

인터넷 (비중확대/유지)

26년 주도 섹터 2군 정도는 됩니다.

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션 및 투자전략	6
26년에도 유효할 바스켓 전략	6
외인 방향성은 여전히 중요	8
III. 광고: AI로 P, Q, C 동시 개선	10
P(↑): 광고 단가 상승의 본격화	10
Q(↑): 체류시간, 인벤토리의 동반 증가	14
C(↓): 급격한 인당 효율성 상승	18
IV. 전자상거래: AI가 가져올 침투율 상승	24
시장 성장률 회복 전망	24
쇼핑 에이전트의 상용화	25
네이버쇼핑의 지배력 상승 전망	30
V. 콘텐츠: 글로벌 성장 동력 재점화	33
시대의 흐름에 맞게 변화하는 웹툰	33
구독, 광고 BM의 잠재력	34
라이브 스트리밍은 쇠퇴 지속	37
VI. 핀테크: 스테이블코인의 가능성	39
다가오는 스테이블코인 법안 입안	39
스테이블코인 사업 숫자 추정	40
Global Company Analysis	43
NAVER	44
카카오	57
카페24	65

I. Investment Summary

시로 검색엔진 체류시간은 오히려 증가 중

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 쿼리 수의 감소세(-30% YoY)에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다. 검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 AI Overviews 기능이 효과를 발휘하고 있다.

NAVER도 구글처럼 쿼리 수는 감소하더라도 체류시간은 오히려 증가할 전망이다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다. NAVER도 이미 구글의 AI Overviews와 유사한 AI 브리핑 서비스를 제공하고 있다. 수년간 감소세를 보였던 NAVER 체류시간은 이미 회복세가 관찰되고 있다.

광고 단가 상승, 비용 감소 본격화

국내 인터넷 기업들의 광고 단가 상승세도 가속화될 전망이다. NAVER와 카카오는 AI 검색, 에이전트 출시 등을 통해 트래픽 질과 광고 효율을 동시에 높이며 광고 단가의 구조적 상승을 만들고 있다. NAVER는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. 15% 수준의 침투율까지 상승한 AI 브리핑은 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다. 카카오의 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

NAVER와 카카오도 빅테크처럼 인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2%까지 낮아질 전망이다. 카카오의 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다.

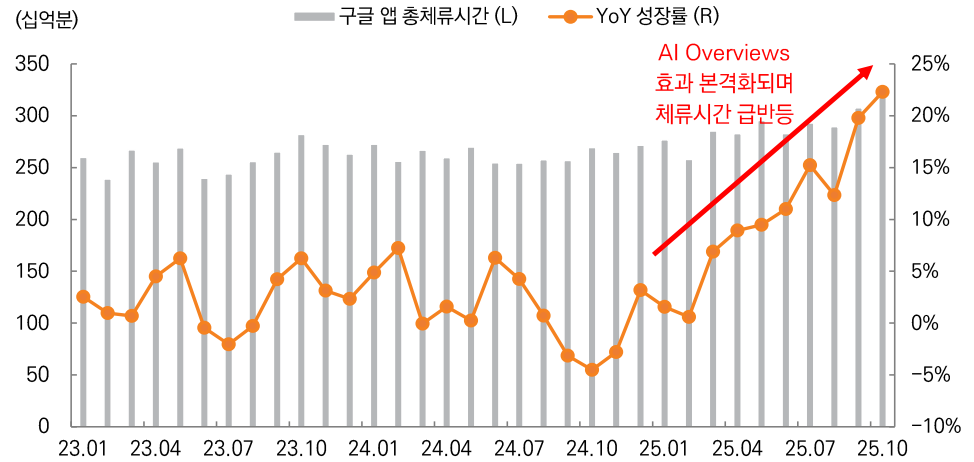
플랫폼의 시간이 돌아온다

26년에도 인터넷 업종에 대한 바스켓 전략을 추천하며 Top Pick으로는 NAVER를 유지한다. NAVER는 두나무 합병 이슈를 제외하더라도 광고 부문 P, Q, C 동시 개선에 따른 주도주 가능성을 점칠 수 있는 시기다. AI 브리핑 확대에 따른 체류시간 증가세 가속화가 관찰될 경우 급격한 리레이팅이 발생할 수 있다. 구글은 하반기 쿼리 수 감소에 따른 체류시간 감소 우려를 불식시키면서 P/E 멀티플이 50%가량 리레이팅되었다.

카카오는 현재 앱 개편 및 AI 서비스 출시에 따른 중장기 트래픽 반전의 초입에 위치하고 있다. 특비즈 광고의 P, Q 동반 상승에 따른 영업이익 고성장이 예상되며 26F, 27F 성장률은 글로벌 빅테크를 압도할 전망이다. 다만 모멘텀을 이어나가기 위해서는 트래픽의 지속적인 상승세 관찰이 필요하다. 신규 서비스에 대한 기대감보다는 체류시간 등의 트래픽 지표를 기반으로 한 플레이를 할 시기다.

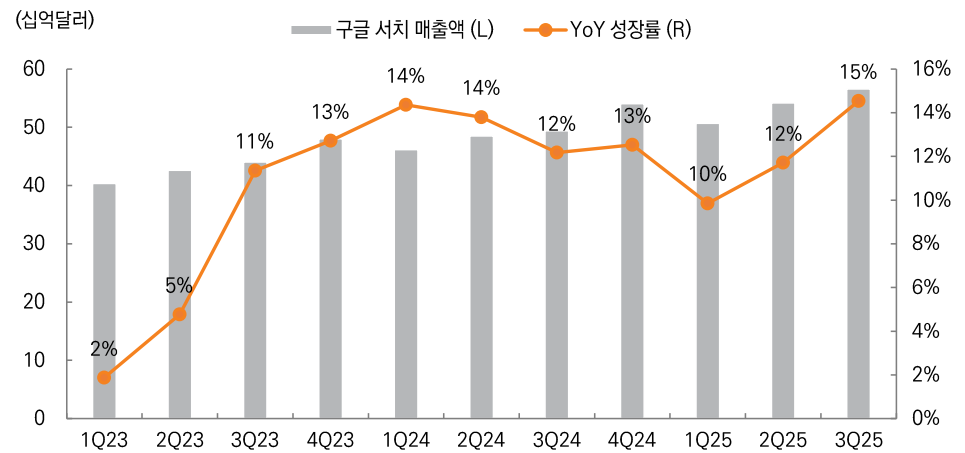
Key Chart

그림 1. 구글 앱 월간 총체류시간 추이



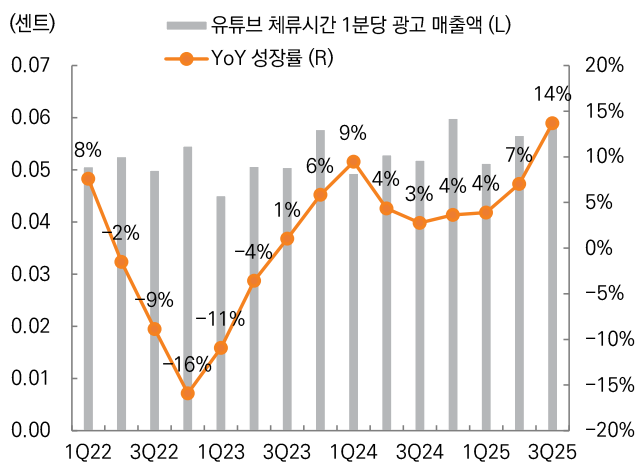
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 구글 서치 분기 매출액, 성장률 추이



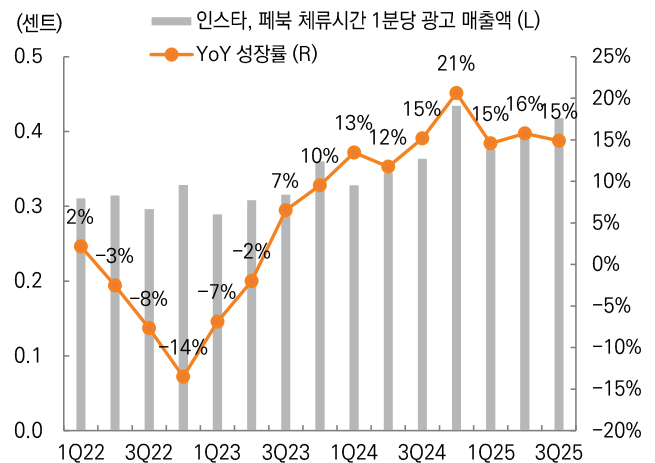
자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 유튜브 체류시간 1분당 광고 매출액



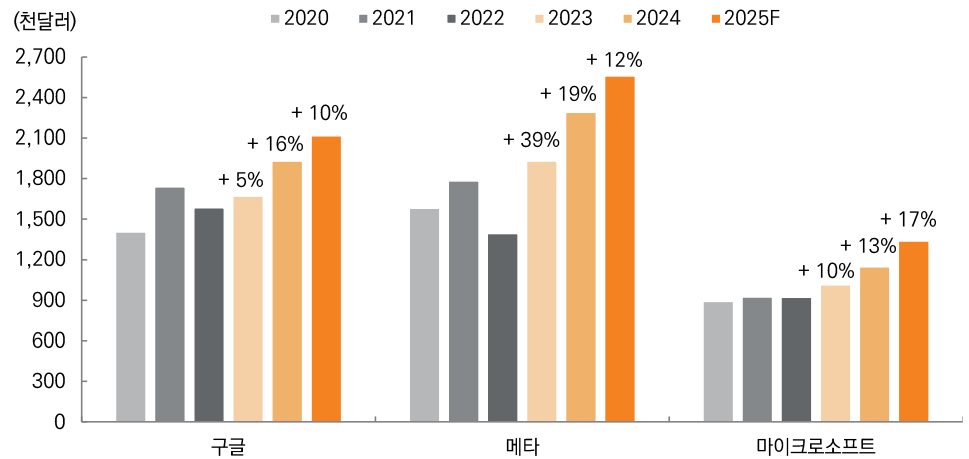
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 인스타, 페이스북 체류시간 1분당 광고 매출액



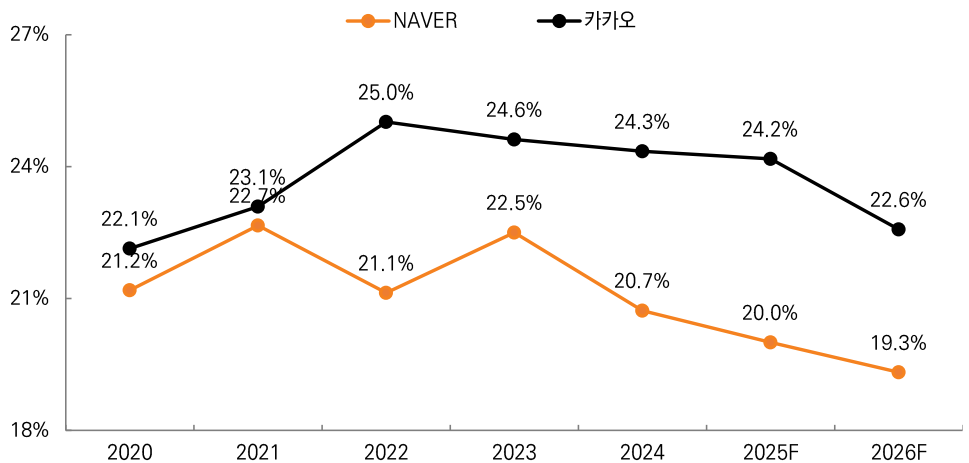
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 글로벌 빅테크 3사 1인당 연간 매출액 추이



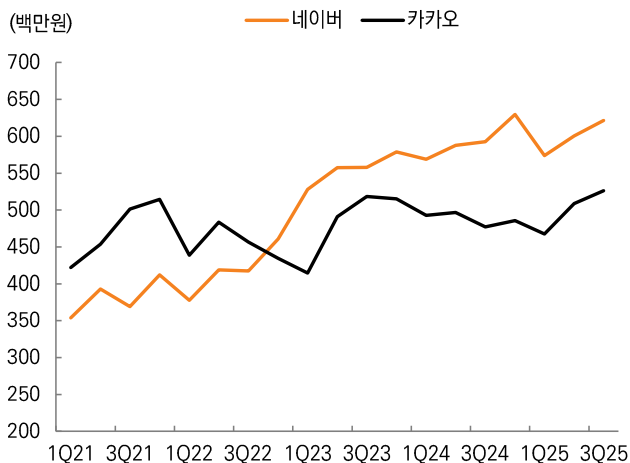
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



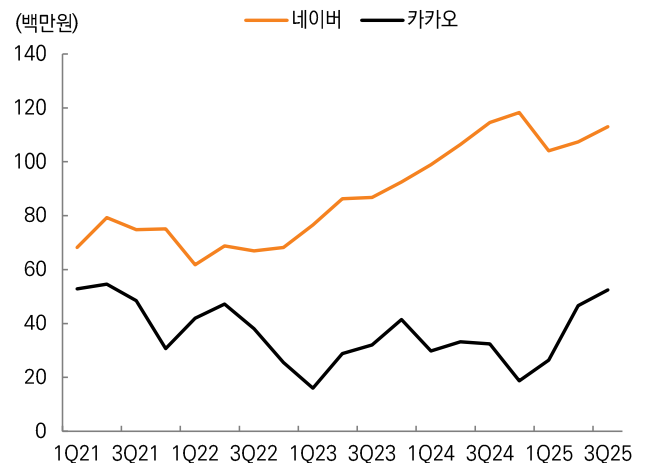
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

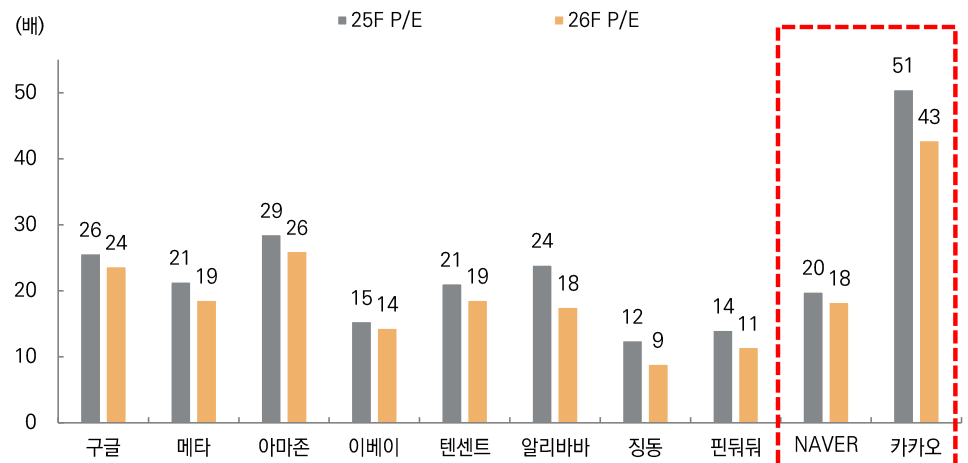
II. 밸류에이션 및 투자전략

26년에도 유효할 바스켓 전략

내년에도 NAVER와 카카오를 바스켓으로 가져갈 시기다. AI로의 전환이 본격화됨에 따라 플랫폼 업체들의 주요 사업부문인 광고와 전자상거래 업황 반전이 가속화될 것이다. 26F, 27F 탑라인, 바텀라인 성장률을 고려 시 현재 밸류에이션은 부담스러운 수준이 아니다. AI 도입에 따른 P, Q, C 동반 개선 효과가 국내 인터넷 기업들에도 나타날 전망이다.

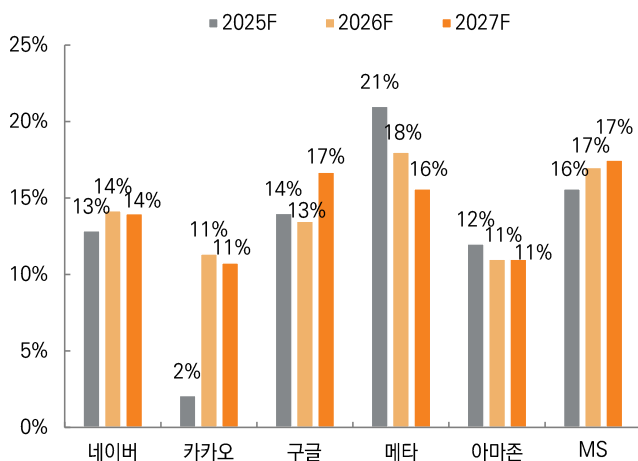
NAVER는 AI 광고 상품 도입에 따른 단가 상승이 본격화될 것이며 두나무와의 합병이 현실화될 경우 폭발적인 이익 성장이 발생할 전망이다. 카카오는 현재 앱 개편 및 AI 서비스 출시에 따른 중장기 트래픽 반전의 초입에 위치하고 있다. 특비즈 광고의 P, Q 동반 상승에 따른 영업이익 고성장이 예상되며 26F, 27F 성장률은 글로벌 빅테크를 압도할 전망이다.

그림 9. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



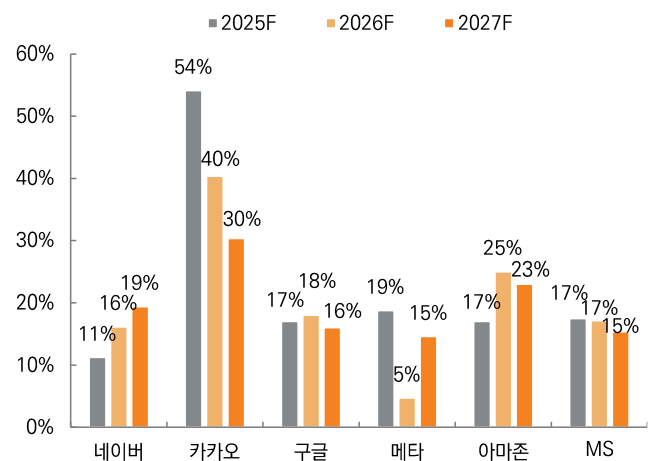
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 주요 인터넷 기업 매출액 성장률 비교



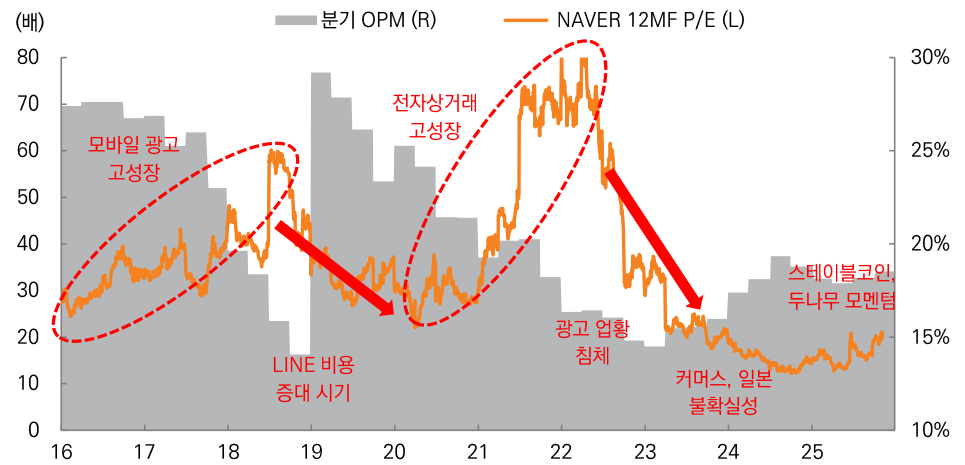
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 주요 인터넷 기업 영업이익의 성장률 비교



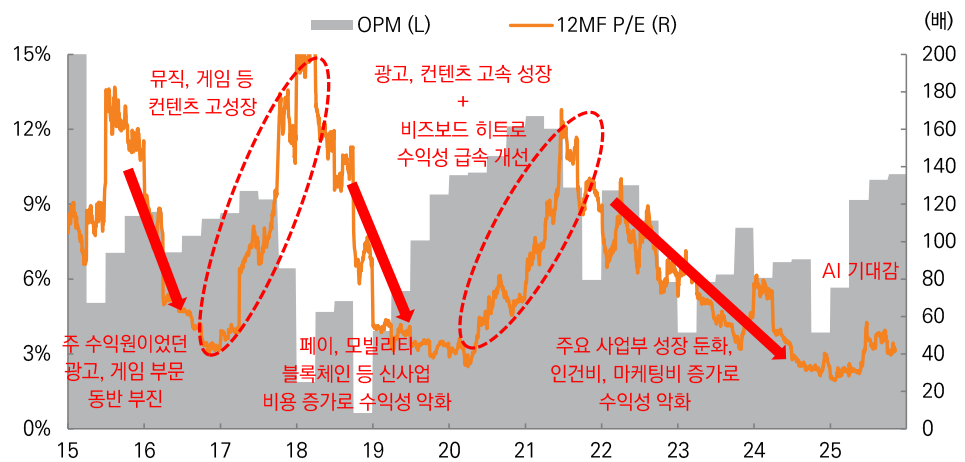
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. NAVER 12MF P/E, OPM 추이



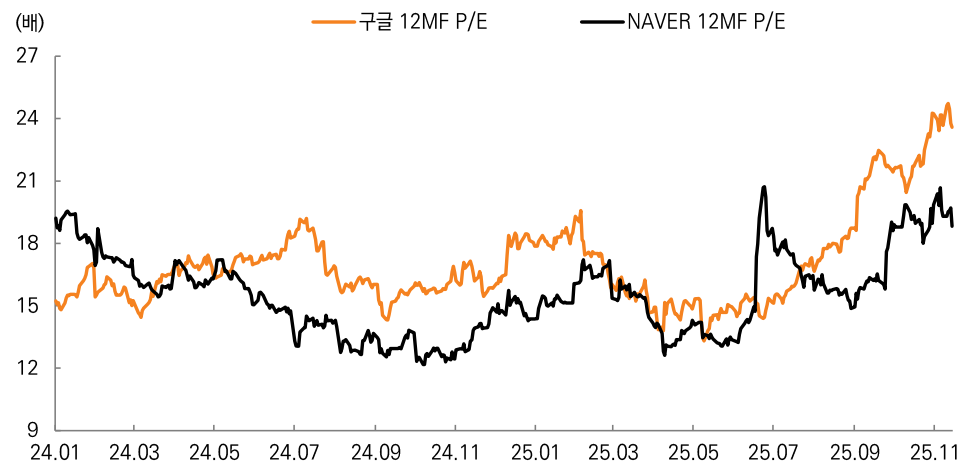
주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 카카오 12MF P/E, OPM 추이



주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. NAVER, 구글 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

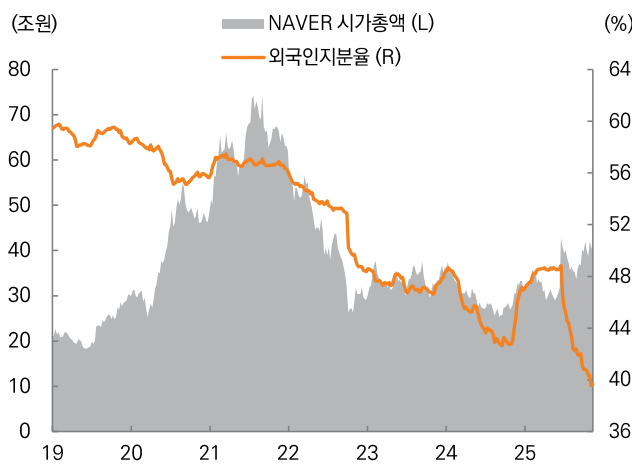
외인 방향성은 여전히 중요

21년 이후 인터넷 업종의 주가 방향성은 외인 움직임이 결정지어 왔다. 외인이 국내 플랫폼 기업 투자에서 중점적으로 보는 부분은 1) 신규 BM의 등장 가능성 여부, 2) 탑라인, 바텀라인 성장률, 3) 글로벌 피어 대비 멀티플 현황이다. 대부분의 구간에서 NAVER, 카카오 외인 방향성은 같이 움직여왔으나 올해만큼은 양극화가 뚜렷하다.

NAVER는 신규 BM 부재 및 저성장세 지속으로 인해 외인지분율은 연초 47%에서 역대 최저 수준인 40%까지 하락(3.0조원 순매도)했다. AI 브리핑 확대에 따른 체류시간 성장세 관찰, 두나무와의 합병을 통한 신성장 동력 확보, 웹툰 글로벌 스토리 전개 등이 본격화될 경우 외인 방향성이 전환될 것으로 예상한다.

카카오의 외인지분율은 연초 27%에서 30%까지 상승(0.8조원 순매수)했다. 카카오톡의 전면적인 개편이 고성장세를 견인할 것이라는 기대감이 고조되고 있는 현재 흐름은 19~20년의 외인지분율 상승기(최고점은 34%)와 유사하다. 앱 개편 및 AI 서비스 출시에 따른 트래픽 상승세가 지속될 경우 추가적인 외인지분율 상승이 이어질 것이다.

그림 15. NAVER 시가총액, 외국인지분율 추이



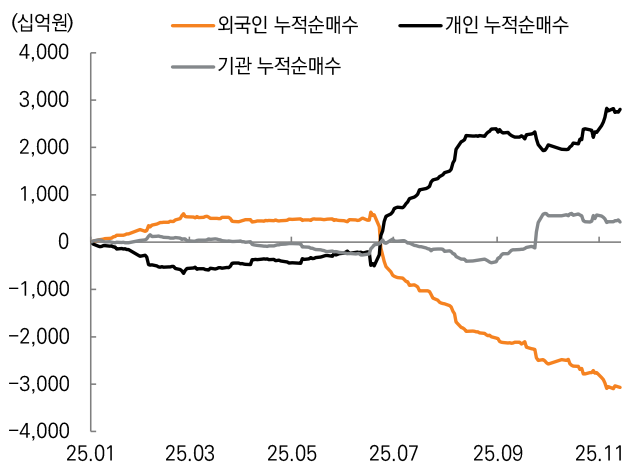
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 카카오 시가총액, 외국인지분율 추이



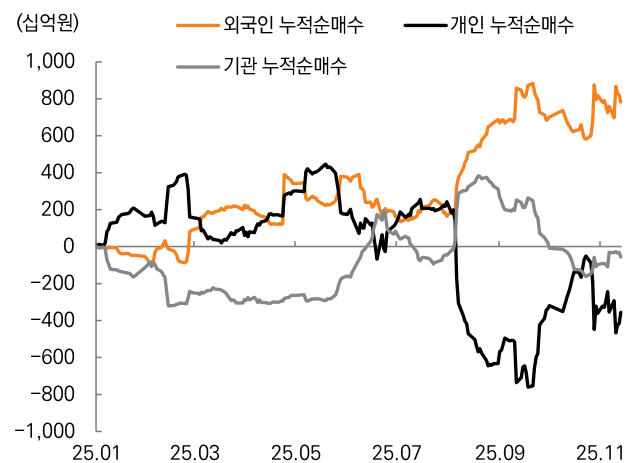
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. NAVER 25년 이후 주체별 순매수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 카카오 25년 이후 주체별 순매수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
NAVER (KR)	39,841	19.3	17.7	3.3	3.0	1.4	1.3	13.1	10.5	18.3	19.2
카카오	27,162	48.5	41.1	3.4	3.1	2.5	2.4	16.6	14.6	8.4	9.8
쿠팡	74,998	-	52.2	1.5	1.3	10.7	8.8	27.0	19.7	2.1	3.9
SOOP	809	8.0	7.7	1.7	1.6	1.7	1.4	2.6	2.5	25.9	25.0
Alphabet (US)	4,857,598	25.5	23.6	9.8	8.6	8.1	6.5	19.2	16.0	38.6	40.0
Amazon	3,650,205	27.4	24.9	3.5	3.2	6.7	5.4	14.9	12.2	11.3	12.6
Meta	2,235,455	21.3	18.4	7.7	6.5	6.9	5.1	15.0	12.5	41.3	36.6
Shopify	276,782	99.3	78.5	16.6	13.4	14.6	12.2	95.7	71.4	16.7	18.0
eBay	55,141	15.3	14.6	3.4	3.3	7.4	6.3	12.2	11.5	27.7	27.7
Snap	21,438	26.8	17.6	2.5	2.2	6.4	4.9	24.7	16.0	7.1	10.8
Yahoo Japan (JP)	27,856	17.6	16.7	1.4	1.3	1.0	0.9	6.6	6.0	16.6	16.2
Rakuten	19,410	-	-	0.8	0.8	2.7	2.8	-	-	2.1	5.4
Mercari	4,079	18.7	16.4	2.1	2.0	3.5	2.9	14.3	12.8	16.0	16.9
Tencent (CN)	1,097,266	21.0	18.4	7.1	6.5	4.5	3.8	17.7	16.2	32.8	34.9
Alibaba	533,922	22.2	16.3	2.5	2.3	2.5	2.0	13.4	9.6	10.1	13.6
JD	61,973	10.9	8.3	0.2	0.2	1.2	1.1	7.9	4.6	0.6	1.7
Baidu	59,170	16.0	14.2	2.2	2.1	1.0	0.9	7.0	6.3	11.3	12.4
Weibo	3,583	5.7	5.7	1.4	1.4	0.6	0.6	4.1	4.0	29.6	29.8
PDD	270,472	13.4	11.0	3.1	2.7	3.2	2.5	9.7	7.4	21.2	25.3
KuaiShou	54,452	13.4	11.4	1.9	1.7	3.4	2.7	8.1	7.0	13.5	15.4
Huya	874	30.0	19.7	0.7	0.6	0.7	0.7	-	-	-0.4	1.8
Bilibili	16,045	33.0	24.1	2.6	2.4	4.7	4.0	19.9	14.8	7.9	9.7
DouYu	295	-	-	0.4	0.4	0.7	0.7	-	-	-4.4	0.8

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

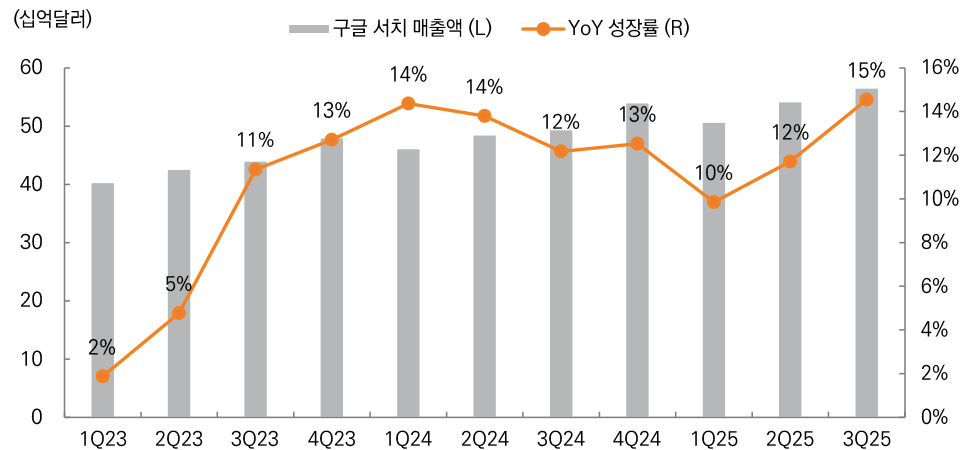
III. 광고: AI로 P, Q, C 동시 개선

P(↑): 광고 단가 상승의 본격화

25년 구글과 메타의 광고 성장세 가속화가 관찰되고 있다. 3분기 구글 서치 매출액 YoY 성장률은 15%로 2Q22 이후 최고 성장률을 기록했다. 메타의 3분기 광고 매출액 성장률은 26%로 상반기 대비 큰 폭으로 상승했다. 양 플랫폼 모두 AI가 본격적으로 활용되기 시작한 23년을 기점으로 완전한 성장세 회복이 이루어졌다.

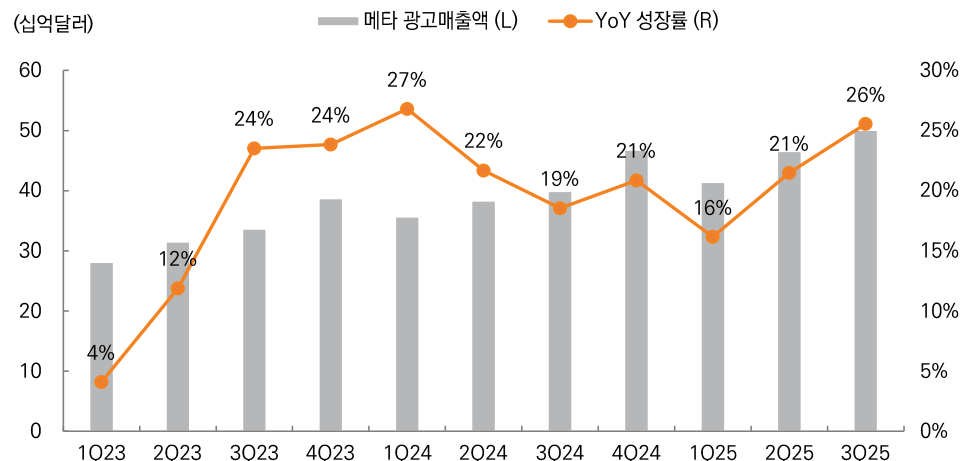
생성형 AI 기반 검색이 보편화되면서 구글의 검색 광고 비즈니스는 구조적 전환 국면에 들어서고 있다. 기존 검색 광고는 키워드 중심의 클릭 기반(CPC) 모델을 중심으로 성장해왔으나 AI가 사용자 질문을 직접 해석하고 종합된 답변을 제시하는 방식으로 패러다임이 이동하면서 클릭 자체의 중요성은 약화되고 있다.

