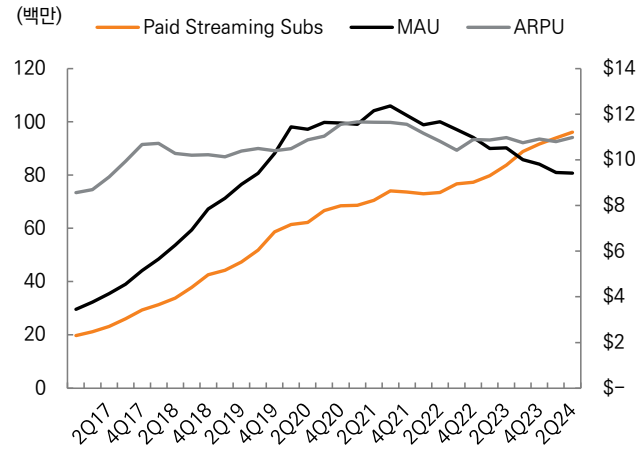
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. UCAN: 신규 가입은 둔화했으나 ARPU가 높음



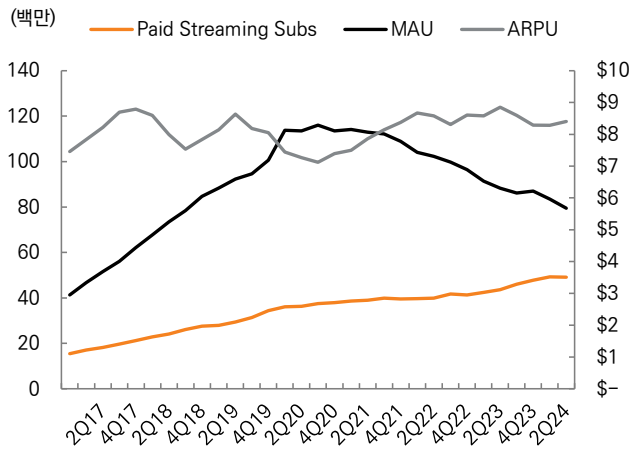
자료: 넷플릭스, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. EMEA: 상대적으로 높은 ARPU와 신규 가입자 순증세



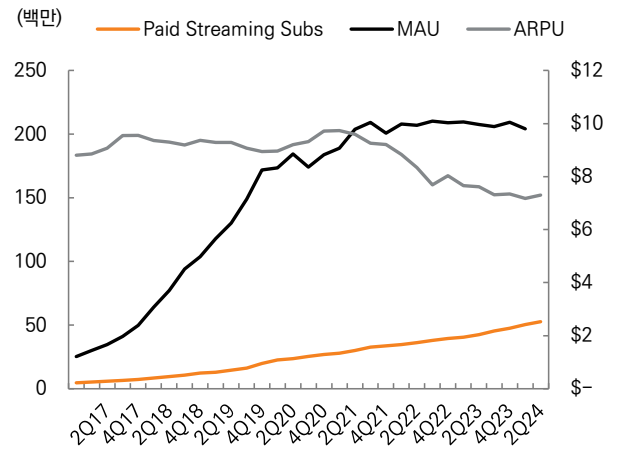
자료: 넷플릭스, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. LATAM: ARPU는 보험이나 신규 가입 여력이 풍부



자료: 넷플릭스, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. APAC: ARPU가 하락세이나 신규 가입 여력이 풍부



자료: 넷플릭스, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

UCAN은 스포츠 콘텐츠로 공략

UCAN 지역은 가입자 비중이 가장 커 신규 가입자 증가가 둔화했으나 ARPU는 여전히 성장 중이다. 동사는 스포츠 콘텐츠를 활용해 신규 가입자 진입 유도와 함께 ARPU 상승을 꾀할 것으로 보인다.

센서타워 기준 넷플릭스 미국 사용자의 대부분은 44세 미만으로 구성돼 있다(그림 186). 동사는 스포츠 콘텐츠 수급을 통해 해당 연령층의 유입을 유도할 수 있다. 스포츠 콘텐츠의 주 소비자는 중년층이다. 미국프로풋볼리그의 평균 시청 연령은 50세이기 때문이다. 정체된 UCAN 지역의 신규 가입자 순증을 유지할 수 있는 전략이다.

스포츠 콘텐츠는 다른 콘텐츠보다 광고 단가 상향에도 긍정적이다. 해마다 진행되는 NFL 챔피언 결정전의 광고 단가는 최근 5년동안 1.6배 상승했다. 광고 도입 초기 단계에 광고 효율이 높은 콘텐츠로 소구할 경우 신규 광고주 유입과 함께 광고 단가도 늘어날 수 있다. 유튜브 또한 사용자의 거주 지역에 따라 광고 단가가 다른데 북미 지역이 상위권에 위치한다. 스포츠 또한 광고 단가가 상대적으로 높아 스포츠 콘텐츠 도입으로 ARPU 증가가 기대된다.

표 30. 넷플릭스 스포츠 중계 계획

방송	스포츠 종류	방영기간
NFL	미국 프로풋볼	2024.12.25 / 2025.12.25 / 2026.12.25
WWE RAW	프로레슬링	2025.1~2035.1

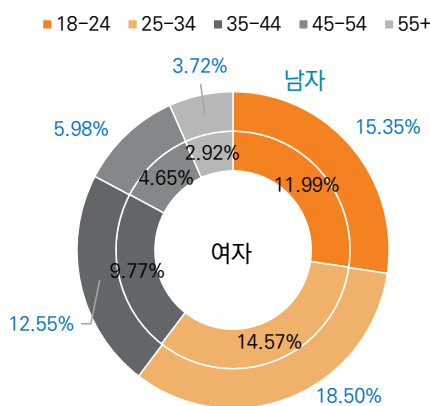
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

표 31. 유튜브 CPM 단가

국가별	CPM	콘텐츠별	CPM
호주	39.83	뷰티/패션	0.5~10
미국	36.03	스포츠	2~25
캐나다	32.07	뉴스/정치	0.25~5
뉴질랜드	30.97	차량	1~10
스위스	25.44	엔터테인먼트	0.5~10
영국	23.75	동물	0.25~5

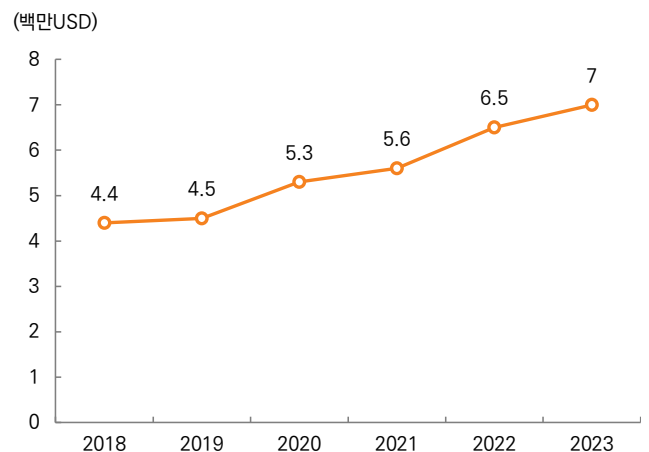
자료: Pushbio, 미래에셋증권 리서치센터

그림 85. 넷플릭스 연령별/성별 사용자 비중



주: 3Q24 기준
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. NFL 챔피언 결정전(슈퍼볼) 30초당 광고 단가



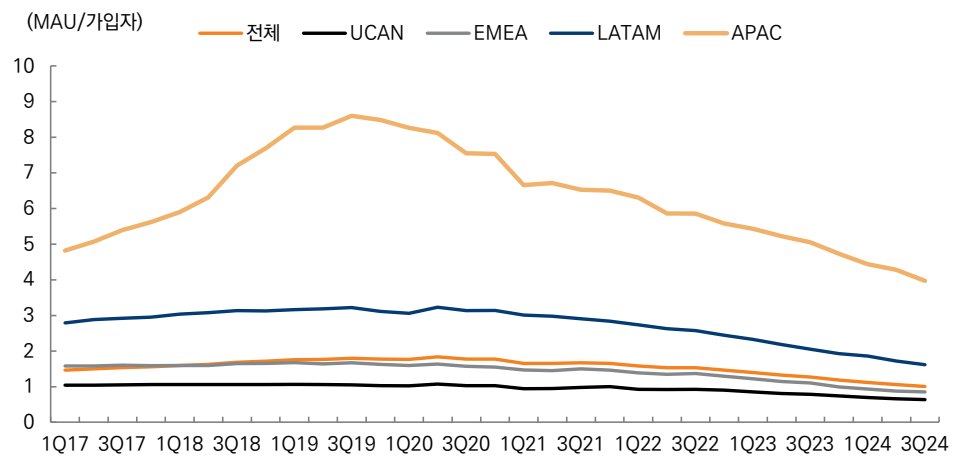
자료: Marketing Dive, 미래에셋증권 리서치센터

APAC과 EMEA는 광고 요금제로 신규 가입자 + ARPU 동반 상승

EMEA는 24년 신규 가입자수의 성장과 비교적 높은 ARPU로 성장률을 주도했다. EMEA 지역은 가입자 순증폭의 등락이 가장 크다. 코로나 호황기 이후 낮아진 가입자 순증은 광고 요금제를 도입한 3Q22부터 회복세를 보였으며 25년까지 가장 많은 Q의 증가를 창출할 것으로 예상된다.

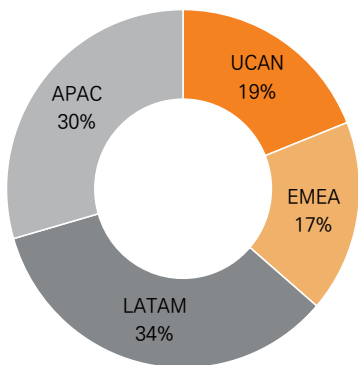
APAC 지역은 가입자 대비 MAU 비중이 가장 큰 곳으로 향후 지속적인 가입자 신규 유입이 기대된다. 모바일을 통해 이용하고 있는 사람이 실제 가입자보다 더 많다는 것은 계정 공유 금지 효과가 발현되지 않았다는 것을 증명한다. 추후 동사가 APAC 지역에서 정책을 본격적으로 시행하며 Q의 증가 또는 P의 증가로 실현돼 매출 증가를 견인할 것으로 판단한다.

그림 87. 가입자수 대비 높은 MAU로 신규 사용자의 순증 여력이 높은 APAC과 LATAM 지역



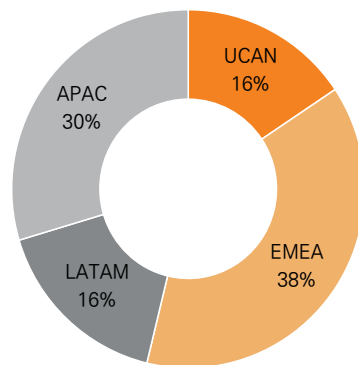
자료: 넷플릭스, 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. 3Q24 지역별 가입자 비중



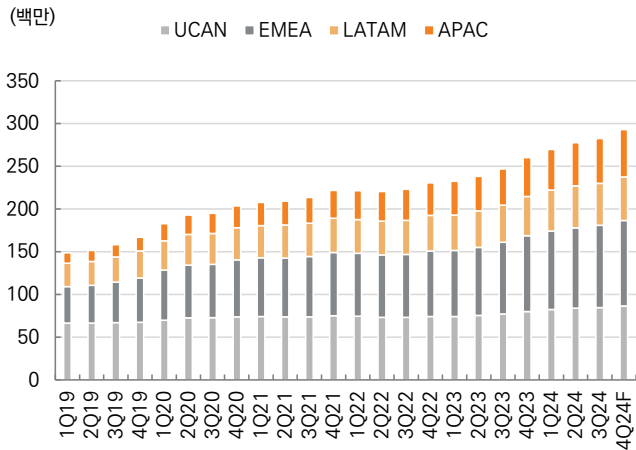
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 3Q24 지역별 신규 가입자 비중



