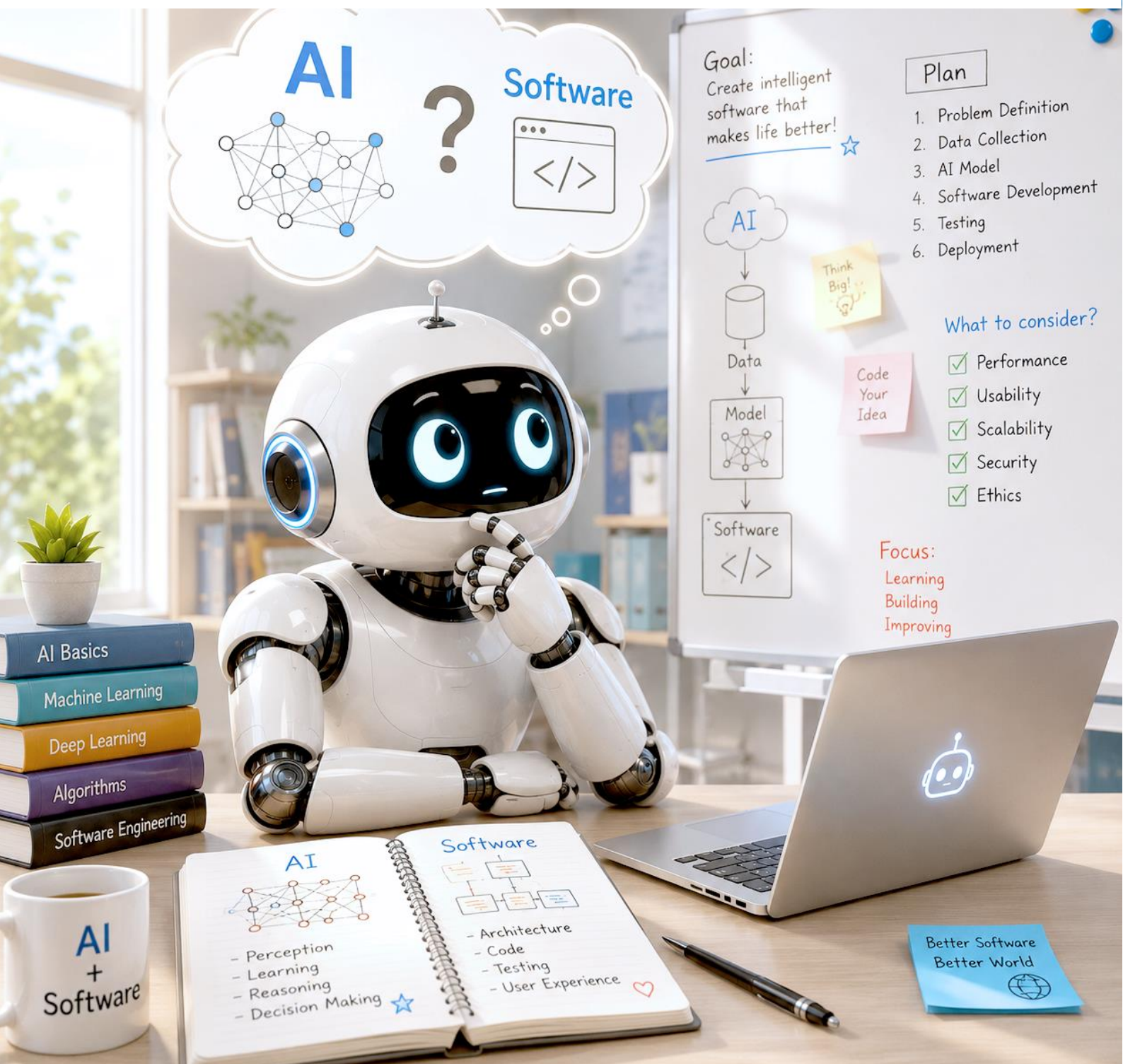


인터넷/소프트웨어 (비중확대)

AI 전환 본격화에 따른 SI 업종 리레이팅

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션 및 투자전략	4
인터넷: AI 시대에도 트래픽이 가장 중요	4
소프트웨어: 디레이팅 속 옥석가리기	5
III. AI 패권 경쟁. 수익화 양상	6
프론티어 모델 수익 추정	6
비용 폭증에 따른 체력전. 승자는 언제 갈릴까?	12
광고가 전쟁터. 국내 플랫폼의 생존 가능성	15
IV. 커머스 에이전트의 등장	17
에이전트 도입과 전자상거래 성장 가속화	17
결제, 광고 중심의 BM	18
V. 에이전트 시대의 결제	19
스테이블코인 결제의 대두	19
원화 스테이블코인은 실수요 기반의 확장	20
VI. 소프트웨어: 적자생존	21
SaaS 기업들은 모두 사라질까?	21
AI 인프라 확대 및 AX 수요 증가	22
피지컬 AI 시대 개화에 따른 수혜	23
Global Company Analysis	24
NAVER	25
카카오	29
삼성에스디에스	33
LG씨엔에스	37
카페24	41

I. Investment Summary

하반기 이후 분위기 반전 예상

하드웨어 사이클이 정점을 지난 이후부터는 인터넷/소프트웨어 업종으로의 관심도 본격화될 전망이다. AI 시대 프론티어 모델의 승자가 누가 될 것인지에 대한 유망 역시 하반기부터 점차 가시화될 것으로 예상된다. 현재 하드웨어 사이클을 주도하고 있는 하이퍼스케일러들의 연간 CAPEX YoY 성장률은 2027년부터 본격적인 둔화가 예상된다.

이미 AX 수요 확대가 실적 개선으로 연결되고 있는 SW 업체들이 존재하며, 이들에 대한 밸류에이션 리레이팅도 진행 중이다. 글로벌에서는 데이터독, 클라우드스트라이크, 스노우플레이크 등이 대표적이다. 국내도 AX가 기회가 될 기업들에 주목할 필요가 있다. 삼성에스디에스와 LG씨엔에스는 AI 시대 엔터프라이즈 인프라 사업자로 재평가될 것이다.

인터넷: 트래픽 기반 투자전략 필요

국내 인터넷 기업들은 밸류에이션 매력도는 높아진 상황이나 모멘텀은 다소 약한 구간에 위치해 있다. AI 답변 기능 강화, AI 에이전트 도입 등 추진 중인 AI 전략들의 트래픽적인 성과가 나타난 이후 리레이팅이 발생할 것이다.

NAVER는 26F P/E 16배, 27F P/E 14배 수준으로 밸류에이션 부담이 높지는 않으나 단기적인 모멘텀을 기대하기 어려운 구간이다. 트래픽 감소가 지속된다면 광고 성장성 둔화 및 수익성 악화 우려가 지속적으로 발생할 수밖에 없다. 체류시간 반전을 위해서는 AI 답변 퀄리티 제고를 기반으로 유저의 외부 링크 이탈을 줄이는 제로클릭 전략 강화가 필요하다.

카카오는 26F P/E 24배, 27F P/E 22배 수준에서 거래 중이다. 자회사 정리로 수익성 개선이 이뤄지고 있는 점은 긍정적이다. 다만 AI 도입을 통한 카카오톡 체류시간 성장세 가속화라는 가시적인 성과가 나타나기 전까지는 리레이팅이 이뤄지기 어렵다는 판단이다.

소프트웨어: AX가 불러올 SI 리레이팅

AX 수요 급증의 수혜가 나타나는 SI 업체들을 바스켓으로 담아야 하는 시기다. LG씨엔에스에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 110,000원(27F 타겟 P/E 20배), 소프트웨어 업종 내 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. AI, 로봇, 디지털화폐 전환에 따른 수혜를 모두 누릴 수 있는 기업으로 하반기 강력한 모멘텀을 예상한다. AX 수요 증가에 따른 탑라인 성장세가 가속화되는 가운데 AI 생산성 증대에 따른 수익성 개선도 본격화될 전망이다.

삼성에스디에스에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 240,000원(27F 타겟 P/E 22배)으로 커버리지를 개시한다. 10조원 규모 투자는 중장기 성장성을 크게 끌어올릴 전망이다. 5조원이 신규 AI 데이터센터 구축에 투입될 경우, 중장기적으로 연간 2조원 수준의 신규 매출 기여가 가능할 것으로 추정한다. 또한 약 4조원의 자금을 활용해 피지컬 AI 관련 기업 인수 및 사업 확장에 나설 경우, 중장기적인 멀티플 리레이팅 가능성도 높다고 판단한다.

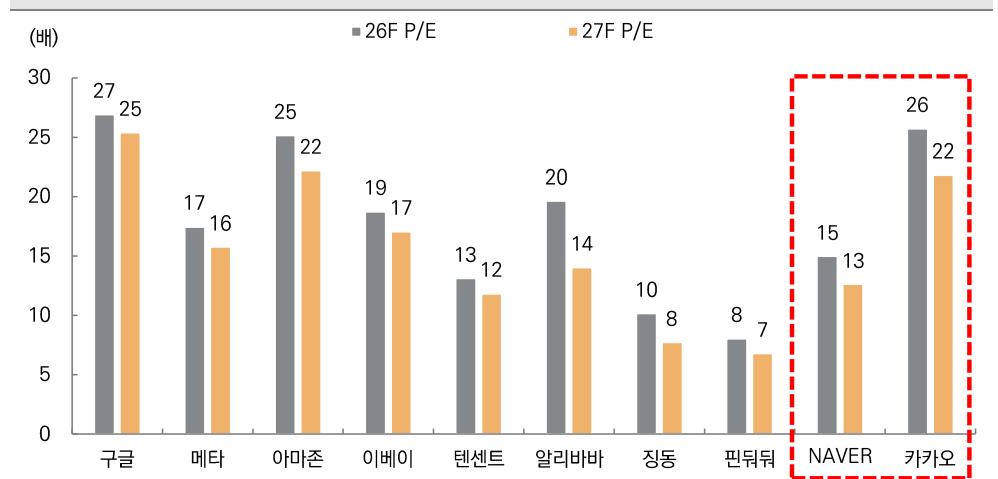
II. 밸류에이션 및 투자전략

인터넷: AI 시대에도 트래픽이 가장 중요

AI 시대에도 인터넷 기업의 멀티플은 트래픽이 결정짓는다. 작년 하반기 이후 50% 이상의 P/E 멀티플 리레이팅이 나타난 구글도 생성형 AI 검색 확산에 따른 쿼리 수 및 체류시간 감소 우려를 해소한 것이 주효했다. 높은 사용 빈도와 트래픽을 유지할 수 있는 플랫폼은 장기 경쟁력이 여전히 유효하며, AI 고도화 과정에서 축적되는 사용자 데이터는 광고 타게팅 효율 개선과 광고 매출 성장으로 이어질 전망이다.

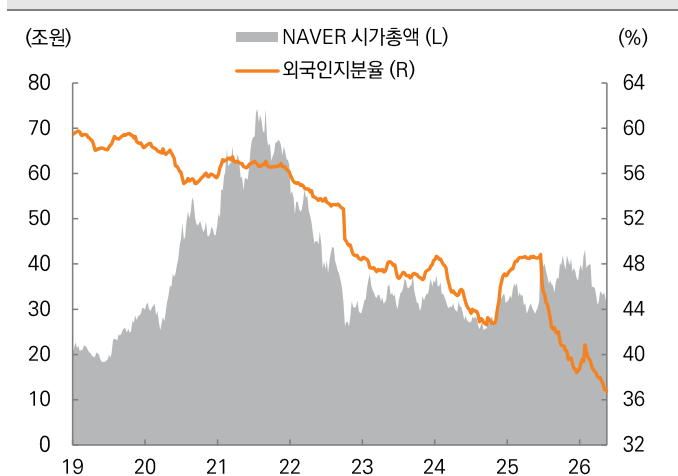
국내 인터넷 기업 역시 멀티플 방향성을 결정짓는 핵심 변수는 결국 트래픽이다. 이에 따라 월간 체류시간 데이터를 기반으로 한 투자전략이 유효하다고 판단한다. NAVER는 구글과 유사하게 AI 답변 침투율을 높이는 전략을, 카카오는 챗봇 기반 AI 에이전트 전략을 전개하고 있으나, 현재까지 양사 모두 유의미한 체류시간 반등은 나타나지 않고 있다.

그림 1. 글로벌 주요 인터넷 기업 밸류에이션 현황



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. NAVER 시가총액, 외국인지분을 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 카카오 시가총액, 외국인지분을 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

소프트웨어: 디레이팅 속 옥석가리기

25년 말부터 소프트웨어 업종 전반의 멀티플 부담이 확대되고 있다. 엔트로픽·구글 등 생성형 AI 모델의 성능이 빠르게 고도화되며, 기존 SaaS 기업들이 제공하던 기능 상당 부분이 AI에 의해 대체될 수 있다는 우려가 확산되고 있기 때문이다. 단순 기능형 소프트웨어 기업에 대해서는 시장의 디레이팅 압력이 이어지고 있으며, 실제로 일부 업체들은 성장을 둔화와 함께 밸류에이션 조정이 나타나고 있다.

반면 AI 전환 과정에서 구조적 손해가 가능한 기업들은 오히려 리레이팅이 나타나고 있다. 해자가 명확하고 AI 확산에 따른 실질적 수요 증가가 확인되는 기업들이 대표적이다. 데이터독은 AI 워크로드 증가에 따른 모니터링 수요 확대 수혜를 받고 있으며, 클라우드스트라이크 역시 AI 기반 보안 수요 증가를 바탕으로 견조한 성장세를 이어가고 있다. 스노우플레이크 또한 AI 데이터 인프라 핵심 플랫폼으로 재평가받으며 주가가 강세를 보이고 있다.

국내 소프트웨어 업종 내에서도 AI 대전환이 기회가 될 기업들에 주목할 필요가 있다. 특히 삼성에스디에스와 LG씨엔에스는 그룹사 중심의 안정적인 AX·클라우드 전환 수요를 기반으로 AI 시대 엔터프라이즈 인프라 사업자로 재평가될 것이다. 금융·제조·공공 중심의 프라이빗 AI 구축 수요 확대 속에서 AI 구축·운영·클라우드 전환 전반의 수혜가 가능할 전망이다. 피지컬 AI·데이터센터 투자 확대 역시 중장기 리레이팅 요인으로 판단한다.

표 1. 글로벌 소프트웨어 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
Oracle	785,884	24.3	22.6	7.8	4.8	13.0	7.7	17.3	12.5	42.5	32.5
IBM	314,669	17.9	16.5	2.9	2.8	5.5	4.6	13.1	12.4	21.0	21.4
SAP	330,574	21.3	18.3	4.7	4.2	3.8	3.5	14.5	12.6	29.6	30.4
CrowdStrike	236,487	126.9	99.7	26.6	21.9	27.1	20.6	89.0	70.3	24.5	26.4
Salesforce	221,021	13.6	12.1	3.2	2.9	2.7	2.4	8.2	7.5	34.3	35.1
ServiceNow	158,094	24.5	20.2	6.5	5.5	7.3	5.3	17.0	14.0	31.5	32.9
Accenture	163,638	12.7	11.8	1.5	1.4	3.3	2.9	7.7	7.2	15.7	15.9
TCS	130,980	15.0	14.1	2.9	2.8	7.3	6.7	10.3	9.8	25.2	25.4
Datadog	115,336	87.7	74.7	17.6	14.6	16.5	13.3	68.1	57.7	22.4	23.0
Snowflake	88,493	93.3	68.6	9.9	8.0	25.8	19.4	61.6	54.1	12.4	12.8
Infosys	75,303	15.5	14.6	2.5	2.4	4.9	4.6	9.9	9.4	21.0	21.0
HCLTech	49,377	16.1	15.1	2.3	2.1	4.1	4.0	9.8	9.2	17.8	18.0
Capgemini	30,652	8.1	7.5	0.7	0.7	1.4	1.3	6.4	6.1	12.9	13.1
Cognizant	36,307	8.9	8.2	1.1	1.0	1.5	1.3	5.7	5.2	16.0	16.2
Samsung SDS	12,806	17.3	14.6	0.9	0.8	1.2	1.2	4.8	4.3	6.2	7.1
LG CNS	7,015	14.7	13.2	1.1	1.0	2.2	2.0	7.9	7.2	9.3	9.6

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

III. AI 패권 경쟁. 수익화 양상

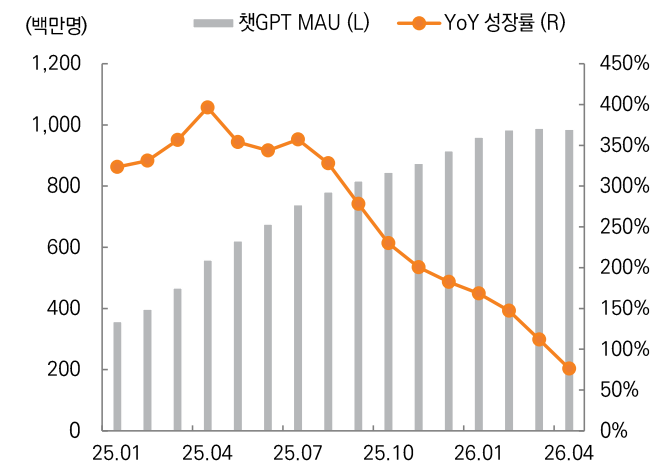
프론티어 모델 수익 추정

오픈AI vs 구글 vs 앤트로픽

글로벌 프론티어 모델 시장은 현재 오픈AI의 챗GPT, 구글의 제미니, 앤트로픽의 클로드를 중심으로 한 삼파전 구도로 재편된 상태다. 오픈AI는 가장 앞선 사용자 기반과 빠른 제품화 역량을 바탕으로 B2C 시장에서 강력한 선점 효과를 보이고 있다. 구글은 검색·유튜브·안드로이드로 이어지는 압도적인 플랫폼 생태계를 기반으로 트래픽과 데이터 측면에서 구조적 우위를 보유하고 있다. 앤트로픽은 안전성과 모델 품질을 중심으로 B2B 영역에서 차별화된 포지셔닝을 구축하며 빠르게 존재감을 확대하고 있다.

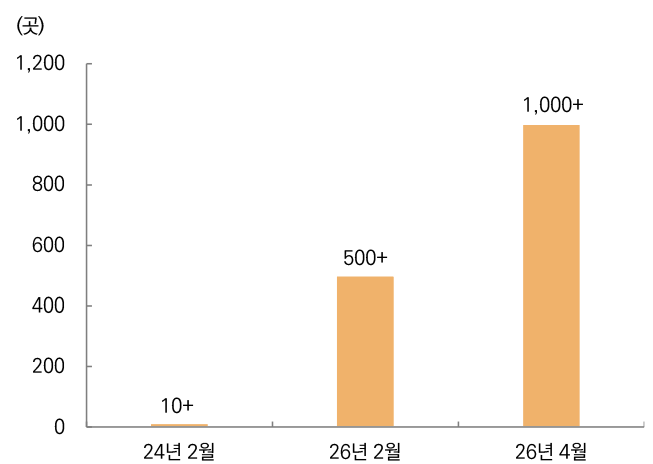
챗GPT는 여전히 YoY 70% 이상의 MAU 성장세를 보이고 있다. 챗GPT의 WAU는 9억명을, MAU는 12억명을 돌파한 것으로 추정된다. MAU 기준으로 챗GPT는 글로벌 인구의 15%까지 침투했으며, 결제 유저 비중은 5% 수준으로 추정된다. 구글 제미니 MAU도 YoY 100% 이상의 성장세를 이어나가며 7억명을 돌파했다. B2B 시장을 빠르게 잠식하고 있는 클로드는 연간 지출 백만달러 이상 고객 수가 지난 4월 천 곳을 돌파했다. 이는 두달 만에 두 배 이상 증가하고 있는 페이스다.

그림 4. 챗GPT 모바일 MAU, YoY 성장률



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 클로드 연간 지출 백만달러 이상 고객 수



자료: 앤트로픽, 미래에셋증권 리서치센터

오픈AI 장기 시계열 추정

국내 플랫폼 기업 분석에 앞서 글로벌 프론티어 모델에 대한 장기 수익 모델 추정이 필요하다. 레거시 플랫폼 기업의 디레이팅 요소로 새로운 경쟁자가 될 수 있는 글로벌 프론티어 모델의 확장 가능성이 작용하고 있기 때문이다. 그렇기에 글로벌 프론티어 모델의 수익 전망과 광고(B2C), 커머스(B2C), B2B 부문에서의 침투율 확장 가능성에 대해 우선적으로 분석해볼 예정이다.