그림 19. 구글 서치 분기 매출액, 성장률 추이



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 메타 광고 매출액, 성장률 추이



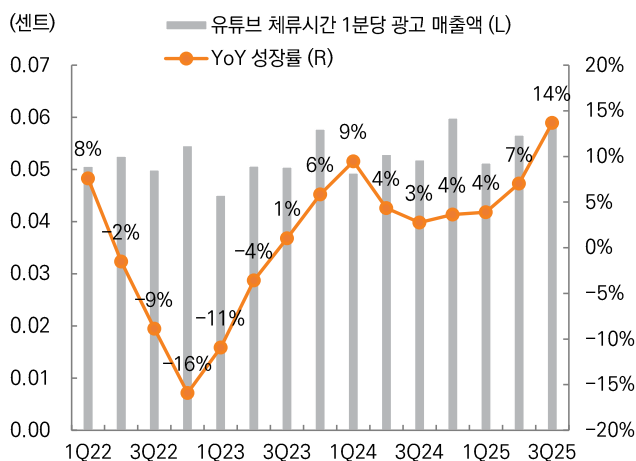
자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

특히 생성형 AI 검색을 통해 사용자가 여러 링크를 클릭하지 않고 하나의 답변 화면 내에서 탐색을 종료하는 제로 클릭 트렌드가 확산된다. 기존 CPC 기반의 클릭 볼륨은 감소하게 되나 광고의 전환 효율은 높아지게 된다. 광고주는 동일한 예산으로 더 많은 전환을 획득할 수 있기 때문에 높은 입찰가를 수용할 여력이 생긴다.

AI가 만들어낸 탐색 환경에서 노출·전환의 질은 한층 높아지기 때문에 광고 단가는 상승하게 된다. AI 기반 타겟팅 고도화에 따른 구매전환율이 지속적으로 상승하고 있는 점을 고려시 주요 플랫폼 업체들의 광고 단가는 연 10% 이상의 성장세를 지속할 전망이다. AI 기반 추천형 광고는 기존 검색 광고 대비 전환율이 20~30% 이상 높게 관찰되고 있다.

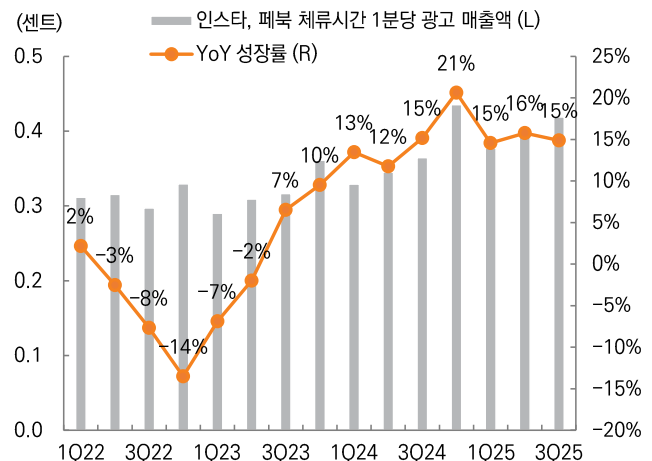
특히 유튜브, 인스타그램과 같은 숏폼 플랫폼에서는 AI 도입이 광고 단가(CPM) 상승의 핵심 촉매로 작용하고 있다. AI 추천 엔진이 사용자의 실시간 관심사와 행동 패턴을 정교하게 해석하면서 광고는 초개인화 노출로 전환된다. 숏폼 영상은 전면 풀스크린·세로형 포맷의 몰입도 높은 환경 덕분에 광고 회피율이 낮고 CTR·CVR 모두 구조적으로 증대된다.

그림 21. 유튜브 체류시간 1분당 광고 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 인스타, 페이스북 체류시간 1분당 광고 매출액

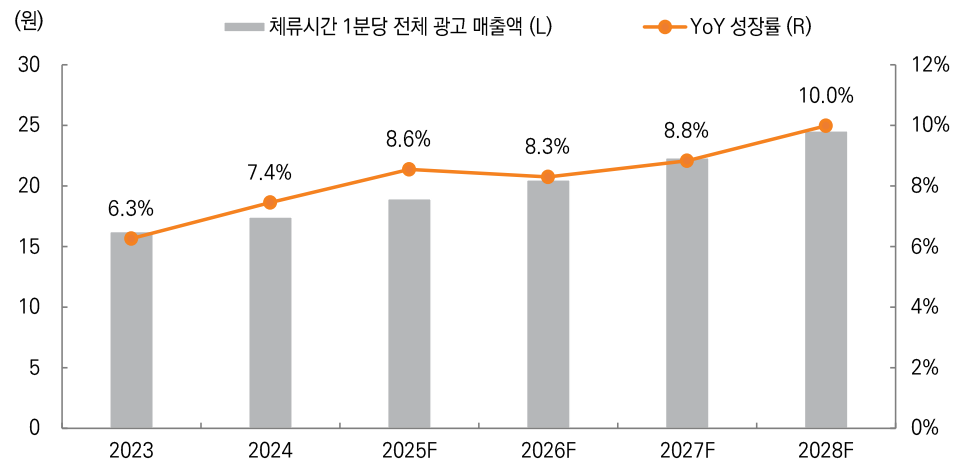


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 플랫폼 기업들의 광고 단가 상승세도 가속화될 전망이다. NAVER는 AI 브리핑, 홈피드 개인화, 애드부스트를 통해 트래픽 질과 광고 효율을 동시에 높이며 광고 단가의 구조적 상승을 만들고 있다. NAVER는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. 15% 수준의 침투율까지 상승한 AI 브리핑은 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다.

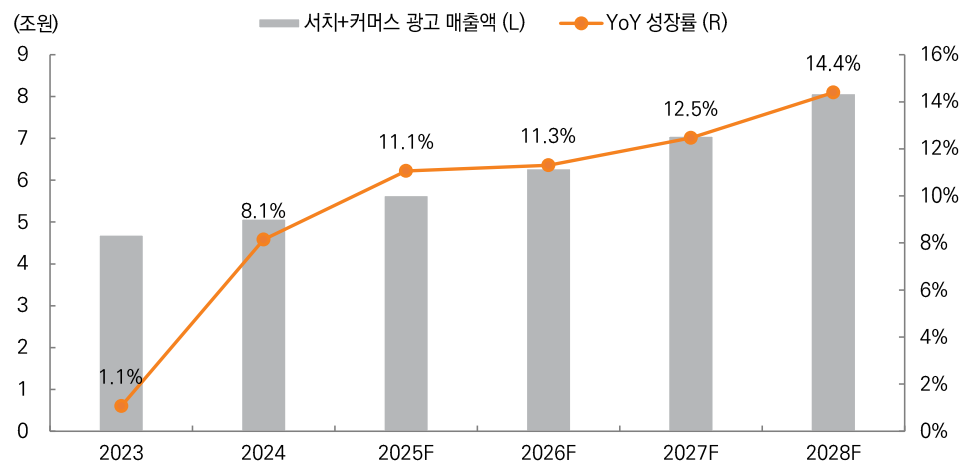
홈피드 개편 역시 개인화 추천을 강화해 광고·이용자 매칭 정확도를 높이고 있다. 애드부스트는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키는 역할을 한다. 광고 효율이 좋아질수록 광고주 지출이 확대되고 이는 다시 단가 상승 압력으로 이어진다. AI 브리핑(체류시간 증가) - 홈피드 개인화(매칭 강화) - 애드부스트(효율 개선)의 시너지 효과가 NAVER의 광고 단가를 안정적으로 끌어올릴 전망이다.

그림 23. NAVER 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 24. NAVER 서치+커머스 광고 매출액 전망



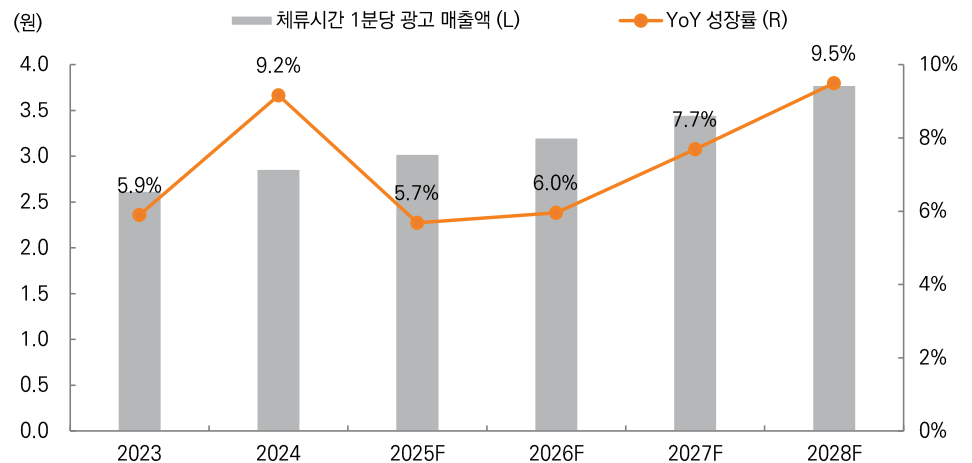
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오는 자체 AI 에이전트 - 외부 AI 에이전트 - 생성형 AI 검색 - 숏폼 등 여러 AI 구조를 결합해 광고 단가 상승을 꺾하고 있다. 26년까지는 신규 AI 서비스들의 트래픽 확보에 집중할 것으로 예상되며 본격적인 광고 수익화는 27년부터 이루어질 전망이다. 현재 6% 수준인 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

카카오는 숏폼 도입, GPT 기반 대화형 탐색, 자체 AI 에이전트 등을 통해 광고 효율을 전방위적으로 높이고 있다. 지난 9월 도입한 숏폼 영역은 유저들의 콘텐츠 선호도 데이터가 누적됨에 따라 타겟팅 효율이 고도화될 전망이다.

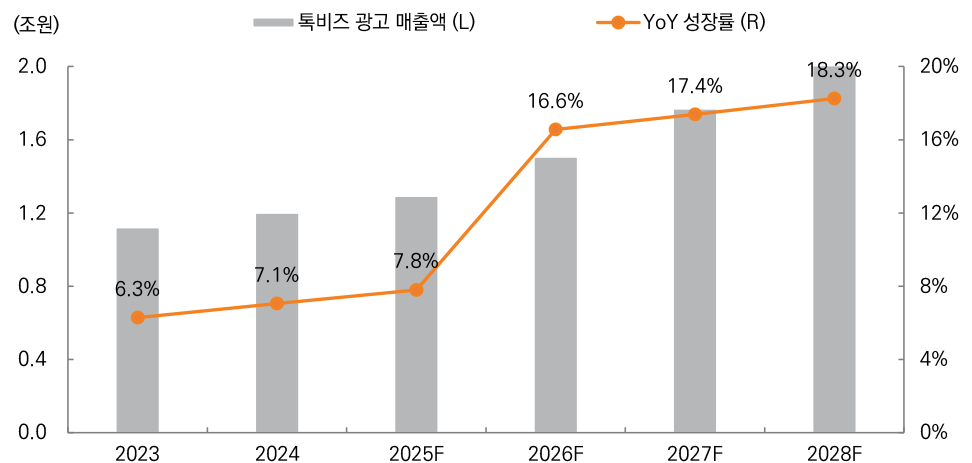
26년 출시될 카나나 서치는 이용자의 의도를 더 정확하게 파악해 광고 매칭 정밀도를 높이면서 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 또한 26년 정식 출시될 자체 AI 에이전트 카나나는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키며 광고주 지출 확대를 유도할 전망이다.

그림 25. 카카오 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 26. 카카오 특비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

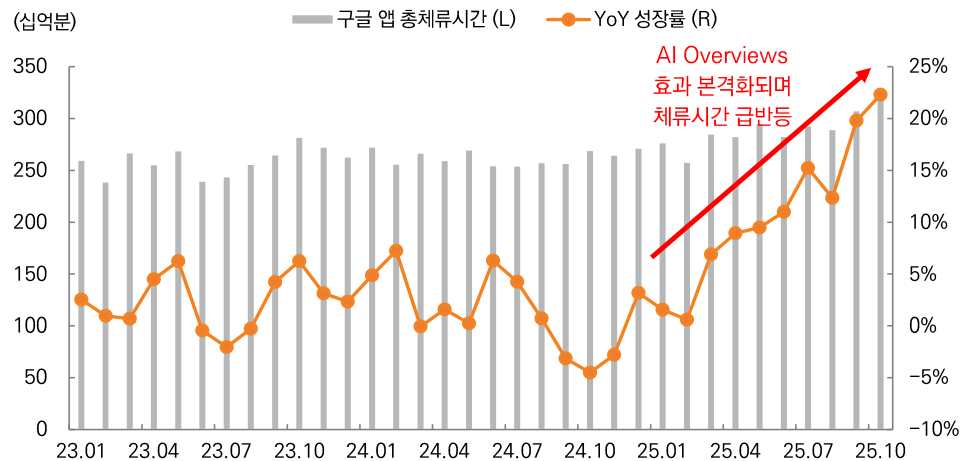
Q(↑): 체류시간, 인벤토리의 동반 증가

쿼리 감소에도 체류시간은 증가

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 구글의 검색 쿼리 수는 30% 수준의 YoY 감소세가 발생하고 있는 것으로 추정된다. 쿼리 수의 감소세에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다.

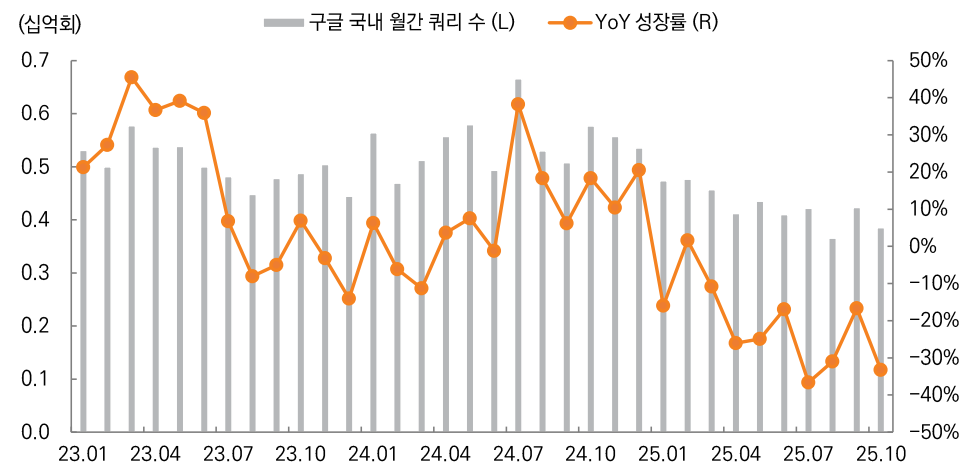
구글의 AI Overviews(SGE) 기능이 효과를 발휘하고 있다. AI Overviews는 검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 기능이다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다.

그림 27. 구글 앱 월간 총체류시간 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 구글 국내 월간 쿼리 수 추이 (PC)

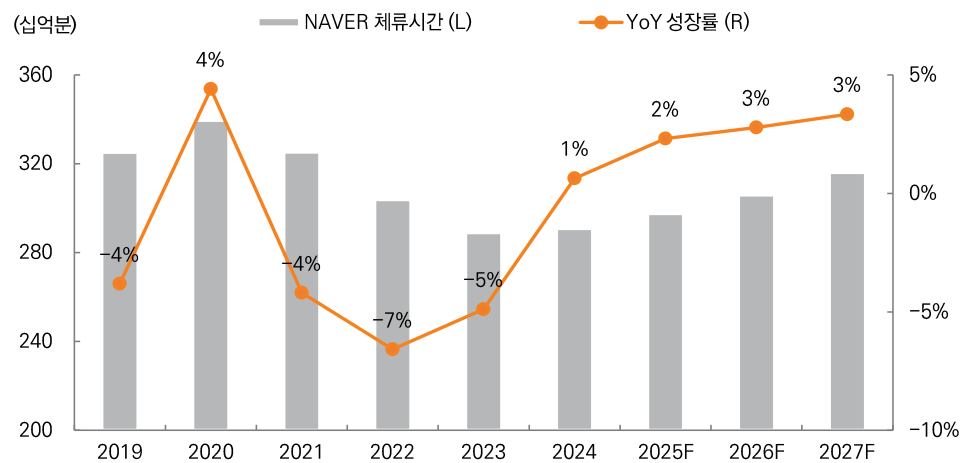


자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER도 구글처럼 쿼리 수는 감소하더라도 체류시간은 오히려 증가할 전망이다. 수년간 감소세를 보였던 NAVER 체류시간은 이미 회복세가 관찰되고 있다. NAVER도 이미 구글의 AI Overviews와 유사한 AI 브리핑 서비스를 제공하고 있다. NAVER의 AI 브리핑 침투율은 현재 15%에서 연말 20% 수준까지 상승할 예정이다. 구글의 AI Overviews 침투율은 20%대로 추정된다.

NAVER는 뉴스·쇼핑·카페·블로그·지도·예약 등 검색 이후 행동의 상당 비중이 내부 생태계에서 발생하는 플랫폼이다. 즉, Zero-click 구조가 구글 대비 이미 훨씬 강하게 자리 잡고 있다. AI 브리핑 → NAVER의 버티컬 서비스 탐색 → 후속 검색으로 이어지는 프로세스가 NAVER 생태계에서 내에서 이뤄지면서 광고 인벤토리도 확장될 수 있다.

그림 29. NAVER 연간 체류시간 추이



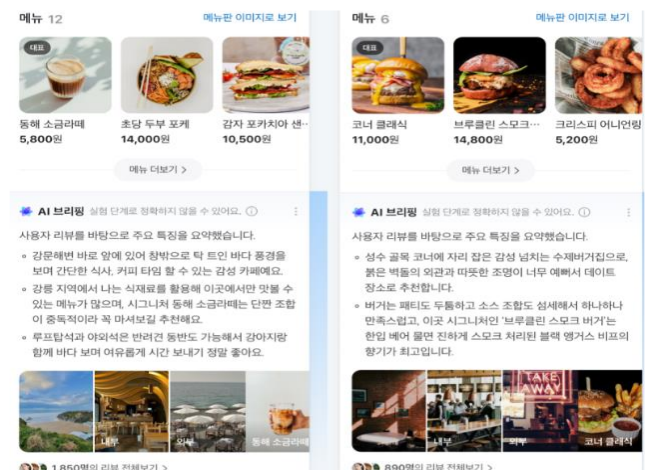
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. NAVER AI 브리핑 예시



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 네이버지도 AI 브리핑 예시



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 네이버지도 월간 총체류시간 (안드로이드)

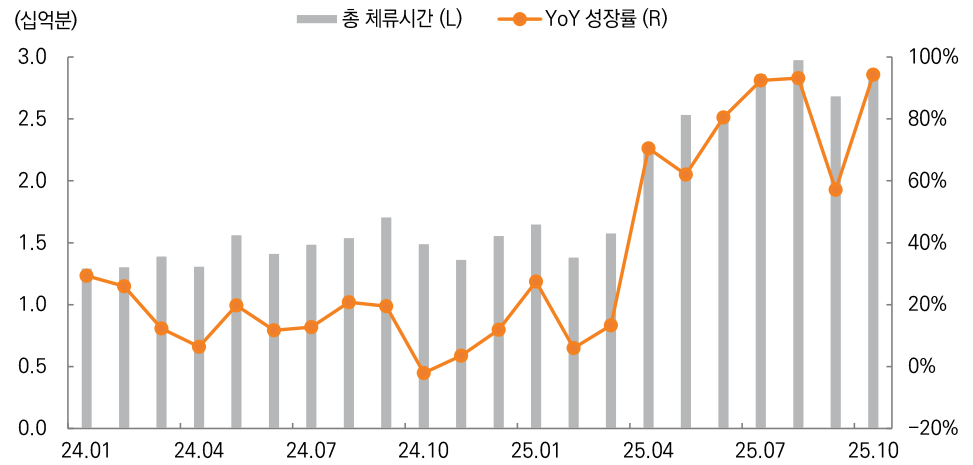


그림 33. 네이버지도 MAU (안드로이드)

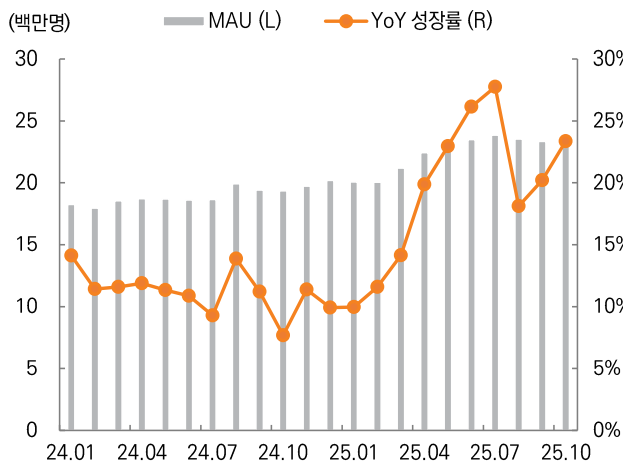


그림 34. 네이버지도 이용자 월평균 이용시간 (안드로이드)

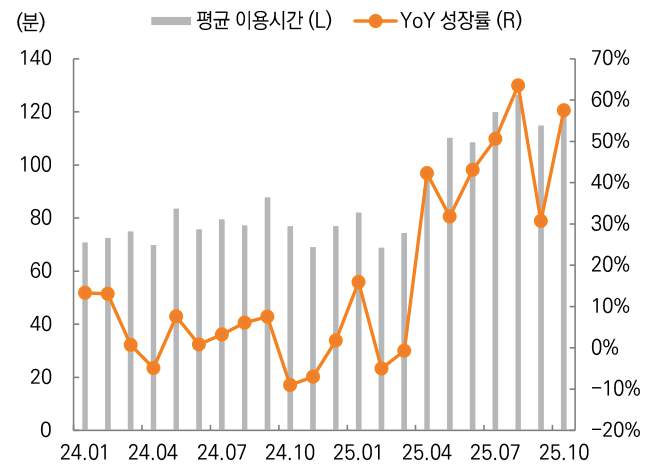
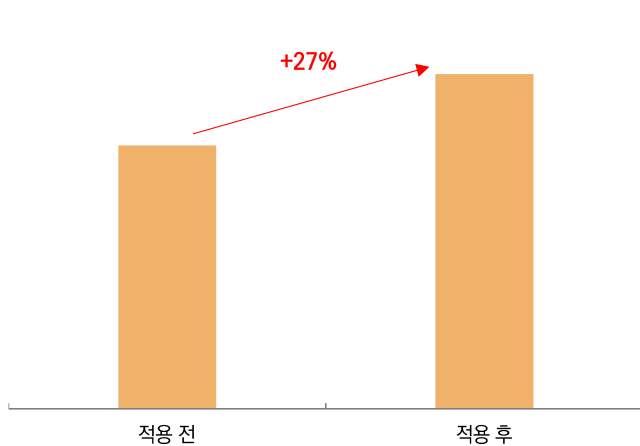
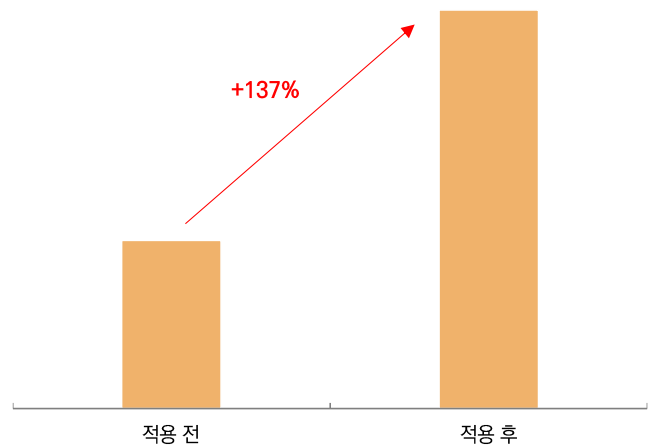


그림 35. AI 브리핑 도입과 플레이스 추가 탐색 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. AI 브리핑 도입과 플레이스 더보기 탭 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

카카오는 전격적인 앱 개편을 통해서 체류시간 반전을 노리고 있다. 카카오톡은 9월말 친구탭·지금탭 개편, 10월말 챗GPT 포 카카오 개편이 진행되었다. 카카오에 따르면 카카오톡 개편 이후 유저의 일평균 체류시간이 24분에서 26분으로 상승했으며 챗GPT 포 카카오는 출시 10일차에 이용자 수가 200만명을 돌파했다.

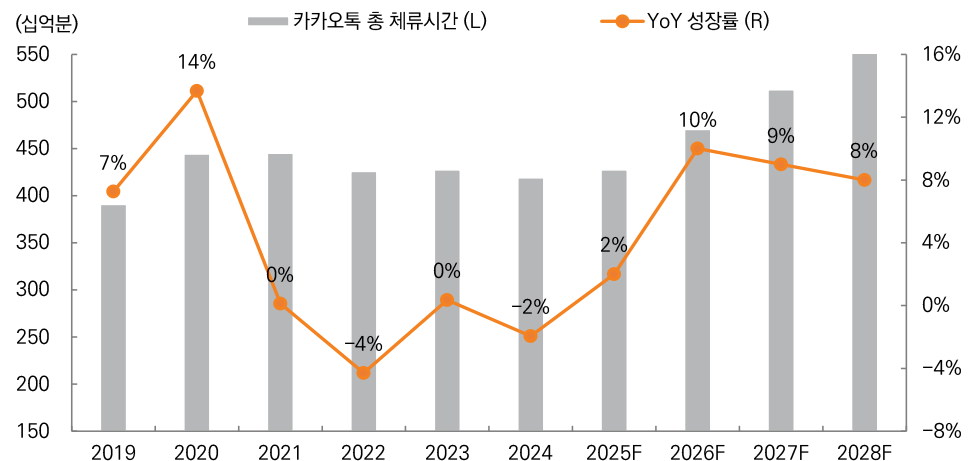
장기간 감소세를 보인 카카오톡 체류시간은 신규 AI 서비스들의 출시에 힘입어 26년 YoY 10% 성장할 전망이다. 현재 베타테스트를 진행 중인 카카오의 자체 AI 에이전트 카나나인 카카오톡은 1분기 중 안드로이드로 테스트를 확대하고 이후 정식 서비스를 출시할 예정이다. 26년에는 카나나 서치도 출시할 계획이다.

표 2. 카카오톡 주요 연간 지표 추정

	19	20	21	22	23	24	25F	26F	27F	28F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	428	470	513	554
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	2%	10%	9%	8%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 개편을 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	62	107	151
특비즈 광고 매출액	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,292	1,506	1,768	2,091
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	8%	17%	17%	18%
체류시간 1분당 광고 매출액	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.0	3.2	3.4	3.8
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	6%	6%	8%	9%
카카오톡 실행당 평균 체류시간	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.12	1.24	1.35	1.45
YoY 성장률	7%	1%	-15%	-7%	-4%	-6%	2%	10%	9%	8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 37. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망



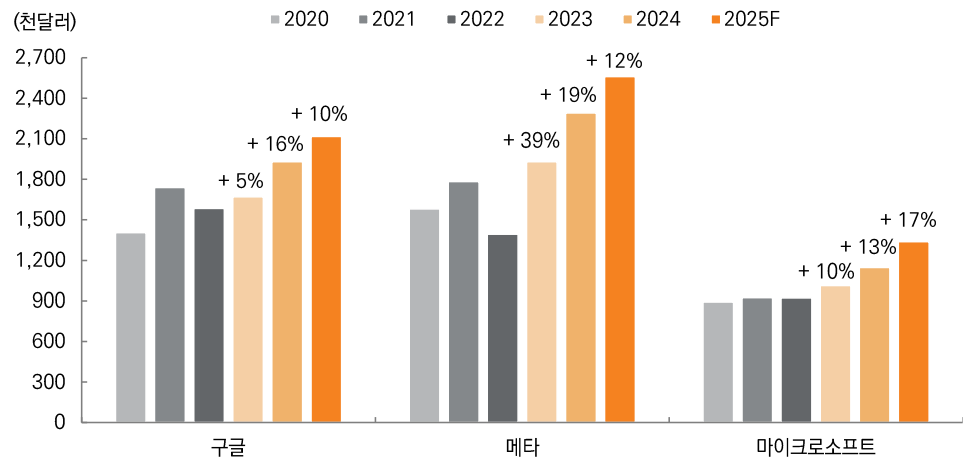
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

C(↓): 급격한 인당 효율성 상승

AI가 본격적으로 활용되기 시작하면서 인터넷 업종의 인건비 부담이 완화되고 있다. 인터넷 기업은 제조원가가 거의 발생하지 않는 대신 인건비 비중(매출액 대비 20~30% 수준)이 높고 인력 효율성이 수익성의 핵심 변수로 작용한다. 특히 개발, 마케팅, 콘텐츠 운영 등 인력 의존도가 높은 부문에서 생성형 AI의 도입은 업무 자동화와 산출 효율을 비약적으로 향상시키며 동일 인력으로 더 많은 매출을 창출하는 구조적 변화를 이끌고 있다.

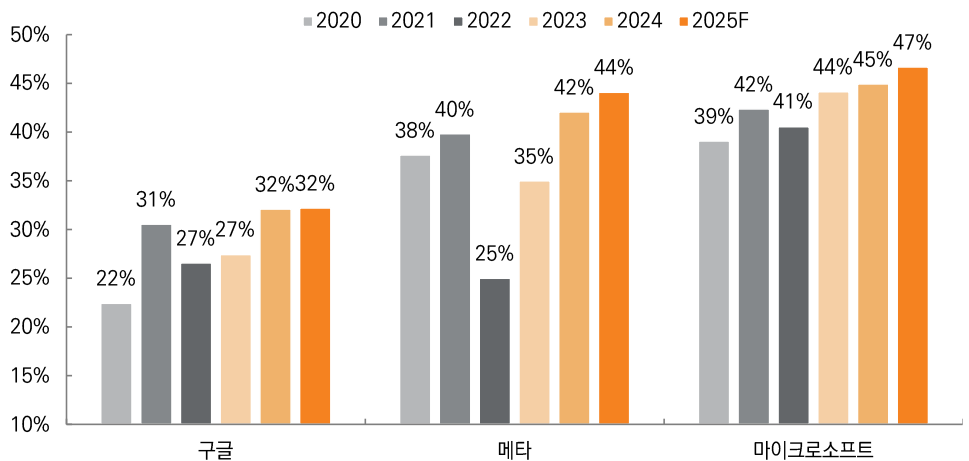
이러한 생산성 개선은 23년 이후부터 본격적으로 가속화됐다. 20~22년까지는 대부분의 기업에서 인건비 효율의 정체 구간이 이어졌다. 구글의 1인당 매출액은 20~22년 약 140만~170만 달러, 메타는 140만~170만 달러, 마이크로소프트는 89만~92만 달러 수준에서 횡보했다. 그러나 23년 이후 AI가 실제 개발·운영 과정에 내재화되면서 1인당 매출과 영업이익이 동시에 급등하기 시작했다.

그림 38. 글로벌 빅테크 3사 1인당 연간 매출액 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

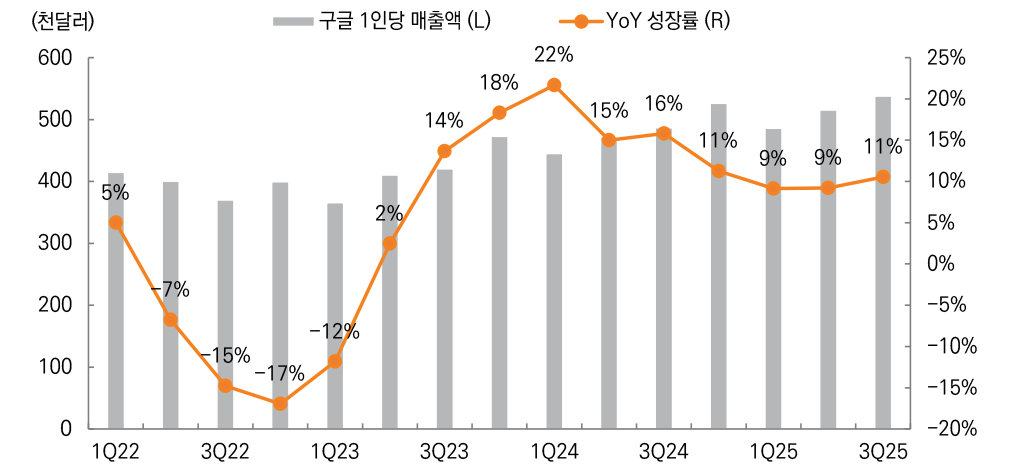
그림 39. 글로벌 빅테크 3사 영업이익률 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

구글은 23년 초 전체 인원의 약 6%(1.2만 명)를 감원하며 개발·리크루팅·지원 부문을 재편했다. 이후 코드 자동화(Gemini, Duet AI 등)와 AI 기반 광고 최적화를 병행하면서 인력 증가 없이 매출 확장이 가능한 구조로 전환했다. 1인당 매출은 22년 약 160만 달러 → 25년 210만 달러(연평균 +10%), 1인당 영업이익은 22년 약 42만 달러 → 25년 68만 달러(연평균 +17%)로 개선됐다. 총인건비 증가율이 매출 성장률을 하회하면서 영업이익률은 3년 만에 약 5%p 상승(27% → 32%)했다.

