AI Scale-Out Part II : LLMs to Agents
대규모 언어 모델에서 에이전트로

황병준 US Market Analyst 02 3770 3523 I byeongjun.hwang@yuantakorea.com
백종민 방산/AI/로보틱스 02 3770 5598 I jongmin.baik@yuantakorea.com

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

AI Scale-Out Part II : LLMs to Agents

대규모 언어 모델에서 에이전트로

황병준

US Market Analyst

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

백종민

방산/AI/로보틱스

02 3770 5598

jongmin.baik@yuantakorea.com

SUMMARY

Scale-Out Part II – 에이전틱 AI

AI 슈퍼 사이클간 불거지는 일련의 AI 버블 논란은 대표 기술주 주도로 폭이 좁아진 증시 상황 속 속도 조절이 필요한 구간에서 발생한 노이즈. CapEx 확대 속도가 이익 개선 속도를 넘어설 수 있다는 우려 속에 등장한 단기 하락 재료에 불과. AI 인프라의 Scale-Out이 본격화하며 와트당 성능이 대폭 개선된 AI 인프라 보급이 본격화된 25년 상반기부터 이연되어 온 AI 워크로드 처리 및 DB 마이그레이션 수요가 폭증, 이는 다시 AI H/W 인프라 수요 확대로 이어지는 선순환 구조가 형성

AI 인프라의 Scale-Out에 따른 성능 고도화로 다단계 추론과 메모리 지속, 장기 컨텍스트 등을 수반하는 Agentic AI 모델 운용이 본격화, S/W 개발, 영상 생성, 심층 연구 등 복잡한 업무 수행이 가능해짐. AI-Agent는 일반 ChatBot 대비 4배 더 많은 토큰을, Multi-Agent(다중 에이전트) 시스템은 Chatbot 대비 15배 많은 토큰을 사용. Claude에 따르면, 리드 에이전트 Opus 4 + 서브에이전트 Sonnet 4 기반 다중 에이전트 시스템은 단일 에이전트 Opus 4보다 90.2% 더 높은 성능을 시현한 것으로 분석

AI 인프라 와트당 성능 개선과 이에 따른 Agentic-AI 도입 확산에 따라 H/W-S/W 투자 확대의 선순환 구조가 공고해질 것으로 판단. AI Agent 시스템 핵심 구성 요소인 메모리(맥락), 도구, 검색 모두에 익스포져를 가진 AI 플랫폼 업체에 대한 접근이 유효하다는 판단. 관련 기업으로 Snowflake(SNOW), Datadog(DDOG), Appian Corporation(APPN)을 주목

K-AI, 정책이 주도하는 Scale-out

한국 AI 산업을 냉정하게 바라보면, 명확한 한계가 존재. 그럼에도 한국 AI SW 기업들에 대해 중장기 정책 수혜주로서의 투자 포인트는 여전히 유효하다고 판단. 한국의 2026년 AI 예산은 10.1조원으로 2025년 대비 약 3배 확대. 인프라 예산을 확대하여 AI 모델을 개발 및 배포할 수 있는 공급 기반을 마련하고 있으며, AX 예산 확대는 AI 서비스의 초기 검증 및 실질 수요 창출 역할을 수행할 것으로 기대. 한정된 자원과 후발주자의 위치에서 적어도, 한국의 소버린 AI 모델이 내수 시장에서 활약할 여건이 마련되고 있다고 판단

K-AI 프로젝트 주목할 필요. 5개의 정예팀 중 반기마다 한 팀씩 탈락. 사실상 한국 내 AI 기술 순위를 선정하는 대회. 선발된 정예팀의 모델은 향후 한국 AI 생태계의 확산되어 집중 수혜가 기대. AX 시대, SI 사업이 기술집약 산업으로 변모 중. P,Q,C 모두 개선세. AI 전문 인력, 특정 도메인 사업 경험 등이 높은 진입장벽을 형성할 것으로 예상. AI Agent, Physical AI로 기술이 고도화될수록 이러한 추세는 가속화될 것. 관련 기업으로 코난테크놀로지(402030), 플리토(300080), 엑셈(205100)을 주목

CONTENTS

PART 1	Scale-Out Part II - 에이전틱 AI	7
PART 2	K-AI, 정책이 주도하는 Scale-out	33

Part 1

Scale-Out Part II – 에이전틱 AI

황병준

US Market Analyst

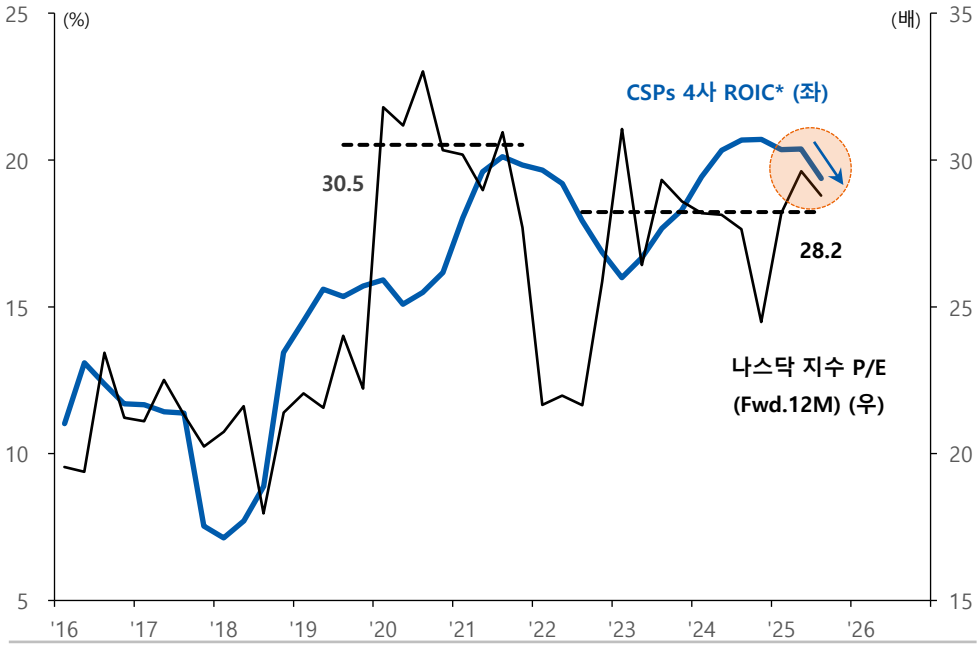
02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

일련의 AI Bubble 논란 : 좁아진 증시 폭과 주도주 ROIC 둔화를 반영

- 최근 AI 버블 논란은 대표 기술주 주도로 폭이 좁아진 증시 상황 속 속도 조절이 필요한 구간에서 발생한 노이즈. CapEx 확대 속도가 이익 개선 속도를 넘어설 수 있다는 우려 속에 등장한 단기 하락 재료에 불과. 최근 분기 호실적에도 불구하고 투자 속도에 대한 우려로 실적 공시일 급락한 Meta Platforms(META)가 대표 사례
- 데이터센터 임대 수익이 주 수익원인 대표 콜로케이션 업체 Equinix(EQIX)의 실적 추이를 살펴보면 AI 인프라의 신제품 출시 구간 대폭 개선되는 데이터 처리량과 에너지 효율로 외형 개선이 비용 상승 속도를 상회하며 마진이 확대되는 구간을 연출. AI 인프라 성능 개선이 견인하는 AI 컴퓨팅 수요와 마진 확대 선순환을 가시화

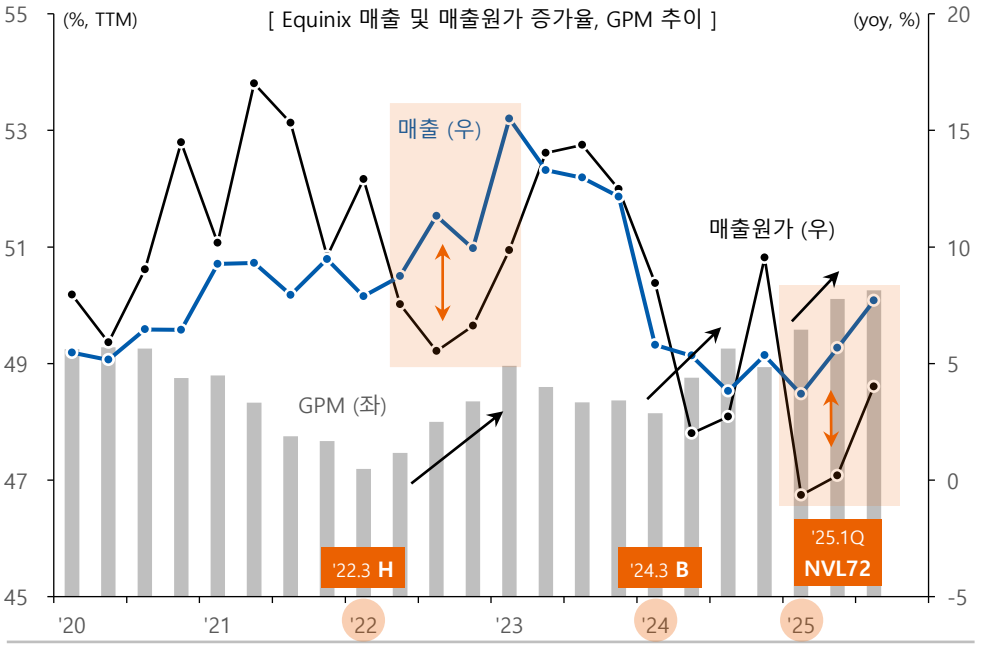
주도주 CSPs 4사의 ROIC 둔화가 AI Bubble 논쟁의 하락 재료로 작용 – 밸류에이션 부담은 크지 않아



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: CSPs 4사 MSFT, AMZN, GOOGL, ORCL의 세후순영업이익(NOPAT, TTM)을 4분기 평균 투하자본으로 나눈 값

AI 인프라 아키텍처 전환에 따라 개선되는 콜로케이션 업체의 수익성 – IaaS AI 워크로드 급증도 반영

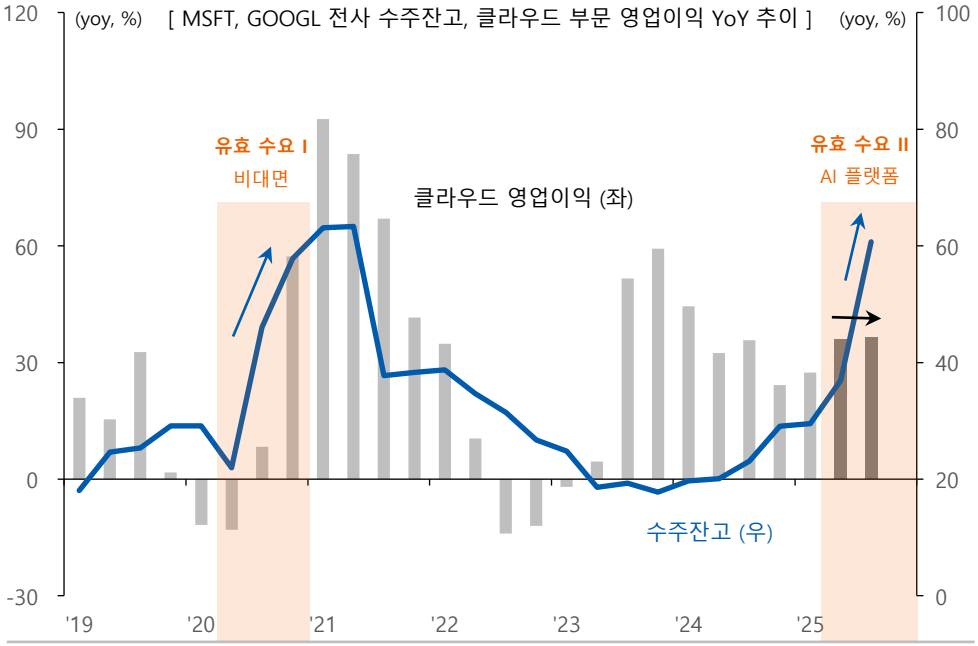


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

견조한 수주잔고 : Model 구축, Cloud Migration 수요

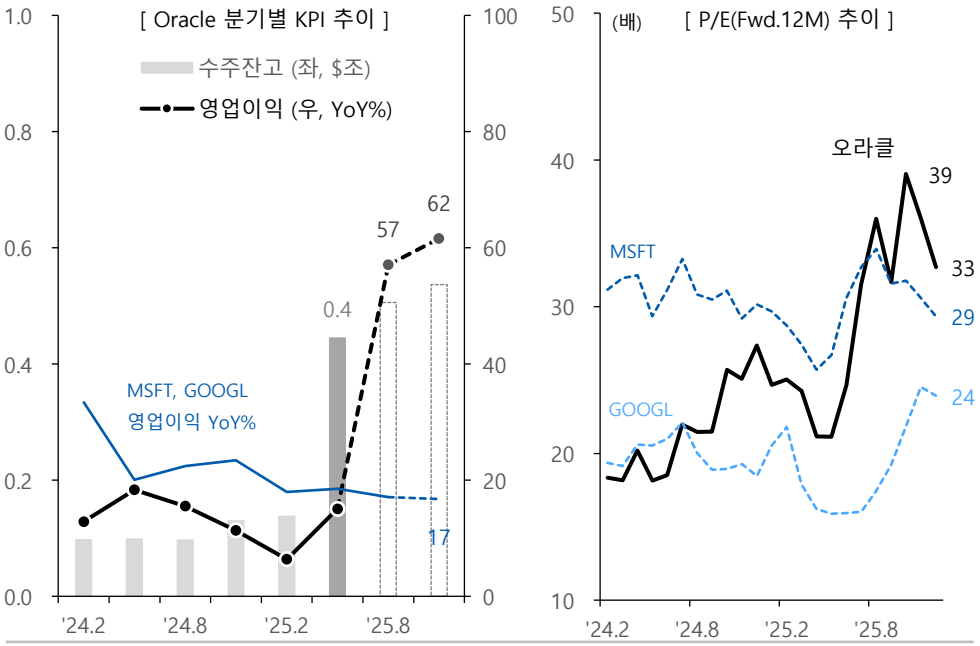
- 팬데믹 이후 두 번째 슈퍼 사이클 구간에 진입한 AI 플랫폼(S/W) 구축(e.g., Cloud Migration) 수요. 네트워킹 솔루션 기반 Scale-Out으로 AI 인프라 성능 고도화가 본격화하면서 다단계 추론과 메모리 지속, 장기 컨텍스트 등을 수반하는 Agentic AI 모델 운용이 본격화, S/W 개발, 영상 생성, 심층 연구 등 복잡한 업무 수행 가능
- FY1Q26('25.5~7) $4,550억 규모 수주 잔고를 공시한 오라클의 해당 수주 잔고는 DB 마이그레이션 및 모델 구축 수요로, 주요 고객사는 OpenAI, CSPs 3사 일부로 추정. 팔란티어 역시 최근 동사의 OCI 플랫폼을 통한 소프트웨어 제공을 합의. 래리 앨리슨은 실적 공시에서 AI 추론, AI 에이전트, 데이터 벡터화, AI DB에 대해 강조

주요 특징 비교 – (Gen-AI) 입력, 제작, 분석 vs. (Agent-AI) 자율, 해결, 상호작용



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI Agent의 핵심 구성 요소 – 다양한 형태의 1) 메모리, 2) 외부 AI Tool 및 API 접근을 수반



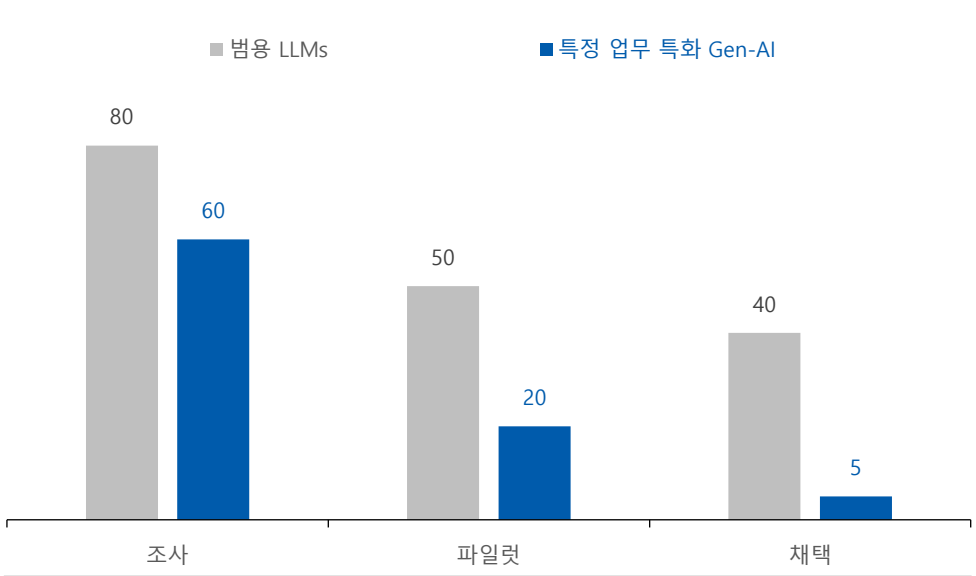
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Enterprise AI 1) 파일럿-생산 단계간 Chasm 우려 상존

- AI 애플리케이션 수요 확대는 고유 데이터 기반의 비즈니스 인사이트 확보, 이를 통한 ROI와 고객 만족도 개선과 관련. 이러한 비즈니스 인사이트와 ROI 개선은 기업 고유의 민감 정보, 상황과 맥락에 기반해 Mission Critical한 업무를 합리적이고 빠르게 처리하는 것에 기반
- AI 빅사이클 본격화 3년차에 들어선 25년 상반기 기준으로 특정 업무 특화용으로 출시된 생성형 AI 제품의 파일럿 도입-채택 전환율은 아직 25% 수준에 불과. LLMs에 대한 높은 소비자 만족감에도 이를 회사 내 워크플로우에 도입한 기업은 40%에 수준. 기업 내 Mission-Critical 업무 처리 능력에 대한 근본적인 Skepticism에 기반한 파일럿-생산 단계 간 Chasm 우려 상존

60%대 프로토타입 이용률에서 5%까지 하락하는 채택률 – 특정 업무 특화(task-specific) Gen-AI Tool

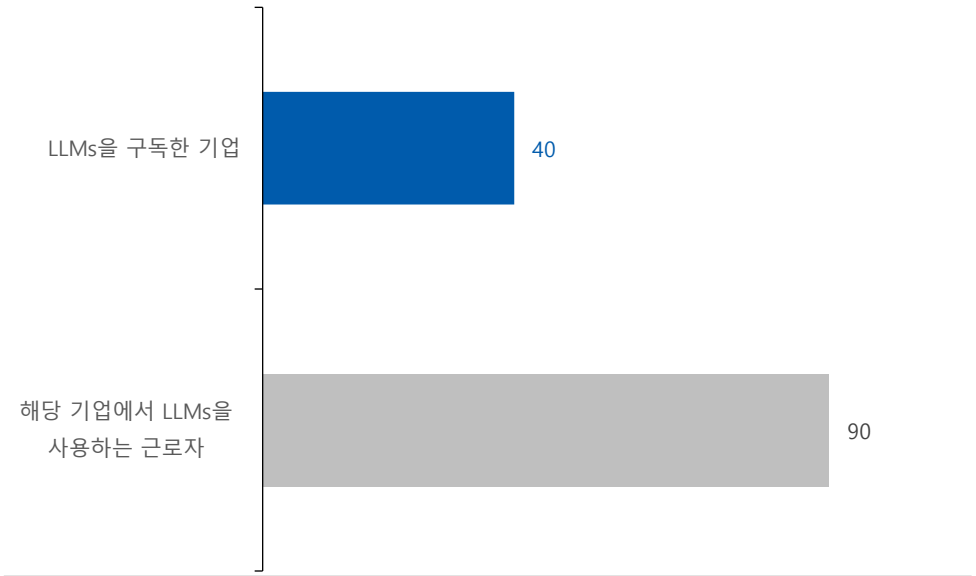
(%) [범용 LLMs, 특화 Gen-AI 도입 단계별 비중 ('25.1~'25.6)]



자료: The GenAI divide state of AI in Business 2025, 유안타증권 리서치센터

기업의 생성형 AI 구독률을 크게 상회하는 근로자 자체 Gen-AI Tool 구독률 – Customization 문제

(%) [기업 Gen-AI 구독률 vs. 해당 기업 근로자 자체 구독률 비교 ('25.1~'25.6)]

