



AI는 무엇으로, 어떻게 돈을 벌 수 있을까? (ft. 심천 탐방기 시즌2)

이창영 인터넷/SW 02 3770 5596 | changyoung.lee@yuantakorea.com

하현수 제약/바이오 02 3770 2688 | hyunsoo.ha@yuantakorea.com

백종민 방산/우주/AI/로보틱스 02 3770 5598 | jongmin.baik@yuantakorea.com





AI는 무엇으로, 어떻게 돈을 벌 수 있을까? (ft. 심천 탐방기 시즌2)



이창영

인터넷/SW

02 3770 5596

changyoung.lee@yuantakorea.com



하현수

제약/바이오

02 3770 2688

hyunsoo.ha@yuantakorea.com



백종민

방산/우주/AI/로보틱스

02 3770 5598

jongmin.baik@yuantakorea.com

SUMMARY

반도체 기업 위주로 주가가 많이 올랐다. GPU와 메모리의 가격 급등이 주요 배경이다. 향후 AI 관련 학습·연산·추론의 수요가 폭발적으로 증가할 것으로 예상되면서, 이를 처리하기 위한 수십조 달러 규모의 AI 데이터센터가 증설되고 있다.

그런데 여기서 근본적인 질문을 던져보자. 수십조 달러 규모의 투자는 과연 의미있는 ROI를 창출할 수 있을까? 막대한 자본이 투입된 데이터센터는 무엇을 가지고 수익화할 수 있을까? 만약 충분한 수익으로 회수되지 않는다면, 현재의 장세는 거품이자 미래 시장은 생각하기 힘든 재앙 수준의 폭락이 연출될 것이다.

당리서치팀은 이러한 문제의식에서 출발해 현재의 반도체 가격 상승을 정당화 할 수 있는 AI 데이터센터의 수익화(Monetization) 가능성을 분석해 보았다. AI가 장기적으로는 모든 산업에 적용될 수도 있겠으나, 가장 현실성이 높다고 판단되는 AI 에이전트, 토큰 비즈니스, AI 신약 개발·디지털 생물학 분야를 중심으로 어떠한 수익모델이 형성될 수 있는지를 다뤄보았다.

또한, 정부 지원과 거대한 내수시장을 기반으로 미국에 버금가는 수준으로 발전하고 있는 중국 기업들의 AI 및 휴머노이드 로봇 산업을 현지 탐방 리포트를 통해 점검했다. 더불어 2026년 하반기 및 2027년 IPO 예정인 AI 수익화 대표 기업 Open AI와 Anthropic을 심층 분석함으로써 AI 인프라 투자의 경제성과 수익화 가능성을 재차 검증하고자 했다.

AI는 과거 인터넷 혁명처럼 우리 삶을 근본적으로 변화시킬 것이다. 다만 그 과정에서 수십조 달러 규모의 투자를 정당화할 수 있는 AI 수익창출의 '시간Gap'과 '어떠한 기업이 핵심 수익 모델'을 품을지의 여부에서 수많은 투자자가 크나큰 명암을 달리할 것으로 예상된다.



CONTENTS



PART 1	AI로 돈을 벌 수 있을까?	6
PART 2	AI는 비용 줄이고 이익 기간 연장	49
PART 3	Anthropic & OpenAI IPO 이전 중요 점검 사항 3가지	65
PART 4	중국의 AI Monetization (ft. 심천 탐방기 시즌2)	76



이창영

인터넷/SW

changyoung.lee@yuantakorea.com

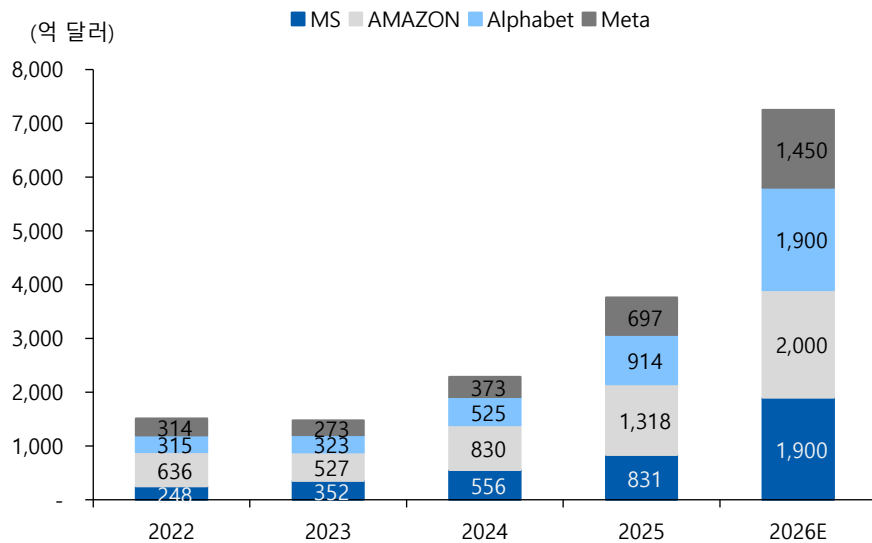
PART 1

AI로 돈을 벌 수 있을까?

투자는 급증하는데 1

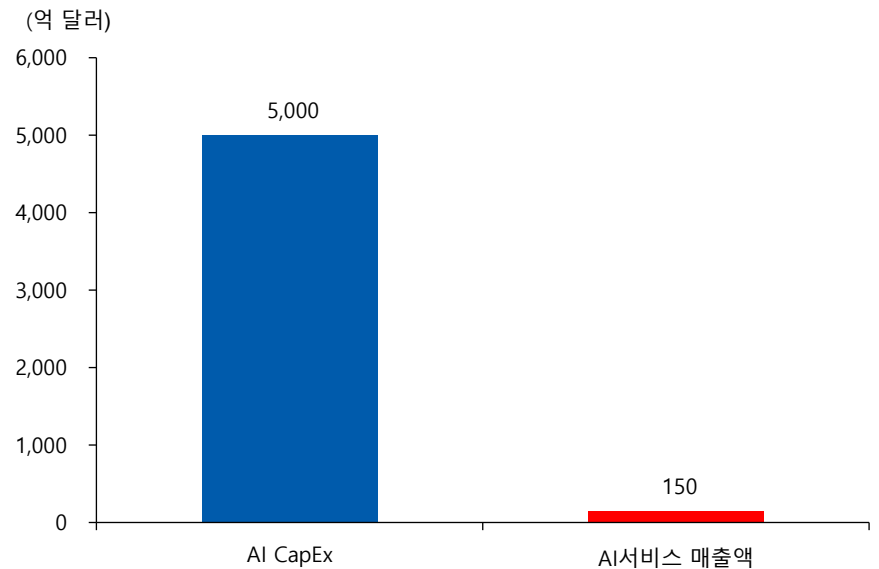
- 하이퍼스케일러 4사 (MS, Amazon, Alphabet, META) 2025년 CapEx 3,761억 달러, 2026년 7,250억 달러(1,088조원) YoY +93%
 - 2025년 AI 관련 미국 CapEx 연간 5,000억 달러 vs ChatGPT 등 AI 서비스 매출액 150억 달러(7천5백만명 x \$20/월 x 12개월) 33배
 - AI의 본질은 결국 과거의 데이터를 얼마나 (1) 많이 (2) 빠르게 (3) 잘 정리하느냐
- 이 중 '많이'와 '빠르게'의 문제를 해결하기 위해 더 많은 데이터, 더 많은 GPU, 더 많은 메모리, 더 많은 전력, 더 많은 인프라 구축을 위한 CapEx 투자 경쟁

Hyperscaler 4사 CapEx 연도별 추이



자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

2025년 미국 AI CapEx vs AI 서비스 매출액

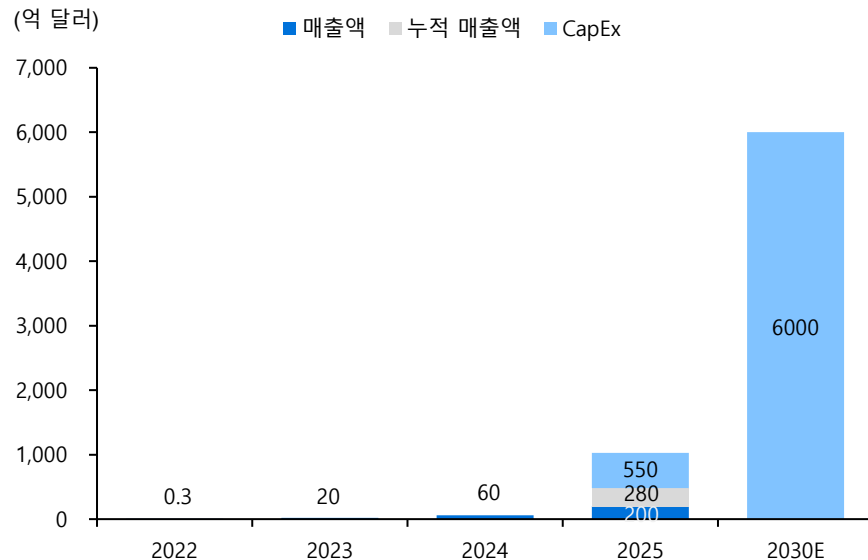


자료: SEC, Businessstats, 유안타증권 리서치센터

투자는 급증하는데 2

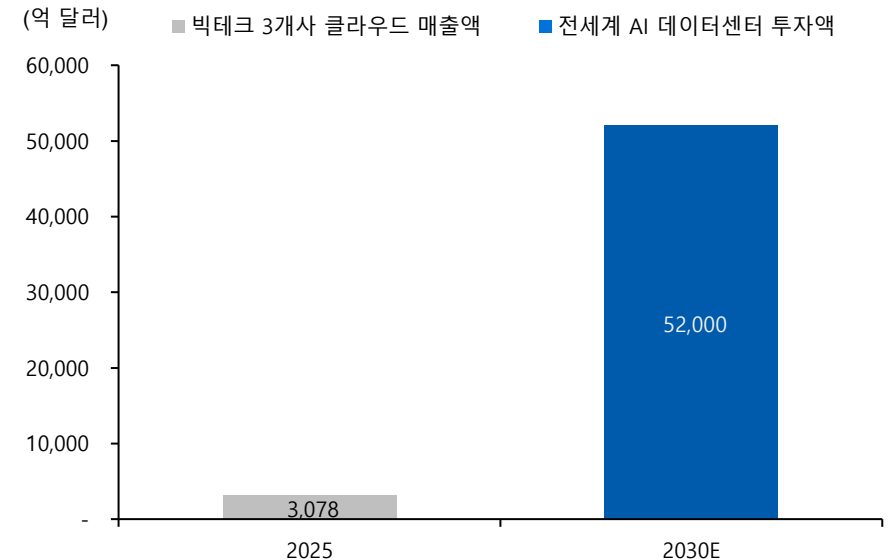
- Open AI 매출액 23년 20억 달러에서 25년 200억 달러로 10배 증가했으나, 26년 140억 달러 손실 예상. 25년 누적 매출액 280억 달러 < 25년 누적 CapEx 550억 달러
- 2030년까지 CapEx 6,000억 달러 계획(기존 1조 4,000억 달러에서 대폭 축소). 고가의 H100·B200 도입 및 운용비용, 전기료, 데이터센터 유지비 등 반영
- 유료 결제액 \$20 < 추론비용 질문당 \$0.01~\$0.1, WAU 9억 명 중 유료 구독자(Plus) 비중은 5~6% 수준
- 기업용 B2B 모델, 토큰당 추가 과금모델, 광고, 커머스 모델 추가 계획에도 손실은 확대 중
- 구글 '젬마4', META 'Llama', 알리바바 '큐원' 등 고성능 오픈소스 모델 확산. 토큰 비과금 수익모델 등장으로 AI 유료모델 기업 수익성에 부정적 영향
- 2030년까지 전 세계 AI 처리용 데이터센터 구축에 5조 2,000억 달러 소요 전망 (출처: 맥킨지). 반면 현재 AI관련성이 가장 높은 매출인 클라우드 부문은 2025년 빅테크 3개사 합산 3,078억 달러로 6%에 불과

Open AI 매출액 vs CapEx



자료: Open AI, 유안타증권 리서치센터

AI 투자액 vs AI 매출액

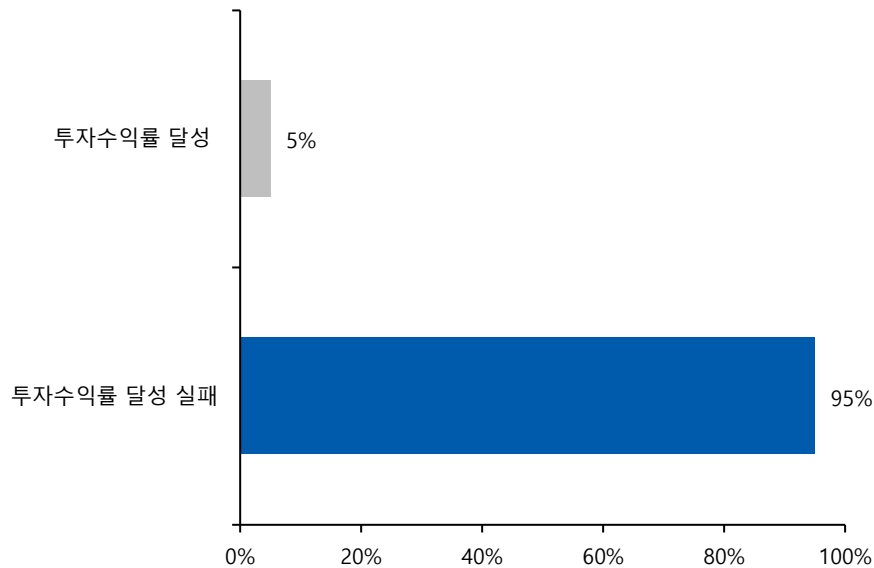


자료: McKinsey & Company, MicroSoft, Amazon, Alphabet, 유안타증권 리서치센터

AI를 도입해보니 1

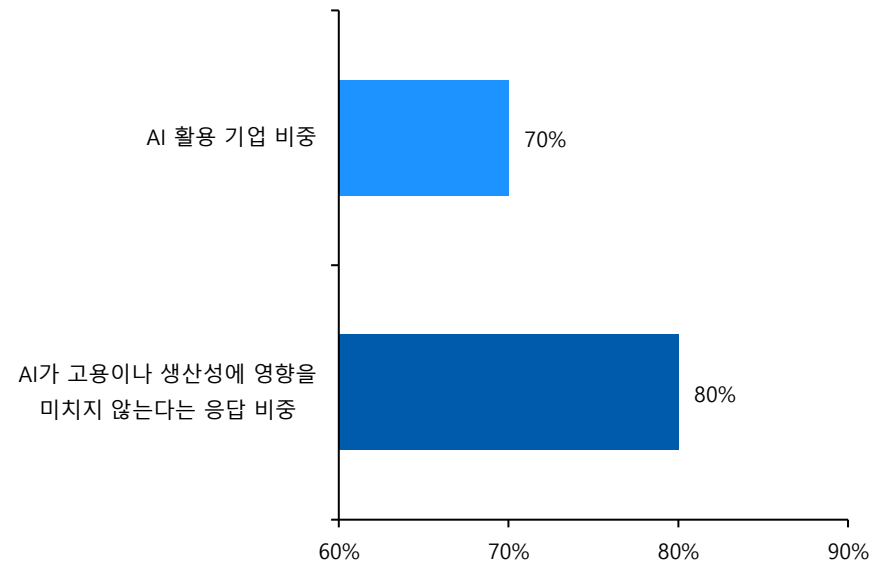
- 메사추세츠공대(MIT)가 2025년 7월 발표한 'The GenAI Divide' 보고서에 따르면, 미국 기업들은 생성형 AI에 350억~400억 달러를 투자한 프로젝트의 95%가 측정 가능한 손익 개선을 만들지 못했다고 밝힘
- 보스턴컨설팅그룹(BCG)이 2025년 10월 전세계 1,250개 기업을 조사한 결과, AI로 대규모 가치를 만들어내는 기업은 5%에 그쳤고 60%는 아무런 실질적 성과를 내지 못하고 있다고 진단
- Gartner가 2025년 2월 미국, 영국, 독일, 호주의 기업 임원 약 6,000명을 대상으로 실시한 설문조사에서 70% 기업들이 어떤 형태로든 AI를 사용 vs “80% 이상 AI가 고용이나 생산성에 뚜렷한 영향을 미치지 않는다” 응답
- AI Productivity Paradox : AI 생성물에 대한 인간의 재검토. 늦은 조직 프로세스 변화. 인프라 투자비용과 이로 인한 매출증가 효과의 늦은 발생(Time Lag)

생성형 AI를 도입한 조직의 투자 수익률 결과



자료: MIT 'The GenAI Divide' 2025.07, 유안타증권 리서치센터

AI 활용 기업 & AI가 고용/생산성에 미치는 영향

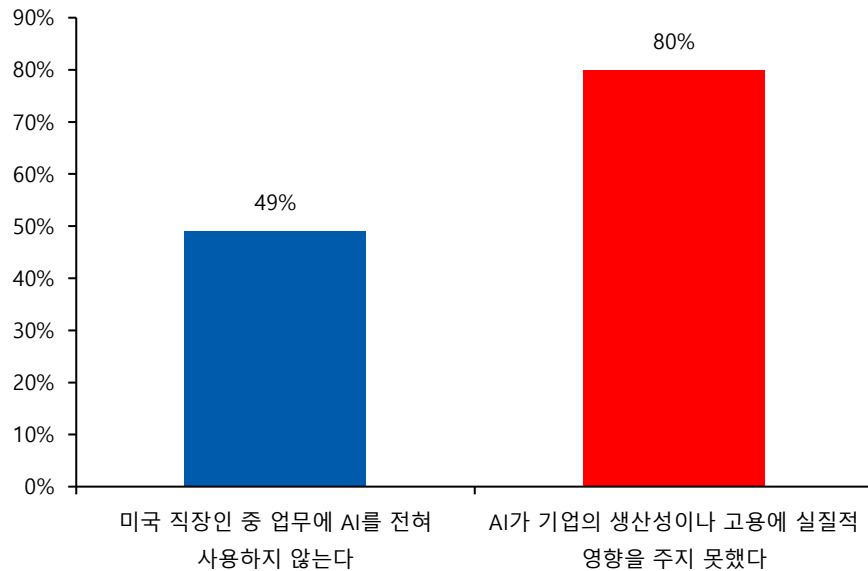


자료: Gartner, 2025.02, 유안타증권 리서치센터

AI를 도입해보니 2

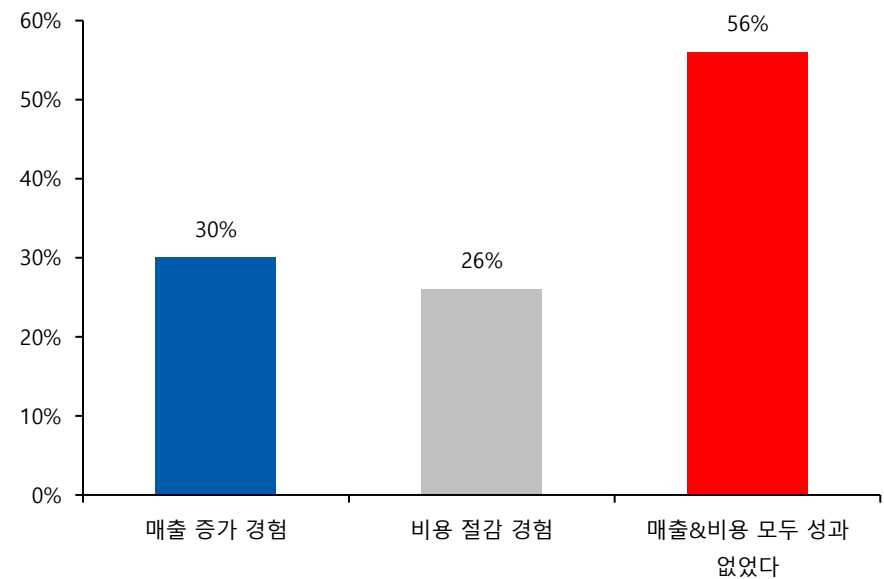
- 미국 직장인의 49%는 업무에 AI를 전혀 사용하지 않는다 (출처 : 미국 갤럽 2025년 4분기)
- 전미경제연구소(NBER)가 설문조사한 결과 기업의 80%는 AI가 생산성이나 고용에 실질적 영향을 주지 못했다고 응답
- 글로벌 기업 최고경영자를 대상으로 최근 실시한 설문조사에서 AI 도입으로 매출 증가를 경험했다는 응답은 30%, 비용을 절감했다는 대답은 26%, 응답자의 56%는 “매출과 비용 측면에서 성과를 보지 못했다” (출처: PwC, 글로벌 CEO 설문조사, 2026년 1월)

미국 직장인 & 기업 AI 사용 결과



자료: 미국 갤럽 2025년 4분기, 전미경제연구소(NBER), 유안타증권 리서치센터

글로벌 기업 CEO들의 AI 적용 후 매출/비용 효과

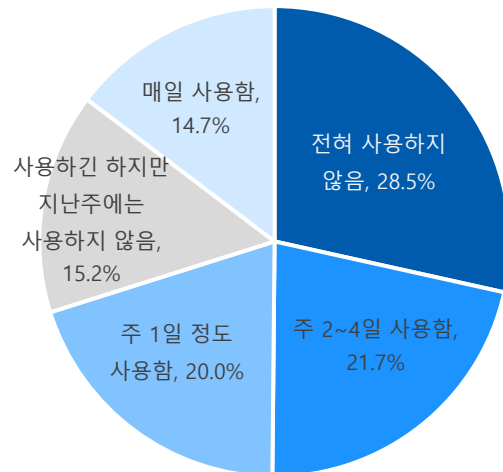


자료: PwC 2026년 1월 글로벌 CEO 설문조사, 유안타증권 리서치센터

AI를 도입해보니 3

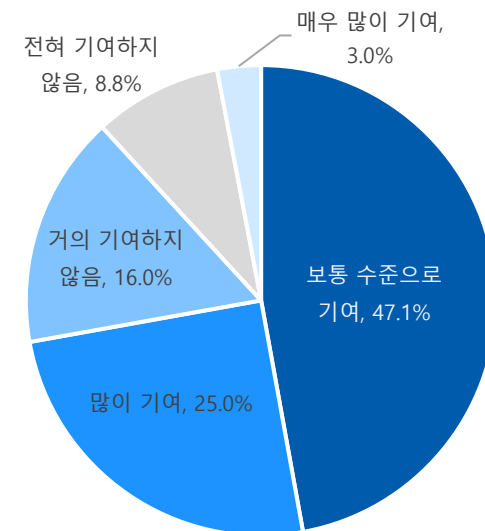
- 대한상의, 산업연구원 공동 조사, 전국 20세 이상 임금근로자 3,000명 대상 조사 (2025.9.29 ~ 10.15)
- 생성형 AI 전혀 사용하지 않는다 28.5%, 조직 목표달성에 기여하지 않는다 24.8%
- 업무에 생성형 AI를 활용하지 않는 이유 : 업무에 도움되지 않아서 37.6%
- 업무 특성에 따라 활용도와 생산성 향상에 미치는 기여도가 다르지만, 산업 전체에 일반적 생산성 향상 기여에 미치는 영향은 아직까지 미미함

생성형 AI 활용 빈도



자료: 대한상공회의소 SGI BRIEF, 2026.1.29, 유안타증권 리서치센터

조직 목표 달성에 생성형 AI의 기여도

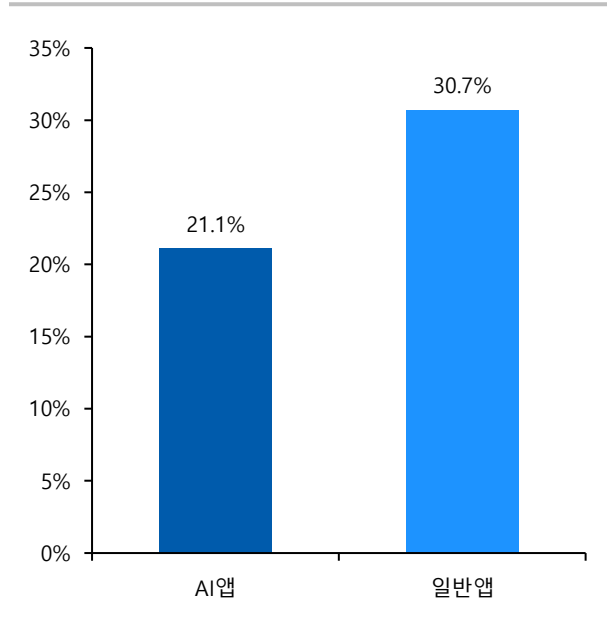


자료: 대한상공회의소 SGI BRIEF, 2026.1.29, 유안타증권 리서치센터

AI의 낮은 수익성

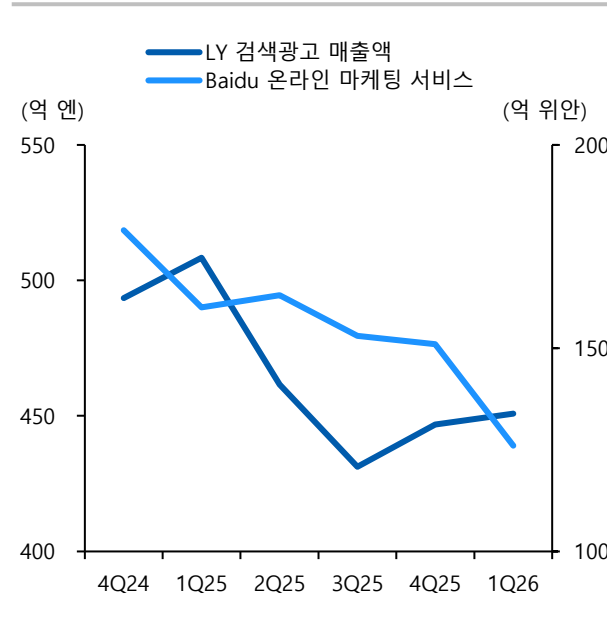
- 구독 관리 플랫폼 업체 ‘RevenueCat – 2026 구독형 앱 생태계 보고서’에 따르면, 최근 1년 간 AI 기반 앱의 연간 유지율은 21.1%로 비(非) AI앱(NETFLIX, SPOTIFY 등) 30.7%보다 ‘9.6%p’ 낮은 것으로 조사. 무료 AI앱으로 이동하기 때문.
- ChatGPT Plus 12개월 Retention 59% vs Netflix 12개월 Retention 75%
- ‘RevenueCat’ 은 AI 앱 구독자의 연간 구독 취소 속도는 비AI 앱보다 약 30% 빠르다고 분석. 환불율 역시 약 20% 높은 것으로 나타남
- 일본 LY 검색광고 2025(FY) 매출 성장률 -10.4%. 중국 Baidu 1Q26 온라인 마케팅(광고) 매출액 YoY -22%. AI 검색 확산에 따른 광고매출 감소
- AI 인프라 투자, 검색광고 매출 감소 등으로 NAVER 플랫폼(광고+커머스) 영업이익률 4Q24 36.1%에서1Q26 28.8%로 추세적 감소

AI 앱 vs 일반 앱 연간 유지율



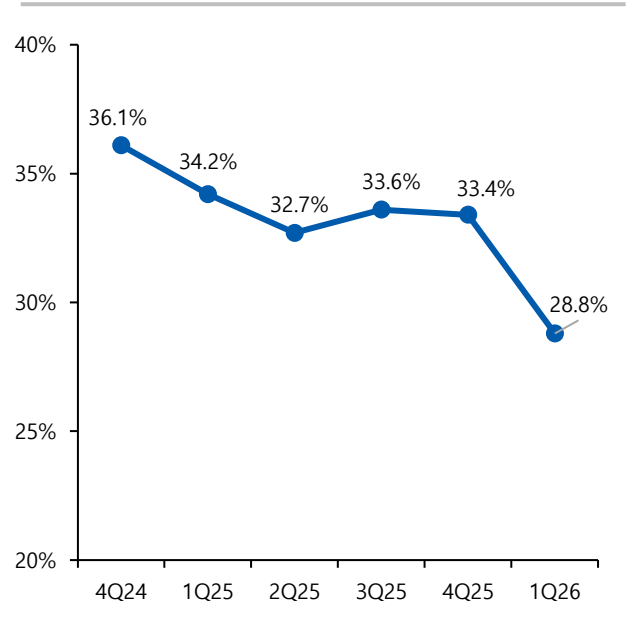
자료: Revenue Cat ‘2026 구독형 앱 생태계 보고서’, 유안타증권 리서치센터

LY 검색광고 & Baidu 온라인광고 매출액



자료: LY, Baidu, 유안타증권 리서치센터

NAVER 플랫폼(광고 & 커머스) 영업이익률



자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

AI Round – tripping : Nvidia의 매출 순환구조

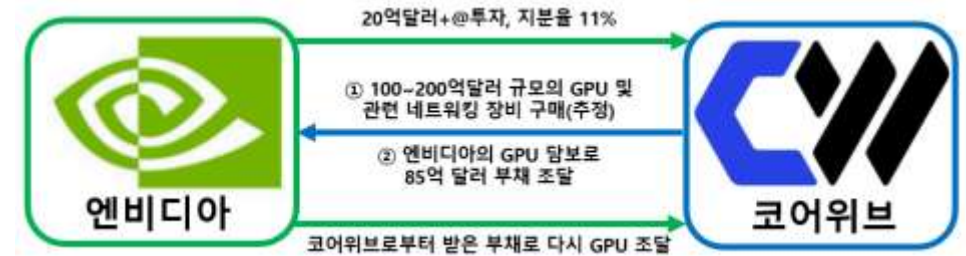
- 현재 AI관련 매출은 엔비디아 GPU와 AI 데이터의 연산·저장에 필요한 메모리 등 AI 학습 인프라용 하드웨어 판매에 집중
- 엔비디아는 클라우드 컴퓨팅 코어워브(CRWV)에 26년 1월 20억 달러 투자. 지분을 5%에서 11%로 증가.
- 코어워브는 엔비디아 GPU를 담보로 26년 3월 85억 달러의 부채 조달. 이자금으로 다시 엔비디아 GPU를 구매
- 엔비디아는 GPU 매출성장률 유지를 위해 오픈AI에 300억 달러 지분투자(1,000억 달러에서 축소)
- 오픈 AI는 GPU 구매자인 오라클, 코어워브 등 클라우드 업체와 대규모 클라우드·데이터센터 계약
- 클라우드 업체는 엔비디아로 부터 대량의 칩을 구매하는 매출순환구조 이룸

엔비디아의 순환거래 구조



자료: WallStreetJournal, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔비디아의 매출순환 구조

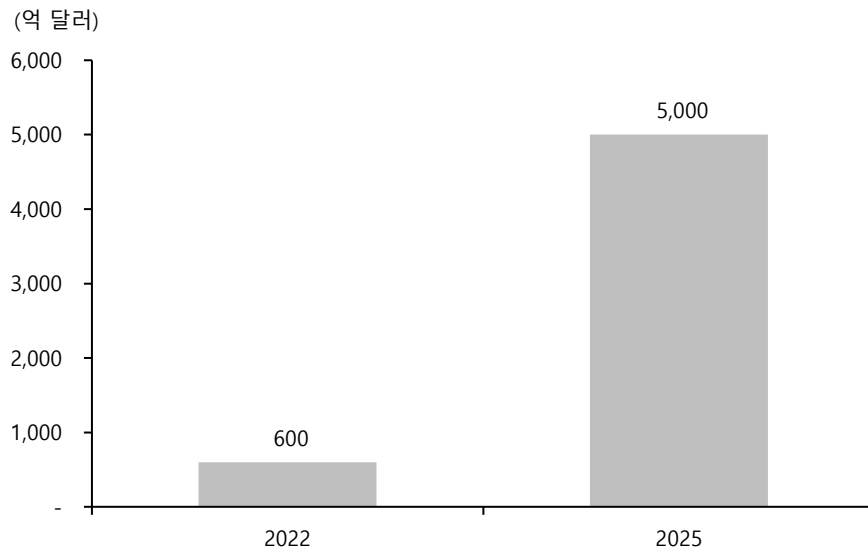


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 투자위한 사모대출 리스크 확대. Big Tech 기업들의 회사채 발행 증가

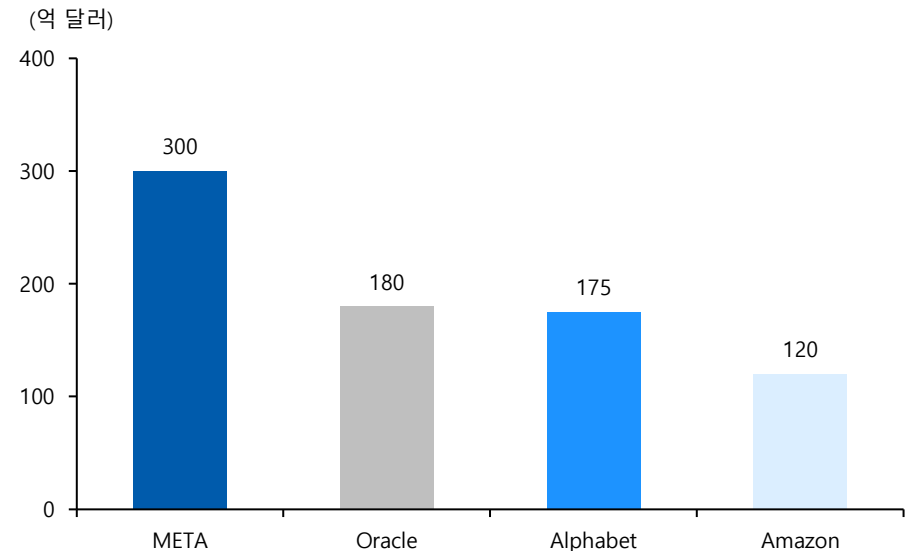
- 글로벌 사모대출 규모 2010년 3,800억 달러 → 2025년 2조3,000억 달러로 500% 급증
- 2008년 금융위기 이후 은행 규제가 강화되는 과정에서 반사수혜로 사모대출 급증
- 사모대출 포트폴리오의 약 25%는 AI와 연관된 것으로 추정 (UBS). 최근 사모대출에 대한 환매요구 급증 및 환매 중단사태가 발생으로 위험성 증가
- Blue Owl Capital 3개 펀드에서 14억 달러 자산 매각, 펀드 OBDC II 환매 중단, Black Stone 펀드 BCRED 38억달러 환매, Black Rock HPS 기업대출 펀드 환매 5%로 제한, JP모건 사모대출 담보가치 하향 조정
- 2025년 9월부터 12월까지 META는 300억달러, Oracle은 180억달러, Alphabet은 175억달러, Amazon은 120억달러 회사채를 발행. 2025년 들어 주요 AI 기업의 회사채 발행액이 급증. Alphabet은 26년 2월 320억, 6월 800억 달러 추가 발행

SaaS 및 AI 관련 사모 대출 규모



자료: Preqin, 유안타증권 리서치센터

2025년 9월 ~ 12월 AI 기업들의 회사채 발행액

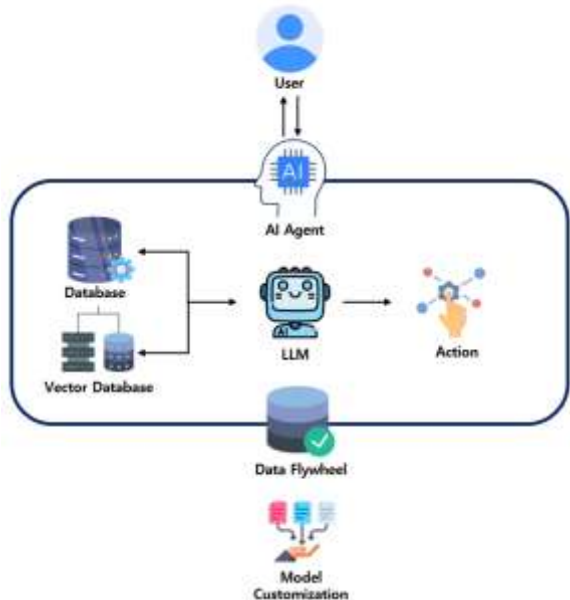


자료: BIS, 유안타증권 리서치센터

지금 수익이 낮아도 Big Tech가 수백조원 투자를 하는 이유 : AI Agent

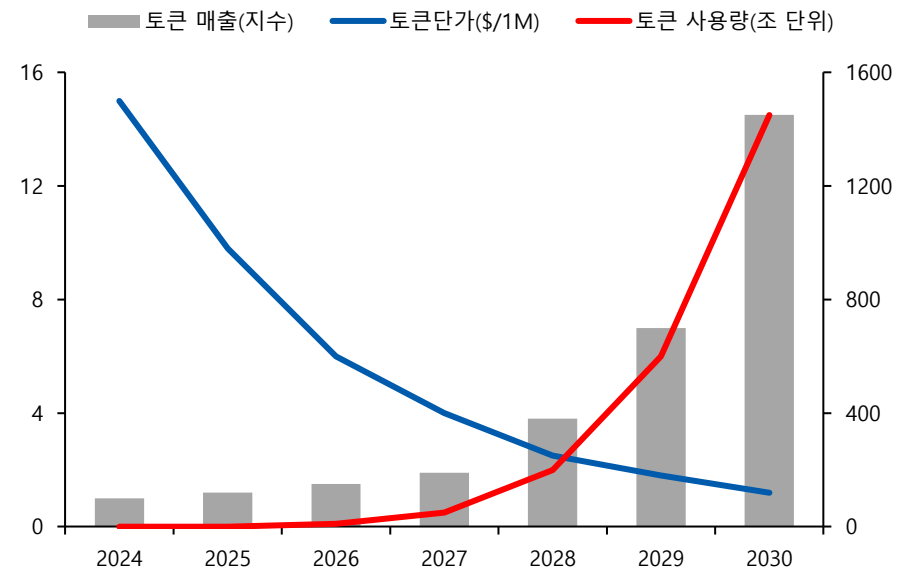
- 빅테크 AI 클라우드 매출 = 토큰 가격 X 토큰 사용량
- 토큰 가격 : 프론티어(GPT-5.4등) 모델의 100만 토큰당 가격은 26년 2~3달러에서 0.1달러로 1/300로 하락
- 토큰 사용량 : 토큰가격 하락으로 토큰 사용량은 1000배 증가. 기업 청구액은 3배 증가. 과거 챗봇은 질문 하나에 답변 하나를 생성하고 종료. 반면 AI Agent는 하나의 목표를 달성할 때까지 생각 → 행동 → 관찰의 Loop를 끊임없이 반복. 이러한 작업을 수행할 때마다 누적된 기록 전체를 처음부터 다시 읽어야 하므로, 방대한 코드베이스와 시스템 로그 처리 과정에서 막대한 토큰을 소비
- 28~30년에는 수억 대의 스마트폰, PC, 기업용 SW 내에서 에이전트 간 자율 통신(Agent to Agent)이 확산되며 천문학적인 토큰 소비. 추론(Inference) 중심의 AI로 전환되며, 단일 명령어만으로도 API로 연결된 다양한 앱과 데이터를 분석·실행하는 작업 증가
- 데이터센터의 고정비 레버리지로 토큰 사용량 폭증에 의한 데이터센터 가동률이 90% 이상 유지되면, 하이퍼스케일러 기업의 영업이익률은 폭발적으로 개선 전망