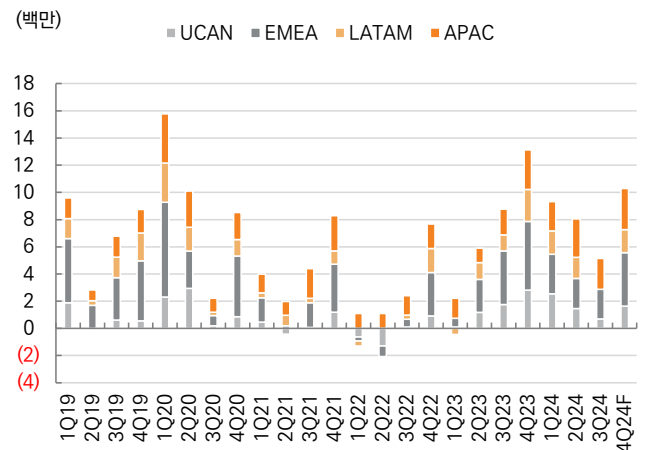
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 90. 지역별 가입자 추이



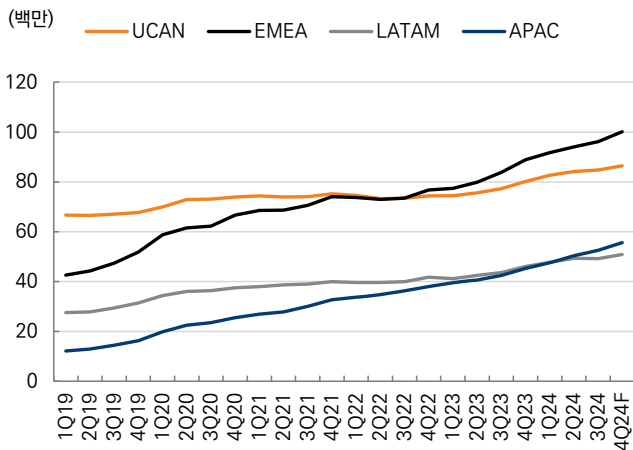
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 91. 지역별 신규 가입자 추이



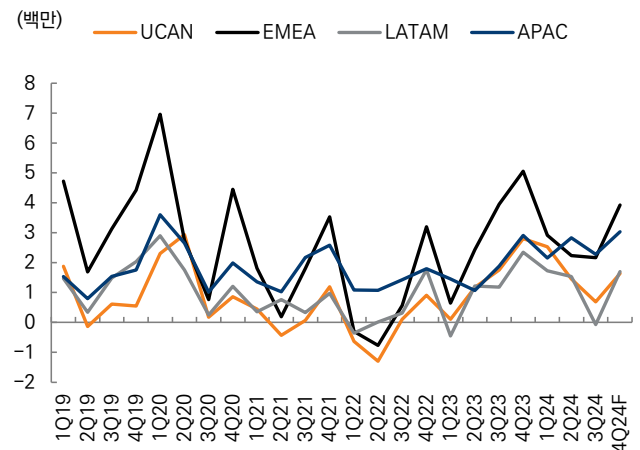
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 92. 가입자 추이
2023년부터 EMEA와 APAC이 가입자 성장 견인



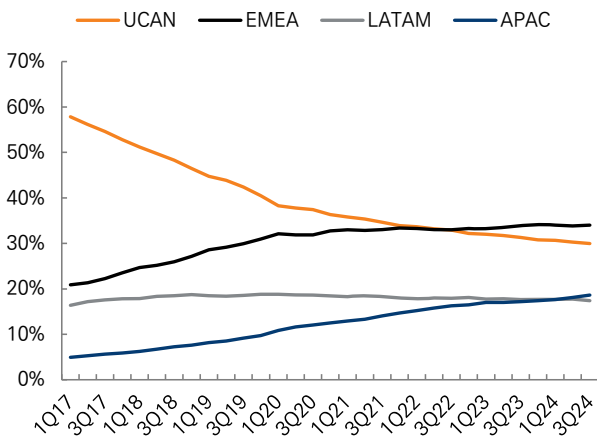
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 93. 신규가입자는 EMEA > APAC > UCAN > LATAM



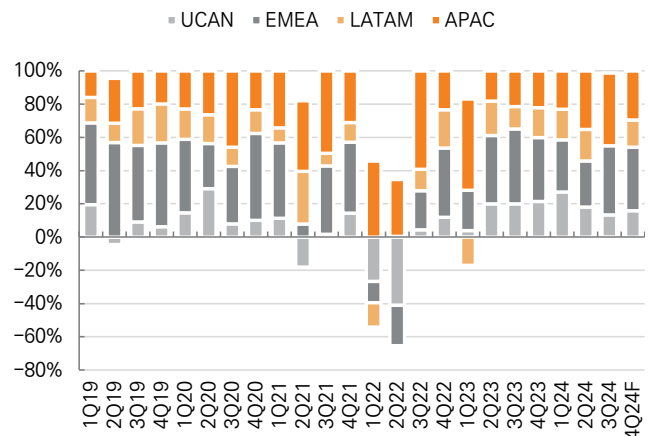
자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 지역별 가입자 비중 추이



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 지역별 가입자 신규 가입자 비중 추이



자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

3. 게임으로 장기적 성장스토리 마련

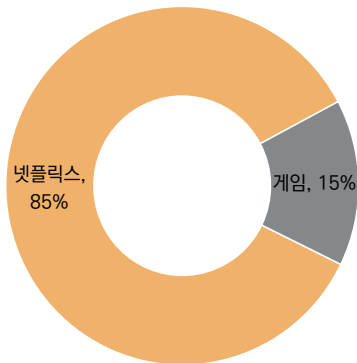
영상 스트리밍은 영상/음악/도서/웹툰, 웹소설 네 개의 콘텐츠 중 가장 성숙한 시장에 꼽힌다. 동사가 시장 안에서 높은 점유율을 확보하며 우수한 실적을 보여주고 있으나 장기적으로 TAM 자체의 증가를 기대하기는 어렵다.

이에 동사는 게임 콘텐츠 제공으로 1) 시장의 확장과 2) 객단가 증가를 꾀하고 있다. 두 가지 콘텐츠를 함께 제공함으로써 게임 콘텐츠 시장 진출을 통한 장기적인 성장 전략을 펼칠 것으로 판단한다.

넷플릭스는 22년부터 자사의 콘텐츠를 활용한 게임 어플을 출시했는데, 게임 어플은 넷플릭스가 배포한 어플 MAU 전체의 15%를 차지한다. 또한 넷플릭스 전체의 MAU와 DAU는 감소하고 있는 반면 게임 어플의 MAU와 DAU는 상승 곡선을 기록하고 있다.

또한 넷플릭스 구독자에게 게임을 무료로 이용할 수 있도록 해 향후 수익화를 통한 새로운 매출 발생을 꾀할 수 있다. 24년 1월 넷플릭스는 별도의 멤버십 또는 광고 도입을 검토하고 있다는 기사가 보도됐다.

그림 96. 넷플릭스 제공 서비스 중 게임이 15%를 차지



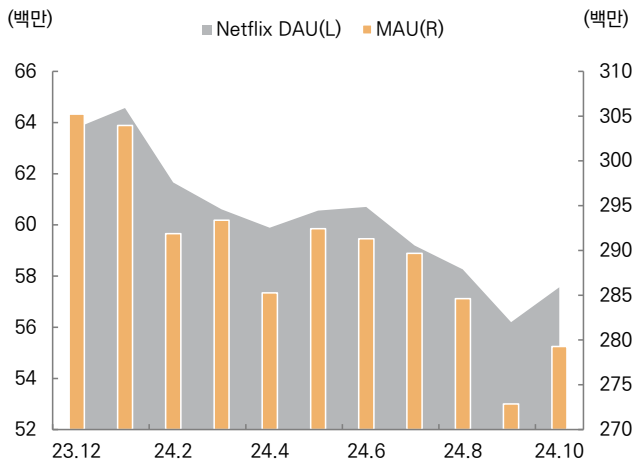
주: 10월 MAU 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 넷플릭스 제공 서비스 상세

앱	출시일	평균연령	MAU	점유율
Netflix	11.5.5	31	281.2	82%
GTA: San Andreas	23.12.14	30	16.4	5%
GTA: Vice City	23.12.14	31	6.4	2%
Storyteller	23.9.19	29	5.1	1%
SpongeBob: Get Cooking	22.9.6	29	3.2	1%
Farming Simulator 23	23.10.31	30	3.2	1%
Football Manager 2024	23.10.31	30	3.2	1%
GTA III	23.12.14	31	3.1	1%
THTH: Love Is a Game	22.12.6	27	2.8	1%
Bloons TD 6	22.7.22	29	2.1	1%
Word Trails	23.12.5	38	2.1	1%
Netflix Stories	23.9.19	27	2.0	1%

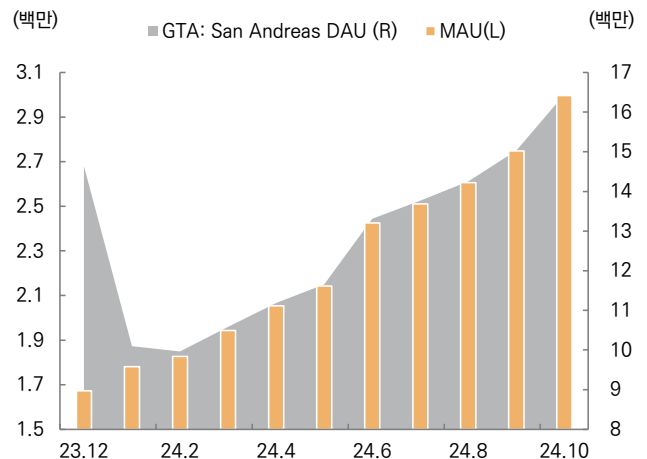
주: 출시일은 AOS, iOS 중 MAU 비율이 더 큰 앱마켓 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 트래픽(사용자수) 감소 추세



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. 게임으로 방어



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

III. 실적 전망 및 밸류에이션

표 33. 넷플릭스 실적 추정

(백만USD/USD)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F	2026F
매출액	9,370	9,559	9,825	9,952	10,493	10,712	11,026	11,253	38,707	43,484	50,261
<i>QoQ/YoY 성장률</i>	7%	2%	1%	2%	6%	4%	3%	3%	16%	14%	16%
UCAN	4,224	4,296	4,322	4,412	4,679	4,849	4,987	5,133	17,254	19,648	22,884
EMEA	2,958	3,008	3,133	3,173	3,309	3,306	3,422	3,427	12,272	13,464	15,157
LATAM	1,165	1,204	1,241	1,242	1,284	1,300	1,311	1,328	4,852	5,222	5,730
APAC	1,023	1,052	1,128	1,125	1,221	1,258	1,306	1,365	4,328	5,150	6,490
OPEX	6,738	6,956	6,915	7,813	7,534	7,591	7,700	8,377	28,423	31,202	34,731
콘텐츠 자산 상각비	3,671	3,770	3,700	4,071	4,133	4,159	4,218	4,534	15,211	17,044	18,681
판매 및 관리비	1,058	1,071	1,060	1,153	1,114	1,105	1,109	1,263	4,343	4,592	4,874
연구개발비	702	711	735	745	760	748	760	775	2,893	3,044	3,638
기타	1,306	1,404	1,420	1,845	1,526	1,578	1,612	1,805	5,976	6,523	7,539
영업이익(GAAP)	2,633	2,603	2,909	2,139	2,959	3,121	3,327	2,876	10,284	12,282	15,529
<i>영업이익률</i>	28%	27%	30%	21%	28%	29%	30%	26%	27%	28%	31%
EPS(GAAP)	5.4	5.0	5.5	3.9	5.9	6.1	6.5	5.5	19.8	24.0	30.6
희석 EPS	5.3	4.9	5.4	3.8	5.8	5.9	6.3	5.4	19.4	23.5	30.0
Key data											
구독자	270	278	283	293	299	304	309	319	293	319	353
UCAN	83	84	85	86	88	89	90	91	86	91	97
EMEA	92	94	96	100	101	103	105	109	100	109	120
LATAM	48	49	49	51	52	52	53	54	51	54	58
APAC	47	50	53	56	58	60	62	66	56	66	78
ARPU	11.8	11.6	11.7	11.3	11.7	11.7	11.9	11.8	11.7	11.9	12.2
UCAN	17.3	17.2	17.1	17.2	17.9	18.2	18.6	19.0	17.2	18.4	20.1
EMEA	10.9	10.8	11.0	10.8	11.0	10.8	11.0	10.7	10.9	10.9	10.9
LATAM	8.3	8.3	8.4	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3	8.4
APAC	7.3	7.2	7.3	6.9	7.2	7.1	7.1	7.1	7.2	7.1	7.3