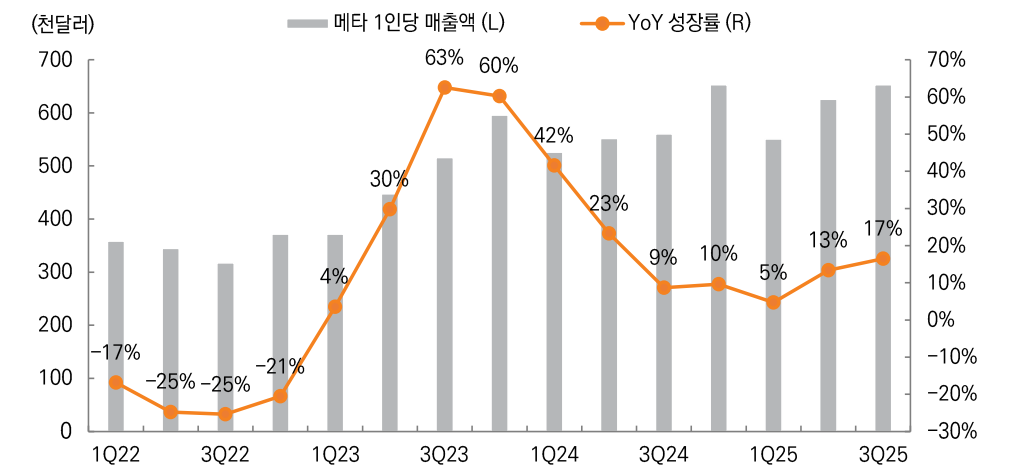
그림 40. 구글 1인당 분기 매출액 추이



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터 추정

메타는 23년을 'Year of Efficiency'로 명명하고 전체 인원의 약 25%(2.1만 명)를 감축했다. 개발·콘텐츠 운영·QA 부문에서 생성형 AI 툴(LLaMA, Meta AI)을 적용해 코드 작성·리뷰·콘텐츠 필터링을 자동화하며 엔지니어 인력의 산출 효율을 대폭 향상시켰다. 1인당 매출은 22년 140만 달러 → 25년 260만 달러(연평균 +22%), 1인당 영업이익은 22년 35만 달러 → 25년 110만 달러(연평균 +48%)로 세 기업 중 가장 빠른 생산성 개선을 기록했다. AI 효율화와 감원 효과가 결합되며 영업이익률은 22년 25% → 25년 44%(+19%p)로 개선됐다.

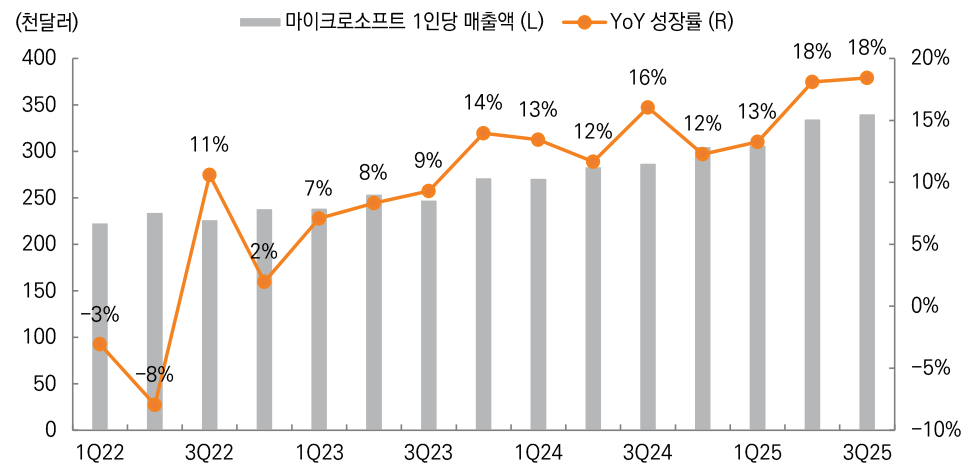
그림 41. 메타 1인당 분기 매출액 추이



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터 추정

마이크로소프트 역시 23년 초 약 1만 명 감원을 단행하며 Azure·Office·LinkedIn 개발조직 내 효율화를 추진했다. Copilot, GitHub Copilot 등 내부 AI 코딩 보조 도구를 도입한 이후 추가 인력 확충 없이 신규 AI 제품군 출시가 가능해졌다. 1인당 매출은 22년 92만 달러 → 25년 130만 달러(연평균 +13%), 1인당 영업이익은 22년 37만 달러 → 25년 63만 달러(연평균 +19%)로 개선되었다. AI가 내부 개발 파이프라인의 생산성을 높이며 조직 구조가 AI + 핵심 인력 중심으로 재편되었고 이에 따라 영업이익률은 22년 41% → 25년 47%(+6%p)로 상승했다.

그림 42. 마이크로소프트 1인당 분기 매출액 추이

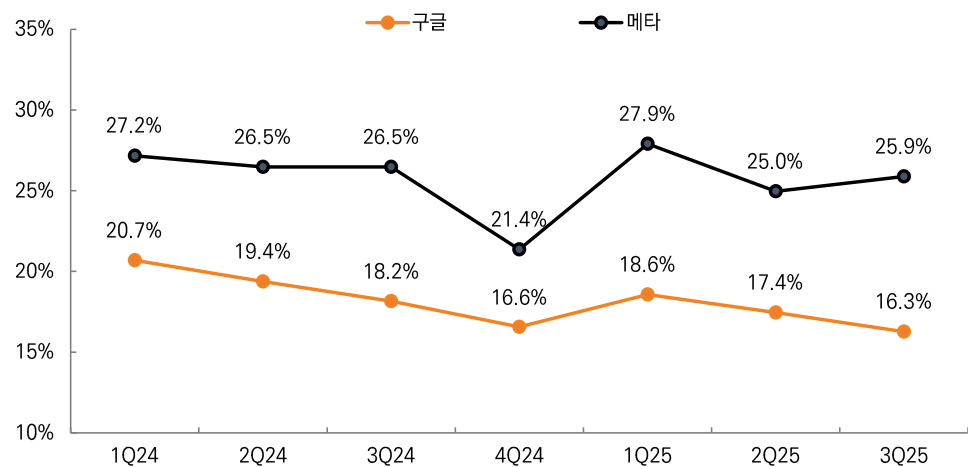


자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터 추정

AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. 과거에는 매출 성장과 함께 인력과 보상이 함께 증가했지만 이제는 AI가 인력 확충의 역할을 대신하며 1인당 생산성 향상이 수익성 개선의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 20~22년 동안 빅테크 기업들은 엔지니어 확보 경쟁이 심화되며 평균 연봉(급여+SBC)이 매년 8~10%씩 상승했지만, 23년 이후 AI 효율화와 구조조정이 본격화되면서 인건비 상승세는 빠르게 둔화됐다.

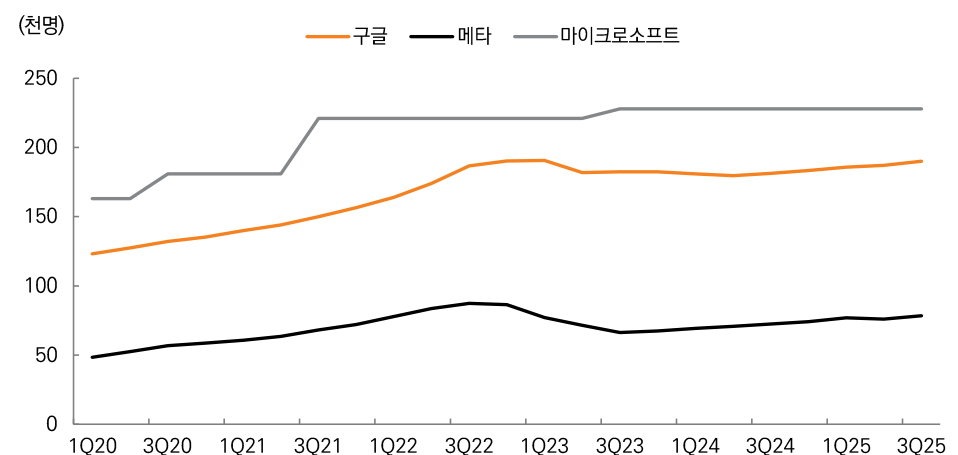
23년 대규모 감원 이후 구글, 메타, 마이크로소프트 모두 채용을 최소화하며 효율 중심 구조로 전환했다. AI 기반 개발 자동화 툴의 확산으로 동일 인력으로 더 많은 업무를 처리할 수 있게 되었고 신규 인력 확보 필요성이 낮아지면서 개발자 보상 압력도 완화됐다. 구글의 경우 인건비의 매출액 대비 비중이 24년 초 21% 수준에서 현재 16% 수준까지 감소했다.

그림 43. 구글, 메타 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 44. 구글, 메타, 마이크로소프트 직원 수 추이

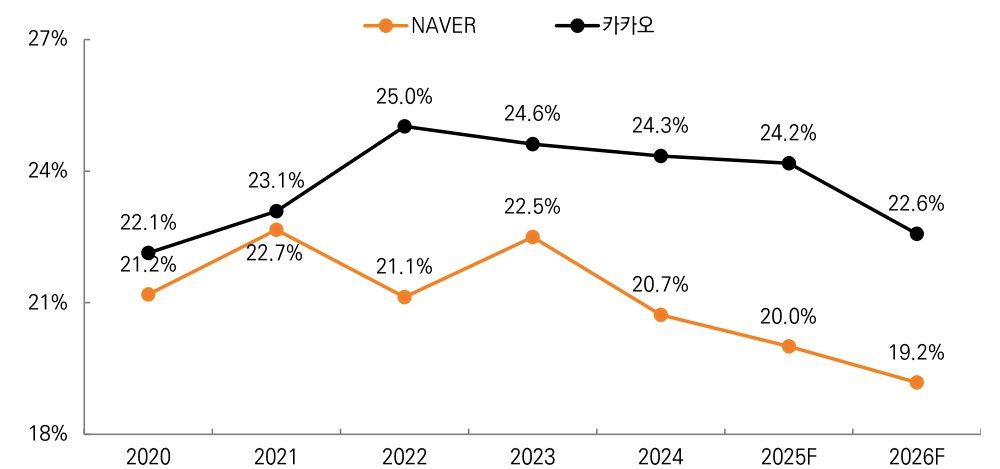


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER와 카카오 역시 글로벌 빅테크처럼 총인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. NAVER와 카카오는 21~22년 동안 인력 확충과 급여 인상에 따른 인건비 부담이 급격히 증가했지만, 23년 이후부터는 효율화 기조가 강화되며 인건비 성장률이 매출 성장률을 하회하기 시작했다.

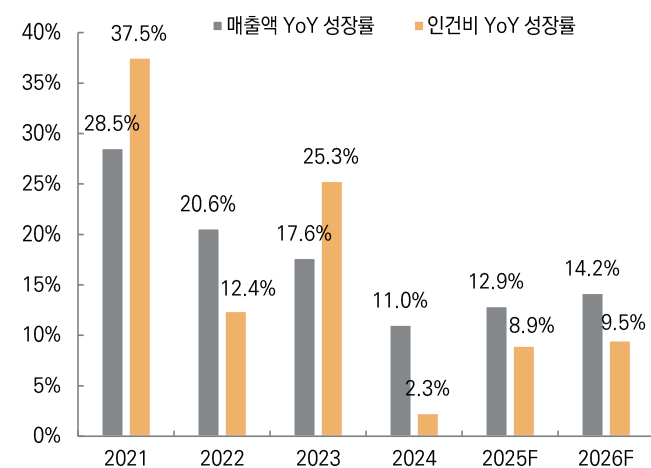
NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2% 수준으로 낮아질 전망이다. 인건비 YoY 증가율은 26년 9.5%까지 둔화될 예정이나 매출액은 성장세가 가속화될 전망이다. 카카오도 22년 이후 인건비 비중이 하락세로 전환되었다. 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다. 인건비 YoY 증가세 역시도 5% 미만으로 하락했다.

그림 45. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



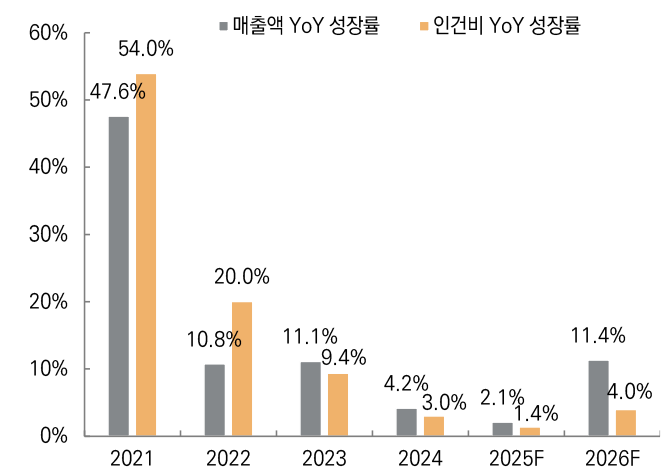
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 46. NAVER 인건비, 매출액 YoY 성장률



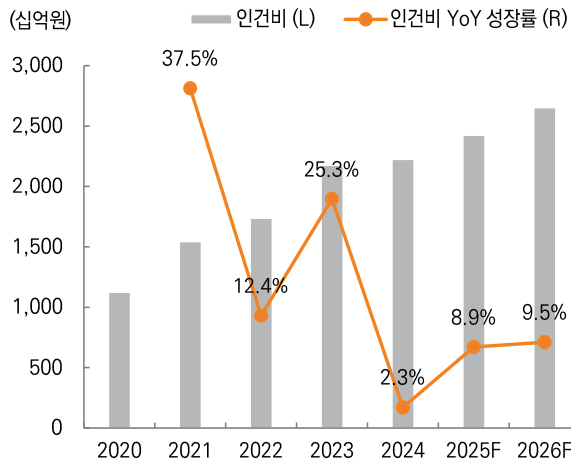
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 47. 카카오 인건비, 매출액 YoY 성장률



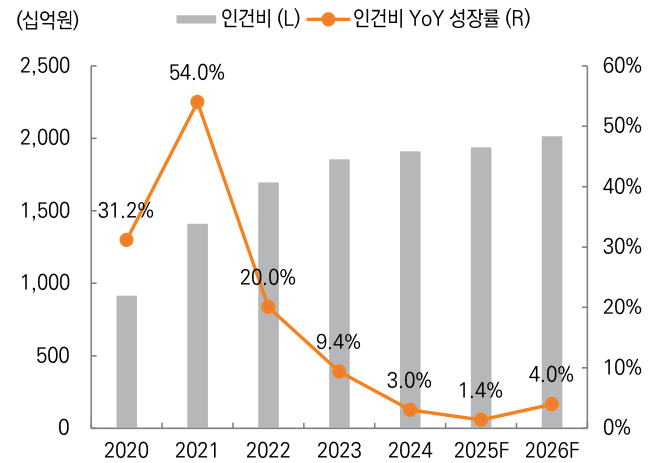
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 48. NAVER 인건비, YoY 성장률 추이



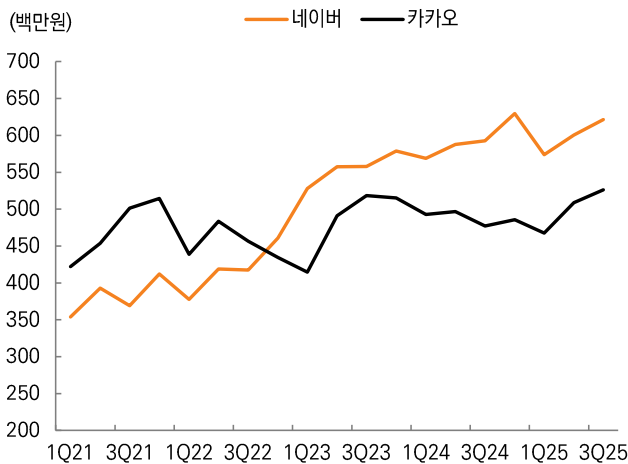
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 49. 카카오 인건비, YoY 성장률 추이



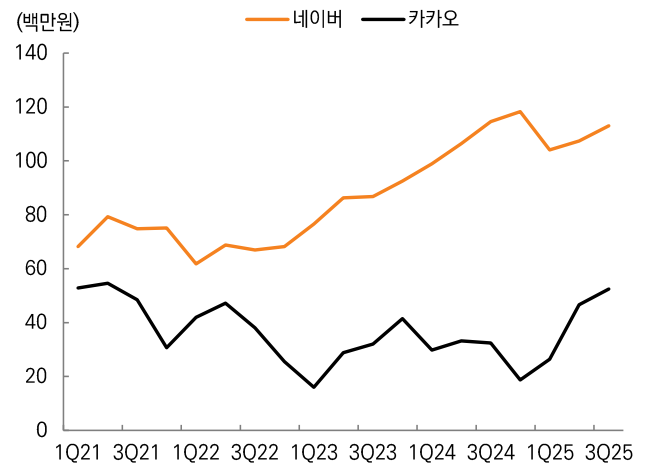
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 50. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



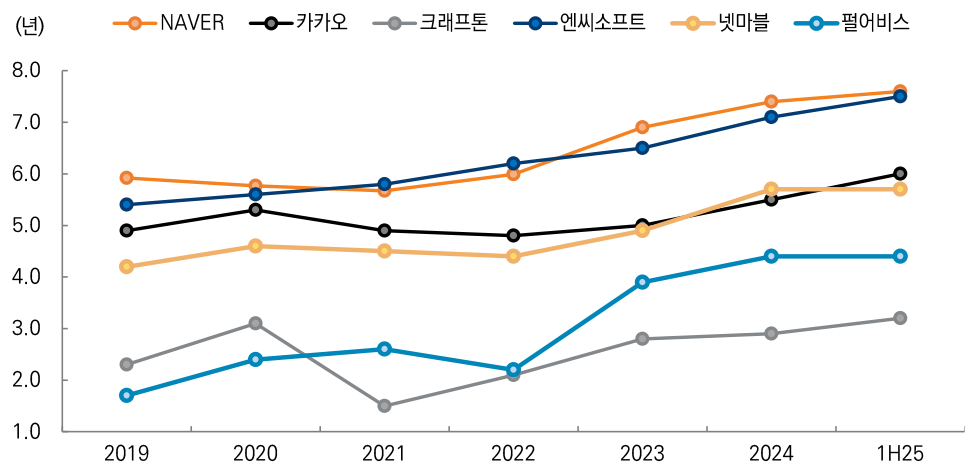
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 51. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 52. 국내 주요 인터넷/게임 업체 평균 근속연수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

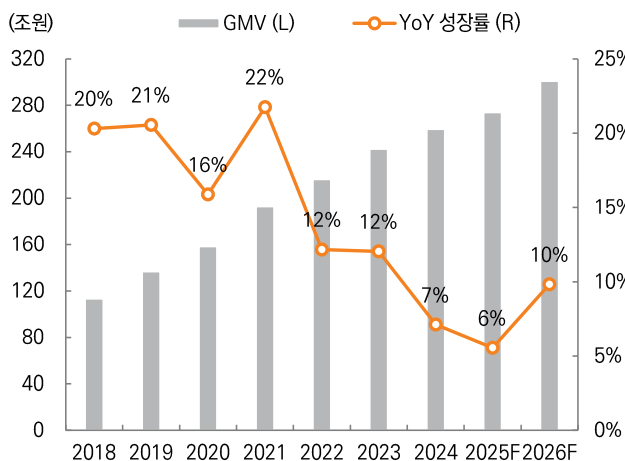
IV. 전자상거래: AI가 가져올 침투율 상승

시장 성장을 회복 전망

26년 국내 전자상거래 시장 성장률은 10%까지 회복할 전망이다. 국내 전자상거래 시장은 24년 7월 발생한 티메프 사태로 인해 급격한 성장세 하락을 겪었지만 3Q25부터 완전한 회복세가 나타나고 있다. 상반기 GMV YoY 성장률은 2%대에 불과했으나 3Q25 성장률은 9%를 기록했다.

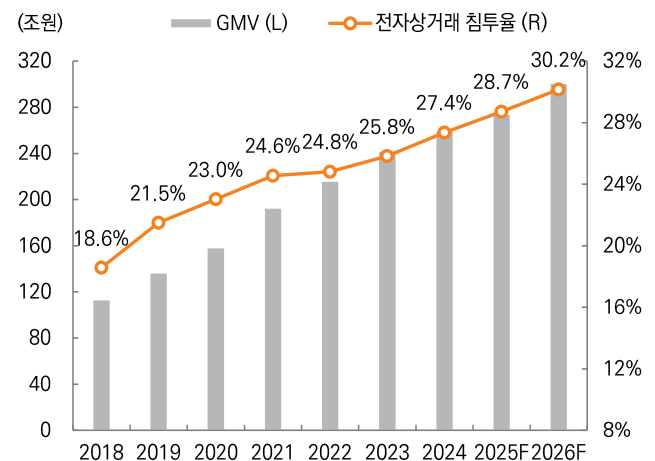
국내 전자상거래 침투율은 현재 28.5%에서 26년 30.2%까지 상승할 전망이다. 전자상거래 GMV와 전체 소매판매액 YoY 성장률 격차가 다시 커지기 시작했다. AI 에이전트 도입이 본격화되면서 전자상거래 침투율 상승세는 가속화될 전망이다.

그림 53. 국내 전자상거래 시장 규모 전망



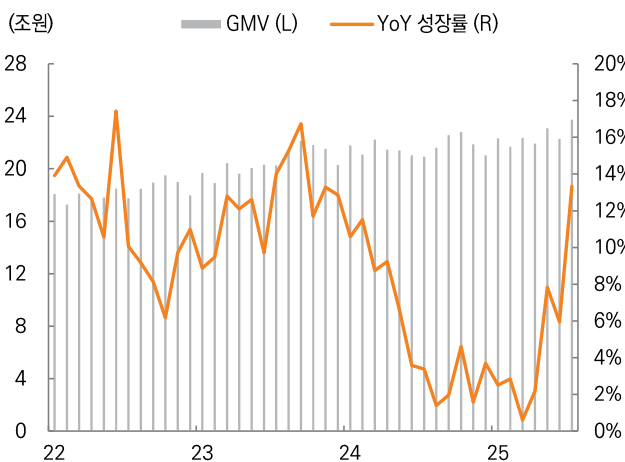
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 54. 국내 전자상거래 침투율 전망



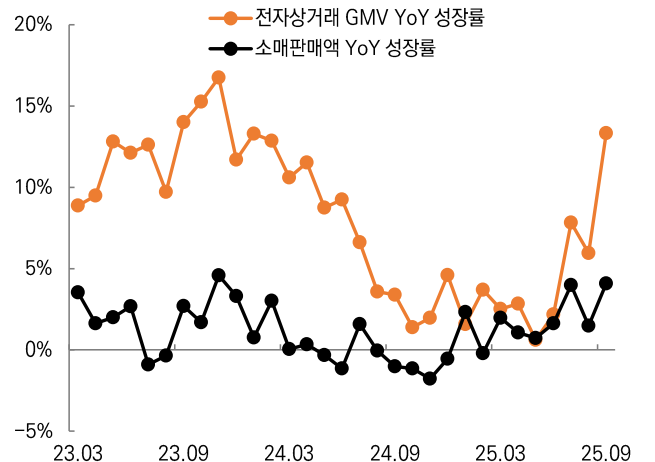
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 55. 국내 전자상거래 월간 GMV 추이



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 전자상거래 GMV 성장률 vs 소매판매액 성장률



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 에이전트의 상용화

머지 않은 미래에 AI 에이전트가 일련의 쇼핑 과정을 대신해주는 것이 보편화될 것이다. 쇼핑 AI 에이전트는 만족도·시간·비용 측면에서 최적화된 쇼핑 경험을 제공하면서 전자상거래 시장 침투율의 상승을 가속화할 가능성이 높다. 오픈AI, 구글, 퍼플렉시티 등은 쇼핑 에이전트 기능을 이미 출시하고 있다. 신규 검색 사업자들이 쇼핑 시장이라는 파이를 빼앗기 위해 AI 에이전트를 출시하며 노력하고 있으나 시장을 지배하고 있는 레거시 커머스 업체를 당장 무너트리기는 어려워보인다.

AI 에이전트가 사용자가 원하는 물건을 가져오기 위해서는 물건들이 팔리고 있는 커머스 플랫폼을 경유할 수밖에 없으나 각 시장의 지배적인 커머스 플랫폼들이 이를 그대로 용인할리 없기 때문이다. 각 국가의 1, 2위 커머스 플랫폼이 외부 경유는 제한하고 자체적으로 AI 에이전트를 이용하게만 해도 외부 AI 에이전트의 쇼핑 수행 능력은 현저하게 떨어지게 된다.

각 국가의 전자상거래 시장은 AI 에이전트 능력을 제대로 갖춘 상위 1~2개 업체에 점유율이 집중될 가능성이 높다. 3순위 이하의 커머스 플랫폼은 더 이상 소비자의 발길이 닿지 않게 될 가능성이 높으며 니치 마켓을 확실하게 공략한 경우가 아니라면 자연소멸하게 될 것이다. 국내의 경우 NAVER, 쿠팡으로의 점유율 집중이 가속화될 것이다. 다만 그 뒤를 뒤쫓는 신규 검색 엔진 기반의 대형 쇼핑 AI 에이전트는 등장하게 될 것이다. 브랜드들의 D2C에 대한 수요도 존재하기 때문이다.

표 3. AI 쇼핑 에이전트 현황

기업명	서비스명	작동 방식
아마존	Rufus	- 제품 카테고리별 주요 고려 사항 제시, 목적에 맞는 제품 추천 - 리뷰 기반으로 다양한 제품 비교, QnA 응대
아마존	Buy for me	- 아마존 이외 사이트의 제품까지도 탐색 가능 - 원하는 제품 설명서 검색 → 추천, 구매 확정시 자동으로 결제 및 정보 입력
월마트	Sparky	- 사용 목적 설명 시 이에 맞는 제품 추천 및 리뷰 정리, QnA 응대 - 추후 라이프스타일 기반 생필품 리스트 정리 및 자동 주문 기능까지 확대 예정
월마트	Text to Shop, Voice Shopping	- 텍스트 및 음성 기반으로 반복 구매 제품을 빠르게 구매 가능 - 구글 알렉사, 애플 홈팟 등 스마트 스피커와 연동
구글	AI Mode	- 사용 목적 설명시 이에 맞는 제품 추천 및 사이트 연결 - 최저가 스크리닝 및 AI 이미지 생성 기반으로 가상 피팅 가능
퍼플렉시티	기존 AI 앱	- AI 검색 후 외부 사이트로 이동하지 않고 구매 가능, 유료 구독자 대상 무료 배송 - 상품 사진 찍으면 관련 제품 소개 및 추천
오픈AI (챗GPT)	기존 AI 앱	- 제품 검색, 비교, 구매링크로 연결 가능 - 기존 대화 내용 메모리 기반으로 개인화된 제품 추천
NAVER	AI 쇼핑 비서 (출시 예정)	- 쇼핑 데이터와 블로그, 카페 사용 이력 모두 활용하여 큐레이션 제공 - 검색 창에서 소비자와의 대화 통해 구매 목적 및 의도 파악
카카오	AI 메이트 쇼핑	- 쇼핑을 비롯한 종합 AI 에이전트 연내 출시 예정 - 카카오톡 대화 등 데이터 참고하여 니즈에 맞는 선물이나 자기 구매 추천

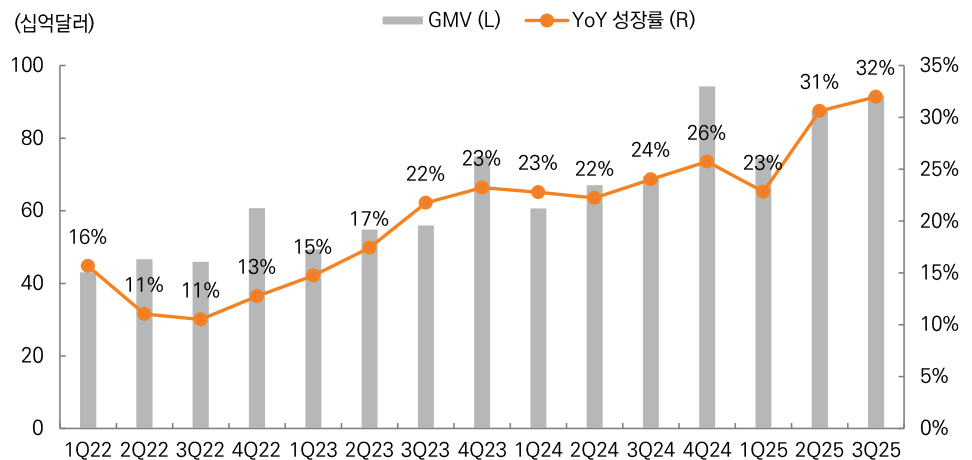
자료: 미래에셋증권 리서치센터

쇼핑 AI 에이전트의 보편화는 D2C 모델을 확산시킬 것이며 이는 라이브커머스 성장세 가속화로 이어질 것이다. 쇼핑 AI 에이전트는 소비자의 구매 이력, 선호도, 문장 맥락 등을 실시간으로 분석해 맞춤형 상품을 제안한다. 이는 대형 커머스 플랫폼에 의존하지 않아도 셀러가 정교한 마케팅을 전개할 수 있음을 의미한다. AI의 고도화로 광고 카피, 영상, 이미지 제작이 자동화되면서 소규모 브랜드도 적은 금액으로 효율적인 마케팅이 가능해진다.

쇼핑 AI 에이전트는 기존 D2C 전략의 두 가지 한계 1) 신규 고객 모객의 어려움, 2) 재고 관리의 어려움을 크게 개선시킬 것이다. AI 에이전트가 상용화될 경우 '검색 - 플랫폼 진입 - 구매'라는 쇼핑 경로가 'AI 에이전트 대화 - 브랜드 직결 구매'로 변화할 것이다. 매력적인 상품만 준비되어 있다면 쇼핑 AI 에이전트가 구매에 적합한 구매자를 인도해줄 것이다.

쇼피파이의 최근 고성장은 이러한 AI의 혁신에 따른 D2C 확산 흐름과 맞닿아 있다. 쇼피파이는 AI 스토리 빌더를 통해 코딩 없는 온라인몰 구축을 지원하고 있다. 키워드만으로 쇼핑물 이미지, 텍스트까지 자동 생성해 쇼핑물을 구축할 수 있어 중소형 셀러들의 진입 장벽을 크게 낮췄다. 또한 쇼피파이 제품이 AI 검색에 노출될 수 있도록 적극적으로 주요 AI 기업들과 협력하고 있다. 최근 쇼피파이 GMV의 폭발적인 성장이 해당 전략이 통하고 있음을 증명하고 있다.

그림 57. 쇼피파이 분기 GMV 추이



자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

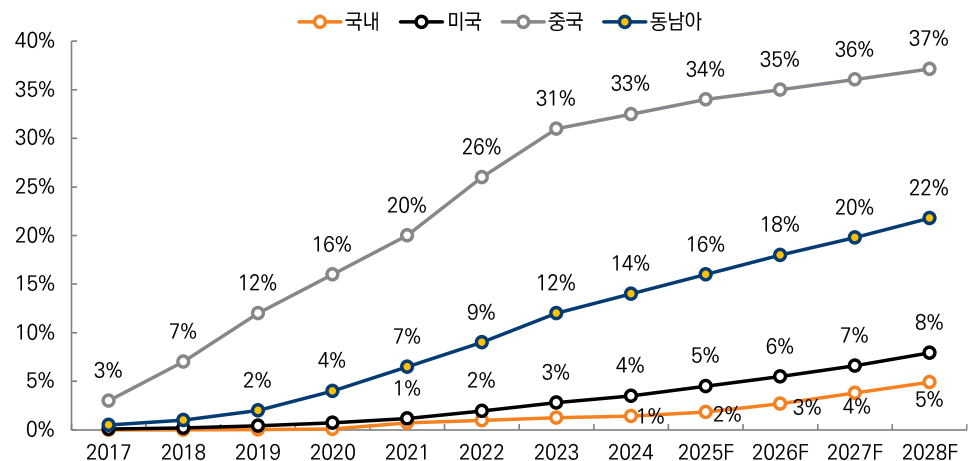
D2C 확산은 라이브커머스의 부상으로 이어진다. D2C 전략을 펼치는 브랜드는 소비자 접점을 다변화시키기 위해 노력할 수밖에 없다. 자사몰의 단순 운영만으로는 신규 고객 유입의 한계가 존재하기에 라이브 커머스가 매력적인 선택지로 부상하게 된다. 유튜브, 틱톡과 같이 이미 글로벌 수십억명의 이용자를 보유한 영상 플랫폼은 D2C 브랜드가 글로벌 확장을 할 수 있는 가장 즉각적이고 비용 효율적인 채널이 된다.