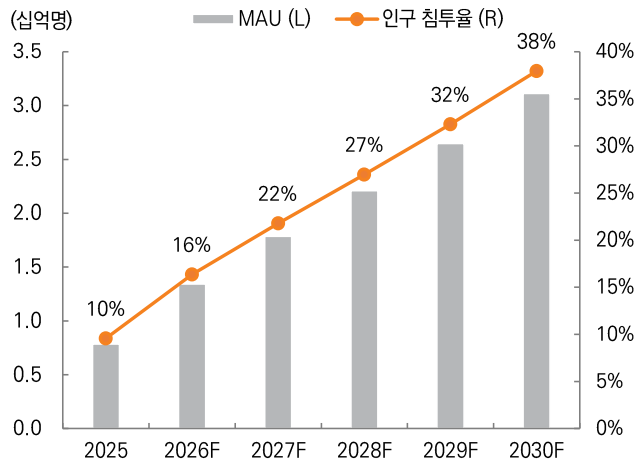
오픈AI가 30년을 목표로 이야기하고 있는 수치들이 실현되는 Bull Case에 대해서 분석해 본다. 30년 MAU는 31억명, WAU는 25억명을 넘어서고, 매출액은 2,800억달러를 기록할 전망이다. B2C 매출액은 1,650억달러로 59% 비중, B2B 매출액은 1,150억달러로 41% 비중을 차지할 것이다. B2C 매출 내에서는 광고가 1,000억달러, 구독이 500억달러, 에이전틱 부문이 150억달러를 기록할 전망이다. 오픈AI가 타겟하고 있는 30년 광고 매출은 글로벌 디지털 광고 시장의 8~10% 수준으로 추정된다.

표 2. 오픈AI 매출 추정 (Bull)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
MAU (백만명)	785	1,342	1,786	2,210	2,649	3,113
YoY 성장률	188%	71%	33%	24%	20%	18%
인구 침투율	10%	16%	22%	27%	32%	38%
WAU (백만명)	653	1,080	1,439	1,792	2,160	2,554
월간 결제 유저 수 (백만명)	36	63	89	117	149	186
Pay Ratio	4.6%	4.7%	5.0%	5.3%	5.6%	6.0%
매출액 (십억달러)	12	30	62	108	180	280
YoY 성장률	124%	142%	106%	75%	66%	55%
B2C (십억달러)	7	16	35	61	103	165
YoY 성장률	74%	125%	112%	76%	70%	59%
B2C 매출 비중	59%	55%	56%	56%	57%	59%
구독 (십억달러)	7	14	20	28	38	50
구독 ARPPU (달러)	16.8	18.1	19.0	20.0	21.1	22.2
광고 (십억달러)		3	9	25	55	100
광고 ARPU (달러)		0.2	0.4	0.9	1.7	2.7
에이전틱 (십억달러)			5	8	11	15
에이전틱 (달러)			0.2	0.3	0.3	0.4
B2B (십억달러)	5	14	27	48	77	115
YoY 성장률	248%	166%	98%	75%	62%	50%
B2B 매출 비중	41%	45%	44%	44%	43%	41%
기업 수 (백만)	0.8	1.3	1.9	2.6	3.5	4.5
월평균 단가 (천달러)	0.6	0.9	1.2	1.5	1.8	2.1

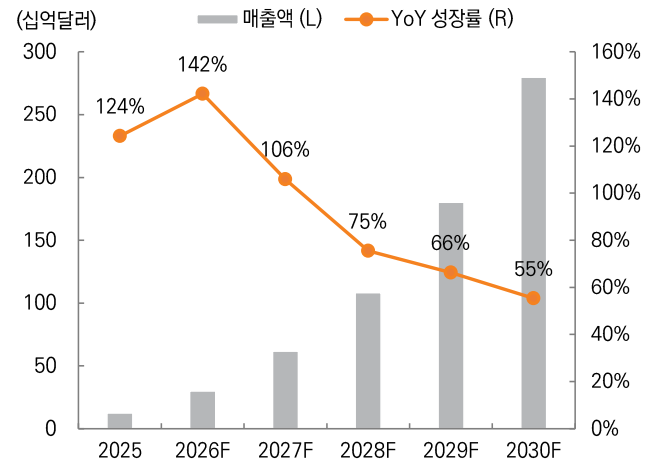
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 6. 오픈AI MAU, 침투율 추정 (Bull)



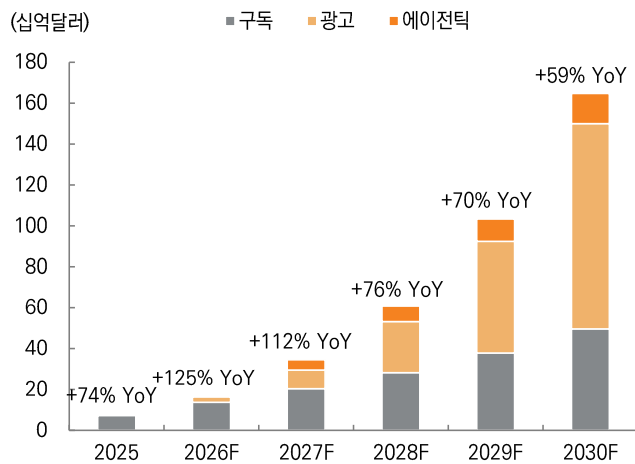
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 오픈AI 연간 매출액 추정 (Bull)



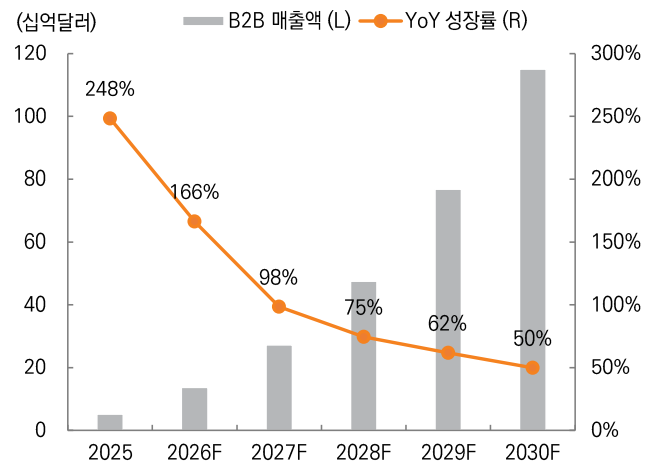
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 8. 오픈AI B2C 매출액 추정 (Bull)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 9. 오픈AI B2B 매출액 추정 (Bull)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

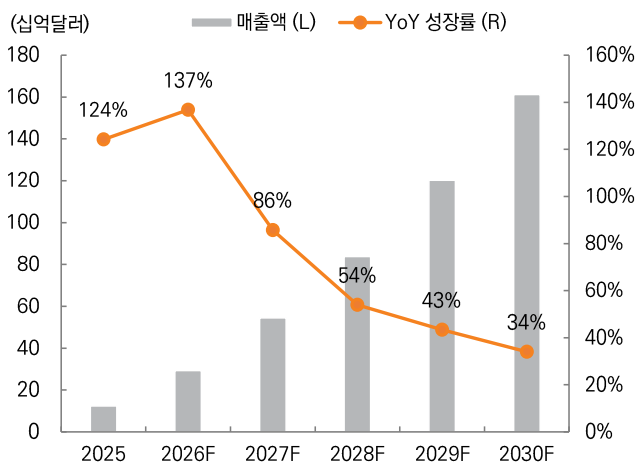
Base Case를 가정하면 30년 MAU는 24억명, WAU는 20억명을 넘어서고, 매출액은 1,610억달러를 기록할 전망이다. B2C 매출액은 970억달러로 60% 비중, B2B 매출액은 640억달러로 40% 비중을 차지할 것이다. B2C 매출 내에서는 광고가 500억달러, 구독이 370억달러, 에이전틱 부문이 90억달러를 기록할 전망이다. 30년 오픈AI의 글로벌 디지털 광고 시장 침투율은 4~5% 수준으로 예상된다.

표 3. 오픈AI 매출 추정 (Base)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
MAU (백만명)	785	1,343	1,750	2,053	2,298	2,486
YoY 성장률	188%	71%	30%	17%	12%	8%
인구 침투율	10%	16%	21%	25%	28%	30%
WAU (백만명)	653	1,080	1,407	1,656	1,860	2,019
월간 결제 유저 수 (백만명)	36	63	87	106	124	140
Pay Ratio	4.6%	4.7%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%
매출액 (십억달러)	12	29	54	84	120	161
YoY 성장률	124%	137%	86%	54%	43%	34%
B2C (십억달러)	7	16	31	48	71	97
YoY 성장률	74%	120%	94%	56%	47%	37%
B2C 매출 비중	59%	54%	57%	57%	59%	60%
구독 (십억달러)	7	14	20	25	31	37
구독 ARPPU (달러)	16.8	18.1	19.0	20.0	21.1	22.2
광고 (십억달러)		2	7	17	32	50
광고 ARPU (달러)		0.1	0.3	0.7	1.1	1.7
에이전틱 (십억달러)			4	6	8	9
에이전틱 (달러)			0.2	0.2	0.3	0.3
B2B (십억달러)	5	13	24	36	50	64
YoY 성장률	248%	161%	76%	51%	39%	30%
B2B 매출 비중	41%	46%	43%	43%	41%	40%
기업 수 (백만)	0.8	1.3	1.8	2.3	2.8	3.3
월평균 단가 (달러)	0.6	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7

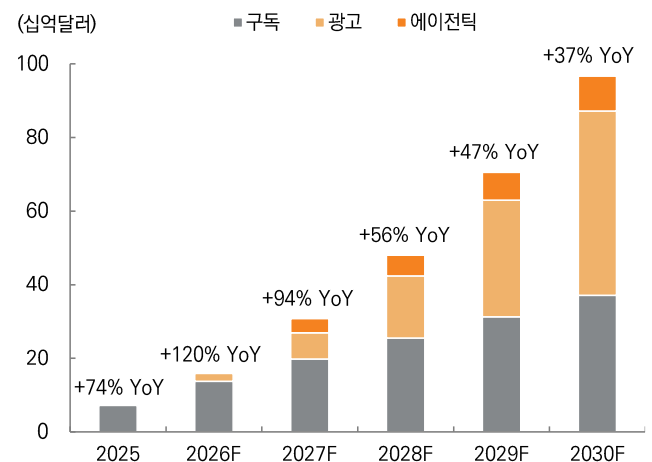
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 10. 오픈AI 연간 매출액 추정 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 11. 오픈AI B2C 매출액 추정 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

엔트로픽 장기 시계열 추정

폭발적인 ARR 성장세를 보이고 있는 엔트로픽은 연간 지출 백만달러 미만인 고객과 이상인 고객을 나누어 장기 시계열 추정이 가능하다. Bull Case 기준 엔트로픽의 30년 ARR은 3,320억달러, 매출액은 2,490억달러를 기록할 전망이다.

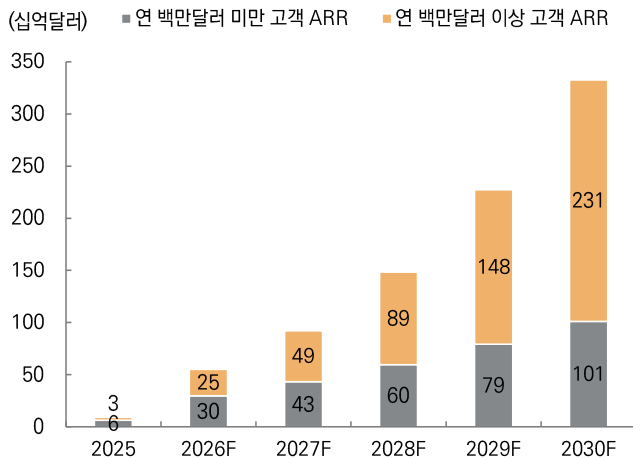
연간 지출 백만달러 미만 고객 ARR은 1,010억달러로 30% 비중, 백만달러 이상 고객 ARR은 2,310억달러로 70% 비중을 차지할 것이다. 30년 연간 지출 백만달러 이상 고객 수는 4,300곳, 월평균 단가는 450만달러에 달할 전망이다.

표 4. 엔트로픽 매출 추정 (Bull)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
ARR (십억달러)	9	55	92	148	227	332
매출액 (십억달러)	3	31	58	102	166	249
YoY 성장률		937%	88%	76%	62%	50%
연 백만달러 미만 고객 ARR (십억달러)	6	30	43	60	79	101
YoY 성장률		373%	45%	38%	33%	28%
매출 비중	70%	54%	47%	40%	35%	30%
연 백만달러 이상 고객 ARR (십억달러)	3	25	49	89	148	231
YoY 성장률		833%	94%	81%	67%	56%
매출 비중	30%	46%	53%	60%	65%	70%
고객 수	500	1,750	2,310	2,938	3,618	4,329
YoY 성장률		250%	32%	27%	23%	20%
월평균 단가 (백만달러)	0.45	1.20	1.76	2.51	3.41	4.46
단가 YoY 성장률		167%	47%	42%	36%	31%

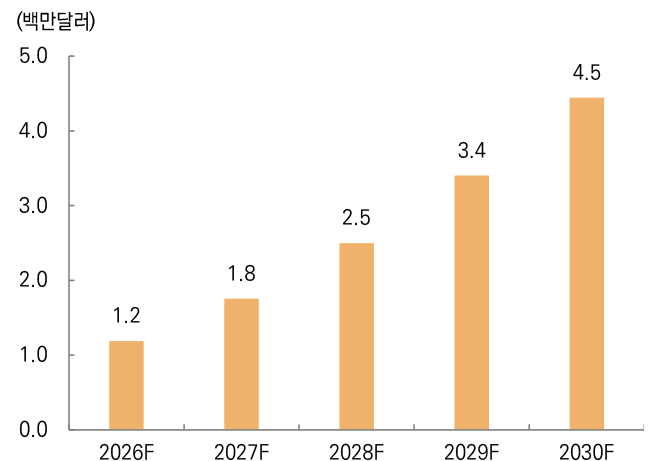
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 엔트로픽 ARR 추정 (Bull)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 13. 엔트로픽 연 백만달러 이상 고객 월평균 지출 (Bull)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

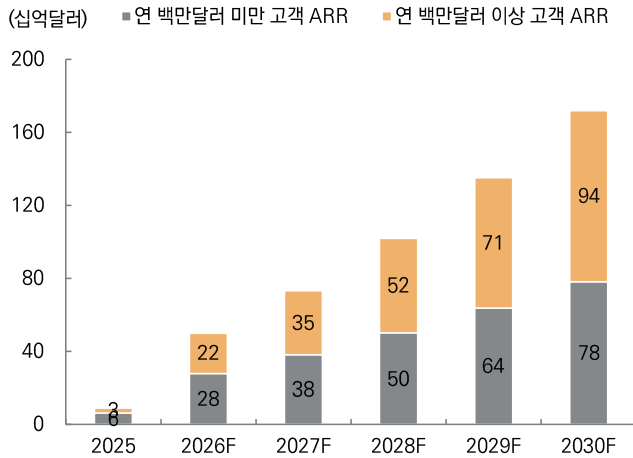
Base Case 기준 엔트로픽의 30년 ARR은 1,720억달러, 매출액은 1,200억달러를 기록할 전망이다. 연간 지출 백만달러 미만 고객 ARR은 780억달러로 45% 비중, 백만달러 이상 고객 ARR은 940억달러로 55% 비중을 차지할 것이다. 30년 연간 지출 백만달러 이상 고객 수는 3,200곳, 월평균 단가는 240만달러에 달할 전망이다.

표 5. 엔트로픽 매출 추정 (Base)

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
ARR (십억달러)	9	50	73	102	135	172
매출액 (십억달러)	3	28	44	64	89	120
YoY 성장률		843%	57%	46%	39%	35%
연 백만달러 미만 고객 ARR (십억달러)	6	28	38	50	64	78
YoY 성장률		343%	37%	31%	27%	23%
매출 비중	70%	56%	52%	49%	47%	45%
연 백만달러 이상 고객 ARR (십억달러)	3	22	35	52	71	94
YoY 성장률		718%	59%	47%	38%	31%
매출 비중	30%	44%	48%	51%	53%	55%
고객 수	500	1,600	1,984	2,389	2,803	3,216
YoY 성장률		220%	24%	20%	17%	15%
월평균 단가 (백만달러)	0.45	1.15	1.47	1.80	2.12	2.43
단가 YoY 성장률		156%	28%	22%	18%	14%

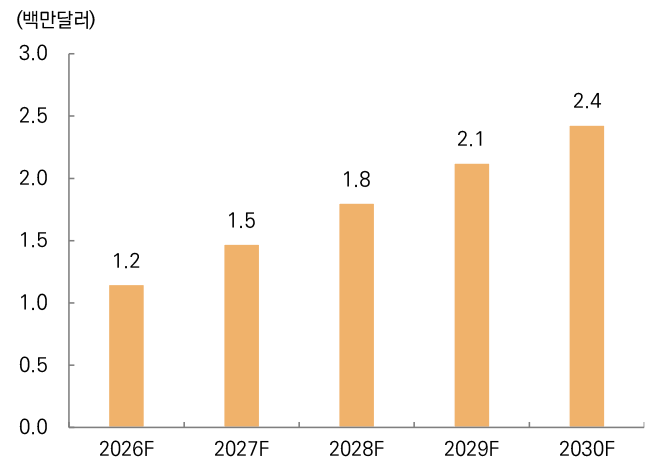
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 14. 엔트로픽 ARR 추정 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 15. 엔트로픽 연 백만달러 이상 고객 월평균 지출 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 6. 시나리오별 프론티어 모델 밸류에이션 추정

시나리오	방식	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
오픈AI (Bull)	P/S	33.3	16.2	9.2	5.5	3.6
	P/E	-	-	-	33.6	15.9
오픈AI (Base)	P/S	34.1	18.4	11.9	8.3	6.2
	P/E	-	-	-	63.0	34.5
엔트로픽 (Bull)	P/S	32.5	17.2	9.8	6.0	4.0
	P/E	-	-	-	44.6	19.1
엔트로픽 (Base)	P/S	35.7	22.7	15.6	11.2	8.3
	P/E	-	-	-	-	49.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

비용 폭증에 따른 체력전. 승자는 언제 갈릴까?

수익화에 대한 다양한 시도들

현재까지는 뚜렷한 승자가 부재한 상황으로 기술 격차가 빠르게 축소되는 가운데 경쟁의 초점은 모델 성능에서 수익화 속도와 자본 투입 능력으로 이동 중이다. 프론티어 모델 최종 승자는 1) 실질적인 매출과 이익을 발생시킬 수 있는 수익화 역량과, 2) 장기간 대규모 투자를 지속할 수 있는 재무적 체력에 의해 결정될 가능성이 높다.

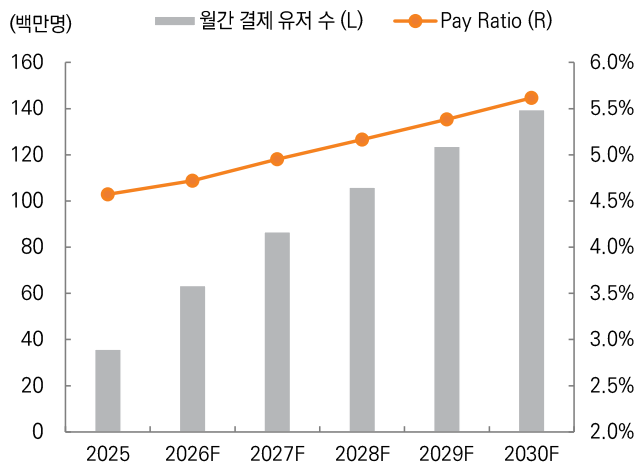
(1) B2C 구독 BM

첫 번째 수익화 시도였던 B2C 구독 매출 중심 BM은 실패로 끝났다는 판단이다. 23년 챗 GPT의 등장 이후 폭발적인 B2C 이용자 수 상승을 보이던 초기만 하더라도 구독 BM이 지속 가능성이 있을 것처럼 보였다. 예상과 달랐던 부분은 유료 전환율이 생각보다 낮은 수 치에 머물렀다는 점이다. 대다수의 사람들은 일상생활에 있어 AI를 유료로 구독하면서까지 사용하고 싶어하지 않는다. 챗GPT의 결제 유저 비중은 여전히 5% 미만으로 추정된다.

(2) B2B 구독 BM

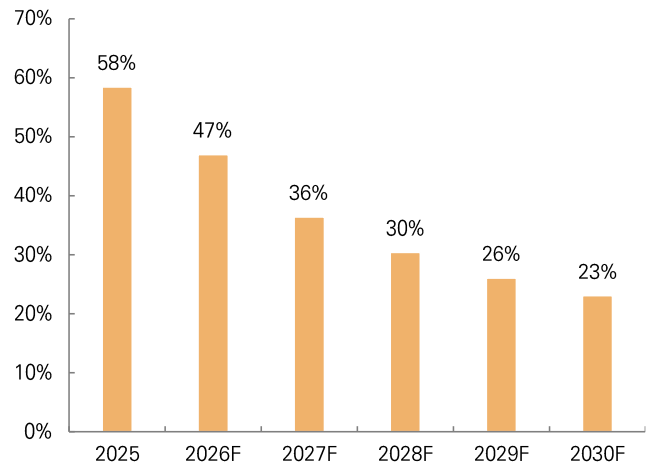
두 번째 수익화 시도는 B2B 구독 매출이다. B2B 구독 매출은 성공적인 BM으로 안착하고 있다. B2C 영역에서는 AI를 활용해서 구독 비용 이상의 효용을 끌어냈다는 것을 숫자적으로 인지하기 어려운 반면, B2B는 AI를 구독했을 때의 이익 규모가 명확하게 나오기 때문이다. B2C 구독 매출에 비해 B2B 매출액이 최근 폭발적인 성장세를 보이고 있는 이유기도 하다. 엔트로픽이 B2B 영역에서 앞서나가며 급격한 수익성 개선을 보이고 있다.