자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 34. 넷플릭스 목표 주가 산출

항목	값	
25F 획석주당순이익(USD)	23.5	- 매출과 영업이익 양의 성장률이 지속된다는 가정 하에 FY1 P/E +2sd(3yr)
Target P/E	50.4x	- 21년 당시 매출성장률은 25% → 19%로 둔화했으나 영업이익률이 18.5% → 21.0%로 상향되며 주가가 +2SD를 상회
목표주가(USD)	1,184	
현재주가(USD)	823.96	
상승여력	43.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 35. 주가 시나리오

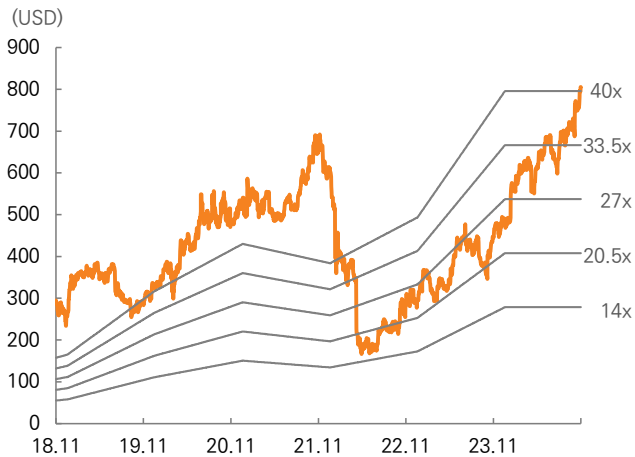
(USD)

Case	Target P/E	목표주가	상승여력	
Bull	55.1x	1,294	+61%	- 코로나 이후 신규가입자수의 증가폭은 둔화했으나 양(+)의 증가를 기록하며 - 비용 효율화로 영업이익률 증가가 동시에 발생했던 21년 평균 FY1 P/E
Base	50.4x	1,184	+47%	- 매출과 영업이익 양의 성장률이 지속된다는 가정 하에 FY1 P/E +2sd(3yr) - 21년 당시 매출성장률은 25% → 19%로 둔화했으나 영업이익률이 18.5% → 21.0%로 상향되며 주가가 +2SD를 상회
Bear	34.6x	812	+1%	- 주가의 key factor가 신규 가입자수에서 OP로 전환되기 시작한 23년부터의 평균 FY1 P/E

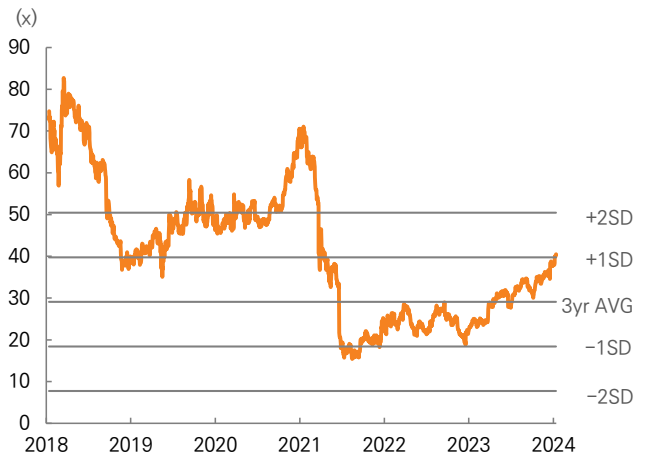
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 99. 12MF P/E 밴드차트 I

그림 100. 12MF P/E 밴드차트 II



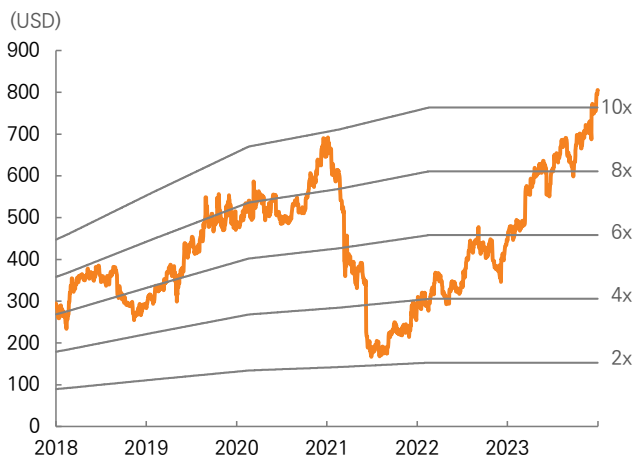
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



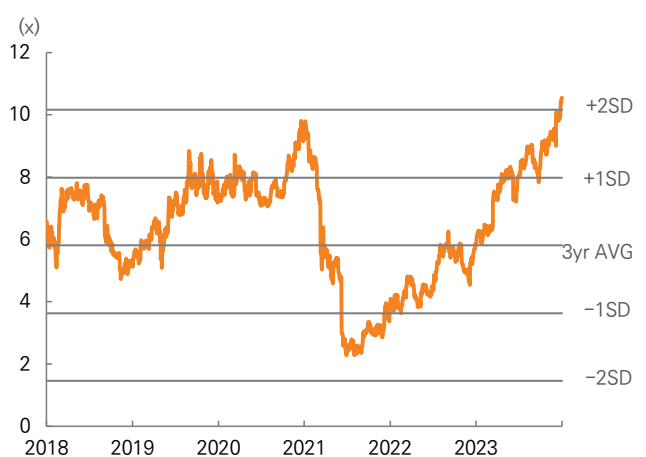
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 101. 12MF P/S 밴드차트 I

그림 102. 12MF P/S 밴드차트 II



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

넷플릭스 (NFLX US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	33,640	38,707	43,484	50,261
매출원가	-19,633	-21,187	-23,566	-26,220
매출총이익	14,008	17,520	19,917	24,041
영업비용	-7,054	-7,236	-7,635	-8,512
영업이익	6,954	10,284	12,282	15,529
비영업손익	-749	-479	-569	-599
세전사업손익	6,205	9,805	11,713	14,931
법인세비용	797	1,304	1,558	1,986
당기순이익	5,408	8,500	10,155	12,944
비배주주순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	5,408	8,500	10,155	12,944

Growth (YoY)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액증가율	6.9%	15.1%	12.3%	15.6%
매출총이익증가율	12.5%	25.1%	13.7%	20.7%
영업이익증가율	23.5%	47.9%	19.4%	26.4%
지배주주순이익증가율	20.4%	57.2%	19.5%	27.5%

Margin (%)	2023	2024F	2025F	2026F
매출총이익률	41.6%	45.3%	45.8%	47.8%
영업이익률	20.7%	26.6%	28.2%	30.9%
지배주주순이익률	16.1%	22.0%	23.4%	25.8%

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	7,274	9,895	10,692	12,745
당기순이익(지배주주지분)	5,408	8,500	10,155	12,944
비현금수익비용가감(감가상각비)	357	336	369	408
운전자본변동	-116	710	1,080	685
기타영업활동	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	542	-409	-460	-503
자본적지출	-349	-409	-460	-503
콘텐츠 자산의 증가(감소)	-586	853	719	495
기타투자활동	229	130	130	130
재무활동 현금흐름	-5,951	-6,950	-1,337	251
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-427	0	0
자본의 증가(감소)	-5,875	-6,523	-1,337	251
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-75	0	0	0
FX rate effect	83	0	0	0
현금의 증가	1,970	2,535	8,895	12,494
기초현금	6,058	7,138	9,673	18,568
기말현금	8,028	9,673	18,568	31,062

자료: 넷플릭스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	9,918	12,383	21,177	34,078
현금 및 현금성 자산	7,138	9,673	18,568	31,062
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
채고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2,780	2,709	2,609	3,016
비유동자산	38,814	39,378	40,463	42,229
유형자산	1,323	1,398	1,491	1,621
장기투자자산	31,658	32,570	34,547	36,714
기타비유동자산	31,658	32,570	34,547	36,714
자산총계	48,732	51,760	61,640	76,307
유동부채	8,861	9,073	10,052	11,144
매입채무 및 기타채무	747	807	897	998
단기금융부채	783	356	356	356
기타유동부채	7,330	7,910	8,799	9,790
비유동부채	19,283	19,592	19,933	20,307
장기금융부채	16,190	16,190	16,190	16,190
기타비유동부채	3,093	3,402	3,742	4,117
부채총계	28,144	28,665	29,985	31,450
자본금	0.45	0.45	0.45	0.45
자본잉여금	5,145	5,888	5,888	5,888
이익잉여금	22,589	31,090	41,244	54,440
기타포괄손익누계액	-223	-160	-200	-195
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	20,588	23,095	31,655	44,856
부채 및 자본총계	48,732	51,760	61,640	76,307

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (배)	20.7	44.5	36.9	28.9
P/B (배)	5.9	16.4	11.8	8.3
EV/EBITDA (배)	1.3	0.6	-0.2	-0.9
EPS (USD)	11.8	18.7	22.5	28.8
BPS (USD)	44.8	50.7	70.3	99.7
매출채권회전율 (회)	-	-	-	-
채고자산회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무회전율 (회)	45.0	48.0	48.5	50.4
ROA (%)	11.1	16.4	16.5	17.0
ROE (%)	26.3	36.8	32.1	28.9
ROIC (%)	1068.8	1517.6	1804.5	2173.9
부채비율 (%)	136.7	124.1	94.7	70.1
유동비율 (%)	111.9	136.5	210.7	305.8
순부채비율 (%)	47.8	29.8	-6.4	-32.4

Not Rated

목표주가	-
현재주가(24/12/13)	2,555원
상승여력	-

영업이익(24F,십억원)	-
Consensus 영업이익(24F,십억원)	-
EPS 성장률(24F,%)	-
MKT EPS 성장률(24F,%)	-
P/E(24F,x)	-
MKT P/E(24F,x)	-
KOSDAQ	693.73
시가총액(십억원)	84
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	31.3
외국인 보유비중(%)	2.5
베타(12M) 일간수익률	1.59
52주 최저가(원)	2,260
52주 최고가(원)	10,110

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.4	-34.6	-38.1
상대주가	-16.9	-17.8	-26.0



[미디어/엔터테인먼트]

김규연
gyuyeon.kim@miraesasset.com

스튜디오미르

재료 대기 중

3Q24 실적 리뷰 및 전망

동분기 매출 41.6억원(-21% YoY), 영업손실 75.1억원(적자 확대)을 기록했다. 올해 누적 매출 136.4억원, 영업손실 11.7억원으로 23년 대비 부진한 모습(23년 3Q 누적 매출액 169.4억원, 영업이익 0.3억원)을 보이고 있으나 이는 1) 일시적인 작품 지연과 2) 웹툰 고수의 애니메이션화를 위한 사전 준비 작업으로 인한 것이다. 23년 매출의 약 20%를 담당하던 워너 브라더스가 경영진 교체로 계획된 프로젝트 일정이 한 분기 가장 지연됐다. 4분기에는 지연된 워너브라더스 향 작품과 파라마운트 플러스의 극장판 애니메이션 제작 매출이 인식된다. 다만 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 넷플릭스의 IP 선별 작업 과정 상 이슈로 예정된 작품이 내년으로 지연됐다. 때문에 24년도 매출은 23년보다 소폭 감소한 200억원 내외로 예상한다.

고수 애니메이션 사업 진행 현황

동사는 9월 스튜디오N, 토에이애니메이션과 웹툰 고수의 애니메이션화 MOU를 체결하며 시장의 이목을 집중시켰다. 25년 초 3사 간 협업 형태가 구체화됨과 동시에 해당 작품의 편수 및 규모 등도 공개될 것으로 보인다. 현재 프리 프로덕션 과정 중 일부는 진행된 상태로 애니메이션은 26년 하반기 즈음 공개될 것으로 예상한다.