AI Agent의 작동 과정



자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

토큰 사용량 X 토큰 가격 = 토큰 매출액 전망

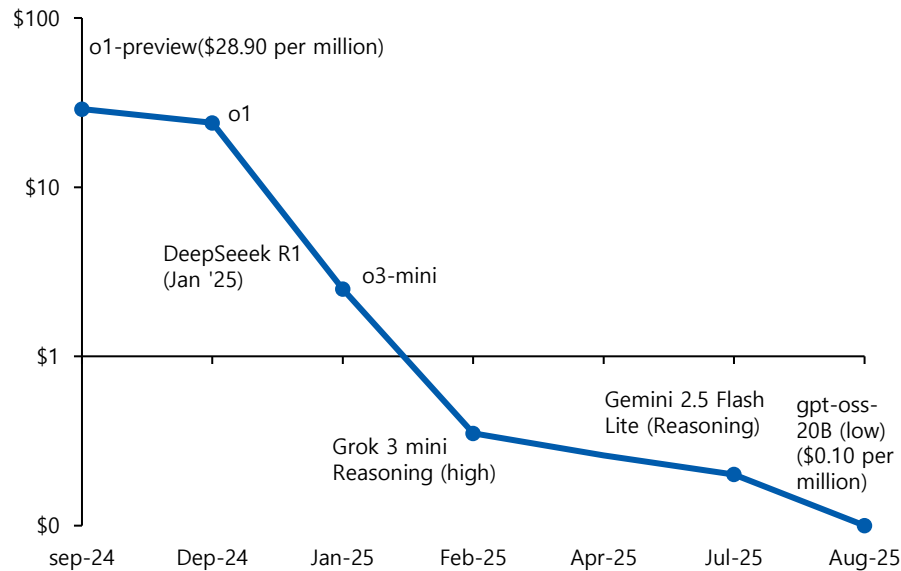


자료: 유안타증권 리서치센터

AI 추론 비용의 급감 → Agentic AI에 의한 트래픽 사용량의 급증

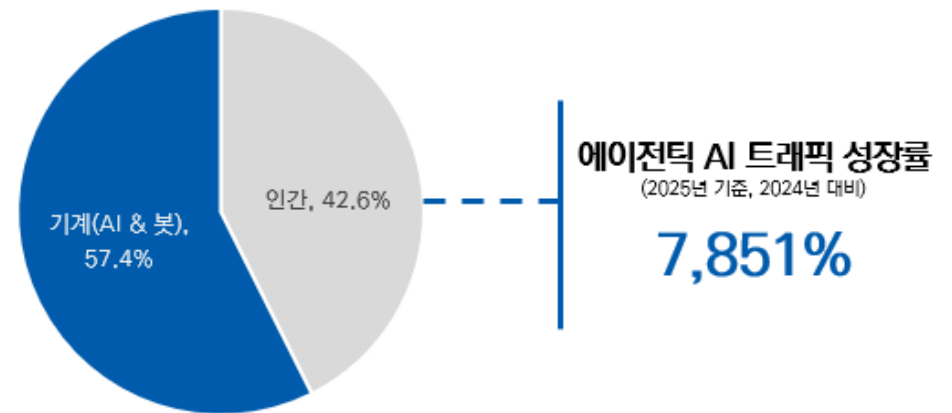
- 24년 9월 GPT o1의 100만 Tokens당 비용은 \$28.9에서 25년 8월 GPT -OSS-20B의 백만 Tokens당 비용은 \$0.1로 99% 이상 하락
- AI 비용 하락은 개발자, 기업, 소비자들의 추론을 위한 Tokens의 폭발적인 증가를 가져옴
- 특히, Agentic AI의 인터넷 트래픽이 사람이 하는 트래픽을 추월함

100만 Tokens당 비용(AI 추론비용) 가격 추이



자료: ARK Investment Management LLC 2026, 유안타증권 리서치센터

트래픽 주도권의 역전

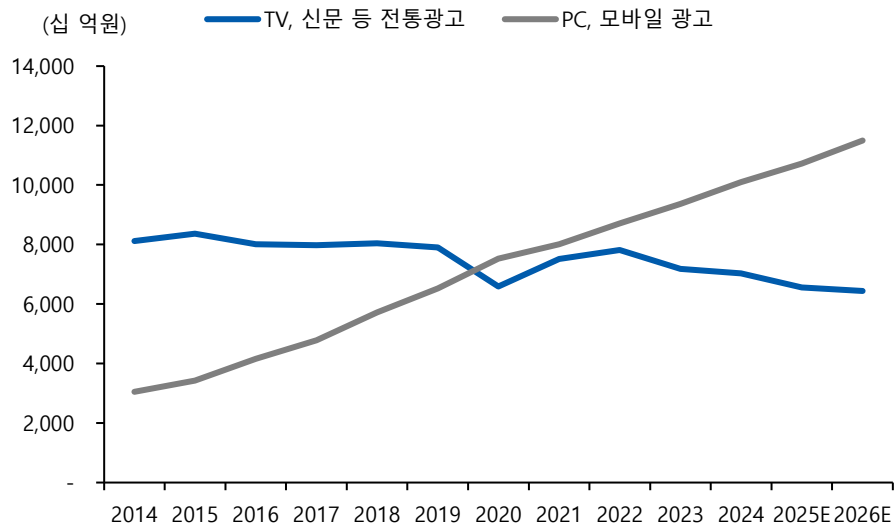


자료: SK텔레콤 뉴스룸, 유안타증권 리서치센터

기존 시장의 대체 : 광고, 커머스, 각종 수수료(Take Rate) : AI Agent

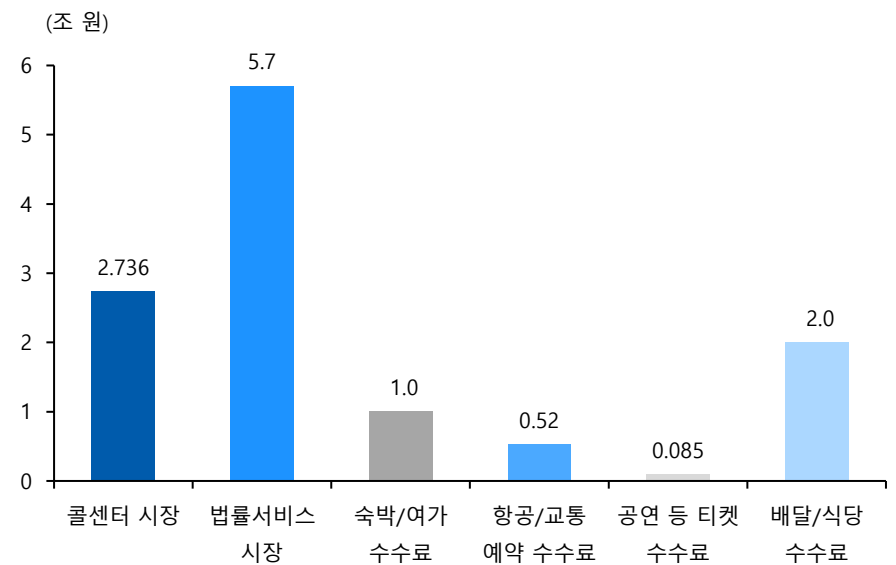
- 인터넷·모바일 혁명을 통해 기존 TV·신문 광고가 PC·모바일 광고로 대체되었듯, AI혁명 역시 향후 콜센터, 법률서비스, 각종 상담 업무 등을 대체할 것으로 예상
- 나아가 AI Agent가 확산될 경우 기존 모바일(디지털) 쇼핑, 콘텐츠(음악·웹툰·게임), 예약(여행·맛집), 모빌리티(택시·대리·퀵) 등 다양한 분야의 거래 수수료가 AI 기업의 새로운 수익원이 될 전망
- 기존 시장을 점진적으로 대체하며 AI를 통한 실질적인 수익을 창출할 수 있을 것으로 전망

한국 디지털 광고 vs 전통 광고 시장 규모



자료: 국가데이터처, 유안타증권 리서치센터

AI 대체 가능한 국내 수수료(Take Rate) 시장 규모

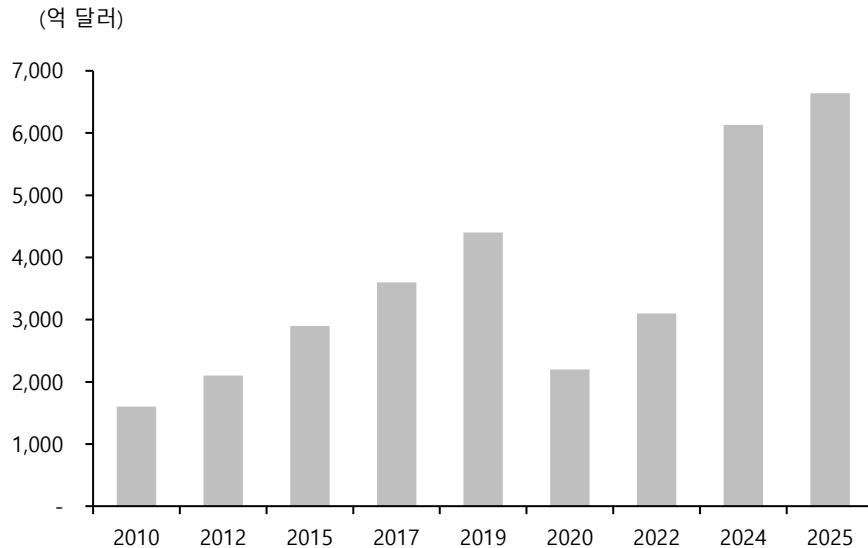


자료: Gartner, 한국 IDC, 대한변호사 협회, 문화체육관광부, 국가데이터처, 유안타증권 리서치센터

기존 시장의 대체 : AI Agent의 Disintermediation(탈플랫폼화), Zero-Click

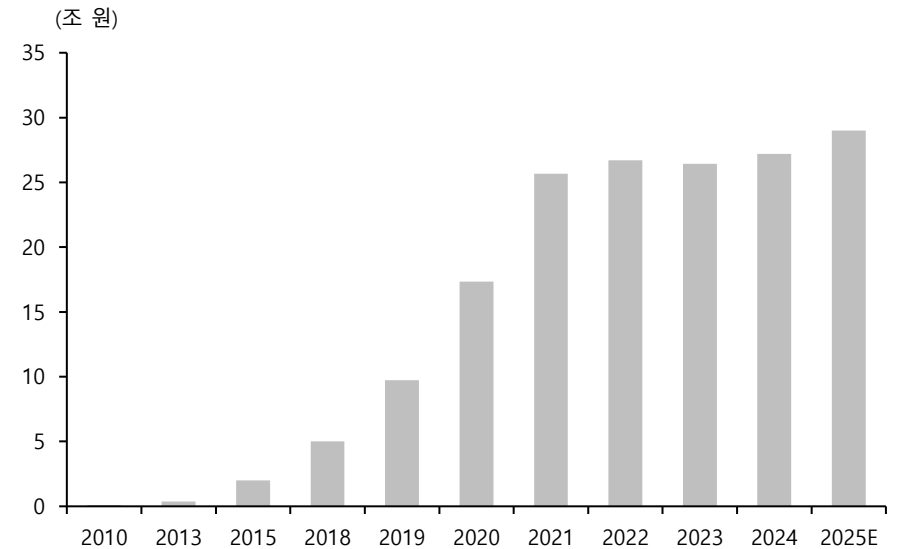
- 기존에는 아놀자, 아고다, 배달의 민족, NAVER와 같은 대형 플랫폼이 검색 길목을 독점하고 6~15%의 수수료 수취
- 그러나 최근 AI Agent는 기존 플랫폼을 거치지 않고 사용자의 명령을 받아 항공사, 호텔, 식당 자체 시스템(API)에 직접 예약하는 방식으로 수수료(Take Rate) 시장을 대체하고 있음
- AI Agent가 고객의 복잡한 요구사항(ex: "아기가 있으니 조용하고 침대가 큰 방, 커넥팅 룸으로 추천해줘")을 자연어로 이해한 뒤, 호텔의 자산관리시스템(PMS) API에 실시간으로 조회하여 예약 진행
- 실제로 Hilton Hotel은 AI Agent를 통한 Direct Booking 확대로 기존 Expedia, Booking.com 등 온라인 여행사(OTA)에 지불하던 15~20%의 중개수수료를 절감하는데 성공

글로벌 OTA(Online Travel Agency) 시장 규모



자료: Grand View Research, Online Travel Agencies Market Size, Share & Trends Analysis Report, 2026~2033, 유안타증권 리서치센터

국내 배달앱 시장 규모(거래액 기준)

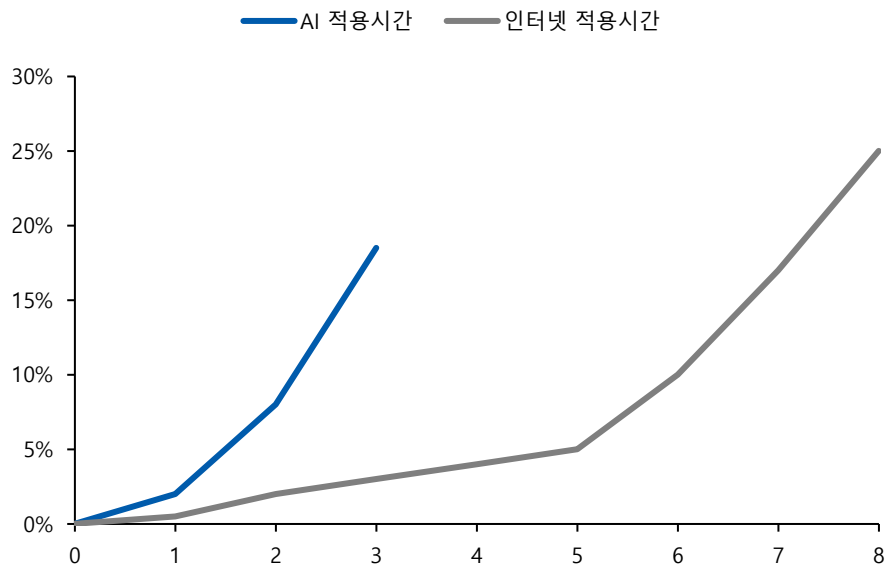


자료: 국가데이터처, 공정거래위원회, 한국은행, 산업연구원(KIET), 유안타증권 리서치센터

AI Penetration 속도. AI가 가져온 거래시간 단축

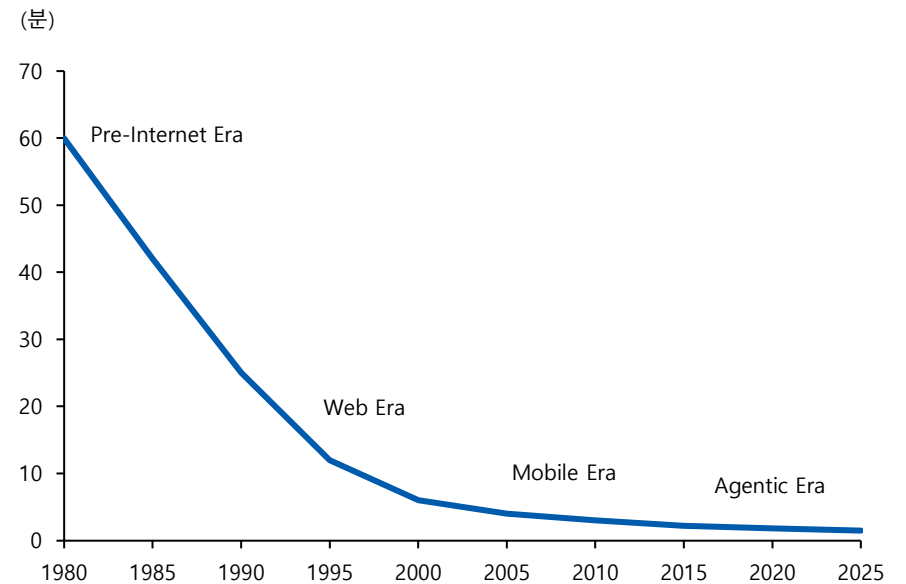
- AI 기반 앱들의 유용성과 AI Agent의 확산으로 새로운 인터넷 사용 방식으로 자리 잡으며, 과거 PC기반 인터넷 확산기보다 훨씬 빠른 속도로 스마트폰 사용자들이 AI 챗봇을 사용하고 있음
- AI Agent는 개인화 기반의 검색·비교·추천 기능을 통해 소비자의 구매 의사결정 시간을 단축. 인터넷 이전 시기 구매결정에 소요되던 약 1시간이 AI 시대에는 90초 내외로 단축
- AI의 수익성은 사회적 비용(거래비용, 정보탐색 비용 등)의 감소로 대체

AI 적용(Adoption) 시간 vs 인터넷 적용 시간



자료: Similarweb 2025, SensotTower 2025, 세계은행 2025, 유안타증권 리서치센터

구매시간 추이

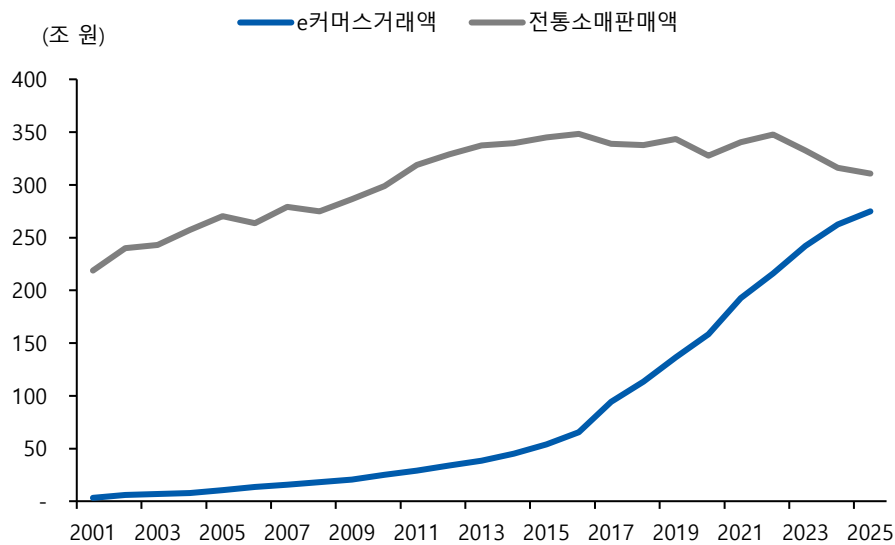


자료: Artificial Analysis 2025, OpenRouter 2026, 유안타증권 리서치센터

기존 시장의 대체 : 광고, 커머스, 각종 수수료(Take Rate) : AI Agent

- 인터넷·모바일 혁명이 기존 Off 소매판매를 PC·모바일 쇼핑으로 대체
- NAVER 검색의 50% 이상은 쇼핑 검색으로 향후 AI를 통한 개인 취향에 맞는 상품 설명 및 추천으로 온라인 쇼핑을 대체할 수 있음

한국 온라인쇼핑 거래액 vs 전통 소매판매액



자료: 국가데이터처, 유안타증권 리서치센터

ChatGPT가 추천하는 쇼핑 상품

천장도 날을수 있고 아래 채도 편안한 등산가방

천장까지 넣고 아래 채도 편안한 등산가방이면, 같은 용량보다 용량 충분, 허리벨트 지지력, 아래 채움 분산, 50L 천후 수납력이 중요할입니다. 당일 산행보다 1박~2박 백패킹 노립이면 45~55L가 가장 수납해요.

Best overall

오스프리 아브로스 50L 백패킹 트레킹 등산배낭
 ₩467,500 + 조립료
 ★ 4.7 (452)

오래 메는 편안함 가운데로는 가장 용기가 좋은 죽입니다. 등산 배낭 서스펜션이 등에 직접 닿는 압박을 줄여주고, 허리로 무게를 잘 분기해서 어깨 피로가 적어요. 등산 배낭 배너까지 넣는 1박 산행에도 안정적입니다.

가성비 좋게 시작하기

오스프리 옥 50L 남성 백패킹 배낭 - ₩316,000 ★ 4.6
 일본-중국 백패킹용으로 착용감과 가격 균형이 좋은 모델입니다.

아프로스보다 구조는 단순하지만, 허리벨트와 등판 설계가 좋아 장거리 산행 일꾼용으로 많이 추천됩니다. 등산 구납도 충분하고 무게 별런스가 안정적입니다.

튼튼한 내구성 우선

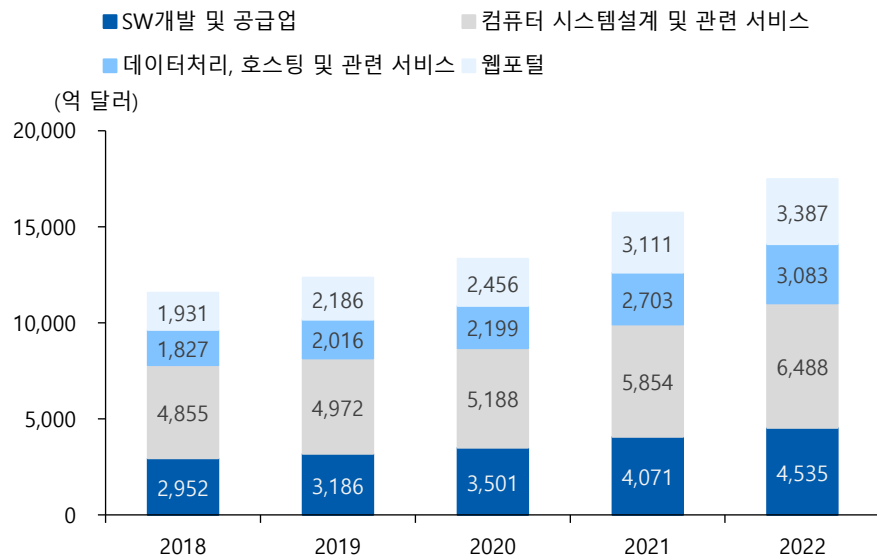
Black Diamond Creek 배낭 - ₩100,000 ★ 4.8
 내구성과 일수성이 강한 대용량 등산 클라이밍 배낭입니다.

자료: ChatGPT, 유안타증권 리서치센터

기존 SW 개발, 서비스의 대체 : Vibe Coding, SaaSocalypse

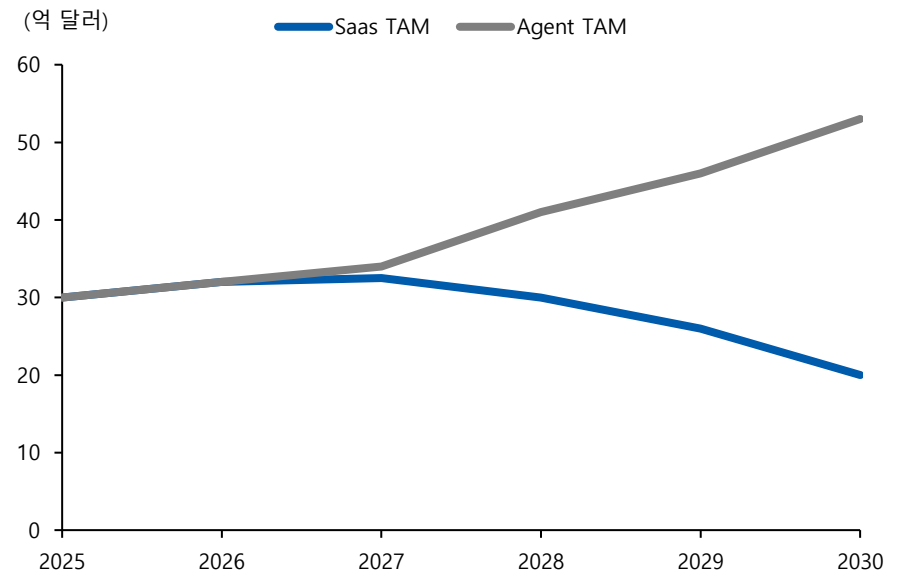
- AI에 의한 Vibe Coding 등을 통한 시스템·응용·게임 SW 등의 개발 및 서비스 수행으로 미국 기준(2022) 약 2,600조에 달하는 SW 시장을 대체 할 수 있음
- AI Agent를 통해 조사·분석·초안 작성·조율과 같은 인간의 워크플로우 자체를 통째로 대체하며, 기존 SaaS 시장의 대체 가능성 확대
- 실제로 연간 20억 달러 이상의 매출을 올리는 데이터 보안 기업 Cohesity는 Anthropic의 Claude Code Agent를 활용해 단 이틀만에 직원 퇴사 시 기기와 계정을 자동 비활성화하는 기능을 구현. 이로 인해 사용자 1인당 월 수백 달러에 달하는 ServiceNow의 동일 기능 제품 구매가 중단됨

미국 SW 산업 매출 현황



자료: 미국 인구통계국(Census) Service Annual Survey 2022(2024.1), Quarterly Services Report 2023.4Q(2024.3), 소프트웨어정책연구소(SPRI) 재인용, 유안타증권 리서치센터 주: SW개발 및 공급업 : Software publishers로 시스템SW, 응용SW, 게임SW 등을 포함

SW수익의 AI agent로의 이동

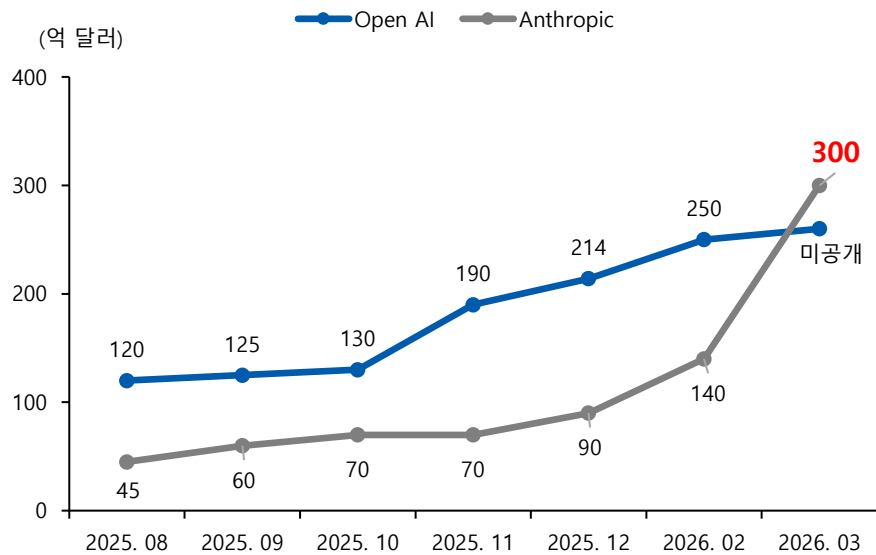


자료: Gartner data published Oct.10, 2024 TAM = Total Addressable Market(전체시장), 유안타증권 리서치센터

B2B 매출의 급증

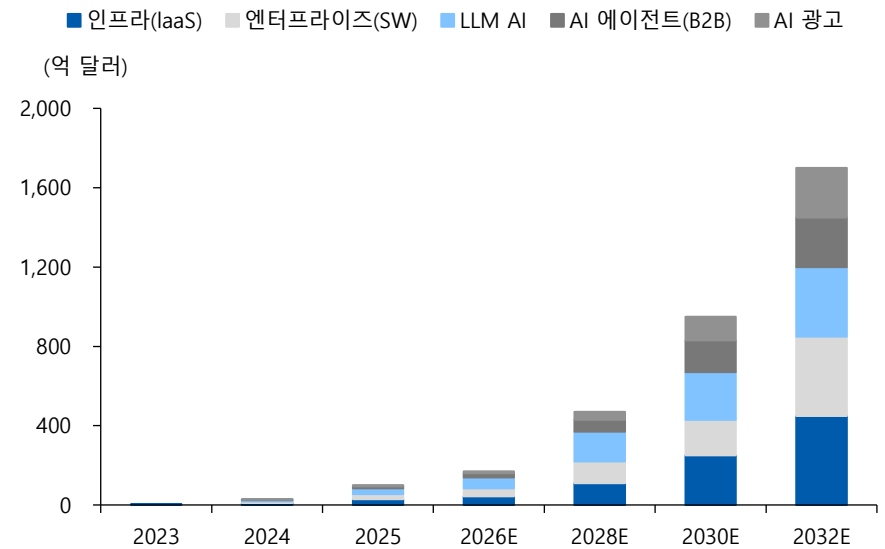
- AI Agent 등 기업들의 AI 모델과 연계된 API SW 사용량 급증으로 B2B 매출 급증
- 최근 연환산 매출(Annual Recurring Revenue) 300억 달러 발표. 기업가치 8,000억 달러로 인정받고 있는 앤스로픽의 매출액 중 약 70% 이상이 토큰 사용량에 따라 과금되는 기업용 B2B (API) 매출인 것으로 추정. 기업들이 자사 서비스에 Claude를 많이 사용할수록 앤스로픽 매출이 증가하기 때문
- 2025년 출시된 Coding Agent 도구인 'Claude Code'가 단독으로 25억 달러의 연환산 매출을 기록하며 B2B 수익 성장을 견인
- 앤스로픽에 연간 100만 달러 이상을 지출하는 대형 기업 고객이 500개를 돌파. C2C 중심의 Open AI 매출액을 넘어섬
- B2B주요 매출분야 : 인프라(laaS), 엔터프라이즈 SW, LLM API, AI 에이전트(B2B), AI광고 등

Open AI vs Anthropic 연환산 매출액(ARR) 추이



자료: Bloomberg 언론 보도 종합, Anthropic 3월 수치는 회사 발표치, 유안타증권 리서치센터 주 : 최종 4주간 매출 기준으로 연간 매출 추산 (Annual Recurring Revenue)

AI B2B 분야별 매출 전망

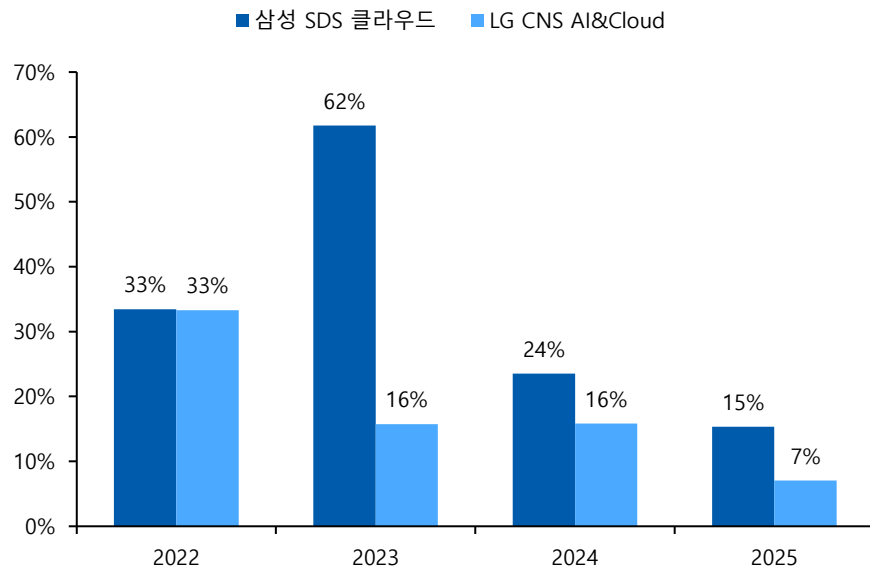


자료: Bloomberg Intelligence 'Gen AI 2026 Outlook', ABI Research, 유안타증권 리서치센터

AI로 인한 기존 매출 성장률의 증가 1

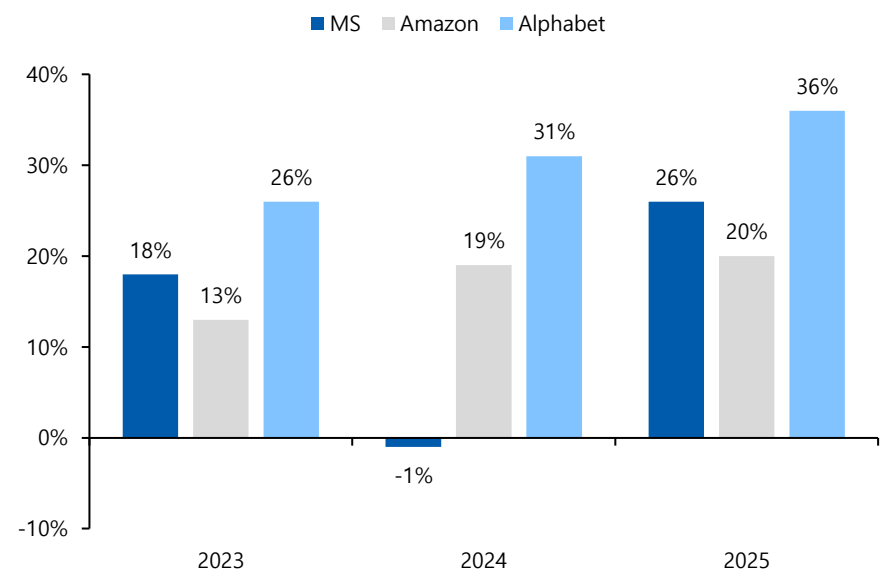
- 클라우드 매출(서비스) = 일반 기업이 AI 서비스 도입 및 활용을 위해 사용
- 삼성 SDS 2025년 클라우드 매출 성장률 23년 62%, 24년 24%, 25년 15%로 급감
- LG CNS AI & Cloud 매출 성장률도 23년 16%, 24년 16%, 25년 7%로 감소
- 글로벌 빅테크의 경우 국내기업 대비 성장률 증가가 비교적 뚜렷함
- 아직까지 AI에 대한 수요는 미국 중심