그림 16. 오픈AI B2C 월간 결제 유저 수 전망 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 17. 오픈AI B2C 구독 매출 비중 전망 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

(3) B2C 광고 BM

세 번째 수익화 시도는 B2C 광고 매출이다. 구글, 오픈AI 모델에는 가장 큰 BM이 될 전망이다. 유료 고객 중심으로 운영되는 B2B 영역은 광고가 침투하기 어려우나, 무료 유저가 대부분인 B2C는 상황이 다르다. 광고 BM이 강력한 이유는 95% 이상에 달하는 B2C 무료 유저를 수익화할 수 있기 때문이다.

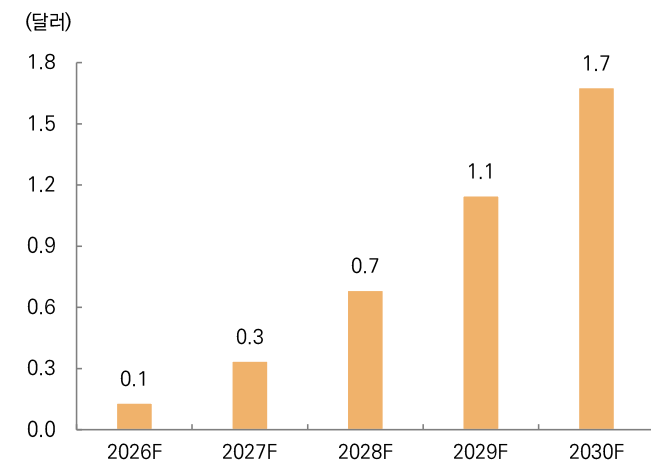
오픈AI는 광고 BM을 본격적으로 테스트하고 있다. 오픈AI는 상품 추천 및 검색 기능을 강화하고 있으며 향후 스폰서 추천, 커머스 광고 형태로 확장될 가능성이 존재한다. 구글 역시 AI Overviews와 제미니AI 중심의 AI 검색 광고를 확대 중이며, 이는 프론티어 모델 기업들의 핵심 BM이 광고로 이어질 가능성을 시사한다.

(4) B2C 에이전틱 BM

네 번째 수익화 시도는 B2C 에이전틱 매출이다. AI가 단순 답변을 넘어 실제 업무를 수행하는 형태로 진화하면서 새로운 수익화 가능성이 열리고 있다. 에이전틱 BM은 예약·구매·문서 작성·업무 자동화 등 행동 수행 기반 수익 구조로 확장될 가능성이 높다. 특히 시간 절약 효과가 명확해질수록 B2C에서도 높은 지불 의사가 형성될 수 있다.

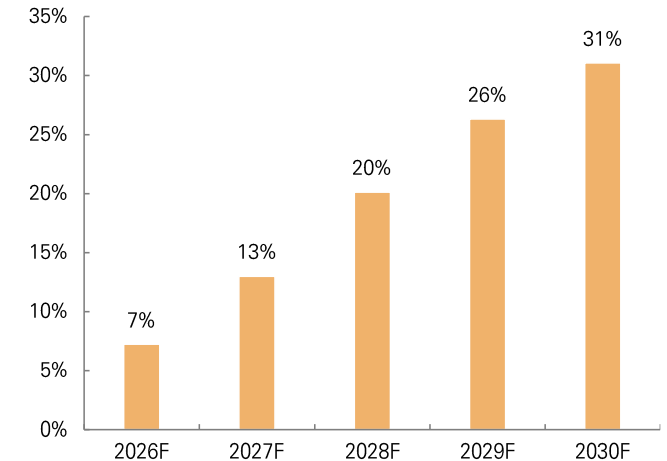
오픈AI는 구매·예약까지 연결되는 구조를 지향하고 있다. 구글 역시 제미니AI를 Gmail·검색 등과 결합해 업무 수행 영역으로 확장 중이다. 알리바바 또한 AI를 전자상거래 플랫폼과 연계해 판매자 운영 자동화와 고객 응대 기능을 강화하고 있다. 이는 프론티어 모델 기업들의 BM이 거래·업무 실행 기반 수수료 구조로 확장될 가능성을 시사한다.

그림 18. 오픈AI B2C 광고 ARPU 전망 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 19. 오픈AI B2C 광고 매출 비중 전망 (Base)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

하이퍼스케일러 대리전

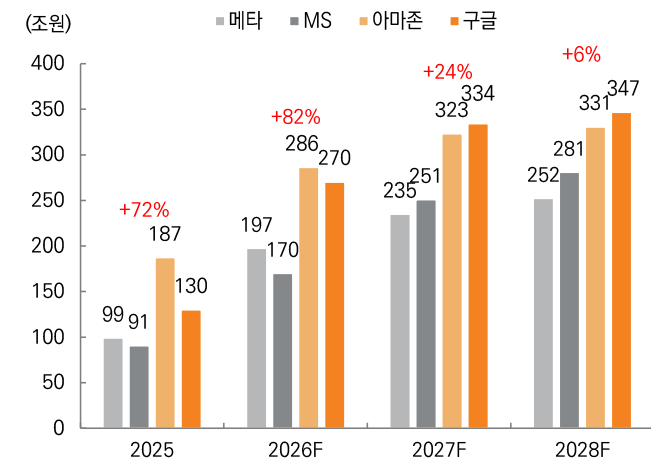
프론티어 모델 개발 및 운영에 투입되는 연간 비용은 이미 기존 소프트웨어 산업의 범주를 넘어서는 수준으로 확대되고 있다. 대규모 모델 학습을 위한 GPU 인프라 구축, 데이터 확보, 전력 및 운영 비용이 동반 상승하면서 연간 100조원 이상의 투자가 필요한 구간으로 진입하고 있다. 이런 상황 속에서 오픈AI와 엔트로픽은 글로벌 투자 라운드를 통해 지속적으로 자금을 조달하고 있으며, 양사 모두 IPO 가능성이 시장에서 거론되고 있다.

현재 경쟁 구도에서 주목할 부분은 프론티어 모델 기업들이 빅테크와 강하게 결합되어 있다는 점이다. 오픈AI는 MS와의 전략적 파트너십을 통해 Azure 기반 인프라를 활용하고 있으며, 엔트로픽은 아마존과의 협력을 통해 AWS 중심의 생태계에 깊이 편입되어 있다. 구글은 제미니를 자사 인프라에 완전히 내재화하며 수직 통합 구조를 구축하고 있다.

빅테크의 연간 CAPEX 규모는 200~300조원 수준까지 상승했다. 빅테크 4사의 합산 CAPEX는 25년 500조원 수준으로 YoY 72% 상승했으며, 26년에는 900조원 수준으로 YoY 82% 상승할 전망이다. 주목할 부분은 27년 이후로는 CAPEX 성장률이 급격히 하락(27년: +24%, 28년: +6%)한다는 점이다.

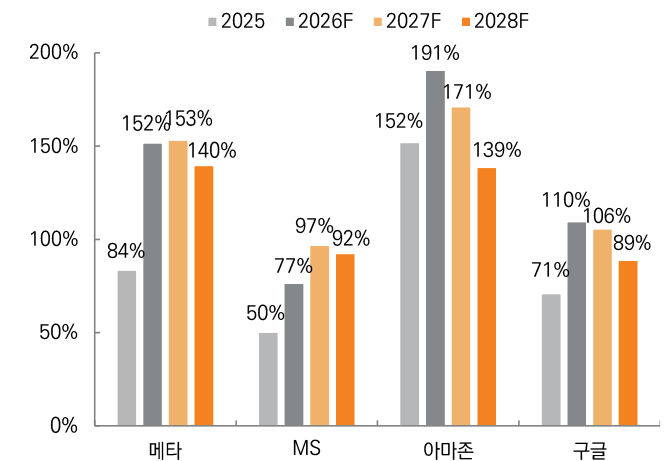
하이퍼스케일러들의 CAPEX 규모는 이미 한계에 봉착하고 있다. 26년 예상 CAPEX를 영업이익으로 나누면 아마존은 191%, 메타는 152%, 구글은 110%, MS는 77%에 달한다. 호실적이 이어지며 실제 영업이익이 현재 기대치의 10~20% 수준으로 상회한다고 해도 CAPEX 성장세가 이전처럼 폭발적으로 상승하기 어려운 상황이다. 오픈AI와 엔트로픽이 상장을 준비하는 배경에는 이러한 요인이 작용하고 있을 것이다.

그림 20. 빅테크 연간 CAPEX 전망



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 빅테크 연간 CAPEX/영업이익



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

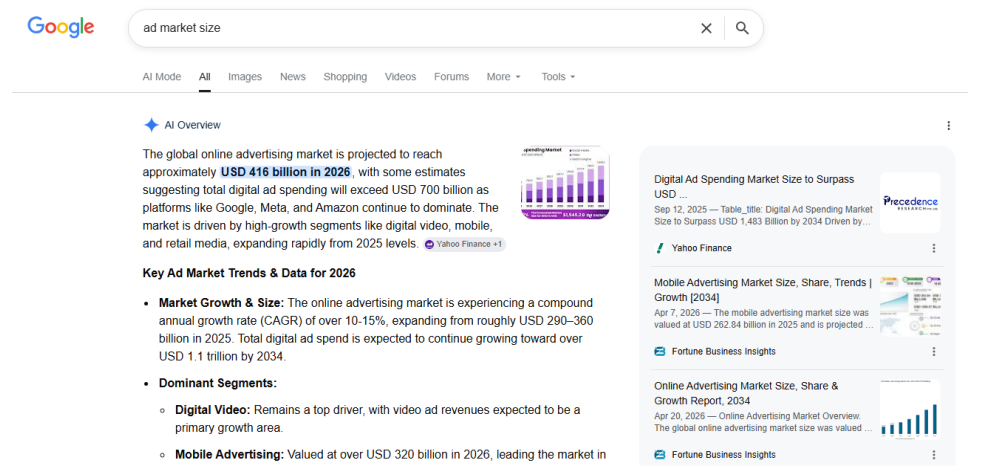
광고가 전쟁터. 국내 플랫폼의 생존 가능성

생존에 성공한 구글

B2C 구독 BM의 수익성이 낮기 때문에 B2C 광고가 프론티어 모델들의 전쟁터가 되고 있다. 사람들의 AI 모델 목적성을 고려할 때, AI 모델은 DA 영역보다는 SA를 중심으로 침투할 가능성이 높다. 챗GPT와 같은 AI 모델들이 광고 BM을 시도는 하고 있으나 전면적으로 도입을 못하고 있는 이유는 광고 도입이 유저들의 플랫폼 이용 만족도를 해치고 검색 결과의 퀄리티 하락으로 이어질 수 있기 때문이다.

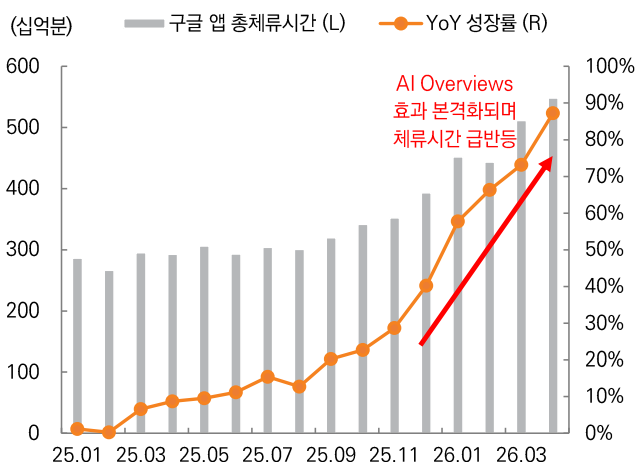
주요 플랫폼들 중에서는 구글만이 생성형 AI 도입을 통한 가파른 수익성 개선에 성공하고 있다. 구글은 자연어 단위 검색이 일반화되면 쿼리 수와 체류시간이 감소할 것이라는 우려를 25년 하반기부터 완전히 해소하고 있다. AI Overviews 도입으로 유저의 쿼리 당 체류시간이 폭발적으로 증가하고 있으며 구글 앱 총 체류시간 성장세는 YoY 80% 수준까지 상승했다. 또한 제로클릭 효과가 나타나면서 매체사들의 광고 매출도 구글로 편입되고 있다.

그림 22. 구글 AI Overviews 예시



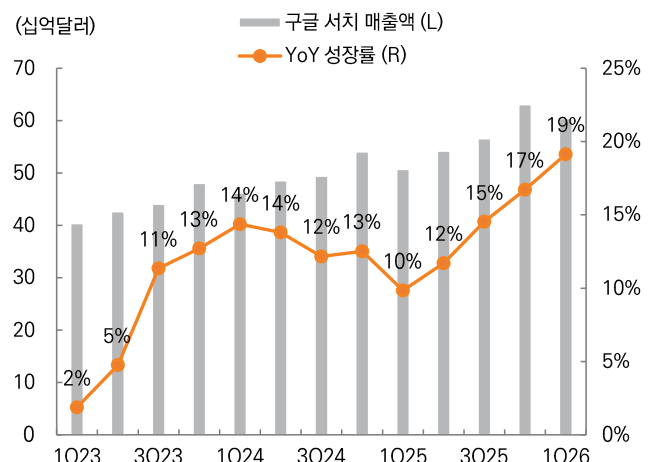
자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 구글 앱 월간 총체류시간 추이



자료: 센스타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 구글 서치 분기 매출액, YoY 성장률



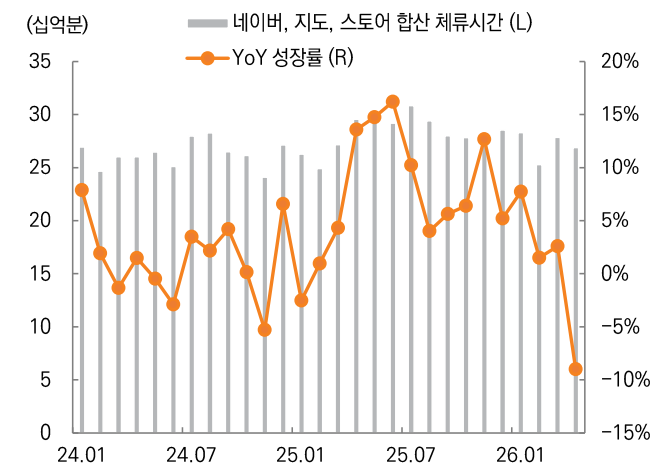
자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

생존의 기로에 놓인 국내 플랫폼

국내 플랫폼들은 생존의 갈림길에 서 있다. NAVER는 AI 브리핑 서비스의 도입을 통해 구글과 같은 방향으로 가기 위한 노력을 하고 있다. 25년 말 20%까지 올라온 AI 브리핑 침투율을 연내 40%까지 상승시키겠다는 계획이다. 사람들의 후기 데이터가 중요한 네이버지도에서는 체류시간 반전이 발생했으나 NAVER 본체의 체류시간 성장세는 미진하다. 다양한 데이터 소스들과의 제휴를 통해 AI 브리핑 답변의 퀄리티 제고가 필요한 시점이다.

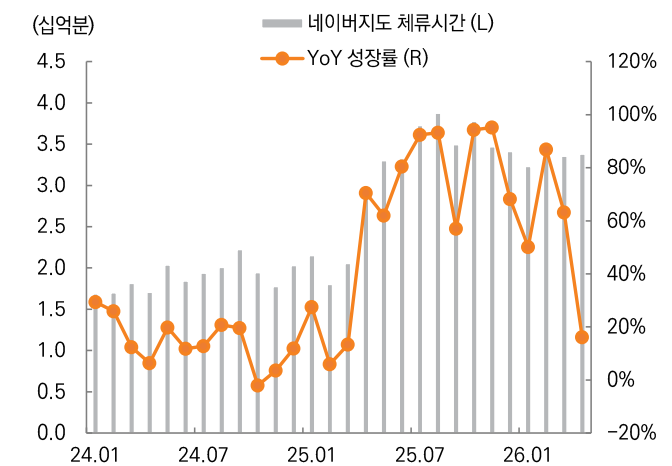
1) 앱 개편, 2) 챗GPT 온보딩, 3) AI 비서 카나나 출시를 통해 체류시간을 20% 증가시키고자 했던 카카오도 녹록지 않은 상황에 처해 있다. 지난 4분기 앱 개편 효과로 10% 수준의 체류시간 반전에 성공했으나 상승세가 유지되고 있지 않다. 소수 파트너십의 추가만으로 카나나를 이용했을 때의 효용을 드라마틱하게 상승시키기는 어려울 것으로 보인다. 대규모 파트너십의 체결과 퀄리티 좋은 검색 기능의 추가가 필요한 시점이다.

그림 25. 네이버, 지도, 스토어 합산 월간 총체류시간



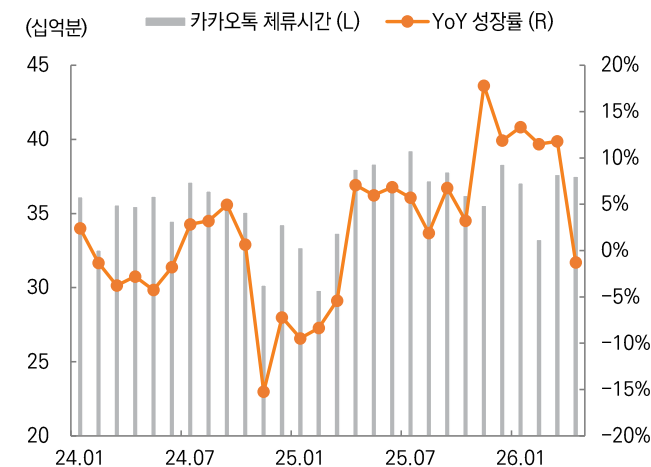
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 네이버지도 월간 총체류시간



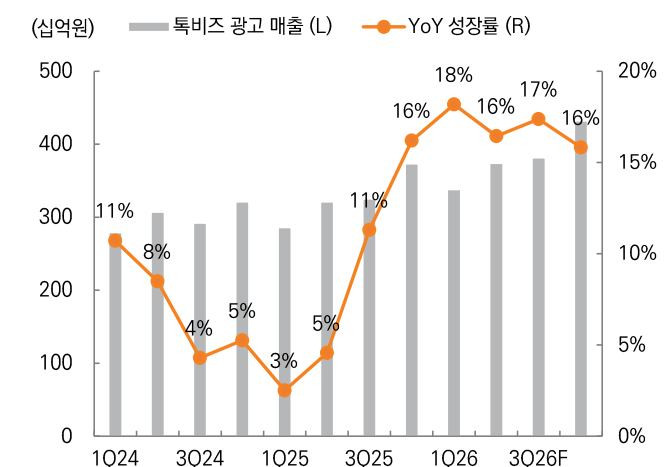
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 카카오톡 앱 월간 총체류시간



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 특비즈 광고 매출액, YoY 성장률



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

IV. 커머스 에이전트의 등장

에이전트 도입과 전자상거래 성장 가속화

에이전틱 커머스의 보편화는 정체되었던 전자상거래 시장 성장세 가속화로 이어질 것이다. 에이전트가 개인의 취향·예산·구매 이력 등을 종합적으로 이해하고 최적 상품을 추천·구매하는 단계로 진화할 경우 소비 과정의 마찰 비용은 크게 낮아질 수 있다. 6% 전후까지 떨어졌던 국내 및 글로벌 전자상거래 시장 성장률은 10% 이상으로 가속화될 전망이다.

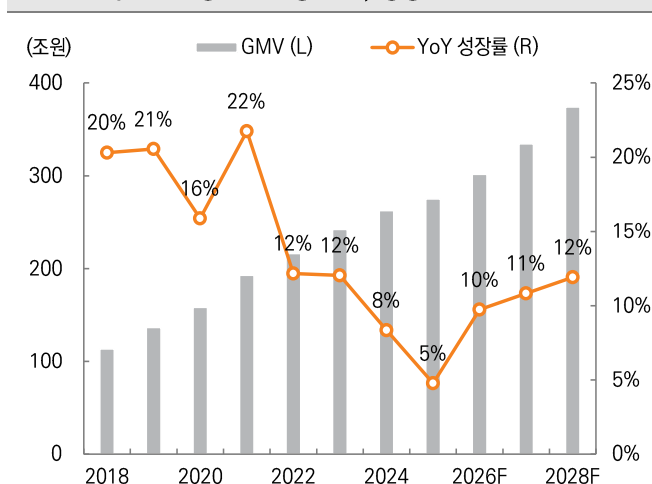
동시에 AI 에이전트는 기존 전자상거래 플랫폼의 트래픽 구조 자체를 변화시킬 가능성이 높다. 과거에는 소비자가 직접 플랫폼에 접속해 검색·비교·구매를 수행했다면, 향후에는 AI 에이전트가 이를 대신 수행하며 구매 의사결정의 핵심 게이트웨이로 자리잡을 수 있기 때문이다. 현재 아마존은 Alexa+와 Rufus를 결합한 쇼핑 에이전트를 확대하고 있으며, 구글과 오픈AI 역시 제미니AI 및 오퍼레이터 기반 커머스 기능을 강화하고 있다.