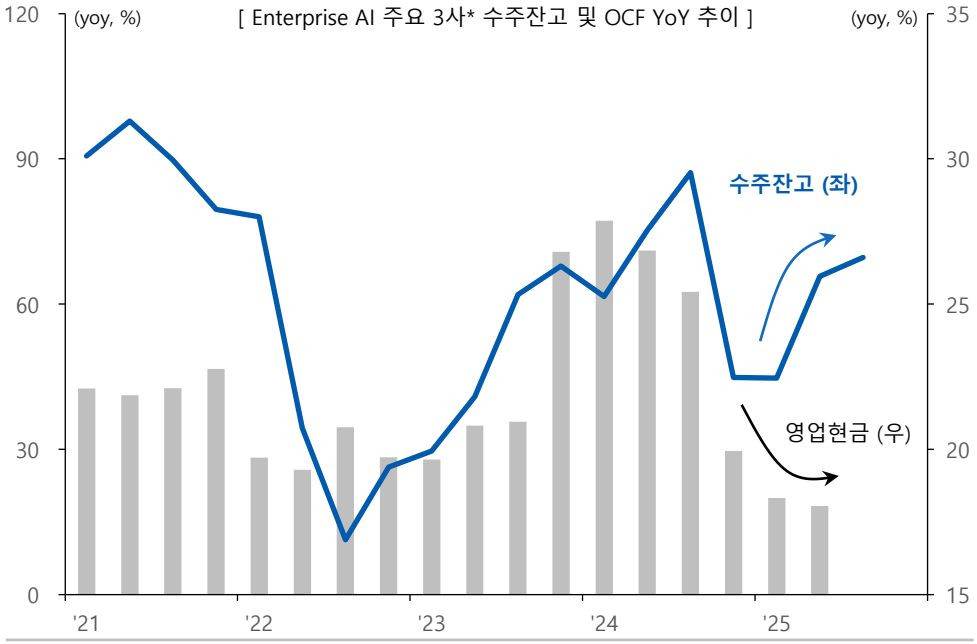


자료: The GenAI divide state of AI in Business 2025, 유안타증권 리서치센터

Enterprise AI 2) 영업현금흐름 사이클 Bottom-Out, Pilot-도입 전환률 60% 달성의 Salesforce

- Salesforce(CRM), ServiceNow(NOW), Atlassian(TEAM)과 같은 Workflow Automation 글로벌 대표 업체들의 부진한 주가가 이들의 성장 모멘텀 부재를 반영 중. Workflow Automation의 장기 성장성과 펀더멘털 문제라기보다는 비대한 기존 사업 포트폴리오의 Mix 차원 문제라는 판단. 각 사의 AI 부문 매출은 YoY 세 자리수 성장세를 지속 중
- 기존 사업의 AX(AI Transformation) 추진과 플랫폼 전략에 따른 CapEx와 R&D 지출 확대가 AI 부문의 성장세를 견인 중. Enterprise AI 업체 전사 수주 잔고는 25년 초부터 상승세를 지속, 점진적인 믹스 개선 효과와 금리 인하 사이클 진입에 따라 영업현금흐름 사이클도 Bottom-Out 국면에 진입

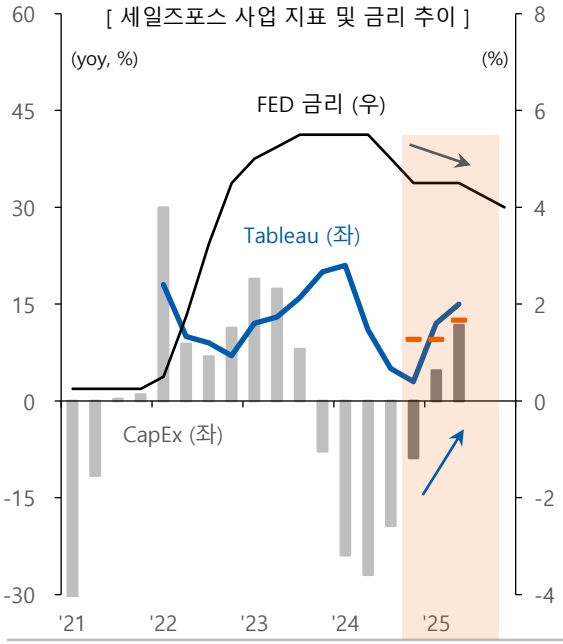
Enterprise AI 업체 전사 수주 잔고 25년 초부터 상승세 지속, 영업현금흐름 사이클도 Bottom-Out 국면



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: Enterprise AI 주요 3사: Salesforce_CRM, ServiceNOW_NOW, Atlassian_TEAM

CapEx와 R&D 지출 확대가 AI 부문의 성장세 견인, 금리 인하 사이클 진입의 우호적 환경도 가세



내용
1) Tableau: – 자연어로 데이터에 대해 질문하고 즉시 인사이트를 얻는 BI/시각화 플랫폼 – 거버넌스, 보안, 협업 기능 제공
2) Slack: – 팀 커뮤니케이션/협업 플랫폼, 채팅, 파일 공유, 외부 애플리케이션 및 워크플로우 통합 기능 – Agentforce(AI Agent)를 활용, CRM 데이터와 대화를 결합해 의사 결정 수행
3) Mulesoft: – 애플리케이션, 데이터간 통합 및 API 관리를 위한 플랫폼. 생태계 내 시스템 연결 및 자동화 – AI Agent 오케스트레이션, 다중 에이전트 상호 작용 수행

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

생성형-AI vs. 에이전틱 AI = 생성 vs. 결정

- Generative-AI 모델은 학습한 패턴을 기반으로 텍스트, 이미지, 영상, 코드 등 컨텐츠 생성에 중점, Agent-AI 시스템은 생성된 컨텐츠를 기반, 외부 도구를 호출하여 자율적으로 작업을 완료하는 데 중점을 두는 것에 차이가 존재
- **Generative-AI** 모델은 방대한 양의 데이터에서 패턴과 관계를 식별하고 해당 정보 기반 사용자 요청과 질문을 이해하고 실시간 학습 데이터에 기반해 **콘텐츠를 생성**, **Agentic-AI** 시스템은 자연어 처리(NLP), 강화학습 등 기술을 사용하여 변화하는 상황에 적응하고 맥락에 기반해 **자율적으로 의사 결정과 행동**을 하도록 설계된 AI

주요 특징 비교 – (Gen-AI) 입력, 제작, 분석 vs. (Agent-AI) 자율, 해결, 상호작용

구분	생성형 AI	에이전트 AI
목적	컨텐츠 **생성** 및 분석, **관련 생산성 향상**	자율적 의사 결정 및 실행, 업무 자동화 및 프로세스 최적화
기능	텍스트, 이미지, 영상, 코드 등 생성 (입력 → 추론 → 출력)	인지 → 추론 → 행동 → 학습의 Feedback Loop
활용	글쓰기, 코드 생성, 데이터 분석, 추천 시스템, 창의적 작업 보조	자율 주행, 로봇 제어, 업무 자동화, **의사 결정** 지원
주요 부서	마케팅, 고객 지원, 광고, R&D	운영, 물류, 재무, HR, 전략기획
작동	사용자 **입력에 따른 결과 생성** (대화형, 입력-출력 중심)	목표 기반 환경과 **상호 작용하며 행동** 결정 (환경 인식 및 실시간 대응 가능)
예시	ChatGPT, Midjourney, Claude, Copilot	자율 주행, 로봇 Agent, AI Assistant
시스템 통합	단일 모델 중심	멀티 에이전트 구조

자료: IBM, 유안타증권 리서치센터

AI Agent의 핵심 구성 요소 – 다양한 형태의 1) 메모리, 2) 외부 AI Tool 및 API 접근을 수반

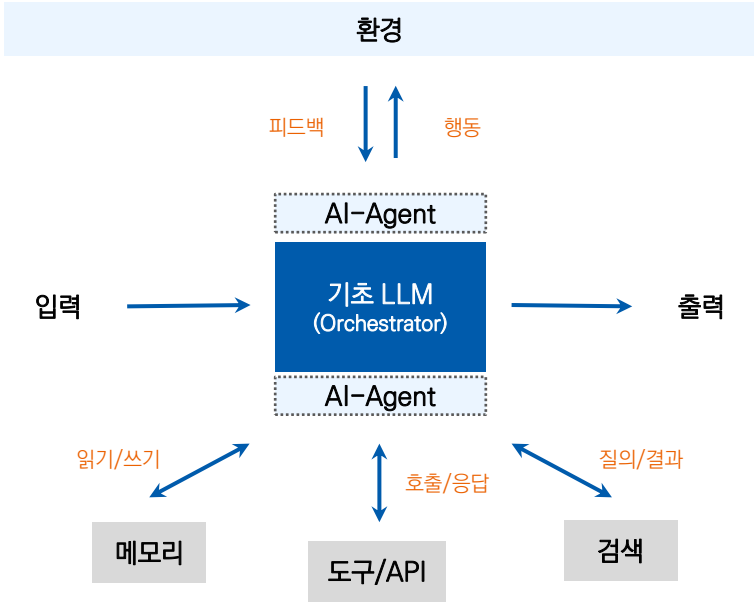
구성 요소		내용
기초 모델		AI Agent의 두뇌 역할 수행 – 자연어 이해, 추론, 행동 계획, 도구 선택, 생성 제공
메모리	단기	**즉각적인 대화 맥락 이해**를 위해 사용
	장기	지식 유지와 **과거 경험으로부터의 학습**을 위해 사용
	에피소드	**구체적인 상호 작용을 위한 특정 과거 사건 기억**을 위해 사용
	컨센서스	**다중 에이전트 시스템 내 공유되는 지식 기억**을 위해 사용
페르소나		AI Agent의 상호작용 전반에 걸쳐 일관된 캐릭터, 톤, 스타일 유지 – 자연스럽고 예측 가능한 사용자 경험을 제공
도구		**다양한 외부 도구, API 및 프로그램에 접근** 1) API, 2) 데이터베이스DB, RAG: 정보 검색, 3) 타 AI 모델
동작		작업 수행, 환경과 상호 작용하는 메커니즘 – 외부 함수, API 호출, 물리적 액추에이터 제어

자료: Salesforce, 유안타증권 리서치센터

Multi AI Agents 아키텍처 도입 확산 : LLMs의 Orchestrator화

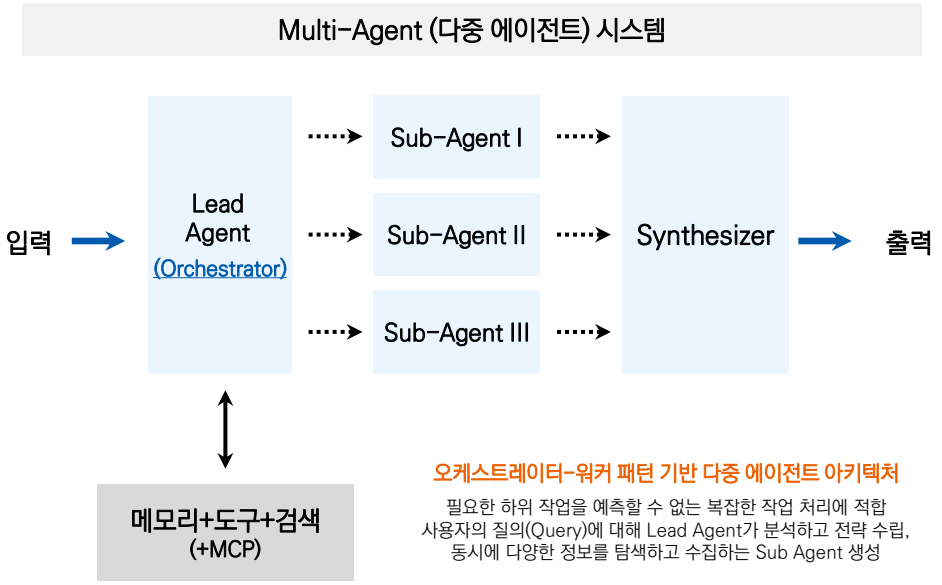
- AI Agent 시스템의 핵심 구성 요소는 1) 메모리, 2) 도구(AI Tools), 3) 검색(Retrieval)으로 강화되는 LLMs. LLMs의 올바른 운영과 기능 강화를 위해서는 LLMs을 특정 사용 사례에 맞는 적절한 조정, LLMs이 사용하기 편리한 문서화가 잘된 인터페이스(API)를 요구
- 기초 모델인 LLM의 기능 강화를 구현하기 위한 대표적인 방법 중 하나로 최근 출시된 Model Context Protocol의 도입이 활발. 이외 AgenttoAgent, LANDA 등의 방법론 도입이 확산되면서 다중 에이전트 아키텍처 기반 리소스 사용 확대가 본격화될 전망

AI Agent 시스템의 핵심 구성 요소: 1) 메모리, 2) AI 도구, 3) 검색(Retrieval), 이로써 강화되는 LLMs



자료: Anthropic, 유안타증권 리서치센터

LLM의 기능 강화를 구현하기 위한 다중 에이전트 기반 아키텍처 도입 확대도 본격화할 전망



자료: The GenAI divide state of AI in Business 2025, 유안타증권 리서치센터

Multi AI Agents : AI S/W에서도 가시화하는 Scale-Out

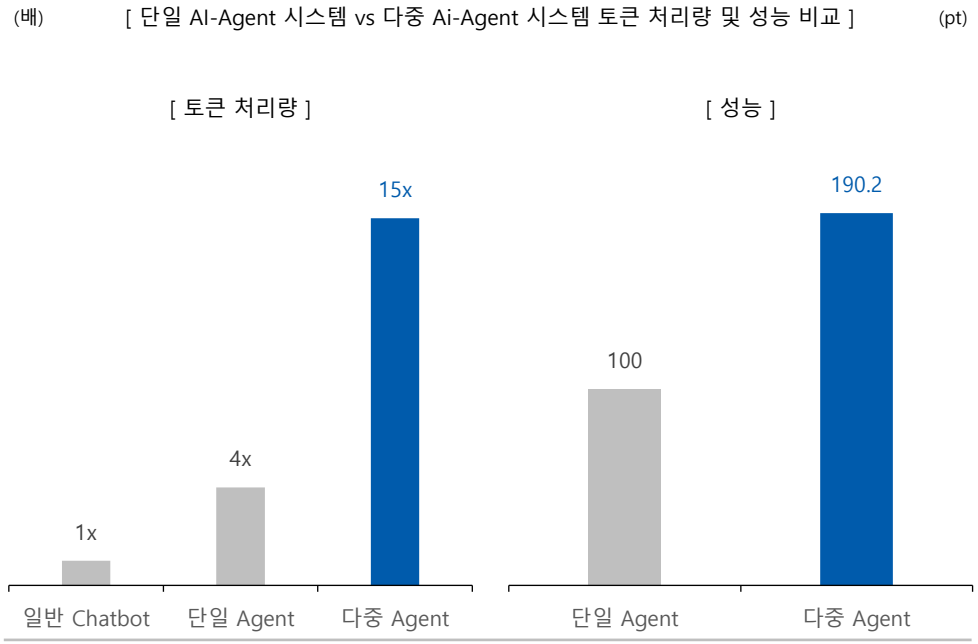
- AI Agent 시스템 성능의 95%를 설명하는 것은 1) 토큰 사용량, 2) LLMs 선택, 3) 호출 도구 수, 3 가지 요인 (BrowseComp, '25). H/W-S/W 투자 선순환 가시화.
- 1) 토큰 사용량: 에이전트는 일반 ChatBot 상호작용보다 4배 더 많은 토큰을, 다중 에이전트(Multi-Agent) 시스템은 15배 많은 토큰을 사용. Claude에 따르면 리드 에이전트(분석+전략) Opus 4 + 서브에이전트(동시탐색+정보수집) Sonnet 4 기반 다중 에이전트 시스템이 단일 에이전트 Opus 4보다 90.2% 더 높은 성능을 시현. 2): LLM 선택: Claude Sonnet 4 모델이 Sonnet 3.7 모델에 토큰 예산을 두 배 할당하는 것 보다 더 높은 성능 향상을 기록 (Anthropic '25.6)

AI-Agent 워크플로우 – 1) 업무 처리 증가, 2) 향상된 의사 결정, 3) 운영 간소화 등 이점 제공

구분	AI-Agent 워크플로우 이점
효율성	– 반복적이고 일상적인 프로세스/업무를 대신 처리 – 직원을 추가하지 않고도 많은 거래와 요청을 처리하고 빠르게 작업을 완료
향상된 의사결정	– 고급 데이터 분석 기능에 기반해 조직 내 의사 결정의 정확성을 제고 – 방대한 데이터(패턴, 추세, 상관관계)의 신속한 분석, 정확한 예측과 추천 제공
확장성	– 리소스가 비례적으로 늘지 않고 최소한의 추가 투자로 수요 대응이 가능
지속적인 학습	– 머신러닝과 피드백 루프를 활용하여 프로세스를 지속 개선 – 고객 행동, 시장 동향, 운영 패턴 변화를 감지, 이에 따라 프로세스 수정
사용자 경험 개선	– 과거 행동과 선호도 분석을 통해 고객에게 더욱 개인화된 경험 제공 (관련성 높은 추천, 시의적절한 알림) – 고객 요청을 24시간 즉시 처리, 잠재적인 고객 문제 역시 사전 식별해 해결

자료: Atlassian, 유안타증권 리서치센터

다중 Agent 시스템 – 일반 ChatBot 대비 15배 많은 토큰 처리, 단일 Agent 대비 90.2% 높은 성능



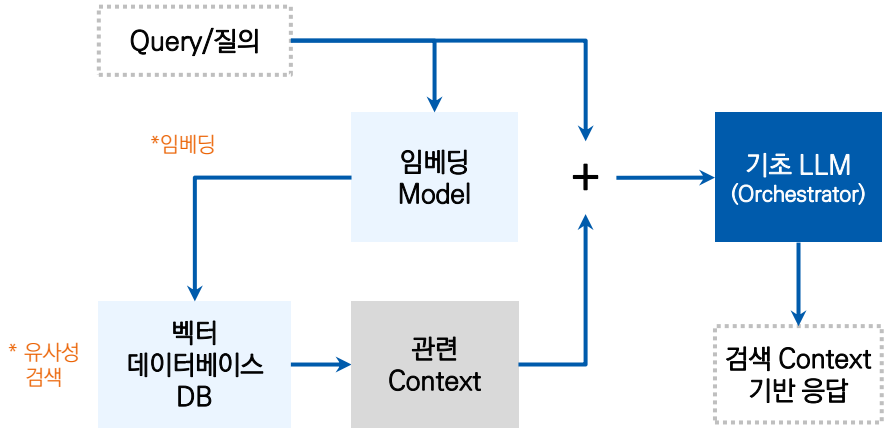
자료: Anthropic, 유안타증권 리서치센터

RAG, Vector-Database : LLMs 정보 검색 트래픽 증가 가속

- LLMs은 기초 (Vector) 데이터베이스나 외부 소스에서 실시간 정보를 검색해 응답 사실 여부를 확인하는 검색 증강 생성(Retrieval Augmented Generation, RAG)을 통해 응답 정확도를 제고. LLMs은 RAG 절차와 Agent를 통해 학습을 지속, 인지한 데이터를 기반으로 상황이나 맥락을 이해하는 Orchestrator 역할을 수행
- 글로벌 데이터베이스 관리 Pure-Play 업체, 업계 점유율 3위의 MongoDB(MDB)는 Atlas를 통해 주요 CSPs 및 IaaS 제공 업체에 멀티클라우드 데이터베이스 클러스터를 제공하고, 임베딩을 지원. 지속되는 1) 금리 인하 사이클, 2) Scale-Out AI 인프라 보급 확대 등 우호적 환경 지속하며 Atlas 고객 수 가속화