AI 활용한 생산성 제고

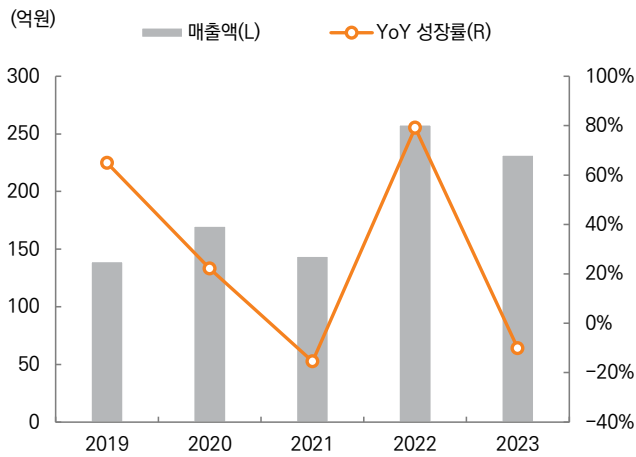
이미지 생성 AI 솔루션이 등장하며 미디어 산업의 혁신을 예고한 가운데 당사는 애니메이션이 가장 먼저 AI 미디어 혁신의 수혜를 받을 것으로 판단한다. 제작 과정 중 원화와 원화 사이를 연결하는 그림인 동화(그림 6 참고)는 원본 학습을 통해 유사한 결과물을 생성하는 생성 AI 모델과 유사한 작업이기 때문이다. 실제로 AI 솔루션 ToonCrafter는 원화 스케치를 넣으면 자동으로 동화 작업을 진행해 영상화하고 채색을 하는 기능으로 애니메이션 계의 혁신적 파괴라고 불리고 있다. 동화와 채색은 제작비 중 5~10%를 차지한다.

스튜디오미르는 23년부터 ToonCrafter를 활용한 AI솔루션 활용을 진행함과 동시에 다방면으로 관련 기술을 검토하고 있다. 이 과정에서 3D 작업을 담당하는 본부가 스튜디오미르 CGI로 물적분할한 바 있다. 빠르게 진화하는 기술을 활용한 제작 혁신으로 인한 이익률 개선을 기대한다.

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	14	17	14	26	23
영업이익 (십억원)	1	1	-2	3	1
영업이익률 (%)	7.1	5.9	-14.3	11.5	4.3
순이익 (십억원)	0	1	2	2	3
EPS (원)	-3	35	87	61	79
ROE (%)	-1.8	11.2	22.6	9.6	8.7
P/E (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	61.1
P/B (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9
배당수익률 (%)	-	-	-	-	0.0

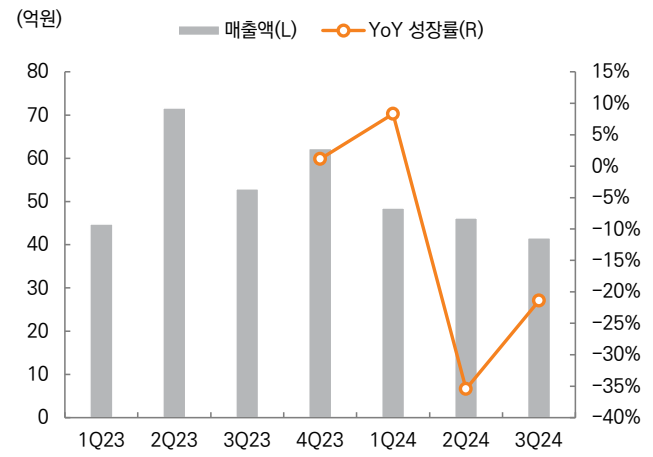
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 스튜디오미르, 미래에셋증권 리서치센터

그림 103. 연간 매출액 및 성장률 추이



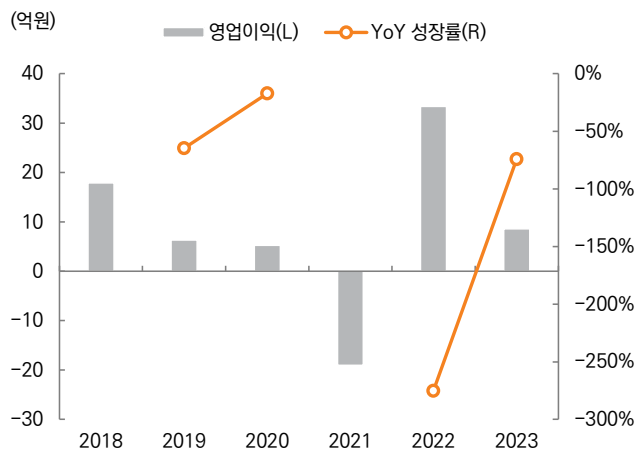
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 104. 분기 매출액 및 성장률 추이



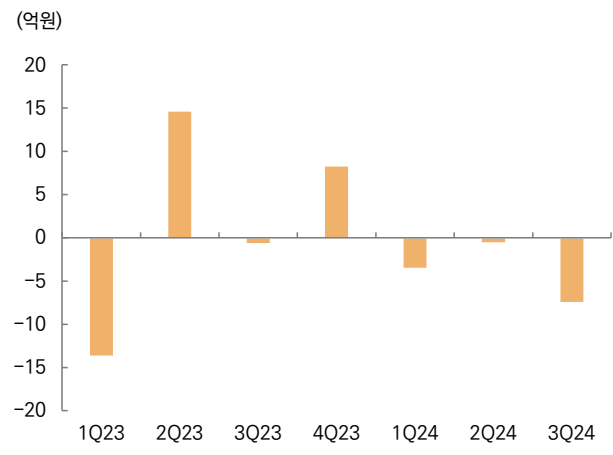
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 연간 영업이익 및 성장률 추이



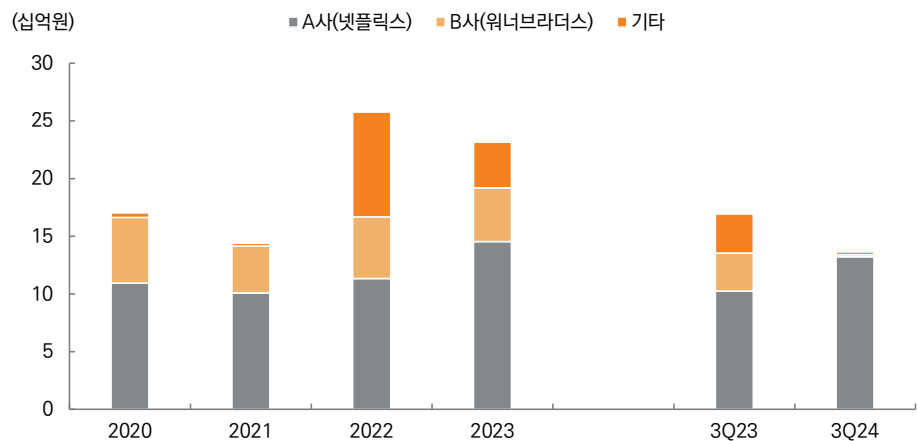
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 106. 분기 영업이익 추이



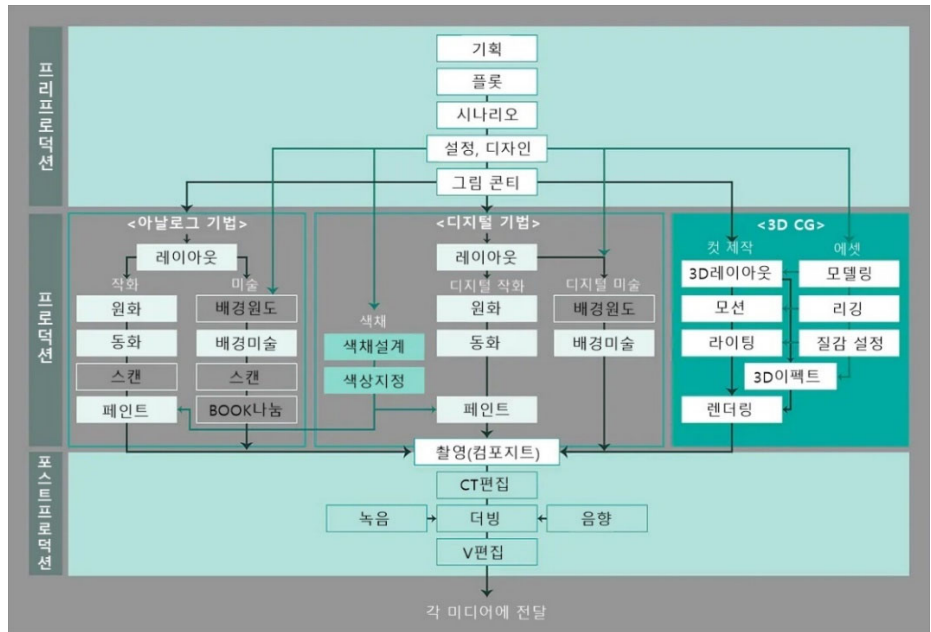
자료: QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 107. 스튜디오미르 주요 매출처



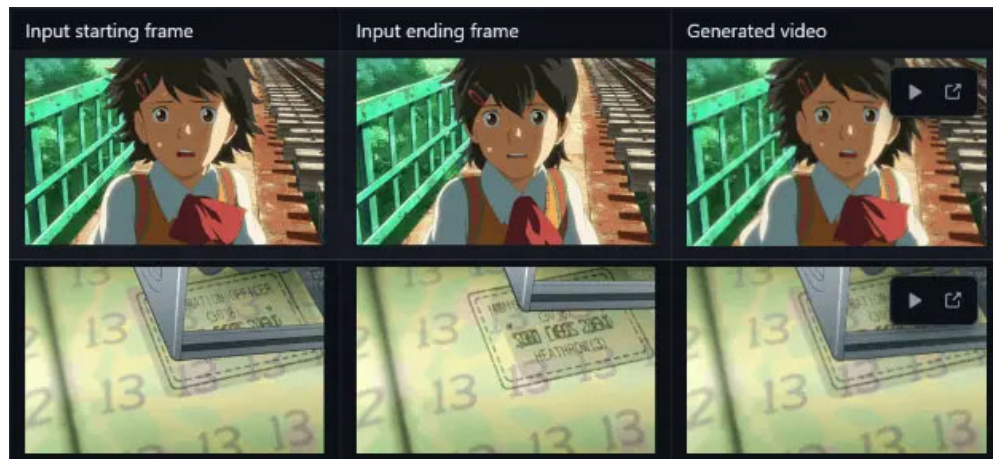
자료: 스튜디오미르, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 2D 애니메이션 제작 과정



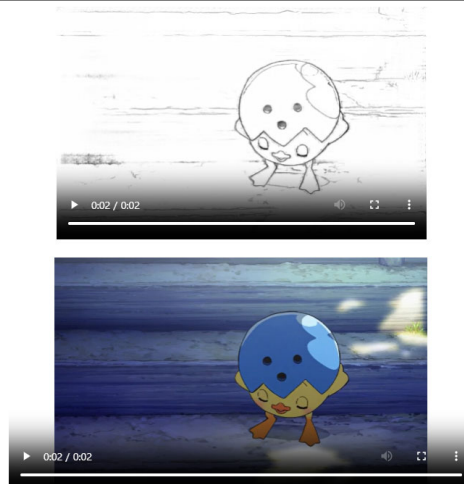
자료: 그냥살아요난 티스토리, 미래에셋증권 리서치센터

그림 109. 애니메이션 AI 솔루션 ToonCrafter를 활용한 AI 제작 - 동화



자료: ToonCrafter, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 애니메이션 AI 솔루션 Toon Crafter를 활용한 AI 제작 - 채색



자료: ToonCrafter, 미래에셋증권 리서치센터

스튜디오미르 (408900)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
매출액	17	14	26	23
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17	14	26	23
판매비와관리비	16	16	22	22
조정영업이익	1	-2	3	1
영업이익	1	-2	3	1
비영업손익	-1	4	-1	1
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	2	2	2
계속사업법인세비용	-1	0	0	-1
계속사업이익	1	2	2	3
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1	2	2	3
지배주주	1	2	2	3
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1	2	1	2
지배주주	1	2	1	2
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	1	-1	4	2
FCF	1	-3	3	2
EBITDA 마진율 (%)	5.9	-7.1	15.4	8.7
영업이익률 (%)	5.9	-14.3	11.5	4.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	14.3	7.7	13.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	8	15	19	29
현금 및 현금성자산	6	11	13	18
매출채권 및 기타채권	0	2	2	1
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	2	2	4	10
비유동자산	11	6	7	12
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	4	3	3	7
무형자산	0	0	0	0
자산총계	19	21	25	41
유동부채	9	10	4	3
매입채무 및 기타채무	1	1	1	1
단기금융부채	6	7	0	0
기타유동부채	2	2	3	2
비유동부채	1	0	0	0
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	11	10	4	4
지배주주지분	8	11	21	37
자본금	0	0	0	1
자본잉여금	0	0	9	25
이익잉여금	7	9	11	13
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	8	11	21	37