표 7. 글로벌 커머스 에이전트 도입 현황

기업	모델	정의	주요 기능
구글	UCP	쇼핑 전 과정을 아우르는 에이전틱 커머스	- 검색 중 외부 사이트 이동 없이 바로 결제 가능 - 결제: Google Pay 기반 진행, Google Wallet에 저장된 정보 자동 활용
아마존	Alexa for Shopping	Alexa+/Rufus 통합형 쇼핑 에이전트	- 음성·터치 혼합 인터랙션: 음성 명령만으로 상품 검색 및 구매 가능 - 선호 브랜드, 식습관, 이전 대화 및 사용 맥락 등 학습, 기기 간 연속성 지원
메타	AI 쇼핑 에이전트	SNS-광고 기반 AI 쇼핑 비서	- 사용자 구매 의사 파악 및 제품 검색부터 결제 단계까지 보조 - 인스타그램 릴스 또는 피드 상품 클릭 시 정보 제공, 외부 페이지 이동 후 상품 구매 가능
월마트	AI 쇼핑 에이전트	챗GPT-제미니AI 연동형 쇼핑 에이전트	- 자체 개발 AI 챗봇 Sparky를 챗GPT 내에 직접 탑재 - 플랫폼 간 장바구니 동기화 및 월마트 자체 시스템 내에서 구매 완료 가능
알리바바	Qwen 기반 쇼핑 어시스턴트	Qwen/Taobao 통합형 쇼핑 에이전트	- Taobao의 전체 상품 재고를 실시간으로 스캔, 개인 맞춤형 쇼핑 가이드 역할 수행 - 대화를 통해 최적의 상품 제안, 챗봇 내에서 결제까지 마칠 수 있도록 지원
오픈AI	에이전틱 커머스 프로토콜	챗GPT 기반 쇼핑·결제 에이전트	- 여러 플랫폼에서 백엔드 시스템 변경 없이 빠르게 통합 - 상품 검색, 가격 비교, 구매 추천, 외부 서비스 연동
퍼플렉시티	Buy with Pro	제품 조사 및 구매 가능한 원스톱 솔루션	- Snap to Shop: 제품 사진 촬영 시 해당 제품 및 유사 상품 판매 사이트 탐색 가능

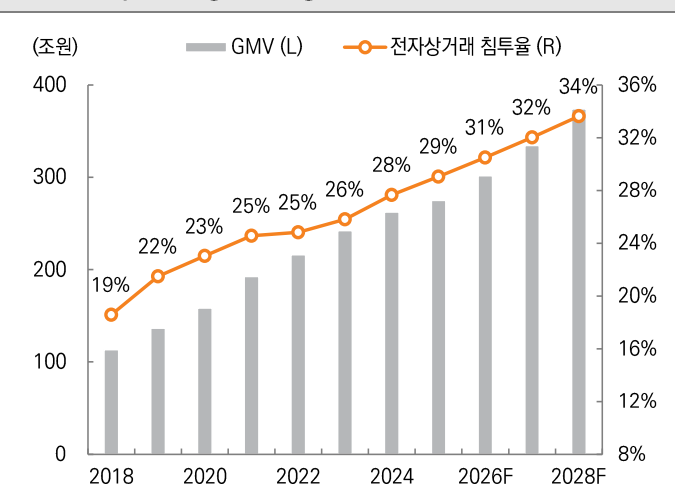
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 국내 전자상거래 시장 규모, 성장률



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 30. 국내 전자상거래 시장 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

결제, 광고 중심의 BM

글로벌 에이전틱 커머스 침투율은 26년 0.3% 수준에서 30년 7.3%, 33년 15.1% 수준까지 상승할 전망이다. 초기에는 반복구매·저관여 소비 중심으로 침투가 이뤄지겠으나, AI 기반 검색·추천·결제 경험이 고도화되며 점진적으로 적용 카테고리가 확대될 것으로 예상된다. 특히 구매 과정 전반의 탐색 비용과 시간 소모를 줄여준다는 점에서, 장기적으로는 기존 전자상거래 시장 성장률 자체를 재차 가속화시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

에이전틱 커머스 매출은 30년 230억달러, 33년 700억달러 규모까지 성장할 전망이다. 주요 BM은 결제 수수료와 광고가 될 것으로 예상하며, 결제 수수료율은 글로벌 결제 사업자들의 평균 수수료율을 고려해 2% 수준을 가정했다. 광고 수수료율은 초기 제휴 수수료·추천 광고 중심의 제한적인 수익화 구조를 반영해 0.5% 수준에서 시작하되, AI 기반 맞춤형 추천 광고가 고도화되며 장기적으로 1%대까지 상승할 전망이다.

표 8. 글로벌 에이전틱 커머스 전망

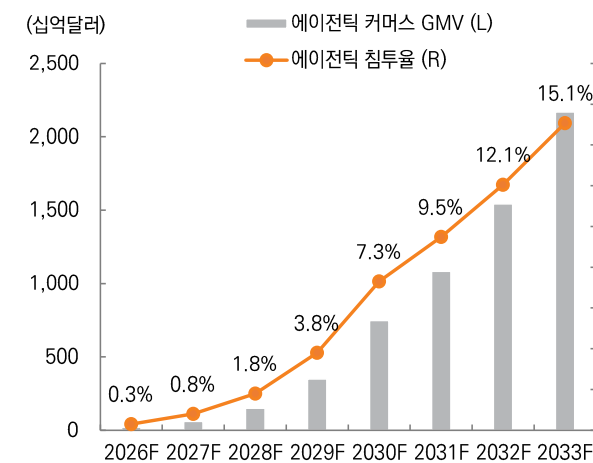
(십억달러)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
글로벌 전자상거래 시장 규모	7,060	7,652	8,358	9,205	10,233	11,420	12,799	14,405
YoY 성장률	7.6%	8.4%	9.2%	10.1%	11.2%	11.6%	12.1%	12.6%
에이전틱 커머스 GMV	21	61	150	350	747	1,084	1,543	2,170
YoY 성장률		189%	146%	133%	114%	45%	42%	41%
에이전틱 커머스 침투율	0.3%	0.8%	1.8%	3.8%	7.3%	9.5%	12.1%	15.1%
에이전틱 커머스 매출액	1	2	4	10	23	34	49	70
YoY 성장률		201%	157%	145%	126%	50%	45%	43%
결제 수수료	0	1	3	7	15	22	31	43
Take rate 가정	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
광고 수수료	0	0	1	3	8	12	18	27
Take rate 가정	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%

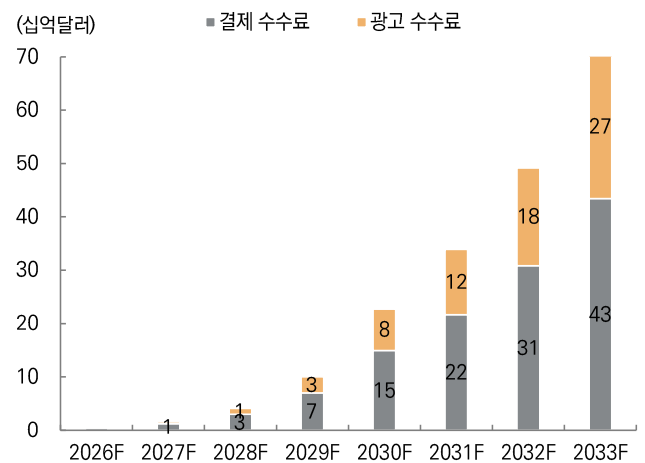
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 글로벌 에이전틱 커머스 GMV 전망

그림 32. 글로벌 에이전틱 커머스 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

V. 에이전트 시대의 결제

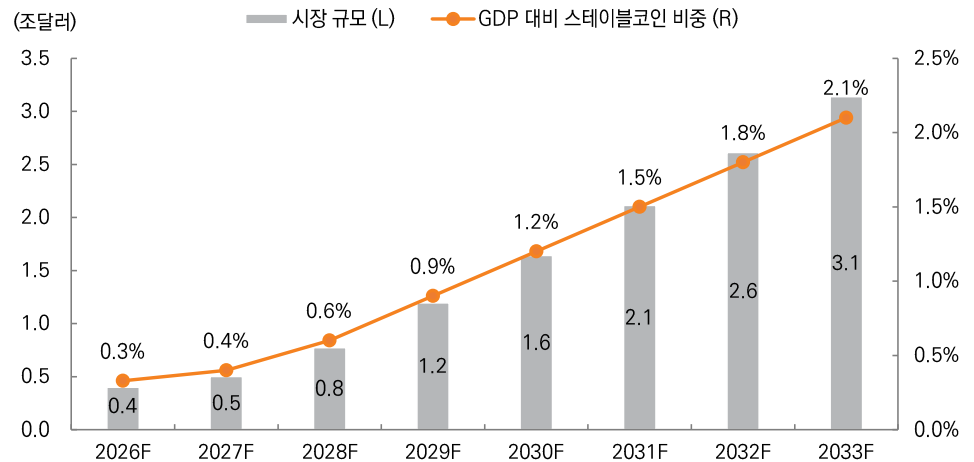
스테이블코인 결제의 대두

AI 에이전트 시대가 본격화될수록 결제 인프라의 중요성 역시 빠르게 부각될 전망이다. 앞으로는 AI 에이전트가 사용자를 대신해 SaaS 구독, 데이터 구매, 클라우드 사용량 결제 등을 실시간으로 수행하는 환경이 확대될 가능성이 높다. 기존 카드 기반 결제는 국가·통화·정산 시간 측면에서 비효율이 존재하는 반면, 스테이블코인은 24시간 실시간 정산과 글로벌 전송이 가능하다는 점에서 AI 에이전트 경제에 적합한 결제 수단이다.

AI 모델 BM이 API 기반 사용량 과금 형태로 이동할수록 스테이블코인의 중요도는 더욱 높아진다. AI 에이전트는 사람보다 훨씬 더 많은 빈도의 트랜잭션을 발생시킬 가능성이 높으며 에이전트 간 결제 환경에서는 프로그램 가능한 화폐 구조가 유리하기 때문이다. AI 에이전트가 데이터셋 구매, GPU 리소스 임대, 외부 AI 모델 API 호출 과정에서 스테이블코인을 활용할 경우 글로벌 단위의 자동 정산이 가능해진다.

글로벌 스테이블코인 시장 규모는 30년 1.6조달러, 33년 3.1조달러까지 성장할 것으로 전망한다. 현재 스테이블코인 시장은 kripto 거래 중심 수요에서 결제·송금·정산 영역으로 사용처가 확대되는 초기 단계에 진입하고 있으며, 여기에 AI 에이전트 기반 결제 수요까지 더해질 경우 시장 성장 속도는 기존 전망 대비 더욱 가팔라질 수 있다.

그림 33. 글로벌 스테이블코인 시장 규모 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

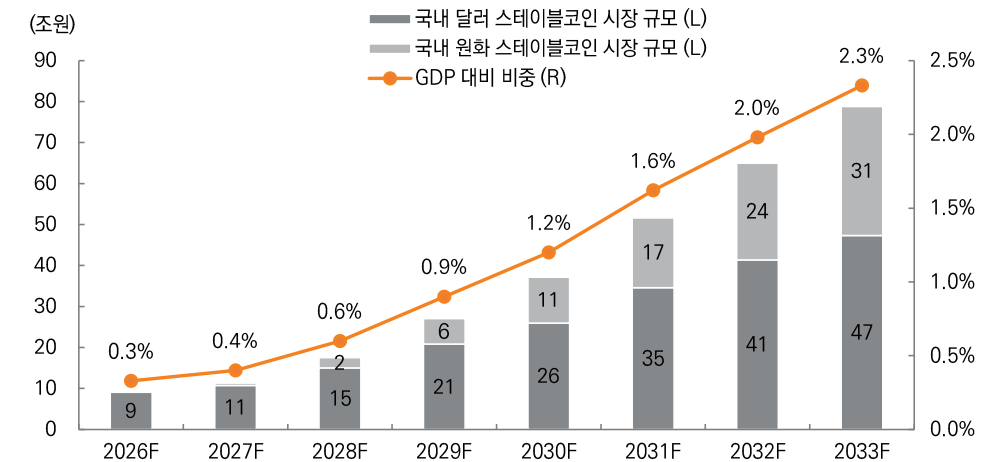
원화 스테이블코인은 실수요 기반의 확장

현재 달러 기반 스테이블코인은 전 세계 거래소와 디파이, NFT, 글로벌 결제망에서 사실상 표준처럼 활용되고 있으며 이는 강력한 네트워크 효과를 만들어 내고 있다. 반면 원화 기반 스테이블코인은 국제 금융에서 결제 통화로서의 위상이 낮아 해외 투자자나 사용자가 굳이 원화 스테이블코인을 보유하거나 결제 수단으로 선택할 유인이 거의 없다.

다만 간편결제 영역에서는 원화 스테이블코인에 대한 유의미한 실수요가 발생할 전망이다. 국내 간편결제 시장은 이미 네이버페이·카카오페이·토스 등을 중심으로 모바일 기반 결제 습관이 빠르게 정착된 상태이며 소비자들 역시 앱 기반 금융 서비스에 대한 거부감이 낮다. 원화 스테이블코인이 제도화될 경우 기존 간편결제 인프라와 결합되며 송금·충전·정산 과정의 효율성을 높일 수 있을 전망이다.

원화 스테이블코인 시장 규모는 30년 11조원, 33년 31조원 수준까지 성장할 전망이다. 국내 스테이블코인 시장은 초기에는 달러 기반 스테이블코인 중심으로 성장하겠으나, 중장기적으로는 원화 스테이블코인 제도화와 플랫폼 사업자들의 참여 확대에 힘입어 빠르게 규모가 확대될 전망이다. 한국은 모바일 금융 및 간편결제 침투율이 글로벌 최고 수준이라는 점에서 글로벌 평균 대비 높은 침투율 달성이 가능할 것이다.

그림 34. 국내 스테이블코인 시장 규모



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

VI. 소프트웨어: 적자생존

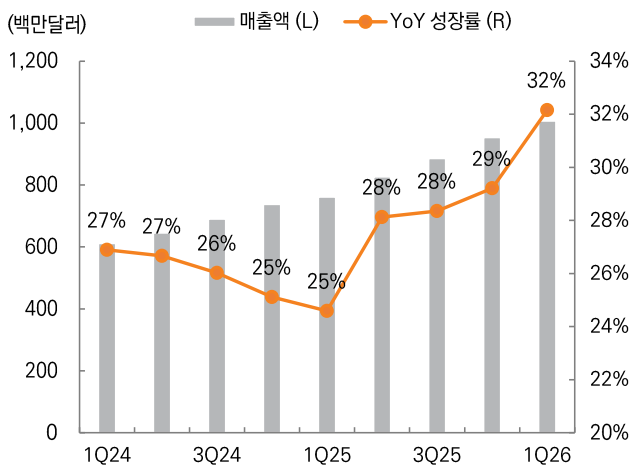
SaaS 기업들은 모두 사라질까?

25년 말부터 소프트웨어 기업 종말론이 대두되고 있다. 엔트로픽의 클로드를 비롯한 생성형 AI 모델들의 성능이 빠르게 고도화되면서, 기존 SaaS 기업들이 제공하던 기능의 상당 부분이 AI에 의해 대체될 수 있다는 우려가 확산되고 있기 때문이다. 과거에는 업무별로 세분화된 소프트웨어를 직접 구매해 사용해야 했다면, 이제는 자연어 기반 AI가 문서 작성, 데이터 분석, 코딩, 고객 응대 등 다양한 기능을 통합적으로 수행하기 시작했다.

다만 이는 소프트웨어 산업의 소멸이라기보다 구조 변화에 가까울 가능성이 높다. 실제로 AI 기능을 빠르게 내재화한 기업들은 오히려 사용량 증가와 가격 인상 효과를 동시에 누리고 있다. 핵심은 '소프트웨어가 사라지는가'보다 'AI 시대에 어떤 소프트웨어가 살아남는가'에 있다. 단순 기능형 SaaS보다 데이터 축적, 워크플로우 통합, AI 에이전트 연결성을 확보한 플랫폼 중심으로 시장 지배력이 강화될 것으로 보인다.

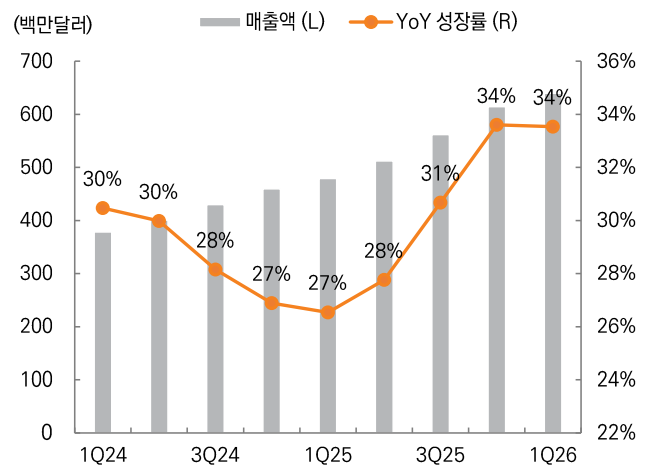
대표적으로 데이터독은 AI 워크로드 증가에 따른 모니터링 수요 확대를 기반으로 1분기 실적 서프라이즈를 시현했다. 클라우드스트라이크 역시 AI 확산에 따른 보안 위협 고도화를 배경으로 보안 수요가 확대되며 견조한 성장세를 이어가고 있으며, 클라우드플레어 또한 AI 에이전트 확산 과정에서 네트워크·보안·엣지 컴퓨팅 수요가 증가하며 AI 시대 핵심 인프라 기업으로 리레이팅되고 있다.

그림 35. 데이터독 매출액, YoY 성장률



자료: 데이터독, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 클라우드플레어 매출액, YoY 성장률



자료: 클라우드플레어, 미래에셋증권 리서치센터

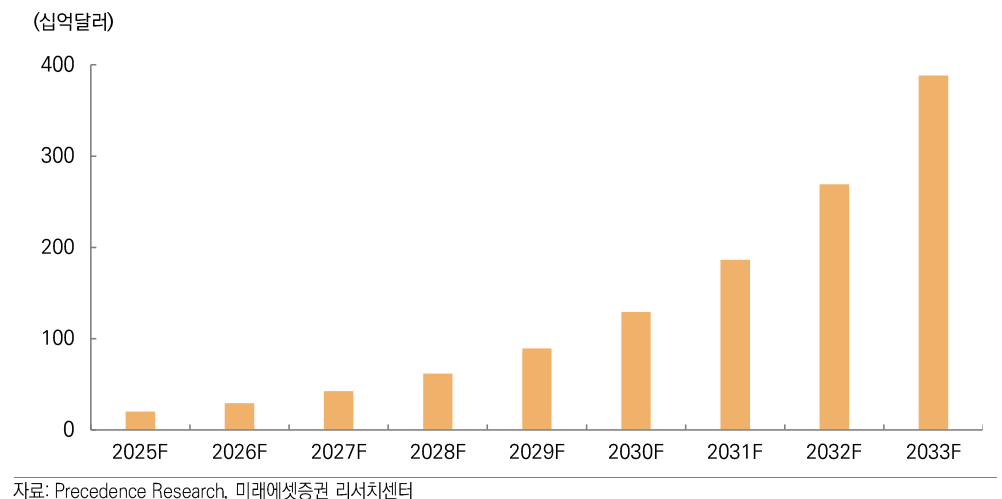
AI 인프라 확대 및 AX 수요 증가

생성형 AI의 확산은 기업들의 IT 인프라 구조 변화로 이어지고 있다. 과거 디지털 전환(DX)이 클라우드 및 업무 시스템 전산화 중심이었다면, 최근에는 생성형 AI를 실제 업무 프로세스에 적용하기 위한 AI 전환(AX) 수요가 빠르게 확대되는 모습이다. LLM 활용이 본격화되며 GPU 서버, 고속 네트워크, 데이터 처리 인프라 등 AI 연산 환경에 대한 투자 역시 증가하고 있다. 글로벌 빅테크 기업들의 AI 인프라 투자 확대와 함께 AI 서버·전력·네트워크 중심의 신규 투자 사이클이 형성되는 국면이다.