RAG – 사용자 질의를 벡터 데이터로 변환, 벡터 DB에 저장된 정보 벡터와 유사성 검색 후 빠른 응답 도출

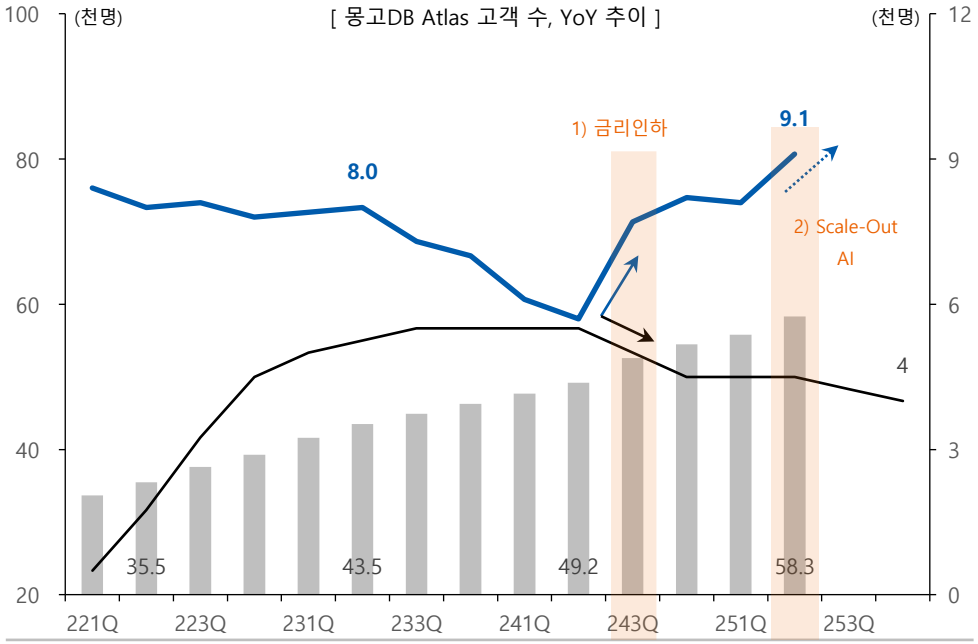
[벡터 데이터베이스 기반 RAG 시스템 워크플로우]



* RAG는 임베딩 모델을 사용해 사용자 질의를 유사성 매칭에 용이한 Vector로 변환, VectorDB에 저장되어 있는 정보 벡터 (임베딩된 텍스트, 이미지, 오디오 등 비정형데이터)와 비교, 가장 관련성 높은 정보를 식별하는 유사성 검색을 수행 후 LLM에 제공

자료: 유안타증권 리서치센터

MongoDB Atlas – 1) 금리 인하 사이클, 2) Scale-Out AI 인프라 보급 확대 등 우호적 환경 지속

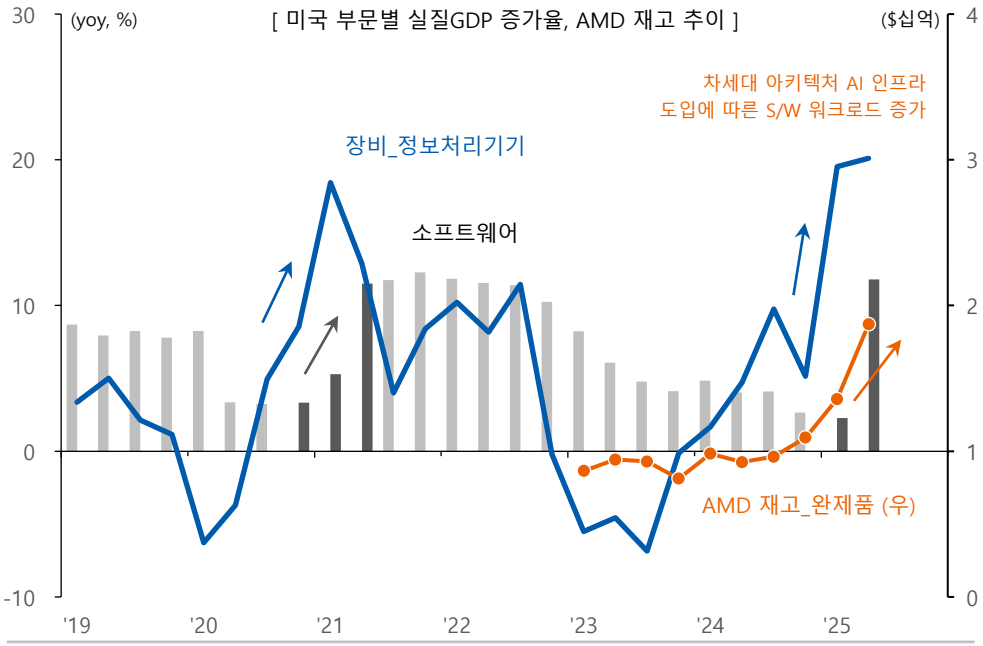


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Palantir x Snowflake Partnership : Agentic AI 업계 침투 본격화

- 엔비디아의 Rack 단위 서버 시스템(e.g., GB200 NVL 72)과 같은 네트워킹 솔루션 기반의 Scale-Out AI 인프라 도입 확산이 25년 상반기 미국 S/W (e.g., AI 워크로드 처리, DB 마이그레이션) 수요 증가를 견인. 한편으로, 이러한 인프라 고도화가 S/W 수요 확대를 견인함으로써 시장 파이를 확대, 수혜가 AMD 제품 수요 확대로 확산
- 최근 온톨로지 기반의 Palantir와 데이터 클라우드 기반의 Snowflake의 파트너십은 Palantir의 구축 시간 및 도메인 종속성의 한계를 Agentic AI의 도입으로 보완하고자하는 방향성을 반영. H/W 인프라 고도화로 극복될 Multi-Agent 운용 Capa 차질 완화와 모델 성능 고도화에 따른 업계 내 Agentic-AI 침투 확대 가능성을 내재

컴퓨팅 수요 급증이 견인한 AMD 제품 도입 확대 vs. H/W 인프라 고도화에 따른 Agentic AI 침투 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

(PLTR) Ontology 위 Agent 탑재 vs. (Agent) LLM의 Ontology 도메인 해석 방식으로 융합될 가능성

구분	Palantir Ontology	Agentic AI
철학	유니버스를 모델링 후 그 위에서 추론	유니버스에서 학습한 패턴과 맥락에 기반하여 행동
지식 구조	**명시적 모델** 관계와 의미를 사전 정의	**의미 추론** 백터 및 언어로 의미가 확률적으로 해석
데이터 처리	데이터의 **의미(sementic)**를 Entity와의 관계로 정형화	데이터의 **맥락(context)**을 언어의 임베딩 절차로 비정형 처리
데이터 소스	기업 내부 (ERP, CRM, 센서)	대규모 언어, 문서, API 데이터셋 (웹, SaaS, DB)
목적	조직 맞춤형 의사 결정 자동화 시스템	범용 지능적 문제 해결
리스크	구축 시간, 도메인 종속성	맥락 왜곡, 신뢰성 한계
결합 가능성	Ontology 위에 Agentic AI를 탑재 하이브리드 모델	Ontology의 도메인 구조를 LLM이 해석, 활용

자료: 유안타증권 리서치센터

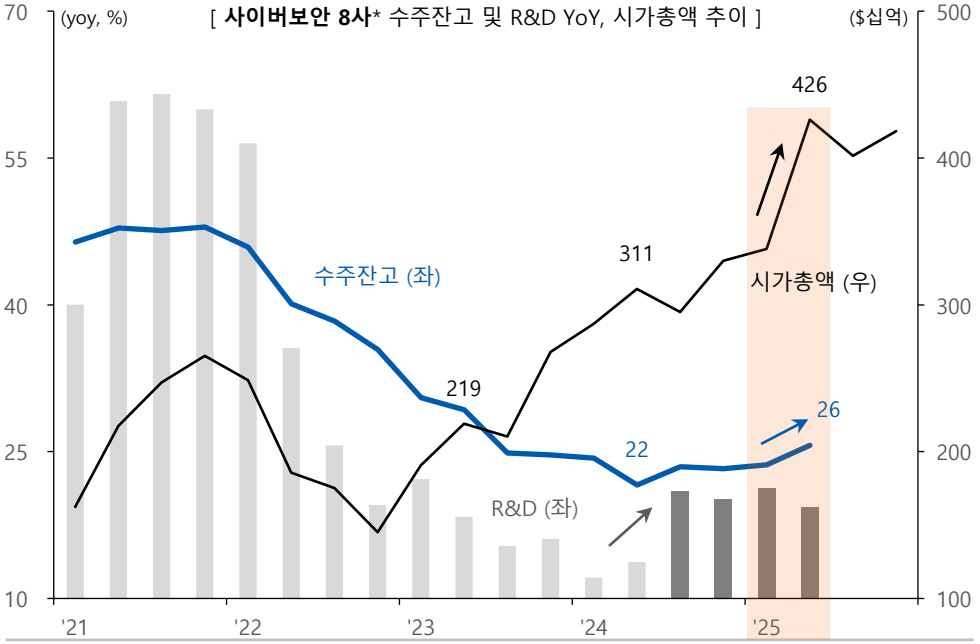
Use-Case 1) 사이버보안: Zero-Trust에 Data Flywheel 접목, 실시간 위협 감지 및 대응

- 사이버보안 업체 Zscaler(ZS) 는 20Petabytes가 넘는 데이터를 생성하는 데이터 플라이휠을 활용해 사이버 보안 작업을 자동화하는 AI Agent 기반의 Zero-Trust 플랫폼을 확장 중. 이를 위해 보안 데이터 패브릭 업체 Avalor('24.3)와 관리형 감지 및 대응(MDR; 24시간 실시간 위협 모니터링) 업체 Red Canary 인수('25.7)
- 동사의 제로 트러스트 아키텍처 내에서 발생하는 매일 5천억 건 수준의 거래에서 발생하는 탐지, 신호, 컨텍스트를 Agentic-AI 기반 위협 (노출) 관리를 수행할 수 있는 Red Canary 보안 운영 자동화 시스템을 통해 대응

Zscaler – 제로 트러스트 아키텍처 내 발생하는 잠재 위협을 Agentic AI 기반 SecOps 자동화로 대응

자료: Zscaler, 유안타증권 리서치센터

사이버 보안 업체의 지속되는 R&D 투자와 반등하는 수주 잔고 사이클 – Agentic AI 도입과 관련



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: 사이버보안 8사: PANW, FTNT, ZS, CRWD, S, OKTA, QLYS, TENB

Use-Case 2) 소매/유통: 슈퍼 에이전트로 통합된 월마트 AI 생태계, 운영 효율성 제고

- 올해 7월 월마트 최고기술책임자(CTO) 수레쉬 쿠마르, 기존에 파편화된 여러 AI Tool들이 야기하는 사용자 혼란 문제를 해결하기 위해 '고객', '직원', '판매자', '개발팀' 을 위한 4개의 "슈퍼 에이전트"로 통합하는 새로운 AI 전략 발표
- 월마트는 개방형 표준 Model Context Protocol(MCP)를 이용해 다중 Agent와 다양한 AI 모델과 데이터 소스에 대한 연결성을 확보, 이를 통해 각 에이전트가 재고, HR, 판매 분석, 배송 데이터를 별도의 절차와 장비를 수반하지 않고 자유롭게 활용해 조직 내 사일로를 제거, 매장 운영 효율성을 최적화 중

Agent 유형별 주요 특징과 Use Case

Agent 유형	주요 특징	사용 사례
목표 기반	미리 정의된 규칙에 기반한 행동 기억력, 상황 적응력 부재	목적지까지 경로를 최적화하는 **배달 로봇**
모델 기반	규칙적으로 움직이는 환경의 변화에 대해 단기 기억과 모델을 유지	교통 상황에 따라 경로를 업데이트하는 내비게이션
계층적	전문 Agent를 관리하는 상위 레벨 에이전트가 존재하는 다층 시스템	감독자와 전문 봇으로 운영하는 **공장 자동화** 시스템
학습형	피드백과 경험을 통해 학습하고 적응	시간 경과에 따라 제안을 개선하는 AI 추천 시스템
다중 에이전트	공통 목표 달성을 위해 타 Agent와 협력	패키지 배송 드론 함대 **데이터 분석(수집, 분석, 추출)**
효용형	각 작업에 대해 효용을 극대화하여 결과를 최적화	시장 상황에 따라 가격을 조정하는 동적 가격 알고리즘

자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

슈퍼 Agent로 통합된 월마트 내 AI 생태계 – 매장 운영 효율성 제고

Walmart AI 활용 전략	내용
물류 공급망 최적화	수요 예측, **배송 경로 최적화, 창고 관리 자동화**
매장 운영 효율화	디지털 트윈 구현으로 문제 예측 및 선제 유지 보수
신상품 개발	**트렌드 예측**을 통해 신상품 신속 개발 및 대응

Walmart 2025년 주요 AI 성과
1) 직원 90만명, 주당 300만 건 AI 활용
2) 고객 지원 및 응대 속도 40% 개선
3) 패션 부문 생산 주기 기존 40주에서 22주로 18주 단축
4) 교대근무 계획 작성 기존 90분에서 30분으로 단축

자료: 유안타증권 리서치센터

기업분석

US Market Analyst

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Snowflake (SNOW)

OpenAI+Anthropic에 팔란티어까지 합류

기업정보	
국가	미국
상장거래소	New York
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어&서비스

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	8.5
2. Blackrock	5.0

매출구성 (%)	
1. 제품	95.5
2. 전문서비스 & 기타	4.5

현재가 (달러)	271.26
컨센서스 (달러)	267.44
시가총액 (억달러)	919
유동주식비율 (%)	80.1
52주 최저/최고 (달러)	120.10/280.67

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
SNOW.US	12.0	55.8	119.6
S&P500	4.6	21.7	14.1

- 동사는 글로벌 데이터베이스 관리업체 점유율 4위 업체로, CSPs 3사(MSFT, AMZN, GOOGL)를 제외한 Pure-Player로서는 1위 기업. 다양한 프로그래밍 언어로 구성된 데이터를 정제해 BI 추출을 지원하는 업종 대표 웨어하우스 업체로, LLMs 등장 이후 데이터 클라우드 및 고급 분석에 최적화된 관련 AI-Agents를 생성하는 AI 플랫폼 업체로 전환 중
- 데이터 클라우드 경쟁 우위 기반 글로벌 AI 플랫폼 1, 2위 업체 OpenAI와 Anthropic의 프런티어 모델 GPT-5와 Claude에 동사의 AI 플랫폼 Cortex AI가 결합
- 25년 상반기 업계 클라우드 마이그레이션 수요 증가 및 금리 인하 사이클 진입 수혜 반영하며 고객 수 증가 확대 중. 7월 말 기준 최근 12개월 매출액 $1M 이상 고객 비중 5.4%, 6개 분기 연속 증가세 시현
- 최근 동사와 온톨로지 기반의 Palantir간의 파트너쉽은 데이터 클라우드 기반 AI-Agent 구축에 있어서의 동사의 경쟁우위를 반영함과 동시에 H/W 인프라 고도화로 극복될 Multi-Agent 운용 Capa 차질 완화와 모델 성능 고도화에 따른 Agentic-AI의 업계 침투 확대 본격화 가능성을 내재

Summary

결산 (1월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액 (백만달러)	2,066	2,806	3,626	4,611	5,699
영업이익 (백만달러)	-842	-1,095	-1,456	442	583
당기순이익 (백만달러)	-797	-836	-1,286	443	616
PER (배)	-	-	-	226.8	165.8
PBR (배)	9.3	12.6	20.2	37.6	32.3
EV/EBITDA (배)	-	-	-	128.8	128.8
ROE (%)	-15.2	-15.7	-31.4	13.1	9.5

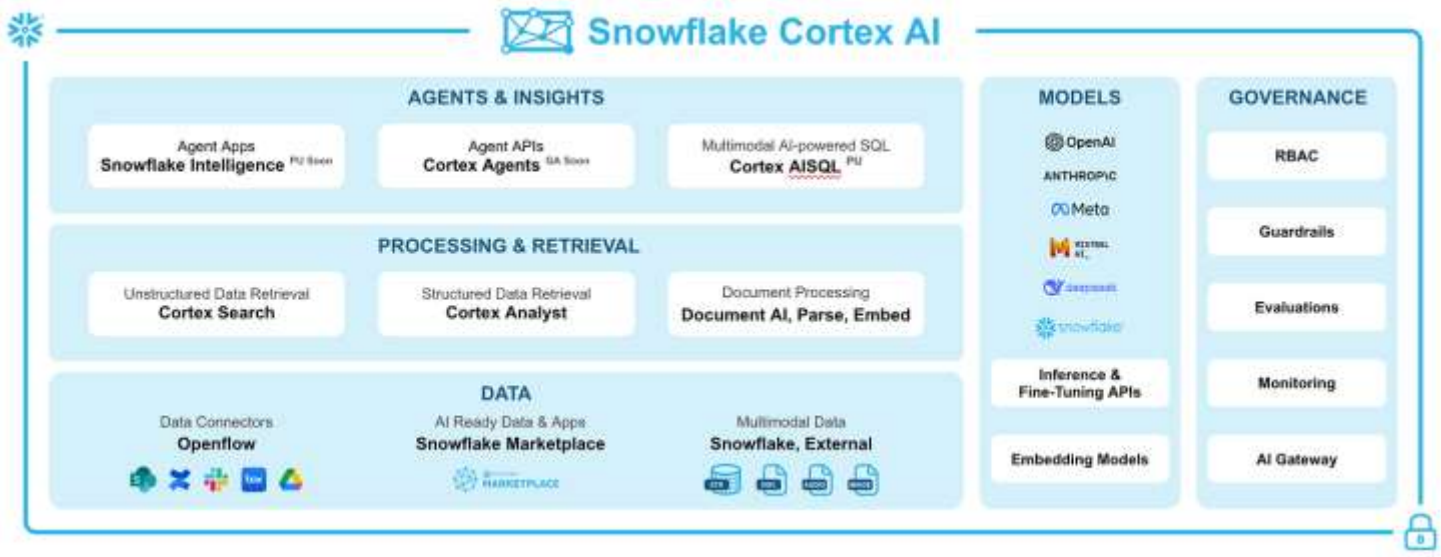
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Snowflake AI-Agent Framework : Cortex Agents

- Cortex Agents는 스노우플레이크의 AI Agent 프레임워크
- 사용자의 자연어 질문(Query) → 에이전트(Agent)가 스레드(Thread)를 참조 → 오케스트레이션 흐름에 따라 모델(LLMs)이 계획하고 → 적절한 AI 도구(Tools)를 호출해 구조화/비구조화 데이터 처리를 수행 → 반성(Reflection) 단계를 거쳐 응답을 생성 → 피드백 및 모니터링을 통해 반복 개선(Monitoring & Iteration)하는 형태로 각 단계가 상호 작용하며 작동

Snowflake Cortex Agents 구성

구성	내용
대화 맥락 저장 (스레드)	에이전트가 이전 질문/응답을 기억하고 누적된 컨텍스트에 따른 동작 수행
오케스트레이션	AI Tool 사용, 작업 방식에 대한 결정 등 전체 워크플로우 제어
도구	정형 데이터(Cortex Analyst), 비정형 데이터(Cortex Search) 분석과 검색, 이외외부 도구들
거버넌스	에이전트, 도구, 모델, 데이터 등 각 역할 기반에 대한 접근, 보안 체계 제공
모니터링	배포 후 성능 지표, 로그, 스레드 분석을 통해 에이전트를 개선
데이터 통합	RAG(검색 증강 생성) 등에 기반 정형+비정형 데이터를 통합