삼성 SDS, LG CNS AI 클라우드 관련 매출 YoY 증가율



자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

MS, Amazon, Alphabet Cloud 매출 YoY 증가율

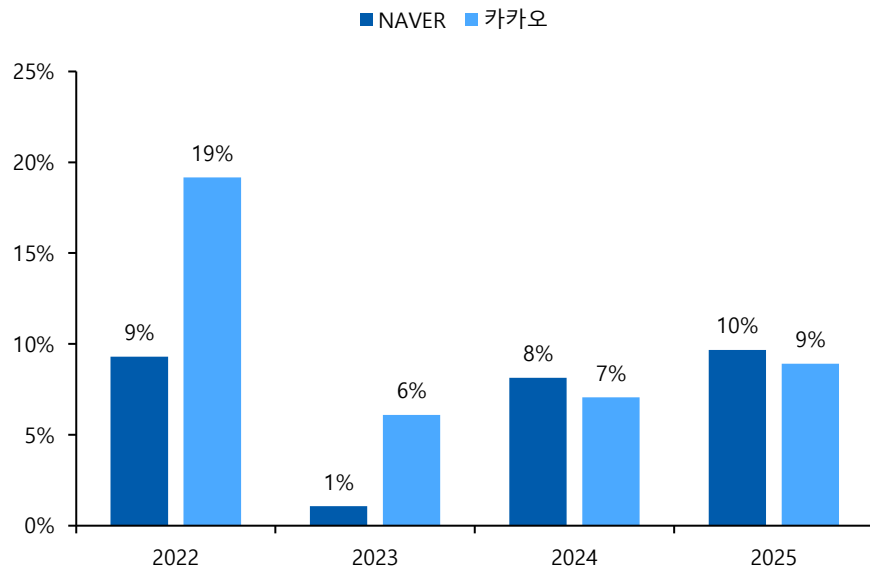


자료: 각사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

AI로 인한 기존 매출 성장률의 증가 2

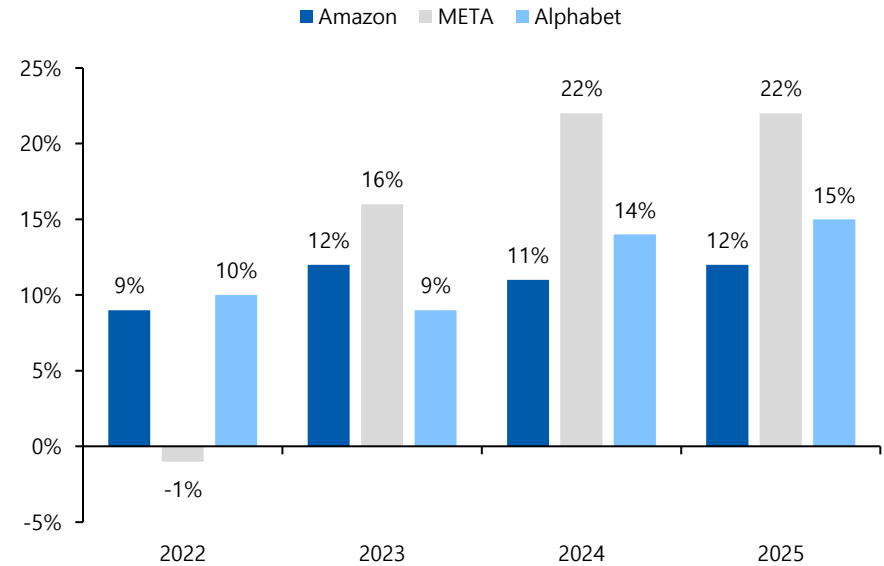
- AI를 활용한 타겟 광고와 커머스 상품 추천으로 광고 ROAS(Return on Ad Spend) 증가 및 커머스 구매 전환율 증가
- 국내 NAVER와 카카오의 경우 광고 매출 성장률이 2023년 급락 후 소폭 개선되고 있으나, NAVER의 경우 로컬검색·모바일 피드광고·커머스광고 성장에 의한 기여가 크고, 카카오의 경우 메시지 광고와 특개편에 따른 신규 광고 증가 효과가 큼 (AI에 의한 성장이라기 보다)
- 글로벌 빅테크의 경우 국내기업 대비 성장률 증가가 비교적 뚜렷함

NAVER, 카카오 광고매출 YoY 증가율



자료: NAVER, KAKAO, 유안타증권 리서치센터

Amazon (커머스), META, Alphabet (광고) 매출 YoY 증가율

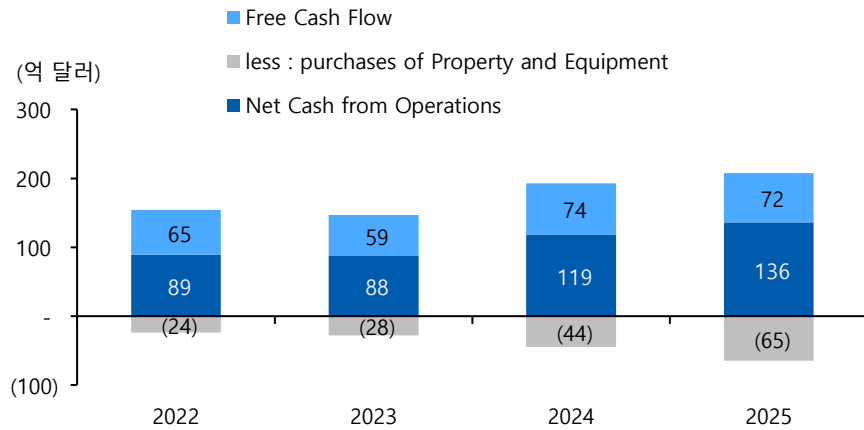


자료: PwC 2026년 1월 글로벌 CEO 설문조사, 유안타증권 리서치센터

AI 투자 빅테크 기업들의 양호한 Free Cash Flow

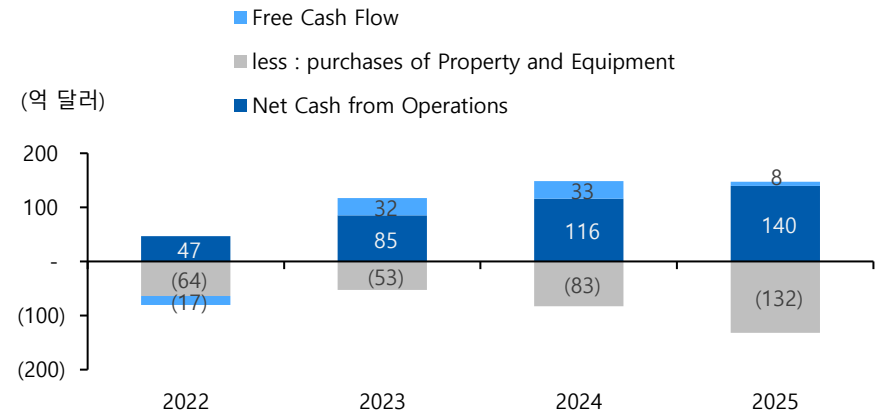
- GPU, DRAM, HBM 등 AI에 필요한 반도체의 주요 수요처인 Big Tech사의 매년 CapEx가 수백억~수천억 달러 씩 증가하여도 Free Cash Flow는 꾸준히 증가
- 투자여력 ↑, 재무리스크 ↓

Microsoft Free Cash Flow



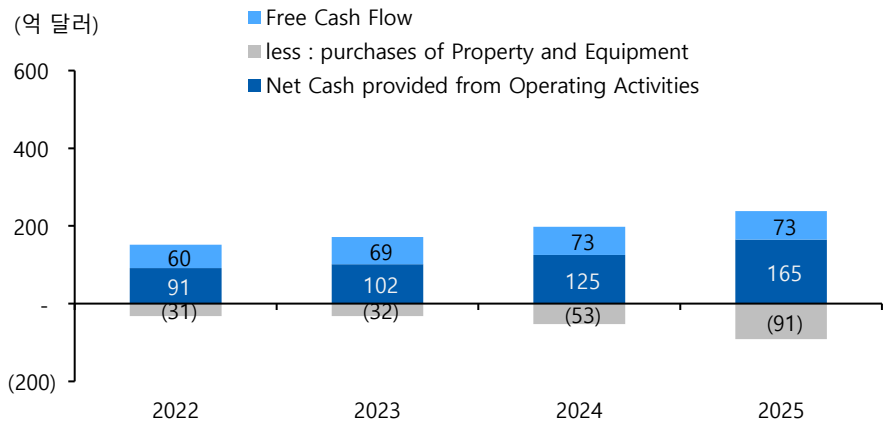
자료: Microsoft, 유안타증권 리서치센터

Amazon Free Cash Flow



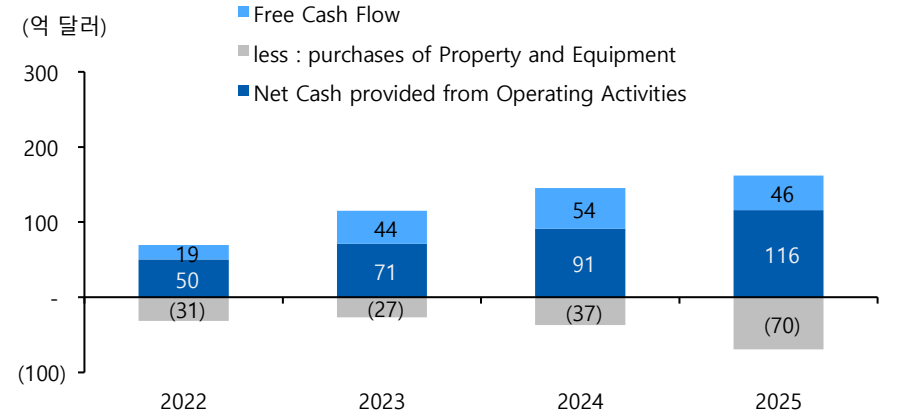
자료: Amazon, 유안타증권 리서치센터

Alphabet Free Cash Flow



자료: Alphabet, 유안타증권 리서치센터

META Free Cash Flow

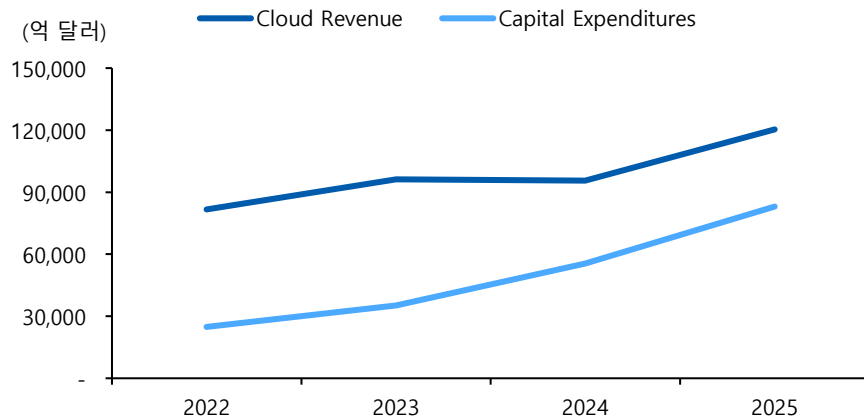


자료: META, 유안타증권 리서치센터

Hyperscaler 3사 : 클라우드 매출액 vs CapEx

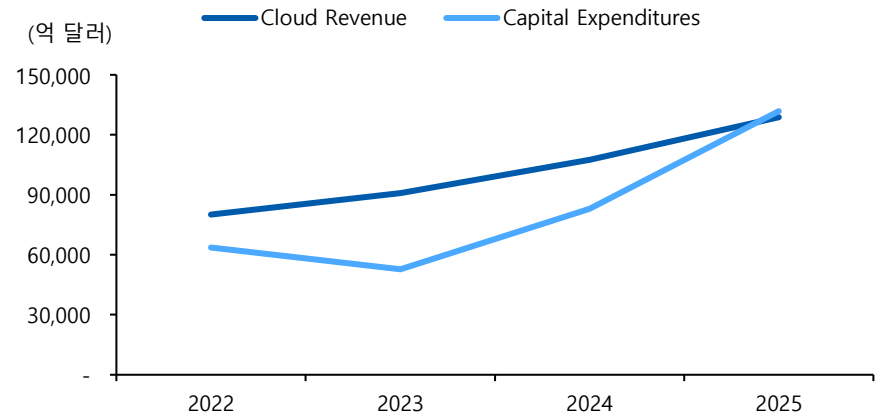
- Hyperscaler 기업의 매년 CapEx가 수백억~수천억 달러씩 증가하여도 AI와 관련 클라우드 매출액이 CapEx금액을 대부분 상회하고 있음

Microsoft 클라우드 매출액 vs CapEx



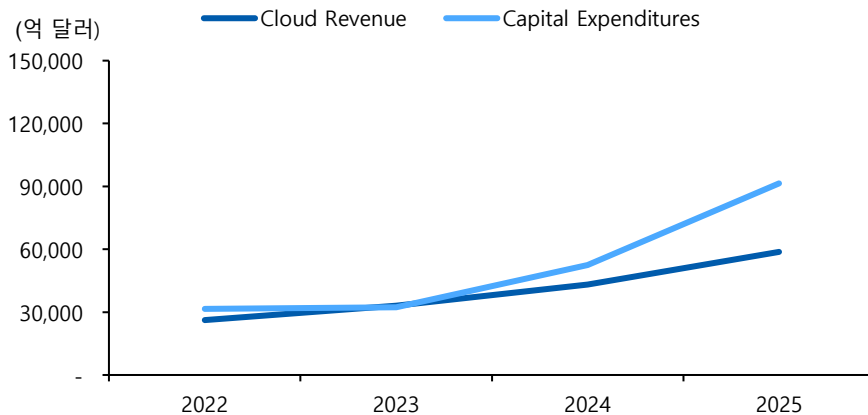
자료: Microsoft, 유안타증권 리서치센터

Amazon 클라우드 매출액 vs CapEx



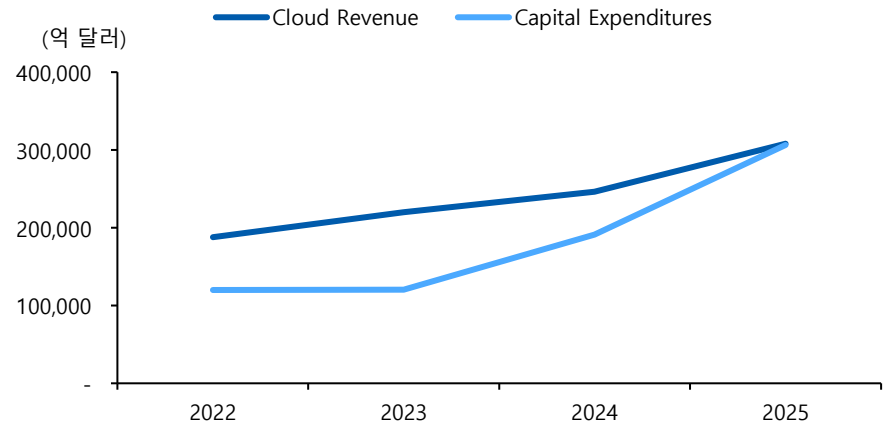
자료: Amazon, 유안타증권 리서치센터

Alphabet 클라우드 매출액 vs CapEx



자료: Alphabet, 유안타증권 리서치센터

Hyperscaler 3사 클라우드 매출액 합계 vs CapEx 합계

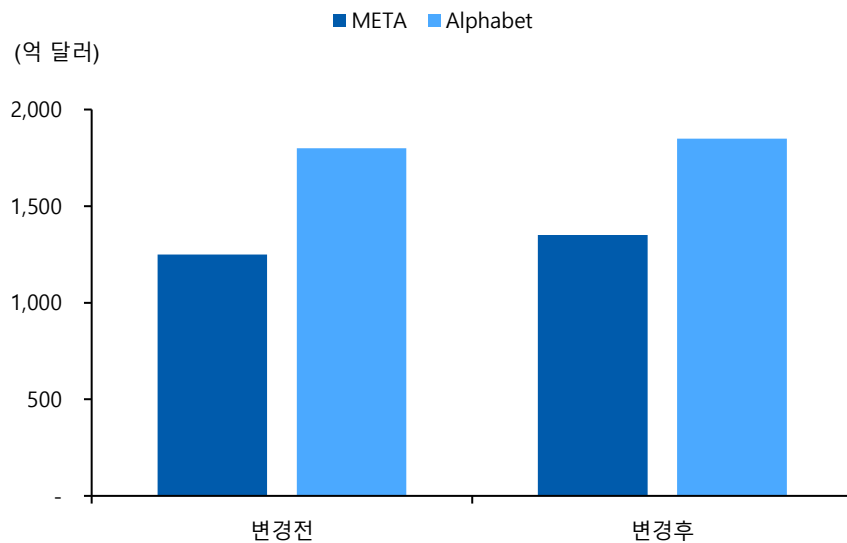


자료: META, 유안타증권 리서치센터

시장 우려와 달리 CapEx 투자는 상향 조정

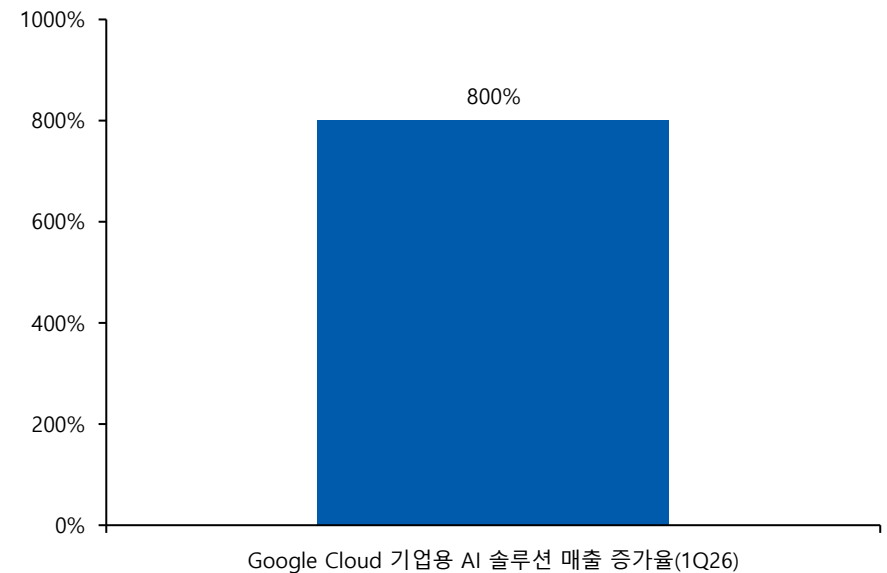
- AI관련 CapEx 투자가 과도할 수 있다는 시장 우려와 달리 1Q26 실적발표시,
- META는 종전 CapEx 투자금액을 1,150억 ~ 1,350억 달러 → 1,250억 ~ 1,450억 달러로 상향 조정
- Alphabet도 종전 CapEx 가이드스 1,750억 ~ 1,850억 달러 → 1,800억 ~ 1,900억 달러로 상향 조정. 2025년 910억 달러에서 2배 이상 폭증
- AI 관련 매출 급증도 원인 : 1Q26 Google Cloud 기업용 AI 솔루션 매출 증가율 800%

META, Alphabet 1Q26 실적발표시 CapEx 상향 계획



자료: META, Alphabet, 유안타증권 리서치센터

Google Cloud 기업용 AI 솔루션 매출 증가율(1Q26)

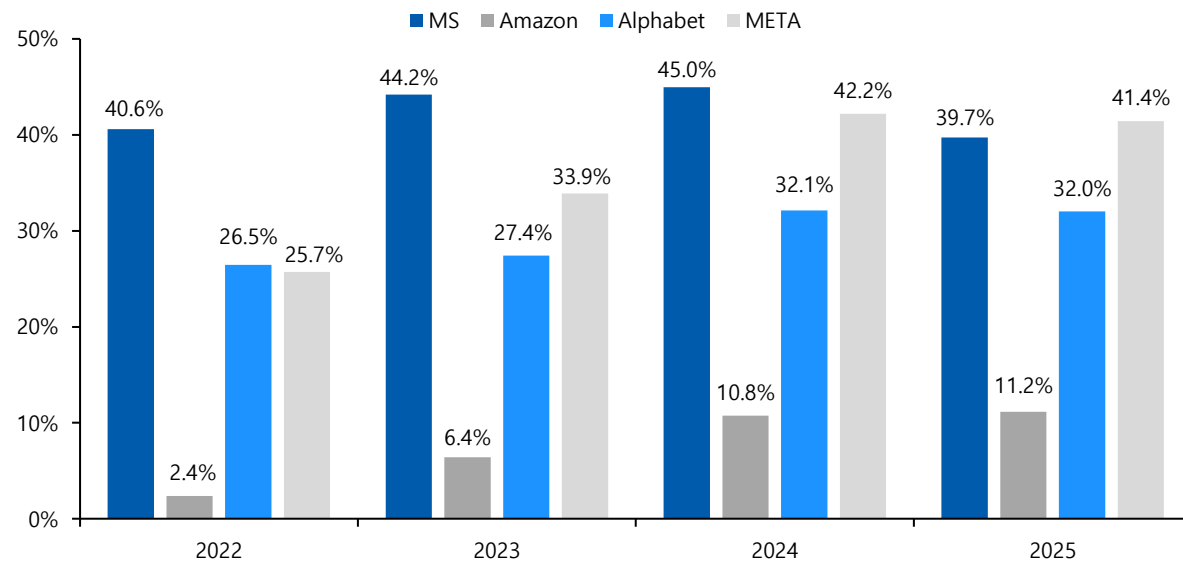


자료: Alphabet, 유안타증권 리서치센터

인프라의 자체 소비(Self Consumption)로 영업이익률은 증가 중

- 과거 닷컴 버블 당시 통신사들은 외부 고객(소비자-기업)에게 통신망을 판매해야만 수익을 창출할 수 있었으나,
- AI시대의 주요 빅테크 기업들은 (1) 기업용 AI-클라우드 매출 확대 (2) AI 기반 Target 광고 효율개선 (3) AI 기반 Target 상품 추천 등으로 거래액 증가 (4) 인력 대체 및 구조조정을 통한 비용 절감 효율 증가. 이에 따라 자체 소비 (Self Consumption) 증가로 영업이익률은 전반적으로 상승하는 추세
- 미래를 위한 AI투자가 급증하여도, 현재 이익률(OPM)에 미치는 영향은 아직 제한적

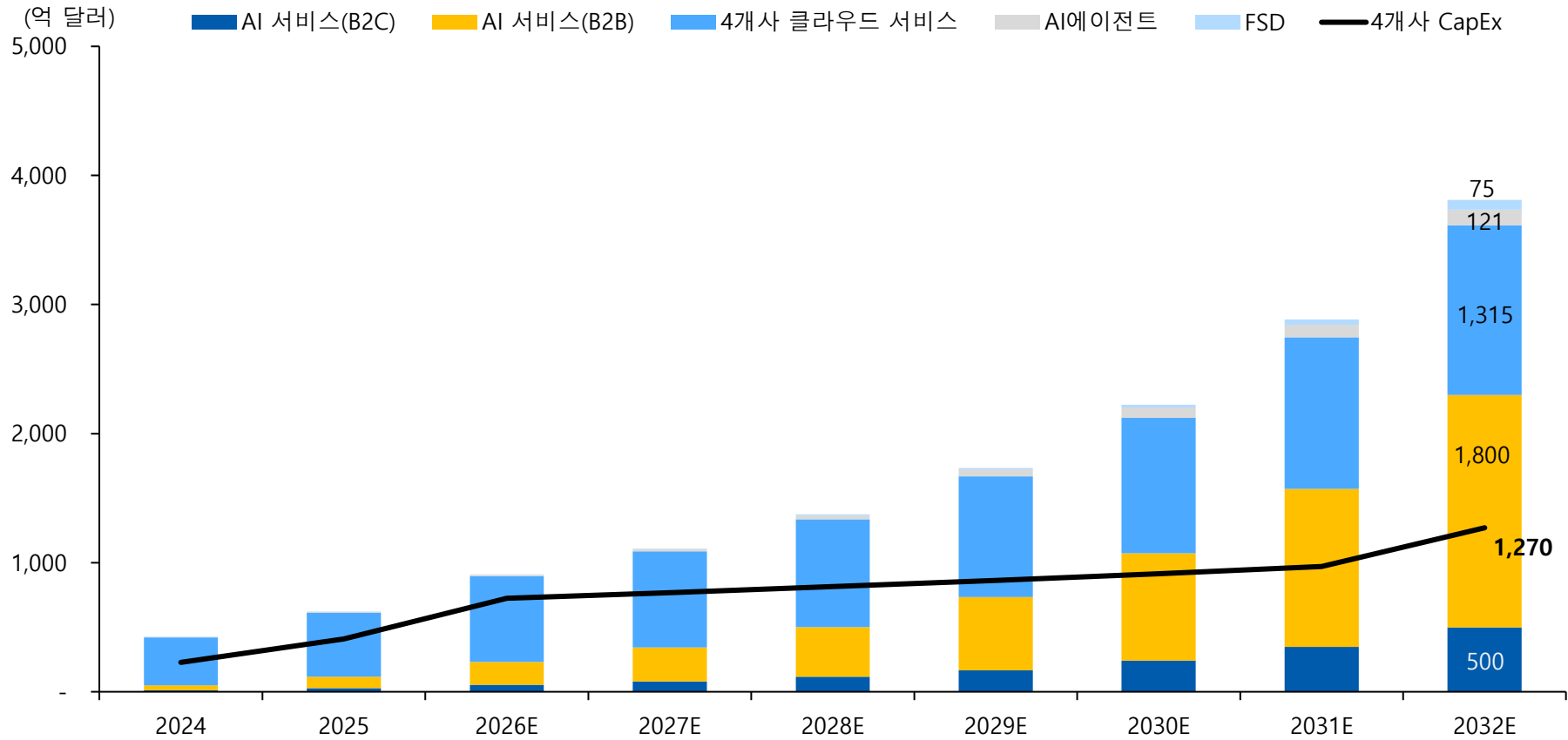
Big Tech 4사 영업이익률 추이 2022 ~ 2025



자료: Open AI, 언론보도, 유안타증권 리서치센터 주 : 2025년 실적은 연환산(ARR) 기준

AI 투자 vs AI 수익

AI CapEx vs AI 분야별 수익 전망



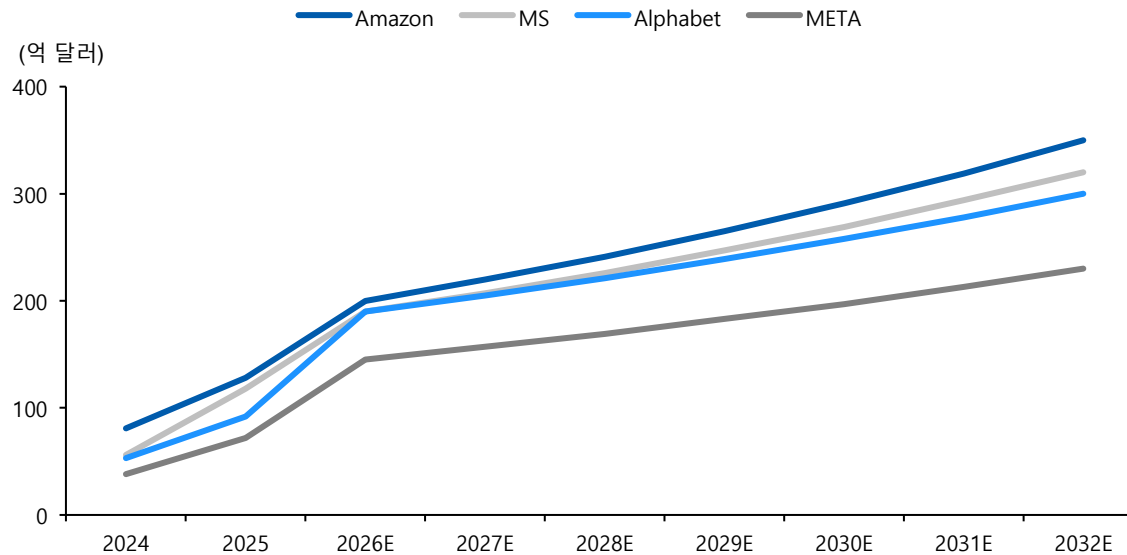
자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터

HyperScaler 4사의 CapEx 전망 (가정1)

HyperScaler 4개사 CapEx 전망

(단위: 억 달러)	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	CAGR (25~32E)	주요근거
Amazon	81	128	200	220	241	265	291	319	350	16%	AWS 공급부족 지속, Trainium 확대
MS	56	118	190	207	226	247	269	294	320	15%	Open AI 백로그 \$625B, Azure 40% 성장
Alphabet	53	92	190	205	221	239	258	278	300	18%	Gcloud 백로그 \$462B, TPU 효율우위
META	38	72	145	157	169	183	197	213	230	18%	AI 광고수익화, FCF 압박 ⇒ 완만 가정
합계	227	410	725	796	874	960	1054	1157	1270	18%	

AI HyperScaler 4사의 CapEx 전망(가정)



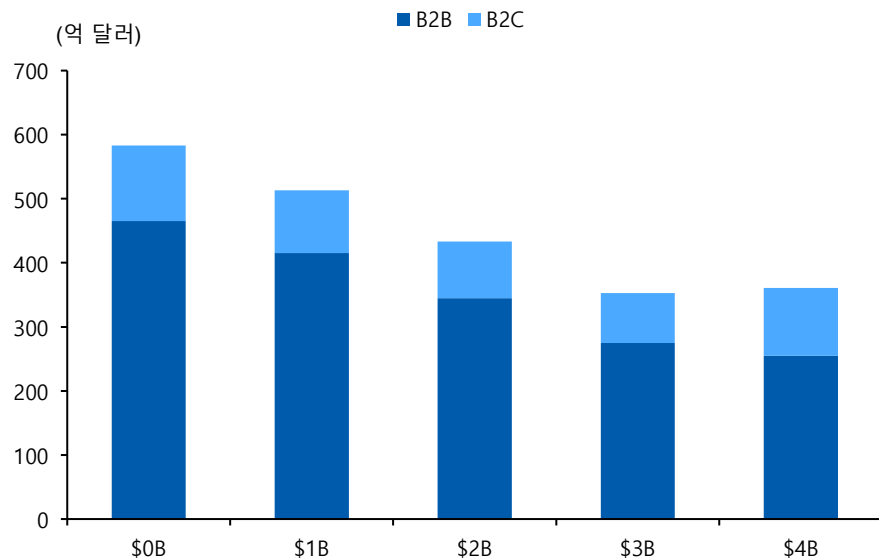
자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChatGPT Plus, 유안타증권 리서치센터 주: 추정 구간은 Goldman Sachs \$5.3T 총액 배분 및 개별 애널리스트 추정 적용.

생성형 AI 서비스 B2B & B2C 분야별 수익 추정 (가정 2,3)

생성형 AI 서비스 B2B & B2C 분야별 수익 추정

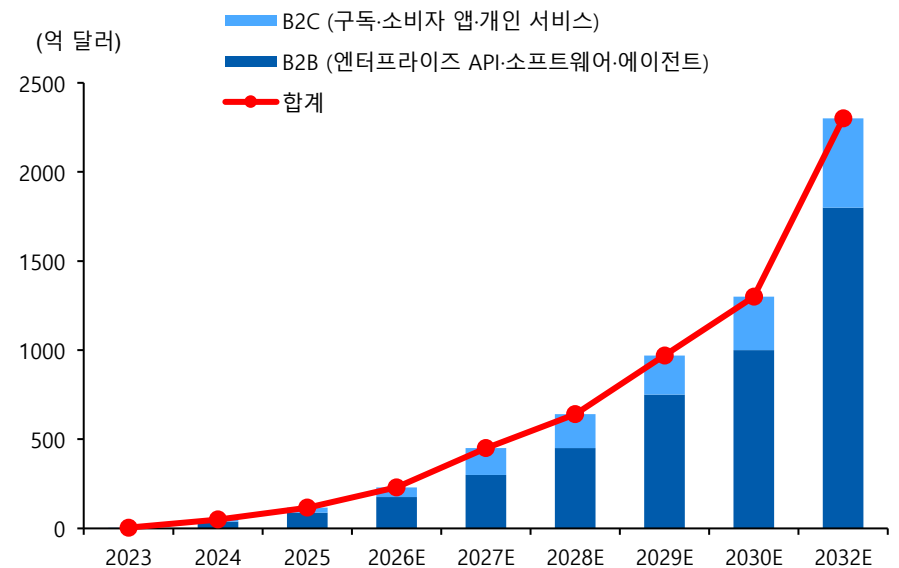
(단위: 억 달러)	2023	2024	2025	2026E	2032E	CAGR
B2B 엔터프라이즈 AI	1.7	37.6	88	175	1800	48%
- LLM API·모델	0.5	13.8	37	80	350	42%
- 엔터프라이즈 SW·Copilot	0.5	8	22	50	420	50%
- AI 에이전트(B2B)	미미	3	12	28	286	57%
- AI 광고 최적화	0.7	12.8	17	17	270	37%
B2C 소비자 AI	2	12	28	55	500	47%
- 구독(ChatGPT·Claude 등)	1	6	15	28	120	42%
- 코딩 에이전트(개인)	미미	1	5	10	100	53%
- AI 검색·창작·기타	1	5	8	17	280	50%
합계	3.7	49.6	116	230	2300	47%

생성형 AI 서비스 B2B, B2C 세부 레이어(2032E)



자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터

생성형 AI 서비스 B2B vs B2C 연도별 매출액 추정



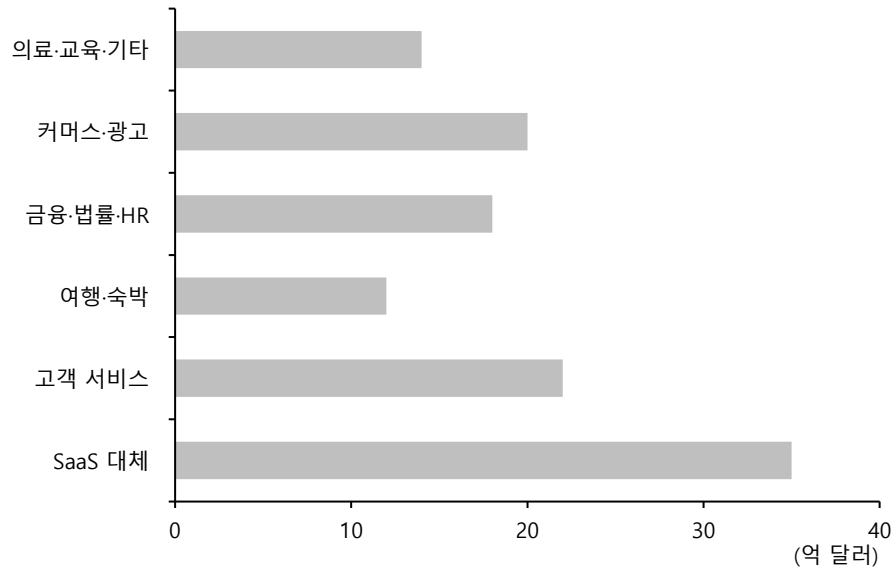
자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 Bloomberg Intelligence \$2.3T 전망과 B2B/B2C 비율 적용

AI 에이전트가 대체할 분야별 수익 추정 (가정 5)

AI Agent가 대체할 분야별 수익 추정

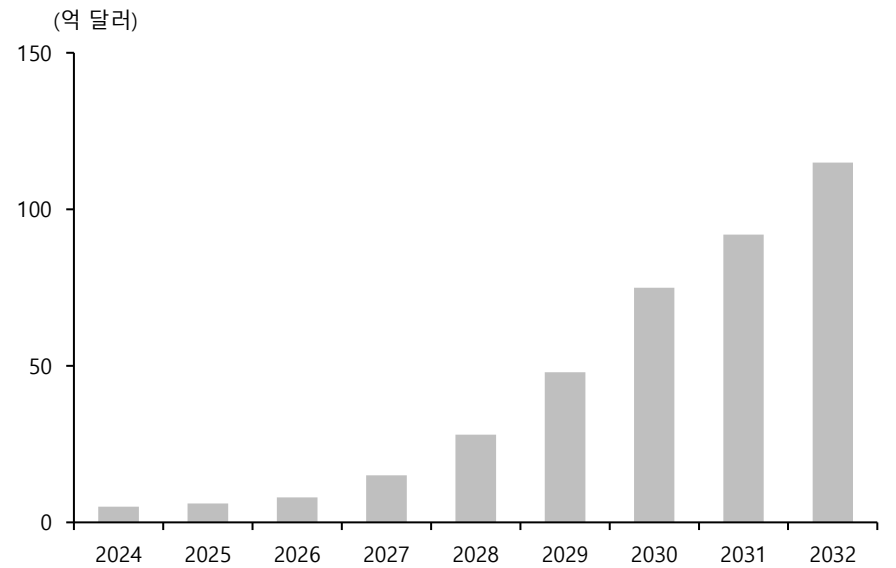
(단위: 억 달러)	대체 대상(현재 수익자)	2025E	2026E	2032E	CAGR	근거
SaaS 대체	단일기능 SaaS툴 (35% 대체)	0.5	8	35	47%	Gartner 2030년 35% SaaS 대체
고객 서비스	콜센터·BPO·고객상담 인력	1.2	6	22	38%	콜센터 AI \$41B(2030), 49% 인력 대체
여행·숙박	OTA 수수료·여행사 수수료	0.3	3	12	49%	AI 예약 에이전트 성장, OTA 수수료 잠식
금융·법률·HR	FA·변호사·HR컨설턴트 수수료	0.8	5	18	45%	금융서비스 AI \$4.5B(2030), 법률 CAGR 52%
커머스·광고	에이전트 구매대행·광고 최적화	1.5	8	20	45%	아젠틱 커머스 \$35T 중개, 수수료 환산
의료·교육·기타	진단보조·튜터링·행정 자동화	0.5	4	14	43%	의료 AI 에이전트 CAGR 40%+ 전망
합계		4.8	34	121	42%	Industry ARC 2032 \$121B 기준

AI Agent가 대체할 분야별 수익 추정 (2032E)



자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터

글로벌 AI 에이전트 시장 전체 규모 전망 (2024~2032E)