국내 기업들의 AI 도입 역시 단순 퍼블릭 AI 활용을 넘어 프라이빗 AI 구축 단계로 진화할 가능성이 높다. 금융·공공·제조업 중심으로 보안 및 데이터 통제 중요성이 높아지면서, 자체 데이터와 내부 업무 시스템 기반의 AI 구축 수요가 확대될 전망이다. 특히 ERP·그룹웨어·CRM 등 기존 업무 시스템과 생성형 AI를 연동하기 위해서는 시스템 통합 및 운영 역량이 필수적이다. 단순 AI 모델 도입보다 실제 업무 환경 내 AI 적용 및 운영 역량의 중요성이 높아질 것으로 예상된다.

이에 따라 국내 IT서비스 기업들 역시 AI 인프라 및 AX 시장 확대의 수혜가 가능할 전망이다. 삼성SDS, LG CNS 등은 기존 클라우드·SI 사업 역량을 기반으로 GPU 클라우드, 생성형 AI 플랫폼, AX 컨설팅 사업을 강화하고 있다. 특히 대기업 고객사 기반의 시스템 통합 경험과 업무 프로세스 이해도는 AI 도입 초기 단계에서 경쟁 우위 요인으로 작용할 가능성이 높다. 과거 DX 사이클에서는 클라우드 전환 수요가 성장 동력이었다면, 향후에는 기업들의 AX 수요가 새로운 성장 축으로 부각될 전망이다.

그림 37. 글로벌 기업용 AI 시장 규모 전망



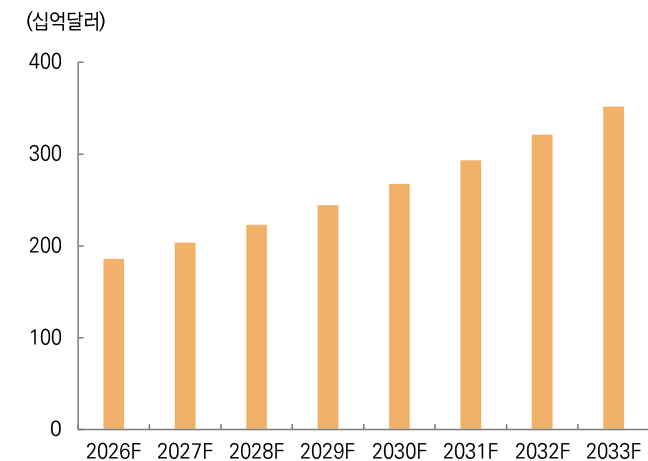
피지컬 AI 시대 개화에 따른 수혜

생성형 AI는 텍스트·이미지 생성 중심의 디지털 영역을 넘어, 현실 세계를 직접 인식·제어하는 피지컬 AI 단계로 확장되고 있다. 휴머노이드 로봇, 자율주행, 스마트팩토리, 물류 자동화 등 산업 현장에서 AI 적용이 본격화되는 모습이다. 글로벌 빅테크들 역시 단순 모델 경쟁을 넘어 로봇·산업 자동화·디지털 트윈 중심의 차세대 AI 시장 선점에 나서고 있으며, NVIDIA 또한 피지컬 AI를 AI 산업의 핵심 성장 축으로 제시하고 있다.

피지컬 AI 확산 과정에서는 기존 생성형 AI 대비 더욱 높은 수준의 산업용 IT 인프라 구축이 필요하다. 실시간 데이터 처리, 엣지 컴퓨팅, 센서 데이터 통합, 디지털 트윈 기반 시뮬레이션 등이 필수적이기 때문이다. 특히 제조·물류·에너지 산업에서는 ERP·MES·SCM 등 기존 업무 시스템과 AI를 연동하는 수요가 빠르게 확대될 가능성이 높다. 단순 AI 모델 도입보다 실제 산업 현장 내 운영 및 시스템 통합 역량의 중요성이 높아질 전망이다.

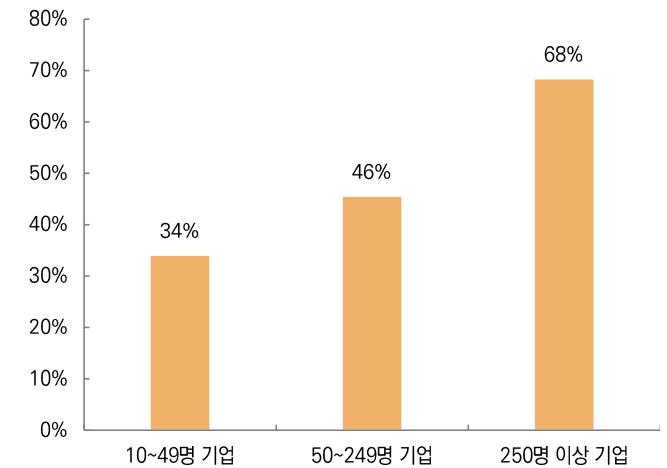
대규모 그룹사 캡티브 물량을 기반으로 산업 데이터와 레퍼런스를 확보한 소프트웨어 업체들의 수혜가 예상된다. 삼성SDS, LG CNS 등이 대표적이다. 과거 DX 사이클에서는 클라우드·ERP 전환 수요가 성장 동력이었다면 향후에는 AI 기반 운영 자동화 수요가 새로운 성장 축으로 부상할 가능성이 높다. 특히 AI 도입 초기에는 실제 산업 데이터와 대규모 운영 경험이 중요한 경쟁력으로 작용할 가능성이 높다는 점에서, 안정적인 캡티브 수요를 확보한 기업 중심의 밸류에이션 리레이팅 가능성에도 주목할 필요가 있다.

그림 38. 글로벌 스마트팩토리 시장 규모 전망



자료: Precedence Research, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 제조업 내 AI 도입률



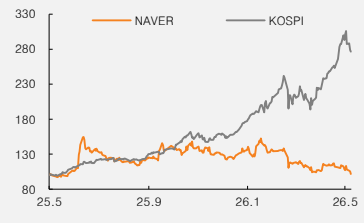
자료: 한국지능정보사회진흥원, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 280,000원
현재주가(26/5/20)	191,500원
상승여력	46.2%

영업이익(26F, 십억원)	2,378
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	2,418
EPS 성장률(26F, %)	-2.2
MKT EPS 성장률(26F, %)	235.0
P/E(26F, x)	15.8
MKT P/E(26F, x)	8.0
KOSPI	7,208.95
시가총액(십억원)	30,041
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	86.0
외국인 보유비중(%)	36.7
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	183,100
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.3	-25.5	3.5
상대주가	-22.6	-58.6	-62.6



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

NAVER

트래픽 감소 우려

26년 수익성 악화는 불가피

1분기 매출액 3조 2,410억원(+16% YoY), 영업이익 5,420억원(+7% YoY)으로 매출액은 컨센서스를 3% 상회, 영업이익은 3% 하회했다. 영업이익률은 16.7%로 YoY 1.4%p 하락했다. 수익성 악화는 인프라비 급증에 기인한다. 인프라비는 2,510억원(+32% YoY)으로 예상치를 15% 상회했다.

26F 매출액은 13조 7,160억원(+14% YoY), 영업이익은 2조 3,780억원(+8% YoY)을 기록할 전망이다. 인프라비 급증에 따른 수익성 악화는 불가피할 전망이다. 26F 영업이익률은 17.3%로 YoY 1%p 하락할 전망이다. GPU 투자 확대에 따른 비용 급증이 나타나고 있으나 신규 매출 발생에는 오랜 시간이 걸릴 전망이다.

플랫폼 트래픽 감소세 관찰

NAVER 앱의 체류시간 감소세가 관찰되고 있다. 트래픽 조사기관 닐슨 코리아클릭 기준 4월 NAVER 안드로이드 앱 월간 체류시간은 YoY 11% 감소(3월: -3% YoY) 하였고, 월평균 체류시간은 YoY 9% 감소(3월: -1% YoY)하며 하락세가 심화되었다. 센서타워 기준 4월 NAVER 앱 실행당 평균 체류시간은 YoY 8% 감소했다.

AI 브리핑 침투율을 확대하고 있음에도 체류시간 감소세가 발생하고 있는 점이 우려되는 부분이다. 쿼리 수 및 체류시간의 감소세가 지속될 경우 광고 부문 성장성 둔화는 불가피하다. 트래픽 반전을 위해서는 AI 브리핑의 퀄리티를 제고할 필요가 있다. 동사는 AI 브리핑 침투율을 연내 40%까지 상승시킬 계획이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 하향

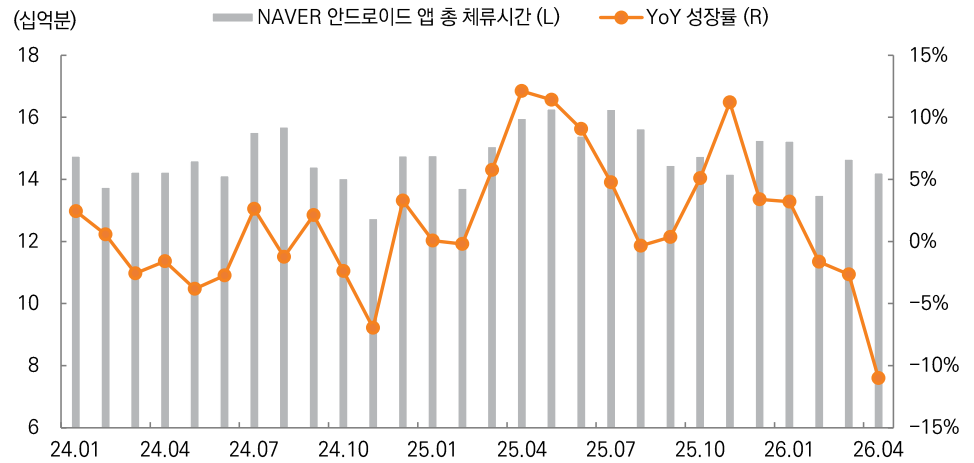
1) 인프라비 상향을 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준연도 변경(26F→27F), 3) 트래픽 감소세 관찰에 따른 타겟 멀티플 하향(P/E 29배→20배)을 반영해 목표주가를 400,000원에서 280,000원으로 하향한다. 26F P/E 16배, 27F P/E 14배 수준으로 밸류에이션 부담이 높지는 않으나 단기적인 모멘텀을 기대하기 어려운 구간이다.

트래픽 감소가 지속된다면 광고 성장성 둔화 및 수익성 악화 우려가 지속적으로 발생할 수밖에 없다. 체류시간 반전을 위해서는 AI 답변의 퀄리티를 높여 연결 링크로 가지 않게 되는 제로클릭 효과를 노릴 필요가 있다. 검색이 흔들리는 가운데 커머스 성장에 집중하는 전략은 동사의 리레이팅으로 이어지기는 어렵다는 판단이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,716	15,323	17,309
영업이익 (십억원)	1,979	2,208	2,378	2,652	3,161
영업이익률 (%)	18.4	18.3	17.3	17.3	18.3
순이익 (십억원)	1,923	1,953	1,899	2,196	2,671
EPS (원)	11,913	12,376	12,103	13,998	17,024
ROE (%)	7.9	7.4	6.5	6.9	7.9
P/E (배)	16.7	19.6	15.8	13.7	11.2
P/B (배)	1.2	1.3	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.5	1.7	1.7

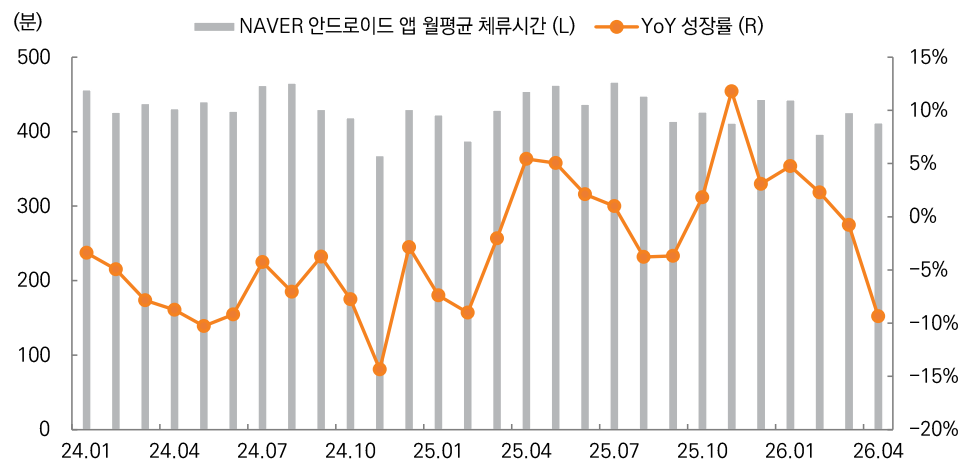
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. NAVER 안드로이드 앱 월간 총 체류시간



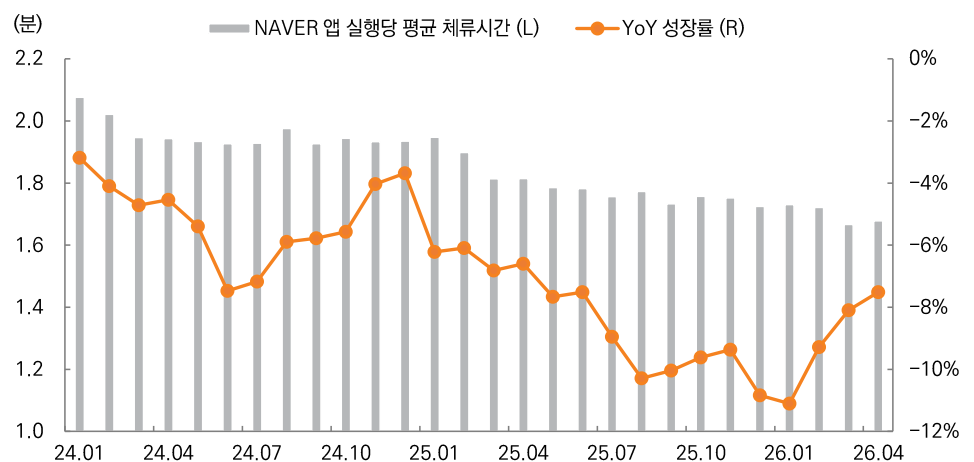
자료: 님스 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. NAVER 안드로이드 앱 월평균 체류시간



자료: 님스 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. NAVER 앱 실행당 평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,362	3,540	3,573	10,738	12,035	13,716	15,323
(% YoY)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	15.3%	12.8%	11.8%	11.0%	12.1%	14.0%	11.7%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,931	2,032	2,078	6,137	6,965	7,881	8,927
(% YoY)	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	14.1%	11.9%	12.3%	11.4%	13.5%	13.2%	13.3%
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,476	1,538	1,563	4,989	5,436	5,972	6,661
서비스	328	347	419	435	445	455	494	515	1,148	1,529	1,909	2,266
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	458	480	499	1,487	1,668	1,897	2,112
(% YoY)	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	12.9%	12.3%	11.3%	9.8%	12.2%	13.7%	11.4%
글로벌 도전	795	816	894	896	942	973	1,028	996	3,113	3,402	3,938	4,283
(% YoY)	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	19.1%	15.0%	11.1%	11.6%	9.3%	15.8%	8.8%
C2C	223	228	251	286	351	362	372	387	826	987	1,472	1,708
콘텐츠	446	462	498	445	440	458	493	440	1,776	1,851	1,831	1,849
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	153	163	168	511	564	635	726
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,795	2,900	2,944	8,758	9,827	11,338	12,671
(% YoY)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	16.8%	13.0%	13.9%	7.0%	12.2%	15.4%	11.8%
개발/운영비용	671	683	733	744	749	783	797	825	2,610	2,831	3,154	3,472
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,220	1,269	1,276	3,844	4,265	4,954	5,561
인프라	189	198	219	205	251	261	274	278	705	811	1,064	1,202
마케팅	430	482	502	506	512	531	559	565	1,599	1,920	2,167	2,436
영업이익	505	522	571	611	542	566	640	629	1,979	2,208	2,378	2,652
(% YoY)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	8.6%	12.1%	3.1%	32.9%	11.6%	7.7%	11.5%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	16.9%	18.1%	17.6%	18.4%	18.3%	17.3%	17.3%
지배주주순이익	425	489	726	313	285	503	558	552	1,923	1,953	1,899	2,196
NPM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	15.0%	15.8%	15.4%	17.9%	16.2%	13.8%	14.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	13,550	15,313	13,716	15,323	1%	0%	13,707	15,178	0%	1%	비용 추정치 전반 상향
영업이익	2,483	2,894	2,378	2,652	-4%	-8%	2,418	2,779	-2%	-5%	
지배주주순이익	2,169	2,535	1,899	2,196	-12%	-13%	1,990	2,363	-5%	-7%	
영업이익률	18.3%	18.9%	17.3%	17.3%	-	-	17.6%	18.3%	-	-	
순이익률	16.0%	16.6%	13.8%	14.3%	-	-	14.5%	15.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	2,196	
Target P/E (배)	20	2H25 평균 P/E. 성장성 의문 속 수익성 악화기
목표 시가총액 (십억원)	43,919	
주식 수 (천주)	156,874	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	191,500	
상승여력	46.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,035	13,716	15,323	17,309
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	12,035	13,716	15,323	17,309
판매비와관리비	9,827	11,338	12,671	14,148
조정영업이익	2,208	2,378	2,652	3,161
영업이익	2,208	2,378	2,652	3,161
비영업손익	212	166	276	400
금융손익	114	158	205	246
관계기업등 투자손익	495	-16	47	130
세전계속사업손익	2,420	2,544	2,928	3,561
계속사업법인세비용	601	640	732	890
계속사업이익	1,819	1,904	2,196	2,671
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,819	1,904	2,196	2,671
지배주주	1,953	1,899	2,196	2,671
비지배주주	-134	6	0	0
총포괄이익	1,938	1,904	2,196	2,671
지배주주	2,087	2,052	2,366	2,877
비지배주주	-150	-147	-170	-207
EBITDA	2,953	3,366	3,702	4,272
FCF	1,861	3,752	2,128	2,359
EBITDA 마진율 (%)	24.5	24.5	24.2	24.7
영업이익률 (%)	18.3	17.3	17.3	18.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	13.8	14.3	15.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,928	12,806	14,246	16,113
현금 및 현금성자산	5,984	7,786	9,148	10,435
매출채권 및 기타채권	1,593	1,593	1,593	1,799
재고자산	20	20	21	23
기타유동자산	3,331	3,407	3,484	3,856
비유동자산	30,156	33,662	34,083	34,509
관계기업투자등	16,649	18,780	18,968	19,157
유형자산	3,608	3,837	4,063	4,289
무형자산	3,421	4,556	4,560	4,569
자산총계	41,084	46,468	48,329	50,622
유동부채	8,019	9,366	9,438	9,511
매입채무 및 기타채무	978	988	998	1,008
단기금융부채	1,962	2,400	2,402	2,405
기타유동부채	5,079	5,978	6,038	6,098
비유동부채	4,113	4,619	4,645	4,670
장기금융부채	2,211	2,047	2,047	2,047
기타비유동부채	1,902	2,572	2,598	2,623
부채총계	12,131	13,985	14,083	14,181
지배주주지분	27,582	31,106	32,869	35,063
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	27,626	29,131	30,894	33,088
비지배주주지분	1,371	1,377	1,377	1,377
자본총계	28,953	32,483	34,246	36,440

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,096	4,905	3,338	3,630
당기순이익	1,819	1,904	2,196	2,671
비현금수익비용가감	1,362	1,446	1,553	1,731
유형자산감가상각비	680	923	985	1,046
무형자산상각비	65	65	66	66
기타	617	458	502	619
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	2,012	92	-152
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	0	0	-64
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	0	0	0
법인세납부	-707	-640	-732	-890
투자활동으로 인한 현금흐름	-744	-2,430	-1,357	-1,680
유형자산처분(취득)	-1,220	-1,153	-1,211	-1,271
무형자산감소(증가)	-84	-1,200	-70	-75
장단기금융자산의 감소(증가)	449	-77	-77	-334
기타투자활동	111	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-524	-555	-430	-474
장단기금융부채의 증가(감소)	372	-162	2	2
자본의 증가(감소)	164	0	0	0
배당금의 지급	-168	-394	-433	-476
기타재무활동	-892	1	1	0
현금의 증가	1,788	1,802	1,362	1,287
기초현금	4,196	5,984	7,786	9,148
기말현금	5,984	7,786	9,148	10,435

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

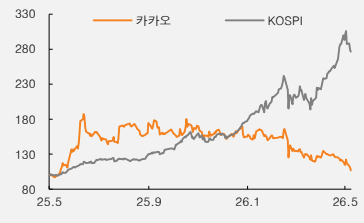
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	19.6	15.8	13.7	11.2
P/CF (x)	12.0	9.0	8.0	6.8
P/B (x)	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	11.9	7.4	6.4	5.1
EPS (원)	12,376	12,103	13,998	17,024
CFPS (원)	20,154	21,356	23,896	28,060
BPS (원)	180,117	202,557	213,797	227,785
DPS (원)	2,630	2,893	3,182	3,182
배당성향 (%)	21.6	22.7	21.7	17.8
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	12.1	14.0	11.7	13.0
EBITDA증가율 (%)	11.3	14.0	10.0	15.4
조정영업이익증가율 (%)	11.6	7.7	11.5	19.2
EPS증가율 (%)	3.9	-2.2	15.7	21.6
매출채권 회전율 (회)	24.8	27.9	31.2	33.1
재고자산 회전율 (회)	573.4	674.4	746.0	787.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	4.3	4.6	5.4
ROE (%)	7.4	6.5	6.9	7.9
ROIC (%)	37.7	38.4	42.1	47.3
부채비율 (%)	41.9	43.1	41.1	38.9
유동비율 (%)	136.3	136.7	150.9	169.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.6	-19.8	-23.0	-26.1
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	21.7	24.6	29.4

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 58,000원
현재주가(26/5/20)	40,150원
상승여력	44.5%

영업이익(26F,십억원)	977
Consensus 영업이익(26F,십억원)	950
EPS 성장률(26F,%)	51.6
MKT EPS 성장률(26F,%)	235.0
P/E(26F,x)	23.9
MKT P/E(26F,x)	8.0
KOSPI	7,208.95
시가총액(십억원)	17,734
발행주식수(백만주)	442
유동주식비율(%)	75.6
외국인 보유비중(%)	28.8
베타(12M) 일간수익률	0.85
52주 최저가(원)	36,550
52주 최고가(원)	70,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-17.8	-32.1	9.8
상대주가	-29.1	-62.3	-60.4



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

카카오

증명이 필요한 시기

자회사 정리를 통한 체질 개선

1분기 매출액 1조 9,420억원(+11% YoY)으로 컨센서스에 부합, 영업이익은 2,110억원(+66% YoY)으로 컨센서스를 18% 상회했다. 영업이익 서프라이즈는 카카오게임즈 연결 제거 효과에 기인한다. 카카오게임즈, 다음 등 비핵심 부문 정리가 이어지고 있다. 1분기 기준 연결 자회사는 93개까지 감소했다.