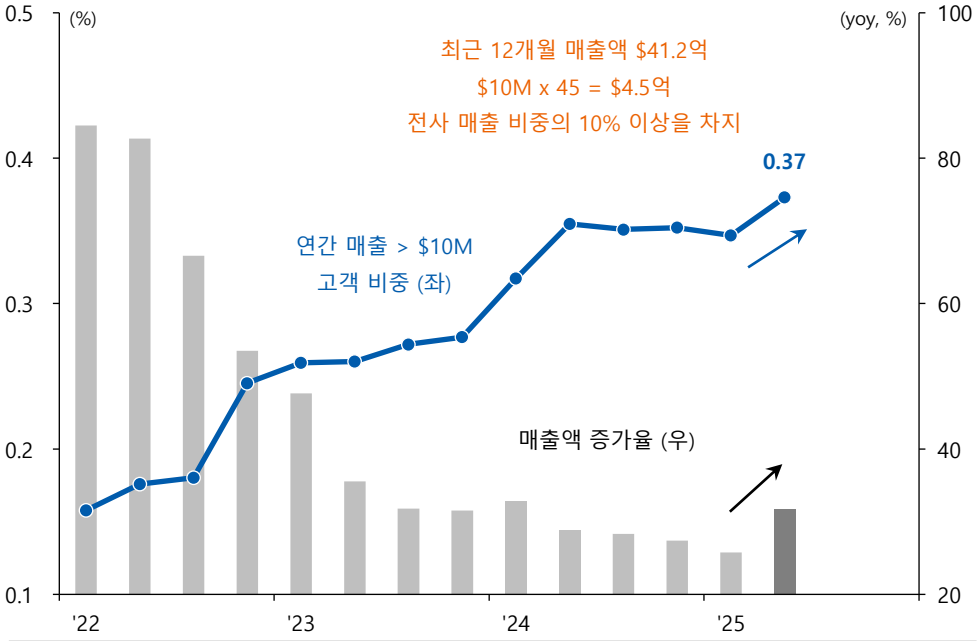


자료: Snowflake, 유안타증권 리서치센터

Cortex AI 플랫폼, 글로벌 1, 2위 프런티어 모델 GPT-5, Claude와 통합

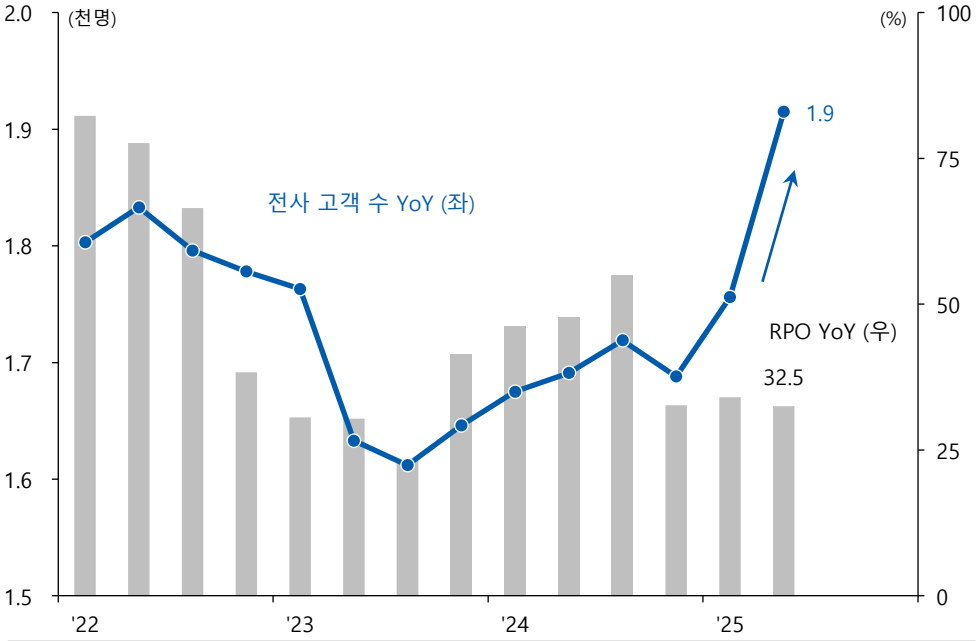
- 동사는 글로벌 데이터베이스 관리업체 점유율 4위 업체로, CSPs 3사(MSFT, AMZN, GOOGL)를 제외한 Pure-Player로서는 1위 기업. 다양한 프로그래밍 언어로 구성된 데이터를 정제해 BI 추출을 지원하는 업종 대표 웨어하우스 업체로, LLMs 등장 이후 데이터 클라우드 및 고급 분석에 최적화된 관련 AI-Agents를 생성하는 AI 플랫폼 업체로 전환 중
- 데이터 클라우드 경쟁 우위 기반 글로벌 AI 플랫폼 1, 2위 업체 OpenAI와 Anthropic의 프런티어 모델 GPT-5와 Claude에 동사의 AI 플랫폼 Cortex AI가 결합

25년 7월 말 기준 최근 12개월 매출액 $1M 이상 고객 비중 5.4%, 6개 분기 연속 증가세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25년 상반기 고객 수 증가, 업계 클라우드 마이그레이션 수요 증가 및 금리 인하 사이클 진입 수혜 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (1월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	265	592	1,219	2,066	2,806
매출액 증가율 (%)	173.9	123.6	106.0	69.4	35.9
매출원가	117	243	458	718	899
매출총이익	148	349	761	1,348	1,908
판관비	401	655	1,009	1,402	1,715
영업이익	-358	-544	-715	-842	-1,095
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	-333	-513	-671	-745	-934
영업외손익	-11	-7	-38	-26	-246
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-	-	-	-	-
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	1	1	-29	48	-45
법인세비용차감전순손익	-348	-537	-677	-816	-849
법인세비용	1	2	3	-18	-11
계속사업순손익	-349	-539	-680	-798	-838
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-349	-539	-680	-797	-836
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (1월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-177	-45	110	546	848
당기순이익	-349	-539	-680	-797	-836
유무형자산상각비	4	10	21	64	120
기타비현금손익 조정	119	377	700	947	1,133
매출채권증감	-117	-116	-252	-167	-212
재고자산증감	0	0	0	0	0
매입채무증감	1	-3	7	8	19
투자활동 현금흐름	138	-4,037	-21	-598	832
인수 및 사업	-6	-6	0	-363	-276
유형자산 증가 (CAPEX)	-19	-35	-16	-25	-69
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-613	-4,688	20	-3,867	-2,465
재무활동 현금흐름	57	4,775	178	-93	-854
차입금 증감	0	2	0	0	0
자본금 증감	57	4,774	179	81	-854
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-1	-1	-173	0
현금의 증감	19	693	267	-146	824
기초 현금	123	142	835	1,103	957
기말 현금	142	835	1,103	957	1,781
NOPAT	-357	-545	-710	-818	-1,032
FCF (Free Cash Flow)	-195	-80	94	521	779

자료: Bloomberg

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (1월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	665	4,301	4,599	4,985	5,039
현금및현금성자산	127	820	1,086	940	1,763
매출채권	179	294	546	716	927
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	348	1,621	2,051	2,738	3,184
유형자산	223	256	295	392	500
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	89	175	454	429	461
자산총계	1,013	5,922	6,650	7,722	8,223
유동부채	416	789	1,397	1,994	2,731
매입채무 및 미지급금	71	131	214	293	499
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	205	196	204	260	302
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	621	985	1,601	2,254	3,033
자본금	-	-	-	0	0
자본잉여금	156	6,175	6,985	8,211	9,331
이익잉여금	-700	-1,239	-1,919	-2,716	-4,076
비지배지분	0	0	0	12	10
자본총계	392	4,936	5,049	5,469	5,191
순차입금	-223	-3,704	-3,646	-3,756	-3,558
총차입금	211	205	206	252	288

재무제표 및 밸류에이션

결산 (1월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-	-3.8	-2.3	-2.5	-2.6
BPS	-	17.4	16.5	16.9	15.5
EBITDAPS	-	-0.3	0.4	1.7	2.6
SPS	-	4.2	4.1	6.5	8.6
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	15.6	16.7	9.3	12.6
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	65.2	67.9	24.1	22.9
ROIC	-	-	-13.6	-15.2	-15.7
ROA	-58.6	-19.0	-13.7	-14.9	-18.4
ROE	-39.2	-15.5	-10.8	-11.1	-10.5
부채비율 (%)	53.9	4.1	4.1	4.6	5.5
순차입금/자기자본 (%)	-56.9	-75.0	-72.2	-68.7	-68.6
매출총이익률 (%)	56.0	59.0	62.4	65.3	68.0
영업이익률 (%)	-135.3	-91.9	-58.6	-40.8	-39.0
매출순이익률 (%)	-131.6	-91.1	-55.8	-38.6	-29.8
EBITDA 마진 (%)	-125.7	-86.7	-55.0	-36.1	-33.3

US Market Analyst

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Datadog (DDOG)

클라우드 마이그레이션 수혜, AI ROI 개선 가시화

- Datadog 플랫폼은 1) 로그 추적 기반 IT 인프라 모니터링과 2) 원활한 애플리케이션 DevOps 작업을 위한 통합된 클라우드 환경을 구축. 클라우드 마이그레이션, AI Agent 도입, AI 애플리케이션 채택과 생산 단계 투입 확대에 따른 워크로드 증가가 외형 개선 핵심 요인
- AI 인프라 모니터링 작업 뿐만 아니라 1) 통합된 클라우드 기반의 데이터 플랫폼(데이터 웨어하우스, 마켓플레이스 등), 2) 워크플로우 자동화, 3) 클라우드 보안 기능을 제공. 이를 자사 Gen-AI Tool “Bits AI”를 통해 자동화
- 10월, Oracle Cloud Infrastructure(OCI)에 1) 클라우드 비용 관리, 2) 클라우드 SIEM(보안 정보 및 이벤트 관리), 3) GPU, DB 실시간 모니터링 등 통합 서비스를 지원하는 기술 파트너십을 체결. 3분기 실적부터 OCI 고객사 수요 증가 수혜 반영 중
- OCI 등 업계 전반에 클라우드 마이그레이션 수요 증가 본격화에 따른 수혜 반영이 지속되고, 지난 2분기 출시한 Bits AI 에이전트 가세 등 AI 매출 비중이 두 자리 수대에 근접, 전사 이익 사이클 Bottom-Out 국면에 진입
- AI Agent 훈련과 추론 능력 강화를 위한 R&D 투자 확대가 동사 수주 잔고와 AI 제품 매출 비중 증가세 확대로 반영 중

기업정보	
국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어&서비스

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	12.9
2. Blackrock	8.2

매출구성 (%)	
1. Infra S/W	100.0

현재가 (달러)	197.86
컨센서스 (달러)	215.99
시가총액 (억달러)	694
유동주식비율 (%)	98.6
52주 최저/최고 (달러)	81.63/201.69

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
DDOG.US	24.6	83.4	61.7
NASDAQ	5.7	31.4	21.7

Summary

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액 (백만달러)	1,675	2,128	2,684	3,389	4,103
영업이익 (백만달러)	-59	-33	54	757	952
당기순이익 (백만달러)	-50	49	184	733	878
PER (배)	-[	857.3	272.2	98.3	81.7
PBR (배)	16.6	19.8	18.0	19.2	15.4
EV/EBITDA (배)	7,982.1	830.3	301.5	65.4	65.4
ROE (%)	-4.1	2.8	7.8	15.7	13.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Datadog AI-Agent : Bits AI

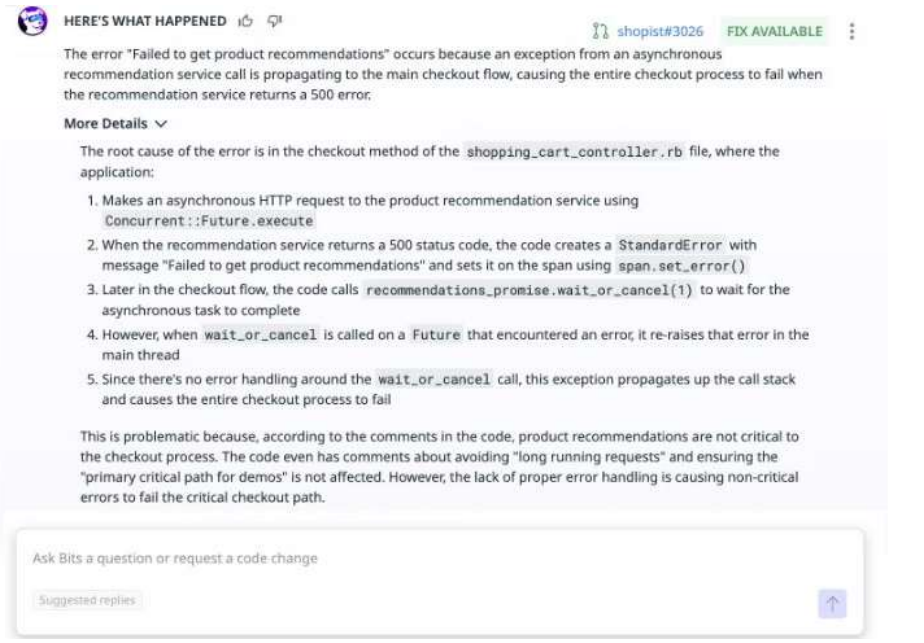
- Bits AI는 Datadog 플랫폼(클라우드 애플리케이션 모니터링 및 보안 플랫폼) 내 모니터링, 개발, 보안 활동 등 워크플로우 전반에 걸쳐 작동하는 AI-Agent 도구. 이벤트 탐지 → 조사 → 코드 수정 제안 → 대응 및 외부 시스템과의 상호 작용을 자연어 인터페이스 기반으로 지원
- 발생한 보안 사건에 대한 원인 조사 업무를 자동화, 동사의 로그(App, 네트워크, 서버 내에서 발생하는 모든 워크플로우 기록) 수집 역량을 기반으로 심도 있는 분석을 제공. 문제가 발생한 Code에 대해 자동으로 Code 수정을 제안해 조직 내 보안 전문가의 생산성을 향상하고 관련 리소스를 절감

Bits AI, Datadog 플랫폼 내 모니터링, 개발, 보안 활동 등 워크플로우 전반에 걸쳐 작동하는 AI-Agent

Bits AI 구분	대상	기능
Bits AI SRE	운영	- 이벤트 탐지/알림 → 자동 조사 → 대응 및 사후 조치까지 전 과정 지원 - 사건 발생 시 초기 조사 결과 도출 → 실시간 사고 요약 및 상태 업데이트 → 사고 사후 분석 초안 생성
Bits AI Dev Agent	R&D	- 문제 감지 → 수정 코드 생성 → 수정 코드 소스 저장소 업데이트 (Pull Request) 전 과정을 자동 수행 - 전문가가 아닌 사용자가 직접 코딩 관련 문제를 해결할 수 있도록 지원
Bits AI Security Analyst	보안/IT	- Datadog 클라우드 SIEM(보안 정보 및 이벤트 관리) 신호 자율 분류, 잠재 위협 심층 조사, 명확하고 실행가능한 권장 대응 사항 제공

자료: Datadog, 유안타증권 리서치센터

탐지 → 조사 → 코드 제안 → 대응 및 외부 상호 작용을 자연어 인터페이스 기반으로 지원

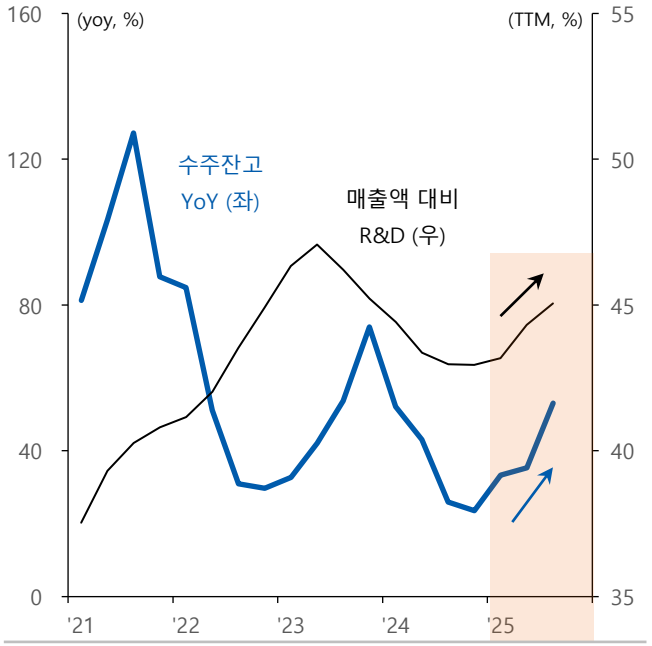


자료: Datadog, 유안타증권 리서치센터

업계 클라우드 마이그레이션 수요 증가에 AI Agent 수익화 가세

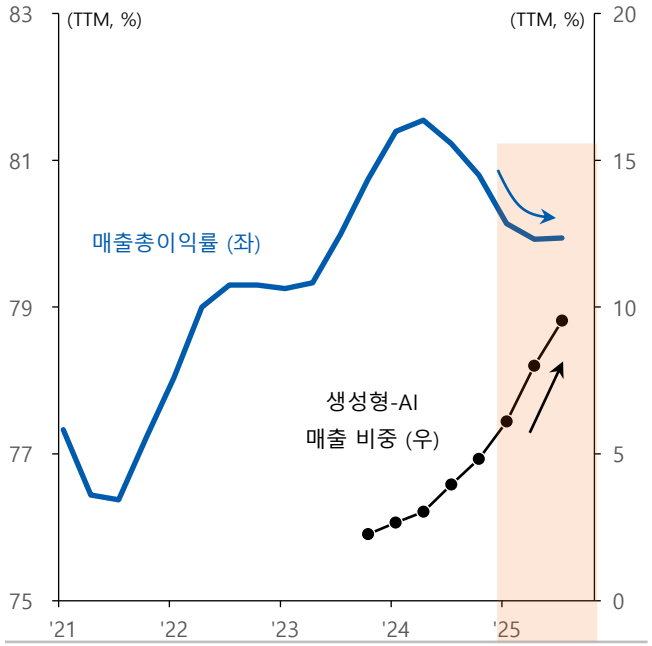
- 10월, Oracle Cloud Infrastructure(OCI)에 1) 클라우드 비용 관리, 2) 클라우드 SIEM(보안 정보 및 이벤트 관리), 3) GPU, DB 실시간 모니터링 등 통합 서비스를 지원하는 기술 파트너십을 체결. 3분기 실적부터 OCI 고객사 수요 증가 수혜 반영 중
- OCI 등 업계 전반에 클라우드 마이그레이션 수요 증가 수혜 반영이 지속되고, 지난 2분기 출시한 Bits AI 에이전트 가세 등 AI 매출 비중이 두 자리 수대에 근접, 전사 이익 사이클 Bottom-Out 국면에 진입. AI Agent 훈련과 추론 능력 강화를 위한 R&D 투자 확대가 동사 수주 잔고와 AI 제품 매출 비중 증가세 확대로 반영 중

RPO, 업계 클라우드 마이그레이션 수요 증가와 AI Agent 수익화 반영



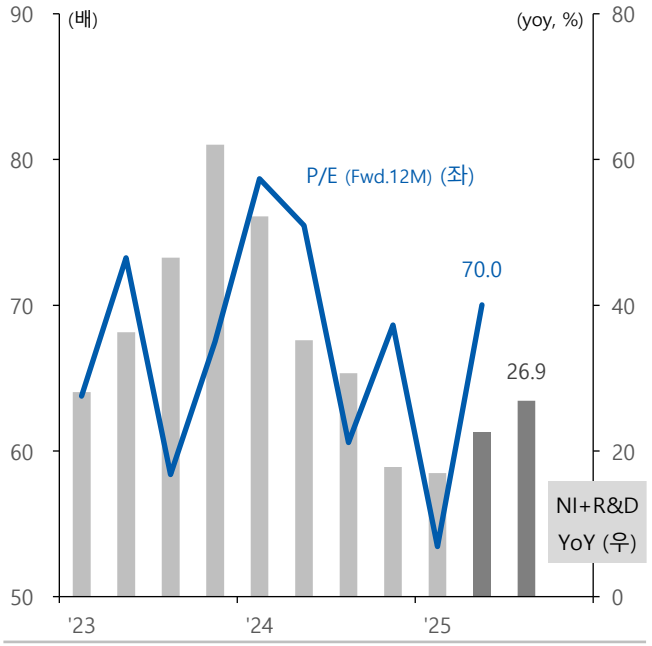
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 매출 비중 두 자리 수대 근접, 전사 이익 사이클 Bottom-Out



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

역사적 평균 수준의 밸류에이션, 최근 반등은 R&D 수익화를 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Datadog (DDOG) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	603	1,029	1,675	2,128	2,684
매출액 증가율 (%)	66.3	70.5	62.8	27.1	26.1
매출원가	130	234	347	410	516
매출총이익	473	795	1,328	1,718	2,169
판관비	276	394	635	789	962
영업이익	-14	-19	-59	-33	54
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지
EBITDA	19	24	1	46	152
영업외손익	8	-1	-21	-94	-150
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	8	-1	-21	-94	-150
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	-22	-18	-38	60	204
법인세비용	2	2	12	12	20
계속사업순손익	-25	-21	-50	49	184
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-25	-21	-50	49	184
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	흑전	278.3

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	109	287	418	660	871
당기순이익	-25	-21	-50	49	184
유무형자산상각비	15	23	35	44	55
기타비현금손익 조정	201	395	591	754	815
매출채권증감	-64	-107	-136	-122	-104
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	7	3	-1	58	26
투자활동 현금흐름	-1,153	-274	-385	-731	-737
인수 및 사업	-2	-227	-46	-12	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-26	-36	-65	-62	-96
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1,631	-1,058	-1,412	-2,521	-2,653
재무활동 현금흐름	670	35	36	58	787
차입금 증감	641	0	0	0	736
자본금 증감	30	35	36	58	51
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증감	-372	46	68	-12	917
기초 현금	601	229	274	342	330
기말 현금	229	274	342	330	1,247
NOPAT	-18	-21	-66	-27	49
FCF (Free Cash Flow)	83	251	354	598	775