AI는 이미 촉매 역할을 충실히 수행 중이다. 생성형 AI는 영상 스크립트 작성, 시연 영상 제작, 실시간 자막 및 번역 등 라이브커머스 운영의 비용과 장벽을 크게 낮춘다. 과거에는 대규모 인력과 예산이 필요했던 라이브 방송이 중소 D2C 브랜드도 손쉽게 실행 가능한 마케팅 도구로 변화하고 있다.

AI 기반 추천 알고리즘은 시청자가 관심 가질만한 라이브 방송과 상품을 정밀하게 노출시켜 발견성과 구매 전환율을 동시에 개선한다. 이는 단순 노출형 광고보다 더욱 높은 몰입도와 구매율을 가져온다. AI가 D2C 확산을 견인하고 D2C는 라이브커머스 수요를 창출하는 선순환이 형성될 것이다.

특히 유튜브쇼핑이 글로벌 라이브커머스 시장의 핵심 플레이어로 부상할 가능성이 높다. 유튜브는 전 세계 25억명 이상이 사용하는 글로벌 최대의 영상 플랫폼이며 숏폼/라이브/검색 기능이 결합된 독보적 생태계를 갖추고 있다. 여기에 구글의 광고, 결제 인프라가 연결되면 브랜드 입장에서는 자사몰 외부에서 신규 고객을 가장 손쉽게 확보할 수 있는 채널이 된다. 인앱결제 기능 등 커머스 요소를 새롭게 개편한 유튜브는 커머스 업계를 빠르게 재편해나갈 것이다.

그림 58. 국내, 미국, 중국, 동남아 라이브커머스 침투율 전망

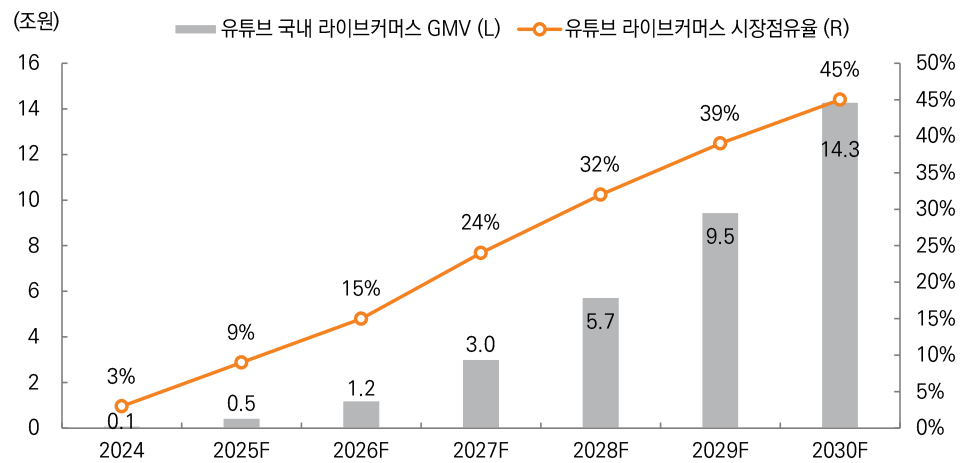


자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중국, 동남아, 미국 등의 지역이 국내보다 라이브커머스가 빠르게 개화하고 압도적으로 높은 침투율을 갖게 된 이유는 틱톡샵의 존재에 기인한다. 16년에 출시된 숏폼 플랫폼 틱톡은 코로나 시기를 거치며 글로벌 인기를 누리기 시작했다. 틱톡은 21년부터 동남아를 시작으로 틱톡샵을 글로벌에서 운영하기 시작(중국에서는 18년부터)했다. 한국은 유독 틱톡의 인기가 떨어지는 국가에 해당하며 틱톡샵은 서비스되고 있지도 않다.

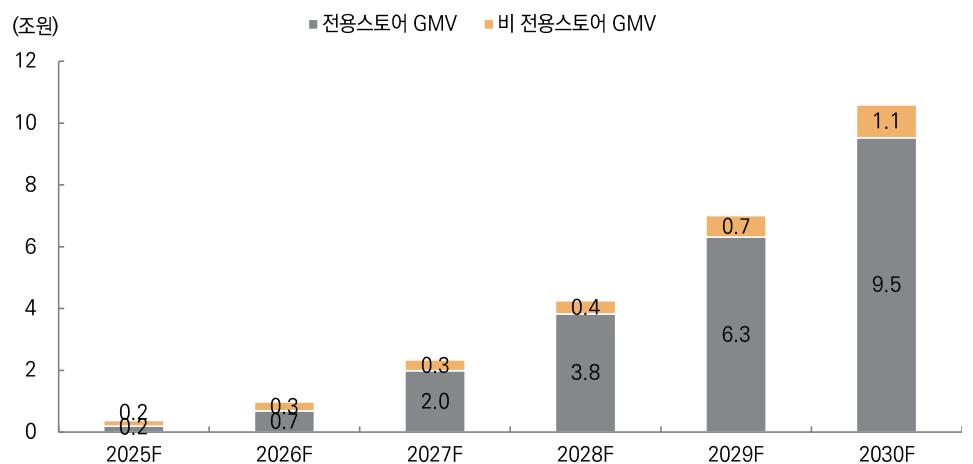
국내에는 압도적인 동영상 플랫폼인 유튜브쇼핑의 침투율이 상승하면서 라이브커머스 시장이 본격적으로 개화될 것이다. 유튜브쇼핑 국내 GMV는 30년 14조원에 이를 전망이다. 유튜브쇼핑의 국내 라이브커머스 점유율은 30년 45% 수준에 달할 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 30년 3.2% 수준까지 상승할 전망이다.

그림 59. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

전용스토어 기능을 제공하는 카페24가 유튜브쇼핑 고성장의 가장 큰 수혜주다. 카페24의 30년 유튜브쇼핑 GMV로 10.6조원, 공헌이익은 850억원을 예상한다. 카페24는 전용스토어 기능을 통해 유튜브쇼핑 생태계 내에서 독과점에 가까운 지위를 유지할 것이다. 카페24의 유튜브쇼핑 내 GMV 점유율은 70% 이상이 될 것으로 전망한다.

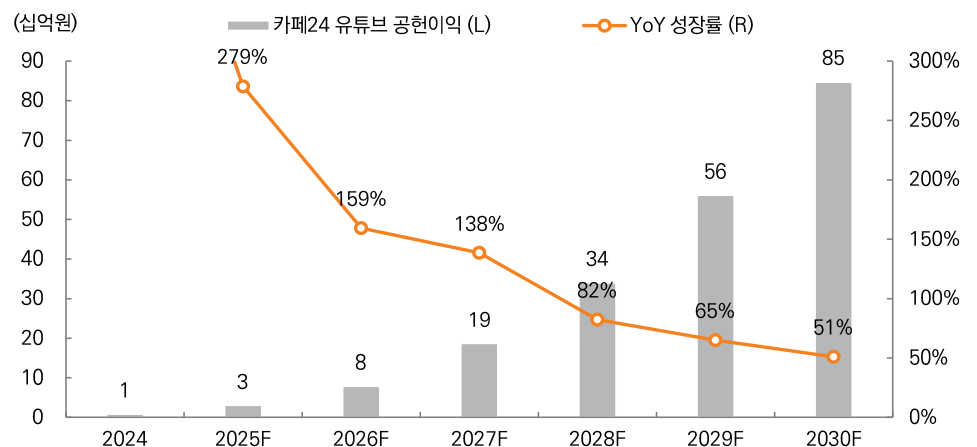
유튜브쇼핑 인앱 결제 업데이트 이후 전용스토어 GMV가 폭발적으로 늘어날 전망이다. 30년 유튜브쇼핑 전용스토어 GMV로 9.5조원을 예상한다. 인앱 결제 업데이트를 통해 유튜브쇼핑 유저의 편의성이 드라마틱하게 개선될 것으로 예상하며 외부 플랫폼으로 이동할 필요가 없는 전용스토어 내에서의 쇼핑이 각광받게 될 것이다.

표 4. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	242	259	274	301	332	366	405	448
YoY 성장률	12.0%	7.1%	5.6%	9.8%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	3.6	5.0	8.1	12.6	17.9	24.3	31.8
라이브커머스 침투율	1.2%	1.4%	1.8%	2.7%	3.8%	4.9%	6.0%	7.1%
YoY 성장률	45%	22%	38%	61%	55%	42%	35%	31%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	0.0	0.1	0.5	1.2	3.0	5.7	9.5	14.3
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	32%	39%	45%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.3%	3.2%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	314%	169%	148%	90%	65%	51%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.0	2.3	4.3	7.0	10.6
유튜브 쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	83%	80%	77%	74%	74%	74%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	3%	6%	12%	18%	24%	30%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	3.8	6.3	9.5
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	1.1
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	0	1	5	16	42	80	132	199
YoY 성장률	-	-	-	204%	165%	88%	65%	51%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	34	56	85
YoY 성장률	-	-	-	159%	138%	82%	65%	51%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 61. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

네이버쇼핑의 지배력 상승 전망

네이버쇼핑은 26년 1분기 쇼핑 에이전트를 출시하며 시장 점유율을 늘려나갈 전망이다. 네이버쇼핑의 26년 GMV YoY 성장률은 14%로 국내 전자상거래 시장 성장률 10%를 상회할 전망이다. NAVER의 국내 전자상거래 시장점유율은 26년 19.5%까지 상승할 전망이다.

시장지배력 확대와 함께 Take Rate 증가 추세를 이어나갈 전망이다. 26년 커머스 광고 매출액은 1.7조원 수준으로 YoY 23% 성장할 것이다. 스마트스토어, 브랜드스토어 비중 증가에 따른 중개 및 판매 매출액 고성장세도 지속될 전망이다. 26년 중개 및 판매 매출액은 2.6조원으로 YoY 25% 성장할 전망이다.

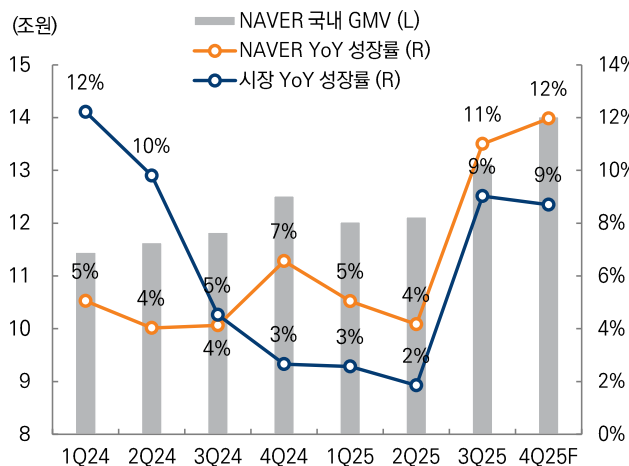
표 5. NAVER 커머스 부문 세부 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	63,768	64,959	63,546	67,159	65,407	66,162	69,280	73,002	216,175	242,207	259,432	273,851	300,750
YoY 성장률	12.2%	9.8%	4.5%	2.7%	2.6%	1.9%	9.0%	8.7%	12.2%	12.0%	7.1%	5.6%	9.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	12,800	12,900	13,828	14,725	41,700	47,900	50,300	54,253	61,697
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	4.9%	4.0%	10.6%	11.6%	18.1%	14.9%	5.0%	7.9%	13.7%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,028	12,121	13,131	14,018	41,700	45,196	47,436	51,297	58,591
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	5.0%	4.2%	11.0%	12.0%	18.1%	8.4%	5.0%	8.1%	14.2%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	773	779	697	707	2,626	2,704	2,864	2,956	3,106
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	3.0%	2.0%	4.0%	4.0%	26.5%	3.0%	5.9%	3.2%	5.1%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	18.4%	18.3%	19.0%	19.2%	19.3%	18.7%	18.3%	18.7%	19.5%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	788	861	985	1,053	1,801	2,547	2,923	3,688	4,573
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	35.9%	22.1%	41.4%	14.8%	26.2%	24.0%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	308	336	366	392	1,078	1,107	1,132	1,402	1,728
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	27.4%	14.3%	2.6%	2.3%	23.9%	23.3%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	424	468	559	597	604	1,269	1,596	2,048	2,553
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	39.7%	44.3%	30.5%	110.0%	25.8%	28.4%	24.6%
멤버십 매출	48	47	46	54	55	57	60	64	119	171	195	237	292
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	15.4%	20.7%	30.5%	20.4%	72.5%	44.1%	14.1%	21.6%	22.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	6.16%	6.68%	7.13%	7.15%	4.32%	5.32%	5.81%	6.80%	7.41%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.41%	2.60%	2.65%	2.66%	2.59%	2.31%	2.25%	2.58%	2.80%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.31%	3.63%	4.04%	4.05%	1.45%	2.65%	3.17%	3.78%	4.14%

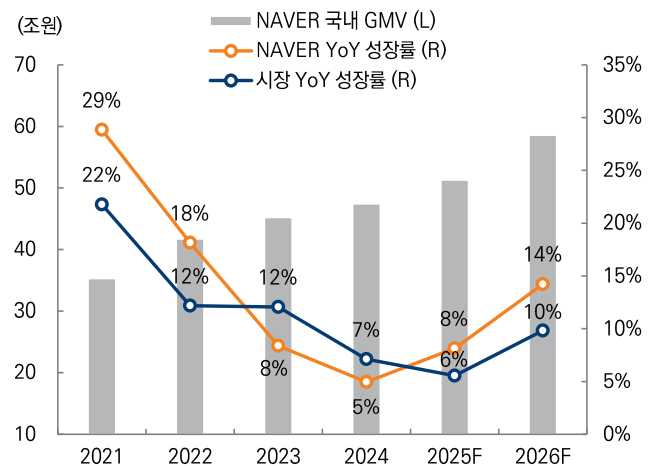
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. NAVER 국내 분기 GMV 추이



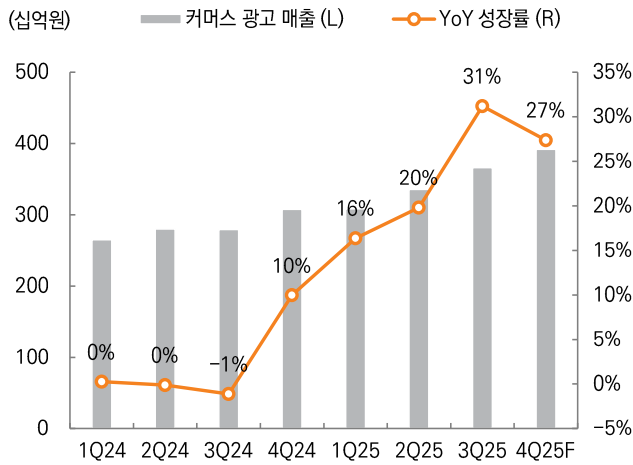
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. NAVER 국내 연간 GMV 추이



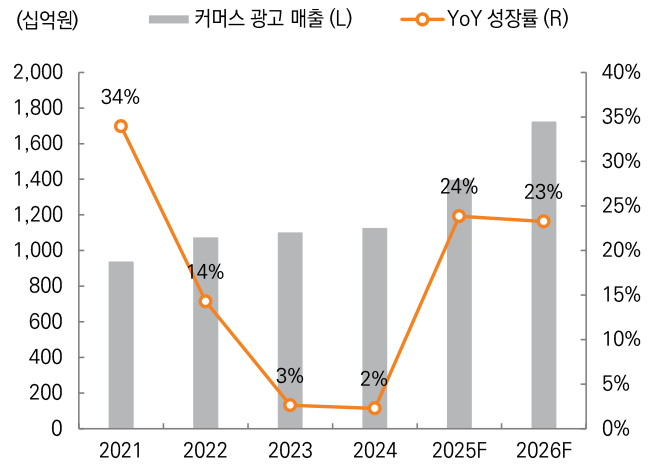
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. NAVER 커머스 광고 분기 매출



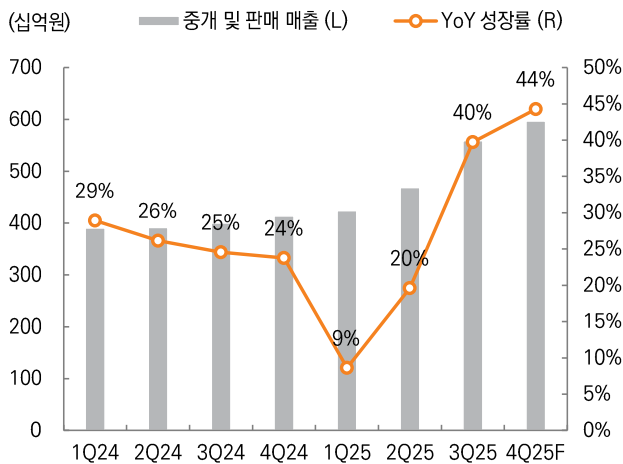
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. NAVER 커머스 광고 연간 매출



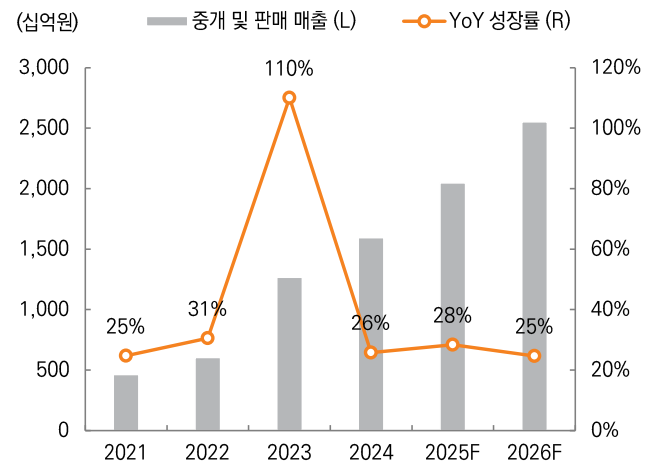
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. NAVER 중개 및 판매 분기 매출



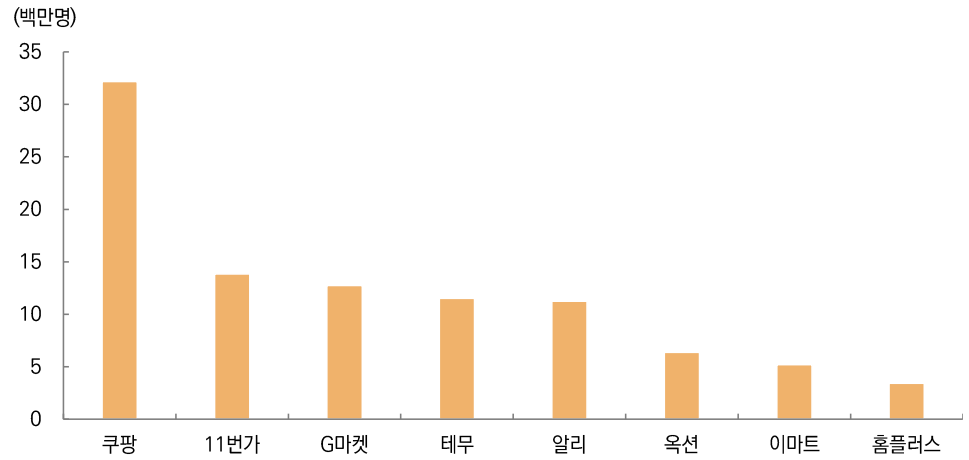
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. NAVER 중개 및 판매 연간 매출



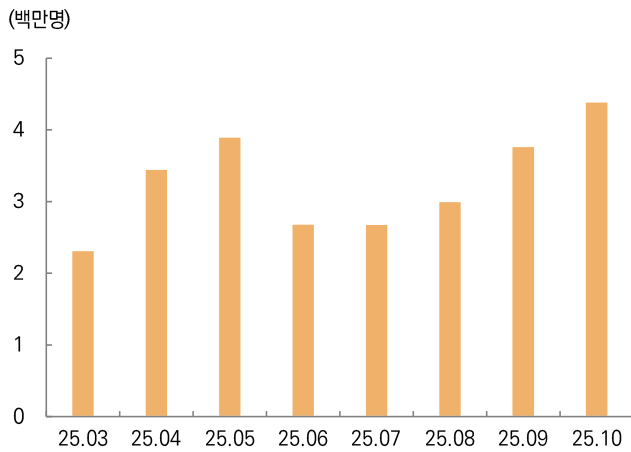
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 국내 주요 쇼핑앱 MAU



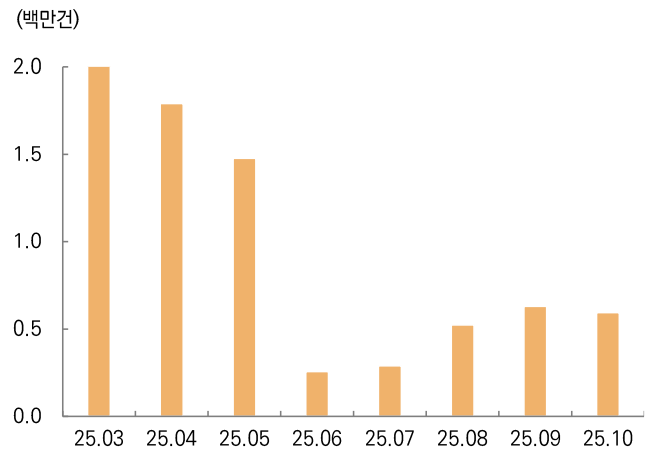
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 플러스스토어 MAU



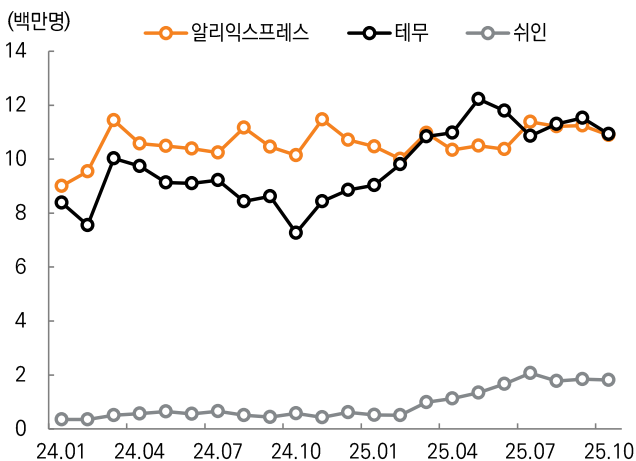
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 플러스스토어 월간 다운로드



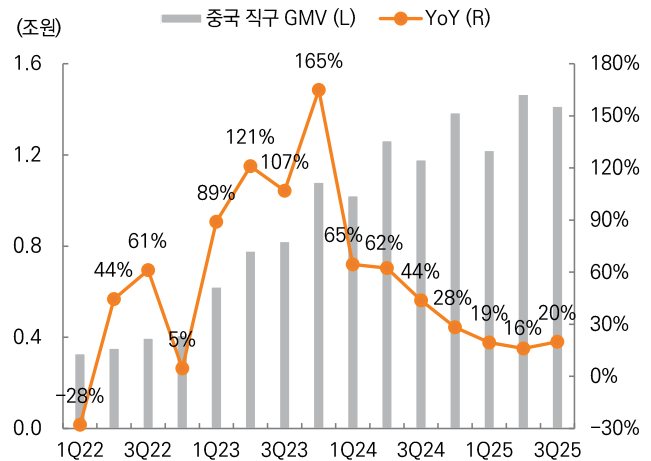
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 중국 직구 플랫폼 국내 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 중국 직구 분기 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

V. 콘텐츠: 글로벌 성장 동력 재점화

시대의 흐름에 맞게 변화하는 웹툰

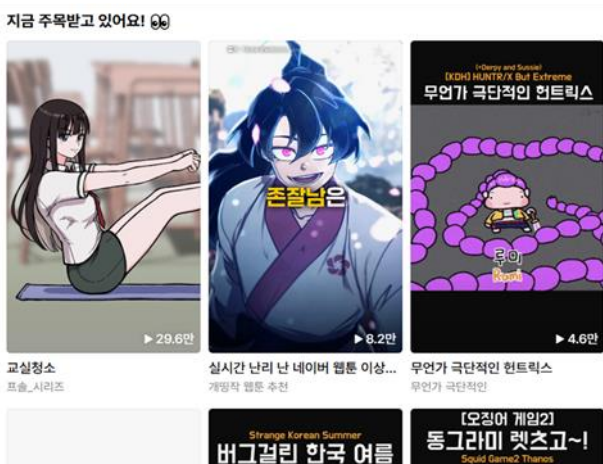
숏폼의 유행으로 콘텐츠 소비 트렌드가 짧은 시간에 더욱 많은 도파민을 추구하는 방식으로 변화해나감에 따라 웹툰 업계에서도 새로운 시도들이 나타나고 있다. 네이버웹툰은 숏폼 애니메이션 서비스인 컷츠를 9/1일 정식 출시했다. 컷츠는 웹툰 기반의 숏폼 애니메이션을 제작하고 공유하는 서비스로 2분 이내의 애니메이션을 누구나 업로드할 수 있다.

카카오엔터는 지난 4월 숏폼 서비스인 헬릭스 숏츠를 출시했다. 헬릭스 숏츠는 AI를 활용해 웹툰 및 웹소설을 60초 분량의 숏폼으로 자동 제작하는 서비스다. 완성된 숏폼은 카카오 페이지의 홈 화면에 노출된다. 카카오엔터는 헬릭스 숏츠 출시 이후 작품을 열람하고 구매하는 비율이 약 40% 증가했다고 밝히기도 했다.

웹툰의 숏폼화는 짧아지고 있는 콘텐츠 소비 트렌드에 부합하며 정체되어 있던 웹툰 플랫폼 유저 수 반전을 이끌 전망이다. 숏폼 형식으로 만든 웹툰을 즐길 경우 더 이상 손가락으로 일일이 넘겨야 하는 귀찮은 행위가 필요하지 않다. 이탈 유저의 복귀 역시 늘어날 것으로 판단한다.

AI 기술이 진일보함에 따라 웹툰의 숏폼 제작이 본격화될 것이다. 애니메이션 제작 AI 툴이 상용화될 경우 이미 수많은 IP가 쌓인 웹툰 플랫폼들은 숏폼 애니메이션을 빠르게 찍어내기 시작할 것이다. 탑코미디어는 최근 자체 보유한 AI 기술을 접목해 AI 모션 및 숏 애니메이션 서비스를 도입하기도 했다.

그림 73. 네이버웹툰 컷츠 플랫폼



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 헬릭스 숏츠 예시



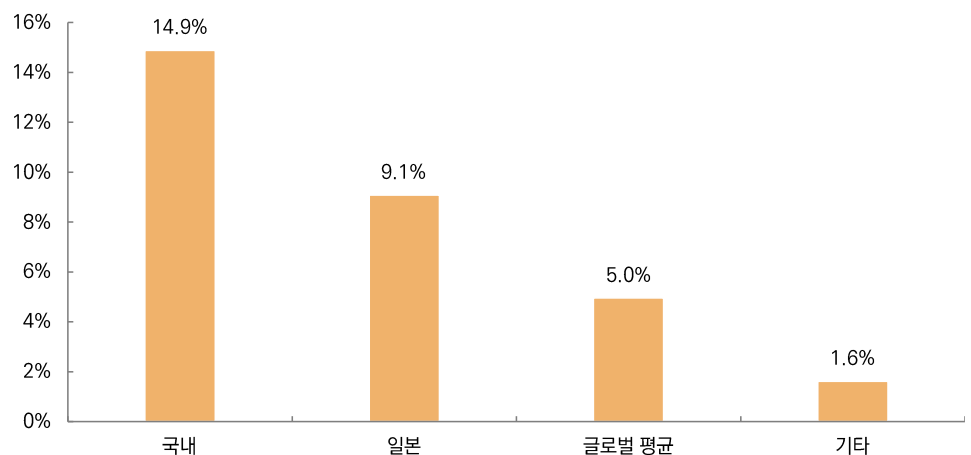
자료: 미래에셋증권 리서치센터

구독, 광고 BM의 잠재력

웹툰 플랫폼들의 구독·광고 BM 전환도 본격적으로 고려해볼 시기다. 현재의 웹툰 플랫폼이 애니메이션까지 즐길 수 있는 종합 콘텐츠 플랫폼으로 변모할 경우 구독·광고 BM을 통한 이용 수요가 높아질 것으로 판단한다. 현재의 부분 유료화 모델은 관심 작품들의 최신화를 모두 즐기면서 체류하기에는 부담이 높기 때문이다. 구독 모델로 전환할 경우 라이트 유저 증가에 따른 플랫폼 체류시간 상승이 있을 것이며 광고 BM도 탄력을 받게 될 것이다.

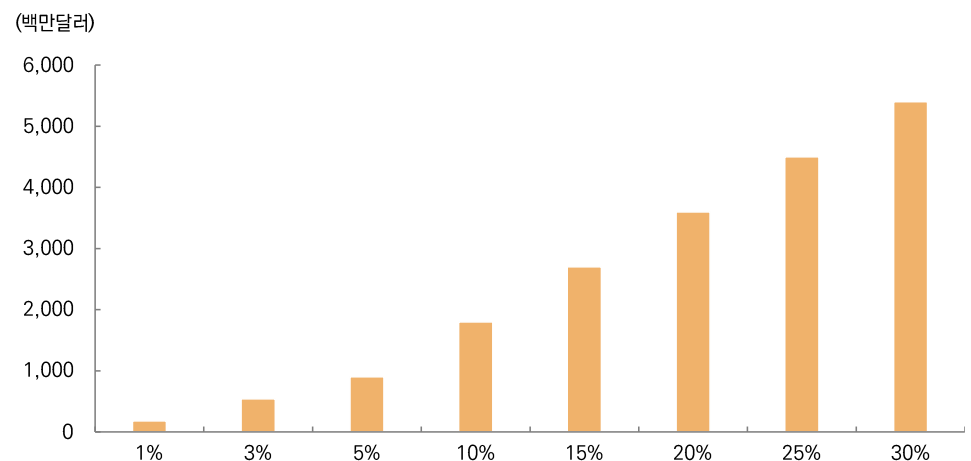
구독·광고 BM으로 전환할 경우 어느 정도의 유료 구독자를 끌어모아야 현재 매출이 유지될까? 월정액 요금을 10달러로 가정할 경우 네이버웹툰은 1,200만명의 유료 구독자가 필요하다. 이는 현재 1.6억명 MAU의 7% 수준에 해당한다. 쌓여 있는 수많은 웹툰 IP들이 애니메이션으로 나오고 네이버웹툰 플랫폼이 웹툰/웹소설/숏폼/애니메이션을 동시에 즐길 수 있는 종합 콘텐츠 플랫폼이 될 경우 10% 이상의 유료 구독자 비중을 달성하는 것은 어렵지 않을 것으로 판단한다.

그림 75. 네이버웹툰 지역별 유료 결제 비중



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 구독 BM 침투율에 따른 웹툰엔터테인먼트 연간 매출 증가 시나리오

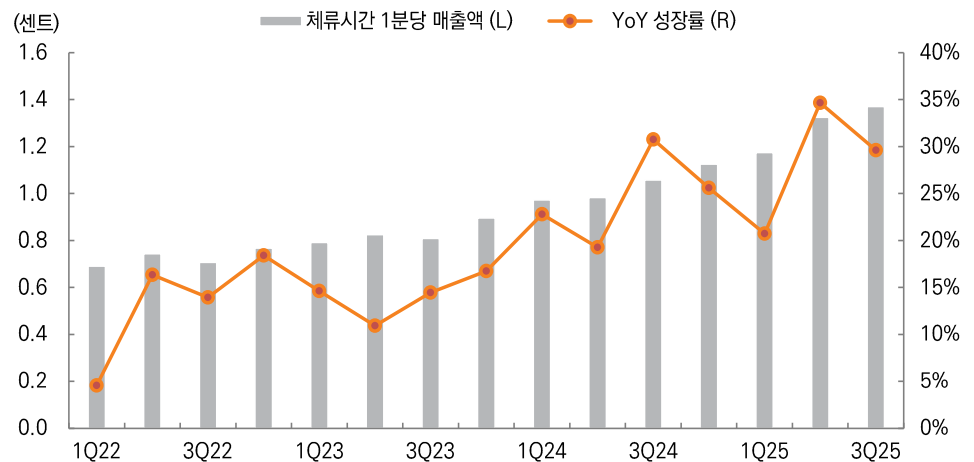


자료: 미래에셋증권 리서치센터

구독·광고 BM으로의 전환은 MAU가 성장 한계에 부딪히더라도 매출 성장세를 지속할 수 있는 키가 되어줄 것이다. 넷플릭스가 주는 시사점을 생각해볼 필요가 있다. 넷플릭스는 21년 MAU 고점을 형성한 이후 트래픽 측면에서는 성장을 하고 있지 못하다. 그러나 21년 대비 매출액은 50%, 주가는 100% 수준의 상승이 발생했다. 이는 유저 체류시간 1분당 매출액이 견조한 성장세를 기록하고 있는 데 따른 결과다. 유저에 대한 콘텐츠, 광고 타겟팅의 고도화가 YoY 20% 이상의 단가 상승을 이끌어내고 있음을 의미한다.