26년 매출액 8조 3,770억원(+9% YoY), 영업이익 9,770억원(+27% YoY)을 기록할 전망이다. 적자 자회사들의 연결 제거 효과가 본격화되면서 영업이익률은 25년 10.1%에서 26년 11.7%까지 개선될 전망이다. 25년 기준 카카오헬스케어와 카카오게임즈를 포함한 연결 제외 법인의 합산 영업 손실은 천억원 규모로 추정된다.

트래픽 상승세 증명이 필요

모멘텀이 다시금 발생하기 위해서는 트래픽 상승세를 증명할 필요가 있다. 동사는 지난해 하반기 앱 개편과 에이전트 기능 도입을 통해 일 평균 체류시간을 20% 증가시키겠다는 목표를 밝힌 바 있다. 4분기 10% 수준의 일 평균 체류시간 반전을 경험했으나 26년 상반기 추가적인 체류시간 상승세는 관찰되고 있지 않다.

피드형으로의 친구탭 개편은 기대 이상의 체류시간을 발생시키고 있으나 챗GPT 포 카카오와 카나나의 체류시간 증대 효과는 상대적으로 미진한 상황이다. 두 서비스 모두 아직 인지도가 낮은 수준임을 감안 시 프로모션 본격화 이후 트래픽이 상승할 가능성은 존재한다

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 58,000원으로 하향

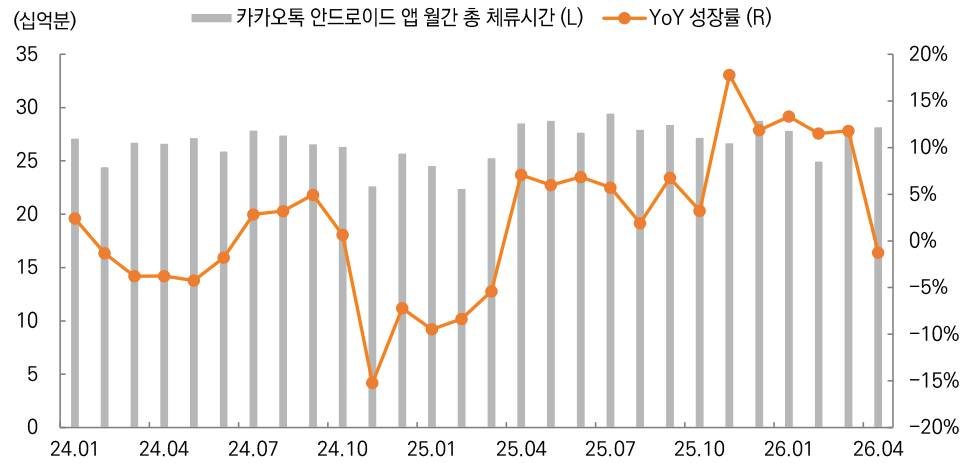
1) 카카오게임즈 연결 제외 및 비용 추정치 상향을 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준 연도 변경(26F→27F), 3) 타겟 멀티플 하향(P/E 46배→31배)을 반영해 목표주가를 78,000원에서 58,000원으로 하향한다. 26F P/E 24배, 27F P/E 22배 수준에서 거래 중이다. 자회사 정리를 통한 수익성 개선이 이뤄지고 있는 점은 긍정적이다.

다만 시장에서 기대하고 있는 AI 도입을 통한 카카오톡 체류시간 성장세 가속화라는 가시적인 성과가 나타나기 전까지는 리레이팅이 이뤄지기 어렵다는 판단이다. 주요 플랫폼과의 제휴를 통해 카나나의 AI 서비스를 다변화할 필요가 있다. 하반기에는 결제까지 이뤄지는 에어전트 커머스를 구현할 계획이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	7,864	8,099	8,377	9,202	10,219
영업이익 (십억원)	495	732	977	1,176	1,474
영업이익률 (%)	6.3	9.0	11.7	12.8	14.4
순이익 (십억원)	55	491	744	826	1,071
EPS (원)	124	1,110	1,683	1,871	2,424
ROE (%)	0.6	4.6	6.4	6.7	8.0
P/E (배)	306.9	54.1	23.9	21.5	16.6
P/B (배)	1.7	2.4	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

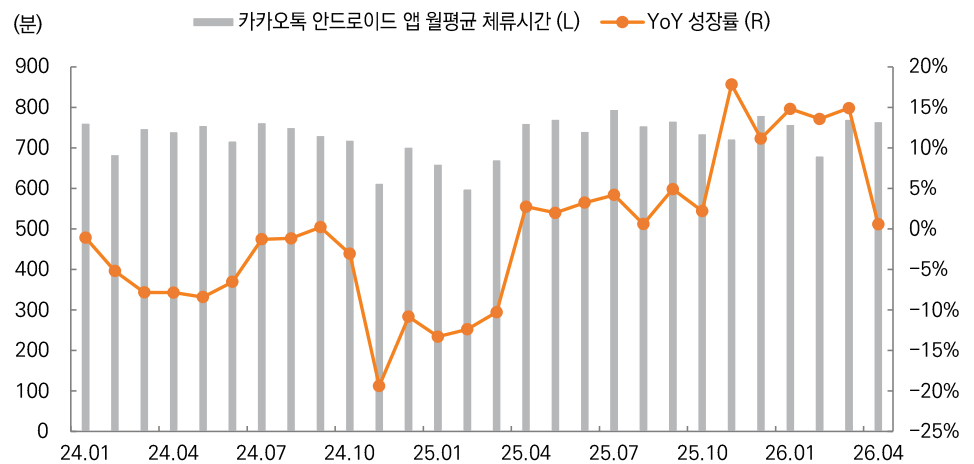
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 카카오톡 안드로이드 앱 월간 총 체류시간



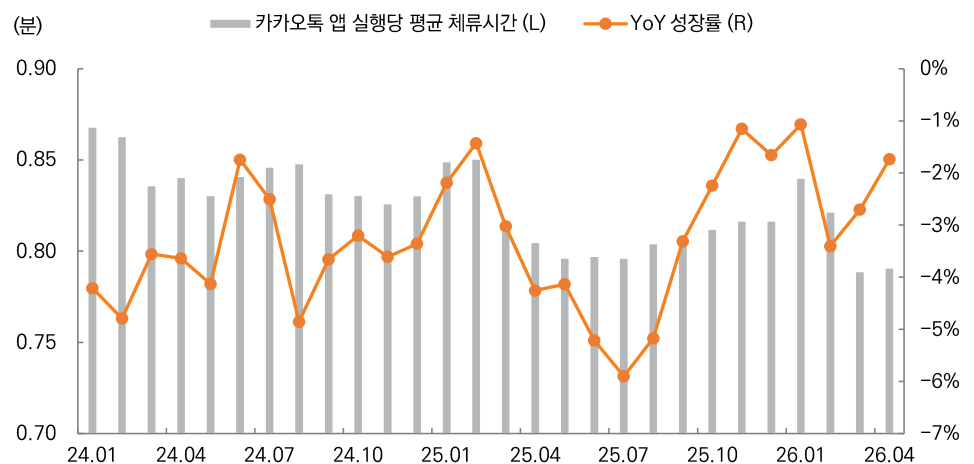
자료: 님스 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 카카오톡 안드로이드 앱 월평균 체류시간



자료: 님스 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 카카오톡 앱 실행당 평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,748	1,917	1,962	2,042	1,942	2,083	2,108	2,244	7,864	7,670	8,377	9,202
(% YoY)	-12.1%	-4.3%	2.2%	4.5%	11.1%	8.6%	7.4%	9.9%	4.1%	-2.5%	9.2%	9.9%
플랫폼부문	1,022	1,087	1,090	1,229	1,183	1,244	1,246	1,389	3,893	4,429	5,062	5,758
1) 토크비즈	559	546	538	630	609	617	612	711	2,082	2,272	2,548	2,891
2) 포털비즈	74	79	73	72	68	71	66	65	332	298	269	242
3) 플랫폼 기타	389	463	479	527	506	557	569	614	1,480	1,859	2,246	2,625
콘텐츠부문	726	831	872	813	759	839	862	854	3,971	3,241	3,315	3,445
1) 뮤직	438	517	565	525	485	552	574	581	1,920	2,045	2,192	2,322
2) 스토리	213	219	212	192	182	194	193	178	864	835	748	735
3) 미디어	75	94	96	96	92	93	94	95	313	361	375	388
영업비용	1,621	1,714	1,738	1,826	1,731	1,846	1,860	1,963	7,369	6,898	7,400	8,026
인건비	426	439	429	455	445	455	450	468	1,892	1,748	1,819	1,909
매출연동비	659	679	698	740	701	736	740	805	3,011	2,775	2,982	3,268
외주/인프라비	190	218	245	238	208	237	263	261	875	891	969	1,065
마케팅비	75	79	92	109	73	95	86	87	404	354	341	386
상각비	193	209	195	192	197	215	211	224	859	790	847	921
기타	78	90	80	92	107	108	110	117	327	340	442	479
영업이익	127	204	224	216	211	237	248	280	495	771	977	1,176
(% YoY)	-0.7%	43.9%	60.7%	151.1%	66.0%	16.5%	10.8%	29.8%	7.5%	55.7%	26.7%	20.4%
영업이익률	7.3%	10.6%	11.4%	10.6%	10.9%	11.4%	11.8%	12.5%	6.3%	10.1%	11.7%	12.8%
지배주주순이익	172	161	125	33	172	178	186	209	55	491	744	826
NPM	9.8%	8.4%	6.4%	1.6%	8.8%	8.5%	8.8%	9.3%	0.7%	6.4%	8.9%	9.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	8,769	9,892	8,377	9,202	-4%	-7%	8,363	9,028	0%	2%	카카오게임즈 연결 제거 인건비 등 비용 추정치 상향
영업이익	928	1,256	977	1,176	5%	-6%	950	1,113	3%	6%	
지배주주순이익	747	993	744	826	0%	-17%	683	831	9%	-1%	
영업이익률	10.6%	12.7%	11.7%	12.8%	-	-	11.4%	12.3%	-	-	
순이익률	8.5%	10.0%	8.9%	9.0%	-	-	8.2%	9.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 밸류에이션

구분	내용	비고
27F 지배주주순이익 (십억원)	826	
Target P/E (배)	31	26년 상반기 12MF P/E 평균 AI 도입을 통한 체류시간 반전 모색기
목표 시가총액 (십억원)	25,618	
주식 수 (천주)	441,691	
목표주가 (원)	58,000	
현재주가 (원)	40,150	
상승여력	44.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	8,099	8,377	9,202	10,219
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8,099	8,377	9,202	10,219
판매비와관리비	7,367	7,400	8,026	8,745
조정영업이익	732	977	1,176	1,474
영업이익	732	977	1,176	1,474
비영업손익	-110	181	0	0
금융손익	1	36	66	95
관계기업등 투자손익	90	87	-124	-153
세전계속사업손익	622	1,158	1,176	1,474
계속사업법인세비용	95	252	294	369
계속사업이익	527	906	882	1,106
중단사업이익	-9	-60	0	0
당기순이익	518	846	882	1,106
지배주주	491	744	826	1,071
비지배주주	26	102	56	35
총포괄이익	1,306	846	882	1,106
지배주주	1,324	858	894	1,120
비지배주주	-17	-11	-12	-15
EBITDA	1,572	1,598	1,693	1,933
FCF	926	115	1,176	1,304
EBITDA 마진율 (%)	19.4	19.1	18.4	18.9
영업이익률 (%)	9.0	11.7	12.8	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	6.1	8.9	9.0	10.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	12,374	16,209	16,784	18,123
현금 및 현금성자산	6,374	8,012	8,453	9,639
매출채권 및 기타채권	1,367	1,339	1,420	1,518
재고자산	77	77	78	79
기타유동자산	4,556	6,781	6,833	6,887
비유동자산	15,409	13,852	13,593	13,432
관계기업투자등	2,517	2,558	2,584	2,610
유형자산	1,557	1,343	1,219	1,148
무형자산	5,228	3,842	3,678	3,561
자산총계	27,784	30,061	30,377	31,555
유동부채	8,780	11,147	10,604	10,699
매입채무 및 기타채무	2,158	2,180	2,201	2,223
단기금융부채	1,518	2,159	1,525	1,529
기타유동부채	5,104	6,808	6,878	6,947
비유동부채	3,779	2,875	2,886	2,896
장기금융부채	2,550	1,842	1,842	1,842
기타비유동부채	1,229	1,033	1,044	1,054
부채총계	12,559	14,023	13,490	13,595
지배주주지분	11,276	11,987	12,780	13,818
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	8,803	8,803	8,803	8,803
이익잉여금	2,685	3,396	4,189	5,227
비지배주주지분	3,949	4,051	4,107	4,142
자본총계	15,225	16,038	16,887	17,960

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,405	305	1,385	1,534
당기순이익	518	846	882	1,106
비현금수익비용가감	1,014	709	633	622
유형자산감가상각비	583	404	333	301
무형자산상각비	258	217	184	158
기타	173	88	116	163
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-106	-1,162	-14	-31
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-27	-6	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-20	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	131	2	2	2
법인세납부	-243	-236	-294	-369
투자활동으로 인한 현금흐름	-478	1,473	-252	-293
유형자산처분(취득)	-465	-190	-209	-230
무형자산감소(증가)	-102	1,169	-20	-40
장단기금융자산의 감소(증가)	-843	494	-23	-23
기타투자활동	932	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-708	-101	-666	-29
장단기금융부채의 증가(감소)	-404	-68	-633	4
자본의 증가(감소)	-108	0	0	0
배당금의 지급	-39	-33	-33	-33
기타재무활동	-157	0	0	0
현금의 증가	204	1,638	441	1,186
기초현금	6,170	6,374	8,012	8,453
기말현금	6,374	8,012	8,453	9,639

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

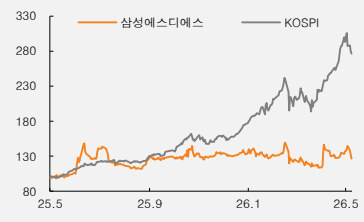
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	54.1	23.9	21.5	16.6
P/CF (x)	17.4	11.4	11.7	10.3
P/B (x)	2.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	16.4	8.9	7.8	6.2
EPS (원)	1,110	1,683	1,871	2,424
CFPS (원)	3,461	3,519	3,431	3,911
BPS (원)	25,486	27,142	28,938	31,288
DPS (원)	75	75	75	75
배당성향 (%)	6.4	3.9	3.7	3.0
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	3.0	3.4	9.9	11.1
EBITDA증가율 (%)	18.2	1.6	5.9	14.2
조정영업이익증가율 (%)	47.8	33.5	20.4	25.3
EPS증가율 (%)	791.9	51.6	11.1	29.6
매출채권 회전율 (회)	14.5	14.6	15.9	17.5
재고자산 회전율 (회)	102.8	108.9	118.4	130.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.9	2.9	2.9	3.6
ROE (%)	4.6	6.4	6.7	8.0
ROIC (%)	16.0	20.2	33.4	45.3
부채비율 (%)	82.5	87.4	79.9	75.7
유동비율 (%)	140.9	145.4	158.3	169.4
순차입금/자기자본 (%)	-31.5	-47.1	-51.2	-54.9
조정영업이익/금융비용 (x)	4.1	5.7	7.6	10.4

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	240,000원
현재주가(26/5/20)	164,800원
상승여력	45.6%

영업이익(26F, 십억원)	826
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	830
EPS 성장률(26F, %)	-6.4
MKT EPS 성장률(26F, %)	235.0
P/E(26F, x)	17.9
MKT P/E(26F, x)	8.0
KOSPI	7,208.95
시가총액(십억원)	12,752
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	50.9
외국인 보유비중(%)	19.3
베타(12M) 일간수익률	0.93
52주 최저가(원)	127,700
52주 최고가(원)	195,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.3	-2.1	29.1
상대주가	-20.9	-45.6	-53.4



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

삼성에스디에스

AI 시대의 확실한 수혜주

투자 의견 '매수', 목표주가 240,000원, 커버리지 개시

삼성에스디에스에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 240,000원(27F 타겟 P/E 22배)으로 커버리지를 개시한다. 타겟 멀티플은 클라우드 전환 본격화 구간이었던 19년 평균 P/E다. 26F P/E 18배, 27F P/E 15배 수준에서 거래 중이다. 투자 확대에 따른 성장성 회복에 대한 기대감이 하반기 이후 본격화될 전망이다.

10조원 규모 투자는 중장기 성장성을 크게 끌어올릴 전망이다. 5조원이 신규 AI 데이터센터 구축에 투입될 경우, 중장기적으로 연간 2조원 수준의 매출 기여가 가능할 것으로 추정한다. 또한 약 4조원의 자금을 활용해 피지컬 AI 관련 기업 인수 및 사업 확장에 나설 경우, 중장기적인 멀티플 리레이팅 가능성도 높다고 판단한다.

AI 인프라 선도 기업

AI 시대 개화는 GPU·전력·네트워크 중심의 AI 데이터센터 수요 급증으로 이어지는 중이다. 글로벌에서는 코어워브·오라클 등 AI 특화 CSP 업체들의 수혜가 본격화되고 있다. 국내에서는 동사가 데이터센터·클라우드·GPU 인프라 역량을 강점으로 AI 인프라 시장 확대 국면에서 앞서 나가고 있다.

27년 클라우드 매출액은 3조 6,220억원으로 YoY 성장률이 18%까지 가속화될 전망이다. 특히 구미 등 신규 AI 데이터센터가 본격 가동되는 29년부터는 CSP 사업 성장세가 한 단계 레벨업될 가능성이 높다. 현재 약 120MW 수준인 데이터센터 CAPA는 29년 두 배 이상 확대될 전망이다.

AX 시장 성장의 수혜

현재는 전 산업에서 AI 전환 논의가 본격화되는 초기 단계에 불과하다. 기업 규모가 확대될수록 단순 프론티어 모델 활용을 넘어 프라이빗 모델 구축 필요성이 높아지고 있다. 특히 금융·공공·제조업 중심으로 보안 및 데이터 통제 중요성이 부각되며, 자체 데이터와 내부 업무 시스템 기반 AI 구축 수요가 빠르게 확대될 전망이다.