자료: Bloomberg

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	1,718	1,871	2,344	3,178	4,911
현금및현금성자산	225	271	339	330	1,247
매출채권	163	269	400	509	599
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	172	510	661	758	874
유형자산	105	137	213	298	399
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	48	65	83	97	111
자산총계	1,890	2,381	3,005	3,936	5,785
유동부채	298	529	760	1,003	1,863
매입채무 및 미지급금	77	137	195	215	235
단기차입금	0	0	0	0	634
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	635	811	835	908	1,208
장기차입금	576	735	739	742	979
부채총계	933	1,340	1,594	1,911	3,071
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	1,103	1,197	1,625	2,181	2,689
이익잉여금	-148	-152	-202	-154	30
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	957	1,041	1,411	2,025	2,714
순차입금	-874	-747	-1,047	-1,681	-2,347
총차입금	644	808	838	902	1,842

재무제표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.1	-0.1	-0.2	0.2	0.6
BPS	4.1	3.3	4.4	6.1	7.9
EBITDAPS	0.4	0.9	1.3	2.0	2.6
SPS	2.0	3.3	5.3	6.6	8.0
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	857.3	272.2
PBR	23.9	53.6	16.6	19.8	18.0
EV/EBITDA	1,171.3	2,296.4	19,558.2	843.1	306.0
PSR	49.0	53.5	13.8	18.5	17.9
ROIC	-2.8	-2.1	-4.1	2.8	7.8
ROA	-1.5	-1.2	-3.2	-1.0	1.3
ROE	-1.7	-1.0	-1.9	1.4	3.8
부채비율 (%)	67.2	77.6	59.4	44.6	67.9
순차입금/자기자본 (%)	-91.3	-71.7	-74.2	-83.0	-86.5
매출총이익률 (%)	78.4	77.2	79.3	80.7	80.8
영업이익률 (%)	-2.3	-1.9	-3.5	-1.6	2.0
매출순이익률 (%)	-4.1	-2.0	-3.0	2.3	6.8
EBITDA 마진 (%)	3.1	2.3	0.1	2.1	5.7

US Market Analyst

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Appian Corporation (APPN)

Agent 개발 솔루션 신제품 기대감

기업정보	
국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업분류 (GICS 4)	소프트웨어&서비스

주요주주 (%)	
1. Vanguard Group	13.9
2. Blackrock	7.5

매출구성 (%)	
1. 구독	79.5
2. 구독 외	20.5

현재가 (달러)	197.86
컨센서스 (달러)	215.99
시가총액 (억달러)	694
유동주식비율 (%)	79.6
52주 최저/최고 (달러)	81.63/201.69

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
APPN.US	55.1	39.5	9.8
S&P500	5.7	31.4	21.7

- 동사는 오픈소스 LLMs API를 호출해 플랫폼 내외부 AI Tools을 연결시켜주는 1) 오케스트레이션, 데이터 마이크레이션을 수반하지 않고 실시간 데이터 접근성을 확보하고 데이터 분석을 지원하는 2) 데이터 페브릭, 이외 3) AI 기반 비즈니스 프로세스 자동화(RPA) 기능을 포함한 PaaS를 제공하는 업체

- 결국 LLMs API를 호출해 AI Agent 개발 환경을 구현해주는 플랫폼. Data Fabric, 로봇 프로세스 자동화(RPA), Gen-AI, Low-Code 설계, 프로세스 마이닝, 애플리케이션 프로그래밍 인터페이스, API 호출 기능을 하나의 플랫폼에 긴밀히 통합. 개별 비즈니스 사용자의 일상 업무 프로세스에 대한 자동화 서비스를 제공

- 동사의 AI-Agent 운영 프레임워크인 Appian AI 유료 구독률은 25% 수준까지 확대. 인보이스 처리 시간 36% 단축, 병원 내 환자 접수 업무 처리 속도 83% 개선, 주문 관리 프로세스 95% 자동화 등 고객 경험 및 ROI 개선 가시화

- AI 인프라 Scale-Out 및 금리 인하 사이클 진입으로 매크로 환경 우호적. 연말~내년 초 출시가 예정된 자연어 쿼리 기반 Agent 개발 솔루션인 Agent Studio의 베타 버전 선주문 마감 등 강력한 수요로 최근 3분기(TTM) OP 흑자 전환 이후의 이익 개선세, 영업레버리지 확대가 지속될 전망

Summary

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액 (백만달러)	7,250	7,961	9,646	11,633	14,281
영업이익 (백만달러)	263	338	599	857	1,076
당기순이익 (백만달러)	146	244	428	647	819
PER (배)	9.2	13.8	24.5	48.6	38.0
PBR (배)	0.8	2.0	5.6	15.0	11.4
EV/EBITDA (배)	4.3	7.9	14.4	24.9	24.9
ROE (%)	9.3	14.2	23.3	31.6	31.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI Agent 개발 환경 구현 PaaS 서비스를 제공

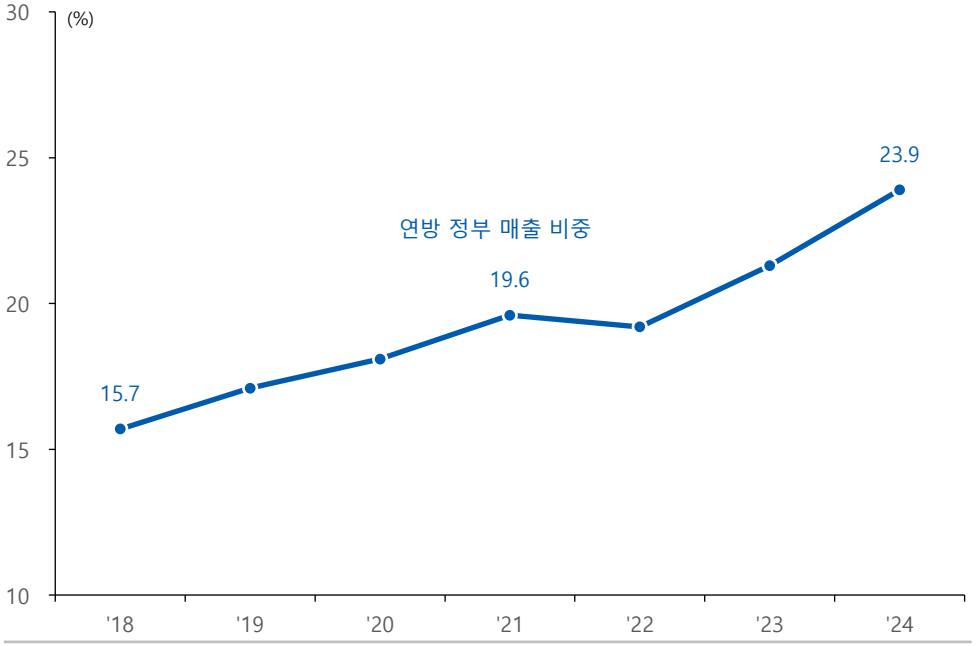
- 동사는 오픈소스 LLMs API를 호출해 플랫폼 내외부 AI Tools을 연결시켜주는 1) 오케스트레이션, 데이터 마이크레이션을 수반하지 않고 실시간 데이터 접근성을 확보하고 데이터 분석을 지원하는 2) 데이터 패브릭, 이외 3) AI 기반 비즈니스 프로세스 자동화(RPA) 기능을 포함한 PaaS를 제공하는 업체
- 결국 LLMs API를 호출해 AI Agent 개발 환경을 구현해주는 플랫폼. Data Fabric, RPA, Gen-AI, Low-Code 설계, 프로세스 마이닝, 애플리케이션 프로그래밍 인터페이스, API 호출 기능을 하나의 플랫폼에 긴밀히 통합. 개별 비즈니스 사용자의 일상 업무 프로세스에 대한 자동화 서비스를 제공

API 통합 및 조정의 1) 오케스트레이션, 데이터 통합의 2) 패브릭, 3) RPA 서비스를 제공하는 PaaS 업체

Appian 플랫폼 핵심 기능	내용
프로세스 오케스트레이션 Process Orchestration	**AI, 자동화 워크플로우, 사용자간 작업을 조정** - Low-Code 봇 기반 RPA로 반복 작업 자동화 - AI 에이전트가 데이터 추출, 문서 처리, 대규모 프로세스 실행 - API 통합으로 시스템 간 연결
데이터 패브릭 Data Fabric	**여러 시스템 데이터를 마이그레이션 없이 통합**하는 단일 데이터 계층 - 실시간 데이터 탐색 및 AI 기반 인사이트 제공 - AI 제품 보강 및 보안 강화
프로세스 인텔리전스 Process Intelligence	**AI 기반 비즈니스 프로세스 모니터링 및 최적화(마이닝)제안** - 프로세스 마이닝용 데이터 준비 자동화
인공지능 Artificial Intelligence	**비즈니스 프로세스에 AI를 내재화하여 성과 극대화** - 프로세스 내 AI 내장으로 맥락과 행동 기반 의사결정 지원 - 거버넌스·책임성 확보를 통한 안전한 AI 활용

자료: Appian Corporation, 유안타증권 리서치센터

높은 연방 정부 매출 비중 – 우수한 레퍼런스

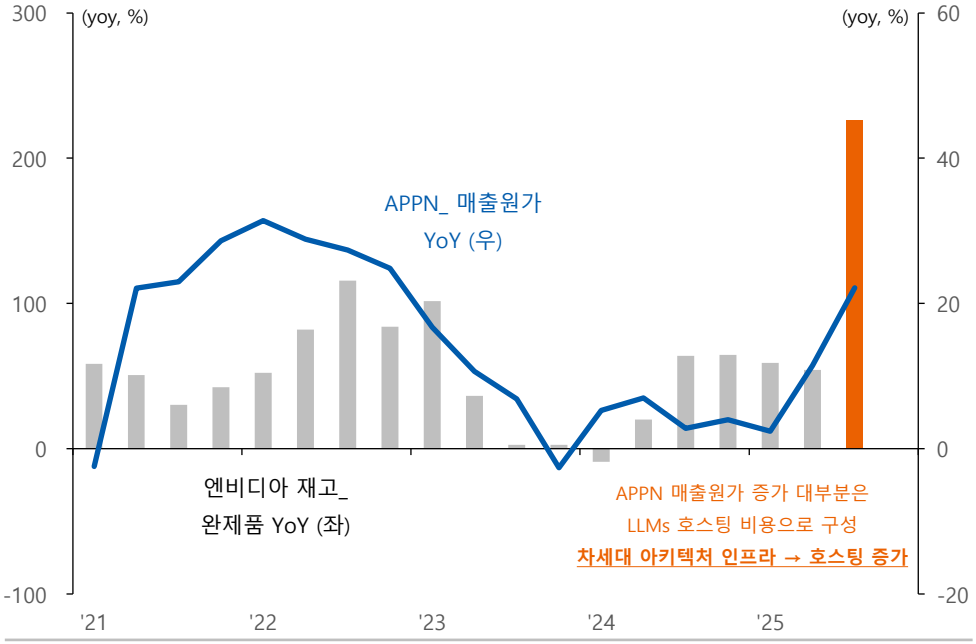


자료: Appian Corporation, 유안타증권 리서치센터

매크로 환경 우호적, 자연어 쿼리 기반 Agent 개발 솔루션 신제품 기대감

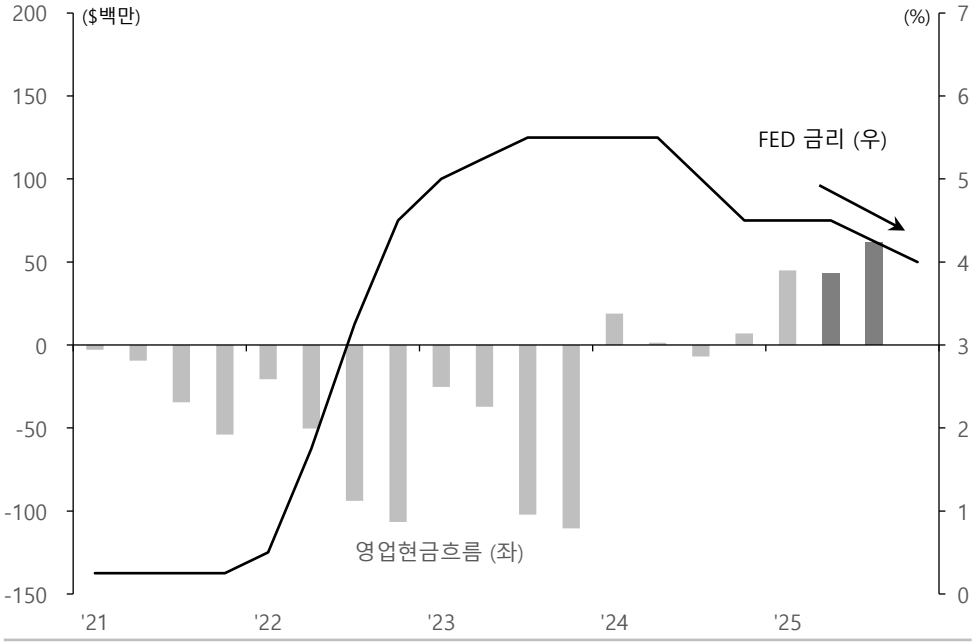
- 동사의 AI-Agent 운영 프레임워크인 Appian AI 유료 구독률은 25% 수준까지 확대. 인보이스 처리 시간 36% 단축, 병원 내 환자 접수 업무 처리 속도 83% 개선, 주문 관리 프로세스 95% 자동화 등 고객 경험 및 ROI 개선 가시화
- AI 인프라 Scale-Out 및 금리 인하 사이클 진입으로 매크로 환경 우호적. 연말~내년 초 출시가 예정된 자연어 쿼리 기반 Agent 개발 솔루션인 Agent Studio의 베타 버전 선주문 마감 등 강력한 수요로 최근 3분기(TTM) OP 흑자 전환 이후의 이익 개선세, 영업레버리지 확대가 지속될 전망

LLMs 호스팅 비용 급증, Scale-Out 기반 AI 인프라 보급 본격화에 따른 전방 수요 급증을 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금리 인하 사이클 진입으로 우호적인 매크로 환경, 최근 분기(TTM) 흑자 전환 이후 이익 개선세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Appian Corporation (APPN) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	305	369	468	545	617
매출액 증가율 (%)	17.0	21.2	26.7	16.5	13.1
매출원가	89	104	133	143	150
매출총이익	216	265	335	402	467
판관비	183	252	340	357	373
영업이익	-38	-84	-145	-108	-61
영업이익 증가율 (%)	-37.7	121.4	72.8	-25.5	-43.6
EBITDA	적지	적지	적지	적지	적지
영업외손익	-5	4	5	0	30
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	2	18	24
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	-6	4	4	-18	7
법인세비용차감전순손익	-33	-88	-150	-108	-91
법인세비용	1	1	1	3	1
계속사업순손익	-33	-89	-151	-111	-92
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-33	-89	-151	-111	-92
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	적지

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-8	-54	-107	-110	7
당기순이익	-33	-89	-151	-111	-92
유무형자산상각비	6	6	7	9	10
기타비현금손익 조정	11	4	26	25	57
매출채권증감	-34	-34	-38	-2	-28
재고자산증감	0	0	0	0	0
매입채무증감	0	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-153	42	10	29	-35
인수 및 사업	-6	-31	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-6	-9	-10	-4
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-146	79	19	38	-32
재무활동 현금흐름	110	3	143	79	0
차입금 증감	-4	0	120	92	50
자본금 증감	6	3	25	1	-36
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	108	0	-3	-14	-15
현금의 증감	-47	-9	46	-1	-31
기초 현금	160	112	104	150	149
기말 현금	112	104	150	149	119
NOPAT	-38	-86	-147	-111	-68
FCF (Free Cash Flow)	-9	-60	-116	-120	3

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	365	338	422	414	436
현금및현금성자산	112	101	148	149	119
매출채권	97	130	166	172	195
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	147	166	172	213	185
유형자산	66	65	79	83	68
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	38	53	59	96	85
자산총계	513	505	594	628	621
유동부채	156	216	270	371	355
매입채무 및 미지급금	32	56	61	55	50
단기차입금	0	0	3	66	10
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	60	55	178	204	299
장기차입금	0	0	115	140	241
부채총계	216	271	449	575	654
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	470	497	561	596	591
이익잉여금	-169	-258	-408	-520	-612
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	297	234	146	52	-33
순차입금	-164	-99	-12	118	155
총차입금	58	57	184	277	315

재무제표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
EPS	-0.5	-1.3	-2.1	-1.5	-1.3
BPS	4.2	3.3	2.0	0.7	-0.4
EBITDAPS	-0.1	-0.8	-1.5	-1.5	0.1
SPS	4.4	5.2	6.5	7.5	8.5
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	38.6	19.9	16.3	52.8	-
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	36.7	12.5	5.0	5.0	3.9
ROIC	-13.3	-33.4	-79.5	-112.5	-
ROA	-12.3	-26.4	-47.2	-33.8	-22.3
ROE	-7.6	-17.4	-27.5	-18.2	-14.8
부채비율 (%)	19.6	24.3	126.3	529.9	-
순차입금/자기자본 (%)	-55.4	-42.4	-8.2	226.1	-
매출총이익률 (%)	70.9	71.8	71.5	73.7	75.7
영업이익률 (%)	-12.4	-22.7	-31.0	-19.8	-9.9
매출순이익률 (%)	-11.0	-24.0	-32.2	-20.4	-15.0
EBITDA 마진 (%)	-8.3	-19.4	-27.9	-16.4	-6.9