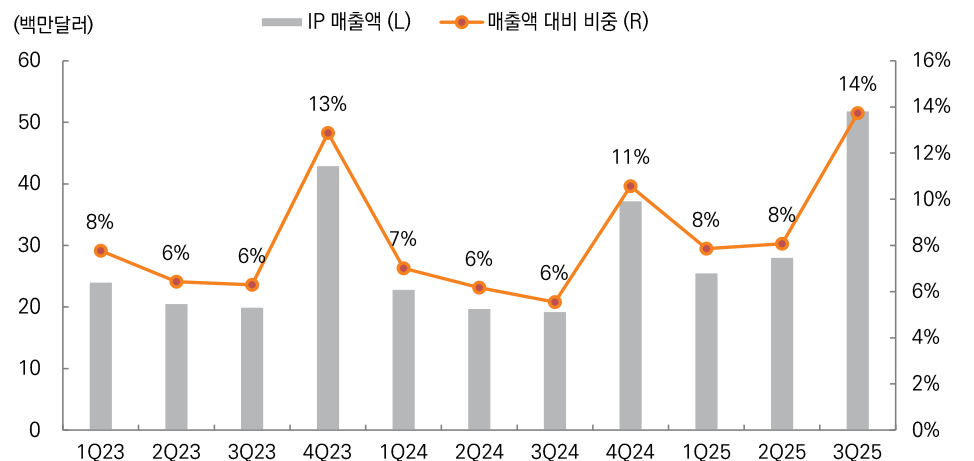
글로벌 주요 콘텐츠 업체들과의 협업은 네이버웹툰의 추가적인 MAU 성장을 이끄는 동시에 동영상 플랫폼으로의 전환도 가속화할 것이다. 디즈니와의 협업은 정체되었던 네이버웹툰의 성장 속도를 가속화할 것이다. 마블, 스타워즈 등 초대형 팬덤을 보유한 디즈니와의 협업은 북미 MAU 상승을 견인할 것이다. 워너브라더스와의 협업으로 네이버웹툰에 쌓인 IP들의 애니메이션 제작이 본격화될 것이며 IP 매출액도 신성장동력이 되어줄 전망이다. 3분기 네이버웹툰의 IP 매출 비중은 14%까지 상승했다.

그림 77. 넷플릭스 체류시간 1분당 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 78. 네이버웹툰 IP 매출액 추이



자료: WBTV, 미래에셋증권 리서치센터

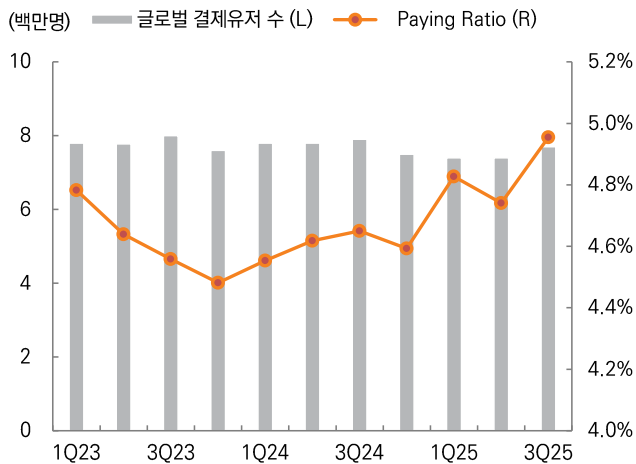
표 6. 웹툰엔터테인먼트 실적 전망

(백만달러)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	327	321	348	353	326	348	378	334	1,348	1,386	1,536
(% YoY)	5%	0%	9%	6%	0%	9%	9%	-5%	5%	3%	11%
유료 콘텐츠	267	261	285	270	260	275	287	262	1,083	1,084	1,192
(% YoY)	4%	1%	9%	7%	-3%	5%	1%	-3%	-	0%	10%
광고	37	40	43	45	40	45	39	42	166	167	190
(% YoY)	21%	-4%	26%	28%	8%	12%	-9%	-7%	-	0%	14%
IP	23	20	19	37	26	28	52	30	99	136	153
(% YoY)	-5%	-4%	-3%	-13%	12%	42%	169%	-20%	-	37%	13%
영업비용	313	400	356	381	352	357	393	345	1,449	1,447	1,559
(% YoY)	-5%	23%	10%	12%	13%	-11%	10%	-9%	10%	0%	8%
매출원가	244	238	257	271	254	261	295	259	1,009	1,069	1,170
(% YoY)	0%	-1%	4%	5%	4%	10%	15%	-4%	2%	6%	9%
마케팅비	19	23	33	32	32	31	35	31	108	129	141
(% YoY)	-33%	-29%	-1%	25%	62%	33%	7%	-4%	-11%	19%	9%
일반관리비	49	139	67	78	67	65	62	55	332	249	248
(% YoY)	-14%	159%	46%	41%	37%	-53%	-6%	-30%	57%	-25%	-1%
영업이익	14	-79	-8	-28	-27	-9	-15	-11	-101	-61	-23
(% YoY)	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	4.3%	-24.6%	-2.3%	-7.9%	-8.2%	-2.5%	-3.9%	-3.2%	-7.5%	-4.4%	-1.5%

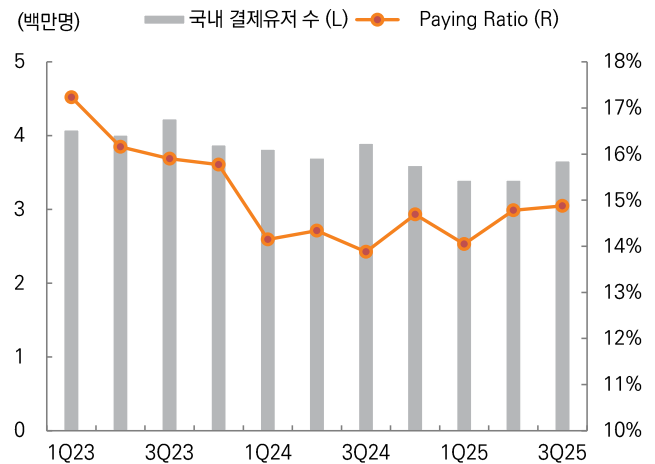
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 79. 네이버웹툰 글로벌 결제유저 수, Paying Ratio



자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 네이버웹툰 국내 결제유저 수, Paying Ratio



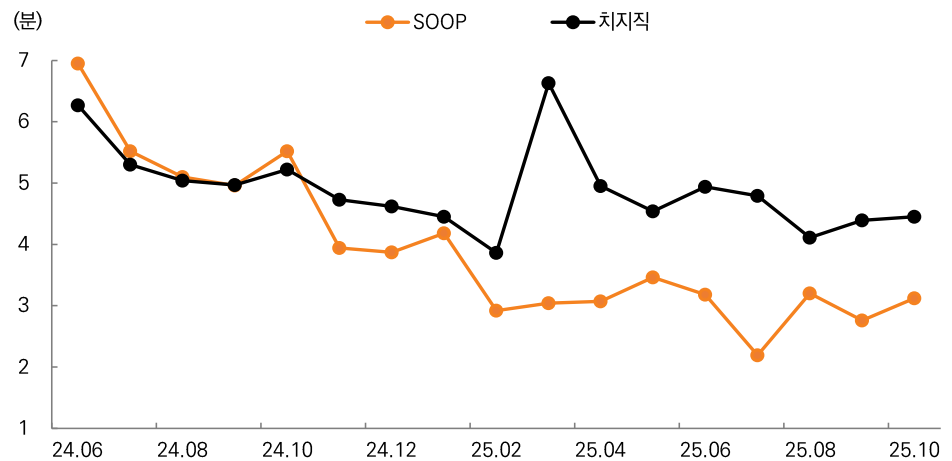
자료: WBTN, 미래에셋증권 리서치센터

라이브 스트리밍은 쇠퇴 지속

짧은 콘텐츠만을 찾게 만드는 도파민 중독이 라이브 스트리밍 산업을 쇠퇴기로 이끌고 있다. 숏폼 유행이 본격화된 21년을 기점으로 대부분의 라이브 스트리밍 플랫폼의 이용자당 체류시간은 감소세가 나타나고 있다. SOOP 유저의 실행당 평균 이용시간은 불과 1년만에 절반도 안되는 수준으로 떨어진 것으로 추정(코리안클릭)된다.

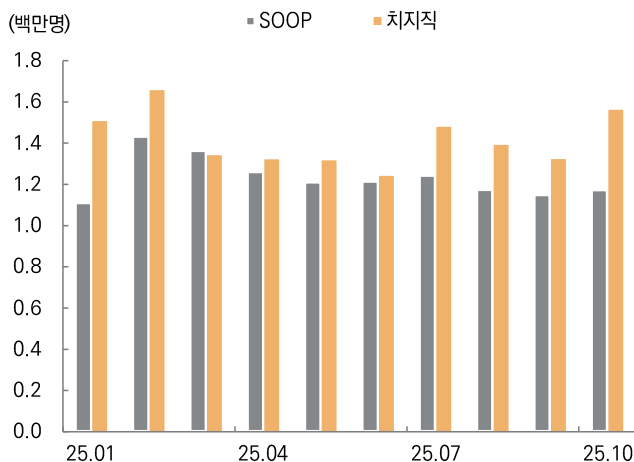
과거 SOOP의 성장을 견인해온 기부경제선물 성장세의 급격한 둔화가 관찰되고 있다. 24년 26.9%에 달했던 기부경제선물 YoY 성장률은 3분기 1.9%까지 하락했다. 엑셀 방송의 쇠퇴도 관찰되고 있는 점을 고려 시 언제 역성장을 기록하더라도 이상하지 않은 상황이다. SOOP의 26년 매출액은 5,000억원으로 5% 성장, 영업이익은 1,290억원으로 4% 성장에 그칠 전망이다.

그림 81. SOOP, 치지직 실행당 평균 이용시간 추이 (안드로이드)



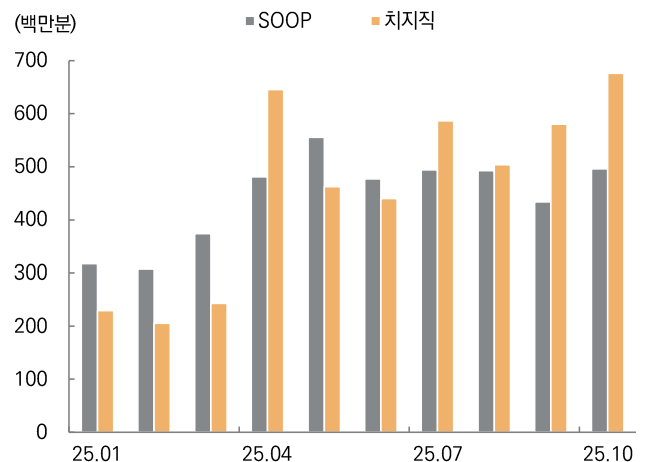
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. SOOP, 치지직 MAU (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 83. SOOP, 치지직 월간 총이용시간(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

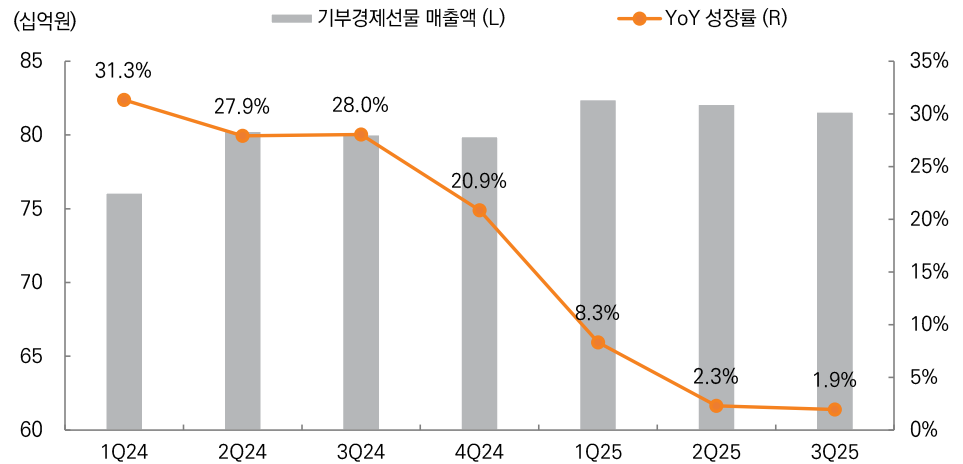
표 7. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	94	101	106	112	108	117	127	126	348	413	478	500
(% YoY)	29.8%	17.1%	20.2%	11.3%	14.1%	15.2%	20.7%	12.7%	10.4%	18.9%	15.7%	4.6%
플랫폼 서비스	79	83	83	82	85	85	84	84	259	327	337	341
기부경제선물	76	80	80	80	82	82	82	81	249	316	328	331
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	9	8	8
플랫폼-기타	0	0	0	0	0	0	0	0	2	1	2	2
광고	15	18	22	28	22	31	40	40	83	82	133	150
플랫폼광고	2	3	4	4	3	3	4	4	15	13	15	15
콘텐츠형광고	8	9	10	18	11	14	21	22	54	46	68	76
광고기타	5	5	8	6	7	14	15	14	14	23	50	58
기타	1	1	1	1	1	2	3	2	6	5	8	10
영업비용	66	68	82	84	75	87	96	96	257	300	354	371
인건비	22	23	23	24	25	30	34	30	77	92	119	127
지급수수료 (중계권+기타)	6	6	9	9	8	9	9	9	25	30	35	37
지급수수료 (광고)	6	7	8	15	6	9	9	16	36	36	41	44
과금수수료	12	14	14	13	14	15	15	14	39	53	58	59
회선사용료	4	4	5	5	5	6	6	6	14	18	22	24
스트리머지원금	2	3	3	3	2	3	3	3	7	11	10	11
콘텐츠제작비	2	2	3	3	4	2	9	3	20	9	19	19
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	6	6	6	20	21	23	23
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
행사비	1	1	0	4	0	0	0	3	2	5	4	4
기타	4	4	12	4	5	6	6	6	18	24	22	22
영업이익	29	33	24	28	33	30	31	30	90	114	124	129
(% YoY)	55.2%	40.9%	9.0%	5.3%	14.8%	-9.9%	30.6%	7.7%	9.6%	25.7%	9.2%	4.3%
영업이익률	30.2%	32.8%	22.6%	24.9%	30.4%	25.7%	24.5%	23.8%	26.0%	27.5%	25.9%	25.8%
지배주주순이익	25	27	24	25	27	22	25	23	75	101	97	99
순이익률	26.1%	27.1%	22.6%	22.6%	24.8%	18.8%	19.6%	18.5%	21.4%	24.5%	20.3%	19.8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. SOOP 기부경제선물 분기 매출액, YoY 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

VI. 핀테크: 스테이블코인의 가능성

다가오는 스테이블코인 법안 입안

업비트-NAVER, 빗썸-토스 등 원화 스테이블코인 발행을 위한 컨소시엄들이 꾸려지고 있으나 스테이블코인 법안의 부재로 인해 구체적인 발행 시기, 발행 규모 등이 여전히 미정인 상태다. 국내도 미국처럼 스테이블코인 법안이 입안된 이후에야 원화 스테이블코인의 본격적인 발행이 잇따를 것이다.

금융당국은 연내 '일반 법인의 가상자산 거래·보유 가이드라인' 발표를 목표로 하고 있다. 상장 법인의 가상자산 거래 가이드라인이 확정된 후에는 '가상자산이용자보호법 2단계' 입법이 있을 예정이다. 가상자산 2단계 법안에 스테이블코인 제도화에 관한 내용이 담길 것으로 예상된다.

연내를 목표로 진행되고 있으나 상반기로 미뤄질 가능성은 존재한다. 원화 스테이블코인을 두고 한국은행과 금융당국의 시각차가 좁혀지고 있지 않기 때문이다. 금융위에서는 가상자산 2단계 법안에 대해서 연내 국회에 제출하겠다고 밝혔으나, 금감원에서는 내년 1분기를 거론하고 있다.

그림 85. 스테이블코인 법안 입안에 대한 움직임 현황

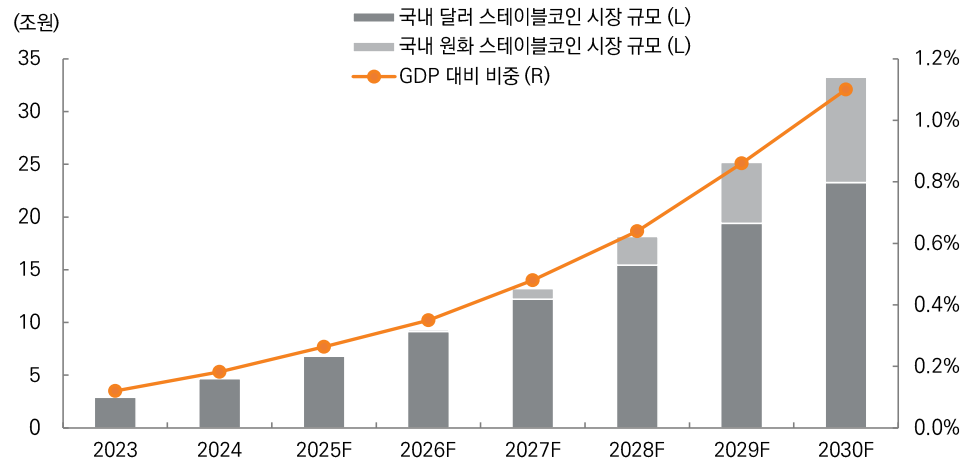


자료: 언론, 미래에셋증권 리서치센터

스테이블코인 사업 숫자 추정

글로벌 명목 GDP 대비 스테이블코인 침투율은 현재 0.2%에서 30년에는 1.1% 이상으로 확대될 것으로 예상된다. 국내 시장 역시 이러한 흐름을 따라 23년 2.9조 원 규모에서 30년에는 약 33조 원 규모로 성장할 전망이다. 원화 스테이블코인의 비중은 초기에는 미미하지만 점차 확대되어 30년에는 국내 스테이블코인 시장의 30%를 차지할 것으로 보인다.

그림 86. 국내 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 해당 스테이블코인의 규모는 28년 1.2조원 수준에서 30년에는 6.4조원 규모까지 성장하며 국내 원화 스테이블코인 시장의 과반을 차지할 것으로 예상된다. NAVER가 보유한 압도적인 간편결제 사용처와 국내 최대 가상자산 거래소 업비트의 유통 파워와 자금력을 고려 시 NAVER와 업비트의 원화 스테이블코인의 생존 가능성이 가장 높다는 판단이다.

달러 스테이블코인도 현재 USDT와 USDC 시장으로 재편되었듯 원화 스테이블코인 시장도 1개에서 최대 2개 정도의 원화 스테이블코인이 중심이 되어 생태계가 돌아갈 것으로 전망한다. 원화 스테이블코인의 경우 역외 수요가 달러 스테이블코인처럼 높기 어렵기 때문에 1~2개의 코인을 제외하고는 빠르게 사라질 가능성이 높다.

NAVER-업비트 스테이블코인 사업은 30년에는 연간 3천억원 규모의 수익 창출이 가능한 사업으로 성장할 전망이다. NAVER와 업비트가 5:5로 배분할 경우 NAVER는 스테이블코인 사업을 통해 1,500억원의 신규 매출을 올릴 것이다. 35년에는 1조원의 공동 매출액을 올릴 것으로 예상되며 NAVER에는 5천억원 수준의 매출 기여가 있을 전망이다.

사업의 수익 구조는 크게 세 가지로 나눌 수 있다. 첫째, 발행된 스테이블코인에 대응하는 준비자산을 국채·MMF 등 안전자산에 투자해 얻는 리저브 운용 수익이다. 운용수익률을 연 3.2%로 가정할 때 리저브 운용 수익은 30년에는 약 2,000억원까지 확대되며 전체 수익의 핵심 축이 된다.

둘째, 스테이블코인을 활용한 결제·정산 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.5%로 가정하면 시장 침투가 본격화되는 27년 이후부터 규모가 빠르게 늘어나 30년에는 800억원에 달할 전망이다. 셋째, 발행 및 환매 과정에서 발생하는 수수료 수익이다. 수수료율을 0.1%로 두고 연간 회전율이 250%까지 점진적으로 증가한다고 가정할 경우 해당 수익은 30년 160억원 수준까지 성장할 전망이다.

표 8. NAVER-두나무 원화 스테이블코인 발행 현실화 시 관련 사업 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
글로벌 명목 GDP 규모 (조달러)	108	113	114	119	124	129	135	140
YoY 성장률	3%	5%	1%	5%	4%	4%	4%	4%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
글로벌 스테이블코인 시장 규모 (조달러)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.2	1.5
국내 명목 GDP 규모 (조원)	2,409	2,557	2,582	2,665	2,750	2,838	2,929	3,023
YoY 성장률	4%	6%	1%	3%	3%	3%	3%	3%
GDP 대비 스테이블코인 비중	0.12%	0.18%	0.26%	0.35%	0.48%	0.64%	0.86%	1.10%
국내 스테이블코인 시장 규모 (조원)	2.9	4.7	6.8	9.3	13.2	18.2	25.2	33.3
달러 기반 비중	100%	100%	100%	98%	93%	85%	77%	70%
원화 기반 비중	-	-	-	2%	8%	15%	23%	30%
국내 달러 스테이블코인 시장 규모 (조원)	2.9	4.7	6.8	9.1	12.2	15.4	19.4	23.3
국내 원화 스테이블코인 시장 규모 (조원)	-	-	-	0.2	1.0	2.7	5.8	10.0
업비트+NAVER 스테이블코인 규모 (조원)	-	-	-	0.1	0.4	1.2	3.1	6.4
원화 스테이블코인 시장 내 점유율	-	-	-	30%	37%	44%	53%	64%
1) 리저브 운용 수익 (십억원)	-	-	-	1.8	11.6	38.4	98.5	204.3
운용 수익률 가정	-	-	-	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
2) 결제·정산 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.3	2.5	10.8	33.8	79.8
수수료율 가정	-	-	-	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
3) 발행 및 환매 수수료 수익 (십억원)	-	-	-	0.1	0.5	2.2	6.8	16.0
연간 회전율	-	-	-	100%	140%	180%	220%	250%
수수료율 가정	-	-	-	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
매출액 합계 (십억원)	-	-	-	2.2	14.6	51.4	139.1	300.0
5:5 배분 가정 시 NAVER 매출액 (십억원)	-	-	-	1.1	7.3	25.7	69.5	150.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

네이버파이낸셜의 경우 결제 비용 절감과 신규 수익원 창출에 따른 수익성 개선 효과를 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제가 도입될 경우 카드사 및 VAN사에 지급하는 수수료가 대폭 낮아져 지급수수료를 하락을 기대할 수 있다. 스테이블코인 결제의 경우 카드 네트워크를 거치지 않게 됨에 따라 카드수수료(결제액의 1% 이상)가 아닌 블록체인 네트워크 수수료, 커스터디 비용, AML/KYC 운영비 정도가 발생하게 된다.

스테이블코인 결제 비중 확대(30년 결제 비중 10% 가정)에 따른 네이버파이낸셜의 지급수수료 절감액은 30년 1,500억원 수준에 달할 전망이다. 현재 네이버파이낸셜의 지급수수료 매출액 대비 비중은 54% 이상에 달하나 이는 30년 50% 미만으로 하락할 것이다. 현재 발생 TPV의 약 1.2%가 지급수수료로 빠져나가고 있으나 해당 수수료율은 30년 0.95%까지 감소할 전망이다.

표 9. 스테이블코인 침투율 증가에 따른 지급수수료 절감액을 고려한 네이버파이낸셜 수익 추정

(십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
TPV	59,500	72,100	85,332	99,147	114,337	131,819	151,934	175,002
(% YoY)	21.9%	21.2%	18.4%	16.2%	15.3%	15.3%	15.3%	15.2%
기존 결제 방식 TPV	59,500	72,100	85,332	98,751	111,479	125,624	141,147	157,502
기존 결제 방식 비중	100.0%	100.0%	100.0%	99.6%	97.5%	95.3%	92.9%	90.0%
스테이블코인 결제 TPV	0	0	0	397	2,858	6,196	10,787	17,500
스테이블코인 결제 비중	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	2.5%	4.7%	7.1%	10.0%
매출액	1,477	1,647	1,813	2,044	2,310	2,609	2,947	3,327
(% YoY)	17.4%	11.6%	10.1%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%	12.9%
(% of TPV)	2.48%	2.28%	2.12%	2.06%	2.02%	1.98%	1.94%	1.90%
영업비용	1,385	1,544	1,701	1,895	2,096	2,315	2,552	2,803
인건비	94	102	110	119	128	138	148	159
지급수수료	799	891	981	1,101	1,223	1,357	1,502	1,654
(% of Sales)	54.1%	54.1%	54.1%	53.9%	53.0%	52.0%	51.0%	49.7%
(% of TPV)	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.07%	1.03%	0.99%	0.95%
기존 영역 지급수수료율	1.34%	1.24%	1.15%	1.11%	1.09%	1.07%	1.05%	1.03%
스테이블코인 지급수수료율	-	-	-	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
마케팅비	478	538	597	661	731	806	888	977
기타	14	13	13	13	13	13	13	13
영업이익	91	103	112	149	214	295	395	524
OPM	6.2%	6.3%	6.2%	7.3%	9.3%	11.3%	13.4%	15.8%
(% YoY)	53.7%	13.4%	8.6%	32.4%	43.7%	37.8%	34.2%	32.5%
스테이블코인 도입으로 지급수수료 절감액 추정	-	-	-	4	26	54	92	145

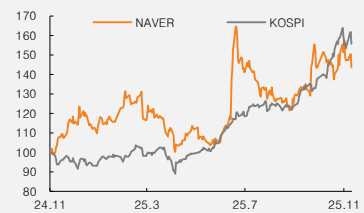
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 410,000원
현재주가(25/11/14)	253,500원
상승여력	61.7%

영업이익(25F, 십억원)	2,201
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,196
EPS 성장률(25F, %)	13.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	32.0
P/E(25F, x)	18.7
MKT P/E(25F, x)	14.1
KOSPI	4,011.57
시가총액(십억원)	39,762
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	85.9
외국인 보유비중(%)	39.5
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	176,900
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.7	32.6	34.5
상대주가	-12.8	-12.7	-18.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

주도주의 가능성을 볼 시기

구글 체류시간 반전이 주는 시사점

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 쿼리 수의 감소세(-30% YoY)에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다.

검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 AI Overviews(SGE) 기능이 효과를 발휘하고 있다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다.

26년은 광고 P, Q, C 동시 개선 구간

NAVER도 구글처럼 쿼리 수는 감소하더라도 체류시간은 오히려 증가할 전망이다. NAVER도 이미 구글의 AI Overviews와 유사한 AI 브리핑 서비스를 제공하고 있다. 수년간 감소세를 보였던 NAVER 체류시간은 이미 회복세가 관찰되고 있다. 26년 NAVER 체류시간은 YoY 3% 증가할 것으로 예상된다.

AI 브리핑은 15% 수준까지 침투하며 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다. 타게팅 고도화에 따라 동사는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2%까지 낮아질 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 410,000원으로 상향

광고 부문 성장률 상향에 따른 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 400,000원에서 410,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 상향한다. 광고 부문 P, Q, C 동시 개선에 따른 주도주 가능성을 볼 수 있는 시기로 판단하며 업종 내 Top Pick 의견을 유지한다. 26F P/E 17.9배 수준으로 밸류에이션 매력도 역시 충분하다.

AI 브리핑 확대에 따른 체류시간 증가세 가속화가 관찰될 경우 급격한 리레이팅이 발생할 수 있다. 구글은 하반기 쿼리 수 감소에 따른 체류시간 감소 우려를 불식시키면서 12MF P/E 멀티플이 16배 수준에서 24배까지 50%가량 리레이팅된 바 있다. NAVER 총체류시간 지표의 반등 추이에 주목해볼 시기다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	12,119	13,838	15,773
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,201	2,556	3,052
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.5	19.3
순이익 (십억원)	1,012	1,923	2,136	2,223	2,670
EPS (원)	6,180	11,913	13,532	14,175	17,020
ROE (%)	4.4	7.9	8.1	7.8	8.7
P/E (배)	36.2	16.7	18.7	17.9	14.9
P/B (배)	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5

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

표 10. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,138	3,279	10,738	12,119	13,838	15,773
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	13.6%	11.0%	12.9%	14.2%	14.0%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,060	1,129	3,946	4,238	4,549	4,950
커머스	703	719	725	775	788	861	985	1,053	2,923	3,688	4,573	5,480
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	366	392	1,132	1,402	1,728	2,110
중개 및 판매	391	391	400	414	424	468	559	597	1,596	2,048	2,553	3,026
멤버십	48	47	46	54	55	57	60	64	195	237	292	344
파이낸셜	354	368	385	401	393	412	433	444	1,508	1,682	1,928	2,157
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	509	508	1,796	1,950	2,163	2,467
웹툰	395	383	424	428	423	434	472	471	1,629	1,799	2,019	2,321
스노우	36	22	21	26	23	28	26	26	105	104	101	103
기타	16	15	18	14	13	12	11	11	62	47	43	42
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	150	145	564	561	625	719
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,567	2,675	8,758	9,918	11,281	12,721
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	750	752	2,664	2,889	3,185	3,445
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,097	1,161	3,790	4,246	4,824	5,499
인프라	170	172	178	185	189	198	219	237	705	843	1,058	1,278
마케팅	367	367	417	448	430	482	502	525	1,599	1,939	2,214	2,498
영업이익	439	473	525	542	505	522	571	604	1,979	2,201	2,556	3,052
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	8.6%	11.4%	32.9%	11.2%	16.1%	19.4%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.4%	18.4%	18.2%	18.5%	19.4%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	726	496	1,923	2,136	2,223	2,670
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	23.1%	15.1%	17.9%	17.6%	16.1%	16.9%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	12,119	13,736	12,119	13,838	0%	1%	12,059	13,437	0%	3%	서치, 커머스 광고 성장률 상향
영업이익	2,205	2,538	2,201	2,556	0%	1%	2,196	2,558	0%	0%	
지배주주순이익	2,129	2,169	2,136	2,223	0%	3%	2,110	2,258	1%	-2%	
영업이익률	18.2%	18.5%	18.2%	18.5%	-	-	18.2%	19.0%	-	-	
순이익률	17.6%	15.8%	17.6%	16.1%	-	-	17.5%	16.8%	-	-	

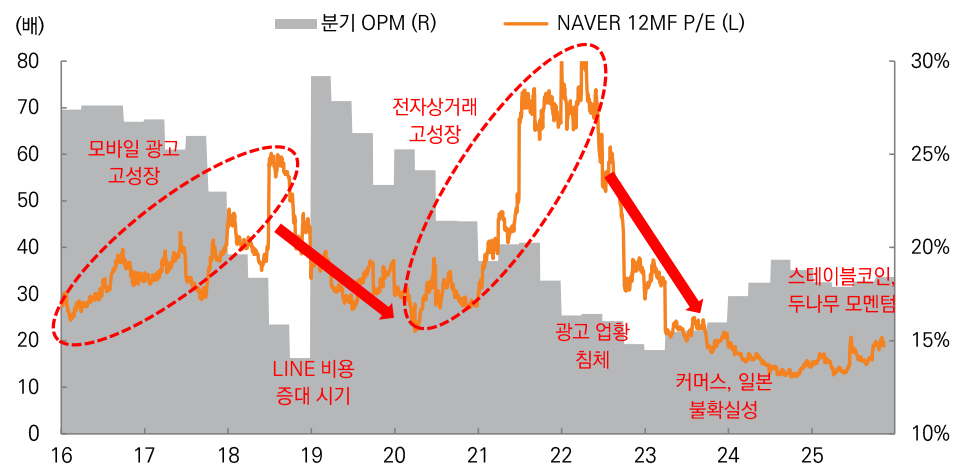
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	2,223	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	64,322	
주식 수 (천주)	156,853	
목표주가 (원)	410,000	
현재주가 (원)	253,500	
상승여력	61.7%	

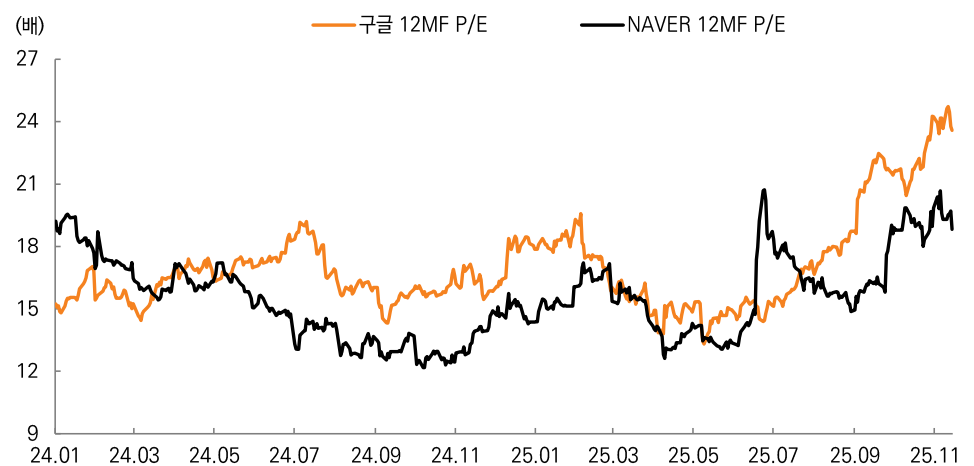
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 88. NAVER, 구글 12MF P/E

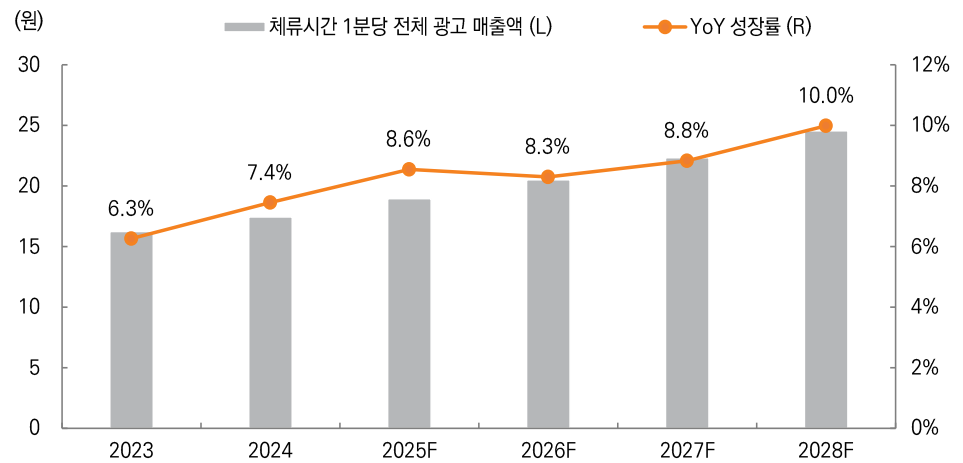


자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내 플랫폼 기업들의 광고 단가 상승세도 가속화될 전망이다. NAVER는 AI 브리핑, 홈피드 개인화, 애드부스트를 통해 트래픽 질과 광고 효율을 동시에 높이며 광고 단가의 구조적 상승을 만들고 있다. NAVER는 연간 8~10% 수준의 단가 상승을 경험할 전망이다. 15% 수준의 침투율까지 상승한 AI 브리핑은 CTR, CVR을 급격히 개선시키고 있다.