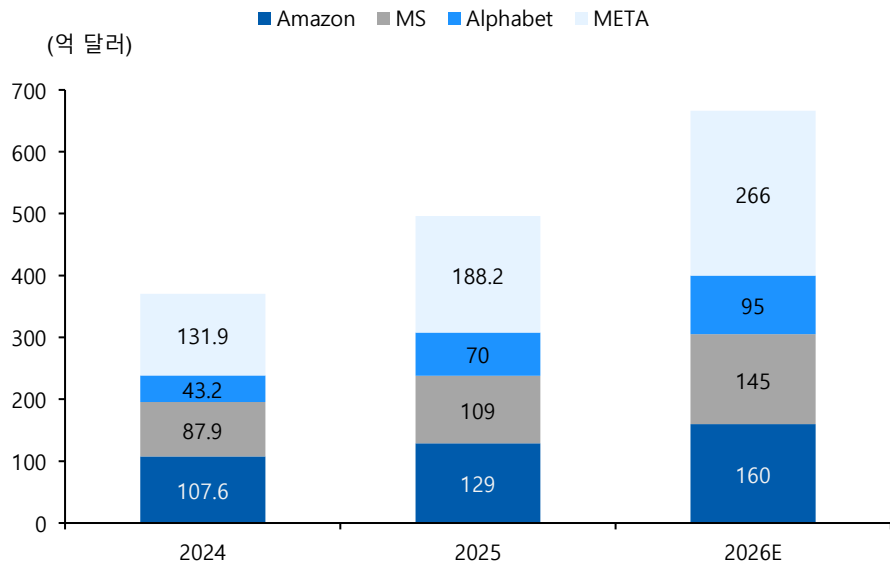


자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터 주: Gartner \$15T B2B중개(2028) 등에서 1% 수수료 환산

클라우드 매출액 & FSD 수익 추정 (가정4,6)

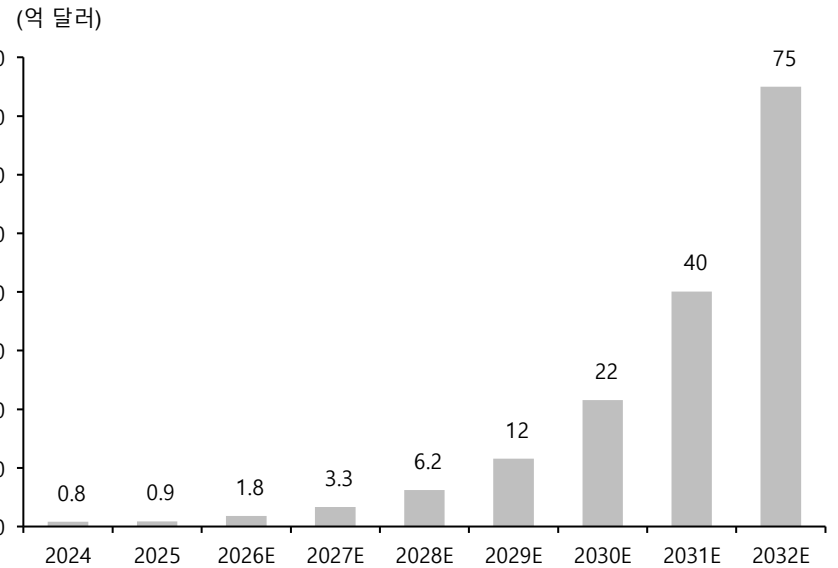
- 25년 MS, Amazon, Alphabet 클라우드 서비스 매출액 합계 \$308B+META 광고매출액 \$188B 합계 \$496 전망. 32년까지 CAGR 12% 가정
- FSD 매출액 전망 : 테슬라 FSD 연 구독료 \$1,000, 25년 FSD 추정 매출액 약 9억 달러 = 테슬라 FSD차량 1천만대 중 약 9%인 90만대가 FSD 유료 구독
- 32년 자율주행차 보급대수 3천만대(테슬라 2천만대+기타 1천만대). 그중 FSD 가입비율 25% 가정 = 0.3억대 X 25% X \$1,000 = \$75B

3개사 클라우드 매출액 + META 광고 매출액



자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터

FSD(Full Self Driving) 규모 전망 (2024~2032E)



자료: Claude Pro, Gemini Pro, ChtGPT Plus, 유안타증권 리서치센터

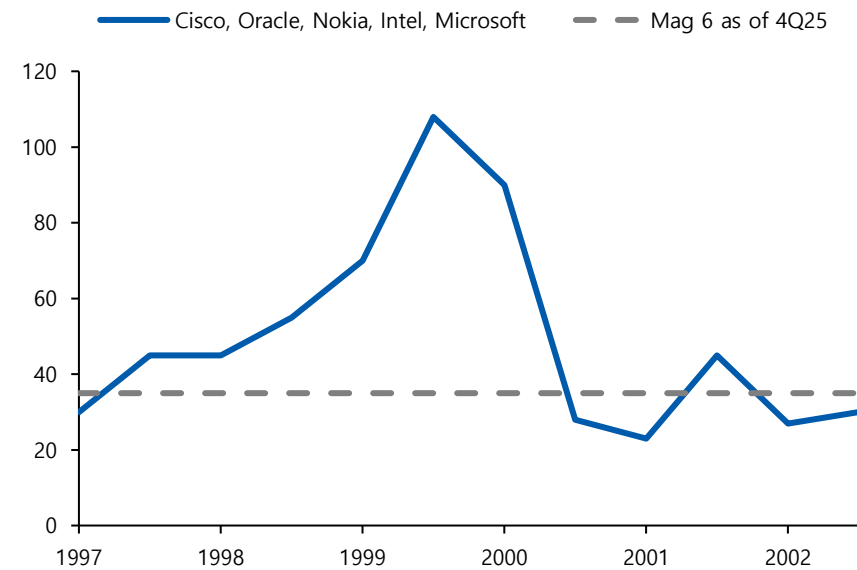
IT 버블 시기와 GDP대비 CapEx 금액은 비슷하나 밸류에이션은 훨씬 낮음

- IT 및 커뮤니케이션 서비스 산업의 GDP 대비 CapEx 금액 비중 1998년 IT 버블 이후 최고
- 밸류에이션(P/E)은 IT 버블시기 보다 한참 아래에 있음

IT 및 커뮤니케이션 서비스 산업 GDP 대비 CapEx 비중



P/E Ratios 빅테크 6 기업 1999 vs 2025



자료: ARK Investment Management LLC 2026, 유안타증권 리서치센터

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주 : Mag 6 = Alphabet, Apple, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia

NAVER(035420): 글로벌 AI 팩토리의 중심이 된다

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (M)
현재주가 (6/24)	199,400원
상승여력	45%

시가총액	312,834억원		
총발행주식수	156,887,668주		
60일 평균 거래대금	4,594억원		
60일 평균 거래량	1,910,636주		
52주 고	290,500원		
52주 저	191,500원		
외인지분율	35.14%		
주요주주	국민연금공단 9.33%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.8)	(6.6)	(31.4)
상대	(9.0)	(38.8)	(74.9)
절대(달러환산)	(3.3)	(9.4)	(39.4)

- 글로벌 AI 팩토리 사업, 단계별 인프라 구축 계획(목표)** : 동사는 글로벌 AI 데이터센터 부지확보와 구축 및 운영. 엔비디아는 GPU공급과 글로벌 고객 발굴, 매출·사업 리스크 공동 부담하는 사업자로 참여. 엔비디아는 구글 TPU에 대항. 미국 외에 범 글로벌 GPU판매확대. 네이버의 다양하고 방대한 데이터 기반한 AI 모델협력. 27년 상반기 55MW, 27년 말 100MW(누적), 28년 말 200MW(누적). 최종적으로 GW급 인프라 구축 계획. 데이터센터는 엔비디아 고성능 인프라 플랫폼 DSX와 결합. 엔비디아 코스모스 파운데이션모델 활용. 일정은 현재 협의중
- 예상 투자금액** : 200MW 기준 NAVER가 약 10억 달러(내부현금조달계획), 1GW기준 500억달러 소요. 전략적파트너(추후 공개 예정) 약 10억 달러를 투자하고 나머지는 외부투자자로부터 조달할 계획. 세부 계약 조건 협의 중으로 추후 확정시 공시 예정
- 매출 발생 시점** : 27년 후반부터 시작 예상. 미국과 중국 외 수요가 아직 미진하지만 현재 논의 중인 1단계 고객이 200MW 전체를 인수 예정이어서 초기 매출(1조원 전후) 및 마진은 안정적인 것으로 예상. 영업이익률은 초반 20%초~후반 예상. 1GW급 데이터센터 완성 시(2030~2031) 연간 예상 매출액(회사측 발표) 약 20조원. 매출 코어워브(CRWV)가 850MW 기준 10조원 수준대비 목표매출이 높을 수 있는데 GPU서비스 외에 소버린 AI 등 커스텀마케팅 서비스 등에서 추가 수익 가정
- 전망** : 현재 AI 관련 컴퓨팅 수요는 미국중심(약 75%)으로 이루어지고 있으나, AI 에이전트, 자율주행, 피지컬 AI 등 AI 컴퓨팅 수요는 한국은 물론 전세계적으로 지속적으로 증가할 가능성이 높은 상황. 일단 기본적으로 1단계 200MW 고객과의 27년 후반부터 1조원 전후 규모의 데이터센터 매출 기대. 동사의 기존 국내 검색, 쇼핑 중심의 수익모델의 성장한계에서 동사에게 새로운 글로벌 성장이 가능한 수익모델이 될 수 있다는 판단. 다만, 1GW급 데이터센터 구축에 필요한 (1) 투자 자원 조달 (2) 각국의 인허가·규제 등의 불확실성 (3) 한국 및 각 국의 AI 수요(AI 컴퓨팅 수요) 증가 속도차이 등에 따른 매출과 비용의 불일치(MisMatching) 등의 불확실성 (4) 현재 엔비디아 GPU를 대체할 새로운 기술 또는 고효율 AI모델 개발 등은 동사가 계획한 목표 수익에 도달하는 장애요인이 될 수 있음

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,791	14,896	15,627
매출액증가율	11.0	12.1	14.6	8.0	4.9
영업이익	1,979	2,208	2,404	2,638	2,741
영업이익률	18.4	18.3	17.4	17.7	17.5
지배주주귀속순이익	1,923	1,953	1,588	1,786	1,819
지배주주 귀속 EPS	11,913	12,376	10,122	11,383	11,600
증가율	92.8	3.9	-18.2	12.5	1.9
PER	15.5	18.3	20.0	17.8	17.5
PBR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.6	11.0	8.4	7.4	6.7
ROA	5.2	4.9	3.5	3.5	3.3
ROE	7.9	7.4	5.3	5.3	4.9

자료: 유안타증권 리서치센터

2Q26 실적전망

(단위: 억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
영업수익	27,868	29,151	31,381	31,951	32,411	34,046	35,189	36,268	120,350	137,913	148,965
YoY	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.8%	12.1%	13.5%	12.1%	14.6%	8.0%
네이버플랫폼	16,047	16,931	18,166	18,503	18,398	19,533	19,407	20,173	69,647	77,511	80,236
YoY					14.7%	15.4%	6.8%	9.0%		11.3%	3.5%
광고	12,762	13,466	13,981	14,153	13,945	14,947	14,680	15,139	54,362	58,710	61,059
YoY					9.3%	11.0%	5.0%	7.0%		8.0%	4.0%
서비스	3,285	3,466	4,186	4,349	4,453	4,586	4,727	5,034	15,285	18,801	19,177
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.6%	32.3%	12.9%	15.7%		23.0%	2.0%
파이낸셜 플랫폼	3,867	4,056	4,273	4,486	4,597	4,765	4,961	5,197	16,682	19,518	21,861
YoY					18.9%	17.5%	16.1%	15.8%		17.0%	12.0%
글로벌도전	7,954	8,164	8,941	8,962	9,416	9,748	10,822	10,898	34,021	40,884	46,869
C2C	2,227	2,275	2,506	2,857	3,511	3,653	4,100	4,522	9,865	15,785	20,204
YoY					57.7%	60.5%	63.6%	58.3%		60.0%	28.0%
콘텐츠	4,462	4,621	4,982	4,449	4,401	4,577	4,967	4,383	18,513	18,328	18,878
YoY					-1.4%	-1.0%	-0.3%	-1.5%		-1.0%	3.0%
엔터프라이즈	1,266	1,267	1,453	1,656	1,505	1,518	1,755	1,994	5,642	6,771	7,787
YoY					18.8%	19.8%	20.8%	20.4%		20.0%	15.0%
영업비용	22,815	23,935	25,674	25,844	26,993	28,212	28,931	29,737	98,269	113,874	122,585
인건비	5,739	5,833	6,322	6,357	6,498	6,550	6,581	6,690	24,251	26,318	27,379
YoY					13%	12%	4%	5%		8.5%	4.0%
기타	972	998	1,005	1,080	991	1,088	1,039	1,100	4,056	4,218	4,429
파트너	9,909	10,302	11,141	11,298	11,880	12,444	12,803	12,968	42,650	50,094	53,346
YoY					20%	21%	15%	15%		17%	6%
인프라	1,893	1,977	2,186	2,052	2,508	2,736	2,884	3,091	8,109	11,219	13,238
YoY					32%	38%	32%	51%		38%	18%
마케팅	4,302	4,824	5,020	5,057	5,117	5,395	5,624	5,889	19,203	22,024	24,193
영업이익	5,053	5,216	5,706	6,106	5,418	5,834	6,258	6,531	22,081	24,040	26,380
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	17.1%	17.8%	18.0%	18.3%	17.4%	17.7%
YoY	15.1%	10.3%	8.6%	12.6%	7.2%	11.9%	9.7%	6.9%	11.6%	8.9%	9.7%

자료: 유안타증권 리서치센터

네이버(035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,791	14,896	15,627
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,791	14,896	15,627
판매비	8,758	9,827	11,387	12,259	12,886
영업이익	1,979	2,208	2,404	2,638	2,741
EBITDA	2,653	2,953	3,521	3,858	4,042
영업외손익	343	212	426	536	493
외환관련손익	-147	3	-22	32	-20
이자손익	69	114	115	132	181
관계기업관련손익	145	495	23	122	95
기타	277	-400	310	251	238
법인세비용차감전순손익	2,322	2,420	2,829	3,174	3,235
법인세비용	390	601	713	794	809
계속사업순손익	1,932	1,819	2,117	2,381	2,426
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	2,117	2,381	2,426
지배지분순이익	1,923	1,953	1,588	1,786	1,819
포괄순이익	2,631	1,938	4,740	4,687	4,472
지배지분포괄이익	2,561	2,087	4,692	4,639	4,426

주영업이익인출 기준은 기존 k-GAAP과 동일함. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	5,266	5,512	5,742
당기순이익	1,932	1,819	2,117	2,381	2,426
감가상각비	609	680	977	1,082	1,166
외환손익	117	-15	22	-32	20
중속, 관계기업관련손익	-145	-495	-23	-122	-95
자산부채의 증감	152	462	1,518	1,541	1,557
기타현금흐름	-75	645	654	661	668
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-8,152	-4,148	-3,615
투자자산	1,280	169	-4,724	-2,326	-1,867
유형자산 증가 (CAPEX)	-554	-1,235	-1,700	-1,500	-1,500
유형자산 감소	32	14	0	0	0
기타현금흐름	-2,098	308	-1,729	-322	-248
재무활동 현금흐름	-770	-524	-139	92	88
단기차입금	-224	21	-43	40	40
사채 및 장기차입금	-153	350	-44	125	126
자본	180	164	18	0	0
현금배당	-119	-168	-394	-393	-393
기타현금흐름	-454	-891	324	320	316
연결범위변동 등 기타	140	-39	2,211	254	-147
현금의 증감	619	1,788	-814	1,709	2,068
기초 현금	3,576	4,196	5,984	5,170	6,880
기말 현금	4,196	5,984	5,170	6,880	8,948
NOPLAT	1,979	2,208	2,404	2,638	2,741
FCF	2,036	1,861	3,566	4,012	4,242

자료: 유안타증권 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 추가 기준, 전망치는 현재 추가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	10,833	12,891	15,215
현금및현금성자산	4,196	5,984	5,170	6,880	8,948
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,835	1,900	1,993
재고자산	22	20	23	25	26
비유동자산	28,793	30,156	37,667	40,500	42,799
유형자산	2,910	3,608	4,330	4,748	5,083
관계기업등 지분관련자산	17,406	16,649	20,237	22,261	23,819
기타투자자산	3,504	4,745	5,881	6,183	6,492
자산총계	38,168	41,084	48,500	53,391	58,014
유동부채	6,092	8,019	9,911	10,333	10,772
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	5,090	5,345	5,612
단기차입금	135	132	82	112	142
유동성장기부채	200	1,597	1,647	1,677	1,707
비유동부채	5,075	4,113	4,708	4,883	4,988
장기차입금	863	874	574	604	634
사채	2,007	382	382	412	442
부채총계	11,167	12,131	14,618	15,215	15,760
지배지분	25,460	27,582	31,982	35,680	39,152
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,604	1,604	1,604
이익잉여금	25,965	27,626	28,820	30,212	31,638
비지배지분	1,541	1,371	1,900	2,495	3,102
자본총계	27,001	28,953	33,882	38,176	42,254
순차입금	-3,157	-4,411	-3,943	-5,713	-7,727
총차입금	4,378	4,609	4,723	4,920	5,119

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	11,913	12,376	10,122	11,383	11,600
BPS	170,953	184,396	213,810	238,535	261,745
EBITDAPS	16,432	18,714	22,449	24,593	25,772
SPS	66,511	76,258	87,925	94,971	99,629
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
PER	15.5	18.3	19.7	17.5	17.2
PBR	1.1	1.2	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	10.6	11.0	8.3	7.3	6.6
PSR	2.8	3.0	2.3	2.1	2.0

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	11.0	12.1	14.6	8.0	4.9
영업이익 증가율 (%)	32.9	11.6	8.9	9.7	3.9
지배순이익 증가율 (%)	90.0	1.6	-18.7	12.5	1.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	18.4	18.3	17.4	17.7	17.5
지배순이익률 (%)	17.9	16.2	11.5	12.0	11.6
EBITDA 마진 (%)	24.7	24.5	25.5	25.9	25.9
ROIC	49.2	49.3	49.2	48.3	48.9
ROA	5.2	4.9	3.5	3.5	3.3
ROE	7.9	7.4	5.3	5.3	4.9
부채비율 (%)	41.4	41.9	43.1	39.9	37.3
순차입금/자기자본 (%)	-12.4	-16.0	-12.3	-16.0	-19.7
영업이익/금융비용 (배)	18.9	20.3	21.6	22.9	22.9

카카오(035720): 누가 국내 AI 에이전트를 선점할까?

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	80,000원 (M)
현재주가 (6/24)	34,000원
상승여력	135%

시가총액	150,533억원		
총발행주식수	442,745,234주		
60일 평균 거래대금	893억원		
60일 평균 거래량	2,048,590주		
52주 고	70,400원		
52주 저	34,000원		
외인지분율	28.08%		
주요주주	김범수 외 76 인 24.09%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(18.8)	(29.5)	(51.7)
상대	(24.7)	(53.8)	(82.3)
절대(달러환산)	(20.1)	(31.6)	(57.4)

- **First Mover's Advantage** : AI 에이전트 시장도 초기에 사용자들에게 다양한 경험을 제공하여 고객을 먼저 확보하는 기업이 최종 시장 지배자가 될 수 있는 선점자의 이익이 존재 할 것
- **선점자의 조건** : ① 초기에 많은 사용자들에게 다양한 사용 경험(User Experience) 제공 → ② 먼저 시작한 App이 더 많은 사용자 데이터를 축적해 App 성능을 계속 향상 시킴 → ③ 사용자 경험축적에 의한 App 브랜드 신뢰도 증가 → ④ 카카오 메신저가 성공한 이유처럼 다들 쓰니까 나도 써야하는 구조 → ⑤ 한번 사용하면 사용한 App을 계속 사용하고 동일한 다른 App을 사용하지 않게 됨
- **카카오가 유리한 이유** : ① 카카오는 쇼핑, 지도, 페이, 모빌리티, 음악, 웹툰 등 카카오 플랫폼 내 다양한 App의 사용자 데이터 및 API를 쉽게 사용할 수 있어 초기에 많은 사용자들에게 다양한 사용 경험(UX) 제공할 수 있음 → ② 5천만명의 MAU 트래픽 기반으로 AI 에이전트를 할 수 있어 더 많은 사용자 데이터를 축적해 App 성능을 계속 향상 시킬 수 있음 → ③ App브랜드 신뢰도는 이미 충분히 높은 수준이고 자체 보유 Vertical App이 많아서 AI에이전트 성능이 높을 수 있음 → ④ 카카오 메신저가 성공한 이유처럼 다들 쓰니까 나도 써야하는 구조 → ⑤ 한번 사용한 AI 에이전트를 계속 사용하고 동일한 다른 AI 에이전트를 사용하지 않게 됨
- **현재 & 계획** : 동사는 현재 '카나나 인 톡' 을 통해 사용자들간 카카오톡 대화를 이해하고 먼저 말을 걸어(Proactive AI) 필요한 정보(일정, 지식, 정보 등)를 제공. 연내 'AI 에이전트 커머스' 로 사용자 취향분석, 선물추천, 가격비교, 구매, 결제 까지 연결. '카나나 검색' 을 통해 호텔, 맛집, 모빌리티 예약 계획. 또한, 다양한 기능 추가, 파트너(외부 대형 Vertical App) 추가로 트래픽 증가 및 수익 증가 계획

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	8,099	8,055	8,401	8,617
매출액증가율	4.1	3.0	-0.5	4.3	2.6
영업이익	495	732	888	1,042	1,105
영업이익률	6.3	9.0	11.0	12.4	12.8
지배주주귀속순이익	55	491	485	640	557
지배주주 귀속 EPS	124	1,110	1,096	1,449	1,261
증가율	-105.4	795.2	-1.3	32.2	-13.0
PER	358.2	46.6	31.0	23.5	27.0
PBR	1.9	2.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.4	13.0	5.4	4.6	4.3
ROA	0.2	1.8	1.6	2.0	1.7
ROE	0.6	4.6	4.2	5.2	4.2

자료: 유안타증권 리서치센터

2Q26 실적전망

(단위: 억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
총매출	17,479	19,175	19,622	20,419	19,421	19,998	20,097	21,033	78,640	76,695	80,547	84,009
YoY	-12%	-4%	2%	5%	11%	4%	2%	3%	4%	-2%	5%	4%
플랫폼부문	10,223	10,870	10,900	12,292	11,827	12,228	11,987	12,907	38,933	44,285	48,949	52,060
특비즈	5,585	5,458	5,381	6,300	6,086	5,970	5,764	6,415	20,816	22,724	24,235	25,380
특광고	2,910	3,250	3,290	3,760	3,384	3,688	3,623	3,914	11,990	13,210	14,609	15,947
커머스	2,675	2,208	2,091	2,540	2,702	2,282	2,141	2,500	8,826	9,514	9,626	9,433
YoY	13%	10%	0%	8%	1%	3%	2%	-2%	2%	8%	1%	-2%
포털비즈	743	785	729	718	676	714	686	573	3,322	2,976	2,649	2,328
플랫폼 기타	3,895	4,626	4,790	5,274	5,065	5,543	5,538	5,920	14,795	18,585	22,066	24,352
콘텐츠부문	7,256	8,305	8,722	8,127	7,594	7,770	8,109	8,125	39,707	32,410	31,598	31,949
뮤직	4,379	5,172	5,645	5,251	4,846	5,078	5,306	5,309	19,200	20,447	20,539	20,891
에스엠	2,314	3,029	3,216	3,190	2,791	2,999	3,120	3,192	9,900	11,749	12,101	12,707
스토리	2,126	2,191	2,119	1,919	1,824	1,825	1,893	1,836	8,640	8,354	7,378	7,267
카카오엔터매출액	888	915	850	802	707	678	676	637	3,885	3,455	2,699	2,564
피코마매출액	1,238	1,276	1,268	1,116	1,117	1,147	1,217	1,199	4,758	4,899	4,679	4,703
미디어	751	942	958	958	924	867	910	980	3,134	3,609	3,681	3,792
영업비용	16,205	17,136	17,384	18,259	17,307	17,919	18,093	18,344	73,688	68,074	71,664	73,587
인건비	4,256	4,389	4,286	4,551	4,449	4,417	4,464	4,481	18,915	17,482	17,810	18,161
매출연동비	6,587	6,785	6,980	7,397	7,012	7,162	7,262	7,500	30,110	27,749	28,935	29,679
외주/인프라	1,902	2,178	2,452	2,379	2,082	2,269	2,427	2,400	8,755	8,910	9,177	9,552
마케팅비	748	789	916	1,092	725	1,200	998	943	4,043	3,545	3,866	3,958
상각비	1,935	2,090	1,949	1,924	1,968	1,988	2,008	2,028	69,362	68,977	54,542	56,178
기타	579	598	662	652	565	580	631	648	3,271	2,490	2,423	2,503
영업이익	1,274	2,039	2,238	2,160	2,114	2,078	2,003	2,688	4,952	8,621	8,884	10,422
영업이익률	7.3%	10.6%	11.4%	10.6%	10.9%	10.4%	10.0%	12.8%	6.3%	11.2%	11.0%	12.4%
YoY	-1%	44%	61%	151%	66%	2%	-10%	24%	7%	74%	3%	17%

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 카카오게임즈의 라인아후 매각에 따른 연결 제외의 영향으로 2025년 공시 총매출과 차이 존재

카카오(035720) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	8,099	8,055	8,401	8,617
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,864	8,099	8,055	8,401	8,617
판매비	7,369	7,367	7,166	7,359	7,511
영업이익	495	732	888	1,042	1,105
EBITDA	1,331	1,572	1,658	1,805	1,867
영업외손익	-446	-111	-4	-94	-280
외환관련손익	25	-4	0	0	0
이자손익	2	1	79	119	130
관계기업관련손익	56	90	106	113	120
기타	-530	-197	-190	-326	-531
법인세비용차감전순손익	50	622	884	948	825
법인세비용	160	95	184	237	206
계속사업순손익	-111	527	700	711	619
중단사업순손익	-51	-9	-60	0	0
당기순이익	-162	518	640	711	619
지배지분순이익	55	491	485	640	557
포괄순이익	197	1,306	932	987	883
지배지분포괄이익	387	1,324	841	891	796

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,250	1,405	3,063	2,949	2,848
당기순이익	-162	518	640	711	619
감가상각비	576	583	560	540	526
외환손익	-22	4	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	-54	-90	-106	-113	-120
자산부채의 증감	-4	-106	1,671	1,061	1,058
기타현금흐름	917	496	298	750	765
투자활동 현금흐름	10	-478	500	-1,265	-1,289
투자자산	129	343	903	-486	-550
유형자산 증가 (CAPEX)	-380	-479	-550	-500	-500
유형자산 감소	32	14	0	0	0
기타현금흐름	229	-355	147	-279	-239
재무활동 현금흐름	-521	-708	570	-53	-74
단기차입금	563	-598	1,003	-42	-64
사채 및 장기차입금	-598	194	-456	-35	-34
자본	71	-108	0	0	0
현금배당	-43	-39	-33	-33	-33
기타현금흐름	-513	-158	57	57	57
연결범위변동 등 기타	41	-14	-119	-1,211	-1,252
현금의 증감	781	204	4,014	419	232
기초 현금	5,389	6,170	6,374	10,388	10,807
기말 현금	6,170	6,374	10,388	10,807	11,039
NOPLAT	495	732	888	1,042	1,105
FCF	871	926	2,513	2,449	2,348

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,722	12,374	16,836	17,521	17,870
현금및현금성자산	6,170	6,374	10,388	10,807	11,039
매출채권 및 기타채권	1,255	1,396	1,385	1,448	1,485
재고자산	81	77	76	79	81
비유동자산	15,051	15,409	14,389	15,037	15,722
유형자산	1,363	1,557	1,546	1,507	1,480
관계기업등 지분관련자산	2,923	2,517	2,496	2,671	2,885
기타투자자산	2,827	3,549	2,667	2,978	3,314
자산총계	25,773	27,784	31,225	32,557	33,593
유동부채	8,545	8,780	12,027	12,372	12,541
매입채무 및 기타채무	5,310	6,193	6,851	7,145	7,329
단기차입금	1,458	938	986	886	786
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3,285	3,779	3,179	3,213	3,229
장기차입금	328	991	291	241	191
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11,830	12,559	15,207	15,585	15,771
자본지분	10,141	11,276	11,914	12,797	13,583
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,803	8,803	8,803	8,803
이익잉여금	1,943	2,685	3,136	3,743	4,268
비지배지분	3,802	3,949	4,104	4,175	4,237
자본총계	13,943	15,225	16,018	16,972	17,822
순차입금	-4,434	-6,349	-10,281	-10,956	-11,351
총차입금	4,472	4,068	4,614	4,537	4,439

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	124	1,110	1,096	1,449	1,261
BPS	23,100	25,625	27,124	29,134	30,927
EBITDAPS	2,997	3,552	3,750	4,087	4,226
SPS	17,710	18,296	18,221	19,020	19,508
DPS	68	75	75	75	75
PER	358.2	46.6	31.0	23.5	27.0
PBR	1.9	2.0	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	14.4	13.0	5.4	4.6	4.3
PSR	2.5	2.8	1.9	1.8	1.7

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	4.1	3.0	-0.5	4.3	2.6
영업이익 증가율 (%)	7.5	47.8	21.4	17.3	6.1
지배순이익 증가율 (%)	흑전	789.1	-1.4	32.1	-13.0
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	6.3	9.0	11.0	12.4	12.8
지배순이익률 (%)	0.7	6.1	6.0	7.6	6.5
EBITDA 마진 (%)	16.9	19.4	20.6	21.5	21.7
ROIC	-40.3	34.2	223.7	-72.1	-64.5
ROA	0.2	1.8	1.6	2.0	1.7
ROE	0.6	4.6	4.2	5.2	4.2
부채비율 (%)	84.8	82.5	94.9	91.8	88.5
순차입금/자기자본 (%)	-43.7	-56.3	-86.3	-85.6	-83.6
영업이익/금융비용 (배)	2.4	4.1	5.5	6.1	6.6

삼성에스디에스(018260): AI의 모든 것을 갖추고 있다

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	290,000원 (U)
현재주가 (6/24)	189,800원
상승여력	53%

시가총액	146,863억원		
총발행주식수	77,377,800주		
60일 평균 거래대금	1,475억원		
60일 평균 거래량	642,371주		
52주 고	362,000원		
52주 저	145,900원		
외인지분율	18.24%		
주요주주	삼성전자 외 10 인 48.91%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.5)	20.8	(1.9)
상대	(9.7)	(20.8)	(64.1)
절대(달러환산)	(4.1)	17.2	(13.5)

- **AI 인프라** : GPUaaS/NPUaaS, AWS, Azure, Google Cloud 등 글로벌 CSP를 통한 안정된 AI 클라우드 공급. 전세계 17개 데이터 센터 운영, 26년 동탄, 28년 국가 AI DC, 29년 구미 DC 등 데이터센터 지속적인 Capa 증가 계획
- **AX, AI 서비스** : 삼성전자 등 삼성계열사 AX 도입 및 AI Driven Factory 전환에 따른 수혜 전망. 반도체, 2차전지, 조선, 금융, 공공 등 업종 특화된 Vertical AI Agent 구축·운영 경험으로 인한 국내외 경쟁력 보유
- **AI 플랫폼/솔루션** : ‘오픈 AI’ 등 외부 다양한 AI 모델 협력하는 AI Orchestrator 전략과 ‘SAP’, ‘Salesforce’ 등 AI 솔루션 서비스를 연결하여 기업 고객에게 최적의 AI서비스를 제공하는 AI 자체 플랫폼 ‘Fabrix’와 기업형 AI 서비스 ‘Brity Copilot’ 판매 중
- **시간은 우리편**: 국내 기업들의 AX 및 AI 서비스에 대한 투자가 금융·공공 중심에서 아직 민간 제조업으로 본격화 되지 않았지만, 향후 AI가 기업 생존의 필수 인프라가 되어가고 있는 상황에서 동사의 AX 전환 구축·유지 및 AI 플랫폼·솔루션에 대한 수요가 크게 증가할 것으로 전망.
- **현금 활용성 증가로 인한 ROE 개선 기대** : 경북 구미, 국가 AI 컴퓨팅 센터(해남), 신규 AI 데이터센터 투자 확대에 5조원. KKR과의 협업을 통한 로봇, 스테이블 코인 등 신규 사업 투자, M&A 등에 4조원 투자로 현재 보유 현금 6.4조원 활용성 증가. ROE 증가로 기업가치 상승 기대
- **투자 의견 BUY, 목표주가 29만원으로 상향** : 향후 국내 기업들의 AX, RX가 가속화될 것을 전제로 이에 대한 동사의 수혜가 예상되는 바, 적용 멀티플(PER)을 종전 17.6배에서 27.7배(동종사 현대오트모에버 멀티플 포함)로 상향하여 목표주가를 상향조정함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,264	14,770	15,397
매출액증가율	4.2	0.7	2.4	3.5	4.2
영업이익	911	957	850	1,052	1,117
영업이익률	6.6	6.9	6.0	7.1	7.3
지배주주귀속순이익	757	760	645	789	793
지배주주 귀속 EPS	9,783	9,816	8,334	10,192	10,244
증가율	9.2	0.3	-15.1	22.3	0.5
PER	15.6	15.1	22.8	18.6	18.5
PBR	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.7	3.9	6.3	5.6	5.4
ROA	5.9	5.7	4.4	4.9	4.6
ROE	8.4	7.9	6.2	7.0	6.6

자료: 유안타증권 리서치센터

2Q26 실적전망

(단위: 억 원)	2024	2025	2026E	2027E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	138,283	139,299	142,645	147,703	34,898	35,120	33,913	35,368	33,529	35,782	35,554	37,779
YoY	4.2%	0.7%	2.4%	3.5%	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	1.9%	4.8%	6.8%
IT 서비스	64,015	65,435	68,707	72,280	16,004	16,784	15,957	16,690	16,105	17,263	17,060	18,279
YoY	4.8%	2.2%	5.0%	5.2%	4.9%	4.7%	4.6%	2.3%	0.6%	2.9%	6.9%	9.5%
SI	10,786	10,414	10,518	10,655	2,356	3,181	2,414	2,463	2,427	2,946	2,462	2,683
YoY	-6.3%	-3.4%	1.0%	1.3%	-18.2%	18.8%	2.0%	-7.5%	3.0%	-7.4%	2.0%	8.9%
ITO	29,994	28,218	27,550	26,701	7,119	6,951	6,797	7,351	6,769	6,651	6,647	7,483
YoY	-2.4%	-5.9%	-2.4%	-3.1%	-3.1%	-8.9%	-4.0%	-4.0%	-4.9%	-4.3%	-2.2%	1.8%
클라우드	23,235	26,803	30,639	34,923	6,529	6,652	6,746	6,876	6,909	7,666	7,951	8,114
YoY	23.5%	15.4%	14.3%	14.0%	23.0%	19.6%	10.0%	14.7%	5.8%	15.2%	17.9%	18.0%
영업이익	7,726	8,270	7,008	8,666	2,259	2,037	1,972	2,002	630	2,020	2,047	2,311
영업이익률	12.1%	12.6%	10.2%	12.0%	14.1%	12.1%	12.3%	12.0%	3.9%	11.7%	12.0%	12.6%
물류	74,268	73,864	73,938	75,424	18,894	18,336	17,956	18,678	17,424	18,519	18,495	19,500
YoY	3.6%	-0.5%	0.1%	2.0%	11.6%	2.9%	-5.0%	-7.1%	-7.8%	1.0%	3.0%	4.4%
영업이익	1,385	1,301	1,331	1,765	426	265	351	259	153	296	388	493
영업이익률	1.9%	1.8%	1.8%	2.3%	2.3%	1.4%	1.7%	1.4%	0.9%	1.6%	2.1%	2.5%
매출원가	118,160	118,452	122,228	124,552	29,441	29,891	28,939	30,229	29,589	30,231	30,232	30,233
원가율	85.4%	85.0%	85.7%	84.3%	86.0%	85.7%	85.5%	85.5%	88.2%	84.5%	85.0%	80.0%
판매비와관리비	11,012	11,276	12,078	12,720	2,772	2,927	2,651	2,878	3,157	3,235	2,887	4,742
전체 영업이익	9,111	9,571	8,339	10,431	2,685	2,302	2,323	2,261	783	2,316	2,436	2,804
YoY	12.7%	5.0%	-12.9%	25.1%	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	0.6%	4.8%	24.0%
영업이익률	6.6%	6.9%	5.8%	7.1%	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.5%	6.9%	7.4%

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 변경 내역

변경 전 목표주가 산정 내역		
영업 가치 (A) = (a)+ (b)	129,326	
IT 서비스 (a)	109,572	25년 예상 영업이익 (8,509억 원) * Target P/E 17.6배 (업종 평균) * (1-27%)
물류 BPO (b)	19,753	25년 예상 영업이익 (1,887억 원) * Target P/E 14.3배 (업종 평균) * (1-27%)
주식수	77,377,800	
순차입금 (B)	-64,000	
기업가치 (A - B)	193,326	
적정 주당가치	249,846	
변경 후 목표주가 산정 내역		
영업 가치 (A) = (a)+ (b)	158,021	
IT 서비스 (a)	144,904	26년 예상 영업이익 (7,166억 원) * Target P/E 27.7배 (업종 평균) * (1-27%)
물류 BPO (b)	13,117	26년 예상 영업이익 (1,331억 원) * Target P/E 13.5배 (업종 평균) * (1-27%)
주식수	77,377,800	
순차입금 (B)	-66,053	
기업가치 (A - B)	224,074	
적정 주당가치	289,584	