자료: Bloomberg

Part 2

K-AI, 정책이 주도하는 Scale-out

백종민

방산/AI/로보틱스

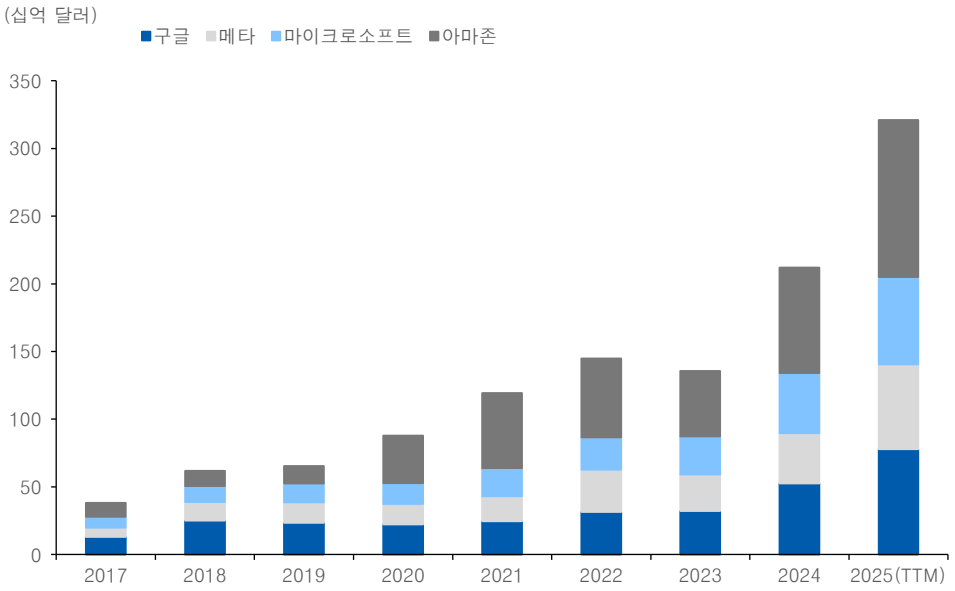
02 3770 5598

jongmin.baik@yuantakorea.com

한국 AI SW 산업 점검 1. 한계점

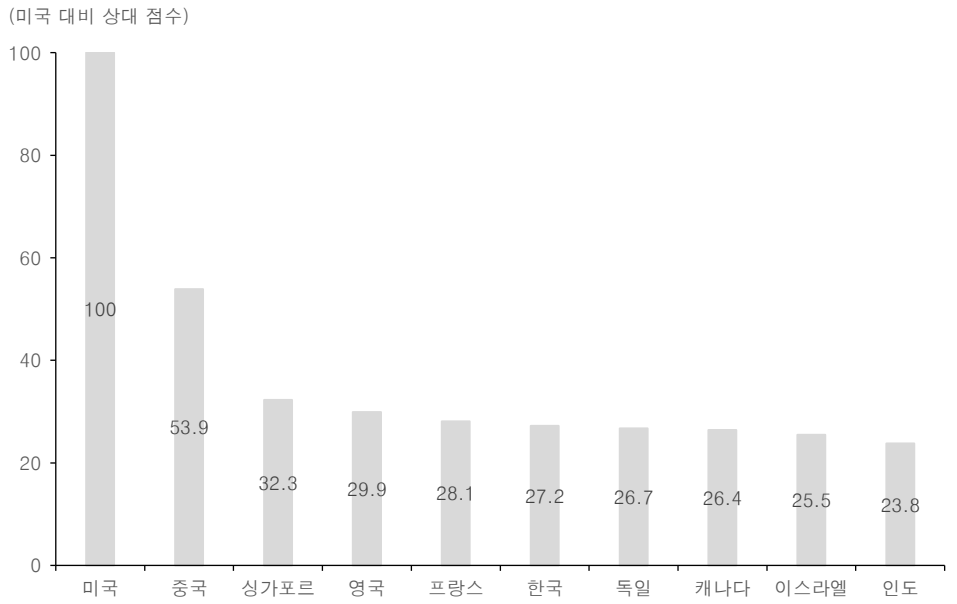
- 2022년 11월 ChatGPT 출시→2023년 AI 인프라(H/W)의 확산 → 2024년~ AI 수익화를 위한 다양한 서비스(S/W) 상용화 기대감 증폭
- 최근 대두되는 AI 거품론은 크게 보면 수익화 시점과 규모가 막연하다는 점에서 기인. 챗봇 형태의 LLMs 서비스에 그치지 않고 AI Agent, Physical AI, AGI 등 추가 기술 혁신에 대한 필요성이 대두되고 이를 개발하고 배포할 수 있는 AI 인프라에 대한 천문학적인 투자가 지속 확대되는 상황
- **이러한 시장 변화는 한국 AI SW 산업에 명확한 한계를 부여**. 글로벌 AI 선도국 도약이라는 목표로 정부의 노력이 지속되고 있지만, 이미 1)SW 역량, 2)HW 규모, 3)인재 풀 등 구조적인 격차가 벌어진 것은 사실. 한국 AI 산업을 냉정하게 바라보면, 소버린 AI 개발을 통해 AI 주권을 지키는 것이 현실적인 목표라는 판단

글로벌 빅테크 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 AI 지표 순위



자료: 토터스미디어, 유안타증권 리서치센터

한국 AI SW 산업 점검 2. 중장기 정책 수혜 기대

- 그럼에도, **한국 AI SW 기업들에 대해 중장기 정책 수혜주로서의 투자 포인트는 여전히 유효**하다고 판단
- 이전 정부부터 지속된 AI 산업 육성 정책은 새 정부에서 확대. AI G3 도약을 통해 잠재성장률 0%대 추락 위기를 AI 혁신으로 극복하겠다는 청사진 제시
- 지난 9월 대통령 직속 '국가인공지능전략위원회' 출범 및 과기부 장관을 부총리 급으로 격상. 동시에 '대한민국 AI 액션플랜' 공개를 통해 AI 산업 육성에 대한 중장기 정책 방향성을 제시. ①AI 혁신 생태계 조성, ②범국가 AI 기반 대전환(이하 AX), ③글로벌 AI 기본사회 기여 등 3대 정책 축과 세부 이행 전략인 12대 전략분야로 구성
- **정부는 3대 정책 축을 통해 공급 확대와 수요 창출에 주도적인 역할 분담**을 예고. AI 산업 내 불확실성을 완화시키고 민간 투자 촉진으로 이어질 수 있다는 점에서 긍정적

이재명 대통령 대선 전 공약

제목	목표	세부 전략	추진 여부	비고
세계를 선도하는 경제 강국을 만들겠습니다	AI 등 신산업 집중육성을 통해 새로운 성장기반 구축	* AX(인공지능 대전환)을 통해 AI 3강으로 도약	O	AI 액션플랜 공개, AI 산업 육성 중장기 정책 방향성 제시
		1. AI 예산 비중 선진국 이상 증액과 민간 투자 100조원 시대 개막	O	국민성장펀드 150조원 조성 계획. 초과 달성
		2. AI 데이터 센터 건설을 통한 AI 고속도로 구축 및 국가 혁신거점 육성	O	해남, 울산 등 AI 거점 확보
		2-1고성능 GPU 5만개 이상 확보와 국가 AI데이터 집적 클러스터 조성	O	2025년 1.3만장, 2026년 3.7만장, 2028년 5만장 확보 추진
		3. 모두의 AI 프로젝트 추진 및 규제 특례를 통한 AI 융복합 산업 활성화	O	한국 독자 AI 모델 개발 중. AI고속도로 등 인프라 확보를 통해 구체화
		4. AI 시대를 주도할 미래 인재 양성 교육 강화	O	2026년 1.1만명 인재 양성을 위해 약 1.4조원 예산 투입

자료: 중앙선거관리위원회, 유안타증권 리서치센터

대한민국 AI 액션플랜 추진 방향

자료: 과학기술정보통신부

정책 수혜 1. 2026년 AI 예산 전년대비 3배 확대

- 정부는 2026년 예산안을 공개. AI 관련 예산안으로 10.1조원이 편성되며, 올해 본 예산 3.3조원, 추경안 5.7조원 대비 큰 폭으로 확대. 부문별로 기술개발 2.9조원(YoY +73.5%), AX 2.6조원(YoY +189.5%), 인프라·연구기반조성 2.5조원(YoY +30.1%), 인재양성 1.4조원(YoY+75.7%)으로 구성
- 기술개발 및 **인프라 예산 확대는 AI 모델을 개발하고 배포할 수 있는 공급 기반**이 될 전망. 2028년까지 5만장의 첨단 GPU(Nvidia B200 등)를 확보할 계획. 올해 확보한 GPU 1.3만장 외에 2026년 1.5만장 추가 확보 및 0.9만장 규모 슈퍼컴퓨터 6호기 구축 추진. 확보한 GPU로 한국의 소버린 AI 모델 개발을 위한 공모전 추진
- **AX 예산 확대는 AI 서비스의 초기 검증 및 실질적인 수요 창출 역할 수행 기대**. AX 프로젝트란 산업과 조직의 구조, 운영 방식, 유저 경험까지 AI 기술을 통해 전면 재구성하는 작업. 기업 및 기관 IT 시스템 구축 등을 통해 AI 솔루션을 도입하고, 로봇·자율주행 모빌리티 등 하드웨어에 AI를 접목하는 Physical AI 논의 확대 계획

2026년 AI 3대 강국 지원 예산안

구분		2025		2026 예산안(B)	증감	
		본예산	추경(A)		(B-A)	(B-A)/A
기술개발		16,608	16,813	29,164	12,351	73.5
AX	산업	5,381	8,712	15,337	6,624	76
	생활	-	-	8,920	8,920	순증
	공공	140	290	1,803	1,513	522.4
	소계	5,520	9,002	26,059	17,057	189.5
인프라/연구기반조성		2,559	19,268	25,069	5,794	30.1
인재양성		6,966	7,861	13,812	5,951	75.7
기타(산업생태계 지원 등)		923	3,623	7,301	3,678	101.5
합계		32,576	56,567	101,398	44,832	79.3

자료: 국회예산정책처, 유안타증권 리서치센터 / 주: (단위: 억원, %)

2026년 주요 AI 사업별 예산안 현황

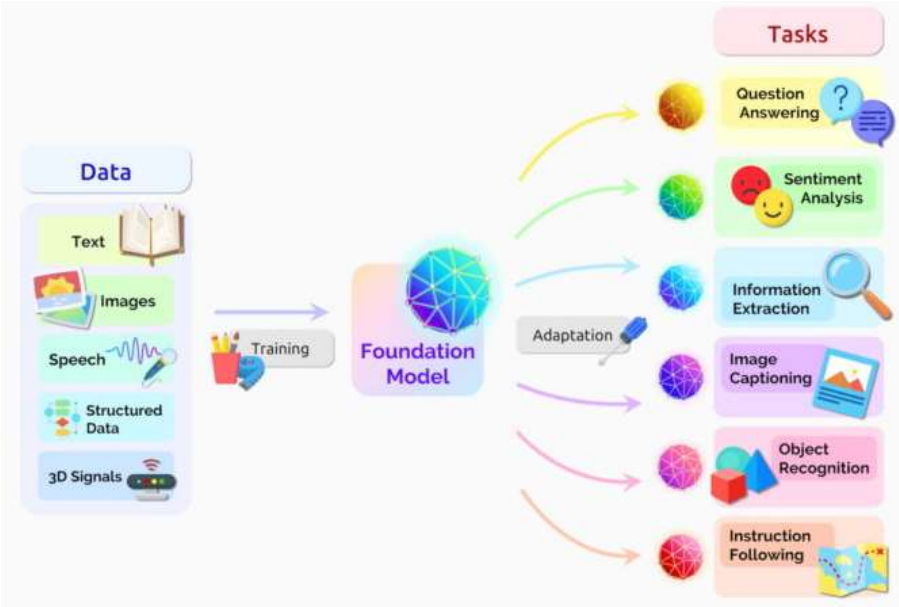
사업명	예산안 규모 (조원)	비고
GPU 1.5만장 등 AI컴퓨팅 자원 확충	2.1	AI 고속도로 등 인프로 조성위한 추가 구매
AX 스프린트 300	0.9	생활밀접형 제품 300개 신속한 AI 적용 지원
AI 국내 인재 1.1만명 양성 등	0.6	AI·AX 대학원, 연구자원 등 초중고·청년·전국민 교육과정 개발
피지컬 AI 중점 사업	0.5	로봇, 자동차, 조선, 가전·반도체, 팩토리 등 주요 산업 분야 AX 선도
딥테크·AI기업 중심 전용펀드 출자	0.28	국민성장펀드 출자

자료: 기획재정부 유안타증권 리서치센터

정책 수혜 2. 독자 AI 파운데이션(K-AI) 모델 프로젝트

- AI 파운데이션 모델은 AI 산업 생태계의 기초과학 역할. 다양한 AI 서비스를 포함하여 AI Agent, Physical AI 등 차세대 AI 기술은 모델을 중심으로 파생되는 개념
- **즉, 한국만의 독자 AI 파운데이션 모델 개발은 AI G3 도약과 AI 주권 보존의 최소 요구조건**. 그러나, 모델 개발은 대규모 컴퓨팅 인프라와 고급 인력 등 천문학적인 투자가 수반되는 글로벌 빅테크들의 영역
- 정부는 '독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트(이하 K-AI 프로젝트)' 추진. AI 모델 개발에 필요한 GPU, 데이터, 인력 등을 지원하여 한국 AI 산업 내에서 충분히 활용가능한 독자 모델 개발이 목표. 사업은 5개의 정예팀을 선발, 반기마다 공개 평가 후 최종 2팀을 선별하는 기술 경연 방식으로 진행
- 선발된 정예팀이 개발한 모델은 **국가 핵심 전략 자산으로 지정하고, 국내 AI 생태계 확산에 활용할 계획**

AI 파운데이션 모델 개발은 기초과학을 육성하는 것과 유사



자료: 국회예산정책처

독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트 개요

자료: 과학기술정보통신부

정책 수혜 2. 독자 AI 파운데이션(K-AI) 모델 프로젝트

- K-AI 프로젝트를 주목해야하는 이유는 1)단기 이벤트 모멘텀, 2)중장기 실적 성장이 예상되기 때문
- 지난 8월, 15개 컨소시엄의 경쟁 끝에 5개 정예팀 선발. 올해 12월부터 반기별로 공개 평가 후 한 팀 씩 탈락. 2027년 상반기 최종 2팀 선정
  사실상 한국 내 AI 기술 순위를 선정하는 대회라고 봐도 무방
- 최종 선정 정예팀 개발 모델은 향후 공공사업에 우선 활용 및 대기업 수요 연계 등 **한국 AI 산업 육성 정책에 따른 중장기 집중 수혜 기대**
- 선발된 5개 정예팀은 1)네이버클라우드, 2)업스테이지, 3)SK텔레콤, 4)NC AI, 5)LG AI 연구원. 각 정예팀 내 참여기관도 주목할 필요

K-AI 프로젝트에서 1차 선발된 5개 정예팀

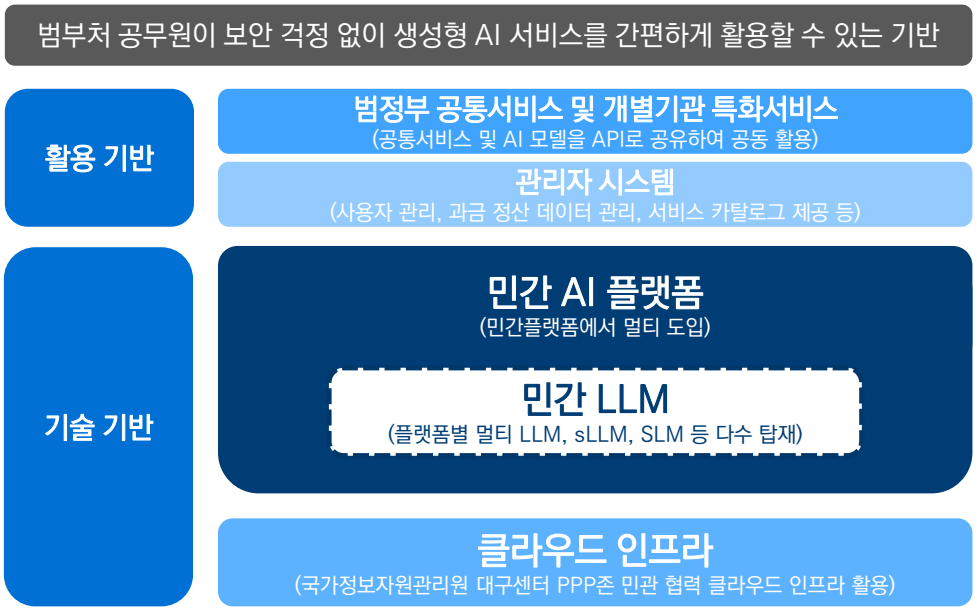
주관기관	참여기관	목표 및 내용
네이버클라우드	네이버, 트웰브랩스, 서울대, KAIST, 포항공대, 고려대, 한양대	범국민 AI 접근성 확대 위한 옴니 파운데이션 모델 원천기술 연구개발
업스테이지	노타, 래블업, 플리토, 뷰노, 마키나락스, 로앤컴퍼니, 오케스트로, 데이원컴퍼니, 올거나이즈코리아, 금융결제원, 서강대, KAIST	글로벌 프런티어 파운데이션 모델 개발 및 국내 AI 혁신 생태계 조성 프로젝트
SK텔레콤	크래프톤, 포티투닷, 리벨리온, 라이너, 셀렉트스타, 서울대, KAIST	언오, 멀티모달, 행동을 융합한 차세대 트랜스포머 기반 초거대 모델 개발 및 K-AI 서비스 구현
NC AI	고려대, 서울대, 연세대, KAIST, 한국전자통신연구원, 에이아이웍스, 포스코DX, 롯데이노베이트, HL로보틱스, 인터엑스, 미디어젠, 문화방송, NHN	산업 AI 전환을 위한 확장 가능한 멀티모달 생성용 파운데이션 모델 개발
LG AI연구원	LG유플러스, LG CNS, 슈퍼브AI, 퓨리오사AI, 프렌들리AI, 이스트소프트, 이스트에이드, 한글과컴퓨터, 뤼튼테크놀로지	글로벌 최고 수준의 프론티어 AI 모델, K-EXAONE 개발

자료: 과학기술정보통신부, 각 사, 유안타증권 리서치센터 / 주: 볼드체는 상장사

정책 수혜 3. 범국가 AI 대전환(AX)

- 정부는 공공·산업·생활 전 분야에 AI를 전면적으로 도입하는 AX 사업 확대 추진. 1)실질적인 수요 창출 및 2)모든 경제 주체의 AI 활용도(AI 리터러시)를 높이고 오픈소스 전략으로서의 역할 기대. 한정된 자원과 후발주자의 위치에서 **현 상황을 효율적으로 극복할 수 있는 전략이라고 판단**
- 공공 AX 사업은 AI 서비스의 테스트베드 역할 수행 중, 향후 B2B(산업), B2C(생활), 해외 시장 진출의 교두보 역할이 될 것으로 기대. 대표 사업으로 '범정부 초거대AI 공통기반 구현' 프로젝트. 공무원들이 보안 걱정 없이 생성형 AI 서비스 활용 기반 마련 목표. 최초 90억원에서 2027년까지 수천억 원 규모로 사업 확장 전망
- 한편, 산업 현장에도 AX를 적용, 2030년까지 100조원 이상의 부가가치 창출 목표. 지난 9월 1,000여 개 유관 기업 및 기관이 참여한 제조 AX 얼라이언스 출범. 반도체, 방산, 로봇 등 10개 분과로 구성. 예산, 인프라 집중 지원을 통해 AI 모델을 실제 제조 현장과 업무에 적용하고, AI가 접목된 제품 개발 등을 추진

범정부 초거대AI 공통기반 구현 사업



자료: 한국지능정보사회진흥원, 유안타증권 리서치센터

제조 AX(M.AX) 얼라이언스 출범

분야	활동 목표	참여 기업
AI 팩토리	'30년 AI팩토리 500개 보급, 제조특화 AI개발	LG전자, 현대차, 포스코, 대한항공, SK에너지, LIG넥스원 등
AI 제조서비스	'30년 제조업 AI 활용률 70% 달성, 제조·로봇가전 등 AI 표준 개발	LS일렉트릭, 현대오토에버, 아이디아이랩, 한국디자인연구소 등
자율주행차	'28년 SDV플랫폼 공급, '30년 E2E 자율주행 기술 양산	현대차, HL만도, 현대모비스, LG전자 등
휴머노이드	'29년 휴머노이드 양산 돌입 (1,000대/년 이상)	LG전자, 삼성전자, 두산로보틱스, 레인보우로보틱스, 에이로봇 등
자율운항선박	'30년 세계 최초 완전자율운항선박 기술 확보	조선3사, 마린웍스, 아비커스, 씨드로닉스 등
AI 가전	'30년 글로벌 시장 1위를 달성할 가전 제품 10개 개발 및 확산	삼성, LG, 코웨이, 쿠쿠, 쿠첸, 세라젬, 노타AI 등
AI 방산	'30년 임무를 자율 수행하는 AI 기반 드론 개발 및 양산체계 구축	LIG넥스원, KAI, 대한항공, 비가라지, 한국전자기술연구원 등
AI 바이오	'29년 의약품 설계·제조 공정에 특화된 AI 모델 개발	삼성바이오로직스, 대웅제약, 경동제약, 마이크로디지탈 등
AI 반도체	'30년 업종별 온디바이스 AI반도체 상용 수준 시제품 개발	현대차, LG전자, 두산로보틱스, 대동, KAI 등 앵커기업 및 삼성전자(파운드리) 등

자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

정책 수혜 3. 범국가 AI 대전환(AX)