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동으로 인한 현금흐름	1	-3	3	6
당기순이익	0	0	0	0
비현금수익비용가감	1	-2	3	1
유형자산감가상각비	0	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	-3	2	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-3	-2	4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-2	0	1
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	0	0	-1	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	0	10	-1	-13
유형자산처분(취득)	0	0	0	-4
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	-8
기타투자활동	0	10	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	-1	-1	13
장단기금융부채의 증가(감소)	-1	0	-7	0
자본의 증가(감소)	0	0	9	17
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	-1	-3	-4
현금의 증가	-1	6	1	6
기초현금	7	6	11	13
기말현금	6	11	13	18

예상 주당가치 및 valuation (요약)

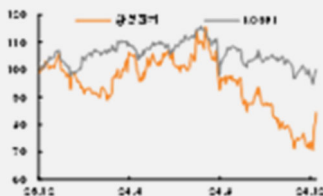
	2020	2021	2022	2023
P/E (x)	0.0	0.0	0.0	61.1
P/CF (x)	0.0	0.0	0.0	44.4
P/B (x)	0.0	0.0	0.0	3.9
EV/EBITDA (x)	1.5	2.8	-3.1	73.9
EPS (원)	35	87	61	79
CFPS (원)	97	3	189	109
BPS (원)	338	432	808	1,235
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0
매출액증가율 (%)	22.1	-15.4	79.2	-10.2
EBITDA증가율 (%)	4.6	-	-	-55.1
조정영업이익증가율 (%)	-17.1	-	-	-74.2
EPS증가율 (%)	-	147.1	-30.2	30.5
매출채권 회전율 (회)	21.3	12.6	12.6	13.5
재고자산 회전율 (회)	-	-	-	-
매입채무 회전율 (회)	-	-	-	-
ROA (%)	4.5	10.7	6.6	7.6
ROE (%)	11.2	22.6	9.6	8.7
ROIC (%)	55.0	-48.2	45.1	17.7
부채비율 (%)	130.5	97.4	21.0	10.4
유동비율 (%)	82.4	147.0	474.0	815.8
순차입금/자기자본 (%)	19.0	-35.9	-57.1	-70.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	-4.5	10.3	37.2

자료: 스튜디오미르, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	200,000원
현재주가(24/12/13)	126,100원
상승여력	58.6%

영업이익(24F,십억원)	748
Consensus 영업이익(24F,십억원)	776
EPS 성장률(24F,%)	20.1
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.0
P/E(24F,x)	19.3
MKT P/E(24F,x)	10.1
KOSPI	2,494.46
시가총액(십억원)	9,419
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	73.5
외국인 보유비중(%)	32.7
베타(12M) 일간수익률	0.87
52주 최저가(원)	105,600
52주 최고가(원)	172,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	18.1	-14.8	-16.1
상대주가	14.4	-5.9	-15.6



[전기/전자부품, 배터리 장비]

박준서
park.junseo@miraeasset.com

삼성전기

강력한 AP를 위한 MLCC 수혜

GenAI 최대 수혜

AP 성능 강화에 수혜는 MLCC이다. AI 기능을 위한 AP 성능 강화에 따라 전 모델 (SD 8 Gen3) 대비 MLCC 용량이 +30% 증가할 것으로 추정한다. IT MLCC 용량이 AP 성능 개선과 비례적으로 증가하기 때문이다. AP 처리 능력 ↑ → 고주파 수요 ↑ → 시그널 노이즈 감소를 위한 MLCC 수요가 증가하는 구조이다. 탑재되는 AP의 AnTuTu와 Geekbench 6의 스코어링 점수가 GenAI를 위한 설계로 더 높아지고 있다. 따라서, 자체적인 AI 처리 스마트폰의 MLCC 용량(μF) 확대가 기대된다. 과거에 스마트폰의 개선은 Bom Cost 내에서 주요 카메라의 성능 개선이었으나 앞으로는 온디바이스를 위한 AP 성능 개선이 될 것이다.

목표주가 200,000원 유지 및 탑픽으로 추천

4Q24 재고 조정이 어느정도 예상된 가운데, 내년 AI를 위한 강력한 AP 도입과 다수의 모멘텀 기대감으로 매수를 권고한다. 5년 STD P/B는 1.5배로 현재 주가는 하방보다 상방이 더 기대된다. 현재 주가는 24년과 25년 P/B 각각 1.1배이다.

다수의 모멘텀이 포진되어 있다. 1) 실리콘 캐패시터, 2) 산화물 전고체 배터리 생산, 3) AI 기판이다. 실리콘 캐패시터는 연내 조기 수주 확정할 것으로 보인다. 전고체 도입은 전기차보다 웨어러블 기기부터 시작되며 동사의 MLCC 적층 노하우로 26년에 양산 시작된다. AI 기판은 하반기에 양산이 시작되고 고객사 다변화가 기대된다. 차세대 글라스 기판 사업은 2H24 장비 입고 → 1H25 파일럿 생산 → 26년 양산을 목표로 차질 없이 진행 중이다.

4Q24 프리뷰: 계절적 재고 조정. 강도는 작년 대비 견조

4Q24 매출액 2.29조원(-0.4% YoY), 영업이익 1,345억원(+22% YoY)으로 컨센서스 대비 각각 -5%, -18%로 전망한다. 4분기는 계절적 재고 조정의 국면에 진입한다. 다만, 가동률은 전분기 대비 소폭 감소하나 재고 주기는 4~5주로 낮게 유지된다. IT 비수기임에도 AI, 전장 MLCC 수요가 견조할 것으로 보인다.

사업부별로는 컴포넌트 +3.5% YoY, 광학솔루션 -14.9% YoY, 패키지 +23.1% YoY를 기록할 것으로 추정한다. 컴포넌트 사업부는 포트폴리오 다각화로 작년 대비 견조하며, 패키지 사업부도 FCBGA의 수요가 견조할 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	9,425	8,909	10,118	10,693	11,365
영업이익 (십억원)	1,183	639	748	919	1,030
영업이익률 (%)	12.6	7.2	7.4	8.6	9.1
순이익 (십억원)	981	423	508	679	781
EPS (원)	12,636	5,450	6,545	8,748	10,066
ROE (%)	13.8	5.5	6.2	7.7	8.3
P/E (배)	10.3	28.1	19.3	14.4	12.5
P/B (배)	1.3	1.5	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	1.6	0.8	1.2	1.5	1.5

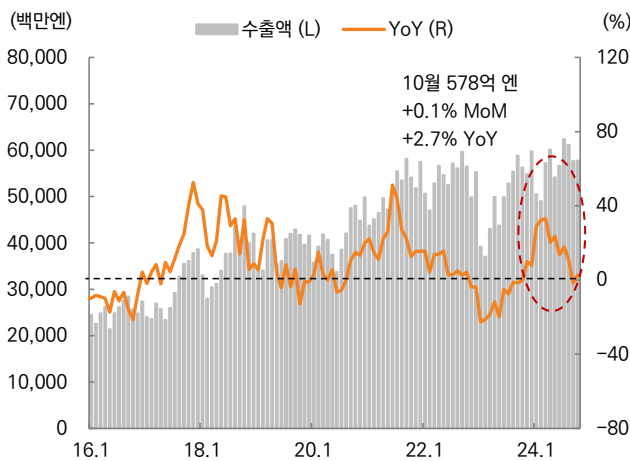
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

표 36. 글로벌 MLCC 업체들의 업황 코멘트

기업명	업황 코멘트
Murata	8월 - AI 서버 관련 부품 수요가 견조할 것으로 전망 - 전기차, 전동공구 시장 재고 조정은 지속되고 있으며 제품 가격 하락은 예상 범위에 있음
	10월 - AI 서버에 들어가는 MLCC 수가 10배 이상 늘어날 수 있다고 언급
Yageo	9월 - 4Q24 고객사 재고는 양호한 수준에 도달할 것으로 예상 - 25년에 AI 디바이스 향 수요 견조로 낙관적인 시각 유지 - 최근 대만의 수동 부품 생산 가동률이 상승하기 시작했다고 언급 - 23년 가동률 50~60% → 24년 60~70% 도달. 고객사들의 재고 소진 영향으로 파악
	10월 - AI 서버 수요 강세. AI 서버에 사용되는 인덕터는 기존 서버 대비 4~6배 비싸고 사용량 70~80% 높음 - 현재 전체 AI 관련 매출이 5%이며 AI 수요를 위한 R&D 투입 - PC와 가전 제품 수요가 회복되고 있다고 언급. 하반기 자동차와 산업 부문의 재고조정은 지속
TDK	8월 - 스마트폰, 노트북 등 ICT 관련 제품 수요 증가로 전년 대비 회복되고 있음

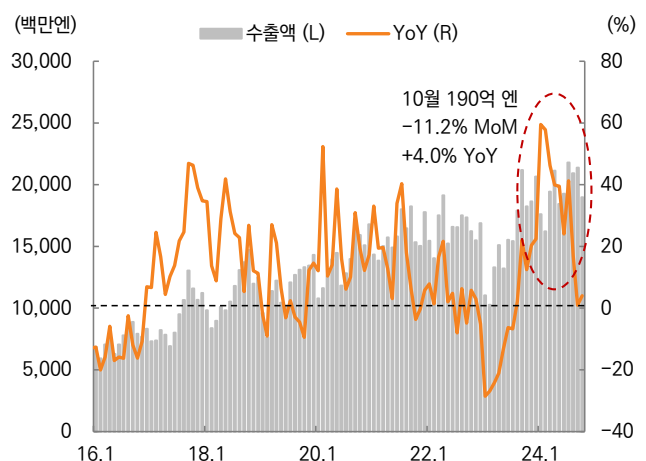
자료: Murata, TDK, Yageo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 일본 10월 글로벌 MLCC 수출액



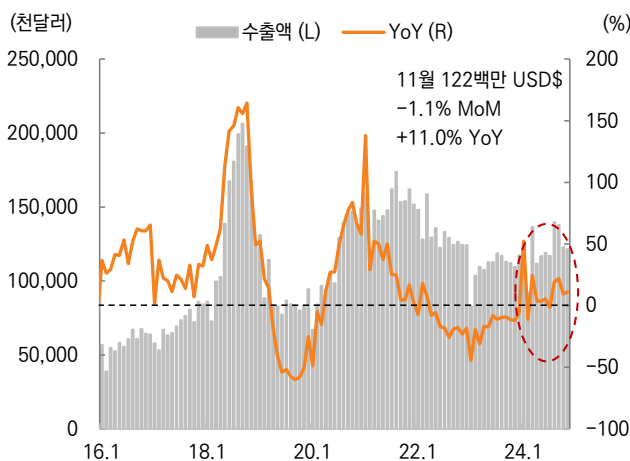
자료: Trade Statistics of Japan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. 일본 10월 중국 MLCC 수출액



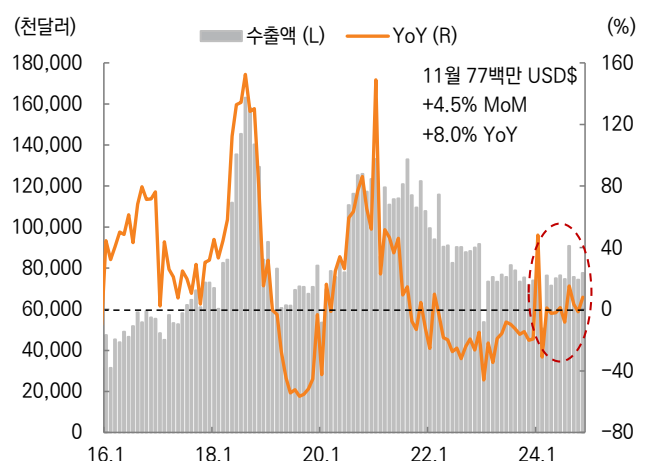
자료: Trade Statistics of Japan, 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. 대만 11월 글로벌 MLCC 수출액