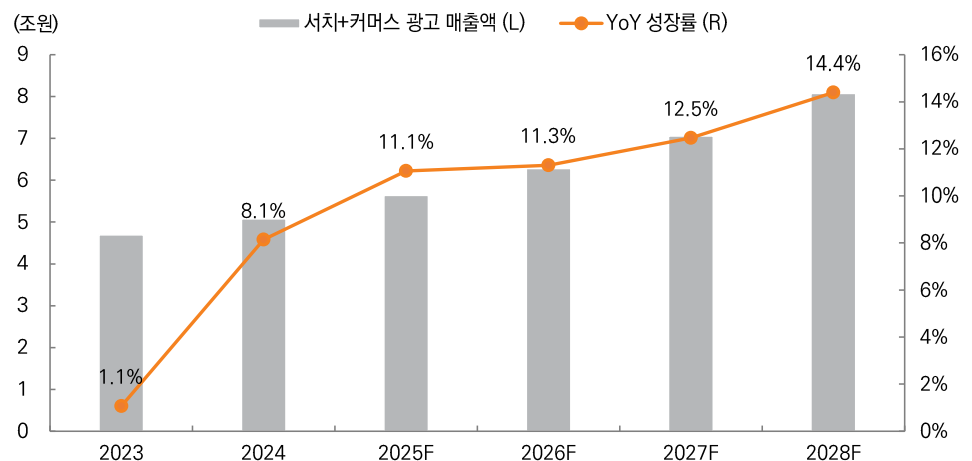
홈피드 개편 역시 개인화 추천을 강화해 광고·이용자 매칭 정확도를 높이고 있다. 애드부스트는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키는 역할을 한다. 광고 효율이 좋아질수록 광고주 지출이 확대되고 이는 다시 단가 상승 압력으로 이어진다. AI 브리핑(체류시간 증가) - 홈피드 개인화(매칭 강화) - 애드부스트(효율 개선)의 시너지 효과가 NAVER의 광고 단가를 안정적으로 끌어올릴 전망이다.

그림 89. NAVER 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 90. NAVER 서치+커머스 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

생성형 AI 검색의 확산으로 검색 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려와 달리 레거시 검색 엔진의 유의미한 체류시간 증가세가 관찰되고 있다. 구글의 검색 쿼리 수는 30% 수준의 YoY 감소세가 발생하고 있는 것으로 추정된다. 쿼리 수의 감소세에도 구글 총 체류시간은 오히려 급격하게 증가하고 있다. 지난 6월 이후 YoY 10% 이상, 9월 이후 20% 이상의 체류시간 상승세가 관찰되고 있다.

구글의 AI Overviews(SGE) 기능이 효과를 발휘하고 있다. AI Overviews는 검색 결과 내에서 AI가 직접 요약 및 답변을 제공하는 기능이다. 유저들은 AI 요약을 단순 소비하는 데 그치지 않고 후속 쿼리를 이어가거나 관련 주제를 탐색하며 더 긴 시간 페이지에 머문다. 검색 행동이 대화형, 탐색형으로 변화하면서 검색 세션이 길어지고 있다.

그림 91. 구글 앱 월간 총체류시간 추이

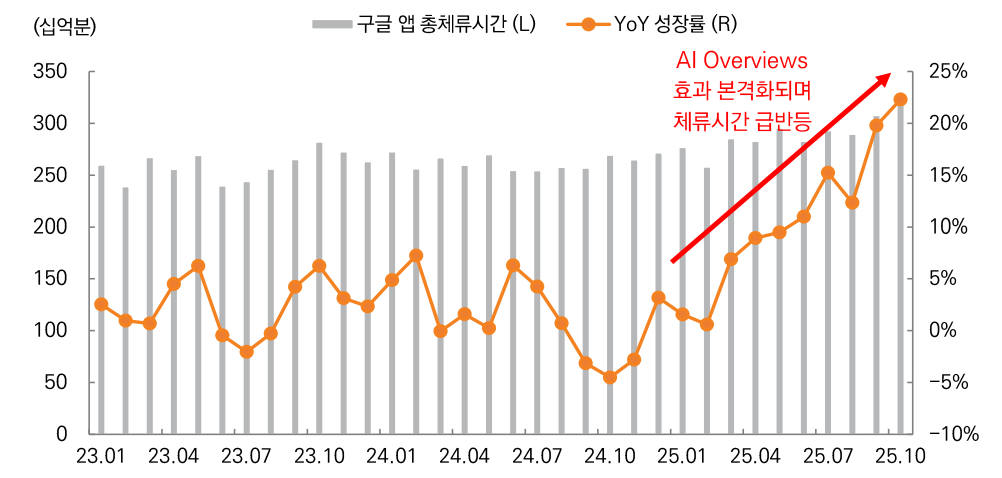


그림 92. 구글 국내 월간 쿼리 수 추이 (PC)

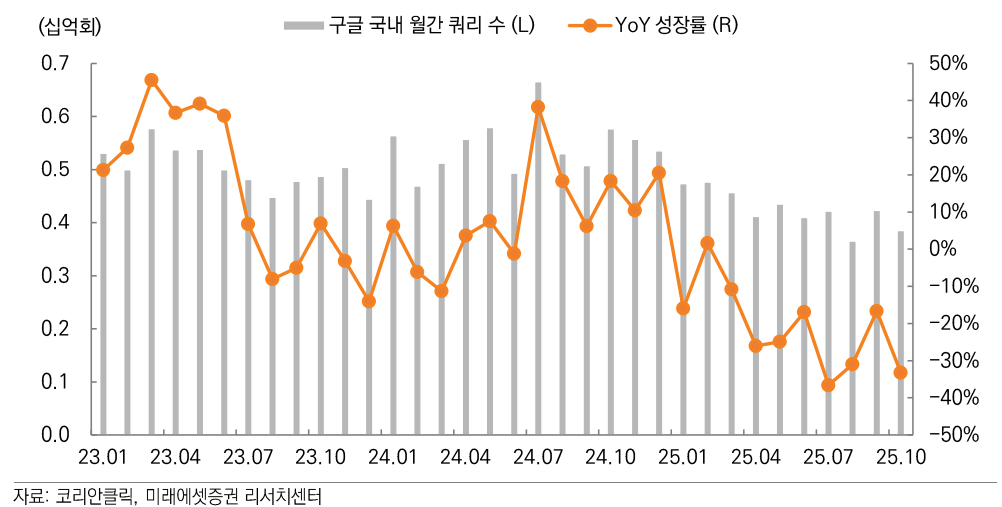


그림 96. 네이버지도 월간 총체류시간 (안드로이드)

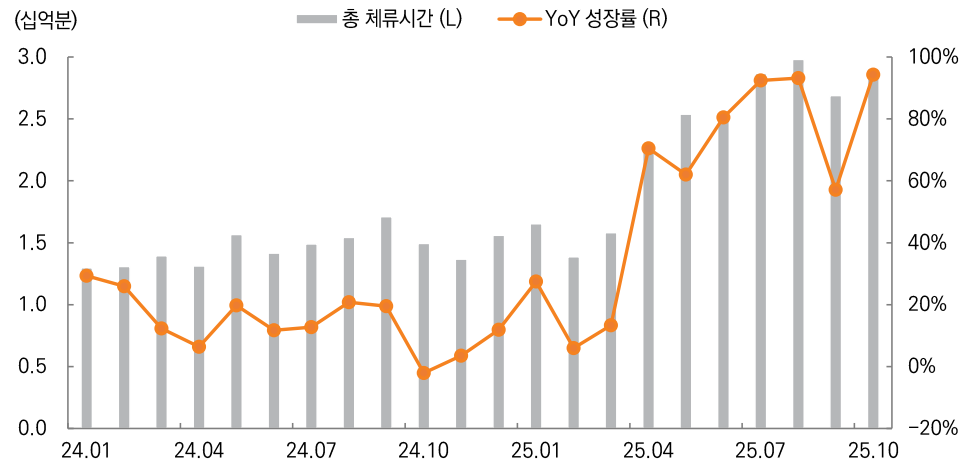


그림 97. 네이버지도 MAU (안드로이드)

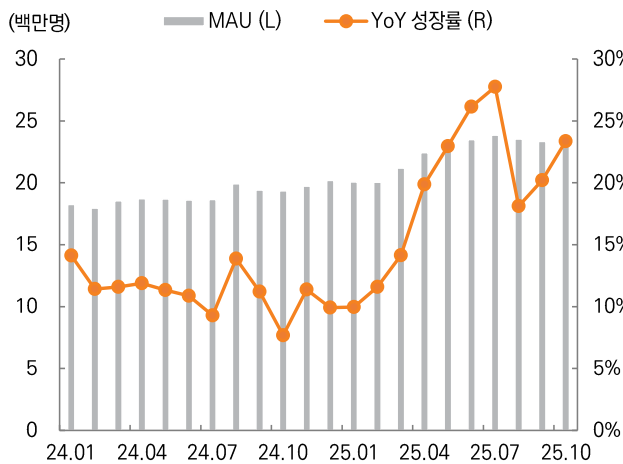


그림 98. 네이버지도 이용자 월평균 이용시간 (안드로이드)

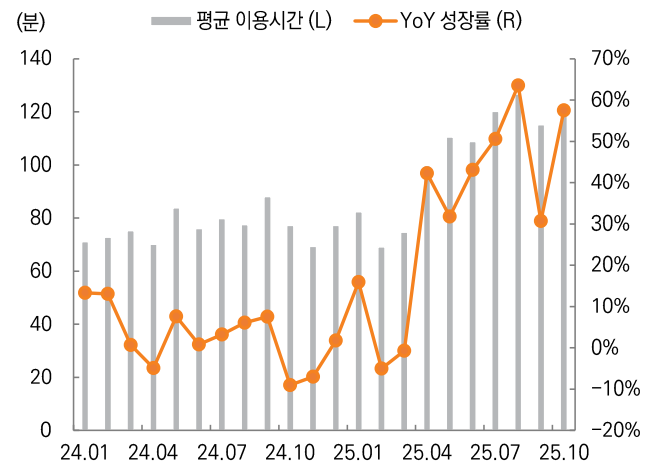
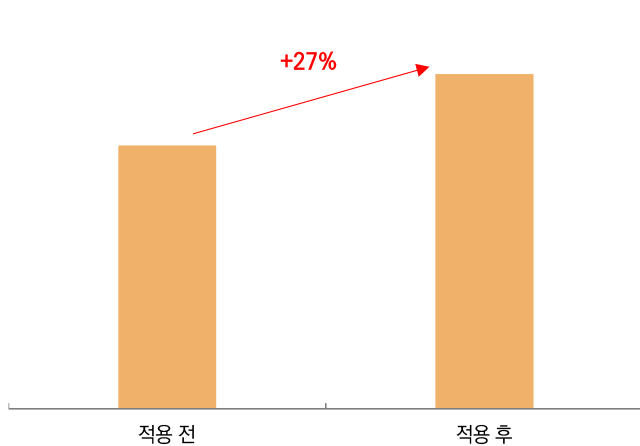
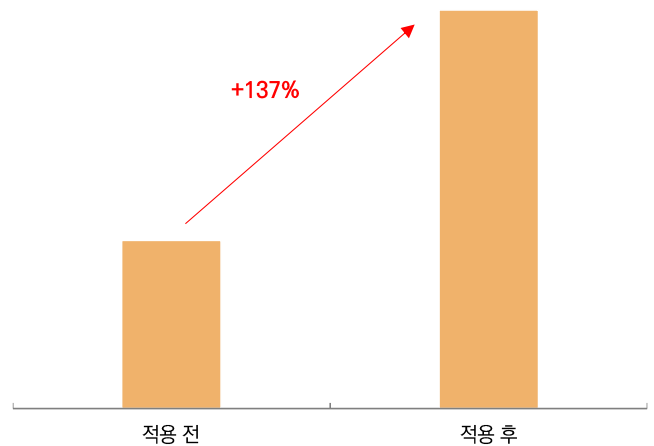


그림 99. AI 브리핑 도입과 플레이스 추가 탐색 클릭률 변화



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. AI 브리핑 도입과 플레이스 더보기 탭 클릭률 변화

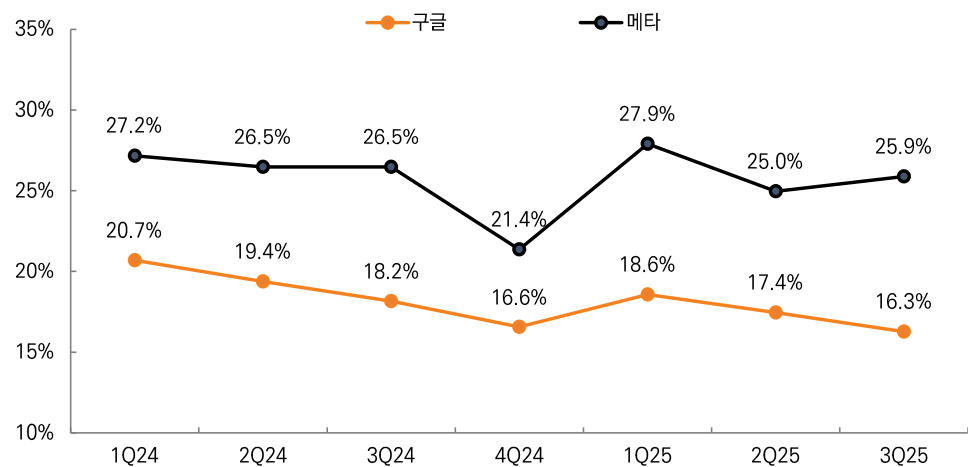


자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. 과거에는 매출 성장과 함께 인력과 보상이 함께 증가했지만 이제는 AI가 인력 확충의 역할을 대신하며 1인당 생산성 향상이 수익성 개선의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 20~22년 동안 빅테크 기업들은 엔지니어 확보 경쟁이 심화되며 평균 연봉(급여+SBC)이 매년 8~10%씩 상승했지만, 23년 이후 AI 효율화와 구조조정이 본격화되면서 인건비 상승세는 빠르게 둔화됐다.

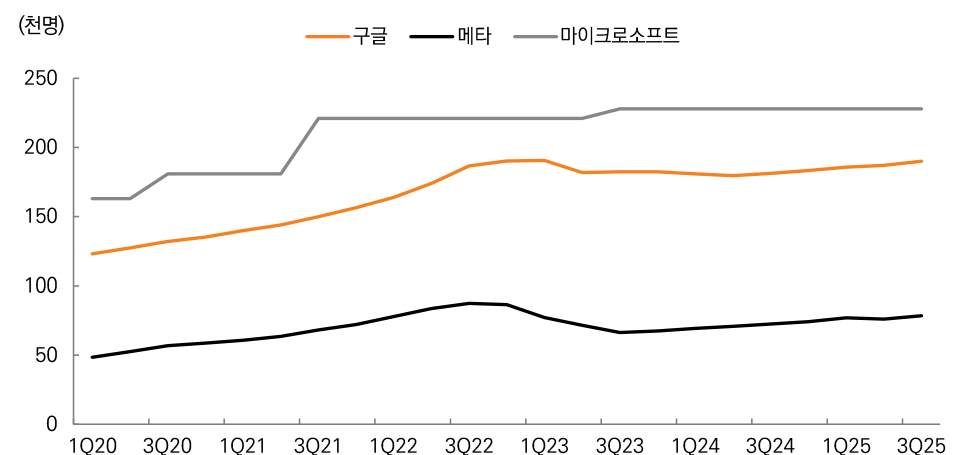
23년 대규모 감원 이후 구글, 메타, 마이크로소프트 모두 채용을 최소화하며 효율 중심 구조로 전환했다. AI 기반 개발 자동화 툴의 확산으로 동일 인력으로 더 많은 업무를 처리할 수 있게 되었고 신규 인력 확보 필요성이 낮아지면서 개발자 보상 압력도 완화됐다. 구글의 경우 인건비의 매출액 대비 비중이 24년 초 21% 수준에서 현재 16% 수준까지 감소했다.

그림 101. 구글, 메타 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 102. 구글, 메타, 마이크로소프트 직원 수 추이

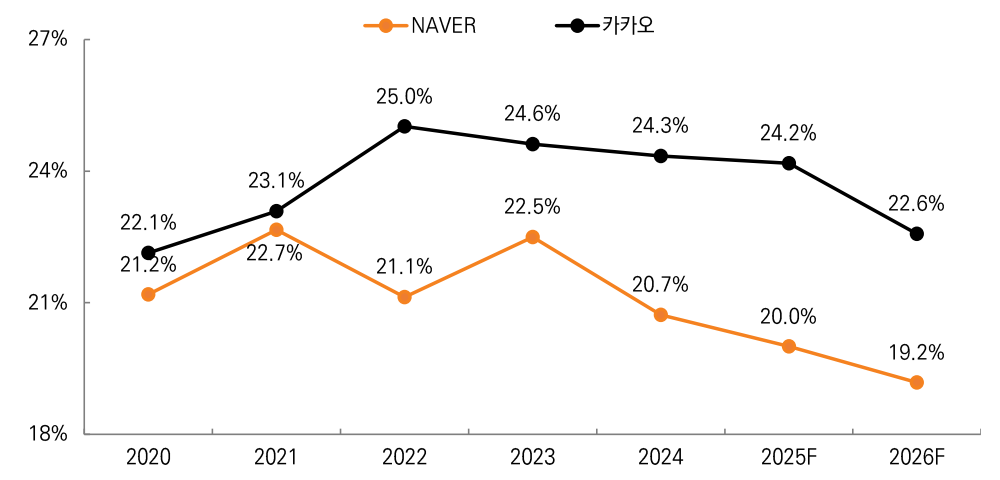


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER와 카카오 역시 글로벌 빅테크처럼 총인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. NAVER와 카카오는 21~22년 동안 인력 확충과 급여 인상에 따른 인건비 부담이 급격히 증가했지만, 23년 이후부터는 효율화 기조가 강화되며 인건비 성장률이 매출 성장률을 하회하기 시작했다.

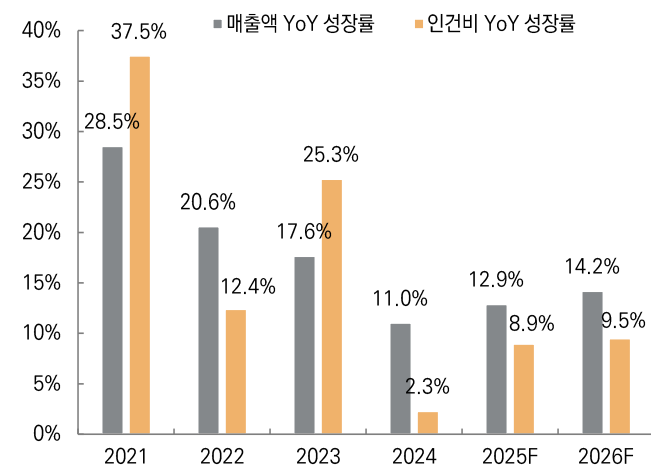
NAVER의 매출 대비 인건비 비중은 26년 19.2% 수준으로 낮아질 전망이다. 인건비 YoY 증가율은 26년 9.5%까지 둔화될 예정이나 매출액은 성장세가 가속화될 전망이다. 카카오도 22년 이후 인건비 비중이 하락세로 전환되었다. 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다. 인건비 YoY 증가세 역시도 5% 미만으로 하락했다.

그림 103. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



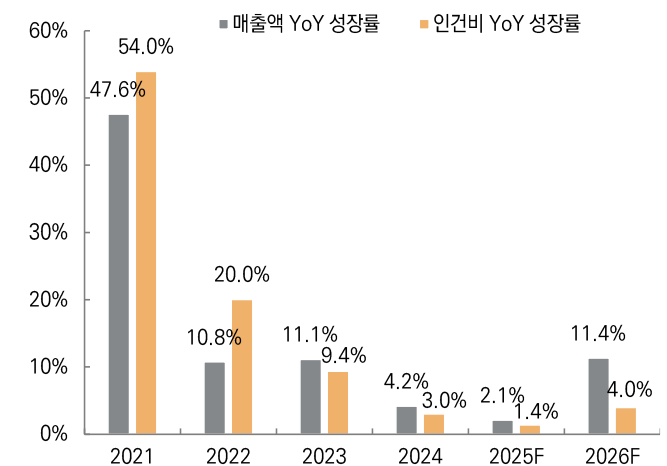
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 104. NAVER 인건비, 매출액 YoY 성장률



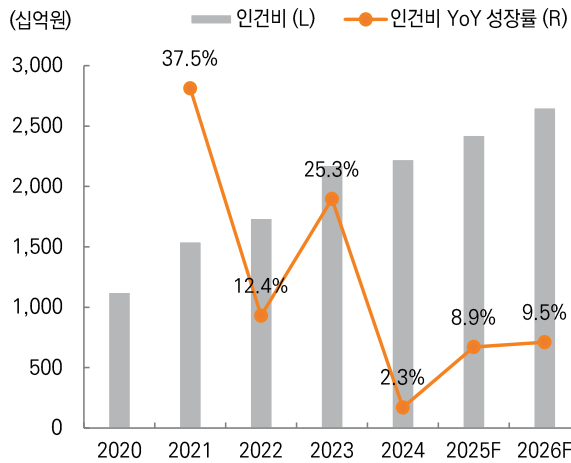
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 105. 카카오 인건비, 매출액 YoY 성장률



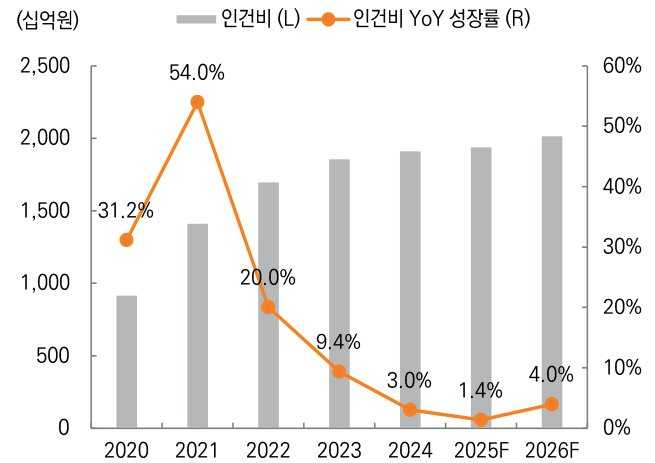
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 106. NAVER 인건비, YoY 성장률 추이



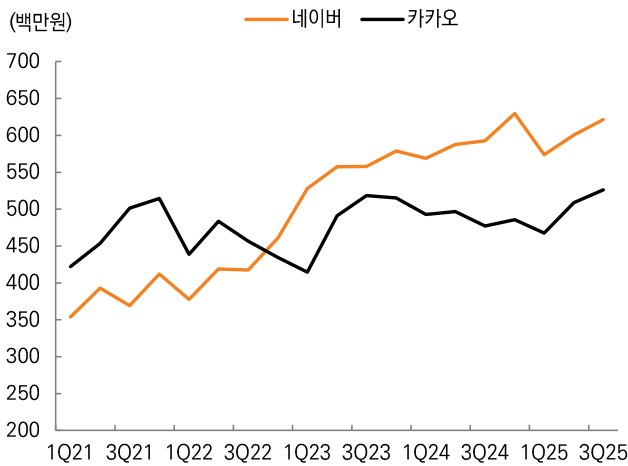
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 107. 카카오 인건비, YoY 성장률 추이



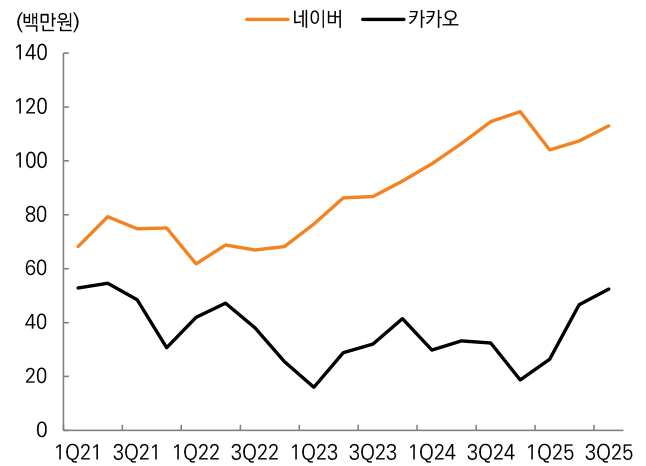
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 108. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



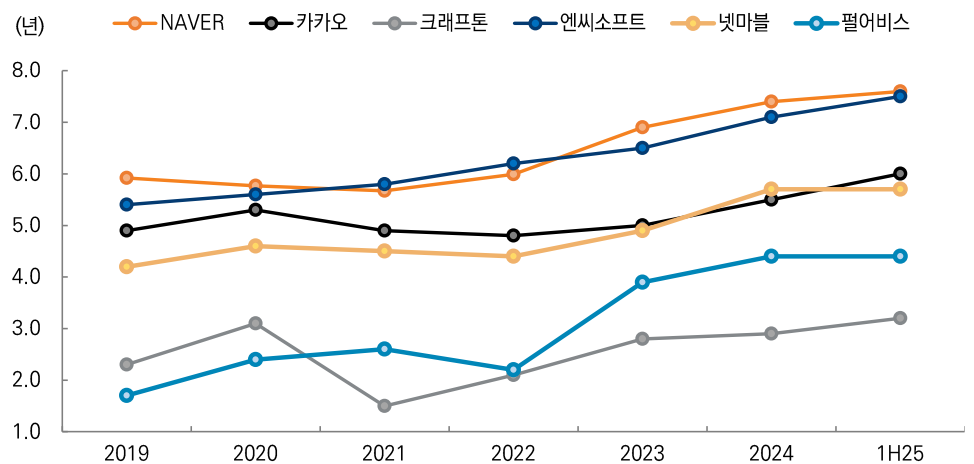
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 109. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 110. 국내 주요 인터넷/게임 업체 평균 근속연수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

네이버쇼핑은 26년 1분기 쇼핑 에이전트를 출시하며 시장 점유율을 늘려나갈 전망이다. 네이버쇼핑의 26년 GMV YoY 성장률은 14%로 국내 전자상거래 시장 성장률 10%를 상회할 전망이다. NAVER의 국내 전자상거래 시장점유율은 26년 19.5%까지 상승할 전망이다.

시장지배력 확대와 함께 Take Rate 증가 추세를 이어나갈 전망이다. 26년 커머스 광고 매출액은 1.7조원 수준으로 YoY 23% 성장할 것이다. 스마트스토어, 브랜드스토어 비중 증가에 따른 중개 및 판매 매출액 고성장세도 지속될 전망이다. 26년 중개 및 판매 매출액은 2.6조원으로 YoY 25% 성장할 전망이다.