동사는 금융·공공·제조업 중심의 대형 SI 수행 경험과 클라우드 운영 역량을 강점으로 보유하고 있다. 특히 공공·금융 부문은 높은 보안성과 데이터 통제가 요구되는 만큼 프라이빗 AI 구축 수요 확대의 직접적인 수혜가 가능할 전망이다. 또한 동사는 AI·AX 서비스에 1조원을 투자하며 경쟁력을 제고해나갈 계획이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	13,828	13,930	14,169	14,876	15,841
영업이익 (십억원)	911	957	826	1,096	1,307
영업이익률 (%)	6.6	6.9	5.8	7.4	8.3
순이익 (십억원)	757	760	711	845	998
EPS (원)	9,783	9,816	9,190	10,915	12,896
ROE (%)	8.4	7.9	7.0	7.9	8.8
P/E (배)	13.1	17.5	17.9	15.1	12.8
P/B (배)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.1
배당수익률 (%)	2.3	1.9	1.9	1.9	1.9

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

표 15. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,569	3,545	3,702	13,828	13,930	14,169	14,876
(% YoY)	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	1.6%	4.5%	4.7%	4.2%	0.7%	1.7%	5.0%
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,690	1,705	1,788	6,401	6,544	6,793	7,382
(% YoY)	3.0%	5.8%	-2.1%	2.3%	0.6%	0.7%	6.8%	7.1%	4.8%	2.2%	3.8%	8.7%
Cloud	653	665	675	688	691	769	790	816	2,323	2,680	3,066	3,622
(% YoY)	23.0%	19.6%	5.9%	14.7%	5.8%	15.7%	17.1%	18.7%	23.5%	15.4%	14.4%	18.1%
SI	236	318	241	246	243	246	249	251	1,079	1,041	989	1,014
(% YoY)	-18.3%	18.8%	-5.9%	-7.5%	3.0%	-22.6%	3.1%	2.0%	-6.3%	-3.4%	-5.0%	2.5%
ITO	712	695	680	735	677	674	666	721	2,999	2,822	2,738	2,746
(% YoY)	-3.1%	-8.9%	-7.6%	-4.0%	-4.9%	-3.0%	-2.0%	-2.0%	-2.4%	-5.9%	-3.0%	0.3%
물류	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,880	1,840	1,914	7,427	7,386	7,376	7,494
(% YoY)	11.6%	2.9%	-7.4%	-7.1%	-7.8%	3.0%	2.0%	1.0%	3.6%	-0.5%	-0.1%	1.6%
매출원가	2,944	2,989	2,894	3,023	2,959	3,042	3,012	3,138	11,816	11,850	12,151	12,578
(% YoY)	6.8%	4.2%	-5.2%	-3.6%	0.5%	1.8%	4.1%	3.8%	2.9%	0.3%	2.5%	3.5%
(% of Sales)	84.4%	85.1%	85.3%	85.5%	88.2%	85.2%	85.0%	84.8%	85.4%	85.1%	85.8%	84.6%
판매비	277	293	265	288	316	298	277	301	1,101	1,123	1,192	1,202
(% YoY)	4.8%	5.1%	0.8%	-2.5%	13.9%	1.6%	4.5%	4.7%	11.5%	2.0%	6.1%	0.9%
(% of Sales)	7.9%	8.3%	7.8%	8.1%	9.4%	8.3%	7.8%	8.1%	8.0%	8.1%	8.4%	8.1%
영업이익	269	230	232	226	78	230	256	262	911	957	826	1,096
(% YoY)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	-0.2%	10.2%	16.0%	12.7%	5.0%	-13.7%	32.6%
영업이익률	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.4%	7.2%	7.1%	6.6%	6.9%	5.8%	7.4%
지배주주순이익	212	171	195	182	92	192	211	216	757	760	711	845
NPM	6.1%	4.9%	5.8%	5.2%	2.8%	5.4%	6.0%	5.8%	5.5%	5.5%	5.0%	5.7%

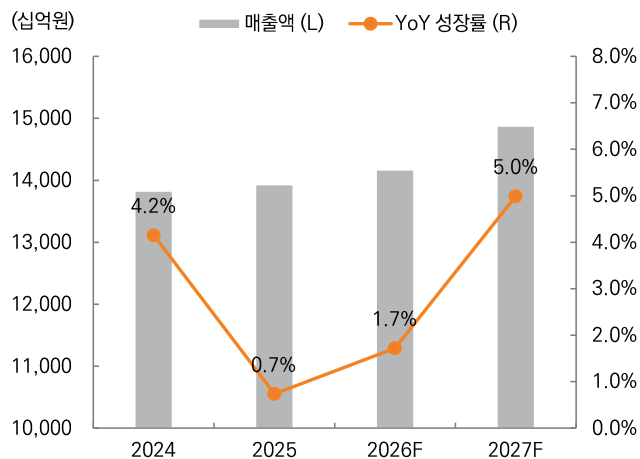
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	845	
Target P/E (배)	22	2019년 P/E 평균. 클라우드 전환 본격화 시기
목표 시가총액 (십억원)	18,581	
주식 수 (천주)	77,378	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	164,800	
상승여력	45.6%	

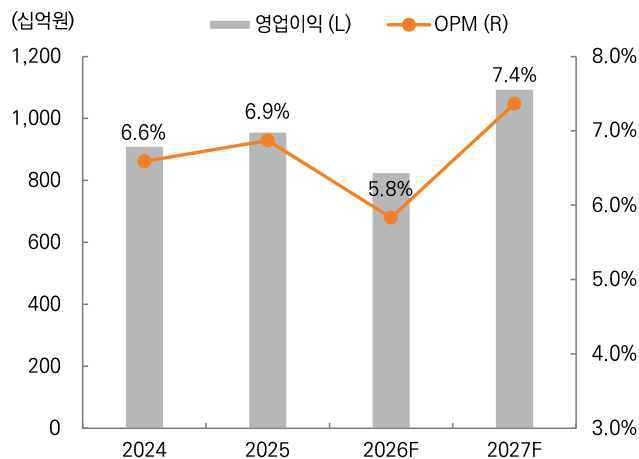
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 연간 매출액, YoY 성장률 전망



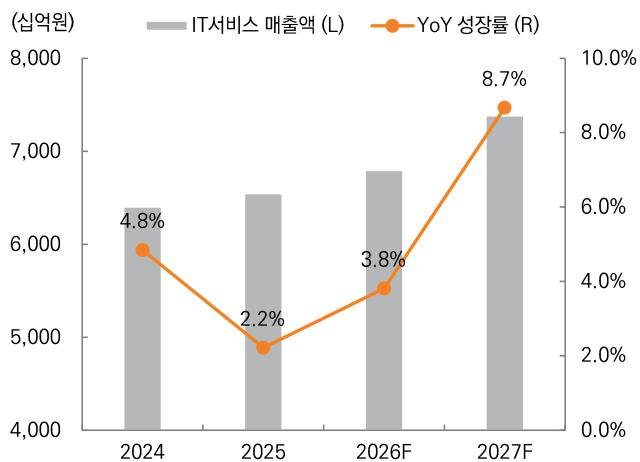
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 연간 영업이익, OPM 전망



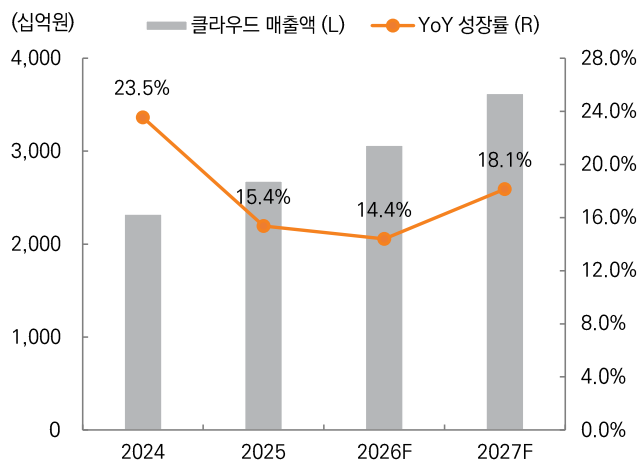
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. IT서비스 매출액, YoY 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 클라우드 매출액, YoY 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성에스디에스 (018260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,930	14,169	14,876	15,841
매출원가	11,850	12,151	12,578	13,260
매출총이익	2,080	2,018	2,298	2,581
판매비와관리비	1,123	1,192	1,202	1,274
조정영업이익	957	826	1,096	1,307
영업이익	957	826	1,096	1,307
비영업손익	119	157	69	69
금융손익	136	156	174	192
관계기업등 투자손익	6	1	-105	-123
세전계속사업손익	1,076	983	1,165	1,376
계속사업법인세비용	293	260	303	358
계속사업이익	783	723	862	1,018
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	783	723	862	1,018
지배주주	760	711	845	998
비지배주주	23	12	17	20
총포괄이익	821	723	862	1,018
지배주주	806	710	846	999
비지배주주	15	13	16	19
EBITDA	1,587	1,413	1,696	1,927
FCF	888	944	825	956
EBITDA 마진율 (%)	11.4	10.0	11.4	12.2
영업이익률 (%)	6.9	5.8	7.4	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	5.0	5.7	6.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,406	10,128	10,723	11,451
현금 및 현금성자산	1,559	2,142	2,624	3,223
매출채권 및 기타채권	2,595	2,644	2,703	2,778
재고자산	15	16	16	16
기타유동자산	5,237	5,326	5,380	5,434
비유동자산	4,048	4,063	4,109	4,180
관계기업투자등	113	115	116	117
유형자산	1,752	1,765	1,798	1,844
무형자산	824	824	836	859
자산총계	13,454	14,191	14,832	15,630
유동부채	2,332	2,599	2,623	2,646
매입채무 및 기타채무	678	662	669	675
단기금융부채	262	262	262	262
기타유동부채	1,392	1,675	1,692	1,709
비유동부채	859	852	855	858
장기금융부채	555	555	555	555
기타비유동부채	304	297	300	303
부채총계	3,191	3,452	3,478	3,504
지배주주지분	9,916	10,380	10,978	11,730
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	8,530	8,995	9,592	10,344
비지배주주지분	347	359	376	396
자본총계	10,263	10,739	11,354	12,126

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,203	1,514	1,425	1,586
당기순이익	783	723	862	1,018
비현금수익비용가감	920	691	729	787
유형자산감가상각비	599	556	567	584
무형자산상각비	31	30	33	37
기타	290	105	129	166
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-347	204	-37	-52
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-32	-31	-18	-18
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-112	-18	6	6
법인세납부	-297	-260	-303	-358
투자활동으로 인한 현금흐름	-824	-683	-694	-740
유형자산처분(취득)	-313	-570	-600	-630
무형자산감소(증가)	-44	-30	-45	-60
장단기금융자산의 감소(증가)	-466	-83	-49	-50
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-509	-247	-247	-247
장단기금융부채의 증가(감소)	-167	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-233	-247	-247	-247
기타재무활동	-109	0	0	0
현금의 증가	-110	583	483	599
기초현금	1,669	1,559	2,142	2,624
기말현금	1,559	2,142	2,624	3,223

자료: 삼성에스디에스, 미래에셋증권 리서치센터

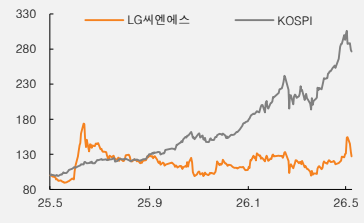
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	17.5	17.9	15.1	12.8
P/CF (x)	7.8	9.0	8.0	7.1
P/B (x)	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.1	4.9	3.8	3.0
EPS (원)	9,816	9,190	10,915	12,896
CFPS (원)	22,006	18,274	20,561	23,326
BPS (원)	128,172	134,173	141,899	151,607
DPS (원)	3,190	3,190	3,190	3,190
배당성향 (%)	31.5	34.1	28.6	24.2
배당수익률 (%)	1.9	1.9	1.9	1.9
매출액증가율 (%)	0.7	1.7	5.0	6.5
EBITDA증가율 (%)	4.5	-11.0	20.0	13.7
조정영업이익증가율 (%)	5.0	-13.7	32.6	19.3
EPS증가율 (%)	0.3	-6.4	18.8	18.2
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.8	8.1	8.6
재고자산 회전율 (회)	808.4	907.3	939.8	990.9
매입채무 회전율 (회)	18.3	21.1	22.1	23.0
ROA (%)	5.9	5.2	5.9	6.7
ROE (%)	7.9	7.0	7.9	8.8
ROIC (%)	14.8	12.9	17.8	20.7
부채비율 (%)	31.1	32.1	30.6	28.9
유동비율 (%)	403.4	389.6	408.8	432.7
순차입금/자기자본 (%)	-54.2	-58.0	-59.5	-61.1
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	18.0	23.8	28.4

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	110,000원
현재주가(26/5/20)	71,200원
상승여력	54.5%

영업이익(26F,십억원)	608
Consensus 영업이익(26F,십억원)	617
EPS 성장률(26F,%)	5.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	235.0
P/E(26F,x)	14.8
MKT P/E(26F,x)	8.0
KOSPI	7,208.95
시가총액(십억원)	6,898
발행주식수(백만주)	97
유동주식비율(%)	49.7
외국인 보유비중(%)	6.2
베타(12M) 일간수익률	1.14
52주 최저가(원)	50,200
52주 최고가(원)	97,400

(%)	1M	6M	12M
절대주가	9.2	22.3	34.8
상대주가	-5.8	-32.0	-51.3



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

LG씨엔에스

AI, 로봇 전환 수혜 본격화

투자 의견 '매수', 목표주가 110,000원, 커버리지 개시

LG씨엔에스에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 110,000원(27F 타겟 P/E 20배), 소프트웨어 업종 내 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 타겟 멀티플 20배는 25년 상반기 신사업 기대감이 반영되던 시기의 12MF P/E 밴드 상단 수준이다. 동사는 26F P/E 15배, 27F P/E 13배 수준에서 거래 중이다.

AI, 로봇, 디지털화폐 전환에 따른 수혜를 모두 누릴 수 있는 기업으로 하반기 강력한 모멘텀을 예상한다. 당초 우려와 달리 기업들의 프론티어 모델 도입은 오히려 SI 수요 확대를 유발하고 있다. 시스템 전환 수요 증가에 따른 탑라인 성장세가 가속화되는 가운데 AI 생산성 증대에 따른 수익성 개선도 본격화될 전망이다.

기업 전반 AX 수요 폭증에 따른 수혜 발생

현재는 전 산업에서 AI 전환 논의가 본격화되는 초기 단계에 불과하다. 기업 규모가 확대될수록 단순 프론티어 모델 활용을 넘어 프라이빗 모델 구축 필요성이 높아지고 있다. 특히 금융·공공·제조업 중심으로 보안 및 데이터 통제 중요성이 부각되며, 자체 데이터와 내부 업무 시스템 기반 AI 구축 수요가 빠르게 확대될 전망이다.

클라우드 기반 AI 수요 확대에 따라 동사의 27년 클라우드&AI 매출액은 4조 3,150억원으로 YoY 성장률이 12%까지 가속화될 전망이다. 금융·공공·제조업 중심 AX 사업 수주가 본격화되며 대외 매출 비중 역시 확대되고 있다. 이에 따라 27년 동사의 캡티브 의존도는 50% 미만까지 하락할 전망이다.

로봇과 디지털화폐 전환 수혜도 존재

제조업체들의 로봇 도입 확대에 따라 스마트엔지니어링 부문 성장세 역시 가속화될 전망이다. 27년 스마트엔지니어링 매출액은 1조 3,740억원(+8% YoY)을 기록할 전망이다. 동사는 최근 로봇 학습·운영 플랫폼 '피지컬웍스'를 선보이며 피지컬 AI 시장 내 신규 성장 동력 확보에도 나서고 있다.

AI 에이전트 확산에 따라 디지털화폐 기반 결제 인프라 수요도 확대될 전망이다. 향후 기업들은 디지털화폐를 포함한 신규 결제 시스템 구축에 나설 가능성이 높으며, 이는 동사의 SI·클라우드 서비스 수요 증가로 이어질 수 있다. 이에 따라 27년 디지털 비즈니스 서비스 매출액은 1조 6,640억원(+11% YoY)을 기록할 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	5,983	6,130	6,622	7,353	8,284
영업이익 (십억원)	513	552	608	710	813
영업이익률 (%)	8.6	9.0	9.2	9.7	9.8
순이익 (십억원)	365	438	466	533	611
EPS (원)	4,180	4,548	4,814	5,502	6,305
ROE (%)	18.3	17.3	15.2	15.7	16.1
P/E (배)	-	13.5	14.8	12.9	11.3
P/B (배)	-	2.0	2.1	1.9	1.7
배당수익률 (%)	-	3.0	2.6	2.6	2.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG씨엔에스, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,550	1,646	2,110	5,983	6,130	6,622	7,353
(% YoY)	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	6.2%	8.1%	9.0%	6.7%	2.5%	8.0%	11.0%
클라우드&AI	717	872	880	1,118	765	922	950	1,216	3,352	3,587	3,854	4,315
(% YoY)	30.1%	8.2%	10.6%	-6.8%	6.7%	5.7%	8.0%	8.8%	0.0%	7.0%	7.4%	12.0%
스마트 엔지니어링	206	267	306	414	228	272	326	448	1,237	1,194	1,274	1,374
(% YoY)	-7.4%	-10.7%	10.7%	-5.6%	10.4%	2.0%	6.5%	8.1%	0.0%	-3.5%	6.7%	7.9%
디지털 비즈니스 서비스	288	321	337	404	322	356	370	446	1,394	1,349	1,494	1,664
(% YoY)	-3.0%	-6.9%	-8.2%	4.5%	11.9%	11.0%	10.0%	10.5%	0.0%	-3.2%	10.8%	11.4%
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,301	1,414	1,733	5,051	5,177	5,581	6,172
(% of Sales)	86.9%	83.6%	86.1%	82.3%	86.2%	83.9%	85.9%	82.1%	84.4%	84.5%	84.3%	83.9%
(% YoY)	12.1%	1.6%	9.5%	-7.0%	7.6%	6.5%	7.9%	8.8%	5.9%	2.5%	7.8%	10.6%
판매비	79	98	92	127	87	107	100	139	418	396	433	471
(% of Sales)	6.5%	6.7%	6.1%	6.6%	6.6%	6.9%	6.1%	6.6%	7.0%	6.5%	6.5%	6.4%
(% YoY)	-19.8%	-10.4%	-6.8%	14.1%	9.8%	8.8%	8.7%	9.6%	12.8%	-5.2%	9.2%	8.8%
영업이익	79	141	120	216	94	143	132	238	513	556	608	710
(% YoY)	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.4%	1.6%	10.1%	10.3%	10.5%	8.4%	9.3%	16.8%
(% of Sales)	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	9.2%	8.0%	11.3%	8.6%	9.1%	9.2%	9.6%
지배주주순이익	57	99	105	181	81	109	99	178	365	441	466	533
NPM	4.7%	6.8%	6.9%	9.3%	6.1%	7.0%	6.0%	8.4%	6.1%	7.2%	7.0%	7.2%

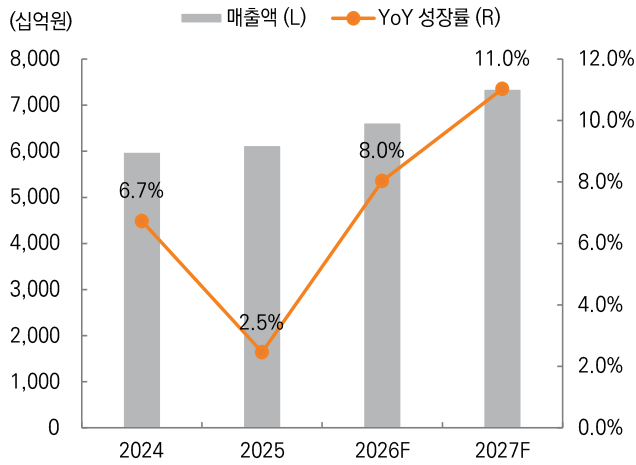
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	533	
Target P/E (배)	20	25년 신사업 기대감 발생 구간 밸류에이션 상단
목표 시가총액 (십억원)	10,661	
주식 수 (천주)	96,886	
목표주가 (원)	110,000	
현재주가 (원)	71,200	
상승여력	54.5%	

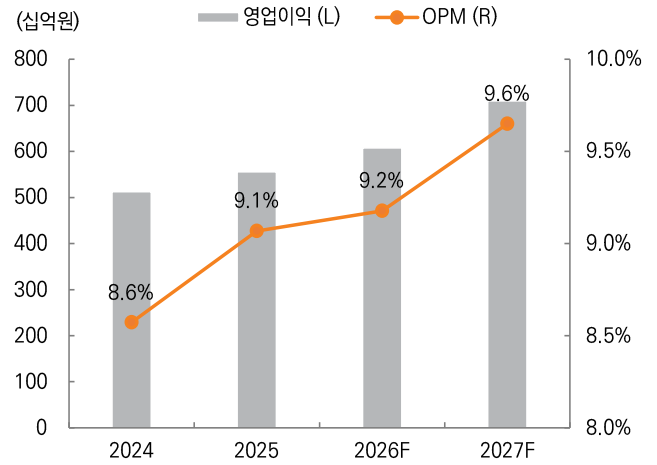
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 연간 매출액, YoY 성장률 전망