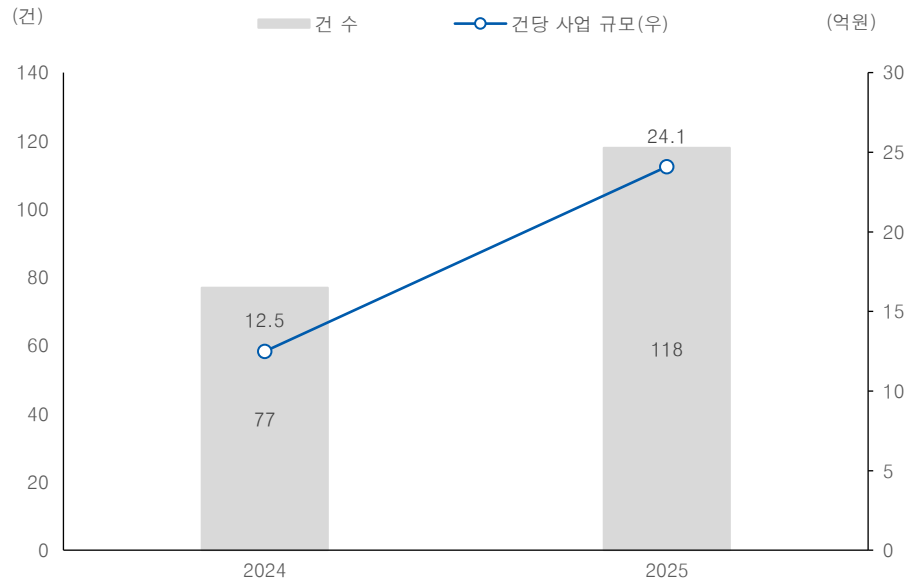
- AX 시대, IT시스템 구축(SI) 사업이 노동집약에서 기술집약 사업으로 진화. AI 전문 인력, 특정 도메인 사업 경험 등이 높은 진입장벽을 형성할 것으로 전망
- **SI 사업의 고부가가치화→P 상승**. 기존 IT시스템(ERP, CRM 등)에 AI 모델 접목. 맞춤형 학습을 통해 과거 단순 데이터 추출에서 향후 데이터 분석 및 예측 기능 추가
- **도입 리드타임 축소→C 절감**. AI 기술 발전으로 코딩 시간 획기적 단축. 매뉴얼, 요청서 등 각종 산출물 초안을 AI가 빠르게 문서화. 프로젝트 당 인건비 축소 예상
- **AX 사업 증가 →Q 증가.** 올해 공공 AI SW 사업 규모 2,849억원, 전년 대비 약 3배. 공공기관 수(약 2,200개) 대비 사업 건수(약 200건) 고려 시, B2G 시장 확장 전망
- AI Agent, Physical AI 등 기술 혁신에 따라 구현가능한 기능과 주체별 요구 사항은 다변화. AI 도입 여부에 따라 생산성 격차 확대 전망

AX 시대, 주요 SI 대기업 및 이동통신사 AX 경쟁 확대

기업명	내용
삼성SDS	AI 풀스택 서비스 전략 추진. 패브릭스(생성형 AI 서비스), 브리티코파일럿(AI 협업솔루션) 출시
LG CNS	Cohere와 AX 파트너쉽 체결. AX 사업의 기반이 될 LLM 2종 및 에이전틱 AI 서비스 기반 마련
SK AX	기존 SK C&C에서 SK AX로 사명 변경. 2027년까지 전사 생산성 30% 향상. 10년 내 글로벌 Top10 AX 회사 도약 목표
KT	팔란티어·MS 등과 한국형 LLM 개발. 연초 AX센터 출범
SK텔레콤	자체 AI 모델 A.X 개발 및 적용
LG유플러스	AI 통화 에이전트 ixi-O 개발

자료: 각 사, 언론종합, 유안타증권 리서치센터

공공 AI S/W 구축사업 확대 요인

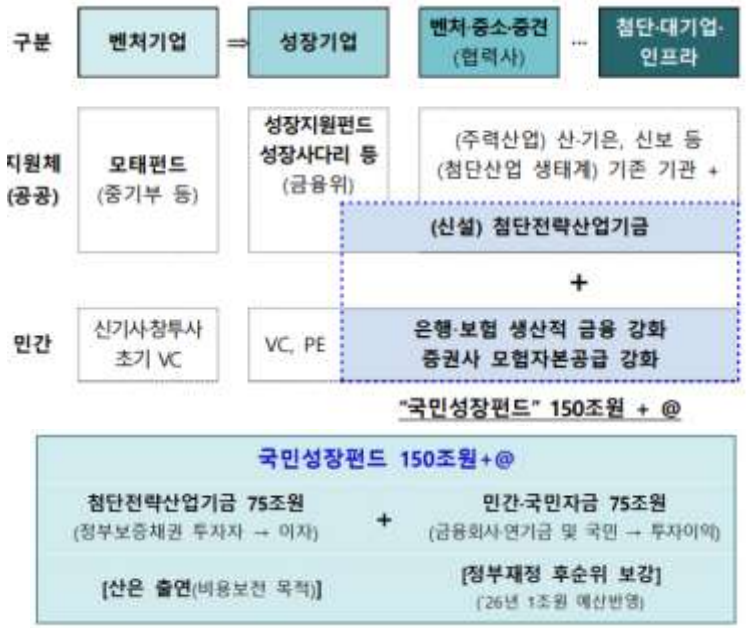


자료: 2025년 공공 SW 수요예보 유안타증권 리서치센터

정책 수혜 4. 국민성장펀드

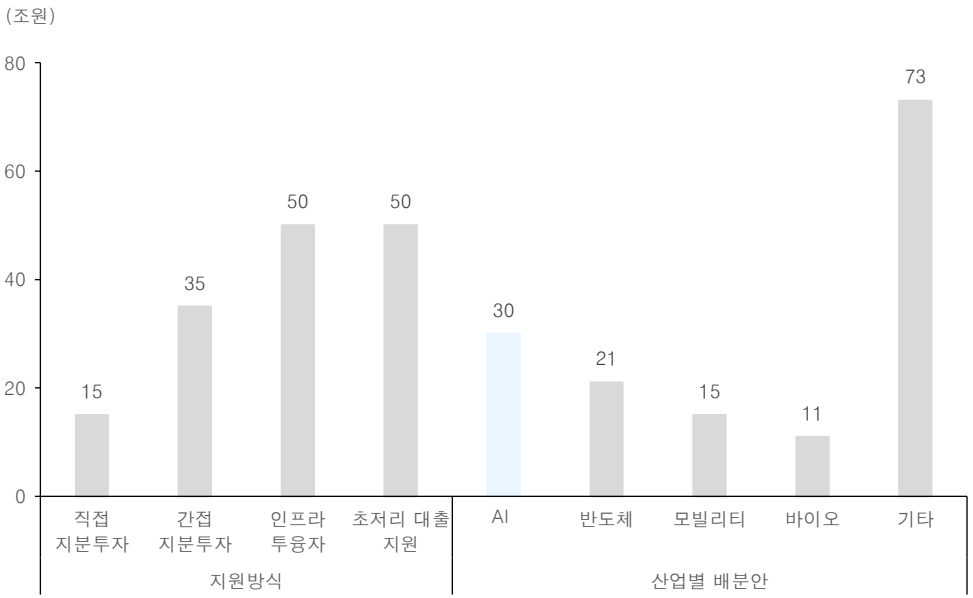
- 국민성장펀드, 향후 5년간 150조원(이전 논의 대비 50% 확대) 조성 계획 발표. 공공(첨단전략산업기금) 75조원과 민간(연기금·금융권·국민) 75조원으로 구성
- 첨단전략산업(AI, 반도체, 바이오, 로봇, 방위산업 등)과 관련기업(관련기술 및 인프라, 구매상대방 등)을 대상으로 지원. 방식은 직접 지분투자 15조원, 간접 지분투자 35조원, 인프라 투융자(50조원), 초저리 대출 지원 50조원 등. 정부재정은 후순위 참여 등을 통해 민간자금의 마중물 역할 수행하여 투자를 촉진
- **직·간접 지분투자 등은 수급 측면에서 우호적으로 작용할 가능성 존재**. AI에 최대 30조원 배정(반도체 21조원, 모빌리티 15조원, 바이오 11조원 등) 전망

국민성장펀드 150조원 운용방안 개요



자료: 금융위원회

국민성장펀드 지원 방식 및 산업별 배분안



자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

기업분석

코난테크놀로지 (402030): 국방까지 확장 가능한 원조 AX 사업자

AI/로보틱스

백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (11/11)	24,550원
상승여력	-%

시가총액	3,073억원
총발행주식수	12,517,488주
60일 평균 거래대금	16억원
60일 평균 거래량	60,051주
52주 고/저	45,451원 / 17,741원
외인지분율	0.42%
배당수익률	0.00%
주요주주	김영섬 외 16 인 36.90%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(5.9)	(6.3)	24.6
상대	(8.6)	(14.0)	2.7
절대(달러환산)	(8.7)	(11.1)	18.8

- 코난테크놀로지는 AI 소프트웨어 전문기업. 검색엔진, 자연어 처리 등의 강점을 바탕으로 2023년 8월 자체 개발 AI 모델 코난 LLM을 출시. 올해 5월에는 추론 모델 코난 LLM ENT-11을 공개하는 등 AI 기술 경쟁력을 입증. 동사가 주관사로 참여한 K-AI 프로젝트 공모전에서 6위로 아쉽게 탈락한 것으로 파악. 그럼에도 카카오, KT 등 대기업 주관 컨소시엄 대비 우위였다는 점에서 긍정적

- K-AI 프로젝트 탈락으로 모델 확장성은 기대하기 어렵지만, 범정부 AI 대전환(AX) 정책에서 두각을 나타낼 전망. 동사는 국내 최초 공공 기업(한국남부발전)향 생성형 AI 구축 사업 수주를 시작으로 서부발전, 동서발전 등 발전 3사와 대법원, 경기도청, 국방부 등 공공 AX 사업을 연속 수주. 이 외 한림대병원, 한화손해보험, KB증권 등 민간 사업 수주도 지속. 풍부한 실전 경험은 레퍼런스가 부족한 초기시장에서 더욱 강력하게 작용할 것으로 예상. 향후 공공·국방·의료·금융 등에 특화된 도메인 중심 AI 사업을 확대할 계획. **정부의 AX 예산 확대에 따른 최대 수혜 기업 중 하나**일 것으로 판단

- 국방 분야에서도 AI 기술 접목이 확대되는 추세. 국방 사업은 높은 보안 신뢰성 요구와 데이터 특수성으로 인해 신규 사업자가 진입하기 어려운 구조. 동사는 2023년 국방 AI 플랫폼 구축 사업을 수주 및 수행했고, 자원관리, 행정 분야 등으로도 사업을 확장한 경험 보유. 이를 토대로 국방 특화 AI 학습 데이터셋을 구축, '국방기관 생성형 기반 에이전틱 AI 실증' 사업을 수주. 또한, 동사는 9월 'K-국방 AI참모 얼라이언스'를 발족, 한국형 AI 참모 모델 구현을 위한 협력에 착수

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	140	178	154	244	263
매출액증가율	13.2	27.5	-13.8	58.7	7.7
영업이익	10	22	-40	-110	-141
영업이익률	6.8	12.6	-26.3	-45.0	-53.6
지배주주귀속순이익	15	19	-33	-98	-136
지배주주 귀속 EPS	182	229	-315	-844	-1,162
PER	0.0	0.0	-36.4	-45.8	-19.2
PBR	0.0	0.0	3.3	14.4	13.3
EV/EBITDA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1	-24.6
ROA	11.3	9.7	-8.8	-20.1	-29.4
ROE	39.0	20.2	-11.9	-27.3	-53.3

자료: 유안타증권 리서치센터

코난테크놀로지 (402030): 국방까지 확장 가능한 원조 AX 사업자

국방 AI 사업 내 8대 핵심전략체계분야 내 실증경험 및 기술 보유

자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

4대 핵심전략기술 분야 선도

자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

코난테크놀로지(402030) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	140	178	154	244	263
매출원가	85	92	103	194	214
매출총이익	55	87	51	50	49
판관비	45	64	91	160	190
영업이익	10	22	-40	-110	-141
EBITDA	16	29	-40	-110	-99
영업외손익	5	-3	8	13	5
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	8	14	5
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	-3	0	-1	0
법인세비용차감전순손익	15	19	-33	-97	-136
법인세비용	0	0	0	2	0
계속사업순손익	15	19	-33	-98	-136
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	19	-33	-98	-136
지배지분순이익	15	19	-33	-98	-136
포괄순이익	15	17	-32	-105	-136
지배지분포괄이익	15	17	-32	-105	-136

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	26	43	-47	-68	-23
당기순이익	15	19	-33	-98	-136
감가상각비	6	6	0	0	41
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	9	17	-23	-13	32
기타현금흐름	-4	1	9	43	40
투자활동 현금흐름	-11	-22	-171	-41	104
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-3	-10	-74	-26
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-9	-19	-162	33	130
재무활동 현금흐름	3	73	284	-36	4
단기차입금	5	0	0	-5	20
사채 및 장기차입금	2	-4	-5	-21	0
자본	0	81	293	4	3
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-4	-4	-4	-14	-19
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	18	95	66	-146	85
기초 현금	31	49	143	209	64
기말 현금	49	143	209	64	149
NOPLAT	10	22	-40	-112	-141
FCF	22	43	-73	-199	-93

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	119	231	455	330	311
현금및현금성자산	49	143	209	64	149
매출채권 및 기타채권	22	19	24	48	18
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	23	19	44	151	133
유형자산	14	10	20	122	103
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	13	13	13
자산총계	142	250	499	481	444
유동부채	51	66	69	140	233
매입채무 및 기타채무	24	29	23	59	70
단기차입금	5	5	5	0	20
유동성장기부채	4	5	21	0	0
비유동부채	47	41	24	27	15
장기차입금	26	21	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	98	107	93	167	248
지배지분	44	143	406	314	196
자본금	20	22	28	57	57
자본잉여금	73	152	438	416	421
이익잉여금	-49	-31	-63	-168	-304
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	44	143	406	314	196
순차입금	-49	-171	-386	-214	-161
총차입금	39	32	31	20	28

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	182	229	-315	-844	-1,162
BPS	537	1,572	3,490	2,687	1,671
EBITDAPS	19	34	-39	-94	-85
SPS	171	215	148	210	225
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	-36.4	-45.8	-19.2
PBR	0.0	0.0	3.3	14.4	13.3
EV/EBITDA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1	-24.6
PSR	0.0	0.0	77.5	184.5	99.1

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	13.2	27.5	-13.8	58.7	7.7
영업이익 증가율 (%)	흑전	134.2	적전	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	흑전	27.3	적전	적지	적지
매출총이익률 (%)	38.9	48.5	33.0	20.6	18.6
영업이익률 (%)	6.8	12.6	-26.3	-45.0	-53.6
지배순이익률 (%)	10.6	10.6	-21.3	-40.3	-51.7
EBITDA 마진 (%)	11.2	16.0	-26.3	-45.0	-37.7
ROIC	537.6	-187.4	553.8	-371.5	1,653.3
ROA	11.3	9.7	-8.8	-20.1	-29.4
ROE	39.0	20.2	-11.9	-27.3	-53.3
부채비율 (%)	222.3	74.7	22.8	53.1	126.2
순차입금/자기자본 (%)	-111.8	-119.5	-95.0	-68.0	-82.1
영업이익/금융비용 (배)	6.9	19.9	-32.1	-49.3	-69.3

플리토 (300080): AI시대, 데이터 수요는 지속된다

AI/로보틱스

백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (11/11)	16,430원
상승여력	-%

시가총액	2,712억원
총발행주식수	16,505,451주
60일 평균 거래대금	40억원
60일 평균 거래량	291,081주
52주 고/저	17,470원 / 3,802원
외인지분율	5.60%
배당수익률	0.00%
주요주주	이정수 외 2 인 31.32%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	45.4	45.8	7.7
상대	41.3	33.8	(11.2)
절대(달러환산)	41.2	38.3	2.7

- 플리토는 전세계 42개 언어 1,700만 유저 번역 플랫폼에서 수집한 언어 데이터를 AI 알고리즘, 전문가 검증을 통해 다국어 병렬 말뭉치로 가공하여, 글로벌 빅테크를 포함한 국내외 유관 기관에 판매하는 사업 영위. 2023년에는 글로벌 행사에서 발표 언어를 실시간 통번역하는 Live Translation 솔루션과 양방향 동시 통역 솔루션 Chat Translation을 출시. 유저의 언어 습관과 고품질 음성 데이터 학습 등을 통해 향후 초개인화된 AI 통번역 시장을 선도할 계획

- AI 시대가 본격화됨에 따라 언어 데이터에 대한 수요 역시 증가. 2022년 이후 매년 수주 증가세 지속. 올해는 전체 수주금액 191.9억원 중, 172.8억원이 글로벌 IT 기업향으로 구성. 기존 텍스트 형태의 데이터 뿐 아니라, Physical AI에 대한 논의가 확대되면서 이미지, 음성 데이터로 수요가 확장되고 있기 때문으로 해석. 현재 고객사 외에 AI 시장 선두주자를 노리는 다른 빅테크들과도 협업 논의 중인 것으로 파악. 추가 글로벌 고객사 확보 시, 큰 폭의 실적 성장 기대

- 동사는 K-AI 프로젝트에서 업스테이지 컨소시엄에 합류. 모델 학습용 및 평가용 데이터를 총괄 구축하는 역할 수행. AI 학습용 데이터를 판매한 경험과 자체 보유한 전문가 검증 시스템을 통해 데이터의 품질을 유지하여 AI 모델의 성능과 안정성을 제고. 업스테이지의 AI 모델 Solar pro2는 모델 평가에서 글로벌 12위를 기록. K-AI 사업 내 최종 선정이 유력한 후보라고 판단. 정부의 중장기 정책 방향성은 한국 독자 AI 모델의 글로벌 서비스화. MS사가 주관한 AI 모델 언어 이해도 테스트에서 한국어는 전체 26개국 언어 중 22위에 그친다는 평가. 동사의 역량이 주목받을 전망

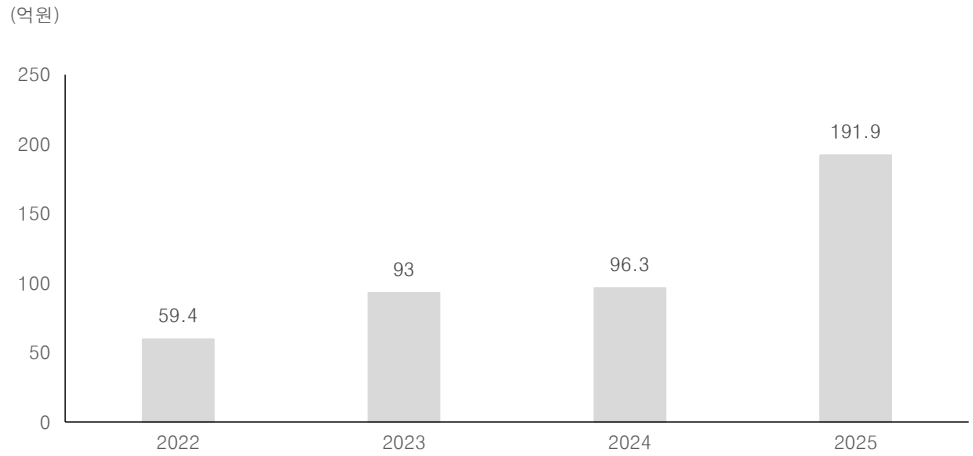
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	74	93	136	178	203
매출액증가율	196.0	25.7	46.2	30.9	14.0
영업이익	-34	-61	-66	-51	-4
영업이익률	-45.9	-65.6	-48.5	-28.7	-2.0
지배주주귀속순이익	-30	-58	-59	-68	8
지배주주 귀속 EPS	-370	-375	-433	49	0
증가율	94.7	1.4	15.5	-111.3	-100.0
PER	-23.7	-19.0	-33.0	-22.7	169.1
PBR	3.3	6.4	16.1	35.3	12.4
EV/EBITDA	-16.7	-16.5	-30.7	-35.5	374.9
ROA	-11.6	-21.9	-22.3	-33.5	5.0
ROE	-13.1	-30.1	-40.2	-83.0	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터