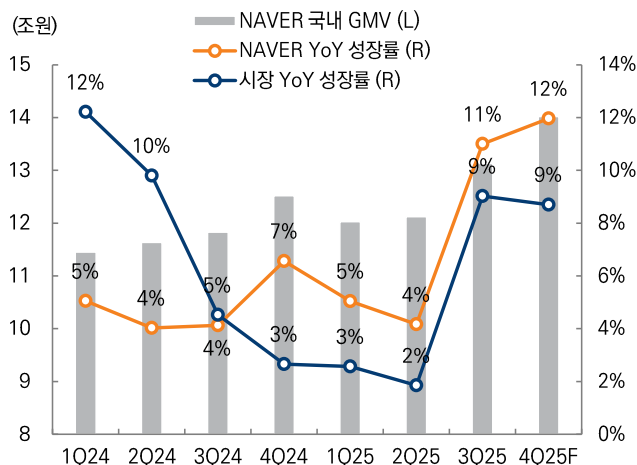
표 13. NAVER 커머스 부문 세부 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2022	2023	2024	2025F	2026F
국내 전자상거래 시장 규모	63,768	64,959	63,546	67,159	65,407	66,162	69,280	73,002	216,175	242,207	259,432	273,851	300,750
YoY 성장률	12.2%	9.8%	4.5%	2.7%	2.6%	1.9%	9.0%	8.7%	12.2%	12.0%	7.1%	5.6%	9.8%
NAVER GMV	12,200	12,400	12,500	13,200	12,800	12,900	13,828	14,725	41,700	47,900	50,300	54,253	61,697
YoY 성장률	5.2%	4.2%	4.2%	6.5%	4.9%	4.0%	10.6%	11.6%	18.1%	14.9%	5.0%	7.9%	13.7%
NAVER 국내 GMV	11,450	11,636	11,830	12,520	12,028	12,121	13,131	14,018	41,700	45,196	47,436	51,297	58,591
YoY 성장률	5.0%	4.0%	4.1%	6.6%	5.0%	4.2%	11.0%	12.0%	18.1%	8.4%	5.0%	8.1%	14.2%
포쉬마크, 소다 등 해외 GMV	750	764	670	680	773	779	697	707	2,626	2,704	2,864	2,956	3,106
YoY 성장률	7.1%	7.0%	4.9%	4.4%	3.0%	2.0%	4.0%	4.0%	26.5%	3.0%	5.9%	3.2%	5.1%
NAVER 국내 전자상거래시장 점유율	18.0%	17.9%	18.6%	18.6%	18.4%	18.3%	19.0%	19.2%	19.3%	18.7%	18.3%	18.7%	19.5%
NAVER 커머스 매출액	703	719	725	775	788	861	985	1,053	1,801	2,547	2,923	3,688	4,573
YoY 성장률	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	35.9%	22.1%	41.4%	14.8%	26.2%	24.0%
커머스 광고 매출	265	280	279	308	308	336	366	392	1,078	1,107	1,132	1,402	1,728
YoY 성장률	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	27.4%	14.3%	2.6%	2.3%	23.9%	23.3%
중개 및 판매 매출	391	391	400	414	424	468	559	597	604	1,269	1,596	2,048	2,553
YoY 성장률	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	39.7%	44.3%	30.5%	110.0%	25.8%	28.4%	24.6%
멤버십 매출	48	47	46	54	55	57	60	64	119	171	195	237	292
YoY 성장률	24.0%	12.6%	5.1%	15.9%	15.4%	20.7%	30.5%	20.4%	72.5%	44.1%	14.1%	21.6%	22.9%
NAVER GMV 대비 매출인식률	5.77%	5.80%	5.80%	5.87%	6.16%	6.68%	7.13%	7.15%	4.32%	5.32%	5.81%	6.80%	7.41%
광고수수료율	2.17%	2.26%	2.23%	2.33%	2.41%	2.60%	2.65%	2.66%	2.59%	2.31%	2.25%	2.58%	2.80%
거래수수료율	3.20%	3.16%	3.20%	3.13%	3.31%	3.63%	4.04%	4.05%	1.45%	2.65%	3.17%	3.78%	4.14%

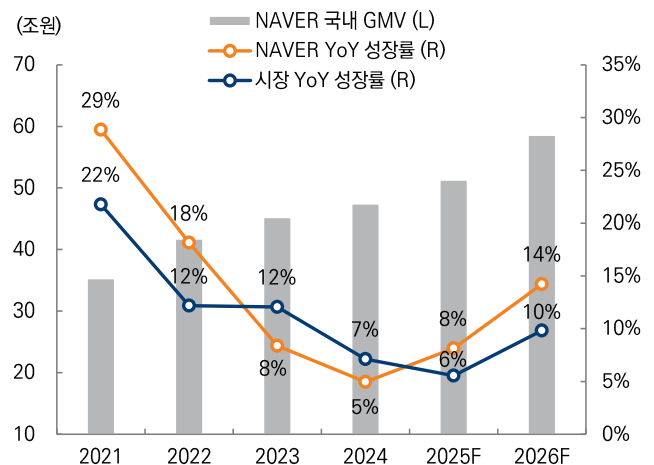
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. NAVER 국내 분기 GMV 추이



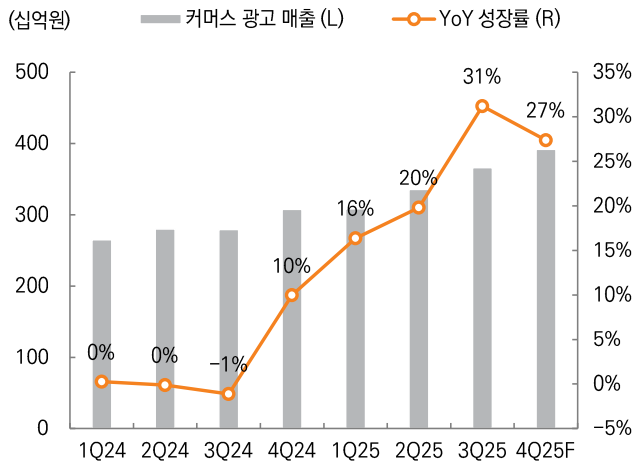
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 112. NAVER 국내 연간 GMV 추이



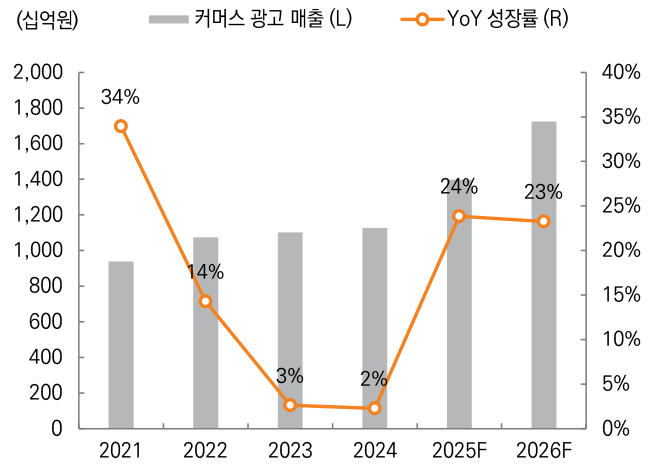
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 113. NAVER 커머스 광고 분기 매출



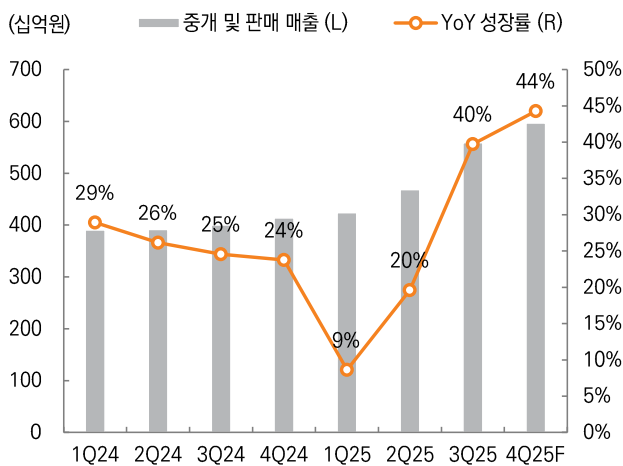
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 114. NAVER 커머스 광고 연간 매출



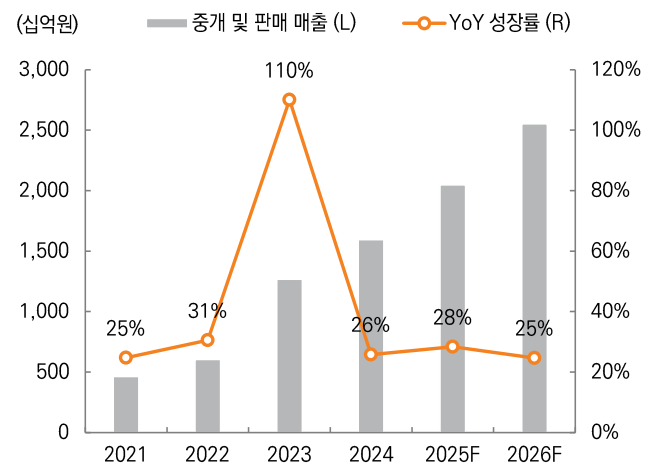
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 115. NAVER 중개 및 판매 분기 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. NAVER 중개 및 판매 연간 매출



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	12,119	13,838	15,773
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,119	13,838	15,773
판매비와관리비	8,758	9,918	11,281	12,721
조정영업이익	1,979	2,201	2,556	3,052
영업이익	1,979	2,201	2,556	3,052
비영업손익	343	588	408	508
금융손익	69	122	165	194
관계기업등 투자손익	145	445	223	293
세전계속사업손익	2,322	2,789	2,964	3,560
계속사업법인세비용	390	632	741	890
계속사업이익	1,932	2,157	2,223	2,670
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	2,157	2,223	2,670
지배주주	1,923	2,136	2,223	2,670
비지배주주	9	21	0	0
총포괄이익	2,631	2,157	2,223	2,670
지배주주	2,561	2,100	2,165	2,599
비지배주주	70	57	59	71
EBITDA	2,653	2,876	3,195	3,697
FCF	2,036	1,627	2,367	2,791
EBITDA 마진율 (%)	24.7	23.7	23.1	23.4
영업이익률 (%)	18.4	18.2	18.5	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	17.6	16.1	16.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	11,314	13,434	13,444
현금 및 현금성자산	4,196	5,360	7,373	7,271
매출채권 및 기타채권	1,565	1,751	1,751	1,751
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	4,181	4,288	4,400
비유동자산	28,793	29,652	29,662	32,212
관계기업투자등	17,406	17,954	17,954	20,466
유형자산	2,910	3,241	3,245	3,273
무형자산	3,657	3,610	3,613	3,621
자산총계	38,168	40,966	43,096	45,655
유동부채	6,092	8,076	8,140	8,205
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	3,160	3,164	3,169
기타유동부채	4,545	3,941	3,981	4,021
비유동부채	5,075	3,900	3,929	3,958
장기금융부채	3,258	2,099	2,099	2,099
기타비유동부채	1,817	1,801	1,830	1,859
부채총계	11,167	11,976	12,069	12,163
지배주주지분	25,460	27,427	29,465	31,931
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,932	29,970	32,435
비지배주주지분	1,541	1,562	1,562	1,562
자본총계	27,001	28,989	31,027	33,493

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,571	2,947	3,401
당기순이익	1,932	2,157	2,223	2,670
비현금수익비용가감	1,003	1,129	1,160	1,285
유형자산감가상각비	609	612	576	582
무형자산상각비	65	62	62	63
기타	329	455	522	640
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	152	-260	85	87
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	10	0	0
재고자산 감소(증가)	-13	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-251	0	0	0
법인세납부	-608	-632	-741	-890
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-1,570	-754	-792
유형자산처분(취득)	-522	-944	-580	-610
무형자산감소(증가)	-24	-15	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-589	-109	-112
기타투자활동	1,430	-22	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	712	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	881	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-186	-204
기타재무활동	-454	-1	1	0
현금의 증가	619	1,165	2,012	-102
기초현금	3,576	4,196	5,360	7,373
기말현금	4,196	5,360	7,373	7,271

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

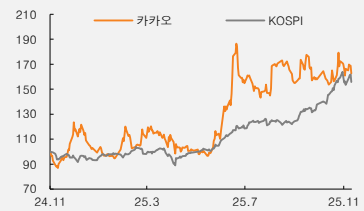
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	18.7	17.9	14.9
P/CF (x)	10.9	12.2	11.8	10.1
P/B (x)	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	11.2	13.0	11.0	9.5
EPS (원)	11,913	13,532	14,175	17,020
CFPS (원)	18,180	20,823	21,567	25,215
BPS (원)	166,221	180,441	193,433	209,152
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	8.6	9.2	7.6
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	11.0	12.9	14.2	14.0
EBITDA증가율 (%)	28.1	8.4	11.1	15.7
조정영업이익증가율 (%)	32.9	11.2	16.1	19.4
EPS증가율 (%)	92.8	13.6	4.8	20.1
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.6	29.5	33.7
재고자산 회전율 (회)	587.5	554.6	627.0	707.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	5.5	5.3	6.0
ROE (%)	7.9	8.1	7.8	8.7
ROIC (%)	39.7	34.5	41.0	49.3
부채비율 (%)	41.4	41.3	38.9	36.3
유동비율 (%)	153.9	140.1	165.0	163.9
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-13.9	-19.8	-18.3
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	20.2	21.5	25.6

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	82,000원
현재주가(25/11/14)	61,400원
상승여력	33.6%

영업이익(25F, 십억원)	709
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	683
EPS 성장률(25F, %)	1,015.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	32.0
P/E(25F, x)	44.2
MKT P/E(25F, x)	14.1
KOSPI	4,011.57
시가총액(십억원)	27,162
발행주식수(백만주)	442
유동주식비율(%)	75.3
외국인 보유비중(%)	29.9
베타(12M) 일간수익률	1.01
52주 최저가(원)	32,800
52주 최고가(원)	70,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	3.0	61.8	87.2
상대주가	-8.5	6.5	12.9



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesasset.com

035720 · 인터넷

카카오

26년에도 이어갈 고성장

전면적인 앱 개편으로 노리는 트래픽 반등

카카오는 전격적인 앱 개편을 통해서 체류시간 반전을 노리고 있다. 카카오톡은 9월 말 친구탭·지금탭 개편, 10월말 챗GPT 포 카카오 개편이 진행되었다. 카카오에 따르면 카카오톡 개편 이후 유저의 일평균 체류시간이 24분에서 26분으로 상승했으며 챗GPT 포 카카오는 출시 10일차에 이용자 수가 200만명을 돌파했다.

장기간 감소세를 보인 카카오톡 체류시간은 신규 AI 서비스들의 출시에 힘입어 26년 YoY 10% 성장할 전망이다. 현재 베타테스트를 진행 중인 카카오의 자체 AI 에이전트 카나나 인 카카오톡은 1분기 중 안드로이드로 테스트를 확대하고 이후 정식 서비스를 출시할 예정이다. 26년에는 카나나 서치도 출시할 계획이다.

타겟팅 고도화에 따른 광고 단가 상승 전망

카카오는 숏폼 도입, GPT 기반 대화형 탐색, 자체 AI 에이전트 출시를 통해 광고 효율을 전방위적으로 높이고 있다. 지난 9월 도입한 숏폼 영역은 유저들의 콘텐츠 선호도 데이터가 누적됨에 따라 타겟팅 효율이 고도화될 전망이다. 현재 6% 수준인 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

26년 출시될 카나나 서치도 이용자의 의도를 더 정확하게 파악해 광고 매칭 정밀도를 높이면서 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 또한 26년 정식 출시될 자체 AI 에이전트 카나나는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키며 광고주 지출 확대를 유도할 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 82,000원 유지

26년 매출액 8조 9,490억원(+11% YoY), 영업이익 9,960억원(+40% YoY)을 기록할 전망이다. 인건비 부담 완화 및 특비즈 광고 성장세 회복에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화됨에 따라 영업이익은 컨센서스를 20% 상회할 것으로 예상된다. 26F P/E 34.6배에서 거래 중으로 성장성을 고려 시 밸류 부담이 높은 구간은 아니다.

모멘텀을 이어나가기 위해서는 트래픽의 지속적인 상승세 관찰이 필요하다. 시장에는 이번 트래픽 상승이 신규 서비스 출시 효과에 따른 단발성 상승이 아닌지에 대한 의구심이 존재한다. 챗GPT 온보딩까지 완료된 시점임을 고려 시 신규 서비스에 대한 기대감보다는 체류시간 등의 트래픽 지표를 기반으로 한 플레이를 할 시기가.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	7,557	7,872	8,037	8,949	9,912
영업이익 (십억원)	461	460	709	996	1,298
영업이익률 (%)	6.1	5.8	8.8	11.1	13.1
순이익 (십억원)	-1,013	55	615	785	1,016
EPS (원)	-2,276	124	1,389	1,775	2,297
ROE (%)	-10.3	0.6	5.9	7.1	8.5
P/E (배)	-	306.9	44.2	34.6	26.7
P/B (배)	2.5	1.7	2.5	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

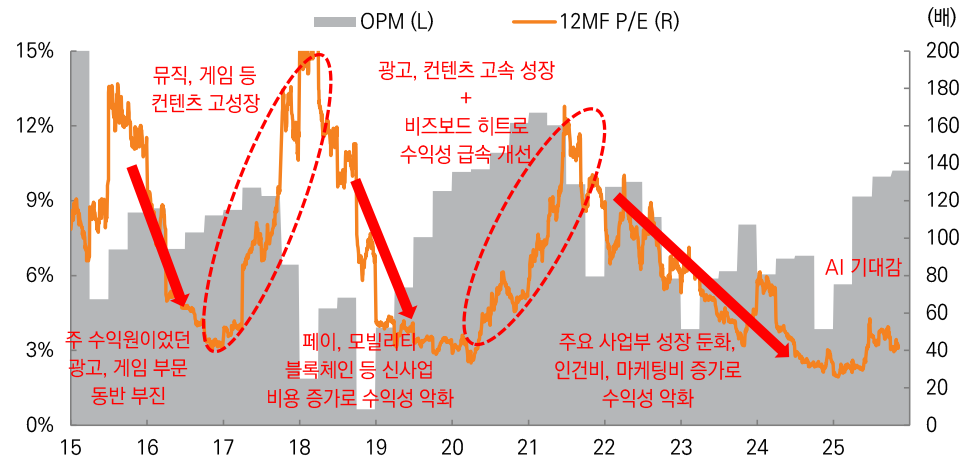
표 14. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,988	2,005	1,921	1,957	1,864	2,028	2,087	2,058	7,872	8,037	8,949	9,912
(% YoY)	22.5%	4.2%	-4.5%	-2.1%	-6.3%	1.2%	8.6%	5.2%	4.2%	2.1%	11.4%	10.8%
플랫폼부문	955	955	943	1,047	993	1,055	1,060	1,146	3,901	4,254	4,841	5,465
1) 특비즈	516	508	501	557	553	542	534	620	2,082	2,250	2,562	2,933
2) 호텔비즈	85	88	76	83	74	78	73	80	332	305	296	290
3) 플랫폼 기타	354	360	366	407	366	435	453	446	1,487	1,699	1,984	2,242
콘텐츠부문	1,033	1,050	978	910	871	973	1,027	912	3,971	3,783	4,108	4,447
1) 뮤직	468	511	471	470	438	518	565	524	1,920	2,045	2,197	2,396
2) 스토리	227	216	219	203	213	219	211	202	864	845	847	857
3) 게임	243	233	234	163	145	143	154	94	873	536	683	775
4) 미디어	95	90	55	74	75	94	96	93	313	358	381	419
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,842	1,879	1,848	7,411	7,327	7,953	8,614
인건비	479	481	459	498	479	489	477	498	1,917	1,943	2,020	2,121
매출연동비	820	797	748	654	701	717	748	672	3,018	2,837	3,090	3,361
외주/인프라비	202	196	194	288	206	233	261	258	880	959	1,138	1,273
마케팅비	89	108	105	103	87	88	102	117	406	394	417	462
상각비	198	207	211	246	206	222	208	205	862	841	893	960
기타	80	82	74	93	80	93	83	97	329	354	394	437
영업이익	120	134	131	75	105	186	208	210	460	709	996	1,298
(% YoY)	92.2%	18.5%	5.0%	-53.1%	-12.4%	38.8%	59.4%	178.4%	-0.1%	54.1%	40.4%	30.3%
영업이익률	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	10.0%	10.2%	5.8%	8.8%	11.1%	13.1%
지배주주순이익	74	101	106	-226	172	161	125	157	55	615	785	1,016
NPM	3.7%	5.1%	5.5%	-11.5%	9.2%	7.9%	6.0%	7.6%	0.7%	7.6%	8.8%	10.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 117. 12MF P/E, OPM 추이



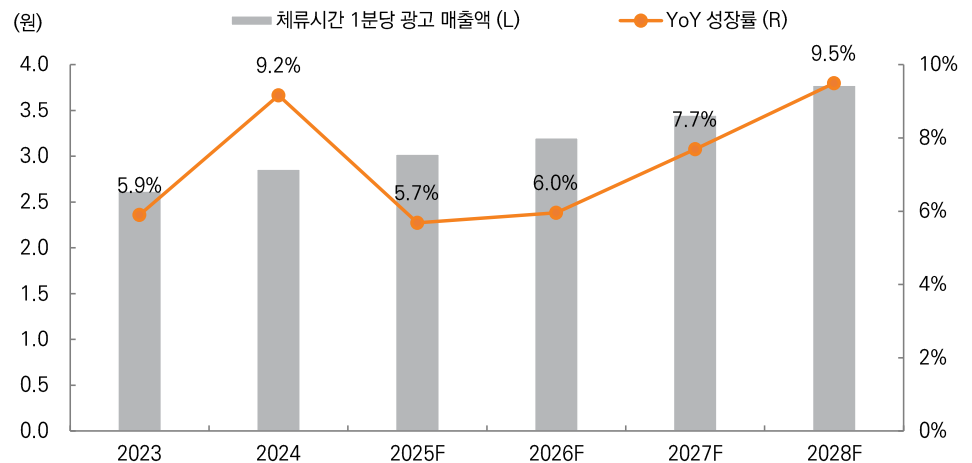
자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오는 자체 AI 에이전트 - 외부 AI 에이전트 - 생성형 AI 검색 - 숏폼 등 여러 AI 구조를 결합해 광고 단가 상승을 꺾하고 있다. 26년까지는 신규 AI 서비스들의 트래픽 확보에 집중할 것으로 예상되며 본격적인 광고 수익화는 27년부터 이루어질 전망이다. 현재 6% 수준인 광고 단가 YoY 성장률은 28년 10% 수준까지 가속화될 것이다.

카카오는 숏폼 도입, GPT 기반 대화형 탐색, 자체 AI 에이전트 등을 통해 광고 효율을 전방위적으로 높이고 있다. 지난 9월 도입한 숏폼 영역은 유저들의 콘텐츠 선호도 데이터가 누적됨에 따라 타겟팅 효율이 고도화될 전망이다.

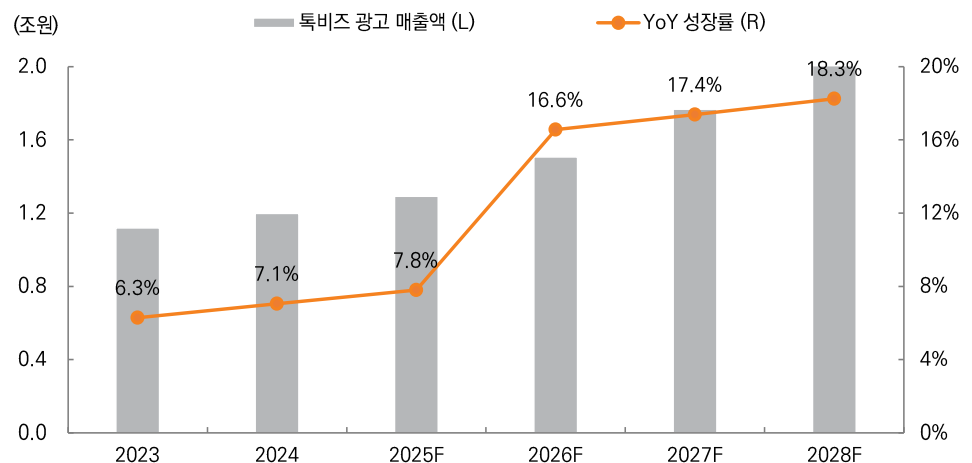
26년 출시될 카나나 서치는 이용자의 의도를 더 정확하게 파악해 광고 매칭 정밀도를 높이면서 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 또한 26년 정식 출시될 자체 AI 에이전트 카나나는 소재·입찰·타겟팅을 자동 최적화해 CPA를 낮추고 ROAS를 개선시키며 광고주 지출 확대를 유도할 전망이다.

그림 118. 카카오 체류시간 1분당 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 카카오 특비즈 광고 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오는 전격적인 앱 개편을 통해서 체류시간 반전을 노리고 있다. 카카오톡은 9월말 친구탭·지금탭 개편, 10월말 챗GPT 포 카카오 개편이 진행되었다. 카카오에 따르면 카카오톡 개편 이후 유저의 일평균 체류시간이 24분에서 26분으로 상승했으며 챗GPT 포 카카오는 출시 10일차에 이용자 수가 200만명을 돌파했다.

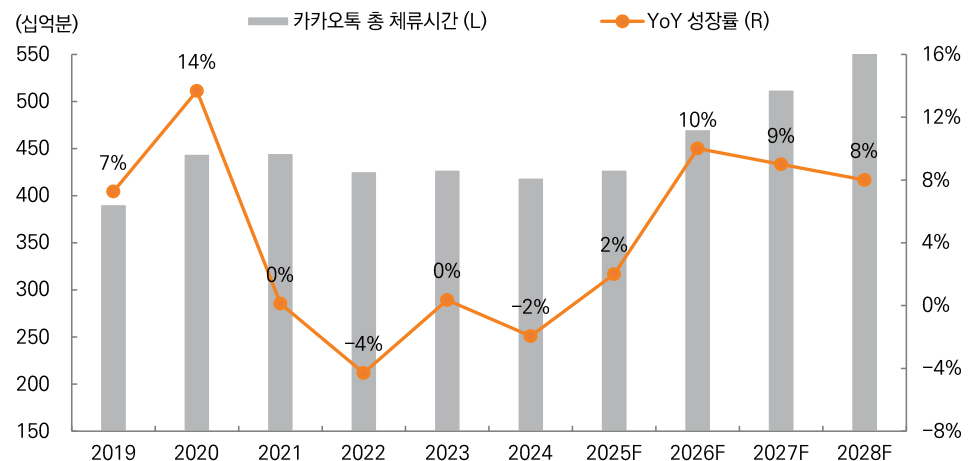
장기간 감소세를 보인 카카오톡 체류시간은 신규 AI 서비스들의 출시에 힘입어 26년 YoY 10% 성장할 전망이다. 현재 베타테스트를 진행 중인 카카오의 자체 AI 에이전트 카나나인 카카오톡은 1분기 중 안드로이드로 테스트를 확대하고 이후 정식 서비스를 출시할 예정이다. 26년에는 카나나 서치도 출시할 계획이다.

표 15. 카카오톡 주요 연간 지표 추정

	19	20	21	22	23	24	25F	26F	27F	28F
카카오톡 총 체류시간 (십억분)	391	444	445	426	427	419	428	470	513	554
YoY 성장률	7%	14%	0%	-4%	0%	-2%	2%	10%	9%	8%
개인간 채팅 추정 체류시간 (십억분)	313	355	356	341	342	335	329	325	322	319
개인간 채팅 외 체류시간 (십억분)	78	89	89	85	85	84	83	83	84	84
AI 개편을 통한 신규 체류시간 (십억분)	-	-	-	-	-	-	-	62	107	151
특비즈 광고 매출액	295	605	886	1,054	1,120	1,199	1,292	1,506	1,768	2,091
YoY 성장률	-	105%	47%	19%	6%	7%	8%	17%	17%	18%
체류시간 1분당 광고 매출액	0.8	1.4	2.0	2.5	2.6	2.9	3.0	3.2	3.4	3.8
YoY 성장률	-	80%	46%	24%	6%	9%	6%	6%	8%	9%
카카오톡 실행당 평균 체류시간	1.53	1.55	1.31	1.22	1.17	1.10	1.12	1.24	1.35	1.45
YoY 성장률	7%	1%	-15%	-7%	-4%	-6%	2%	10%	9%	8%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 120. 카카오톡 연간 총 체류시간 전망

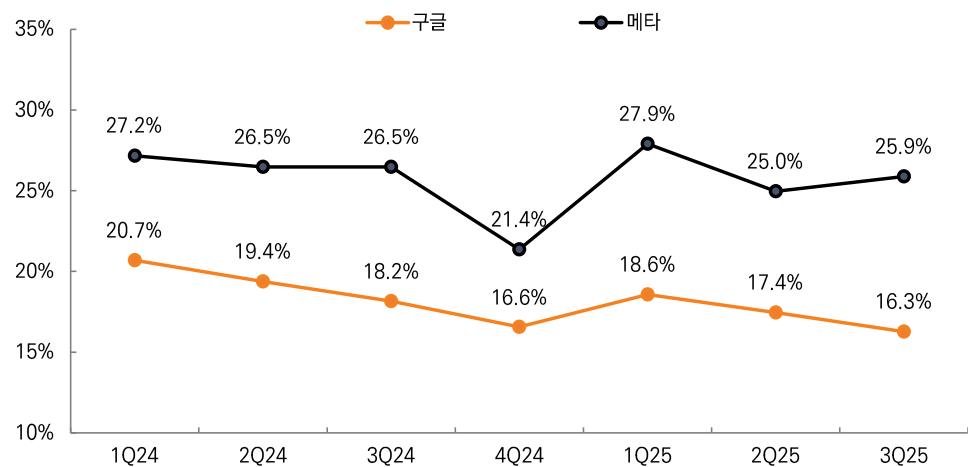


자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

AI 도입을 통한 1인당 생산성의 급격한 상승은 인건비 부담을 완화시키고 있다. 과거에는 매출 성장과 함께 인력과 보상이 함께 증가했지만 이제는 AI가 인력 확충의 역할을 대신하며 1인당 생산성 향상이 수익성 개선의 핵심 축으로 자리 잡고 있다. 20~22년 동안 빅테크 기업들은 엔지니어 확보 경쟁이 심화되며 평균 연봉(급여+SBC)이 매년 8~10%씩 상승했지만, 23년 이후 AI 효율화와 구조조정이 본격화되면서 인건비 상승세는 빠르게 둔화됐다.

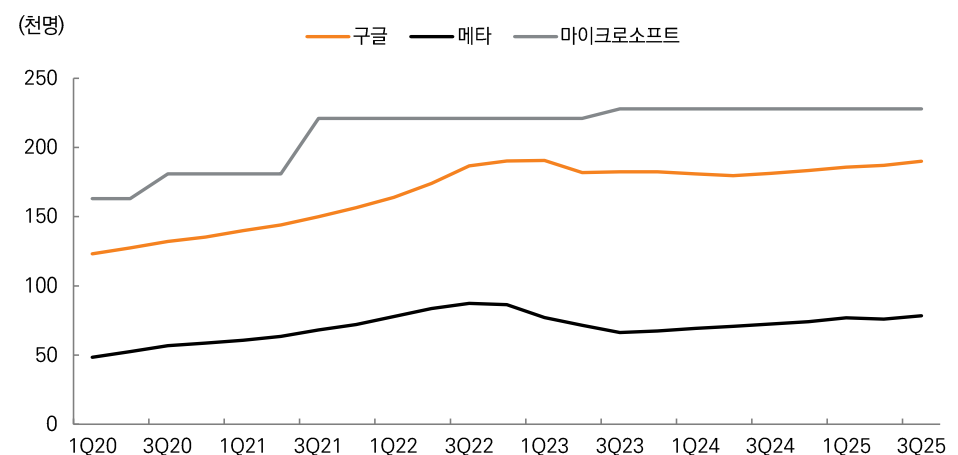
23년 대규모 감원 이후 구글, 메타, 마이크로소프트 모두 채용을 최소화하며 효율 중심 구조로 전환했다. AI 기반 개발 자동화 툴의 확산으로 동일 인력으로 더 많은 업무를 처리할 수 있게 되었고 신규 인력 확보 필요성이 낮아지면서 개발자 보상 압력도 완화됐다. 구글의 경우 인건비의 매출액 대비 비중이 24년 초 21% 수준에서 현재 16% 수준까지 감소했다.

그림 121. 구글, 메타 매출액 대비 인건비 비중 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터 추정

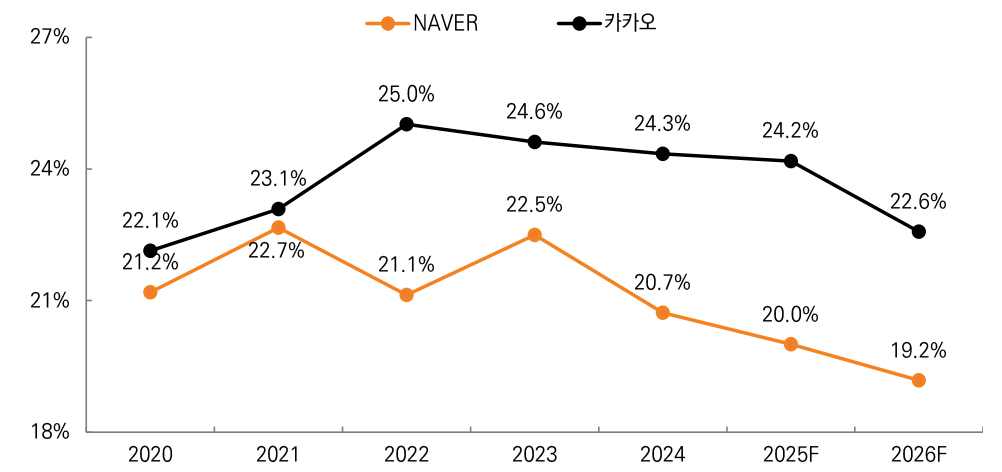
그림 122. 구글, 메타, 마이크로소프트 직원 수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

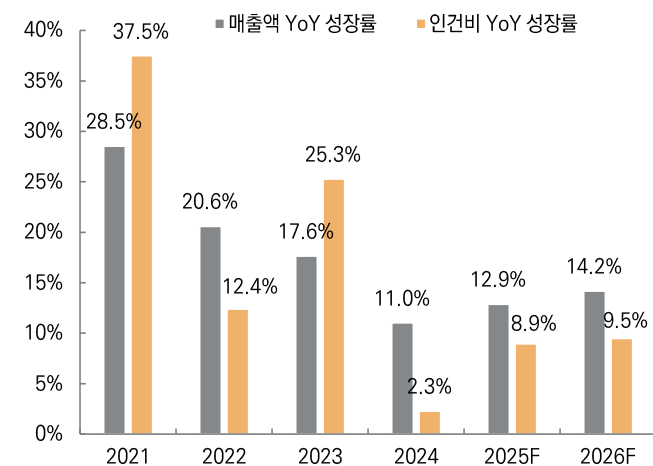
카카오와 NAVER 역시 글로벌 빅테크처럼 총인건비는 정체되고 생산성은 상승하는 구조로 변화하고 있다. 과거 인력 확충 중심의 성장 전략에서 벗어나 AI를 활용한 효율 중심의 경영 체제로 전환하는 흐름이 본격화되고 있다. 카카오와 NAVER는 21~22년 동안 인력 확충과 급여 인상에 따른 인건비 부담이 급격히 증가했지만, 23년 이후부터는 효율화 기조가 강화되며 인건비 성장률이 매출 성장률을 하회하기 시작했다. 카카오는 22년 이후 인건비 비중이 하락세로 전환되었다. 매출 대비 인건비 비중은 26년 22.6%까지 하락할 전망이다. 인건비 YoY 증가세 역시도 5% 미만으로 하락했다.