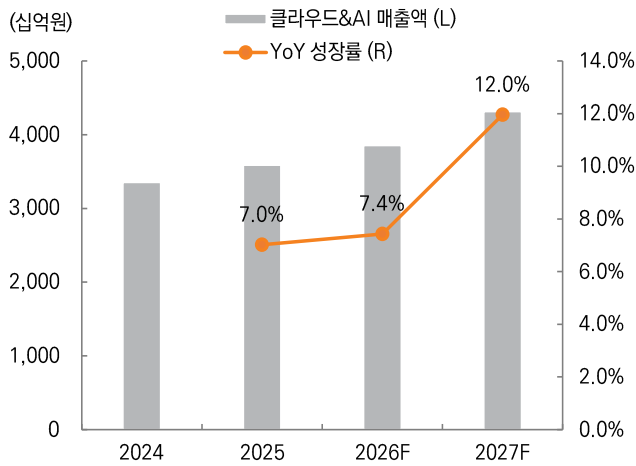
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 연간 영업이익, OPM 전망



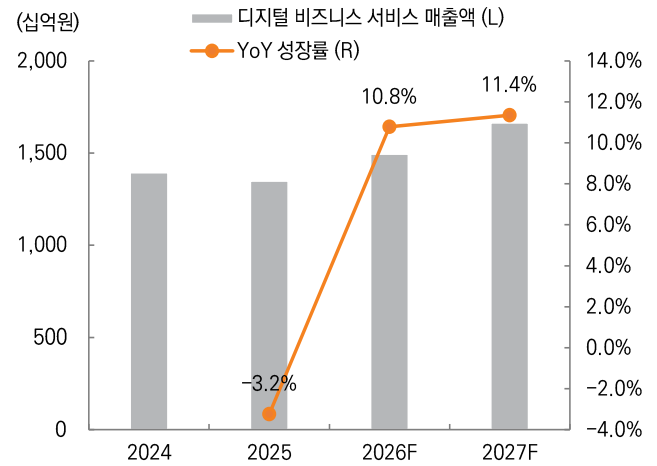
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 클라우드&AI 매출액, YoY 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 디지털 비즈니스 서비스 매출액, YoY 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

LG씨엔에스 (064400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,130	6,622	7,353	8,284
매출원가	5,177	5,581	6,172	6,939
매출총이익	953	1,041	1,181	1,345
판매비와관리비	400	433	471	531
조정영업이익	552	608	710	813
영업이익	552	608	710	813
비영업손익	41	26	1	1
금융손익	18	28	37	49
관계기업등 투자손익	16	-2	-36	-47
세전계속사업손익	593	634	711	814
계속사업법인세비용	154	167	178	204
계속사업이익	439	467	533	611
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	439	467	533	611
지배주주	438	466	533	611
비지배주주	1	0	0	0
총포괄이익	443	467	533	611
지배주주	442	465	532	609
비지배주주	1	1	2	2
EBITDA	686	735	837	947
FCF	374	400	533	596
EBITDA 마진율 (%)	11.2	11.1	11.4	11.4
영업이익률 (%)	9.0	9.2	9.7	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	7.0	7.2	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,965	3,781	4,143	4,563
현금 및 현금성자산	1,141	1,544	1,886	2,287
매출채권 및 기타채권	1,664	1,681	1,698	1,715
재고자산	61	61	62	62
기타유동자산	1,099	495	497	499
비유동자산	1,320	1,300	1,304	1,327
관계기업투자등	145	147	148	150
유형자산	536	521	524	543
무형자산	53	45	44	46
자산총계	5,285	5,081	5,447	5,890
유동부채	1,861	1,375	1,387	1,398
매입채무 및 기타채무	664	671	678	684
단기금융부채	333	233	233	233
기타유동부채	864	471	476	481
비유동부채	483	477	477	478
장기금융부채	439	432	432	432
기타비유동부채	44	45	45	46
부채총계	2,344	1,852	1,864	1,876
지배주주지분	2,932	3,220	3,574	4,005
자본금	52	52	52	52
자본잉여금	624	624	624	624
이익잉여금	2,221	2,508	2,862	3,293
비지배주주지분	9	9	9	9
자본총계	2,941	3,229	3,583	4,014

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	418	500	653	736
당기순이익	439	467	533	611
비현금수익비용가감	285	266	268	288
유형자산감가상각비	119	115	116	121
무형자산상각비	15	12	12	13
기타	151	139	140	154
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-206	-94	-8	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-15	-17	-17	-17
재고자산 감소(증가)	-15	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-123	7	7	7
법인세납부	-123	-167	-178	-204
투자활동으로 인한 현금흐름	-530	191	-130	-155
유형자산처분(취득)	-44	-100	-120	-140
무형자산감소(증가)	-6	-5	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	-450	296	0	0
기타투자활동	-30	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	174	-286	-179	-179
장단기금융부채의 증가(감소)	54	-107	0	0
자본의 증가(감소)	594	0	0	0
배당금의 지급	-219	-179	-179	-179
기타재무활동	-255	0	0	0
현금의 증가	64	403	342	401
기초현금	1,077	1,141	1,544	1,886
기말현금	1,141	1,544	1,886	2,287

자료: LG씨엔에스, 미래에셋증권 리서치센터

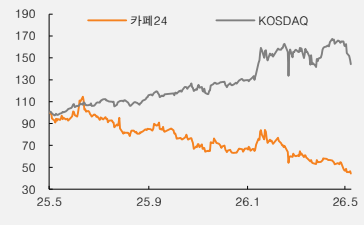
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	13.5	14.8	12.9	11.3
P/CF (x)	8.2	9.4	8.6	7.7
P/B (x)	2.0	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	7.4	7.9	6.5	5.3
EPS (원)	4,548	4,814	5,502	6,305
CFPS (원)	7,523	7,560	8,263	9,277
BPS (원)	30,270	33,234	36,886	41,341
DPS (원)	1,850	1,850	1,850	1,850
배당성향 (%)	40.8	38.4	33.6	29.3
배당수익률 (%)	3.0	2.8	2.8	2.8
매출액증가율 (%)	2.5	8.0	11.0	12.7
EBITDA증가율 (%)	11.2	7.2	13.9	13.1
조정영업이익증가율 (%)	7.6	10.1	16.8	14.6
EPS증가율 (%)	8.8	5.8	14.3	14.6
매출채권 회전율 (회)	3.7	4.0	4.4	4.9
재고자산 회전율 (회)	115.0	108.7	119.5	133.3
매입채무 회전율 (회)	7.1	8.4	9.2	10.2
ROA (%)	9.0	9.0	10.1	10.8
ROE (%)	17.3	15.2	15.7	16.1
ROIC (%)	25.3	24.8	28.8	32.7
부채비율 (%)	79.7	57.4	52.0	46.7
유동비율 (%)	213.1	274.9	298.7	326.4
순차입금/자기자본 (%)	-30.9	-34.7	-40.8	-46.4
조정영업이익/금융비용 (x)	21.3	24.3	30.7	35.2

투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 32,000원
현재주가(26/5/20)	21,100원
상승여력	51.7%

영업이익(26F,십억원)	41
Consensus 영업이익(26F,십억원)	0
EPS 성장률(26F,%)	1.3
MKT EPS 성장률(26F,%)	235.0
P/E(26F,x)	12.9
MKT P/E(26F,x)	8.0
KOSDAQ	1,056.07
시가총액(십억원)	512
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	76.0
외국인 보유비중(%)	16.6
베타(12M) 일간수익률	1.17
52주 최저가(원)	21,100
52주 최고가(원)	54,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-23.3	-34.6	-51.3
상대주가	-14.6	-44.7	-67.0



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

카페24

기다림의 시기

1분기 견조한 GMV 성장세 기록

1분기 매출액 755억원(+6% YoY), 영업이익 62억원(+5% YoY)을 기록했다. 결제솔루션 매출액은 309억원(+14% YoY)으로 견조한 성장을 지속했다. 동사의 1분기 GMV YoY 성장률은 11.2%로 국내 전자상거래 시장 성장률 9.2%를 2.0%p 상회했다. 음식료 및 홈&리빙 카테고리 고성장이 이어지고 있다.

EC솔루션 매출액은 90억원(+13% YoY), 공급망서비스 매출액은 174억원(+4% YoY)을 기록했다. 마케팅솔루션 매출액은 98억원(-12% YoY)으로 상대적으로 부진한 모습을 보였다. 영업비용은 693억원으로 YoY 6% 증가했다. 자체 결제 서비스 매출이 성장함에 따라 지급수수료는 177억원으로 YoY 20% 증가했다.

에이전틱 커머스 전환에 따른 수혜 예상

에이전틱 커머스 상용화는 전자상거래 시장 성장성 회복 및 동사 결제솔루션 부문 성장세 가속화로 이어질 것이다. 에이전트가 최적 상품을 추천하고 구매하는 단계까지 진화할 경우 소비 과정의 마찰 비용이 크게 낮아진다. 6% 전후까지 떨어졌던 국내 및 글로벌 전자상거래 시장 성장률은 10% 이상으로 가속화될 전망이다.

또한 에이전트 수요 확대는 상품 추천·구매·재구매 자동화 과정 전반에서 동사의 결제 및 커머스 인프라 활용도를 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 동사는 오픈클로, 헤르메스 에이전트 기반 서비스를 출시하며 대응에 나서고 있다. 에이전틱 커머스 확산 시 AI 에이전트 구축 수요 증가에 따른 인프라 관련 매출 발생이 예상된다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 32,000원으로 하향

1) EC플랫폼 매출액 하향, 2) 실적 기준연도 변경(26F→27F), 3) 타겟 멀티플 하향(P/E 26배→18배)을 반영해 목표주가를 50,000원에서 32,000원으로 하향한다. 26F P/E 13배, 27F P/E 12배 수준으로 밸류에이션 부담이 낮아진 상황이나 모멘텀 발생에는 기다림이 필요할 전망이다.

리레이팅을 위해서는 시장에서 오랜기간 기대감을 가져온 유튜브 쇼핑에 대한 지표(GMV, 셀러 수, 구매전환율 등) 공개가 필요한 시점이다. 분기 실적 발표에서 참고할 수 있는 지표는 동사의 GMV 성장률과 전자상거래 시장 성장률과의 격차 정도에 불과하다. 2%p 수준에 머물러 있는 격차가 확대되는 모습을 보여줄 필요가 있다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	302	315	328	354	427
영업이익 (십억원)	32	40	41	53	86
영업이익률 (%)	10.6	12.7	12.5	15.0	20.1
순이익 (십억원)	26	39	40	43	67
EPS (원)	1,066	1,611	1,632	1,784	2,770
ROE (%)	13.4	16.2	13.8	13.2	17.5
P/E (배)	31.8	18.7	12.9	11.8	7.6
P/B (배)	3.8	2.7	1.7	1.5	1.2
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 19. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	71.3	79.4	76.8	87.3	75.5	82.2	80.3	90.0	314.8	328.0	353.8	426.5
(% YoY)	8.9%	6.7%	1.7%	0.2%	6.0%	3.5%	4.6%	3.1%	4.1%	4.2%	7.9%	20.6%
EC플랫폼	62.8	70.9	68.1	78.7	67.0	73.7	71.8	81.4	280.5	293.9	319.0	391.3
결제솔루션	27.0	29.6	31.1	32.9	30.9	34.2	35.0	38.2	120.7	138.3	165.2	236.3
EC솔루션	7.9	9.0	8.7	9.7	9.0	9.3	9.1	10.0	35.3	37.5	39.1	40.6
공급망서비스	16.6	21.2	18.5	22.6	17.4	20.3	17.7	21.7	78.9	77.1	73.3	72.5
마케팅솔루션	11.2	11.1	9.9	13.5	9.8	9.8	10.0	11.4	45.6	41.0	41.4	41.8
인프라	8.5	8.5	8.6	8.7	8.5	8.5	8.6	8.6	34.3	34.2	34.8	35.2
영업비용	65.3	68.2	66.7	74.3	69.3	71.6	69.9	76.7	274.5	287.5	301.3	340.7
인건비	25.2	24.9	24.8	25.2	25.8	25.7	25.5	26.5	100.1	103.5	108.3	113.2
지급수수료	14.7	15.8	16.8	17.2	17.7	18.2	18.5	19.0	64.4	73.4	83.2	117.1
감가상각비	6.8	6.3	6.2	6.4	6.0	5.8	5.8	5.8	25.7	23.4	23.0	22.6
통신비	4.7	4.8	4.8	4.9	4.9	5.0	5.0	5.0	19.2	19.9	20.6	21.4
기타	13.8	16.4	14.1	20.7	14.9	17.0	15.2	20.3	65.0	67.4	66.2	66.3
영업이익	6.0	11.2	10.0	13.0	6.2	10.6	10.4	13.3	40.2	40.5	52.5	85.9
(% YoY)	82.2%	43.7%	27.9%	-0.1%	4.6%	-5.9%	3.4%	2.6%	25.9%	0.7%	29.7%	63.5%
영업이익률	8.4%	14.2%	13.1%	14.9%	8.3%	12.9%	12.9%	14.8%	12.8%	12.4%	14.8%	20.1%
지배주주순이익	5.3	13.1	7.5	13.2	6.4	10.3	10.2	12.6	39.1	39.5	43.1	67.0
NPM	7.4%	16.5%	9.8%	15.1%	8.4%	12.6%	12.7%	14.0%	12.4%	12.0%	12.2%	15.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	343.1	394.9	328.0	353.8	-4%	-10%	EC플랫폼 매출액 하향
영업이익	56.3	93.1	40.5	52.5	-28%	-44%	
지배주주순이익	46.6	76.1	39.5	43.1	-15%	-43%	
영업이익률	16.4%	23.6%	12.4%	14.8%	-	-	
순이익률	13.6%	19.3%	12.0%	12.2%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	43	
Target P/E (배)	18	시장 점유율 상승 정체기
목표 시가총액 (십억원)	777	
주식 수 (천주)	24,253	
목표주가 (원)	32,000	
현재주가 (원)	21,100	
상승여력	51.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	315	328	354	427
매출원가	26	0	0	0
매출총이익	289	328	354	427
판매비와관리비	248	287	301	341
조정영업이익	40	41	53	86
영업이익	40	41	53	86
비영업손익	6	7	1	0
금융손익	4	6	7	8
관계기업등 투자손익	0	1	-6	-9
세전계속사업손익	46	48	54	86
계속사업법인세비용	6	8	11	19
계속사업이익	40	40	43	67
중단사업이익	-1	0	0	0
당기순이익	39	40	43	67
지배주주	39	40	43	67
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	50	40	43	67
지배주주	50	40	43	67
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	66	58	67	100
FCF	69	37	47	67
EBITDA 마진율 (%)	21.0	17.7	18.9	23.4
영업이익률 (%)	12.7	12.5	15.0	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.4	12.2	12.1	15.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	264	304	353	423
현금 및 현금성자산	50	78	124	190
매출채권 및 기타채권	38	48	49	52
재고자산	1	1	1	1
기타유동자산	175	177	179	180
비유동자산	152	149	144	142
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	38	29	25	24
무형자산	3	2	1	1
자산총계	416	453	497	566
유동부채	136	134	135	137
매입채무 및 기타채무	77	75	75	76
단기금융부채	9	9	9	9
기타유동부채	50	50	51	52
비유동부채	14	13	13	13
장기금융부채	7	6	6	6
기타비유동부채	7	7	7	7
부채총계	150	147	149	150
지배주주지분	266	305	349	416
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	184	184	184	184
이익잉여금	119	158	201	268
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	266	305	349	416

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	45	57	79
당기순이익	39	40	43	67
비현금수익비용가감	28	20	19	24
유형자산감가상각비	24	16	14	13
무형자산상각비	2	1	1	0
기타	2	3	4	11
영업활동으로 인한 자산 및 부채의 변동	13	-12	0	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	30	0	0	0
법인세납부	-1	-8	-11	-19
투자활동으로 인한 현금흐름	-54	-9	-11	-13
유형자산처분(취득)	-13	-8	-10	-12
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-30	-1	-1	-1
기타투자활동	-11	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-4	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-75	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	70	0	0	0
현금의 증가	20	28	46	66
기초현금	30	50	78	124
기말현금	50	78	124	190

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

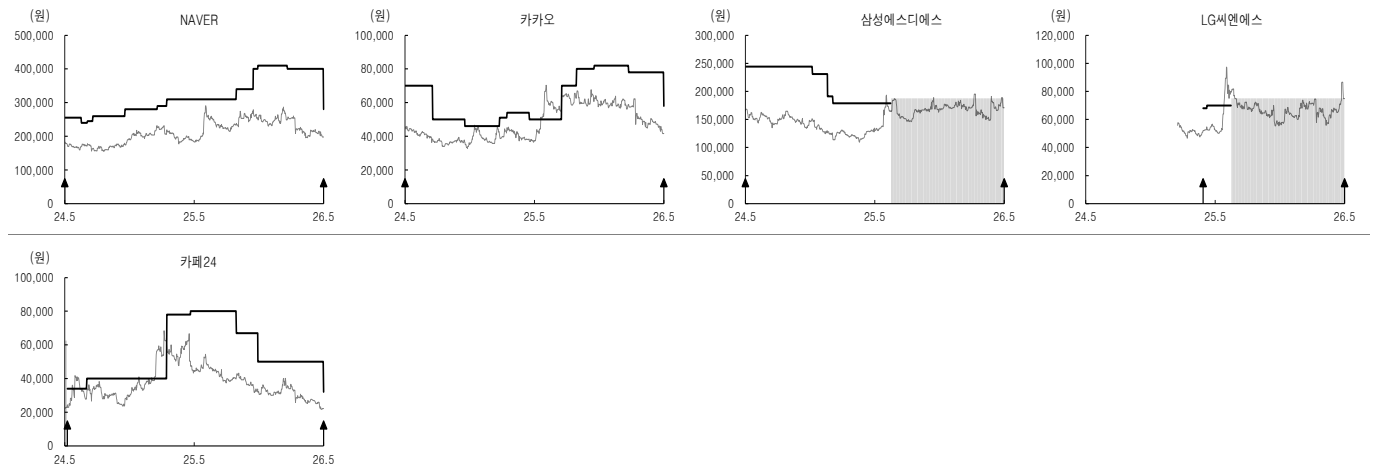
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.7	12.9	11.8	7.6
P/CF (x)	11.0	8.6	8.3	5.6
P/B (x)	2.7	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA (x)	8.6	5.3	3.9	2.0
EPS (원)	1,611	1,632	1,784	2,770
CFPS (원)	2,748	2,455	2,552	3,758
BPS (원)	11,087	12,755	14,539	17,310
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 (%)	4.1	4.2	7.9	20.6
EBITDA증가율 (%)	6.6	-12.0	16.1	48.0
조정영업이익증가율 (%)	25.9	0.7	29.7	63.5
EPS증가율 (%)	51.1	1.3	9.3	55.3
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.5	9.1	10.8
재고자산 회전율 (회)	706.9	618.8	660.9	788.8
매입채무 회전율 (회)	11.7	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	10.3	9.1	9.1	12.6
ROE (%)	16.2	13.8	13.2	17.5
ROIC (%)	351.0	-901.7	-885.7	-941.4
부채비율 (%)	56.3	48.3	42.6	36.1
유동비율 (%)	194.4	226.6	261.0	309.9
순차입금/자기자본 (%)	-60.6	-66.0	-71.5	-76.2
조정영업이익/금융비용 (x)	56.3	66.0	87.5	143.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2024.08.08	매수	50,000	-26.77	-21.20
2026.05.21	매수	280,000	-	-	2024.05.09	매수	70,000	-39.43	-31.71
2026.02.09	매수	400,000	-45.25	-34.88	삼성에스디에스 (018260)				
2025.11.18	매수	410,000	-38.73	-30.00	2026.05.21	매수	240,000	-	-
2025.11.05	매수	400,000	-34.86	-33.63	2025.07.07	분석 대상 제외		-	-
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26	2025.01.24	매수	179,000	-26.48	8.10
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29	2025.01.09	매수	191,000	-34.80	-32.98
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17	2024.11.27	매수	231,000	-41.66	-35.15
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	2024.01.23	매수	244,000	-37.25	-30.29
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	LG씨엔에스 (064400)				
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57	2026.05.21	매수	110,000	-	-
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04	2025.07.07	분석 대상 제외		-	-
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08	2025.04.29	매수	70,000	-9.08	39.14
카카오 (035720)					2025.04.18	매수	68,000	-22.28	-19.56
2026.05.21	매수	58,000	-	-	카페24 (042000)				
2026.02.12	매수	78,000	-36.65	-20.13	2026.05.21	매수	32,000	-	-
2025.11.07	매수	82,000	-27.26	-21.83	2025.11.18	매수	50,000	-39.26	-19.80
2025.09.18	매수	80,000	-22.83	-15.38	2025.09.18	매수	67,000	-44.13	-35.45
2025.08.07	매수	70,000	-10.59	-6.43	2025.05.12	매수	80,000	-45.10	-31.88
2025.05.08	매수	50,000	4.30	40.80	2025.03.06	매수	78,000	-28.76	-14.62
2025.03.06	매수	54,000	-24.46	-15.93	2024.07.23	매수	40,000	-9.74	71.25
2025.02.13	매수	51,000	-20.11	-12.84	2024.05.29	매수	34,000	-3.78	22.79
2024.11.07	매수	46,000	-14.87	1.30					

* 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
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 하락

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 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, 삼성에스디에스, NAVER 올(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.