자료: 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 밸류에이션 비교

	2026 P/E	2026 P/B	2026 ROE
IBM	20.1	6.1	31.0
ACCENTURE	9.2	2.4	26.8
LG CNS	18.3	2.7	15.6
LOTTE INNOVATE	9.5	0.6	6.8
HYUNDAI AUTOEVER	81.3	8.6	11.1
평균	27.7	4.1	18.2
FEDEX CORP	16.5	2.5	15.6
UNITED PARCEL	14.8	5.5	36.7
HYUNDAI GLOVIS	9.1	1.3	15.5
평균	13.5	3.1	22.6
SAMSUNG SDS	22.3	1.6	7.3

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성에스디에스(018260) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,264	14,770	15,397
매출원가	11,816	11,850	12,029	12,446	12,926
매출총이익	2,012	2,080	2,236	2,324	2,471
판매비	1,101	1,123	1,386	1,272	1,354
영업이익	911	957	850	1,052	1,117
EBITDA	1,518	1,587	1,636	2,021	2,227
영업외손익	192	119	63	46	-6
외환관련손익	41	-18	11	20	4
이자손익	133	136	101	85	58
관계기업관련손익	3	6	4	5	6
기타	15	-6	-53	-63	-74
법인세비용차감전순손익	1,103	1,076	912	1,098	1,111
법인세비용	313	293	257	297	305
계속사업순손익	790	783	656	802	806
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	783	656	802	806
지배지분순이익	757	760	645	789	793
포괄순이익	934	821	1,234	982	1,021
지배지분포괄이익	902	806	1,229	978	1,017

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,238	1,203	973	1,443	1,599
당기순이익	790	783	656	802	806
감가상각비	553	599	751	927	1,062
외환손익	-32	13	0	-20	-6
중속, 관계기업관련손익	-3	-6	-4	-5	-6
자산부채의 증감	-252	-347	-703	-586	-597
기타현금흐름	182	162	273	324	337
투자활동 현금흐름	-1,069	-824	-629	-1,685	-1,622
투자자산	-1	-2	-453	-864	-716
유형자산 증가 (CAPEX)	-475	-315	-1,369	-1,500	-1,500
유형자산 감소	2	2	1	0	0
기타현금흐름	-595	-508	1,192	679	594
재무활동 현금흐름	-423	-509	1,224	-309	-328
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	116	-167	1,315	30	10
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-216	-233	0	-247	-247
기타현금흐름	-323	-109	-92	-92	-92
연결범위변동 등 기타	135	20	304	212	234
현금의 증감	-119	-110	1,872	-339	-118
기초 현금	1,788	1,669	1,559	3,431	3,092
기말 현금	1,669	1,559	3,431	3,092	2,975
NOPLAT	911	957	850	1,052	1,117
FCF	763	888	-395	-57	99

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,004	9,406	10,037	9,110	8,593
현금및현금성자산	1,669	1,559	3,431	3,092	2,975
매출채권 및 기타채권	2,534	2,595	2,772	2,842	2,962
재고자산	19	15	17	17	18
비유동자산	4,235	4,048	5,789	7,567	8,973
유형자산	1,774	1,752	2,442	3,014	3,452
관계기업등 지분관련자산	111	113	573	1,432	2,148
기타투자자산	45	52	49	54	54
자산총계	13,238	13,454	15,827	16,677	17,566
유동부채	2,495	2,332	2,450	2,537	2,642
매입채무 및 기타채무	1,703	1,603	1,712	1,773	1,848
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	267	262	280	290	300
비유동부채	1,037	859	2,079	2,107	2,117
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	1,200	1,200	1,200
부채총계	3,533	3,191	4,530	4,644	4,759
자본지분	9,333	9,916	10,959	11,682	12,443
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,995	8,530	8,928	9,470	10,016
비지배지분	372	347	338	351	364
자본총계	9,705	10,263	11,297	12,033	12,807
순차입금	-5,040	-5,563	-4,674	-3,630	-2,963
총차입금	984	817	2,132	2,162	2,172

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,783	9,816	8,334	10,192	10,244
BPS	120,661	128,198	141,683	151,022	160,860
EBITDAPS	19,619	20,511	21,142	26,114	28,778
SPS	178,711	180,024	184,348	190,886	198,981
DPS	2,900	3,190	3,190	3,190	3,190
PER	15.6	15.1	22.8	18.6	18.5
PBR	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.7	3.9	6.3	5.6	5.4
PSR	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	4.2	0.7	2.4	3.5	4.2
영업이익 증가율 (%)	12.7	5.0	-11.2	23.8	6.2
지배순이익 증가율 (%)	9.2	0.3	-15.1	22.3	0.5
매출총이익률 (%)	14.6	14.9	15.7	15.7	16.0
영업이익률 (%)	6.6	6.9	6.0	7.1	7.3
지배순이익률 (%)	5.5	5.5	4.5	5.3	5.1
EBITDA 마진 (%)	11.0	11.4	11.5	13.7	14.5
ROIC	20.7	20.3	14.7	14.3	13.3
ROA	5.9	5.7	4.4	4.9	4.6
ROE	8.4	7.9	6.2	7.0	6.6
부채비율 (%)	36.4	31.1	40.1	38.6	37.2
순차입금/자기자본 (%)	-54.0	-56.1	-42.6	-31.1	-23.8
영업이익/금융비용 (배)	18.2	18.9	8.5	9.8	10.3

LG씨엔에스(064400): 기업 AX, RX 전환 확대의 실질 수혜자

인터넷/SW



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	125,000원 (U)
현재주가 (6/24)	79,300원
상승여력	58%

시가총액	76,831억원
총발행주식수	96,885,948주
60일 평균 거래대금	1,838억원
60일 평균 거래량	1,930,023주
52주 고	143,700원
52주 저	55,400원
외인지분율	5.40%
주요주주	LG 외 5 인 47.09%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.7)	24.9	(18.2)
상대	(11.7)	(18.1)	(70.0)
절대(달러환산)	(6.2)	21.1	(27.9)

- AI Transformation** : 국내 기업들이 아직은 AI전환이 본격화 되고 있지 않지만, 데이터 스토리지 기업 'Everpure'가 국내 기업을 대상으로 실시한 조사에 따르면, 69.3%가 이미 AX를 계획하거나 추진 중에 있어 대부분의 기업들이 이미 AX를 통한 비용절감, 생산성 증대, 경쟁력 혁신의 필요성을 절감하고 있는 것으로 나타남. 반면 기업의 71.4%는 AI전문 인력 부족을 68.1%는 초기 투입비용 과다를 65%는 AI 변환을 이끌 전문 지식의 부족을 인지하고 있는 상황임. 동사의 경우 기업 AX에 필요한 컨설팅, Agentic AI, AX 플랫폼 등의 구축·운영을 해외 AI LLM모델 및 LG EXAONE과 연계하여 기업 맞춤형 AX 구축·운영에 독보적인 경쟁력을 가지고 있음
- Robot Transformation** : 최근 로봇 시장은 자율이동로봇(Autonomous Mobile Robot, AMR), 배송 로봇 등 3세대 자율주행 로봇의 확산을 넘어, RFM(Robot Foundation Model) 기반의 4세대 지능형 로봇으로 빠르게 진화. 이로 인해 다양한 이기종 로봇을 통합적으로 운영·관리해야 하는 복잡성이 함께 증가하고 있음. 특히 기존에는 자동화가 어려웠던 복잡한 업무까지 로봇이 수행하는 사례가 등장하면서, 로봇 기반의 전 과정 업무 자동화(End-to-End Automation)에 대한 요구가 확대되고 있음. 동사는 로봇 역량, 플랫폼 역량, SI 역량을 동시에 보유한 사업자로서 1세대부터 4세대에 이르는 로봇 기술 경험과 함께, 휴머노이드를 포함한 차세대 로봇 영역에서도 선도적인 위치를 차지하고 있음. 물류·팩토리·시티·공공 등 다양한 산업에서의 로봇 사업 경험을 축적해 왔음. 또한 PSG, 클라우드, 데이터센터 등 RX 구현에 필수적인 인프라 기술을 기반으로, 안정적이고 확장할 수 있는 로봇 운영 플랫폼 구축할 수 있는 경쟁력을 보유하고 있음
- 투자 의견 BUY, 목표주가 12만5천원으로 상향** : 향후 국내 기업들의 AX, RX가 가속화될 것을 전제로 이에 대한 동사의 수혜가 예상되는 바, 적용 멀티플(PER)을 종전 18.0배에서 27.4배(동종사 현대오트오에버 멀티플 포함)로 상향하여 목표주가를 상향조정함

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,425	6,725	7,015
매출액증가율	6.7	2.5	4.8	4.7	4.3
영업이익	513	552	582	621	643
영업이익률	8.6	9.0	9.1	9.2	9.2
지배주주귀속순이익	365	438	467	503	521
지배주주 귀속 EPS	4,180	4,548	4,815	5,194	5,381
증가율	9.7	8.8	5.9	7.9	3.6
PER	-	13.6	16.5	15.3	14.7
PBR	-	2.0	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	-	7.4	9.1	8.4	7.8
ROA	8.5	8.9	8.6	8.8	8.4
ROE	18.3	17.3	15.1	14.7	13.8

자료: 유안타증권 리서치센터

2Q26 실적전망

(단위: 십억 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
전체 매출액	1,211.4	1,460.2	1,522.3	1,935.7	1,315.0	1,476.7	1,626.7	2,007.1	5,982.6	6,129.6	6,425.5	6,724.7
YoY	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	1.1%	6.9%	3.7%	6.7%	2.5%	4.8%	4.7%
Digital Businss Service (SI/SM)	287.7	321.0	336.5	403.5	321.9	347.3	370.3	349.8	1,393.8	1,348.7	1,389.2	1,461.4
YoY	-2.9%	-6.9%	-8.2%	4.5%	11.9%	8.2%	10.0%	-13.3%	-8.2%	-3.2%	3.0%	5.2%
매출비중	24%	22%	22%	21%	24%	24%	23%	17%	23%	22%	22%	22%
Cloud & AI	717.3	872.4	879.5	1,118.1	765.4	875.4	941.5	1,234.1	3,351.8	3,587.3	3,816.4	4,035.8
YoY	30.1%	8.2%	10.6%	-6.8%	6.7%	0.3%	7.1%	10.4%	15.8%	7.0%	6.4%	5.7%
매출비중	59%	60%	58%	58%	58%	59%	58%	61%	56%	59%	59%	60%
Smart Engineering	206.3	266.7	306.4	414.1	227.8	254.0	314.9	423.2	1,237.0	1,193.5	1,219.9	1,227.5
YoY	-7.3%	-10.7%	10.6%	-5.6%	10.4%	-4.8%	2.8%	2.2%	3.7%	-3.5%	2.2%	0.6%
매출비중	17%	18%	20%	21%	17%	17%	19%	21%	21%	19%	19%	18%
매출원가	1,053.2	1,221.1	1,310.0	1,592.9	1,133.7	1,250.9	1,379.9	1,673.1	5,051.4	5,177.2	5,437.6	5,697.0
매출원가율	86.9%	83.6%	86.1%	82.3%	86.2%	84.7%	84.8%	83.4%	84.4%	84.5%	84.6%	84.7%
판관비	79.3	98.2	92.2	126.8	87.1	96.0	97.5	125.1	418.4	396.5	405.8	407.1
영업이익	78.9	140.8	120.2	216.0	94.2	129.8	149.2	208.8	512.9	555.8	582.0	620.7
영업이익률	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	8.8%	9.2%	10.4%	8.6%	9.1%	9.1%	9.2%
YoY	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.4%	-7.8%	24.2%	-3.3%	10.5%	8.4%	4.7%	6.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

목표주가 변경내역

변경전		변경후	
2026년 예상 지배 순이익	5,009	2026년 예상 지배 순이익	4,436
Target P/E	18.0	Target P/E	27.4
적정시가총액	90,000	적정시가총액	121,546
발행주식수	96,885,948	발행주식수	96,885,948
적정주가	92,893	적정주가	125,224

자료: 유안타증권 리서치센터

PEER 기업 밸류에이션 비교

	2026 P/E	2026 P/B	2026 ROE
IBM	20.1	6.1	31.0
ACCENTURE	9.2	2.4	26.8
MICROSOFT CORP	22.2	6.3	31.1
SAMSUNG SDS	22.3	1.6	7.3
LOTTE INNOVATE	9.5	0.6	6.8
HYUNDAI AUTOEVER	81.3	8.6	11.1
평균	27.4	4.3	19.0
LG CNS	18.3	2.7	15.6

자료: 유안타증권 리서치센터

LG씨엔에스 (06440) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,425	6,725	7,015
매출원가	5,051	5,177	5,438	5,697	5,964
매출총이익	931	952	988	1,028	1,051
판매비	418	400	406	407	408
영업이익	513	552	582	621	643
EBITDA	617	686	701	738	759
영업외손익	-27	41	53	60	64
외환관련손익	35	-9	13	10	7
이자손익	5	18	21	29	35
관계기업관련손익	5	16	15	17	18
기타	-72	16	4	4	5
법인세비용차감전순손익	485	593	635	680	707
법인세비용	121	154	166	174	183
계속사업순손익	365	439	469	506	524
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	365	439	469	506	524
지배지분순이익	365	438	467	503	521
포괄순이익	385	443	492	524	539
지배지분포괄이익	384	442	492	524	538

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	715	418	1,341	1,347	1,375
당기순이익	365	439	469	506	524
감가상각비	86	119	101	101	100
외환손익	0	0	-13	-10	-7
중속, 관계기업관련손익	-5	-16	-15	-17	-18
자산부채의 증감	121	-206	746	715	725
기타현금흐름	148	82	54	52	51
투자활동 현금흐름	-13	-530	-29	3	3
투자자산	-25	-16	-50	-22	-23
유형자산 증가 (CAPEX)	-31	-44	-80	-100	-100
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	42	-470	101	125	126
재무활동 현금흐름	-141	174	-333	-125	-122
단기차입금	24	-30	0	0	0
사채 및 장기차입금	81	84	-154	54	57
자본	0	594	0	0	0
현금배당	-133	-219	-179	-179	-179
기타현금흐름	-114	-255	0	0	0
연결범위변동 등 기타	11	3	-775	-954	-963
현금의 증감	572	64	204	272	293
기초 현금	505	1,077	1,141	1,345	1,617
기말 현금	1,077	1,141	1,345	1,617	1,910
NOPLAT	513	552	582	621	643
FCF	685	374	1,261	1,247	1,275

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,435	3,965	4,273	4,681	5,106
현금및현금성자산	1,077	1,141	1,345	1,617	1,910
매출채권 및 기타채권	1,714	1,708	1,771	1,853	1,933
재고자산	46	61	63	66	69
비유동자산	1,069	1,320	1,230	1,281	1,339
유형자산	545	536	515	514	514
관계기업등 지분관련자산	124	145	150	157	164
기타투자자산	79	108	153	168	184
자산총계	4,505	5,285	5,504	5,962	6,445
유동부채	1,852	1,861	1,912	1,999	2,083
매입채무 및 기타채무	1,255	1,119	1,160	1,196	1,238
단기차입금	6	0	0	0	0
유동성장기부채	202	333	328	358	388
비유동부채	529	483	337	363	392
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	389	160	0	-5	-10
부채총계	2,382	2,344	2,248	2,361	2,485
자본지분	2,115	2,933	3,244	3,587	3,944
자본금	47	52	52	52	52
자본잉여금	35	624	624	624	624
이익잉여금	2,003	2,221	2,508	2,832	3,174
비지배지분	8	9	11	14	16
자본총계	2,123	2,941	3,255	3,600	3,960
순차입금	-447	-908	-1,286	-1,529	-1,791
총차입금	718	772	618	672	729

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	4,180	4,548	4,815	5,194	5,381
BPS	24,257	30,270	33,486	37,021	40,704
EBITDAPS	7,073	7,123	7,236	7,615	7,829
SPS	68,610	63,667	66,320	69,409	72,403
DPS	1,672	1,850	1,850	1,850	1,850
PER	-	13.6	16.5	15.3	14.7
PBR	-	2.0	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	-	7.4	9.1	8.4	7.8
PSR	-	1.0	1.2	1.1	1.1

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	6.7	2.5	4.8	4.7	4.3
영업이익 증가율 (%)	10.5	7.6	5.5	6.6	3.6
지배순이익 증가율 (%)	9.7	20.1	6.5	7.9	3.6
매출총이익률 (%)	15.6	15.5	15.4	15.3	15.0
영업이익률 (%)	8.6	9.0	9.1	9.2	9.2
지배순이익률 (%)	6.1	7.1	7.3	7.5	7.4
EBITDA 마진 (%)	10.3	11.2	10.9	11.0	10.8
ROIC	28.1	31.4	34.1	32.6	32.6
ROA	8.5	8.9	8.6	8.8	8.4
ROE	18.3	17.3	15.1	14.7	13.8
부채비율 (%)	112.2	79.7	69.1	65.6	62.8
순차입금/자기자본 (%)	-21.2	-31.0	-39.6	-42.6	-45.4
영업이익/금융비용 (배)	19.2	21.3	25.4	29.2	27.9



하현수

제약/바이오

hyunsoo.ha@yantakorea.com

PART 2

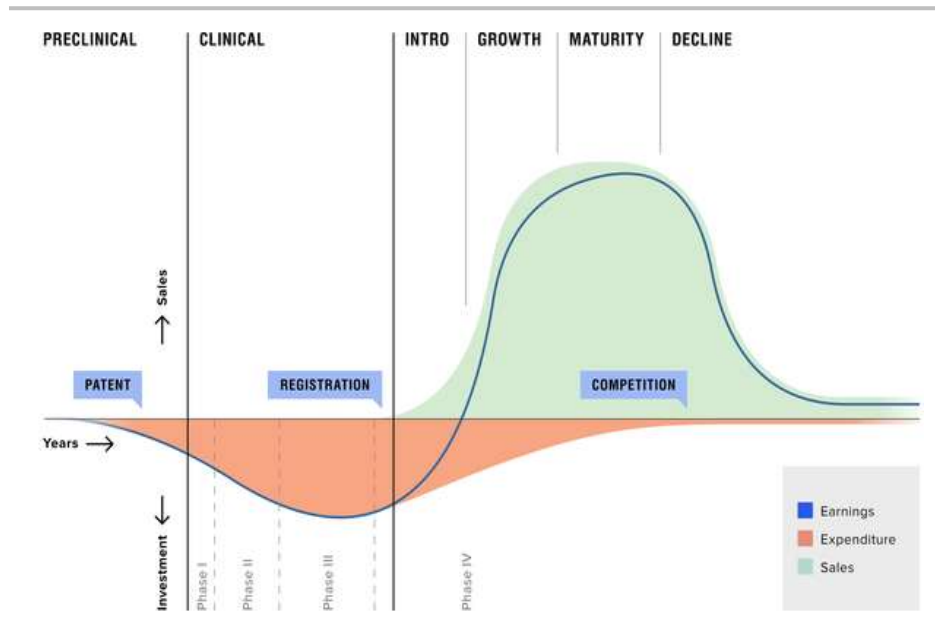
AI는 비용 줄이고 이익 기간 연장



R&D가 필수적인 산업

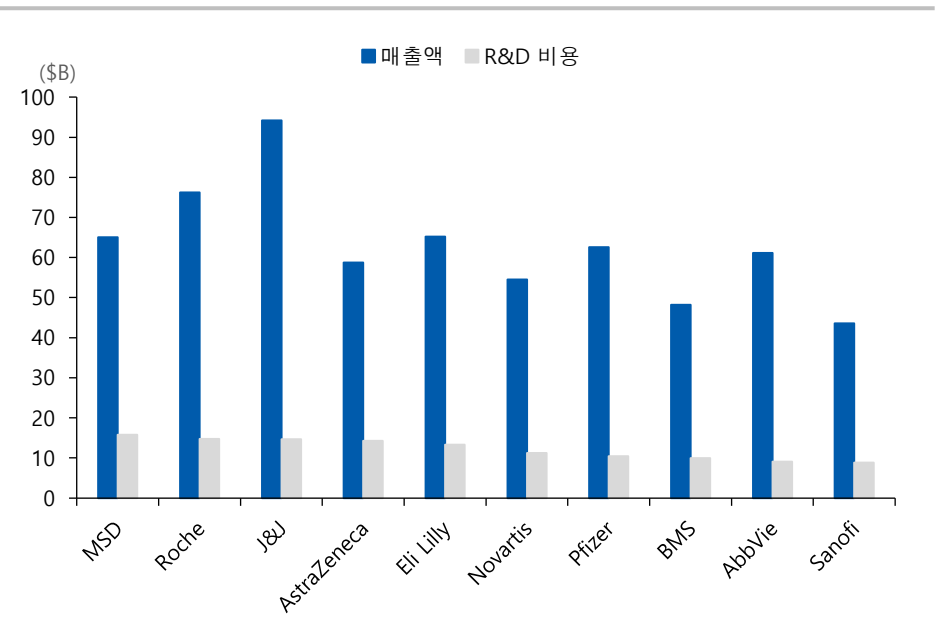
- 의약품 산업은 규제 산업으로 판매 허가 전 매출 발생 없이 지속적인 비용 투자가 이루어지나, 출시 이후 특허권을 통해 독점적인 수익 창출이 가능한 산업
- 따라서, 특허권 존속 기간 내에는 높은 수익 창출이 가능한 동시에 특허 만료 이후 매출은 가파르게 감소할 수 밖에 없는 구조로 빅파마들은 블록버스터 의약품의 특허 만료로 인한 매출 손실을 만회하기 위해 지속적인 신약 파이프라인에 대한 투자 필요
- 또한 과거에 비해 점차 빅파마들의 메가 블록버스터(연간 매출 100억 달러 이상) 품목에 대한 의존도가 높아지면서 특허 만료 시기에 매출 손실 위험도 높아지고 있는 추세
- 25년 기준 R&D 지출 상위 10개 빅파마들의 평균 R&D 투자 비중은 19.7%였으며, 가장 많은 지출을 한 MSD는 158억 달러로 24.3%를 R&D에 투자

Drug life cycle



자료: PLOS One

10개 빅파마 R&D 비용(2025년 기준)

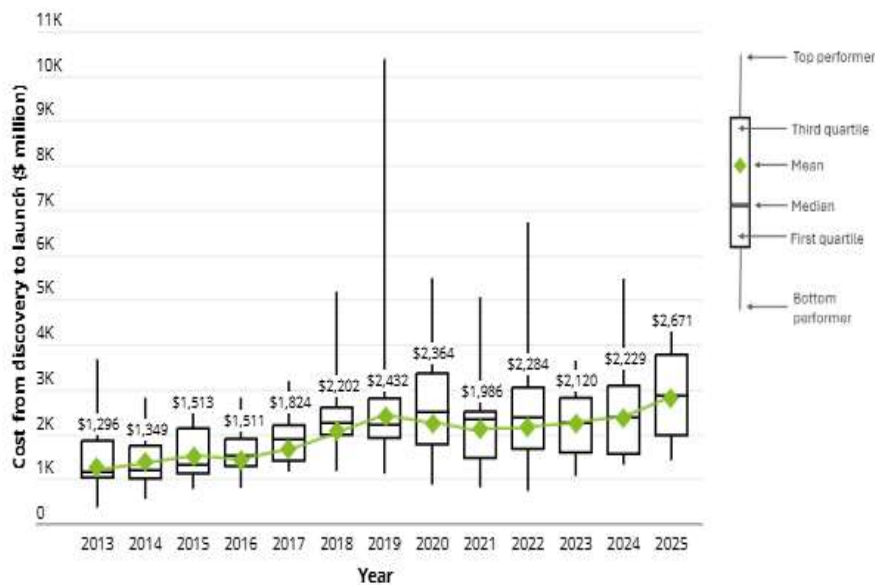


자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

생산성은 계속 낮아지는 중

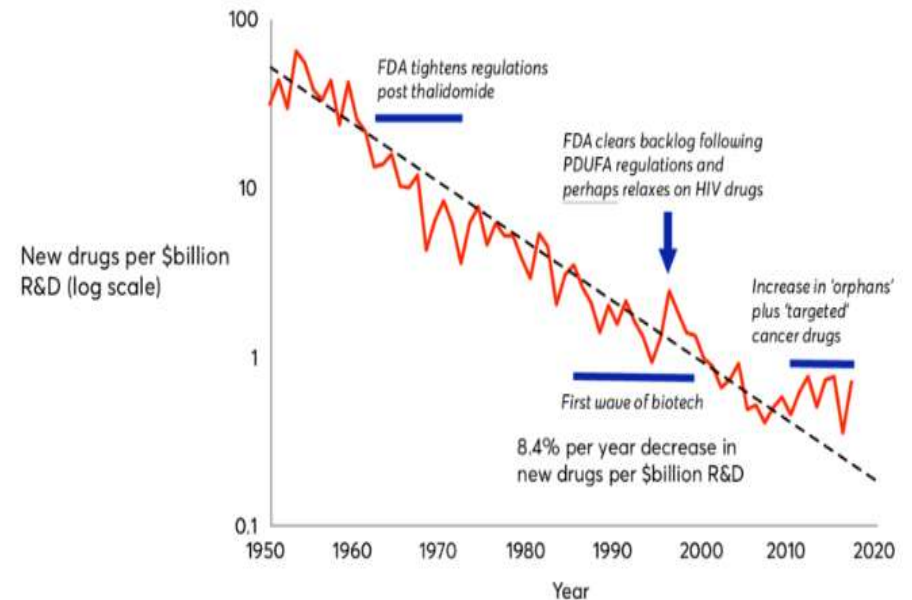
- 의약품 산업이 구조적으로 지속적인 신약 개발이 필요함에도 불구하고 신약 개발 비용은 지속적으로 높아지고 있는 추세
- 1950년 이후 신약 개발 비용은 9년마다 약 2배씩 증가하는 경향을 보이고 있으며, 25년 기준 상위 20개 빅파마들의 평균 신약 개발 비용은 약 27억 달러를 기록
- 신약 개발의 생산성 하락은 관련 규제 강화, 신약의 혁신성 부족과 중복적인 R&D 비용 투자 등이 원인으로 작용하고 있으며, 임상 개발 비용도 높아지며 전반적인 생산성을 낮추고 있음
- 반면 PDUFA(처방약 신청자 수수료법), 희귀 의약품 제도 등은 상업화 기간 단축, 독점 기간 연장 등의 효과를 유발하며, 표적 치료제의 등장으로 임상 성공률을 높임에 따라 생산성 개선에 긍정적으로 작용

20개 빅파마 신약 개발 비용 추이



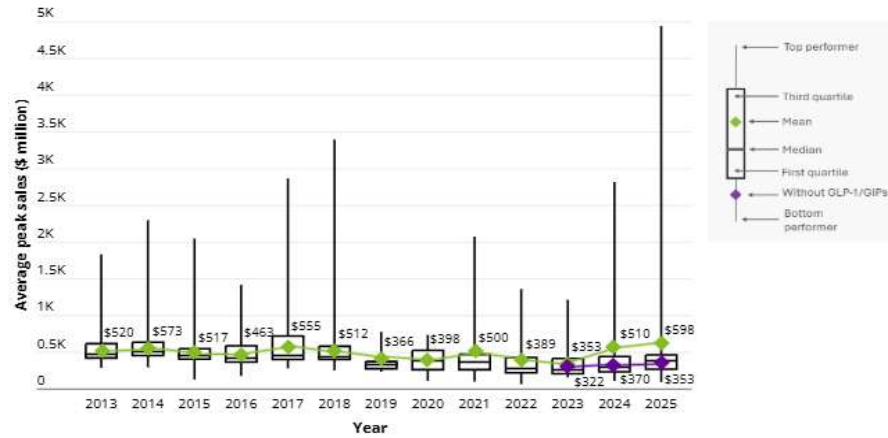
자료: Deloitte UK

Eroom's Law



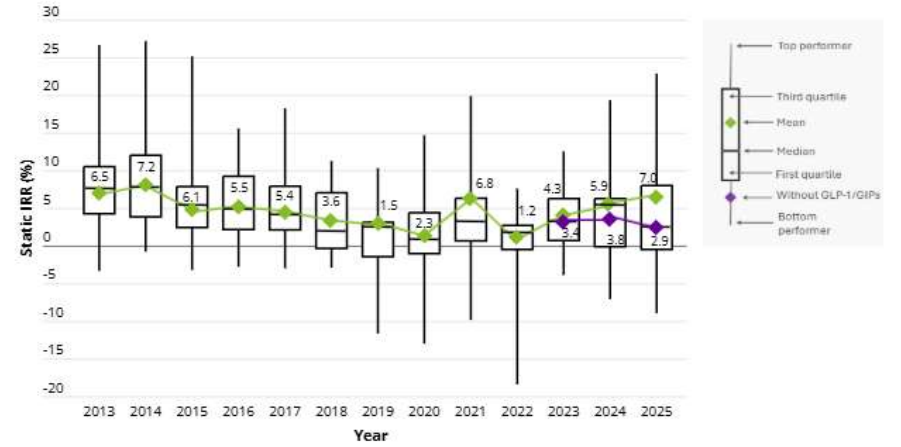
자료: JohnMJennings

20개 빅파마 신약 파이프라인 예상 피크 매출 추이



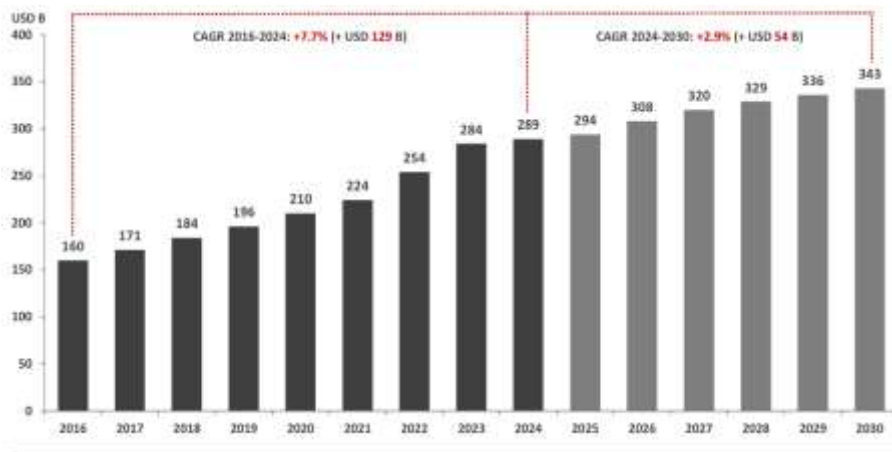
자료: Deloitte UK

20개 빅파마 신약 파이프라인 IRR 추이



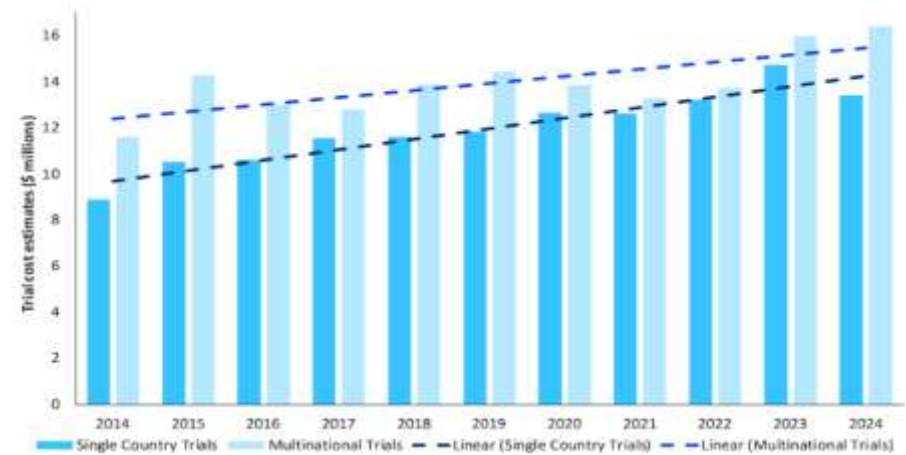
자료: Deloitte UK

글로벌 제약 산업 R&D 비용 추이 및 전망



자료: Smart-pharma

임상 비용 증가

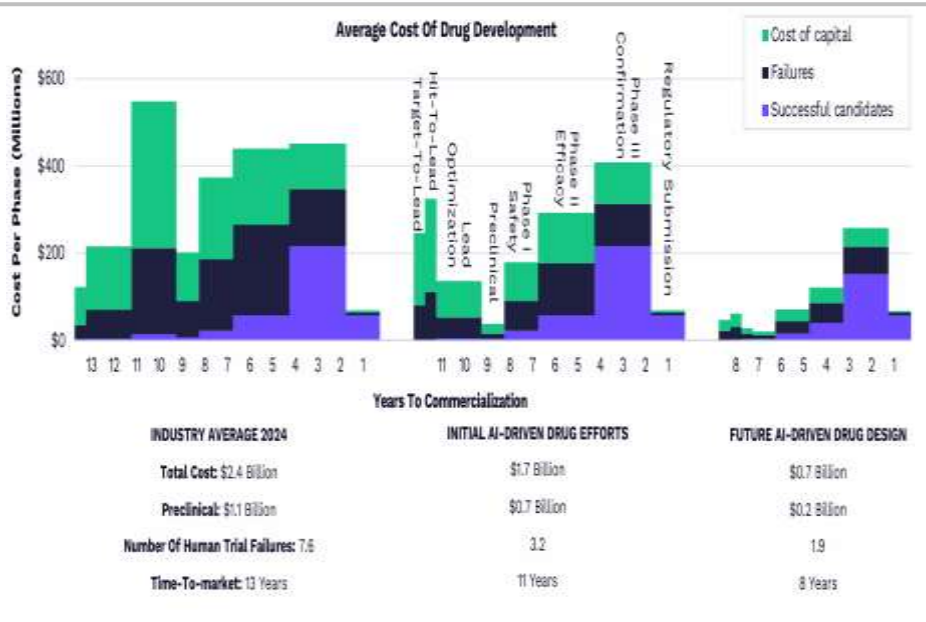


자료: Clinicaltrialre-

AI, 획기적으로 비용과 시간 단축 가능할 것

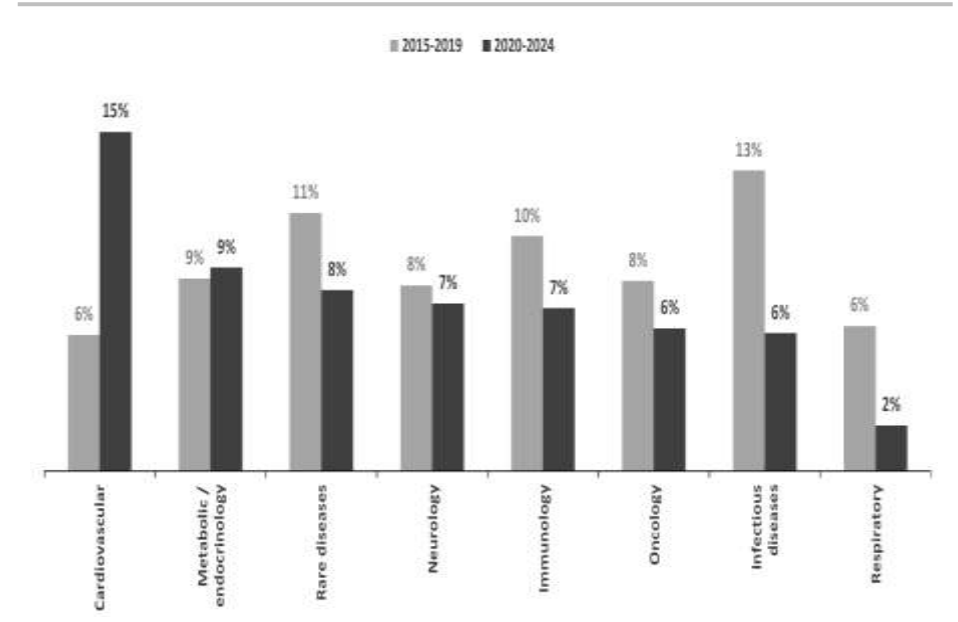
- 신약 개발에서 생산성 하락의 주요 원인은 높은 개발 비용과 오랜 개발 기간, 낮은 성공률이 원인
- AI는 다양한 연구 문헌, 환자 데이터 등을 기반으로 약물 타겟 발굴과 후보 물질 도출 등을 단축할 수 있으며, 다수의 후보 물질을 낮은 비용과 짧은 시간 동안 평가 가능하기 때문에 후속 단계에서 실패 가능성을 줄이는 효과
- AI를 활용한 후보 물질들의 임상 1상 성공률은 80~90%로 1상 평균 성공률(40~65%) 대비 우수한 편, 다만 임상 2상에서는 AI로 설계된 파이프라인의 성공 사례가 제한적
- Ark invest에 따르면 AI 활용을 통해 상업화 기간을 40%까지 단축할 수 있을 것으로 예상되며, 개발 비용도 1/3 이상 낮출 수 있을 것으로 전망