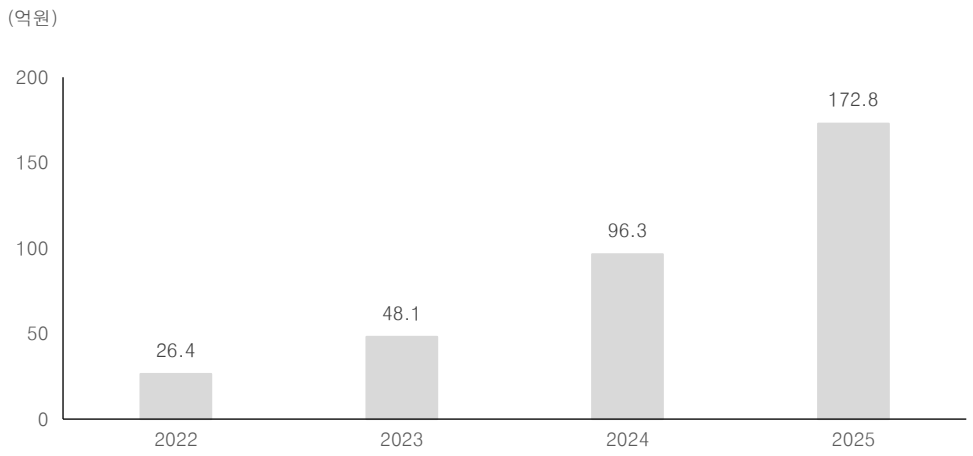
플리토 (300080): AI시대, 데이터 수요는 지속된다

언어 데이터 판매 신규 수주 추이



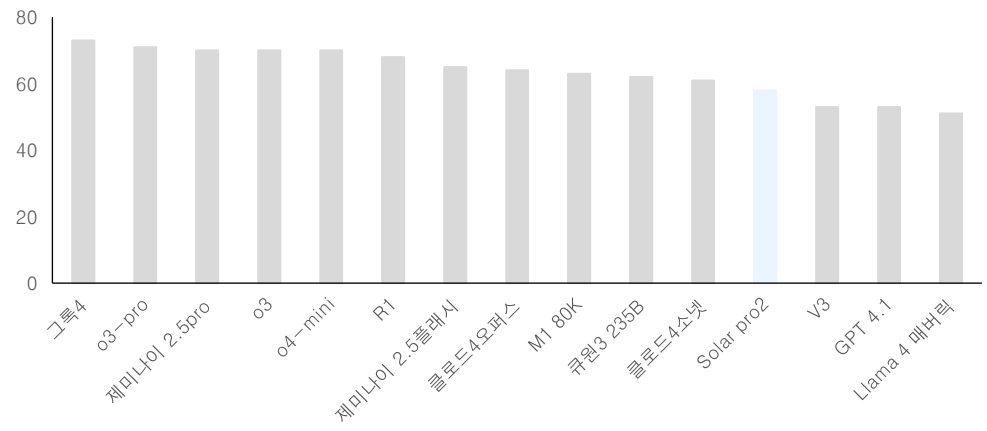
자료: 플리토, 유안타증권 리서치센터

글로벌 IT 기업향 신규 수주 추이



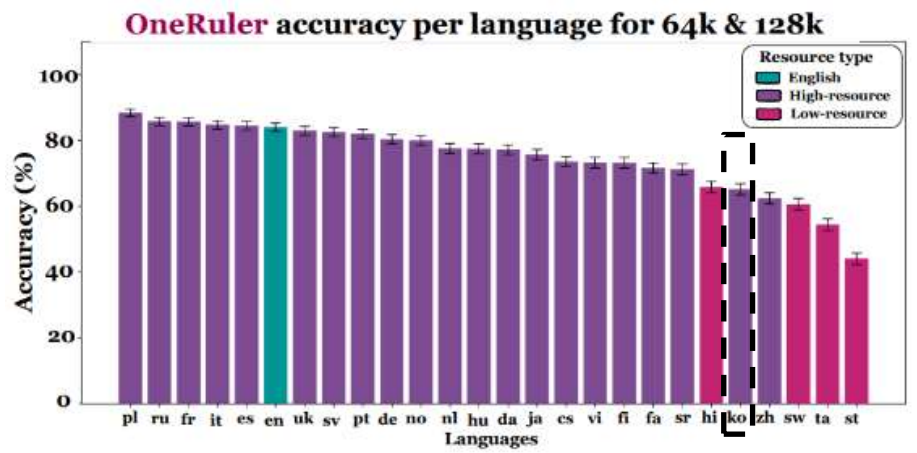
자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

글로벌 경쟁력을 인정받는 업스테이지 Solar pro2



자료: 플리토, 유안타증권 리서치센터

한국어, AI 모델 언어 이해도 평가에서 22위 기록



자료: arXiv, 유안타증권 리서치센터

플리토(300080) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	74	93	136	178	203
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	74	93	136	178	203
판관비	108	155	202	229	207
영업이익	-34	-61	-66	-51	-4
EBITDA	-29	-56	-60	-43	3
영업외손익	5	-1	8	-9	12
외환관련손익	0	0	0	1	3
이자손익	0	-1	-6	-9	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	4	-1	15	-1	9
법인세비용차감전순손익	-30	-63	-58	-60	8
법인세비용	0	-5	1	8	0
계속사업순손익	-30	-58	-59	-68	8
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-30	-58	-59	-68	8
지배지분순이익	-30	-58	-59	-68	8
포괄순이익	-30	-58	-58	-69	6
지배지분포괄이익	-30	-58	-58	-69	6

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	-18	-60	-54	-44	14
당기순이익	-30	-58	-59	-68	8
감가상각비	5	5	6	8	7
외환손익	0	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-6	-21	-7	-11	-17
기타현금흐름	13	14	5	26	16
투자활동 현금흐름	43	-80	76	149	-3
투자자산	50	-99	50	151	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-1	-1	-3	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-6	19	27	1	-2
재무활동 현금흐름	-3	96	-3	-37	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	100	0	6	-2
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-4	-3	-44	-5
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-1	0
현금의 증감	22	-44	18	65	4
기초 현금	42	64	20	38	104
기말 현금	64	20	38	104	108
NOPLAT	-34	-61	-67	-57	-4
FCF	-36	-78	-68	-64	-15

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	228	262	219	127	139
현금및현금성자산	64	20	38	104	108
매출채권 및 기타채권	11	12	15	21	28
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20	17	29	30	26
유형자산	9	5	15	20	14
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	8	8	10	8	8
자산총계	248	279	248	158	165
유동부채	25	19	108	83	26
매입채무 및 기타채무	6	9	9	11	12
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	89	62	2
비유동부채	10	88	20	31	29
장기차입금	0	0	0	4	3
사채	0	79	0	0	0
부채총계	36	107	128	114	55
지배지분	212	172	120	44	110
자본금	26	26	26	26	28
자본잉여금	431	448	452	449	509
이익잉여금	-241	-300	-358	-427	-420
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	212	172	120	44	110
순차입금	-213	-171	-106	-29	-100
총차입금	3	79	96	77	9

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	-190	-370	-375	-433	49
BPS	1,360	1,101	767	279	668
EBITDAPS	-19	-36	-38	-27	2
SPS	48	60	87	113	123
DPS	0	0	0	0	0
PER	-23.7	-19.0	-33.0	-22.7	169.1
PBR	3.3	6.4	16.1	35.3	12.4
EV/EBITDA	-16.7	-16.5	-30.7	-35.5	374.9
PSR	94.5	117.5	142.0	87.0	67.4

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	192.3	25.5	46.1	30.2	14.3
영업이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	-92.2
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	적지	적지	흑전
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	-45.8	-65.8	-48.4	-28.7	-2.0
지배순이익률 (%)	-39.8	-61.9	-43.0	-38.2	4.0
EBITDA 마진 (%)	-39.3	-60.2	-43.6	-24.0	1.7
ROIC	-666.8	-4,846.9	-620.3	-258.1	-15.8
ROA	-11.6	-21.9	-22.3	-33.5	5.0
ROE	-13.1	-30.1	-40.2	-83.0	10.5
부채비율 (%)	16.8	62.4	106.5	260.0	50.1
순차입금/자기자본 (%)	-100.4	-99.4	-88.4	-65.2	-91.0
영업이익/금융비용 (배)	-43.1	-29.1	-5.8	-3.8	-1.5

엑셈 (205100): 안정적인 AI 서비스 보급을 위하여

AI/로보틱스

백종민 방산/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (I)
목표주가	-원 (I)
현재주가 (11/11)	2,245원
상승여력	-%

시가총액	1,604억원
총발행주식수	71,462,308주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	1,234,036주
52주 고/저	2,530원 / 1,638원
외인지분율	8.09%
배당수익률	0.00%
주요주주	조종암 외 1 인 36.67%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	3.5	27.1
상대	(4.9)	(5.0)	4.7
절대(달러환산)	(5.0)	(1.9)	21.1

- 엑셈은 IT 시스템 성능 모니터링 전문기업. 동사의 솔루션은 데이터베이스부터 어플리케이션까지 IT 시스템 전구간에 적용이 가능하며, 고객사의 비용 절감 및 IT 환경 운영에 안정성 제공. 온프레미스 뿐 아니라, 클라우드, 하이브리드 클라우드 등 다양한 IT 인프라 환경에 적용 가능한 솔루션 엑셈원을 출시하며 사업 영역을 확장 중. 동종 해외 기업으로 Datadog(DDOG US) 등

- 한국데이터산업진흥원에 따르면 국내 데이터 처리 및 관리 솔루션 개발, 공급 시장규모는 2016년부터 2023년까지 연평균 16.2% 성장. 동기간 데이터 직무인력 성장률은 9.7%에 불과해 데이터베이스 운영관리 인력은 부족한 상황. 반면, 클라우드, AI, AX 등의 고도화로 IT시스템엔 복잡다단해지는 중. 인력 수급 불균형은 성능 모니터링 솔루션의 중장기 성장 요인으로 작용할 전망

- 정부는 AI 데이터센터 구축과 범정부 AI 대전환(공공, 산업 등)을 추진. 클라우드 채택율과 맞춤형 빅데이터 플랫폼 구축 등의 수요가 증가할 것으로 예상. 클라우드 기반의 AI 서비스를 실시간으로 배포하고, 비용효율적으로 운영하기 위해 성능 모니터링은 필수. 이에 부합하는 솔루션인 엑셈원은 출시 1년 반 만에 50여 개 고객사 확보. 또한 연내 이동통신사의 AI데이터센터와 글로벌 기업 사이트에 공급하는 방안을 논의 중인 것으로 파악. 2026년 상반기에는 SaaS형 제품을 출시하여, 중견·중소 기업까지 고객군을 확대할 계획. 한국의 AI 산업은 초기 단계. 동사의 솔루션은 AI 서비스가 상용화되는 초기 이후의 단계에서 주목도가 더욱 높아질 것으로 예상

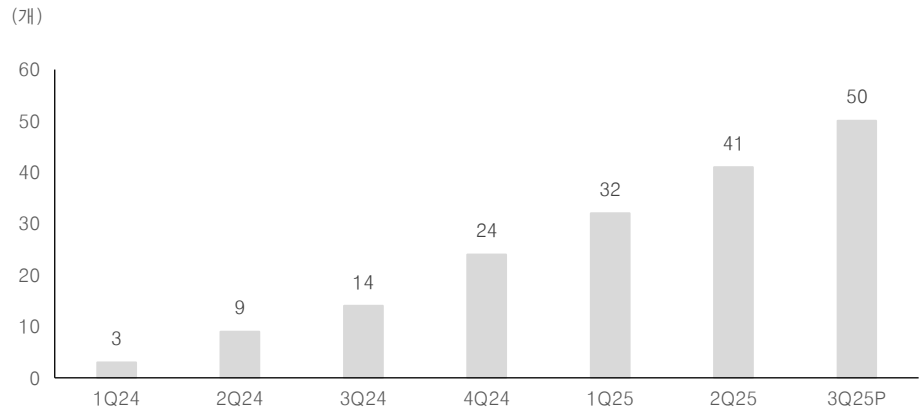
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	392	473	551	539	612
매출액증가율	13.6	20.7	16.5	-2.2	13.5
영업이익	96	123	125	49	88
영업이익률	24.5	26.0	22.7	9.1	14.4
지배주주귀속순이익	82	107	86	104	91
지배주주 귀속 EPS	159	121	145	126	0
증가율	30.3	-23.9	19.8	-13.1	-100.0
PER	14.6	14.9	16.9	15.8	17.2
PBR	1.6	1.9	1.5	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.7	8.5	8.8	16.0	9.1
ROA	9.1	10.4	7.4	8.3	6.5
ROE	11.6	13.4	9.6	10.5	8.2

자료: 유안타증권 리서치센터

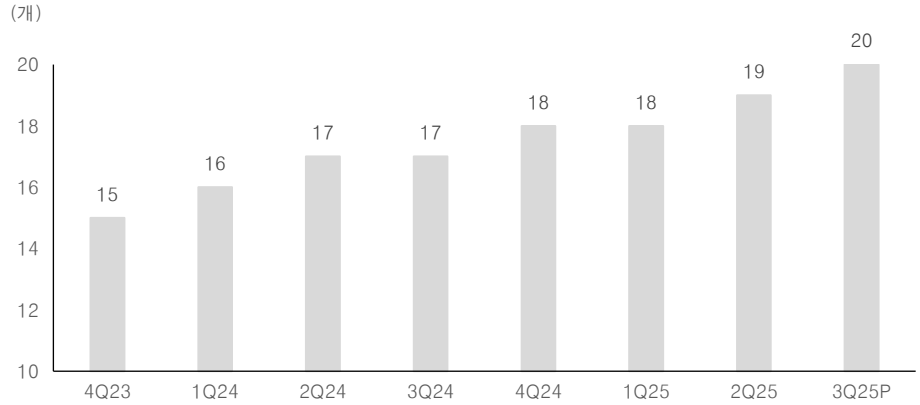
엑셈 (205100): 안정적인 AI 서비스 보급을 위하여

통합 IT 모니터링 플랫폼 엑셈원 고객사 추이



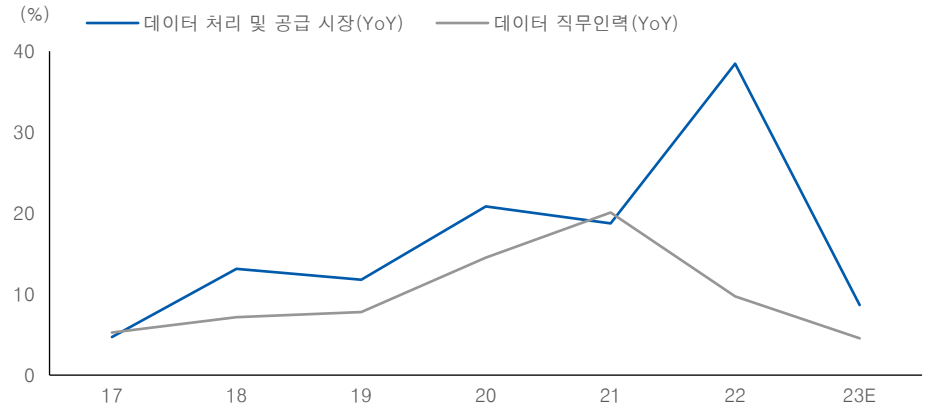
자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

빅데이터 SW(플라밍고, Ebigs, 우드패커) 고객사 추이



자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

데이터 산업 내 인력 수급 불균형 지속



자료: 한국데이터산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

Datadog, IT 모니터링 솔루션 도입 효과

자료: Datadog, 유안타증권 리서치센터

엑셈(205100) 재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	392	473	551	539	612
매출원가	149	192	245	270	293
매출총이익	242	281	306	269	319
판관비	146	158	181	220	231
영업이익	96	123	125	49	88
EBITDA	108	135	140	80	120
영업외손익	5	12	-26	62	20
외환관련손익	-2	4	0	0	10
이자손익	5	5	7	8	14
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	3	-33	55	-4
법인세비용차감전순손익	101	135	99	111	108
법인세비용	14	22	3	7	1
계속사업순손익	87	113	96	104	108
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	87	113	96	104	108
지배지분순이익	82	107	86	104	91
포괄순이익	87	116	96	104	110
지배지분포괄이익	82	109	86	104	93

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	115	171	89	80	184
당기순이익	87	113	96	104	108
감가상각비	9	9	13	29	29
외환손익	4	-1	1	1	-6
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	14	44	-42	-14	38
기타현금흐름	2	6	22	-41	15
투자활동 현금흐름	-103	-133	-193	-101	-111
투자자산	64	-36	36	25	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-135	-90	-312	-62	-2
유형자산 감소	10	0	2	7	0
기타현금흐름	-43	-7	81	-71	-81
재무활동 현금흐름	-7	-12	-20	-26	-4
단기차입금	0	0	10	-10	0
사채 및 장기차입금	-2	-5	-28	-9	-1
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-4	0
기타현금흐름	-5	-7	-3	-4	-3
연결범위변동 등 기타	0	3	-2	-1	3
현금의 증감	5	29	-126	-49	72
기초 현금	339	343	372	246	198
기말 현금	343	372	246	198	270
NOPLAT	96	123	125	49	88
FCF	-13	89	-214	5	157

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	530	640	449	583	732
현금및현금성자산	343	372	246	198	270
매출채권 및 기타채권	59	78	87	101	89
재고자산	0	0	0	2	0
비유동자산	414	483	741	745	742
유형자산	280	359	634	640	615
관계기업등 지분관련자산	6	3	0	0	0
기타투자자산	64	56	42	42	61
자산총계	944	1,123	1,190	1,328	1,474
유동부채	90	192	161	117	139
매입채무 및 기타채무	26	70	50	42	55
단기차입금	0	0	10	0	0
유동성장기부채	5	35	9	1	1
비유동부채	48	13	15	23	17
장기차입금	39	4	2	2	1
사채	0	0	0	7	0
부채총계	138	205	176	140	156
지배지분	745	853	938	1,042	1,159
자본금	34	35	36	72	72
자본잉여금	380	427	475	438	451
이익잉여금	267	375	461	564	635
비지배지분	60	65	76	145	159
자본총계	806	918	1,014	1,187	1,318
순차입금	-424	-520	-282	-457	-629
총차입금	45	40	25	12	4

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

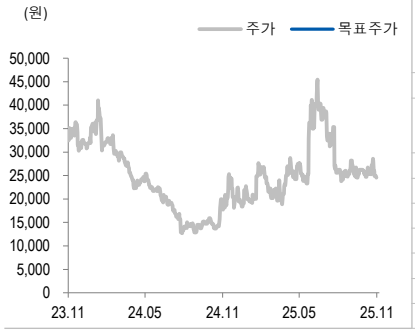
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	122	159	121	145	126
BPS	1,126	1,242	1,318	1,464	1,613
EBITDAPS	16	20	20	11	17
SPS	58	70	78	75	85
DPS	0	0	0	0	0
PER	14.6	14.9	16.9	15.8	17.2
PBR	1.6	1.9	1.5	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.7	8.5	8.8	16.0	9.1
PSR	30.5	33.9	26.3	30.6	25.5

재무비율

(단위: 배, %)

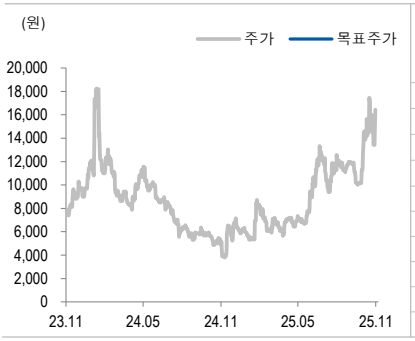
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	13.7	20.8	16.5	-2.3	13.6
영업이익 증가율 (%)	52.8	27.6	1.8	-60.8	79.8
지배순이익 증가율 (%)	74.3	30.9	-20.0	21.3	-13.0
매출총이익률 (%)	61.9	59.4	55.5	49.9	52.2
영업이익률 (%)	24.6	26.0	22.7	9.1	14.4
지배순이익률 (%)	20.9	22.7	15.6	19.3	14.8
EBITDA 마진 (%)	27.7	28.5	25.5	14.9	19.6
ROIC	38.5	39.3	25.0	7.3	13.7
ROA	9.1	10.4	7.4	8.3	6.5
ROE	11.6	13.4	9.6	10.5	8.2
부채비율 (%)	17.2	22.4	17.3	11.8	11.8
순차입금/자기자본 (%)	-52.7	-56.7	-27.8	-38.5	-47.7
영업이익/금융비용 (배)	88.9	122.5	115.8	45.5	123.4

코난테크놀로지(402030) 투자등급 및 목표주가 추이



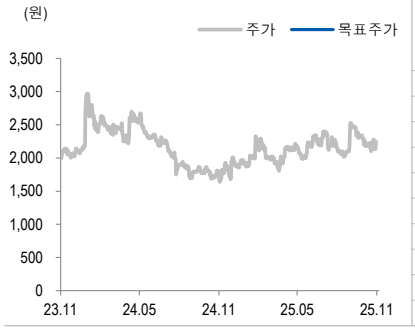
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-12	Not Rated	-	1년		
2025-10-24	1년 경과 이후		1년		
2024-10-24	Not Rated	-	1년		

플리토(300080) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-12	Not Rated	-	1년		

엑셈(205100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-12	Not Rated	-	1년		

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-12
※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황병준, 백종민)
• 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
• 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
• 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
• 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
• 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
• Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
• 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
• 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Research Assistant	현정희	5570	junghee.hyun@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

AI Scale-Out Part II : LLMs to Agents

대규모 언어 모델에서 에이전트로

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)