자료: International Trade Administration, 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. 대만 11월 중국 MLCC 수출액



자료: International Trade Administration, 미래에셋증권 리서치센터

표 37. 3Q24 리뷰

(십억원, %, %p)

	3Q23	2Q24	3Q24P			비교			
			실제	QoQ	YoY	미래에셋	차이	컨센서스	차이
매출액	2,360.9	2,580.1	2,615.3	1.4	10.8	2,681.70	-2.5	2,614.8	0.0
영업이익	184.0	208.1	224.9	8.1	22.2	223.1	0.8	222.4	1.1
영업이익률	7.8	8.1	8.6	0.5	0.8	8.3	0.3	8.5	0.1
세전이익	196.2	229.8	142.5	-38.0	-27.4	263.4	-45.9	248.2	-42.6
지배주주 순이익	155.5	172.4	114.9	-33.4	-26.1	202.4	-43.2	184.4	-37.7
지배주주순이익률	6.6	6.7	4.4	-2.3	-2.19	7.5	-3.1	7.1	-2.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 38. 분기 및 연간 실적 추정표

(십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	2,021.8	2,220.5	2,360.9	2,306.2	2,624.3	2,580.1	2,615.3	2,298.1	8,909.4	10,117.9	10,692.8
QoQ	2.7	9.8	6.3	-2.3	13.8	-1.7	1.4	-12.1			
YoY	-22.7	-9.6	-1.0	17.2	29.8	16.2	10.8	-0.4	-5.5	13.6	5.7
컴포넌트 솔루션	826	1,007	1,096	975	972	1,102	1,197	1,009	3,903	4,280	4,604
모듈 솔루션	799	777	825	888	1,173	921	860	756	3,289	3,710	3,739
기판 솔루션	398	437	440	443	428	499	558	533	1,717	2,019	2,350
영업이익	140.1	205.0	184.0	110.4	180.3	208.1	224.9	134.5	639.4	747.8	918.8
QoQ	38.3	46.3	-10.2	-40.0	63.3	15.4	8.1	-40.2			
YoY	-65.9	-43.1	-40.8	9.1	28.7	1.5	22.2	21.8	-45.9	16.9	22.9
컴포넌트 솔루션	55.9	128.0	116.4	61.3	96.9	141.8	162.3	95.1	361.6	496.2	563.2
모듈 솔루션	34.4	24.9	19.3	22.7	62.7	24.7	17.3	8.4	101.2	113.1	122.7
기판 솔루션	49.8	52.1	48.3	26.4	20.7	41.6	45.2	31.0	176.6	138.5	232.9
영업이익률	6.9	9.2	7.8	4.8	6.9	8.1	8.6	5.9	7.2	7.4	8.6
컴포넌트 솔루션	6.8	12.7	10.6	6.3	10.0	12.9	13.6	9.4	9.3	11.6	12.2
모듈 솔루션	4.3	3.2	2.3	2.6	5.3	2.7	2.0	1.1	3.1	3.0	3.3
기판 솔루션	12.5	11.9	11.0	6.0	4.8	8.3	8.1	5.8	10.3	6.9	9.9
세전이익	140.6	142.9	196.2	55.6	219.3	229.8	142.5	47.7	542.2	639.2	850.4
지배주주 순이익	111.4	112.6	155.5	43.4	183.1	172.4	114.9	37.5	423.0	507.9	679.1
지배주주 순이익률	5.5	5.1	6.6	1.9	7.0	6.7	4.4	1.6	4.7	5.0	6.4

자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. 삼성전기 12MF P/E 변동 추이



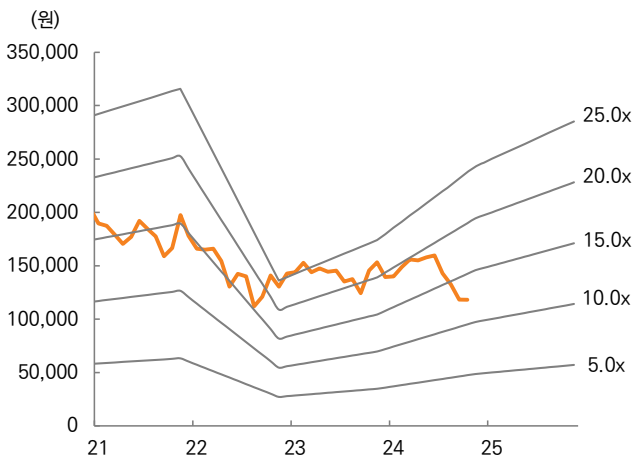
주: 컨센서스 데이터
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 삼성전기 12MF P/B 변동 추이



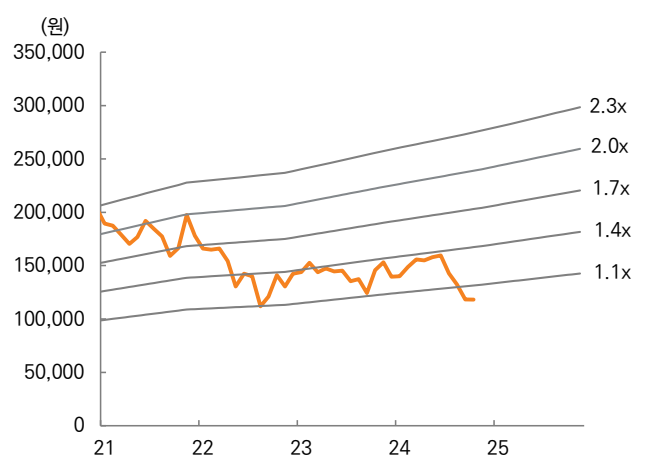
주: 컨센서스 데이터
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 삼성전기 12MF P/E



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 118. 삼성전기 12MF P/B



자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

표 39. MLCC 업체 실적 관련 지표

(십억원, %)

	회사명	시가총액	매출액					영업이익					순이익				
			23	24F	25F	24F	25F	23	24F	25F	24F	25F	23	24F	25F	24F	25F
한국	삼성전기	9,419	8,909	10,206	11,053	14.6	8.3	639	776	961	21.4	23.8	423	614	757	45.1	23.4
	삼화콘덴서	283	281	292	315	4.1	7.6	24	24	31	0.0	31.2	21	20	27	-3.4	33.8
	아모텍	52	187	232	313	24.2	34.9	-26	-	9	-	-	-15	-	8	-	-
해외	Murata	45,883	14,994	16,502	17,697	10.1	7.2	2,410	3,055	3,650	26.8	19.5	1,970	2,421	2,828	22.9	16.8
	TDK	36,907	18,703	20,635	21,972	10.3	6.5	1,537	2,201	2,536	43.2	15.2	1,065	1,630	1,879	53.1	15.3
	Yageo	11,804	4,514	5,225	5,683	15.8	8.8	859	1,027	1,266	19.6	23.2	733	890	182	21.4	-79.5
	Taiyo Yuden	2,612	2,950	3,199	3,422	8.5	7.0	83	143	253	72.5	76.5	76	106	127	39.6	20.0
	Walsin	1,996	7,963	7,726	8,144	-3.0	5.4	262	143	263	-45.3	83.8	215	178	226	-17.2	26.6

자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 40. MLCC 업체 밸류에이션 관련 지표

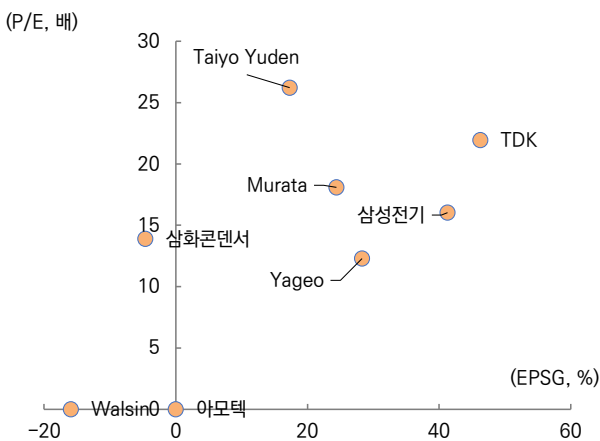
(%, 배)

	회사명	주가상승률			P/E			P/B			ROE			EPS(원)			EV/EBITDA		
		1M	3M	YTD	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F	23	24F	25F
한국	삼성전기	18.1	-3.5	-16.1	20.6	16.0	13.0	1.2	1.1	1.0	5.3	7.4	8.5	5,597	7,907	9,759	7.5	5.4	4.6
	삼화콘덴서	-3.5	-20.2	-29.7	13.3	13.9	10.4	1.1	1.0	1.0	8.9	7.9	9.7	2,028	1,934	2,588	7.0	4.0	3.0
	아모텍	8.6	-6.5	-54.4	-	-	6.2	0.3	0.3	0.3	-8.6	-	4.9	-1,005	-	547.0	-	12.2	2.2
해외	Murata	-4.0	-8.6	-13.2	25.2	18.1	15.5	1.8	1.7	1.6	7.3	10.0	11.1	1,038.9	1,292.7	1,506.3	11.5	8.6	7.2
	TDK	0.4	12.9	52.0	21.8	21.9	19.2	2.2	2.3	2.1	10.5	9.3	10.6	593.3	867.9	989.7	8.3	9.1	8.1
	Yageo	-6.5	-15.0	1.7	12.7	12.3	10.8	1.7	1.8	1.6	14.1	14.7	15.8	1,425.5	1,828.7	2,049.3	11.3	13.0	10.1
	Taiyo Yuden	-4.7	-25.2	-40.2	31.4	26.2	14.2	0.8	0.8	0.8	2.6	3.4	5.6	653.2	766.4	1,415.2	7.5	21.7	12.8
	Walsin	-5.7	-9.3	-29.8	24.1	-	-	0.9	-	-	3.9	-	-	52.5	44.1	56.1	10.9	-	-
평균					21.3	18.1	12.8	1.3	1.3	1.2	5.5	8.8	9.5	-	-	-	9.1	10.6	6.9

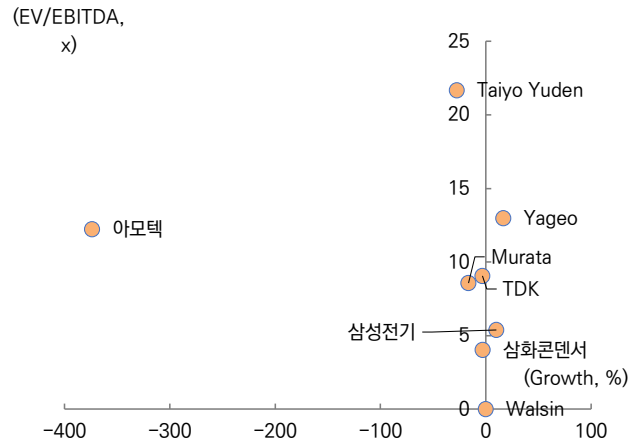
자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. MLCC 업체 24F P/E-EPG

그림 120. MLCC 업체 24F EV/EBITDA-EBITDAG



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Quantwise, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전기 (009150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,909	10,118	10,693	11,365
매출원가	7,189	8,241	8,781	9,289
매출총이익	1,720	1,877	1,912	2,076
판매비와관리비	1,081	1,129	993	1,045
조정영업이익	639	748	919	1,030
영업이익	639	748	919	1,030
비영업손익	-96	-107	-69	-56
금융손익	-15	-15	-19	-12
관계기업등 투자손익	-5	-11	4	3
세전계속사업손익	543	641	850	974
계속사업법인세비용	85	108	143	160
계속사업이익	458	533	707	814
중단사업이익	-8	-2	0	0
당기순이익	450	531	707	814
지배주주	423	508	679	781
비지배주주	28	23	28	33
총포괄이익	497	705	707	814
지배주주	468	676	672	773
비지배주주	29	29	36	41
EBITDA	1,476	1,558	1,743	1,846
FCF	-29	777	479	790
EBITDA 마진율 (%)	16.6	15.4	16.3	16.2
영업이익률 (%)	7.2	7.4	8.6	9.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.7	5.0	6.3	6.9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,180	1,584	1,345	1,603
당기순이익	450	531	707	814
비현금수익비용가감	1,165	1,011	961	963
유형자산감가상각비	789	763	778	781
무형자산상각비	48	47	47	35
기타	328	201	136	147
영업활동으로인한자산및부채의변동	-301	33	-253	-97
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-229	116	-197	-83
재고자산 감소(증가)	-283	30	-370	-156
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	111	-112	104	44
법인세납부	-186	-46	-143	-160
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,023	-878	-903	-796
유형자산처분(취득)	-1,204	-807	-866	-813
무형자산감소(증가)	-47	-50	-44	0
장단기금융자산의 감소(증가)	5	0	-14	-6
기타투자활동	223	-21	21	23
재무활동으로 인한 현금흐름	-173	358	265	-515
장단기금융부채의 증가(감소)	91	608	470	-277
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-160	-89	-113	-144
기타재무활동	-104	-161	-92	-94
현금의 증가	-8	1,147	700	290
기초현금	1,677	1,669	2,816	3,516
기말현금	1,669	2,816	3,516	3,805