AI 적용 시 비용 및 시간 개선 전망



자료: ARK invest

질환별 개발 성공률

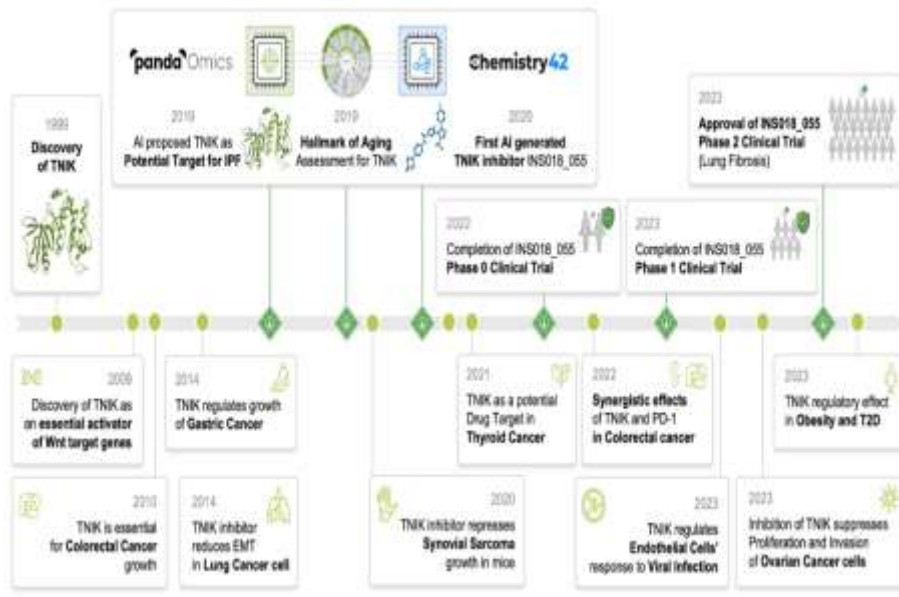


자료: Smart-pharma

Rentosertib 임상 3상 진입

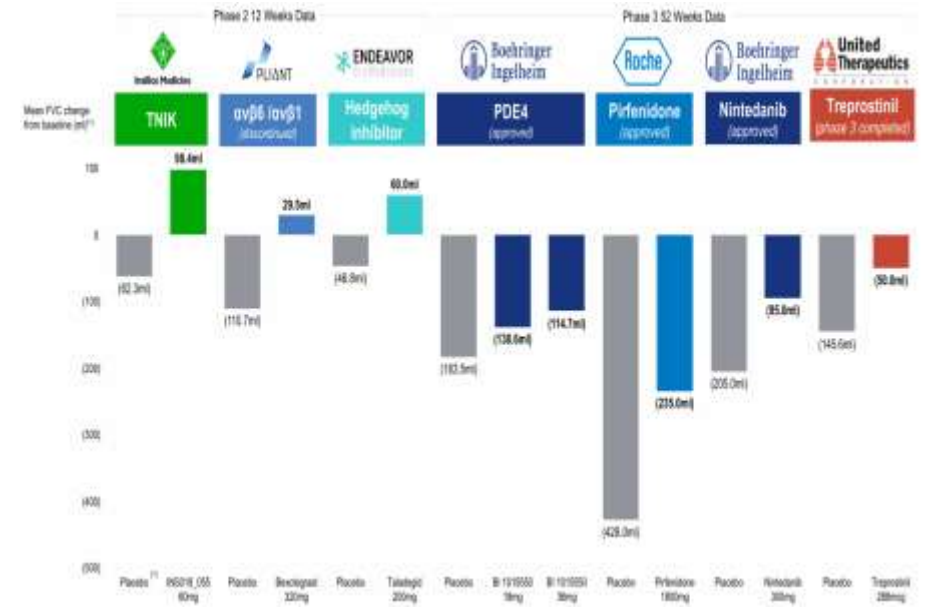
- Insilico medicine은 연내 Rentosertib(INS018-055)의 중국 3상 첫 환자 투약 및 29년 탐라인 데이터 발표 목표
- Rentosertinb은 타겟 발굴부터 분자 설계까지 AI를 활용해 개발된 약물로 18개월만에 임상 진입 단계까지 완료.
- 다수의 AI 개발 신약들이 1상에서 안전성을 확인되었으나 2상에서 유효성 확보에 실패한 것과 달리 Rentosertinb은 2상에서 폐활량을 증가시켰으며, 경쟁 약물들과의 간접 비교에서도 우수한 효과 확인
- 다수의 빅파마, 바이오테크들이 신약 개발에 AI를 적용이 증가하고 있으나 상업화 성공 사례가 부재하며, Rentosertib이 3상 결과에서도 2상 결과를 재현한다면 신약 개발에서 AI 활용 트렌드는 더욱 강화될 것으로 예상

Rentosertinb 개발 타임라인



자료: Research Communities

Rentosertib과 경쟁 약물 비교

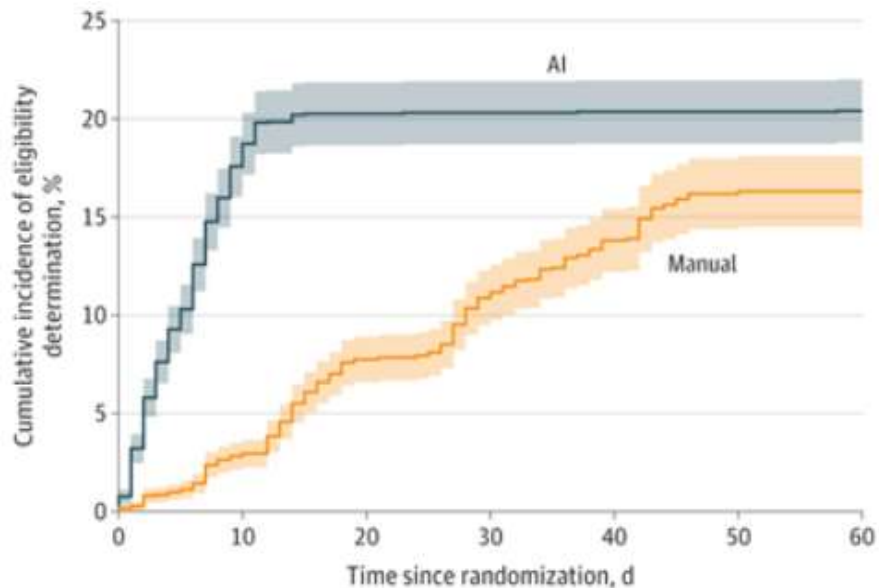


자료: Insilico medicine

임상도 AI 활용으로 가속화 될 것

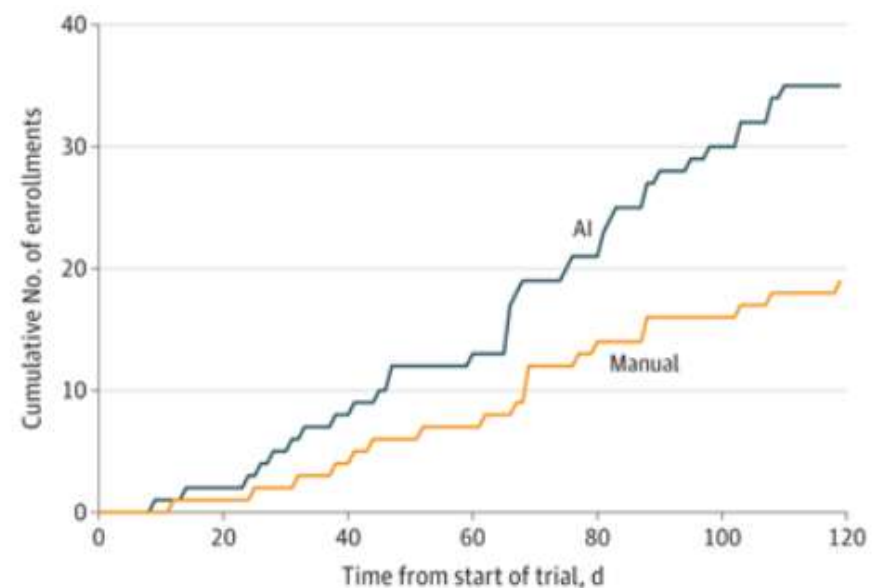
- 임상 시험 기간의 상당 부분은 임상 사이트 선정과 환자 모집이 차지하고 있으며, 이는 비용과 상업화 일정을 지연 시키는 요인
- 임상의 80~85%는 환자 모집 문제로 일정이 지연되며, 환자 선별 및 등록은 최대 전체 임상 비용의 1/3을 차지
- 이는 환자 선별과 등록이 의사, 간호사 등의 수작업으로 이루어지는 과정으로 AI를 통해 환자 스크리닝 기간과 등록 기간 등을 단축 가능할 것
- JAMA Network에 게재된 연구에서 AI 활용 그룹에서 기존 방식 대비 더 짧은 기간 동안 환자 선별을 마쳤으며, 시험 종료 시점에 누적 임상 등록 환자도 2배 가까이 많은 수준을 보임

환자 선별 비교



자료: JAMA Network

환자 등록 비교

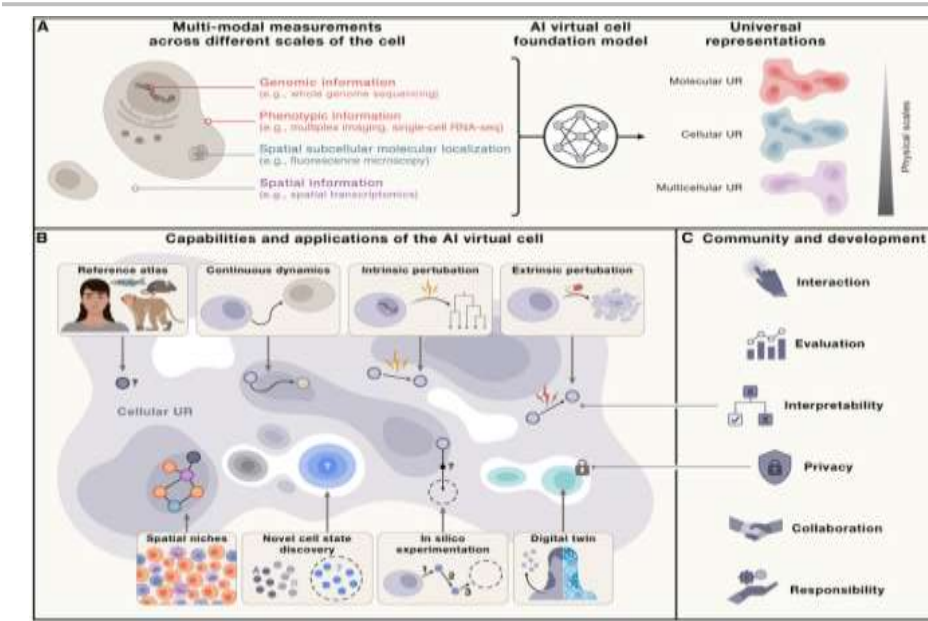


자료: JAMA Network

데이터화 된 생물학

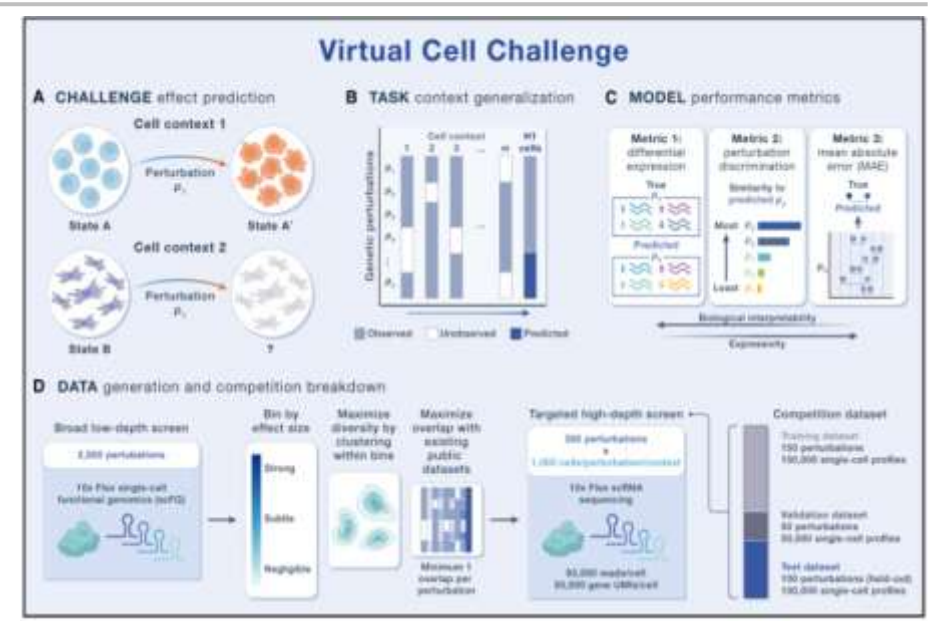
- AlphaFold 등장 이후 단백질 구조를 빠르고 정확하게 예측할 수 있게 되었으며, 후속 AI/ML 모델들은 단백질 구조 뿐 아니라 상호 결합 등도 예측 가능해지면서 타겟 단백질과 결합 가능한 약물 개발 속도를 가속화.
- 단백질 예측 이후 빅테크들은 외부 자극에 대한 세포 반응을 시뮬레이션할 수 있는 가상 세포 모델을 구축하고 있으며, 컴퓨터 시뮬레이션 단계에서 유전자 변이나 약물에 의한 세포 반응을 검증할 수 있을 것으로 기대. 가상 세포는 Wet lab 단계에서의 실험과 임상 단계에서의 실패 가능성을 크게 낮출 것으로 판단.
- 25년 Arc institute는 NVIDIA, 10xGenomics 등의 후원을 받아 첫 가상 세포 시뮬레이션 대회인 Virtual cell challenge를 개최했으며, CZI는 Virtual biology initiative 사업에 5년간 5억 달러를 투자할 계획을 발표.

AI 가상 세포 개요



자료: Cell

Virtual cell challenge

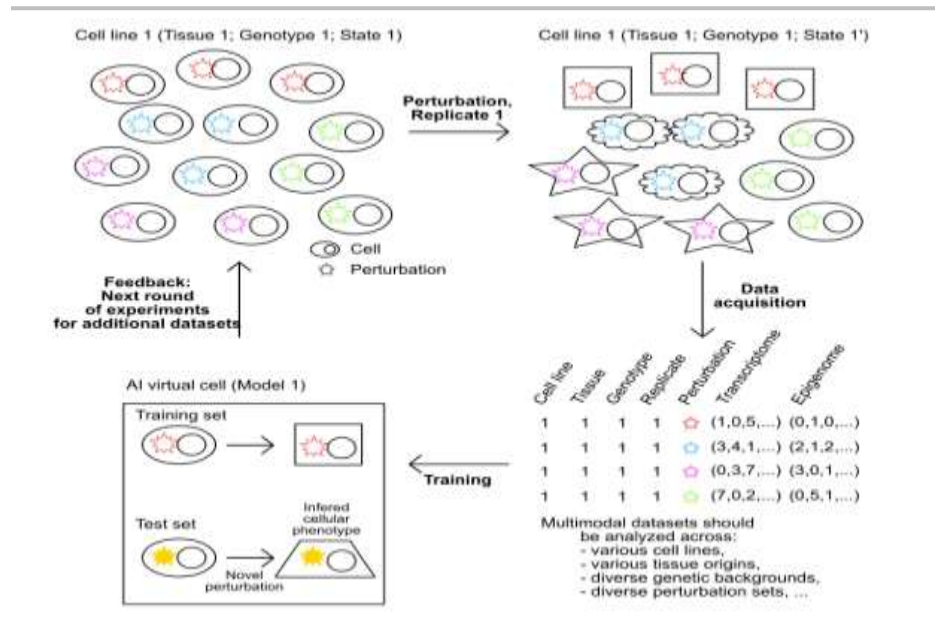


자료: Cell

생물학 데이터가 경쟁력이 될 것

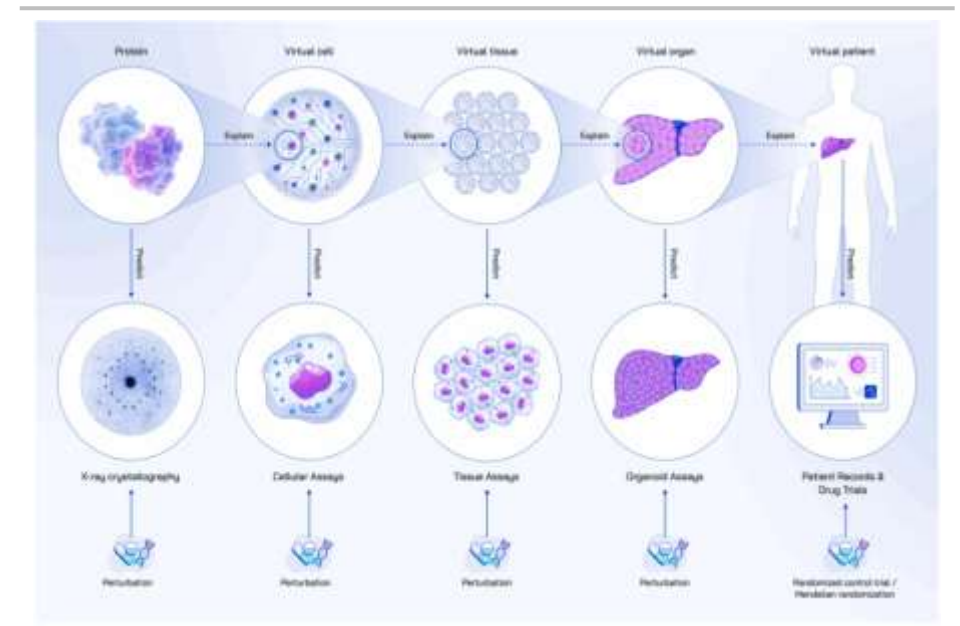
- 가상 세포 모델에서 scRNA-seq을 활용한 유전자 발현, 단백질, 대사체 등과 세포 내 기관들의 3차원 구조 이미지 등 다양한 층위의 데이터가 활용
- 섭동(Perturbation) 실험을 통해 정상 상태 세포에서 외부 자극(유전자 침묵, 약물 등)을 가한 후 변화하는 세포에서의 다층적 변화 데이터 확보가 필요하며 수많은 외부 자극에 따른 세포 변화 데이터를 확보하기 위해서는 측정 장비의 고속화도 필수적
- 디지털 생물학은 가상 세포 구축을 시작으로 궁극적으로는 환자의 디지털 트윈을 구축하는 방향으로 진행될 것으로 예상되며, 세포 집합체 단위나 장기 수준에서의 생물학적 데이터, 환자 의료 기록 등의 확보가 필요해질 것으로 예상

AI 가상 세포 모델 구축 과정



자료: 생명공학정책연구센터

가상 생물학 모델



자료: Valence Labs

토모큐브 (475960): HT 장비 수요 커질 것

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantaakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	- 원 (M)
현재주가 (6/24)	36,550원
상승여력	-

시가총액	4,892억원		
총발행주식수	13,383,274주		
60일 평균 거래대금	47억원		
60일 평균 거래량	93,092주		
52주 고	66,300원		
52주 저	22,800원		
외인지분율	2.83%		
주요주주	박용근 외 5 인 19.15%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.2)	(34.1)	35.4
상대	(0.7)	(18.8)	19.2
절대(달러환산)	(23.5)	(36.1)	19.4

• **3차원 세포 이미지 측정:** 토모큐브의 홀로그래피는 다양한 각도에서의 굴절률 측정을 통해 얻어진 2차원 홀로그램을 조합해 3차원 세포 이미지를 재구성하는 기술. 정밀한 굴절률 측정을 통해 세포 내 소기관까지 관찰이 가능하며, 기존 세포 이미지 분석과 달리 별도의 염색 과정이 필요하지 않아 세포 손상이나 변형이 적으며, 장시간 동일 세포 이미지를 측정 가능. 가상 세포 개발이 활발해지면서 외부 교란 이후 세포 소기관, 구조 변화 측정 데이터 중요도 높아질 것으로 전망하며, 토모큐브 HT 장비 수요도 높아질 것으로 기대. PDD(Phenotypic Drug Discovery) 신약 개발 시장 진출을 위한 AI/SW 개발도 진행 중으로 신약 개발 뿐 아니라 세포 변화 데이터 확보에도 활용 가능할 것으로 판단.

• **학술 논문 게재 증가:** 토모큐브 HT 장비를 활용한 논문 게재 수는 17년 5편에 불과했으나 24년 59편으로 크게 증가. 높은 IF 저널에 HT 장비 활용 논문들이 게재되면서 토모큐브 HT 장비에 대한 인지도도 상승하고 있으며, 이는 HT 데모 수행과 실구매 증가로 확인 중. 또한 서울대학교, MIT, ETH zurich 등 기존 구매 고객들에서도 추가 장비 또는 신제품 구매로 이어지면서 토모큐브 HT에 대한 사용 만족도 높은 것으로 추정.

• **2Q부터 실적 개선 전망:** 1Q 매출액은 27억원(+320.6%YoY, -45.0%QoQ)을 기록했으며, 미주와 유럽 매출 부재로 전분기 대비 매출은 크게 감소. 다만, 1Q말 수주가 집중되면서 분기별 수주 실적은 49억원으로 전분기(39억원) 대비 증가했으며, 매출 인식이 시작되는 2Q부터 실적 개선될 것으로 전망.

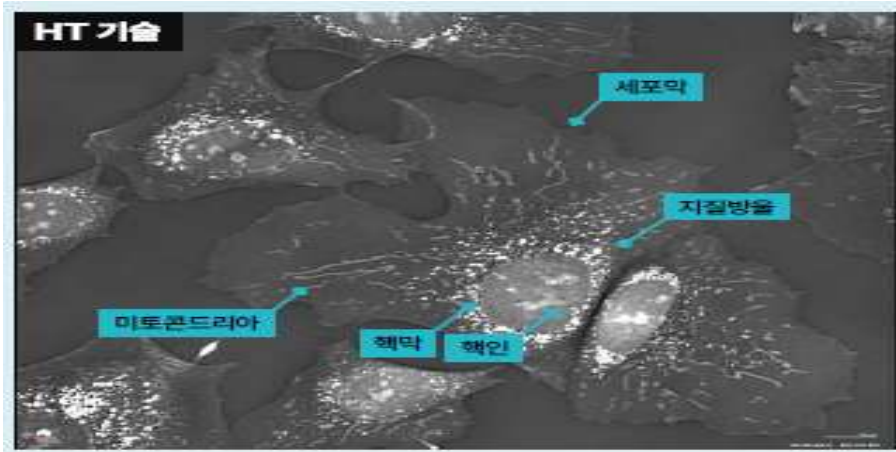
Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	-	-	37	59	113
매출액증가율	-	-	-	59.5	91.5
영업이익	-	-	-67	-88	-56
영업이익률	-	-	-181.1	-149.2	-49.6
지배주주귀속순이익	-	-	-236	-83	-48
지배주주 귀속 EPS	-	-	-5,158	-753	-365
증가율	-	-	-85.4	-51.5	-100.0
PER	-	-	0.0	-17.7	-83.1
PBR	-	-	0.0	4.2	10.4
EV/EBITDA	-	-	2.0	-17.9	-91.8
ROA	-	-	-238.2	-26.2	-11.3
ROE	-	-	-266.0	-27.8	-11.9

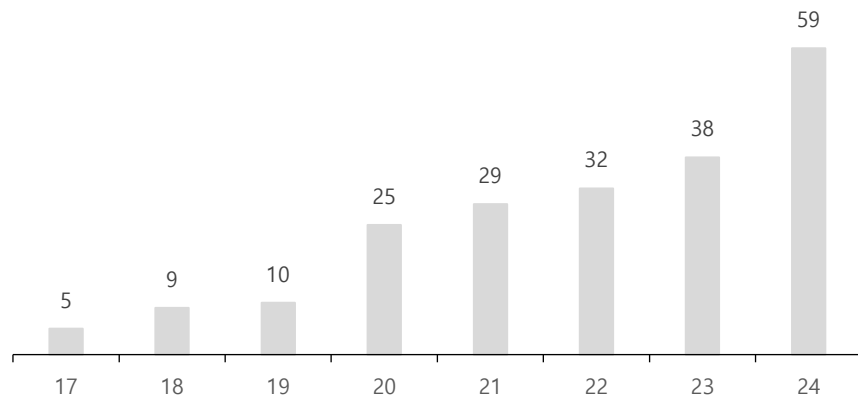
자료: 유안타증권 리서치센터

토모큐브HT로 관찰한 세포 이미지



자료: 토모큐브, 유안타증권 리서치센터

토모큐브HT 사용 논문 게재 건수



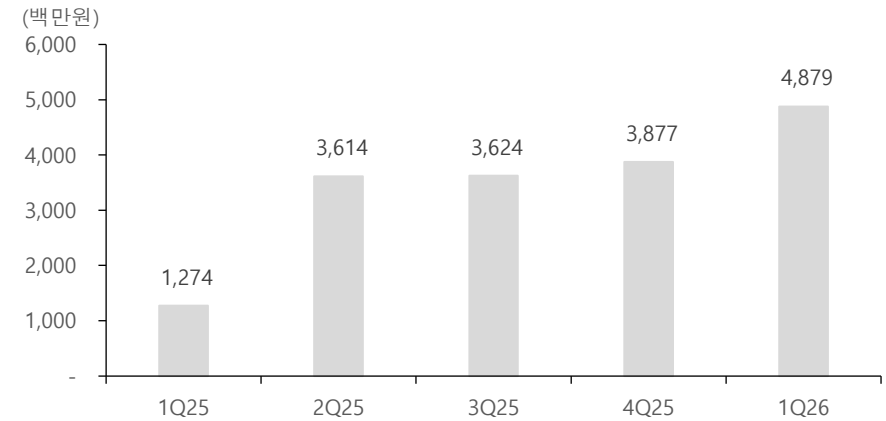
자료: 토모큐브, 유안타증권 리서치센터

세포 이미지 측정 장비 비교

항목	3D 이미징	고해상도 영상	다중 이미징	두꺼운 시편	비표지	정량분석	AI분석
Tomocube (한국) HT (2세대)	●	●	●	●	●	●	●
독일 S사 병시아 현미경			○		△	△	
일본 S사 광간섭 단층촬영	○			○	○		
일본 N사 공초점 현미경	○	○	○	△			
독일 Z사 Light sheet 현미경	○	△	○	○			△
미국 M사 고속 공초점 현미경	○	○	○	△		△	△
스위스 N사 HT (1세대)	○	○	△		○	△	△

자료: 토모큐브, 유안타증권 리서치센터

분기별 수주 실적



자료: 토모큐브, 유안타증권 리서치센터

토모큐브(475960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	-	-	37	59	113
매출원가	-	-	16	23	39
매출총이익	-	-	22	36	74
판매비	-	-	89	124	130
영업이익	-	-	-67	-88	-56
EBITDA	-	-	-56	-75	-41
영업외손익	-	-	-168	5	8
외환관련손익	-	-	1	2	0
이자손익	-	-	-46	3	6
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
기타	-	-	-123	0	1
법인세비용차감전순이익	-	-	-236	-83	-48
법인세비용	-	-	0	0	0
계속사업순이익	-	-	-236	-83	-48
중단사업순이익	-	-	0	0	0
당기순이익	-	-	-236	-83	-48
지배지분순이익	-	-	-236	-83	-48
포괄순이익	-	-	-236	-83	-48
지배지분포괄이익	-	-	-236	-83	-48

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-	-	-69	-65	-68
당기순이익	-	-	-236	-83	-48
감가상각비	-	-	10	11	13
외환손익	-	-	0	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	-	-	0	0	0
자산부채의 증감	-	-	-20	-5	-38
기타현금흐름	-	-	186	13	6
투자활동 현금흐름	-	-	75	-144	47
투자자산	-	-	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-2	-6	-8
유형자산 감소	-	-	0	0	0
기타현금흐름	-	-	77	-138	55
재무활동 현금흐름	-	-	-2	307	7
단기차입금	-	-	0	-9	0
사채 및 장기차입금	-	-	0	0	0
자본	-	-	0	330	0
현금배당	-	-	0	0	0
기타현금흐름	-	-	-2	-14	7
연결범위변동 등 기타	-	-	0	1	1
현금의 증감	-	-	13	98	-12
기초 현금	-	-	15	29	127
기말 현금	-	-	29	127	114
NOPLAT	-	-	-67	-88	-56
FCF	-	-	-79	-87	-86

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	-	-	160	401	357
현금및현금성자산	-	-	29	127	114
매출채권 및 기타채권	-	-	10	15	30
재고자산	-	-	23	24	36
비유동자산	-	-	38	35	58
유형자산	-	-	31	28	47
관계기업등 지분관련자산	-	-	0	0	0
기타투자자산	-	-	1	1	4
자산총계	-	-	198	436	415
유동부채	-	-	18	13	15
매입채무 및 기타채무	-	-	5	9	10
단기차입금	-	-	6	0	0
유동성장기부채	-	-	3	0	0
비유동부채	-	-	3	3	12
장기차입금	-	-	0	0	0
사채	-	-	0	0	0
부채총계	-	-	21	16	27
자배지분	-	-	177	420	388
자본금	-	-	26	65	67
자본잉여금	-	-	667	979	1,010
이익잉여금	-	-	-572	-655	-703
비지배지분	-	-	0	0	0
자본총계	-	-	177	420	388
순차입금	-	-	-114	-357	-279
총차입금	-	-	9	0	8

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-	-	-5,158	-753	-365
BPS	-	-	1,695	3,218	2,912
EBITDAPS	-	-	-75	-69	-31
SPS	-	-	50	54	86
DPS	-	-	0	0	0
PER	-	-	0.0	-17.7	-83.1
PBR	-	-	0.0	4.2	10.4
EV/EBITDA	-	-	2.0	-17.9	-91.8
PSR	-	-	0.0	247.9	353.4

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액 증가율 (%)	-	-	0.0	58.5	90.4
영업이익 증가율 (%)	-	-	0.0	-64.7	-42.1
지배순이익 증가율 (%)	-	-	58.2	60.4	65.8
매출총이익률 (%)	-	-	-179.7	-147.8	-49.3
영업이익률 (%)	-	-	-628.5	-139.8	-42.5
지배순이익률 (%)	-	-	-149.7	-127.1	-35.9
EBITDA 마진 (%)	-	-	-210.5	-136.3	-63.1
ROIC	-	-	-238.2	-26.2	-11.3
ROA	-	-	-266.0	-27.8	-11.9
ROE	-	-	11.7	3.9	7.0
부채비율 (%)	-	-	-64.6	-85.1	-71.9
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-1.3	-133.3	-77.2
영업이익/금융비용 (배)	-	-	0.0	0.0	0.0

INSILICO (03696.HK): 임상에서 검증 중인 AI 신약

제약/바이오



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

기업정보			
국가	홍콩		
상장거래소	Hong Kong		
산업분류 (GICS 4)	생명 과학 도구 & 서비스		
주요주주 (%)			
1. Zhavoronkov	8.2		
2. MESOLITE GEM	8.1		
매출구성 (%)			
Biotech	100.0		
-	-		
현재가 (HKD, 6/24 기준)	42.20		
컨센서스 (HKD)	76.44		
시가총액 (억HKD)	242		
유동주식비율 (%)	24.1%		
52주 최저/최고 (HKD)	29.98/80.90		
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
03696.HK	-16.3	-19.3	13.6
HSI Index	-7.9	-5.4	-3.2

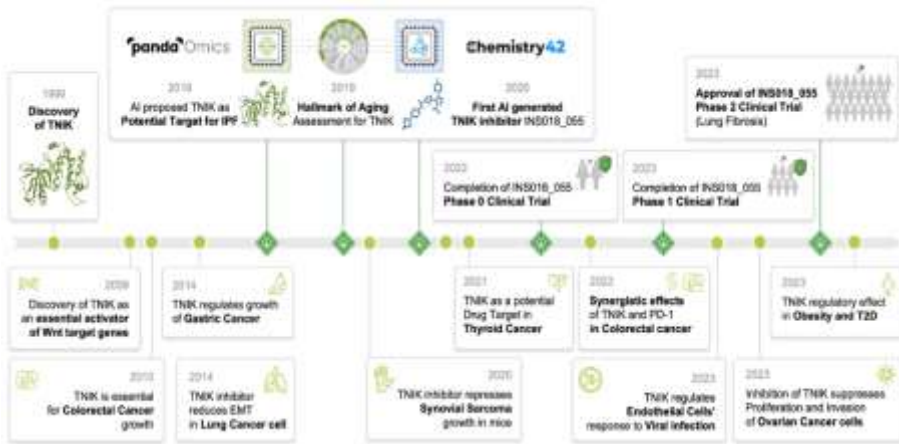
- Rentosertib 3상 진입:** 2H26 rentosertib(TNKi)의 중국 IPF 임상 3상 진입 및 첫 환자 투약 목표. 2상에서 rentosertib 60mg 투약 환자들은 평균 FVC가 98.4ml 증가(Placebo -62.3ml). Placebo 보정 시 FVC는 160.7ml 증가했으며, 기존 승인 약물 및 경쟁 치료제 대비 높은 개선 효과 확인. 2상에서 심각한 이상 반응은 보고되지 않으면서 양호한 내약성 확인. Insilico는 29년 탐라인 데이터 발표를 목표로 하고 있으며, 임상 성공 시 첫 AI 신약이 될 것으로 예상.
- 임상 단계 파이프라인 증가:** Garutadustat(PHDi)는 임상 1상을 완료했으며 현재 임상 2상을 진행 중. IBD를 적응증으로 개발 중으로 27년 탐라인 데이터를 확인할 수 있을 것으로 전망. Insilico는 생성형 AI인 Chemistry42를 통해 12개월만에 후보 물질인 Garutadustat을 도출했으며, 염증 면역 반응 경로를 억제하는 기존 치료제들과 달리 항염증 효과와 함께 장 점막 장벽 복구를 통한 질환 개선 효과 기대. Rentosertib에 이어 garutadustat의 긍정적인 2상 결과 확인 시 Insilico의 AI 신약 개발 플랫폼 가치는 더욱 높아질 것으로 예상. 이외에도 ISM8969(NLRP3i), ISM3412(MAT2Ai), ISM6331(TEADi)가 1상을 진행 중으로 임상 단계에서 AI로 도출된 파이프라인 결과 확인 이어질 전망.
- 다수 기업들과 공동 연구 계약 체결 :** Me-rini, Eli Lilly, Sanofi 등 다수 기업들과 공동 연구 개발 계약 체결. 총 마일스톤 규모는 75억 달러 이상 규모와 향후 판매에 따른 로열티 수취가 가능한 구조. Me-rini, Lilly는 각각 2건의 별도 L/I 계약을 체결하며 Insilico AI 신약 개발 플랫폼의 경쟁력을 입증.