그림 123. NAVER, 카카오 매출액 대비 인건비 비중



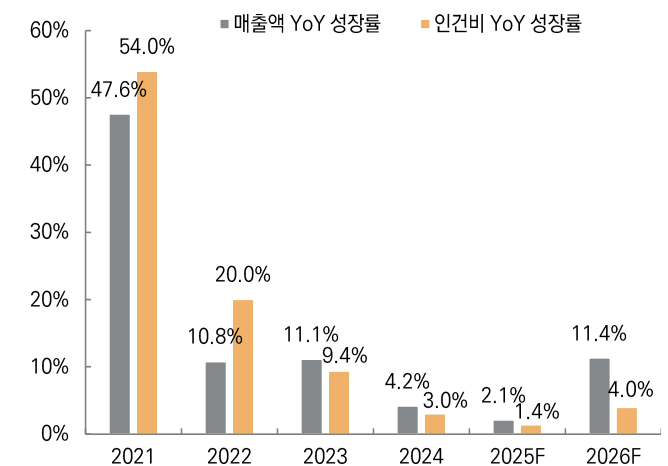
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 124. NAVER 인건비, 매출액 YoY 성장률



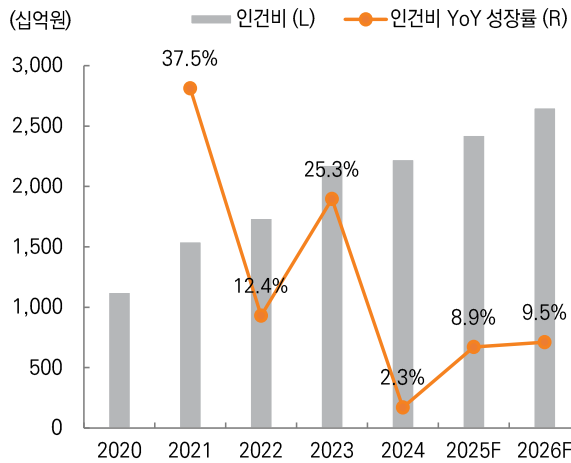
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 125. 카카오 인건비, 매출액 YoY 성장률



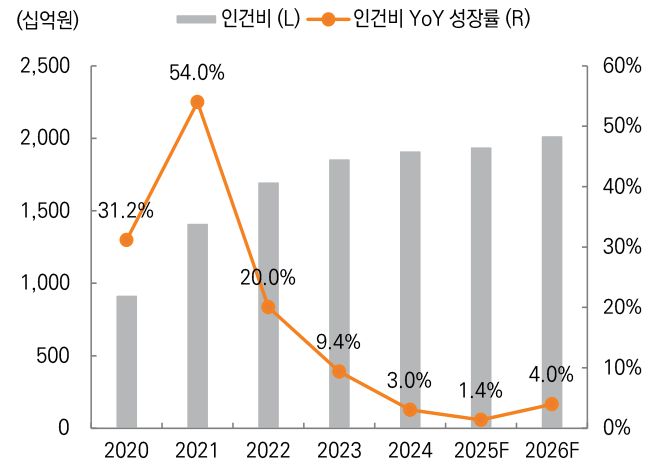
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 126. NAVER 인건비, YoY 성장률 추이



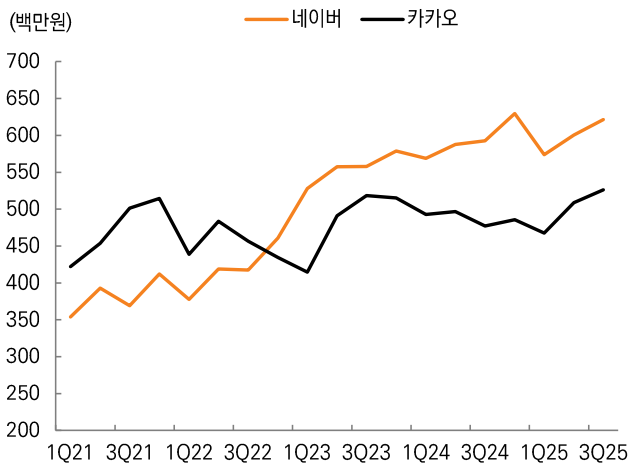
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 127. 카카오 인건비, YoY 성장률 추이



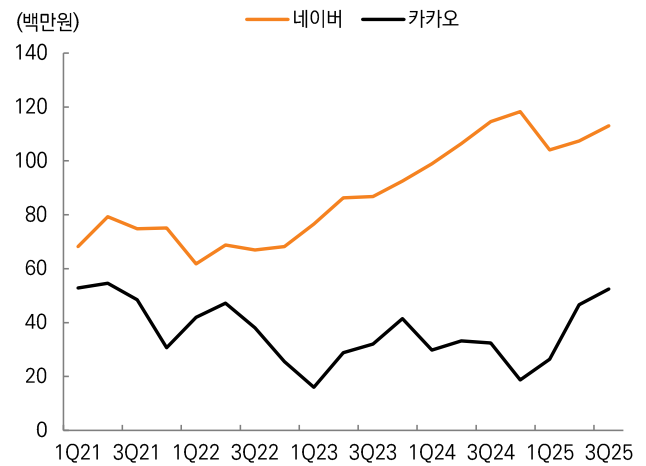
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. NAVER, 카카오 1인당 분기 매출액



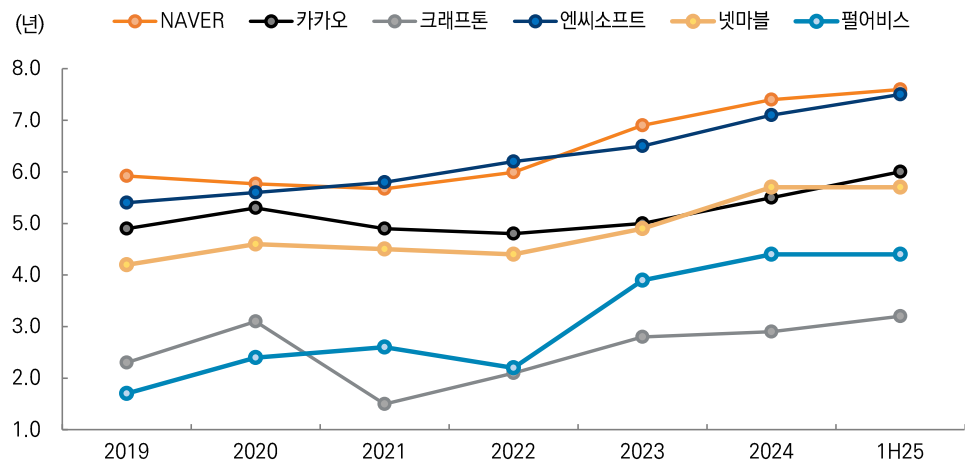
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 129. NAVER, 카카오 1인당 분기 영업이익



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 130. 국내 주요 인터넷/게임 업체 평균 근속연수 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,872	8,037	8,949	9,912
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,872	8,037	8,949	9,912
판매비와관리비	7,411	7,327	7,953	8,614
조정영업이익	460	709	996	1,298
영업이익	460	709	996	1,298
비영업손익	-463	153	51	56
금융손익	3	29	58	87
관계기업등 투자손익	54	78	-53	-77
세전계속사업손익	-3	862	1,047	1,354
계속사업법인세비용	159	132	262	339
계속사업이익	-162	730	785	1,016
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-162	730	785	1,016
지배주주	55	615	785	1,016
비지배주주	-217	115	0	0
총포괄이익	197	730	785	1,016
지배주주	387	1,433	1,542	1,994
비지배주주	-190	-703	-756	-978
EBITDA	1,296	1,578	1,698	1,891
FCF	871	1,325	1,318	1,417
EBITDA 마진율 (%)	16.5	19.6	19.0	19.1
영업이익률 (%)	5.8	8.8	11.1	13.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.7	7.7	8.8	10.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	10,959	12,499	13,764	15,113
현금 및 현금성자산	6,145	6,935	8,082	9,307
매출채권 및 기타채권	1,216	1,176	1,263	1,355
재고자산	65	68	72	75
기타유동자산	3,533	4,320	4,347	4,376
비유동자산	14,814	14,568	14,184	13,950
관계기업투자등	2,921	2,395	2,419	2,443
유형자산	1,286	1,384	1,114	948
무형자산	5,137	5,482	5,335	5,233
자산총계	25,773	27,067	27,948	29,062
유동부채	8,633	8,747	8,861	8,976
매입채무 및 기타채무	1,888	2,059	2,121	2,184
단기금융부채	2,338	2,106	2,111	2,116
기타유동부채	4,407	4,582	4,629	4,676
비유동부채	3,197	3,677	3,689	3,702
장기금융부채	2,047	2,426	2,426	2,426
기타비유동부채	1,150	1,251	1,263	1,276
부채총계	11,830	12,424	12,550	12,678
지배주주지분	10,141	10,726	11,481	12,467
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	1,943	2,528	3,284	4,270
비지배주주지분	3,802	3,917	3,917	3,917
자본총계	13,943	14,643	15,398	16,384

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,250	2,017	1,508	1,627
당기순이익	-162	730	785	1,016
비현금수익비용가감	1,462	902	835	774
유형자산감가상각비	576	594	459	376
무형자산상각비	260	275	242	216
기타	626	33	134	182
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-4	418	21	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-16	-17	-17
재고자산 감소(증가)	0	-3	-3	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	5	7	7
법인세납부	-278	-132	-262	-339
투자활동으로 인한 현금흐름	10	-1,564	-312	-353
유형자산처분(취득)	-348	-692	-190	-210
무형자산감소(증가)	-87	-620	-95	-115
장단기금융자산의 감소(증가)	206	-252	-27	-28
기타투자활동	239	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-521	116	-25	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	-122	146	5	5
자본의 증가(감소)	71	0	0	0
배당금의 지급	-43	-30	-30	-30
기타재무활동	-427	0	0	0
현금의 증가	756	790	1,147	1,225
기초현금	5,389	6,145	6,935	8,082
기말현금	6,145	6,935	8,082	9,307

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

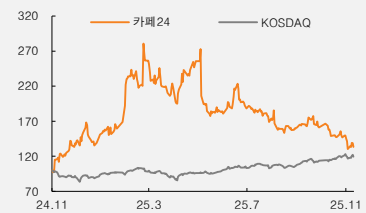
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	306.9	44.2	34.6	26.7
P/CF (x)	13.0	16.7	16.8	15.2
P/B (x)	1.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	13.4	16.0	14.2	12.1
EPS (원)	124	1,389	1,775	2,297
CFPS (원)	2,928	3,687	3,664	4,046
BPS (원)	22,860	24,255	25,962	28,191
DPS (원)	68	68	68	68
배당성향 (%)	-18.4	4.1	3.8	2.9
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	4.2	2.1	11.4	10.8
EBITDA증가율 (%)	6.1	21.8	7.6	11.4
조정영업이익증가율 (%)	-0.1	54.1	40.4	30.3
EPS증가율 (%)	흑전	1,015.6	27.8	29.4
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.7	15.9	17.1
재고자산 회전율 (회)	77.3	120.8	128.1	135.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-0.6	2.8	2.9	3.6
ROE (%)	0.6	5.9	7.1	8.5
ROIC (%)	539.8	13.8	17.8	25.2
부채비율 (%)	84.8	84.8	81.5	77.4
유동비율 (%)	126.9	142.9	155.3	168.4
순차입금/자기자본 (%)	-24.5	-39.8	-45.4	-50.2
조정영업이익/금융비용 (x)	2.3	3.5	4.8	6.2

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 50,000원
현재주가(25/11/14)	32,500원
상승여력	53.8%

영업이익(25F,십억원)	41
Consensus 영업이익(25F,십억원)	45
EPS 성장률(25F,%)	48.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	32.0
P/E(25F,x)	20.6
MKT P/E(25F,x)	14.1
KOSDAQ	897.90
시가총액(십억원)	788
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	19.8
베타(12M) 일간수익률	0.95
52주 최저가(원)	29,100
52주 최고가(원)	68,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.7	-31.1	7.8
상대주가	-20.4	-43.3	-18.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

카페24

핵심 사업부는 견조한 성장 중

3Q25 Review: 컨센서스 부합

매출액 768억원(+2% YoY), 영업이익 100억원(+28% YoY)으로 컨센서스(매출액 791억원, 영업이익 98억원)에 부합했다. 비즈니스솔루션이 부진했던 EC 플랫폼 매출액은 681억원(+2% YoY)으로 예상치를 4% 하회했다. 비즈니스솔루션 매출액(17억원)은 대행서비스 매출 축소 영향으로 YoY 49% 하락했다.

마케팅솔루션 매출액(99억원)은 우수 고객 로열티 프로그램 관련 재무제표 표시 방법 변경 영향으로 YoY 8.5% 감소했다. 결제솔루션 매출액은 311억원(+20% YoY)으로 예상치를 4% 상회했다. 변경 전 기준으로 환산할 경우 3분기 매출액은 YoY 5% 증가했다. 영업비용은 667억원(-1% YoY)으로 예상치에 부합했다.

전자상거래 시장 회복과 함께 GMV 성장세 반등

카페24의 3분기 GMV는 3.4조원(+12.8% YoY)으로 YoY 성장세 반전(2Q: 6.5%)에 성공했다. 이는 3분기 국내 전자상거래 시장 GMV YoY 성장률 9.0%를 3.8% 상회한 성과다. 국내 전자상거래 시장이 티메프 사태의 여파에서 완전히 벗어나기 시작함에 따라 동사도 10% 이상의 성장세를 지속할 수 있을 전망이다.

26년 국내 전자상거래 시장은 301조원으로 YoY 9.8% 성장할 것이며 동사 GMV는 16조원으로 YoY 16.5% 성장할 전망이다. 쇼핑 에이전트의 상용화는 브랜드들의 신규 고객 모객의 어려움을 해소시켜주면서 D2C 수요 급증으로 이어질 것이다. 이는 D2C 모델을 구현시키는 동사 서비스에 대한 수요 증대로 이어질 전망이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

비즈니스솔루션, 마케팅솔루션 성장률 감소를 반영한 26F 실적 조정으로 목표주가를 기존 67,000원에서 50,000원(26F 타겟 P/E 26배 유지)으로 하향한다. 26F P/E 16배에서 거래 중이다. 이번 실적에서 나타난 비핵심 사업부의 부진은 아쉬운 부분이나 핵심 부문인 결제솔루션 부문의 호조가 이어지고 있는 점은 긍정적이다.

다만 모멘텀이 다시 발생하기 위해서는 GMV 성장률이 시장 성장률과의 격차를 확대해 나가는 모습을 보여줄 필요가 있다. 시장 성장률과의 격차가 관찰되기 시작할 경우 유통브쇼핑의 유의미한 성장을 점쳐볼 수 있을 것이다. 그리고 유통브쇼핑의 본격적인 성장은 유통브쇼핑 내 인앱결제 기능의 추가부터 시작될 가능성이 높다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	271	302	315	343	395
영업이익 (십억원)	2	32	41	56	93
영업이익률 (%)	0.7	10.6	13.0	16.3	23.5
순이익 (십억원)	10	26	38	47	76
EPS (원)	429	1,066	1,579	1,923	3,137
ROE (%)	6.1	13.4	15.9	16.1	21.7
P/E (배)	65.3	31.8	20.6	16.9	10.4
P/B (배)	3.7	3.8	2.9	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2025F	2026F	2027F	2028F
매출액	65.4	74.5	75.5	87.1	71.2	79.4	76.8	87.2	314.7	343.1	394.9	467.5
(% YoY)	2.7%	4.9%	19.3%	19.2%	8.9%	6.7%	1.7%	0.1%	4.0%	9.0%	15.1%	18.4%
EC플랫폼	57.1	66.4	66.8	78.5	62.8	70.9	68.1	78.5	280.4	307.9	358.7	430.3
결제솔루션	23.1	26.5	25.8	29.6	27.0	29.6	31.1	35.1	122.8	150.6	195.0	259.9
EC솔루션	6.9	7.6	7.7	9.3	7.9	9.0	8.7	9.9	35.5	38.4	40.3	42.3
비즈니스솔루션	3.3	3.3	3.3	3.4	2.4	2.8	1.7	1.8	8.7	7.3	7.4	7.4
공급망서비스	15.7	18.8	19.2	23.7	14.3	18.4	16.7	20.1	69.5	66.0	66.7	67.4
마케팅솔루션	8.1	10.1	10.8	12.6	11.2	11.1	9.9	11.7	43.8	45.6	49.3	53.2
인프라	8.4	8.1	8.7	8.6	8.5	8.5	8.6	8.7	34.3	35.1	36.2	37.3
영업비용	62.2	66.6	67.6	74.1	65.3	68.2	66.7	73.1	273.3	286.8	301.7	338.0
인건비	24.1	24.0	23.7	24.9	25.2	24.9	24.8	25.7	100.6	104.8	109.0	113.4
지급수수료	14.3	16.2	17.9	18.3	14.7	15.8	16.8	17.3	64.5	75.5	85.7	117.0
감가상각비	7.1	6.9	6.8	6.7	6.8	6.3	6.2	6.1	25.5	24.3	24.4	24.5
통신비	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.8	4.8	4.8	19.2	20.0	20.4	20.8
기타	12.1	14.9	14.6	19.4	13.8	16.4	14.1	19.2	63.5	62.2	62.3	62.3
영업이익	3.3	7.8	7.8	13.0	6.0	11.2	10.0	14.1	41.3	56.3	93.1	129.5
(% YoY)	흑전	181.6%	흑전	132.8%	82.1%	43.6%	28.0%	8.5%	29.4%	36.2%	65.4%	39.1%
영업이익률	5.0%	10.5%	10.4%	14.9%	8.4%	14.1%	13.1%	16.2%	13.1%	16.4%	23.6%	27.7%
지배주주순이익	1.4	7.2	5.9	11.3	5.3	13.1	7.5	12.4	38.3	46.6	76.1	105.2
순이익률	2.1%	9.7%	7.8%	12.9%	7.4%	16.5%	9.8%	14.2%	12.2%	13.6%	19.3%	22.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	320.4	360.7	314.7	343.1	-2%	-5%	320.4	360.7	-2%	-5%	비즈니스솔루션, 마케팅솔루션 하향
영업이익	45.1	72.4	41.3	56.3	-8%	-22%	45.1	72.4	-8%	-22%	
지배주주순이익	42.9	62.5	38.3	46.6	-11%	-25%	42.9	62.5	-11%	-25%	
영업이익률	14.1%	20.1%	13.1%	16.4%	-	-	14.1%	20.1%	-	-	
순이익률	13.4%	17.3%	12.2%	13.6%	-	-	13.4%	-	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	76.8	79.4	-3%	79.1	-3%
영업이익	10.0	11.1	-9%	9.8	2%
지배주주순이익	7.5	9.9	-24%	9.9	-24%

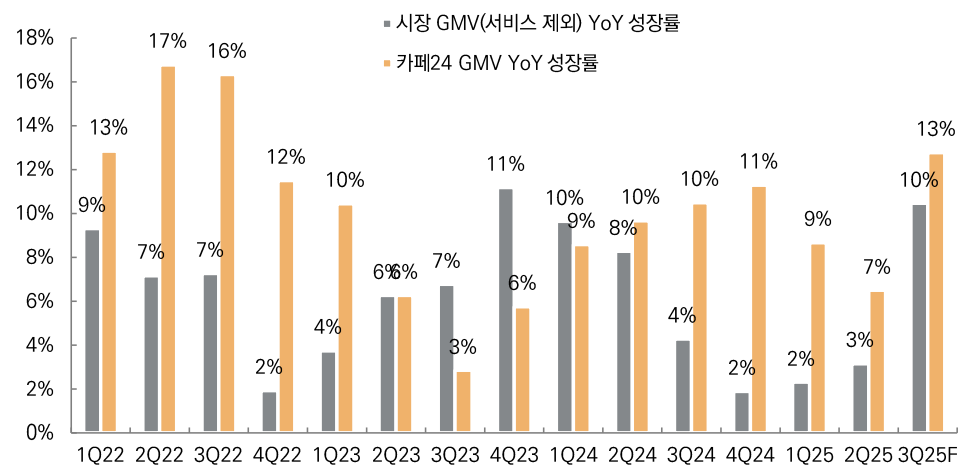
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	47	
Target P/E (배)	26	2024년 P/E 평균 점진적인 수익성 개선 속 유통브쇼핑 기대감 반영 시기
목표 시가총액 (십억원)	1,213	
주식 수 (천주)	24,253	
목표주가 (원)	50,000	
현재주가 (원)	32,500	
상승여력	53.8%	

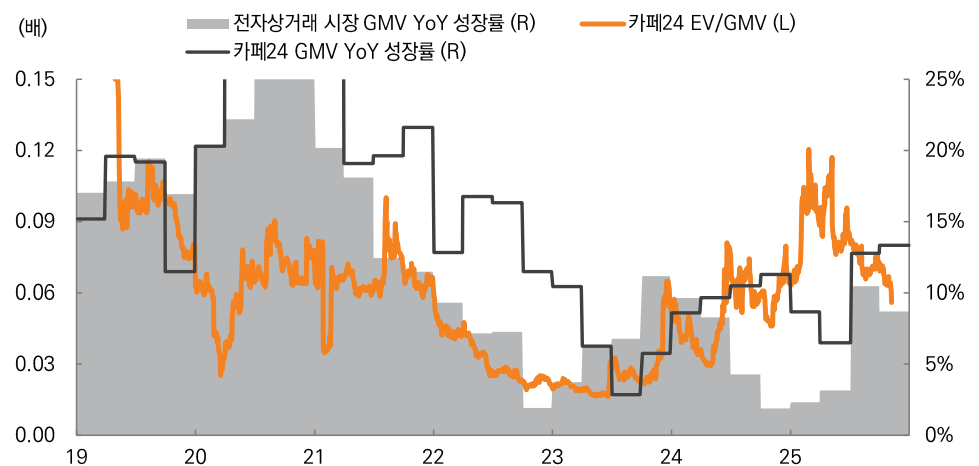
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 국내 전자상거래 시장, 카페24 GMV 성장률 비교



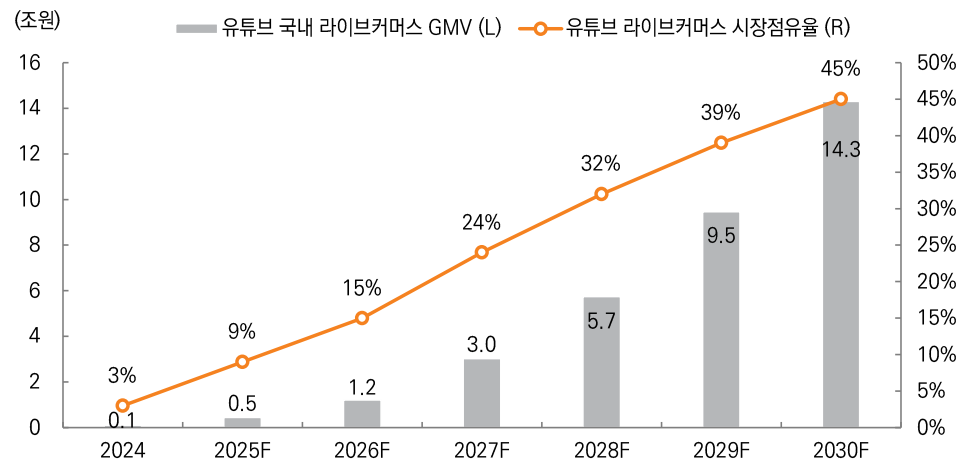
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 132. 카페24 EV/GMV, GMV YoY 성장률 추이



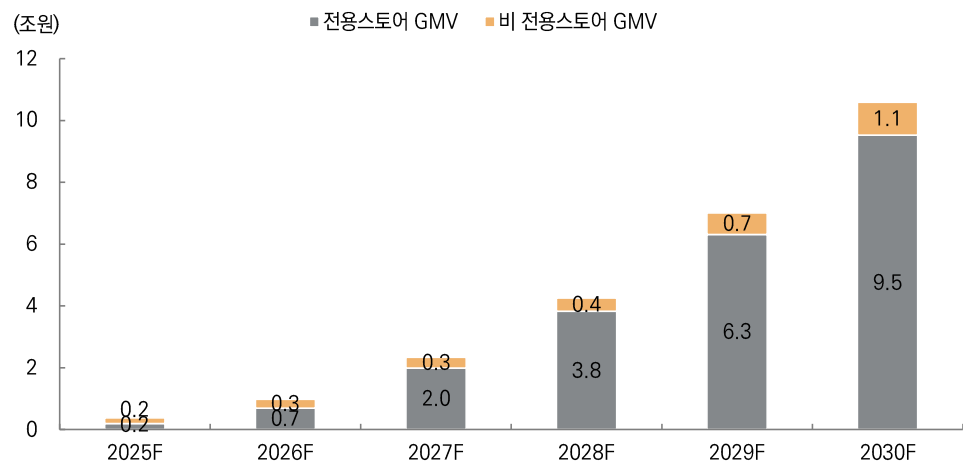
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 133. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 134. 카페24 유튜브쇼핑 GMV 전망



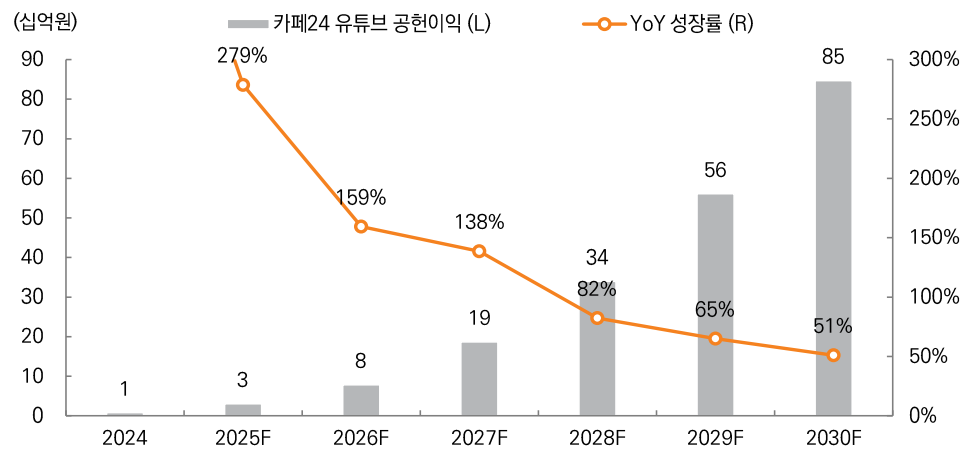
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 유튜브쇼핑 GMV, 카페24 주요 지표 전망

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
전자상거래 시장 GMV (조원)	242	259	274	301	332	366	405	448
YoY 성장률	12.0%	7.1%	5.6%	9.8%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	3.6	5.0	8.1	12.6	17.9	24.3	31.8
라이브커머스 침투율	1.2%	1.4%	1.8%	2.7%	3.8%	4.9%	6.0%	7.1%
YoY 성장률	45%	22%	38%	61%	55%	42%	35%	31%
유튜브쇼핑 국내 GMV (조원)	0.0	0.1	0.5	1.2	3.0	5.7	9.5	14.3
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	9%	15%	24%	32%	39%	45%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.9%	1.6%	2.3%	3.2%
유튜브 GMV YoY 성장률	-	-	314%	169%	148%	90%	65%	51%
카페24 유튜브쇼핑 GMV (조원)	0.0	0.1	0.4	1.0	2.3	4.3	7.0	10.6
유튜브 쇼핑 내 카페24 점유율	95%	91%	83%	80%	77%	74%	74%	74%
카페24 GMV 내 유튜브쇼핑 비중	0%	1%	3%	6%	12%	18%	24%	30%
전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.0	0.2	0.7	2.0	3.8	6.3	9.5
비 전용스토어 GMV (조원)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	1.1
카페24 유튜브쇼핑 매출액 (십억원)	0	1	5	16	42	80	132	199
YoY 성장률	-	-	-	204%	165%	88%	65%	51%
공헌이익 (십억원)	0	1	3	8	19	34	56	85
YoY 성장률	-	-	-	159%	138%	82%	65%	51%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 135. 카페24 유튜브쇼핑 공헌이익 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	302	315	343	395
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	302	315	343	395
판매비와관리비	271	273	287	302
조정영업이익	32	41	56	93
영업이익	32	41	56	93
비영업손익	2	6	2	2
금융손익	3	6	8	11
관계기업등 투자손익	0	-1	-6	-9
세전계속사업손익	34	47	58	95
계속사업법인세비용	8	8	12	19
계속사업이익	26	39	47	76
중단사업이익	-3	-1	0	0
당기순이익	23	38	47	76
지배주주	26	38	47	76
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	18	38	47	76
지배주주	20	43	53	86
비지배주주	-2	-5	-6	-10
EBITDA	62	64	75	107
FCF	66	62	54	79
EBITDA 마진율 (%)	20.5	20.3	21.9	27.1
영업이익률 (%)	10.6	13.0	16.3	23.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.6	12.1	13.7	19.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	189	248	307	392
현금 및 현금성자산	30	54	107	185
매출채권 및 기타채권	56	56	61	67
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	103	138	139	140
비유동자산	153	162	151	144
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	44	38	28	21
무형자산	5	4	3	2
자산총계	342	410	458	536
유동부채	111	129	130	131
매입채무 및 기타채무	47	51	52	52
단기금융부채	12	12	12	12
기타유동부채	52	66	66	67
비유동부채	16	15	15	15
장기금융부채	9	9	9	9
기타비유동부채	7	6	6	6
부채총계	127	144	146	147
지배주주지분	216	266	313	389
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	259	185	185	185
이익잉여금	5	112	159	235
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	216	266	313	389

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	71	77	62	85
당기순이익	23	38	47	76
비현금수익비용가감	35	24	22	22
유형자산감가상각비	26	21	18	13
무형자산상각비	4	1	1	1
기타	5	2	3	8
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	11	17	-3	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-3	-3	-4
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	0	0	0
법인세납부	-1	-7	-12	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-61	-49	-9	-7
유형자산처분(취득)	-5	-15	-8	-6
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-57	-34	-1	-1
기타투자활동	2	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-75	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-39	0	0	0
자본의 증가(감소)	26	-75	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	4	0	0	0
현금의 증가	-1	24	53	78
기초현금	31	30	54	107
기말현금	30	54	107	185

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

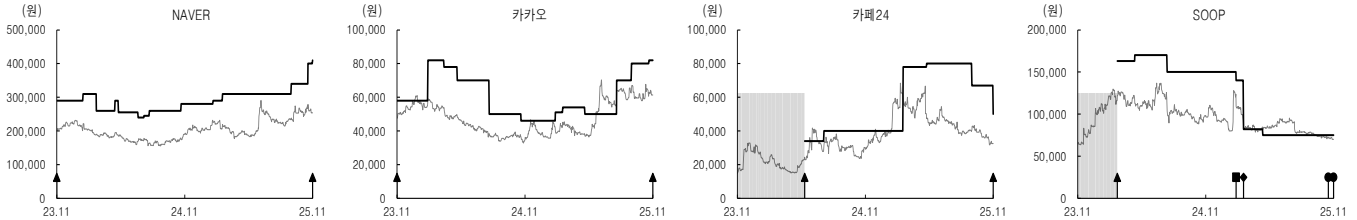
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	31.8	20.6	16.9	10.4
P/CF (x)	13.9	12.7	11.5	8.1
P/B (x)	3.8	2.9	2.5	2.0
EV/EBITDA (x)	11.6	9.8	7.6	4.6
EPS (원)	1,066	1,579	1,923	3,137
CFPS (원)	2,434	2,564	2,829	4,036
BPS (원)	9,011	11,090	13,013	16,150
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 (%)	11.6	4.0	9.0	15.1
EBITDA증가율 (%)	69.3	3.1	17.6	42.8
조정영업이익증가율 (%)	1,978.1	29.4	36.2	65.4
EPS증가율 (%)	148.7	48.1	21.8	63.1
매출채권 회전율 (회)	9.1	8.1	8.1	8.7
재고자산 회전율 (회)	535.8	862.2	930.7	1,060.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	7.1	10.2	10.7	15.3
ROE (%)	13.4	15.9	16.1	21.7
ROIC (%)	50.4	273.3	-1,413.1	-909.0
부채비율 (%)	58.8	54.2	46.6	37.8
유동비율 (%)	170.2	192.5	235.6	298.5
순차입금/자기자본 (%)	-49.6	-62.2	-70.1	-76.7
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	54.3	73.6	121.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20
2025.11.18	매수	410,000	-	-	2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71
2025.11.05	매수	400,000	-34.66	-33.63	2024.04.01	매수	78,000	-37.66	-34.36
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26	2024.02.15	매수	82,000	-33.15	-28.41
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29	2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17	2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	카페24 (042000)				
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57	2025.11.18	매수	50,000	-	-
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04	2025.09.18	매수	67,000	-43.98	-35.45
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08	2025.05.12	매수	80,000	-45.10	-31.88
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83	2025.03.06	매수	78,000	-28.76	-14.62
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27	2024.07.23	매수	40,000	-9.74	71.25
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90	2024.05.29	매수	34,000	-3.78	22.79
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	SOOP (067160)				
카카오 (035720)					2025.11.03	중립	75,000	-	-
2025.11.07	매수	82,000	-	-	2025.04.30	매도	75,000	9.97	27.20
2025.09.18	매수	80,000	-22.83	-15.38	2025.03.06	매도	82,000	1.15	6.10
2025.08.07	매수	70,000	-10.59	-6.43	2025.02.13	Trading Buy	140,000	-25.34	-22.14
2025.05.08	매수	50,000	4.30	40.80	2024.07.31		매수	150,000	-34.28
2025.03.06	매수	54,000	-24.46	-15.93	2024.04.30	매수	170,000	-30.91	-19.41
2025.02.13	매수	51,000	-20.11	-12.84	2024.03.11	매수	163,000	-27.05	-21.78
2024.11.07	매수	46,000	-14.87	1.30					

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 카카오, NAVER 올(들) 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.