자료: 삼성전기, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	5,208	6,343	7,660	8,200
현금 및 현금성자산	1,669	2,816	3,516	3,805
매출채권 및 기타채권	1,235	1,231	1,446	1,527
재고자산	2,120	2,112	2,482	2,638
기타유동자산	184	184	216	230
비유동자산	6,449	6,606	6,706	6,709
관계기업투자등	66	66	78	83
유형자산	5,603	5,754	5,842	5,874
무형자산	151	150	147	112
자산총계	11,658	12,948	14,367	14,910
유동부채	2,900	3,478	3,902	3,741
매입채무 및 기타채무	984	980	1,152	1,225
단기금융부채	1,330	1,913	2,063	1,787
기타유동부채	586	585	687	729
비유동부채	727	750	1,151	1,185
장기금융부채	267	292	612	612
기타비유동부채	460	458	539	573
부채총계	3,628	4,229	5,053	4,926
지배주주지분	7,847	8,507	9,072	9,709
자본금	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,873	6,294	6,859	7,497
비지배주주지분	183	213	241	274
자본총계	8,030	8,720	9,313	9,983

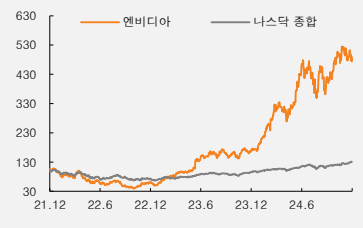
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	28.1	19.3	14.4	12.5
P/CF (x)	7.4	6.3	5.9	5.5
P/B (x)	1.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	7.9	5.9	5.1	4.5
EPS (원)	5,450	6,545	8,748	10,066
CFPS (원)	20,819	19,876	21,503	22,893
BPS (원)	103,020	111,510	118,796	127,011
DPS (원)	1,150	1,500	1,900	1,900
배당성향 (%)	18.6	20.5	19.5	17.0
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	-5.5	13.6	5.7	6.3
EBITDA증가율 (%)	-28.4	5.5	11.9	5.9
조정영업이익증가율 (%)	-45.9	16.9	22.9	12.1
EPS증가율 (%)	-56.9	20.1	33.6	15.1
매출채권 회전율 (회)	8.4	9.0	8.8	8.4
재고자산 회전율 (회)	4.4	4.8	4.7	4.4
매입채무 회전율 (회)	14.7	13.9	13.6	12.9
ROA (%)	4.0	4.3	5.2	5.6
ROE (%)	5.5	6.2	7.7	8.3
ROIC (%)	7.0	7.8	9.2	10.1
부채비율 (%)	45.2	48.5	54.3	49.3
유동비율 (%)	179.6	182.4	196.3	219.2
순차입금/자기자본 (%)	-1.6	-7.7	-9.8	-14.8
조정영업이익/금융비용 (x)	9.4	10.6	10.1	10.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	USD 206
현재주가(24/12/13)	USD 134.25
상승여력	53.4%

나스닥 종합(p)	19,926.72
EPS 성장률(24F, %)	140.7
P/E(24F, x)	46.3
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	3,287.78
시가총액(조원)	4,706.46
상장주식수(백만주)	24,490.0
60일 평균	31.73
거래대금(십억USD)	47.57
52주 최저가(USD)	148.88
52주 최고가(USD)	

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.2	3.6	179.2
상대주가	-11.4	-8.2	106.4



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

김제호

jaeho.kim.b@miraeeasset.com

엔비디아

칩보다 전략 방향성에 주목하자

투자 의견 및 밸류에이션

당사는 엔비디아에 대해 '매수' 및 목표주가 \$206를 유지한다. 목표주가는 25F EPS에 목표 P/E 49.8배를 적용했다. 동사가 산술적인 5년 평균 이상의 목표 배수를 부여 받는것은 무리가 없다고 판단한다. 24년 EPSG +125.9%의 높은 기저에도 불구하고 성장은 지속되어 25년에도 +42.4%대의 성장세가 추정되기 때문이다.

최근 홍보구간은 빅테크들의 자체칩 설계 및 조달 가능성이 높아지며 동사에 대한 중장기 성장 가능성에 대한 일부 우려가 소화되는 구간으로 판단한다. 그러나 동사의 핵심 경쟁력은 단일 칩셋에 있는 것이 아니라 AI 생태계 자체를 조성한다는 점에 있다고 판단하며, 점차 이를 구현해 가며 밸류에이션 회복이 가능하리 판단한다.

투자포인트

최근 AI 모델의 파라미터의 급격한 확장에 따라 학습 가능한 현실 데이터의 양이 한계에 봉착했다. 기존 데이터로부터 학습용 데이터를 생산해내는 합성 데이터가 주목받을 것으로 전망한다. 동사의 3차원 가상환경 시뮬레이션 플랫폼인 Omniverse가 대표적인 합성 데이터 생성 플랫폼으로서 부각될 것으로 기대한다.

동사는 Omniverse의 일부로 고품질의 합성 데이터를 대규모로 생성하는 툴이자 프레임워크인 Omniverse Replicator 출시했으며, Replicator의 대표적 응용으로는 자율주행 시뮬레이션 플랫폼인 DRIVE Sim과 로봇틱스 시뮬레이션 플랫폼인 Isaac Sim이 있다.

또한, 빅테크 사업자들이 자체 프로세서를 탑재하려는 움직임 가운데 고객사들에게 동사의 GPU의 이용을 유도하고자 하는 전략방향성을 취하고 있다고 판단한다. 대표적으로 기업체를 대상으로 AI 모델을 구축해주는 AI Foundry, 각종 정부기관을 대상으로 AI 플랫폼을 구축해주는 Sovereign AI가 있다.

현재 데이터 및 서비스 매출액 규모가 연 \$1.5bn 수준이며 연내 \$2.0bn을 초과할 것으로 기대하고 있다. 이와 같은 매출액의 증가는 동사의 밸류에이션을 칩메이커 영역에서 빅테크 영역으로 상향시키는 원동력으로 작용할 것으로 전망한다.

계산기 (01월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (억USD)	270	609	1,287	1,792	2,280
영업이익 (억USD)	42	330	804	1,151	1,506
영업이익률 (%)	15.6	54.2	62.5	64.2	66.1
순이익 (억USD)	44	298	714	1,017	1,326
EPS (USD)	0.18	1.21	2.90	4.13	5.39
ROE (%)	17.9	91.5	96.1	65.0	48.5
P/E (배)	111.2	51.0	46.3	32.5	24.9
P/B (배)	21.8	35.3	31.3	15.9	9.7

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

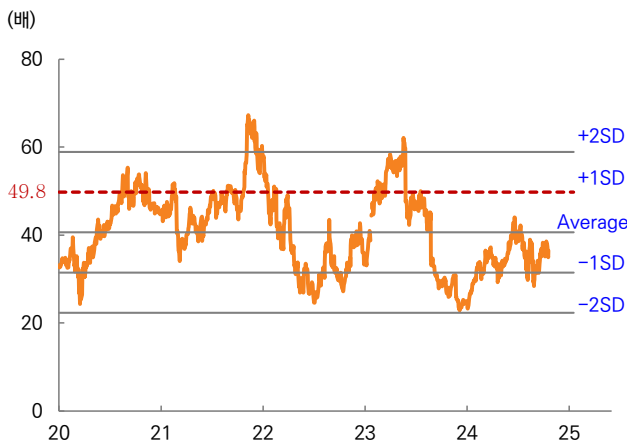
자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

표 41. 엔비디아 목표주가 산정

구분	값	비고
25F 회석 EPS	4.13	US\$
목표 P/E	49.8	12MF P/E 5년 평균 + 1x표준편차
목표주가	206	US\$
현재주가	134.25	24.12.13 기준, US\$
상승여력	53.4%	투자여건 매수

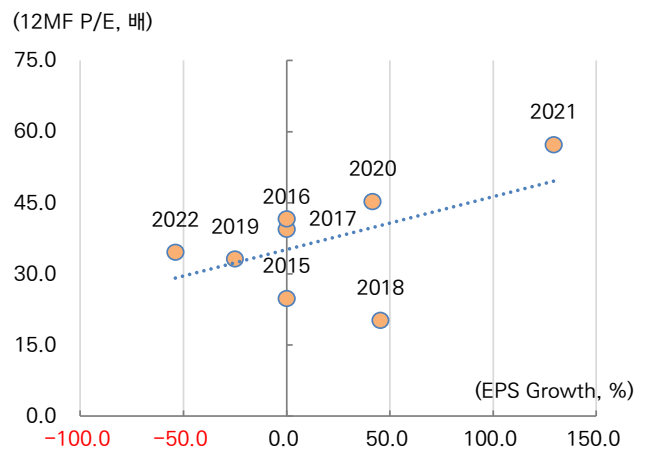
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 121. 엔비디아 12MF P/E 추이



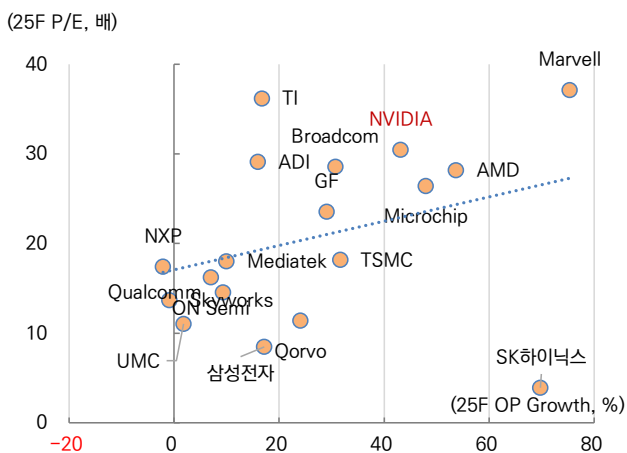
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 122. 엔비디아 EPS 성장률 및 12MF P/E(연말 기준) 비교



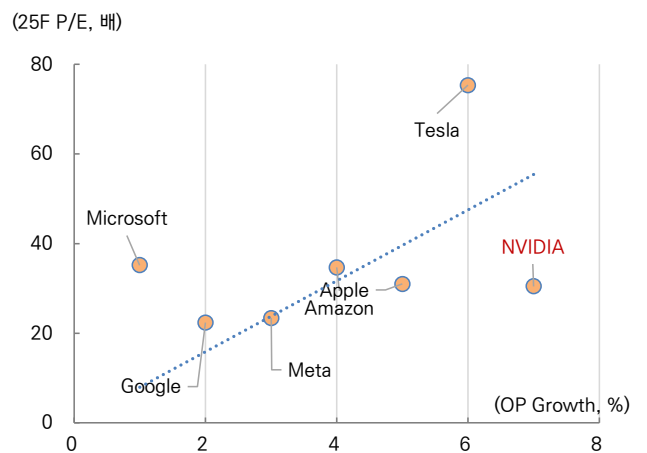
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 123. 글로벌 주요 반도체 업체 밸류에이션 비교



주: NVIDIA는 당사 추정치
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

그림 124. 글로벌 빅테크 밸류에이션 비교



주: NVIDIA는 당사 추정치
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

표 42. 글로벌 주요 칩메이커 밸류에이션 비교

(배, %)