Summary

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
매출액 (백만HKD)	236	401	670	438	1,328
영업이익 (백만HKD)	-652	-699	-256	-473	-142
당기순이익 (백만HKD)	-1,737	-1,657	-133	-2,747	-54
PER (배)	-	-	-	-	-
PBR (배)	-	-	-	5.9	6.8
EV/EBITDA (배)	-	-	-	-	69.7
ROE (%)	-	-	-	-	1.1

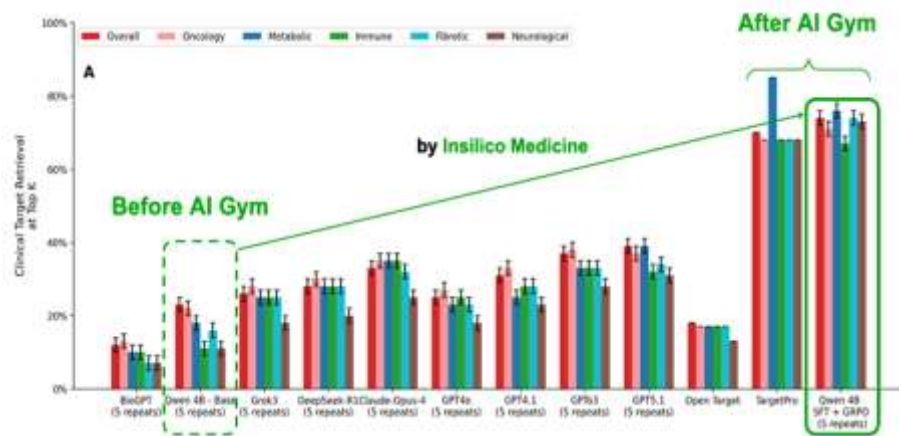
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

Rentosertinb 개발 타임라인



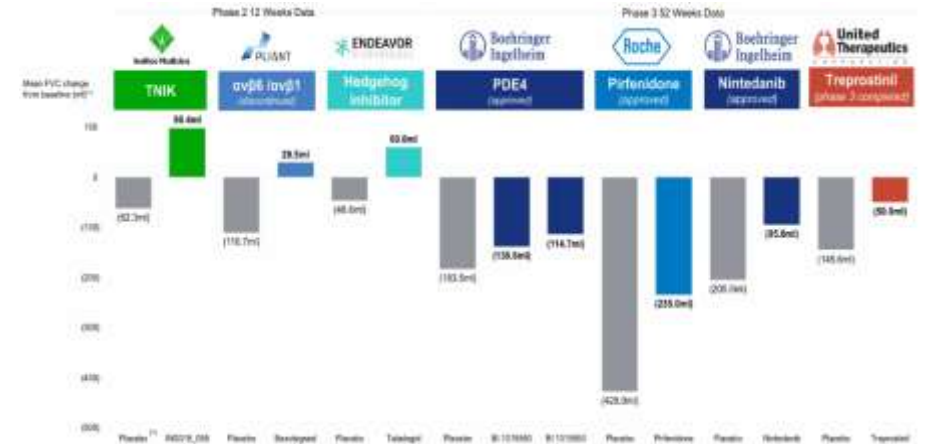
자료: Research Communities, 유안타증권 리서치센터

타겟 발굴 파운데이션 모델 비교



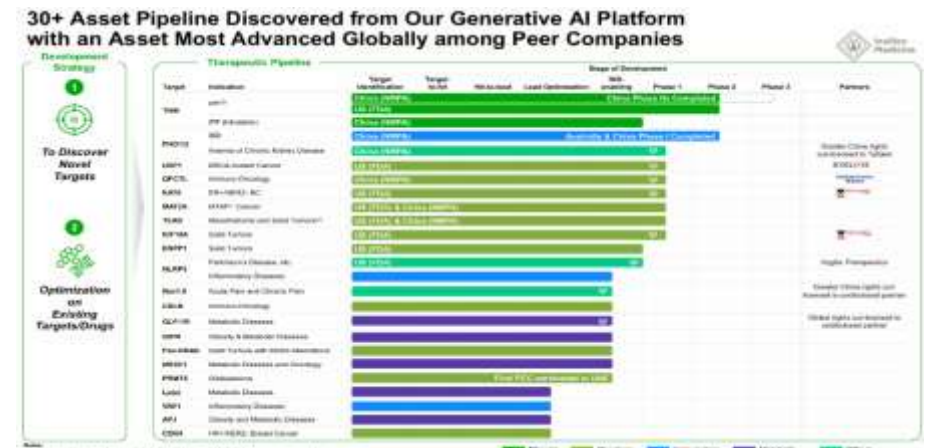
자료: Insilico medicine, 유안타증권 리서치센터

Rentosertinb과 경쟁 약물 비교



자료: Insilico medicine, 유안타증권 리서치센터

Insilico medicine 파이프라인



자료: Insilico medicine, 유안타증권 리서치센터

INSILICO (03696.HK) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	-	236	401	670	438
매출액 증가율 (%)	-	-	69.8	67.7	-34.5
매출원가	-	86	99	64	81
매출총이익	-	150	302	605	357
판매비	-	163	197	180	185
영업이익	-	-652	-699	-256	-473
영업이익 증가율 (%)	-	-	7.3	-63.4	84.5
EBITDA	-	-638	-664	-209	-435
영업외손익	-	1,085	957	-124	2,273
외환관련손익	-	4	1	-4	2
이자손익	-	-	-	-	-
관계기업관련손익	-	-	-	-	0
기타	-	1,082	988	-70	2,315
법인세비용차감전순손익	-	-1,737	-1,656	-132	-2,746
법인세비용	-	0	1	1	0
계속사업순손익	-	-1,737	-1,657	-133	-2,747
중단사업순손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	-1,737	-1,657	-133	-2,747
지배순이익 증가율 (%)	-	-	-4.6	-91.9	1,959.0

현금흐름표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-	-372	-232	-448	-598
당기순이익	-	-1,737	-1,657	-133	-2,747
유무형자산상각비	-	14	35	47	37
기타비현금손익 조정	-	1,213	1,037	-103	2,326
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-106	5	58	-392
인수 및 사업	-	-17	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-86	-20	-7	-22
유형자산 감소	-	0	0	0	0
기타현금흐름	-	-1	29	65	46
재무활동 현금흐름	-	839	-17	-12	3,070
차입금 증감	-	-8	-11	-12	-16
자본금 증감	-	847	0	1	2,143
현금배당	-	0	0	0	0
기타현금흐름	-	-1	-6	-1	942
현금의 증감	-	363	-240	-400	2,085
기초 현금	-	1,260	1,624	1,376	980
기말 현금	-	1,622	1,384	978	3,062
NOPAT	-	-829	-859	-237	-843
FCF (Free Cash Flow)	-	-458	-252	-454	-621

재무상태표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	-	1,707	1,473	1,036	3,692
현금및현금성자산	-	1,622	1,384	978	3,062
매출채권	-	38	8	7	166
재고자산	-	0	0	0	0
비유동자산	-	125	110	82	122
유형자산	-	111	100	73	102
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	0
기타투자자산	-	4	4	5	12
자산총계	-	1,832	1,584	1,119	3,814
유동부채	-	5,325	6,655	6,268	264
매입채무 및 미지급금	-	210	258	250	231
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	14	7	8	32
장기차입금	-	-	-	-	-
부채총계	-	5,339	6,662	6,276	295
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	2	2	5	11,377
이익잉여금	-	-3,525	-5,182	-5,286	-8,040
비지배지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	-3,507	-5,078	-5,157	3,519
순차입금	-	-1,597	-1,367	-958	-3,015
총차입금	-	25	17	20	46

재무제표 및 밸류에이션

(단위: HKD, 배, %)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-	-	-	-	-34.9
BPS	-	-1,038.2	-1,502.8	-1,335.4	6.3
EBITDAPS	-	-	-	-	-7.6
SPS	-	-	-	-	5.6
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	5.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	6.7
ROE	-	-	-	-	-
ROIC	-	-	-	-	-
ROA	-	-	-96.7	-9.9	-111.1
부채비율 (%)	-	-	-	-	1.3
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-	-	-85.7
매출총이익률 (%)	-	63.4	75.4	90.4	81.5
영업이익률 (%)	-	-276.2	-174.5	-38.3	-107.8
매출순이익률 (%)	-	-735.8	-413.5	-19.9	-626.5
EBITDA 마진 (%)	-	-270.3	-165.8	-31.2	-99.3



백종민

방산/우주/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

PART 3

Anthropic & OpenAI IPO 이전

중요 점검 사항 3가지

Frontier Model (Claude, GPT 등): 국가 단위의 안보 자산으로의 전환

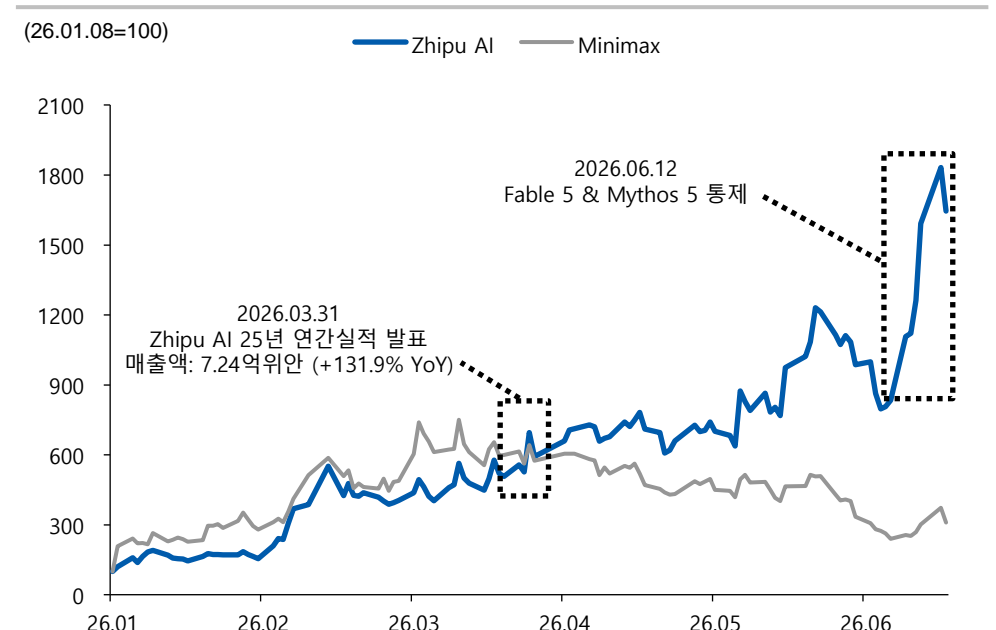
- 6월 12일, 미국 정부가 국가 안보를 근거로 Anthropic의 차세대 모델인 Claude Fable 5와 Mythos 5에 대한 모든 외국 국적자의 접근을 수출 통제 명령으로 즉시 차단. 이는 AI 파운데이션 모델이 비즈니스 제품의 성격을 넘어 국가 안보 자산으로 분류될 수 있음을 확인가능한 첫 번째 사례
- 6월 17일, G7 정상회의에서 Anthropic, Google DeepMind, OpenAI 3사의 CEO가 트럼프 대통령 및 G7 각국 정상과 비공개 회동. 해당 회의에서 1) 프론티어 모델 접근권, 2) 칩 공급망, 3) 사이버 테러 대응을 아젠다로 미국 주도 AI 국제 연합 구성을 공식 제안. 이 또한 프론티어급 AI 모델의 접근권이 외교 협상 테이블에 오르는 안보자산으로 취급됨을 확인
- Anthropic 수출 통제 이후, 중국 코딩 에이전트 및 엔터프라이즈 AI 대표 강자 Zhipu AI (2513.HK)의 주가는 5거래일간 약 120% 급등 (2026년 1월 8일, 상장일 대비해서는 17배 상승). 이는 1) 동사 매출의 74% 비중을 차지하는 온프레미스 및 엔터프라이즈 배포의 수익 성장성(2025년 연간 기준 +132% YoY)과, 2) 미국 수출통제 이벤트의 반사 수혜 내러티브가 맞물려 나타난 결과로 판단

Claude 차세대 모델 외국인 차단에 대한 미 정부 vs Anthropic 주장 비교: 탈옥(Jailbreak) 범위가 핵심

	미국 정부 입장	Anthropic 입장
위험성 판단	범용 탈옥 가능성 제기 (Universal Jailbreak)	비범용 탈옥 수준 (Ununiversal Jailbreak)
Jailbreak 범위 정의	하나의 방법론(마스터키)으로 사이버 공격, 생화학 무기, 불법 콘텐츠 등 다양한 금지 영역을 해제 가능	특정 맥락이나 특정 유형에서만 안전 장치를 우회 가능. 예시로 특정 코드를 읽고 취약점을 찾아달라는 요청
안전장치 (Safeguard) 평가	구체적인 세부 사항 제공 X	자사의 모델뿐 아니라, 현존하는 모든 모델(예시로 GPT 5.5 모델 언급)은 비범용 탈옥 가능성에 해당함을 주장
향후 관전포인트	1) 미 정부의 범용 탈옥 가능성에 대한 추가 근거 제시 2) Anthropic 외 타사 모델의 취약성 검토 여부	

자료: Anthropic, 유안타증권 리서치센터

Claude 차세대 모델 수출통제 이후, 중국 AI-Native 기업 Zhipu AI 주가 급등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주1: 26/06/23 종가 기준. MiniMax (0100.HK)는 중국의 대표 B2C형 멀티모달 AI 모델 기업
주2: Zhipu AI의 홍콩거래소 상장 공식 명칭은 Knowledge Atlas Technology (2513.HK)

AI Frontier Labs 트렌드: 엔터프라이즈 비즈니스 가속화

- 이에 따라, 다음과 같은 흐름이 나타날 것으로 판단: **엔터프라이즈 비즈니스 가속화**
- **계약 형태 엔터프라이즈 비즈니스 가속화:** 차세대 모델에 대한 API 접근권의 즉각 차단 가능성이 현실화됨에 따라, 외부 클라우드 의존 모델의 리스크가 부각. 엔터프라이즈향 비즈니스에서 1) 온프레미스(On-premise) 및 2) VPC(Vertical Private Cloud) 배포 수요는 구조적으로 가속화될 것으로 전망
- 과거 1) Claude 토큰사용량 제한 사태 및 2) OpenAI의 동영상 생성 모델 Sora 전면 중단은 AI Frontier Labs 기업이 확보가능한 Compute가 한정되어 있음을 확인 가능한 사례. 'Compute 확보 병목 = 고객 서비스 축소'의 형태로 실 서비스 단계에서 직접 영향을 미치고 있음
- OpenAI Codex WAU(주간 활성화 지표) 500만명 돌파와 Anthropic Claude Code ARR 25억달러 돌파 등의 실사용 지표 성장을 근거로, 양사 모두 코딩 에이전트에 한정된 Compute를 집중 배분중인 상황. 이에 따라, MaaS(Model-as-a-Service) 비즈니스의 수익 구조, 과금 체계, 공급망 전반이 코딩 에이전트 도입에 따른 고객 생산성 증대가 뚜렷한 엔터프라이즈향 비즈니스로 수렴하고 있음

AI Frontier Labs 비즈니스 수익 세그먼트 분류

수익 구조	구매자	과금 방식
1. API	개발자 & 스타트업	단위토큰당 과금 (입력 토큰/출력 토큰)
2. 엔터프라이즈 계약	대형 기업 위주	약정 지출 (+ Volume discount)
3. 코딩 에이전트 (Claude Code)	엔지니어링 팀 단위	사용량 혼합 과금 (계정 Seat당 토큰 기반 월정액)
4. 개인 구독형 또는 Team Plan (Pro/Max)	소비자 개인	월 \$20-\$200 구독형
5. 클라우드 파트너 (Bedrock/Vertex)	AWS & Google 등 CSP 플랫폼 고객	토큰 재판매 수익 배분

자료: Value Add VC, 유안타증권 리서치센터
 주: Anthropic 제품 기준으로 분류하였음, 추정 비중 10% 이상 세그먼트만 명시

OpenAI & Anthropic 주요 비즈니스 전개 타임라인: 한정된 Compute 자원을 어떤 비즈니스에 할당하는지에 주목 필요

OpenAI		Anthropic	
2026.02	Codex 데스크톱 어플리케이션 출시	2025.05	코딩 에이전트 Claude Code 공개
2026.02	Amazon 투자 500억달러 증액. Trainium 칩 2GW 약정	2025.07	Compute 부족 사태: Claude Pro/Max 주간 사용량 제한 도입
2026.03	OpenAI for Government 출범: GSA 전 연방기관 ChatGPT Enterprise 공급	2025.08	ARR 50억달러 돌파. 기업 고객 비중이 매출의 80% 차지
2026.04	4/26 Sora 서비스 전면 중단 발표: 해당 Compute를 엔터프라이즈·코딩 워크로드로 전면 재배분	2026.02	Series G 300억달러 펀딩 마감. 기업가치 3800억달러 달성
2026.04	Microsoft 독점 파트너십 계약 해제	2026.03	Claude Partner Network 출범: 약 40,000개 기업 신청
2026.05	Codex + GPT-5.5 AWS Bedrock GA (GovCloud·기밀망 포함)	2026.03	엔터프라이즈 빌링 고정 Seat → 토큰 기반 월정액으로 전환
2026.05	펜타곤 IL6/IL7 분류망 AI 계약 참여	2026.05	SpaceX Colossus 1 전체 Compute 독점 계약: GPU 22만개, 월 12.5억달러
2026.06	Codex 사용자 WAU 500만명 돌파	2026.06	Claude Code ARR 25억달러 돌파 엔터프라이즈 구독 연초 대비 4배 증가

자료: 유안타증권 리서치센터

OpenAI & Anthropic: FDEs(Forward Deployed Engineers)확보에 집중

- FDEs 정의 및 현황: 고객사에 직접 파견되어 AI 모델을 해당 기업 워크플로우에 맞게 운영하는 엔지니어를 지칭. 내부 제품을 개발하는 일반 소프트웨어 엔지니어와 달리, FDE는 고객사에 직접 파견되어 모델을 운영 시스템에 커스터마이징/배포/튜닝/통합하는 역할을 담당. 특정 고객사의 인프라가 실제로 필요로 하는 것을 모델에 적용하며, 배포 결과 자체에 대한 책임을 짐. OpenAI, Anthropic, Google 3사 모두 FDEs(Forward Deployed Engineers) 전문 법인을 설립하고 해당 직군 채용을 적극적으로 진행중
- AI 도입 병목의 무게중심 이동: 프론티어급 모델 보유 기업의 M/S 확장 요인은 현재 '모델 성능'에서 '배포(Deloyment) 실행력'으로 이동. MIT 연구에 따르면, 엔터프라이즈 생성형 AI 파일럿의 95%가 측정 가능한 비즈니스 임팩트를 만들지 못함. 사유는 AI 모델 자체가 아닌 고객사 내부의 1) 비정형적 데이터, 2) 문서화되지 않은 워크플로우, 3) 레거시 시스템과의 충돌. 특히 데이터 보안과 규제 요건이 까다로운 반도체 공정 내 수율 개선, 바이오 분야, 방위산업 등은 내부 배포가 AX(AI Transformation)의 전제 조건

최근 AI Frontier Labs의 인수 기업 리스트: FDEs를 통한 엔터프라이즈 배포 목적을 확인 가능

타임라인	기업명	인수 또는 JV 대상	규모	FDE 관련 세부 내용
25.12	Anthropic	Bun	비공개	- JavaScript/TypeScript 런타임 인프라 확보 - Claude Code 기반 개발 환경 고도화 - FDE 현장 배포 속도 향상 목적
26.02		Vercept	비공개	- 원격 조작 기술(live application) 보유. - FDE가 고객사 시스템에 AI 에이전트 직접 배포 시 필요한 computer-use 역량 내재화
26.04		Coefficient Bio	~4억달러 (추정)	Genentech 출신 바이오 도메인 전문가 팀 인수. 생명과학 고객사 대상 FDE 특화 역량 확보
26.05		Stainless	~3억달러 (추정)	Claude API SDK 자동 생성 및 MCP 서버 튜링 전문가. 고객사 기술 통합 시, FDE 작업 효율화
26.05		Blackstone, H&F, Goldman Sachs JV	비공개	PE 3사와 합작법인 설립. Anthropic Applied AI 엔지니어를 PE 포트폴리오사에 직접 파견
26.05		OpenAI	Tomoro (응용 AI 컨설팅사)	비공개

자료: 각 사 공식 Newsroom 취합, 유안타증권 리서치센터

채용 데이터는 거짓말을 하지 않는다: 1) 배포 관련 채용 규모 확대, 2) FDEs에 대한 막대한 보상

기업	최초 채용 시작	오픈 포지션 수 (26년 5월말 기준)
OpenAI	[24년말] 팀 구성 시작, 25년 채용 가속 [26.5.12] Deployment Company 출범	31개
Google Cloud	[26.5.13] 대규모 채용 공식 발표	59개
Anthropic	[2H25] Applied AI팀 확대 [26.5.4] 블랙스톤 골드만삭스 합작법인	-

직급	기본급	총 보상 (주식, 보너스 포함)
Mid-Level	약 2억원 ~ 4억원	약 5.37억원 ~ 6.9억원
Senior	약 3억원 ~ 약 4억원	약 6.9억원 ~ 8.44억원
Staff	약 4억원+	약 8.44억원+

자료: 유안타증권 리서치센터

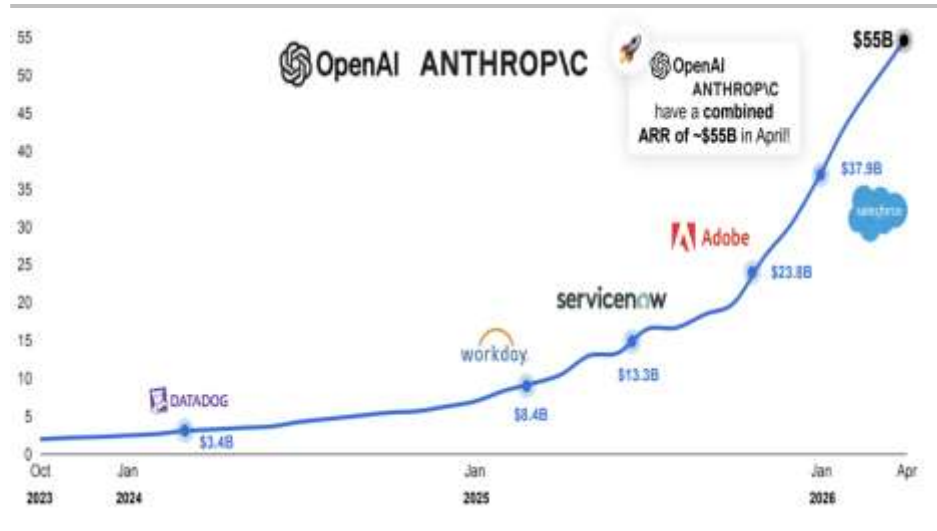
주1: 환율 1USD = 1,534원 적용

주2: OpenAI FDE Mid-level 샌프란시스코 기준 기본급 16만달러~28만달러를 변환. 해당 보수는 Palantir 동일 직군 중간급(16.7만달러)보다 60~150% 높은 프리미엄 수준

AI Labs ROI, 이미 어느정도 가시화

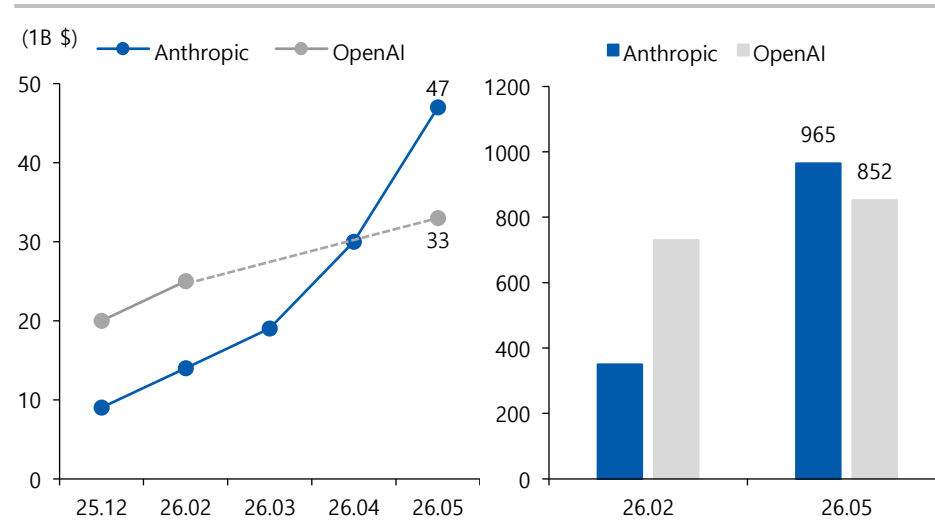
- 1) 수익 성장은 이미 가시화 구간: Anthropic의 추론 인프라 매출총이익률(Gross Margin)은 38%('25년말)에서 70% 이상('26년 5월)으로 확대. OpenAI과 Anthropic 합산 ARR이 34억달러('24년초)에서 550억달러('26년 4월 기준)로 16개월만에 약 16배 성장, AI Labs의 수익 성장 가시화는 이미 진행형
- 2) Agentic AI 도입에 따른 토큰사용량 증가: Agentic AI 는 단순 생성형 AI와 달리, 작업 수행 전 계획 수립 - 전체 코드베이스 로드 - 반복 검증 루프 과정에서 대량의 입력 토큰을 소비. SemiAnalysis가 제공하는 자사 Claude Code 사용량 기준, 입력 토큰:출력 토큰 비율이 약 300:1. 에이전트 작업의 평균 토큰사용량 또한 기존 생성형 모델 대비 약 1,200배~3,000배 증가
- 3) 코딩 에이전트 도입 후 생산성 개선 사례: 실제 소프트웨어 엔지니어들에 대한 코딩 에이전트 도입은 생산성 증대로 이어지는 중. 대표적인 예시로, 미국 대표 API 기반 결제 인프라 기업 STRIPE는 온프레미스 Claude Code 도입으로 1,370명의 엔지니어 전원에게 별도 설정 없이 즉시 사용 가능한 형태로 배포. 수동 작업 시 약 10주가 소요될 것으로 예상된 Scala → Java 10,000라인 코드 마이그레이션을 4일 만에 완료. 이후 Claude Fable 5 도입 시에는 5,000만 줄 규모의 Ruby 코드베이스 전체에 대한 마이그레이션을 단 하루 만에 완료. 이는 팀 전체가 수작업으로 진행할 경우 2개월 이상 소요될 작업 대비 생산성 개선 효과를 확인 가능

AI Labs ARR은 이미 기존 SaaS의 ARR로 설명 불가능한 성장성을 보이는 중



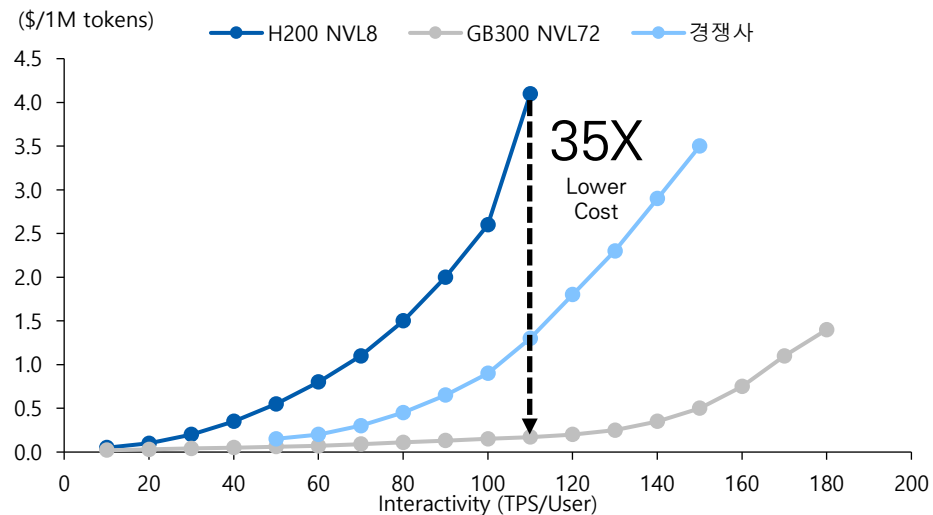
자료: Coatue, 유안타증권 리서치센터

[Anthropic vs OpenAI] ARR (좌) & Valuation (우) 비교: 26년 5월 기준 Anthropic이 역전



자료: Anthropic, OpenAI 및 언론 보도 추정값 취합, 유안타증권 리서치센터
 주: Anthropic ARR 470억달러는 공식 발표, OpenAI ARR 330억달러는 추정값

차세대 GPU 클러스터 및 연산 효율화에 따른 토큰 비용 절감



자료: NVIDIA GTC 2026, 유안타증권 리서치센터

주: TPS = Tokens Per Second, X축은 사용자 1명에게 제공되는 초당 토큰 생성 속도를 의미

Anthropic & OpenAI 구세대 대비 차세대 모델 토큰 단가

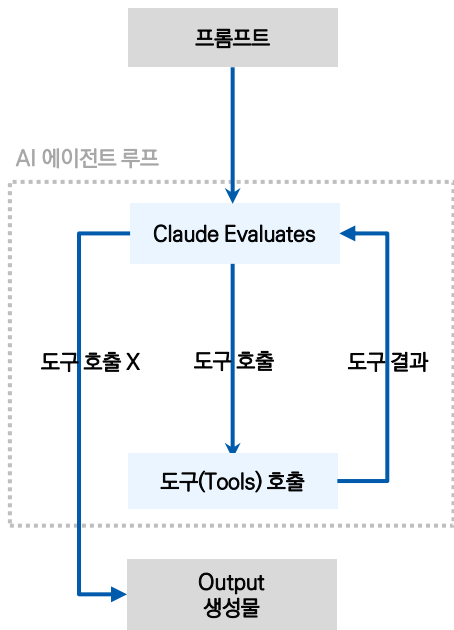
기업명	모델명	출시 날짜	입력토큰 (\$/100만토큰)	출력토큰 (\$/100만토큰)
Anthropic	Claude Opus 4.1	2025	\$15.00	\$75.00
	Claude Opus 4.8	2026	\$5.00	\$25.00
	Claude Fable 5	2026.06	\$10.00	\$50.00
	Claude Mythos 5	2026.06	\$25.00	\$125.00
OpenAI	GPT-4o	2024	\$2.50	\$10.00
	GPT-5.4	2025	\$2.50	\$15.00
	GPT-5.5	2026.04	\$5.00	\$30.00

자료: Anthropic, OpenAI, 유안타증권 리서치센터

Agentic AI의 토큰 사용 구조를 이해하면 AI Labs ARR 성장은 마땅하다

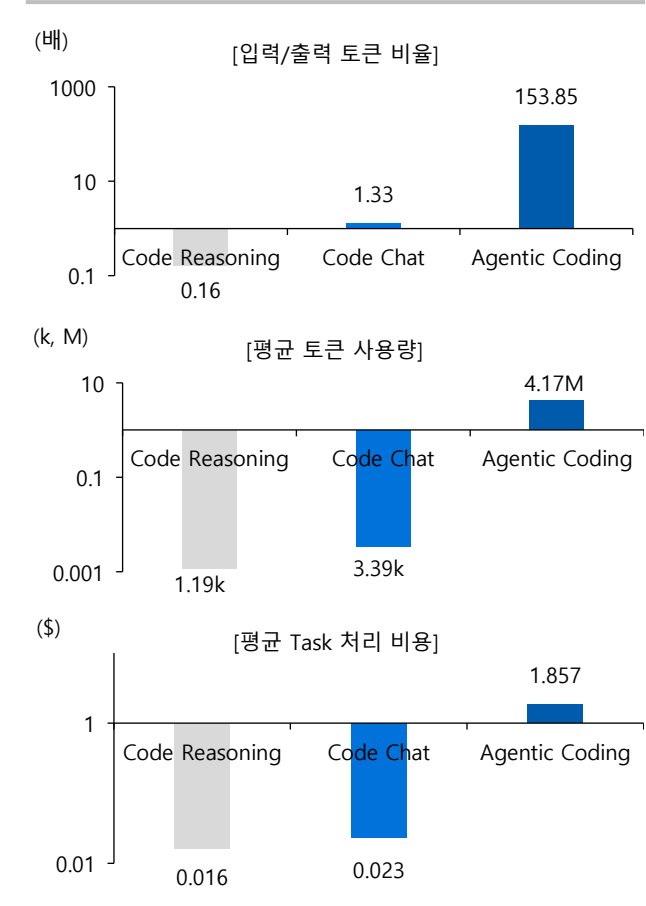
Agentic AI 이후, 단일 프롬프트 입력으로 '프롬프트 수신 → 상태 평가 → 도구 실행 → 결과 반영'의 루프를 반복하며, 파일 읽기·코드 수정·테스트 실행까지 인간 개입 없이 업무를 수행 가능. 에이전트 루프의 단계별 토큰 사용량은 Explore(탐색) 30.4%, Fix(수정) 33.5%, Validate(검증) 16.6% 순으로 활용되며, 모든 단계에서 캐시 재사용(Cache Read)이 토큰 사용량의 지배적 비중을 차지. 실제 SWE-bench Verified 기반 8개 프론티어 모델 실험 결과, 에이전트 작업의 평균 토큰 사용량은 기존 생성형 모델 대비 1,200배~3,500배. 비용 증가를 주도하는 것은 출력 토큰이 아닌 컨텍스트 누적에 의한 입력 토큰

Agentic 아키텍처 구조: 입력 토큰에서 토큰사용량이 증폭되는 구조



항목	Code Reasoning	Code Chat	Agentic Coding
평균 토큰 사용량	1,190	3,390	4,170,000
Input/Output 비율	0.16 (Output > Input)	1.33	153.85 (Input이 압도적)
평균 Task 처리 비용	\$0.02	\$0.02	\$1.86
비용 증가 배수	1x (Base)	1.4x	116x
단계별 토큰 비중	-	-	탐색: 30.4% 수정: 33.5% 검증: 16.6% 기타: 19.5%
비용 주요 요인	출력 토큰	출력 토큰	입력 토큰 (다수가 캐시 재사용)
구조 특징	단방향 1회성	멀티턴 누적 없음	Loop 반복 Context 누적

Agentic AI 토큰사용량 및 Task 처리 비용 비교



자료: ArXiv (2604.22750), 유안타증권 리서치센터

주1) "How Do AI Agents Spend Your Money? Analyzing and Predicting Token Consumption in Agentic Coding Tasks" 내 실험 내용 발췌

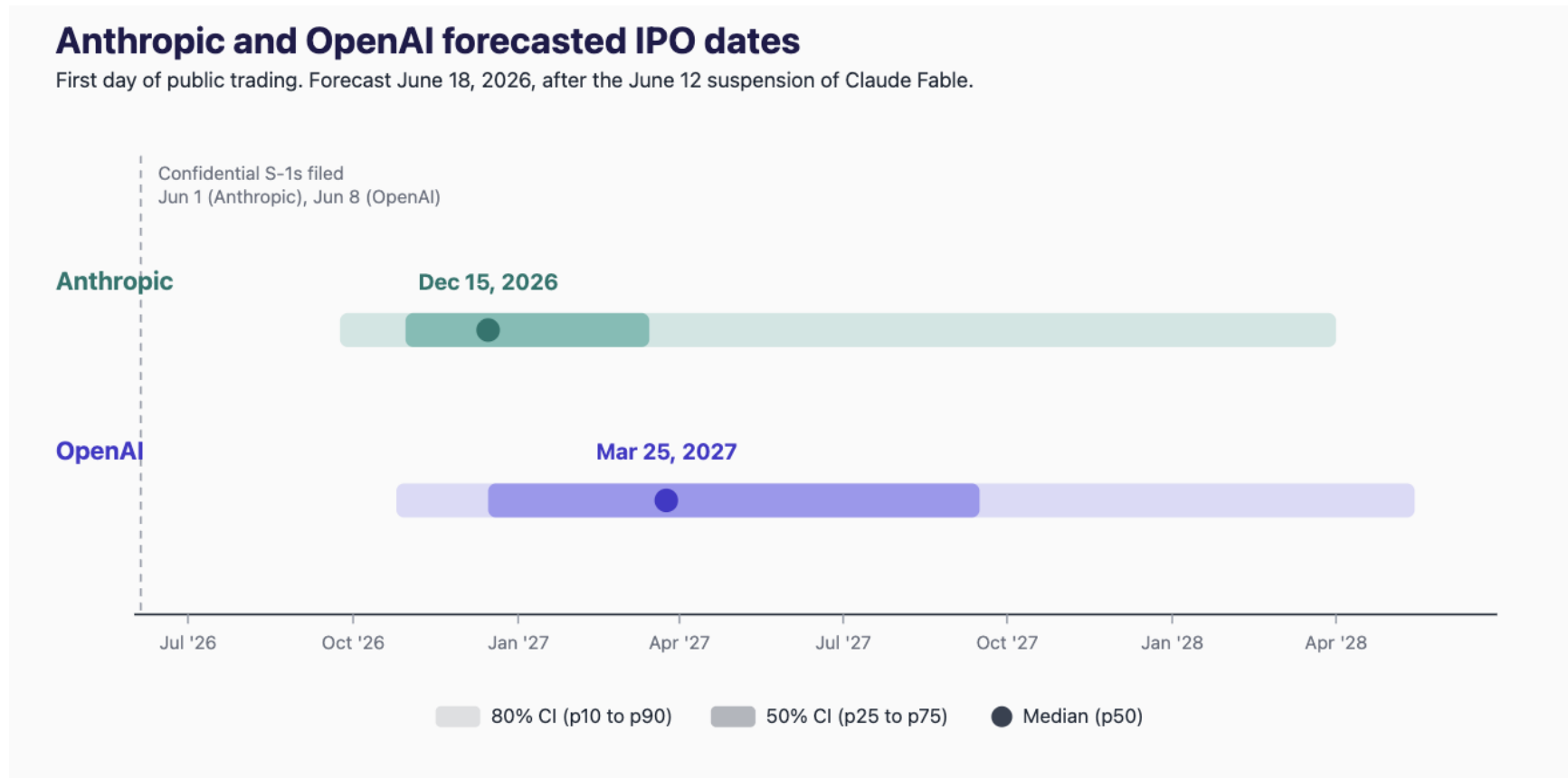
주2) 8개 프론티어 모델(Anthropic·OpenAI·Alibaba·Moonshot·Google의 모델 등)이 SWE-bench Verified 500문제 해결, 문제당 4회 독립 실행 (총 16,000회)

주3) SWE-bench Verified: 실제 GitHub 버그 수정 이슈 500개 기반 벤치마크. 성공 기준은 모델 생성 패치가 기존 테스트를 자동 통과하는 것

Anthropic & OpenAI IPO 타임라인 추정

- 2026년 6월, Anthropic(6월 1일)과 OpenAI(6월 8일)가 각각 SEC에 기밀 S-1을 제출하며 두 회사 모두 공식 IPO 대기열에 진입
- FutureSearch 예측에 따르면, Anthropic의 상장 예상일 중간값은 2026년 12월 15일, OpenAI는 2027년 3월 25일로 Anthropic이 먼저 상장될 가능성이 높다고 추정. 양사의 첫 거래일 추정 시가총액 중간값은 각각 1.1조달러, 1.08조달러로 사실상 동일 수준으로 수렴