업체명	EPS Growth		ROE		P/E		P/E		EV/EBITDA	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
NVIDIA	43.2	30.8	70.8	52.1	30.4	23.4	14.9	9.1	28.4	22.6
AMD	53.7	38.6	13.0	12.1	28.2	19.9	3.7	3.4	18.4	15.9
Intel	TTB	74.5	4.8	5.0	24.9	14.0	0.9	0.9	8.5	5.9
Broadcom	30.7	9.8	37.2	39.8	28.6	24.2	9.5	11.2	22.6	19.7
Qualcomm	9.3	8.9	41.3	37.4	14.6	13.4	6.1	5.5	11.3	10.2
Marvell	75.3	23.0	11.4	16.6	37.1	27.5	5.6	5.4	31.1	23.4
Mediatek	10.0	24.1	28.2	31.1	18.0	15.0	4.6	4.2	13.7	11.3
Skyworks	-0.9	19.5	13.1	16.8	13.7	11.1	2.2	2.3	9.8	8.1
Qorvo	24.1	17.9	14.4	15.6	11.4	8.9	1.8	1.6	10.0	7.5
Micron	594.2	46.8	18.5	20.7	11.7	8.1	2.2	1.9	6.0	4.1
WDC	823.1	20.0	20.1	21.5	8.5	7.3	1.6	1.4	6.3	4.9
TSMC	31.7	16.9	30.9	29.6	18.2	15.3	5.1	4.2	10.1	8.4
GF	29.1	40.5	8.3	10.3	23.6	17.1	1.8	1.7	7.6	6.1
UMC	1.8	15.3	13.9	14.9	11.1	9.8	1.5	1.5	4.5	3.8
TI	16.7	27.2	29.8	32.4	36.2	28.3	10.8	10.9	23.4	19.1
ADI	16.0	18.3	9.6	12.1	29.1	23.5	3.1	3.2	21.3	18.2
Microchip	47.9	44.1	18.8	30.5	26.4	17.8	5.9	6.1	19.4	13.7
ON Semi	7.0	26.6	19.3	21.0	16.2	12.8	3.0	2.6	10.4	8.5
NXP	-2.1	15.3	32.1	36.2	17.4	14.6	5.4	4.9	13.1	11.0
평균	94.9	27.2	23.0	23.8	19.9	15.3	4.4	4.0	13.4	10.8

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

표 43. 글로벌 빅테크 밸류에이션 비교

(배, %)

업체명	EPS Growth		ROE		P/E		P/E		EV/EBITDA	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F
NVIDIA	143.9	43.2	84.1	89.4	52.1	30.4	69.4	34.0	82.5	38.7
Microsoft	14.1	12.9	37.8	31.6	39.6	35.2	12.7	9.9	26.3	22.7
Google	27.0	13.7	30.4	29.5	25.4	22.4	7.5	6.3	15.7	13.7
Meta	32.4	21.6	32.1	29.4	26.7	23.4	7.6	6.0	14.7	12.4
Amazon	67.9	19.5	21.5	21.2	44.0	34.7	7.6	5.9	14.7	12.2
Apple	3.3	5.3	160.2	174.1	34.3	31.0	50.0	44.0	25.9	24.2
Tesla	-0.9	67.4	12.1	13.6	97.3	75.3	11.8	10.0	51.1	41.9
평균	41.1	26.2	54.0	55.5	45.6	36.0	23.8	16.6	33.0	23.7

자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

표 44. 엔비디아 분기 실적 추이 및 전망

(US\$bn, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	26.0	30.0	35.1	37.5	39.4	42.5	46.8	50.5	60.9	128.7	179.2	228.0
Data Center	22.6	26.3	30.8	33.0	34.3	36.7	40.5	44.0	47.5	112.6	155.4	197.7
Gaming	2.6	2.9	3.3	3.5	3.8	4.3	4.7	4.8	10.4	12.3	17.6	22.2
Pro-Visual	0.4	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.7	0.9	1.6	1.9	3.0	4.0
Auto	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	1.1	1.6	2.6	3.6
OEM & Other	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5
Proportion	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Data Center	86.6	87.5	87.7	88.0	87.0	86.3	86.5	87.0	78.0	87.5	86.7	86.7
Gaming	10.2	9.6	9.3	9.2	9.6	10.2	10.0	9.5	17.1	9.5	9.8	9.7
Pro-Visual	1.6	1.5	1.4	1.4	1.7	1.7	1.6	1.7	2.5	1.5	1.7	1.8
Auto	1.3	1.2	1.3	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5	1.8	1.2	1.5	1.6
OEM & Other	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2
YoY	262.1	122.4	93.6	69.7	51.2	41.6	33.3	34.7	125.9	111.2	39.3	27.2
Datacenter	426.7	154.5	112.0	79.3	51.8	39.7	31.5	33.2	216.7	136.9	38.0	27.2
Gaming	18.2	15.8	14.8	20.4	42.8	50.6	42.7	39.1	15.2	17.3	43.6	26.4
Pro-Visual	44.7	19.8	16.8	13.4	56.8	59.2	54.0	63.6	0.6	21.8	58.5	33.1
Auto	11.1	36.8	72.0	60.1	67.6	84.4	56.3	68.4	20.8	44.3	68.3	37.7
OEM & Other	1.3	33.3	32.9	-16.7	51.4	45.0	92.9	102.1	-32.7	10.5	72.9	-21.2
QoQ	17.8	15.3	16.8	6.9	5.0	8.0	10.0	8.0				
Datacenter	22.6	16.4	17.1	7.2	3.8	7.1	10.3	8.6				
Gaming	-7.6	8.8	13.9	5.2	9.6	14.8	7.8	2.6				
Pro-Visual	-7.8	6.3	7.0	8.0	27.5	8.0	3.5	14.8				
Auto	17.1	5.2	29.8	0.2	22.5	15.7	10.0	8.0				
OEM & Other	-13.3	12.8	10.2	-22.7	57.5	8.0	46.7	-19.0				
Gross Profit	20.4	22.6	26.2	27.4	29.1	31.5	35.6	38.4	44.3	96.5	134.6	173.3
YoY	339.0	138.6	95.3	63.0	42.8	39.4	35.8	40.3	188.5	117.9	39.4	28.8
QoQ	21.5	10.6	15.9	4.6	6.4	8.0	13.0	8.0				
GP Margin	78.4	75.1	74.6	73.0	74.0	74.0	76.0	76.0	72.7	75.0	75.1	76.0
Operating Profit	16.9	18.6	21.9	23.0	24.6	26.8	30.6	33.2	33.0	80.4	115.1	150.6
YoY	690.1	174.1	109.9	69.0	45.8	43.6	39.8	44.1	69.2	70.2	71.2	71.2
QoQ	24.2	10.2	17.3	5.2	7.1	8.6	14.2	8.5				
OP Margin	64.9	62.1	62.3	61.4	62.6	62.9	65.3	65.6	54.1	62.5	64.3	66.1

자료: 미래에셋증권 리서치센터

엔비디아 (NVDA US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	609	1,287	1,792	2,280
매출원가	160	321	446	547
매출총이익	449	966	1,346	1,733
판매비와관리비	120	161	194	227
영업이익	330	804	1,151	1,506
비영업손익	8	14	18	17
금융손익	6	24	65	124
관계기업관련손익	0	0	0	0
기타이익추가	2	-10	-47	-107
법인세차감전순이익	338	818	1,169	1,523
법인세	41	107	152	198
당기순이익	298	714	1,017	1,326
지배주주	298	714	1,017	1,326
비지배주주	0	0	0	0

Growth & Margins (%)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액증가율	125.6	111.3	39.2	27.2
매출총이익증가율	178.9	115.1	39.3	28.8
영업이익증가율	685.7	143.6	43.2	30.8
순이익증가율	577.3	139.6	42.4	30.4
EPS증가율	586.3	140.7	42.5	30.4
매출총이익률	73.7	75.1	75.1	76.0
영업이익률	54.2	62.5	64.2	66.1
당기순이익률	48.9	55.5	56.8	58.2

예상 현금흐름표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	281	719	952	1,202
당기순이익	298	714	1,017	1,326
감가상각비	15	15	11	8
기타	-32	-10	-76	-132
투자활동 현금흐름	-106	-174	-69	18
- 자본적 지출(CAPEX)	-11	-4	0	0
기타	-95	-170	-69	18
재무활동 현금흐름	-136	-96	-3	-3
배당금	4	0	0	0
자본 증가	12	-5	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	0	0	0
기타	-140	-91	-3	-3
현금의 증감	39	450	879	1,216
기초현금	34	73	522	1,402
기말현금	73	522	1,402	2,618

자료: 엔비디아, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(억USD)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	443	1,159	2,260	3,650
현금성자산	73	522	1,402	2,618
매출채권	100	161	217	261
재고자산	53	80	108	130
기타유동자산	217	396	533	641
비유동자산	214	257	264	270
투자자산	15	52	71	85
유형자산	53	44	33	25
무형자산	55	54	54	54
기타비유동자산	91	107	106	106
자산총계	657	1,417	2,524	3,921
유동부채	106	214	284	339
매입채무	27	39	53	63
단기차입금	0	0	0	0
기타유동부채	79	175	231	276
비유동부채	121	147	168	185
장기금융부채	85	85	85	85
기타비유동부채	36	62	83	100
부채총계	228	360	452	524
지배주주지분(연결)	430	1,056	2,072	3,397
자본금	0	0	0	0
자본잉여금	131	127	127	127
이익잉여금	298	930	1,946	3,270
기타	1	-1	-1	0
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
자본총계	430	1,056	2,072	3,397

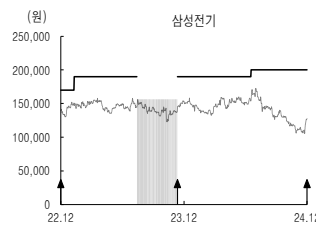
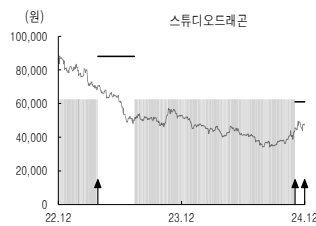
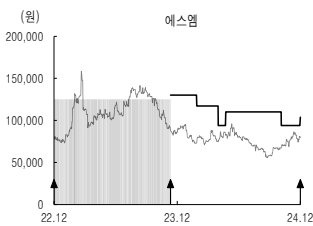
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (배)	51.0	46.3	32.5	24.9
P/S (배)	24.9	25.7	18.4	14.5
P/B (배)	35.3	31.3	15.9	9.7
EV/EBITDA (배)	43.6	39.2	26.8	19.7
EPS (USD)	1.21	2.90	4.13	5.39
BPS (USD)	1.74	4.29	8.42	13.81
DPS (USD)	0.02	0.02	0.02	0.02
배당성향 (%)	1.7	0.7	0.5	0.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권회전율 (회)	8.8	9.9	9.5	9.5
재고자산회전율 (회)	11.7	19.3	19.0	19.1
매입채무 회전율 (회)	8.2	9.7	9.7	9.4
ROA (%)	55.7	68.8	51.6	41.1
ROE (%)	91.5	96.1	65.0	48.5
ROIC (%)	139.5	312.9	436.1	527.4
부채비율 (배)	52.9	34.1	21.8	15.4
유동비율 (배)	417.1	542.5	796.9	1,078.1
순차입금/자기자본 (배)	-37.9	-72.8	-85.3	-90.6

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
에스엠 (041510)					2024.11.18				
2024.12.16	매수	104,000	-	-	매수	61,000	-	-	
2024.10.21	매수	94,000	-18.51	-7.98	2023.07.31	분석 대상 제외	-	-	
2024.05.09	매수	110,000	-33.94	-12.91	2023.04.13	매수	88,000	-31.44	-19.77
2024.04.17	매수	94,000	-12.58	-8.09	삼성전기 (009150)				
2024.02.13	매수	117,000	-32.85	-24.44	2024.07.03	매수	200,000	-	-
2023.11.27	매수	130,000	-34.72	-26.69	2023.11.28	매수	190,000	-22.13	-16.00
2022.10.11	분석 대상 제외	-	-	-	2023.07.31	분석 대상 제외	-	-	
스튜디오드래곤 (253450)					2023.01.26	매수	190,000	-22.56	-16.84
					2022.10.17	매수	170,000	-20.39	-10.59

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 삼성전기 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.