Anthropic & OpenAI 예상 IPO 시기

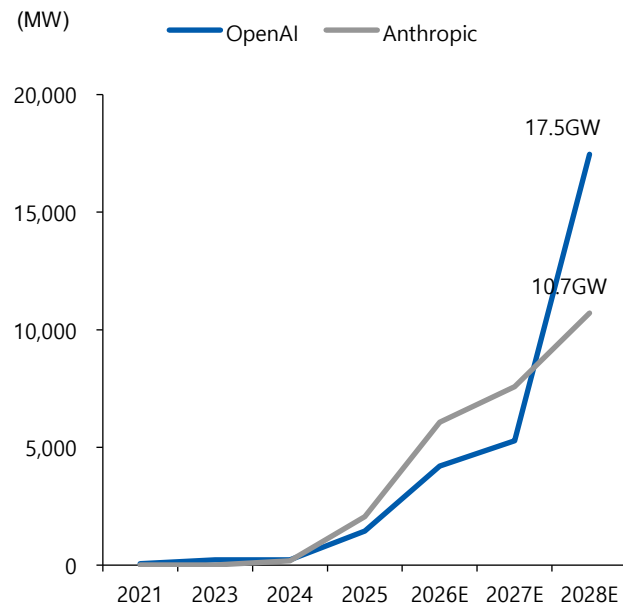


자료: futuresearch, 유안타증권 리서치센터

IPO 전 중요 점검사항 (1): Compute 확보 현황 비교

- 앞서 살펴봤듯이, 데이터센터 확보 전력을 실제 토큰으로의 변환하는 과정에서 효율이 부족할 경우, 실 서비스 지연 및 품질 저하 등 운영 리스크로 직결되는 것을 확인. 따라서, 중장기 Compute 확보 역량이 AI Labs의 '수익 지속성'을 판가름할 핵심 변수로 판단
- ~2028년 누적 확보 전력, OpenAI가 우세: 아래 데이터는 6/23 공개된 Epoch AI의 'Frontier Data Centers' 데이터베이스에 기반한 집계. 해당 데이터는 1) 고해상도 위성 이미지, 2) 건축 허가 문서, 3) 기업 공시 자료를 교차 검증하여 데이터센터별 확보 전력, H100 환산 컴퓨팅 용량, 구축 타임라인을 추정. Epoch AI 추정 기준, 2028년 OpenAI는 17.5GW, Anthropic는 10.7GW 수준을 확보할 것으로 추정. 각 사 공식 뉴스룸 발표와 각종 보도를 종합 시, **약정 용량은 OpenAI 30GW(~2030년 목표 기준), Anthropic 약 15GW(2026년 5월 기준) 수준으로 집계**
- Compute 약정 계약의 체결 시점은 구매단가로 직결되는 요인. AI 칩 공급 병목이 지속되는 환경 하에서 단위 Compute당 가격은 Vera Rubin 등 차세대 칩 출시에도 불구하고 유지되거나 오히려 상승하는 특징을 보임. 따라서, 조기 약정 체결자는 현재 시장 가격 대비 유리한 계약 단가를 선제 확보한 것으로 해석 가능. 단순 GW 규모보다 계약 체결 시점 및 단위 약정 단가가 실질 비용을 좌우하는 변수로, **향후 IPO 준비 과정에서의 Compute 약정 관련 세부 조건 공개 여부가 밸류에이션 측정의 핵심 체크포인트가 될 것으로 판단**

~2028년 AI Frontier Labs의 Compute 누적 확보 전력 비교 및 제공 데이터센터 세분화



OpenAI 데이터센터 확보 전력(MW) 세분화

	Microsoft Fairwater Atlanta	Microsoft Fairwater Wisconsin	Microsoft Goodyear	Microsoft Project Osmium	OpenAI Stargate Abilene	OpenAI Stargate Lordstown	OpenAI Stargate Michigan	OpenAI Stargate Milam	OpenAI Stargate New Mexico	OpenAI Stargate Shackelford	OpenAI Stargate UAE	OpenAI Stargate Wisconsin	확보전력 (MW)
2021	-	-	-	57	-	-	-	-	-	-	-	-	57
2023	-	-	53	114	-	-	-	-	-	-	-	-	167
2024	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2025	433	-	263	228	295	-	-	-	-	-	-	-	1,219
2026	859	442	-	-	1,180	-	-	-	-	-	280	-	2,761
2027	-	885	-	-	-	-	-	-	-	196	-	-	1,081
2028	-	2,715	-	-	-	-	1,383	1,200	2,210	1,960	1,400	1,300	12,168

Anthropic 데이터센터 확보 전력(MW) 세분화

	Amazon Madison Mega Site	Amazon Ridgeland	Anthropic-Amazon New Carlisle	Colossus 1	Colossus 2	Fluidstack Lake Mariner	확보전력 (MW)
2023	-	-	-	-	-	-	-
2024	-	-	-	181	-	-	181
2025	341	-	751	442	323	19	1,876
2026	478	273	1,244	425	1,276	313	4,009
2027	-	1,008	-	-	-	509	1,517
2028	819	-	2,310	-	-	-	3,129

자료: Epoch AI 'Frontier Data Centers', 유안타증권 리서치센터

주: Epoch AI는 추정치의 80% 신뢰구간을 실제값의 ±40% 이내로 설정, 6개월 단위 타임라인 갱신을 원칙으로 함 (해당 데이터베이스 최종 업데이트 날짜: 2026/6/14)

IPO 전 중요 점검사항 (2): 자금조달 현황과 전략적 파트너십의 관계

- ‘시리즈 펀딩 투자자’와 ‘빅테크 중심의 전략적 파트너십 체결 기업’ 중복에 대한 분석 필요. 하나의 사례로 Amazon·Google·Microsoft 등 CSP 3사는 2026년 2월 기준 Anthropic에 총 250억 달러를 투자하는 동시, 전략적 파트너십을 통해 Compute 인프라 공급자로 참여하는 이중 역할을 수행. 이들은 투자 원금을 Compute 약정 수수료로 회수하면서 1,290억~1,710억 달러 규모의 지분을 실질 리스크 없이 보유하는 구조를 형성 가능
- 해당 구조는 1) 칩 병목의 지속, 2) AI Labs의 대규모 R&D 비용에 따른 추가 자금 조달 여지, 3) 다년 인프라 약정 계약, 4) 클라우드 플랫폼 우선 접근권 등 4중 해자에 의해 담보되며, Anthropic의 이탈 가능성은 현실적으로 제한적. AI Labs의 수익 성장 가시화는 곧 AI 인프라 레이어 전반의 수혜로 직결될 것으로 판단

Anthropic의 시리즈 펀딩을 통한 자금조달 누적 히스토리

라운드	발표일	조달액	밸류 에이션	리드 투자자	주요 참여 투자자
Series A	2021.05.28	\$124M	미공개	Jaan Tallinn	Dustin Moskovitz, Eric Schmidt, James McClave
Series B	2022.04.29	\$580M	미공개	Sam Bankman-Fried (FTX)	Caroline Ellison, Jaan Tallinn, CERR
Series C	2023.05.23	\$450M	미공개	Spark Capital	Google, Salesforce Ventures, Sound Ventures, Zoom Ventures
Series D	2023.09	\$7.3B+	\$18.1B	Amazon	공식 뉴스룸 언급 X
Series E	2025.03.03	\$3.5B	\$61.5B	Lightspeed Venture Partners	Bessemer, Cisco, D1 Capital, Fidelity, General Catalyst, Jane Street, Menlo, Salesforce
Series F	2025.09.02	\$13B	\$183B	ICONIQ	Fidelity, Lightspeed, Altimeter, BlackRock, Blackstone, Coatue, GIC, Goldman Sachs, QIA, TPG 등
Series G	2026.02.12	\$30B	\$380B	GIC, Coatue	D.E. Shaw, Dragoneer, Founders Fund, ICONIQ, MGX, Sequoia, Microsoft, NVIDIA 등
Series H	2026.05.28	\$65B	\$965B	Altimeter, Dragoneer, Greenoaks, Sequoia	Capital Group, Coatue, GIC, ICONIQ, Amazon, Micron, Samsung, SK hynix 등

자료: Anthropic, 유안타증권 리서치센터

시리즈 펀딩 투자자 & 인프라 제공 파트너십 중복 구조 분석

투자자	투자금액 (달러)	지분율 (%)	지분 가치 (달러)	Compute 약정 회수액 (달러)	원금 회수 기간
Amazon	80억	15~21	570억~800억	AWS 다년 약정 150~250억	2년 이내
Google	37.5억	14	530억	GCP 다년 약정 300억~500억	3~4개월
Microsoft	100~150억	5~10	190~380억	Azure 300억 + Claude 라이선스 5억달러/년	~2년
합계	~250억달러 이상	34~45	1290억~1710억	750억~1050억 이상	-

자료: 유안타증권 리서치센터

IPO 전 중요 점검사항 (3): NVIDIA 시스템 가격 인상 시나리오별 AI 수혜군 분석

- SemiAnalysis의 AI TCO Model에 따르면, '비용 기반 가격 책정(현재 시장가, Floor)'과 '가치 기반 가격 책정(시나리오 상한, Ceiling)' 간의 괴리로 AI 밸류체인 내 혜택이 어디에 귀속되고 있는지 설명 가능. Vera Rubin NVL72 기준, 네오클라우드의 최소 배포 임대가격 시간당 4.92달러와 고객의 이론적 지불 상한 시간당 12.25달러 사이에 약 2.5배의 격차가 존재하는 것으로 추정
- 현 시점에서는 NVIDIA, TSMC 등 하드웨어 공급자가 이 격차를 가격에 충분히 반영하지 않고 있는 반면, AI Labs는 토큰당 가치 상승과 비용 하락이 동시에 진행되며 마진이 38%(‘25년말)에서 70% 이상(‘26년 5월) 이상으로 급등, 밸류체인 내 가장 큰 수혜 주체로 부상. NVIDIA의 경우, GPU-인터커넥트-소프트웨어 플랫폼으로 이어지는 1) AI 밸류체인 지배력에 따른 반독점 규제 리스크와 2) AI 생태계 내 장기 수요 확장을 단기 마진 극대화보다 우선하는 전략이 가격 동결 기조로 작용중
- 다만 이는 지속 가능한 기조는 아니며 공급 병목과 Compute 수요 초과가 지속되는 환경에서 NVIDIA 제품의 가격 인상이 진행될 경우, 가치 귀속 축이 AI 랩에서 하드웨어·인프라 레이어로 상당 부분 이동할 가능성이 존재 결론적으로 NVIDIA, TSMC, 메모리 벤더 등의 가격 재조정 시점과 가격 조정 폭이 향후 밸류체인 내 이익 배분 구조 변화의 핵심 트리거가 될 것

NVIDIA Vera Rubin NVL72 가격 결정 시나리오별 AI 가치 수혜 구조

시나리오	ASP (GPU당 \$/hour)	\$/PFLOP	네오클라우드 IRR	가치 수혜자
1. 현재 시장가 (Floor)	\$4.90	\$0.28	15.6%	AI Labs
2. 엔비디아 제품 가격 40% 인상 가정	\$8.00	\$0.46	38%	엔비디아 + 네오클라우드
3. 보수적 상한 (Ceiling)	\$9.63	\$0.55	고 IRR	엔비디아 주도
4. 이론적 상한	\$12.25	\$0.70	최대 IRR	-

자료: SemiAnalysis AI TCO Model 시나리오 추정치 정리, 유안타증권 리서치센터

주1: 네오클라우드 IRR은 가치 귀속의 방향을 결정하는 중간 변수. NVIDIA가 시스템 가격을 올리면 IRR을 유지하기 위해 네오클라우드가 임대 단가를 인상, 해당 비용이 AI Labs에 전가. 반대로 NVIDIA가 가격을 동결하면 네오클라우드와 AI Labs가 초과 이익을 향유



백종민

방산/우주/AI/로보틱스

jongmin.baik@yuantakorea.com

PART 4

중국의 AI Monetization(ft. 심천 탐방기 시즌2)

중국의 AI 수익화(Monetization)

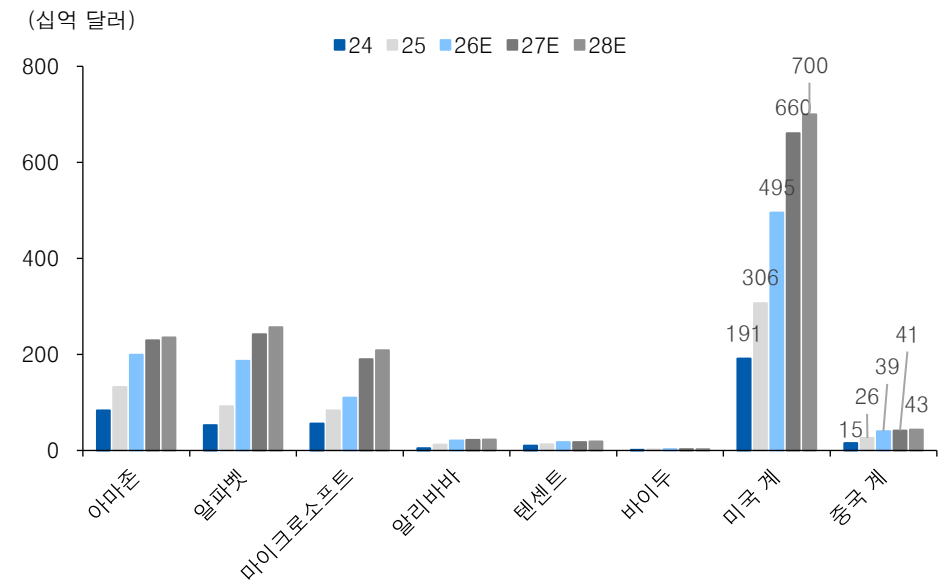
- AI 버블론에 대한 우려는 천문학적인 Capex 투자 증가세에서 기인
미국과 중국의 주요 클라우드 업체 각 3개사 기준, '25년 합산 Capex는 약 3,000억 달러 Vs. 260억 달러에서 '28E 7,000억 달러 Vs. 430억 달러로 확대 전망
- AI·로보틱스 전략 관점에서 중국은 미국과 본질적인 차이점 존재
중국: ①국가 주도의 수요 창출, ②비용 최적화에 따른 가격 우위 확보, ③오픈 소스 생태계 구축에 따른 글로벌 확산에 집중
미국: ①민간 주도의 혁신, ②스케일링 법칙에 따른 기술 우위 확보, ③폐쇄형 소스 생태계 구축
- 본 리포트는 AI·로보틱스 시대에서 천문학적인 Capex 투자에 대한 수익화(Monetization) 가능성을 검토하는 데에서 출발
다만, 현 시점에서 중국과 미국의 방법론 차이에 따른 생존 가능성에 대해 논하는 것은 무리가 있다고 판단
- 중국 파트에서는 6/10~12일까지 진행된 선전 테크 기업 탐방기와 AI·로보틱스 산업 분석을 통해 중국의 전략을 검토할 수 있는 가이드라인을 제시

중국과 미국의 AI·로보틱스 전략 비교

비교 항목	미국	중국
핵심 지향점	지적 독점 (AGI) 인간을 초월하는 범용인공지능 완성	신품질 생산력 (자립) 미국 제재 극복 및 내수 제조업 혁신
개발 방법론	스케일링 법칙 (Scaling Law) 천문학적 자본과 무제한 GPU 투입	비용 최적화 (Cost Efficiency) 알고리즘 고도화 및 하드웨어 가성비
주요 비즈니스 모델	B2C SaaS (구독형 모델) 고가의 독점 소프트웨어 라이선스 판매	B2B 인프라 & 하드웨어 결합 초저가 API 공급 후 클라우드/로봇 묶어팔기
생태계 전술	폐쇄형 (Closed-Source) 안보 리스크 통제 및 기술 독점	오픈소스 (Open-Weight) 모델 가중치 전면 공개로 글로벌 트래픽 장악
로보틱스 접근법	다목적 범용 휴머노이드 테슬라 옵티머스 중심의 기술적 우위	특화형 상용 로봇 및 대량 양산산업 물류 현장 투입 중심, ASP 경쟁
주도 주체 & 재원	민간 벤처·빅테크 주도 월가(Wall Street)의 민간 자본 펀딩	국가 자본주의 (정부 주도) 공신부 등 중앙정부 정책 유도 및 국가 펀드
시장 강점 및 지표	· 최전선 모델 성능 우위 · 전 세계 민간 투자금의 압도적 비중	· 세계 1위의 AI 특허 및 로봇 설치량 · 미국과의 모델 성능 격차 축소 중
당면 과제 (리스크)	· 막대한 CapEx 대비 실질적 ROI 의문 · 엔비디아 칩 공급망에 대한 과도한 의존	· 미국의 고성능 AI 반도체 수출 통제 심화 · 내수 소프트웨어 시장의 낮은 유료 결제율

자료: 유안타증권 리서치센터

미·중 주요 클라우드 인프라 기업 Capex 투자 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

15차 5개년 관련 중국 주요 전략

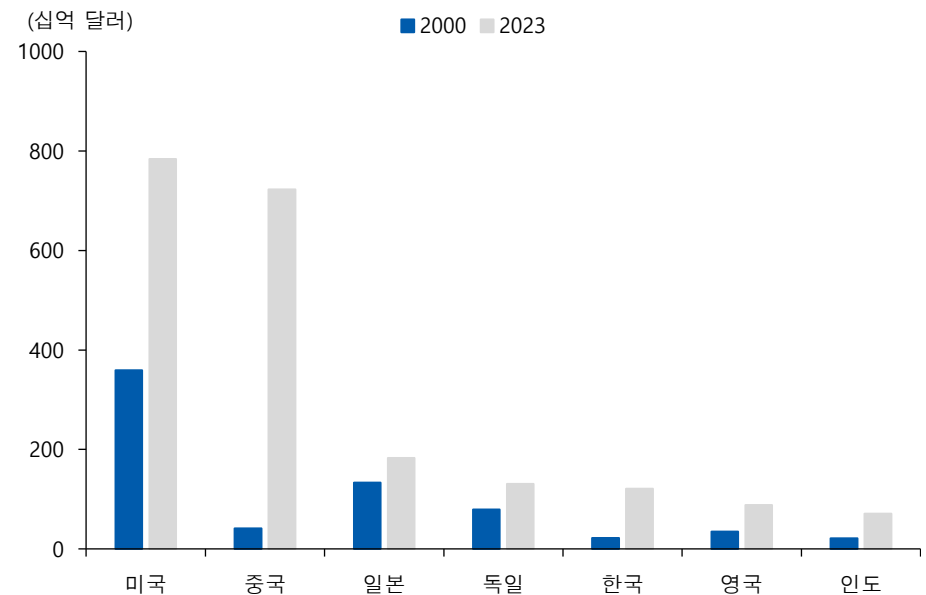
- ‘26년은 중국의 15차 5개년 계획이 시작되는 해로 2023년 9월 시진핑 주석이 제기한 신질 생산력과 맞물려 미래 산업의 대량 양산과 상용화의 원년으로 예상
15차 계획(실제 산업 현장 배치 및 표준화·규제장벽 구축) Vs. 14차 계획(기술 개발 및 프로토타입 보여주기 식)
- 미·중간 패권 경쟁이 어느때보다 격화되는 시기에 반도체, AI, 로봇틱스, 양자컴퓨터, 6G 등 미래 산업의 주도권 확보는 생존의 문제. 2024년 중국의 R&D 지출은 3.6조 위안으로 2009년 대비 6배 확대. 재정·금융·세제 등 국가 자원이 총동원되며 관련 밸류체인향 수혜는 확실 시. **정책 수혜주 주목할 필요**
- AI와 로봇틱스는 중국 정책 당국이 목표로 하는 **인구 구조 변화와 국가 안보 대응에 필수 영역**
- 관련 일환으로 다양한 세부 실행 계획안이 발표되고 있음. 표준화·규제장벽을 구축하여, 내수 기업을 보호하고 양산 배치 효율화를 극대화하는 방향

2026년 신질생산력과 15차 5개년 계획이 맞물리며 미래산업이 주력 산업으로 격상

구분	신질생산력 (이념 및 방향)	15차 5개년 계획 (구체적 실행 계획)
핵심 가치	혁신 주도, 고품질, 녹색, 고효율	과학기술 자립자강 완성, 2030 탄소 정점 달성
성장 방식	요소 투입(노동/자본) → 총요소생산성(TFP)	인구 감소 시대의 새로운 GDP 성장 공식 확립
중점 산업	신산업·미래산업 (AI, 로봇, 양자, 바이오 등)	차세대 3대 주력 산업 (Pillar Industry) 공식 지정
산업 개편	전통산업의 첨단화·지능화·녹색화	공급망 내재화(안보) 및 글로벌 표준 선점 경쟁

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

글로벌 주요 국가 R&D 지출 변화(2000년 vs 2023년)



자료: WIPO, 유안타증권 리서치센터

중국의 로보틱스 전략

- 3월에는 ‘휴머노이드 로봇 및 임베디드 AI 표준 체계’, 6월에는 ‘휴머노이드 로봇 및 구현지능 현장훈련 특별행동 추진계획’ 발표
 휴머노이드 로봇 및 임베디드 AI 표준 체계: HW 및 SW 규격 통일에 따른 대량 양산 인프라 구축의 초석 마련. 알고리즘부터 실제 현장 배치까지 6대 영역 표준화
 휴머노이드 로봇 및 구현지능 현장훈련 특별행동 추진계획: '26년 말까지 100개 이상의 시나리오에서 현장에 즉각 투입할 수 있는 1만 대 규모의 로봇 배치 능력 확보. ①수요와 공급 간의 장벽 제거를 위한 국유기업 및 지방기업에 강한 압박, ②실전 데이터를 바탕으로 Embodied AI 모델 고도화 및 하드웨어 개선
- 각종 보조금 정책이 뒷받침. 기존 완제품 제조 기업 위주로 지원되던 보조금은 핵심 부품 밸류체인 기업과 수요 기업으로 기조 변화
 ①로봇플러스 보조금: 스마트 공장 전환 기업 등에 직접 세제 혜택과 구매 보조금 지급. 100대 실증 시나리오에 참여하는 기업이 수혜 대상
 ②핵심 부품 밸류체인 지원: 미국에 제재에 대응하여 핵심 부품 기업(액추에이터, 센서, AI 칩 등)에 정부 펀드 지분 투자 및 지방정부 매칭 보조금 집중

3월 발표한 휴머노이드 로봇 및 임베디드 AI 표준 체계

6대 핵심 요소	주요 키워드	주요 내용
1. 기초·공통 표준	로봇 산업의 공통 언어	용어 정의, 인터페이스, 통신 프로토콜, 데이터 형식, 성능 평가 기준
2. 뇌 모방 AI·지능형 컴퓨팅	로봇의 두뇌	대뇌(Cerebrum)·소뇌(Cerebellum) 구조, AI 모델 학습·추론·배포, 데이터 전주기 관리
3. 사지·부품	로봇의 몸	팔, 다리, 손, 관절, 액추에이터, 센서, 통신모듈 등 하드웨어 표준
4. 완성 시스템·통합	두뇌와 몸을 연결하는 신경계	HW-SW 통합, 시스템 아키텍처, 제어 시스템, 운영체제, 로봇 플랫폼
5. 응용 표준	실제 산업 현장 활용	제조, 물류, 서비스, 의료, 가정 등 시나리오별 개발·운영·유지보수 기준
6. 안전·윤리	상용화를 위한 규제와 안전장치	안전성 검증, 데이터 보안, 개인정보 보호, AI 책임성, 윤리 규정

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

6월 발표한 휴머노이드 로봇 및 구현지능 현장훈련 특별행동 추진계획

구분	주요 세부 내용	정책적 목적 및 기대 효과
핵심 목표 (2026년 말까지)	·실전 운용 모드로 전환 · 100개 이상의 고부가가치 산업 시나리오 발굴 · 1만 대 플랫폼 및 보급 능력 형성	· 실험실 수준의 기술을 실제 산업 현장에 전면 안착 · 대량 양산을 통한 원가 절감 기반 마련
현장 개방 (수요처 확보)	· 성(省)급 지방정부: 최소 20개 이상 시나리오 개방 · 중앙 국유기업: 최소 10개 이상 시나리오 개방 · 사용자+로봇사+AI사+부품사 연합체(Consortium) 구성	· 국유기업 및 공공 인프라를 로봇 혁신의 '무료 테스트베드'로 강제 개방 · 하드웨어와 AI 생태계의 결합 가속화
대상 산업 및기술 과제	· 산업: 제조 생산, 품질 검사, 설비 점검 · 서비스/특수: 물류, F&B, 의료, 돌봄, 응급 구조 · 과제: 하루 8시간 연속 운영을 위한 내구성, 안전성 확보	· 세계 최대 제조업 공급망을 활용한 실전 데이터(Real-world Data) 대량 수집 · 인간과 로봇의 안전한 협업 메커니즘 구축
상업화 및금융 지원	· RaaS(모델 장려) · 사용량 기반 과금 및 운영 리스 금융 도입 · 주식·채권·보험을 아우르는 올인원 금융 패키지 지원	· 초기 현장 도입 비용(CapEx) 장벽을 대폭 낮춤 · 자본시장 자금을 유입시켜 로봇 기업들의 흑자 전환(BEP)을 전폭 지원

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

중국의 AI 전략

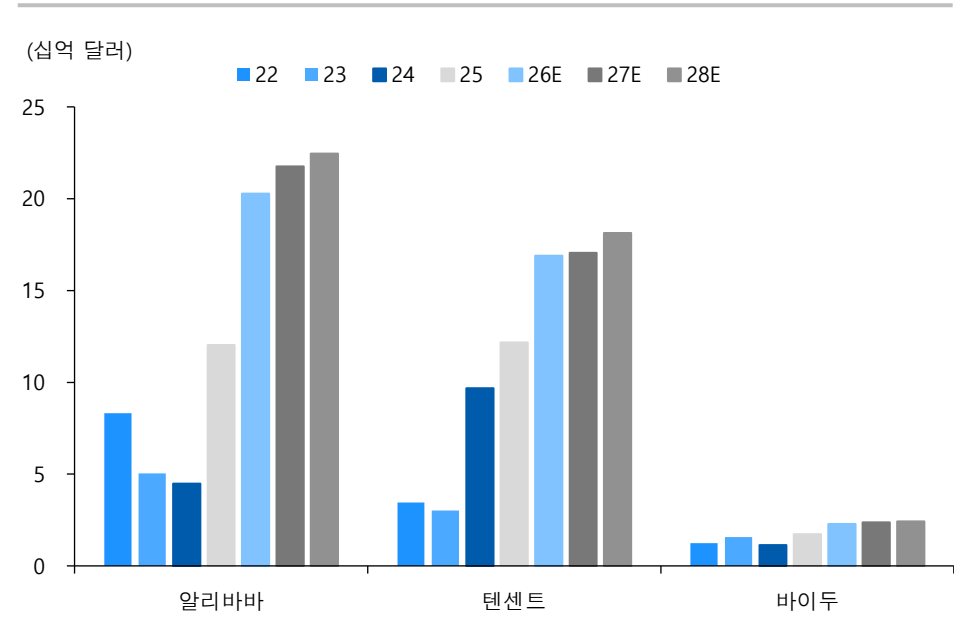
- 15차 5개년 계획의 핵심 슬로건 중 하나는 AI 플러스. AI는 국가 공급망과 기간산업을 전면 개혁할 신질 생산력의 원동력으로 정의
- '24년 발표된 국가 AI 산업 종합 표준화 체계 건설 지침의 주요 목표인 AI 분야 국가 표준 및 산업 표준 50건 이상 신규 제정의 기한은 올해 연말 LLM 학습 데이터 수집 기준, 초거대 데이터 센터의 기술적 요구사항, 사이버안보 등이 포함. 이 기준을 통과해야만 중국 내 비즈니스 가능. 자국 생태계 보호 역할
- 올해 5월에는 'AI 에이전트 규제 가이드라인' 발표. 에이전트의 자율적 의사결정 과정 속 보안 리스크를 제어하기 위함. 세부 법적 가이드라인 완비를 통해 본격적인 AI 확산기에 대비
- 또한 중국 정부는 자국 AI 기업들이 오픈소스 전략을 취하도록 장려. API 단가를 제로에 가깝게 낮춰 트래픽을 선점한 뒤, 결과적으로 자국 기업(알리바바, 바이두 등)의 GPU 클라우드 인프라를 사용하게 만드는 '인프라 종속' 구조를 정책적으로 뒷받침

중국 정부의 주요 AI 전략 요약

구분	주요 세부 내용	정책적 목적 및 기대 효과
AI 플러스(AI+) 행동 지침	<ul style="list-style-type: none"> · AI를 신품질 생산력의 핵심 동력으로 법제화 · 자율 업무가 가능한 'AI 에이전트' 고도화 · 「AI 에이전트 규제 가이드라인」을 통한 안전성 의무화 	<ul style="list-style-type: none"> · 국가 기간산업과 공급망 전반의 AI 전환(AX) 가속화 · 자율형 AI의 발생 가능한 보안 및 안보 리스크 사전 통제
국가 표준 및 진입 장벽 구축	<ul style="list-style-type: none"> · 「AI 산업 표준화 시스템 건설 지침」 가동 · '26년까지 50개 이상의 국가 표준 확립 · LLM 데이터 수집 기준, 데이터센터 요구사항 규정 	<ul style="list-style-type: none"> · 중국 시장 고유의 기술 규격을 정립하여 로컬 기업 보호 · 외산 AI 솔루션의 진입을 제한하는 기술적 무역 장벽 활용
인프라 자립 및 오픈소스	<ul style="list-style-type: none"> · 국산 AI 가속 칩(ASIC 설계) 기업에 국가 펀드(대기금 3기 등) 집중 수혈 · 포스트 트레이닝 등 알고리즘 최적화 기술 개발 보조금 지급 · 자국 모델의 오픈소스 및 저가 API 공급 장려 	<ul style="list-style-type: none"> · 미국의 고성능 반도체 수출 제재로 인한 하드웨어 제약 극복 · 글로벌 트래픽을 선점한 후 자국 기업의 GPU 클라우드로 육인
실질적 ROI 섹터 집중 우대	<ul style="list-style-type: none"> · 이커머스, 숏폼 광고, 웹소설 등 도입 즉시 매출이 나는 섹터 우대 · 24시간 AI 라이브 커머스 스트리머 및 생성형 광고 시스템 도입 보조금 지급 · 중소·중견 기업의 스마트 설비갱신 정책과 AI 도입 연계 	<ul style="list-style-type: none"> · 글로벌 생성형 AI 시장에 제기된 'AI 버블론' 사전 차단 · 자국 AI SW 기업들에 안정적인 B2B 매출처와 현금 흐름 제공

자료: 언론종합, 유안타증권 리서치센터

중국 주요 GPU 클라우드 인프라 기업 Capex 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

실전 검증 중인 중국의 AI·로봇틱스 산업

- 로봇의 응용처가 확대되기 위해서 가장 선결 조건으로 꼽히는 것 중 하나가 시나리오별 데이터 확보
 - ①시뮬레이션 데이터(기상 환경 생성), ②실제 산업 현장 데이터, ③생성 데이터(합성 데이터) 등 다양한 유형의 데이터를 확보하는 것이 중요. 특히, 실제 현장에서 확보된 데이터는 해당 고객사의 기밀 자산이므로, 확보하는 것만으로 경쟁력으로 작용
- UBTech, Unitree, AGIBOT 등 중국의 대표 휴머노이드 기업들은 이미 수만 대 수준의 휴머노이드를 출하. B2C 시장 뿐 아니라, B2B 시장에서의 레퍼런스를 확보 중임. 정부의 정책 흐름에 맞춰 대규모 생산 시설 투자를 진행하고 있으며, 일부 반도체 칩을 제외한 대부분의 핵심 부품 국산화를 완료한 상황
- 보스턴다이내믹스(약 30조원 밸류, 연 3만 대 생산 로봇 공장 추진), FigureAI(약 50조원 밸류, 하루 24대 생산/BMW 생산 레퍼런스 보유), 테슬라 옵티머스('27년 본격 생산 개시 목표) 등 글로벌 선두 기업 대비 실전 배치 측면에서 중국 기업들이 오히려 앞서 있다고 판단됨

중국과 미국의 AI·로봇틱스 전략 비교

기업명 (국적)	핵심 모델	2025년 누적/연간 출하량	2026년 연간 출하 목표	생산 CAPA (연간 최대 생산능력) 및 현황
Unitree(중국)	G1, H1, H2	약 5,500대	10,000 ~ 20,000대	엔비디아 Isaac 플랫폼 공식 파트너. 2026년 IPO 추진 중이며 전 세계 보급형 시장을 장악하고 있음.
AgiBot(중국)	Expedition 시리즈	5,168대	10,000대 이상	2026년 3월 말 기준 누적 10,000번째 로봇 출하 달성. 5천 대에서 1만 대 돌파까지 단 3개월이 걸릴 정도로 생산 속도가 4배 가속화됨.
UBTECH(중국)	Walker S,C 시리즈	1,079대 (실증 위주)	10,000대	2026년 10,000대 생산 후 2027년 30,000대 확장을 목표로 함. 비야디(BYD), 니오(Nio), 폭스콘 등 완성차 공장에 집중 배치 중.
Tesla(미국)	Optimus Gen 3	수백 대 미만 (테스트용)	약 1,000대 이상 내부 배치	프리몬트 1라인 연간 100만 대 CAPA 설계 완료. 2026년 여름 Gen 3 양산 라인 가동 시작. 텍사스 기가팩토리는 최종 연산 1,000만 대를 목표로 S-커브 램프업 중.
Figure AI(미국)	Figure 03	수십 대 미만	수십 ~ 수백 대 (파일럿)	BotQ 대량 제조 시설을 오픈했으나 아직 수만 대 양산 전. BMW 스파탄버그 공장에 40대 규모의 최초 유료 실전 배치 운용 중.
Boston Dynamics(미국)	Electric Atlas	소량 샘플	2026년 생산 전량 선점 완료	2026년 생산 할당량 전체를 현대자동차 및 구글 딥마인드 연구용으로 독점 공급 계약 완료. 상업 가시화는 2026~2028년 타깃.

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

실전 검증 중인 중국의 AI·로보틱스 산업

- 대중 재제에 따른 하드웨어 인프라 한계에도 불구하고, AI Agent 시장 내 중국산 AI 모델은 성능 대비 높은 가격 경쟁력을 바탕으로 약진 중
- 글로벌 최대 AI 플랫폼 Openrouter 기준 최근 주간 토큰 사용량 1~4위는 딥시크, 샤오미, 미니맥스, 텐센트의 모델이 차지
- 중국 내 200여 개 LLM이 가격 경쟁 중. 압도적인 토큰 가격 경쟁력을 통해 외산 모델과의 경쟁에서 두각을 드러내고 있음. 중국 빅테크 역시, 수천억 원 대 보조금을 내세우며 B2C 시장 구독 경쟁 치열. 중국 내 토큰 사용량은 '24년 초 1,000억 개/일에서 '26년 3월 1,400조 개/일로 약 1.4만배 급증
- B2B AI 시장에 대한 관심 역시 확인. 중국 AX 기업 Xunce는 '25년 ARPU 560만 위안(YoY+105%) 기록. 중국 기업들의 AI 관련 SW 지출 경향 증가세 확인
- 성능 격차 축소세도 나타나는 중. 최근 공개된 중국의 Zhipu AI의 차세대 LLM, GLM-5.2는 주요 AI 평가에서 2위를 기록. 일부 프론티어급 폐쇄형 모델과 비교해서 경쟁 가능한 수준의 성능을 확보. API 호출 비용은 100만 토큰 출력 기준 약 4.4달러로 경쟁 모델 Claude Fable 5 대비 1/12 수준

최근 글로벌 주간 토큰 사용량 1~4위는 중국 모델

The screenshot shows the OpenRouter AI model ranking page. The top models listed are:

- DeepSeek: DeepSeek V3 Flash (1.27T tokens)
- Xunce: Xunce V2.5 (1.27T tokens)
- MiniMax: MiniMax M3 (1.07T tokens)
- Tencent: Hy3 preview (1.07T tokens)
- Qwen: Qwen 3 (1.07T tokens)
- Anthropic: Claude Opus 4.7 (1.07T tokens)

자료: Openrouter

글로벌 프론티어급 폐쇄형 모델과 성능 격차를 축소 중인 중국 AI 모델. 가격은 1/12 수준

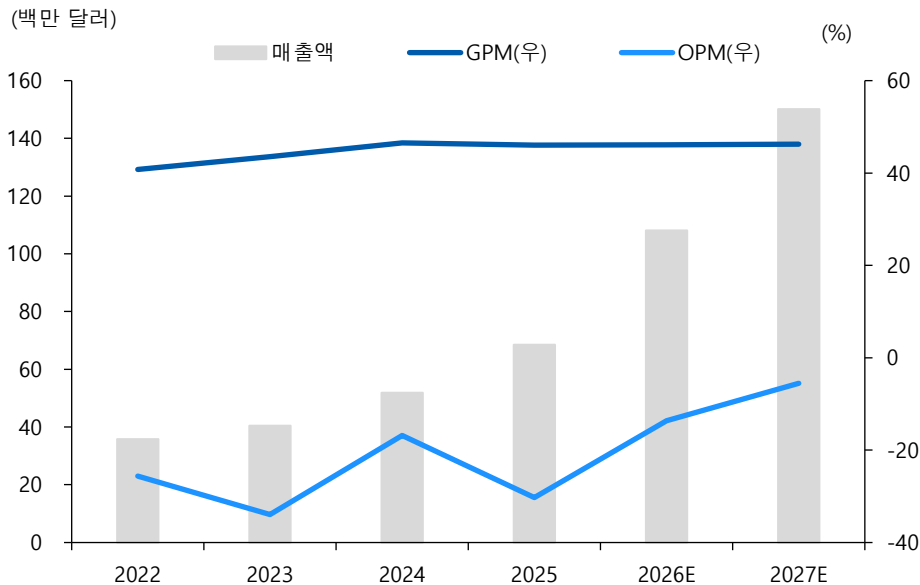
Rank	Rank Spread	Model	Score	Value	Price \$/M
1	1-1	claude-fable-5 Anthropic Proprietary	954 +16/-16	2,065	\$10 / \$50
2	2-2	glm-5.2 (max) Zhipu Proprietary	933 +19/-19	1,994	\$140 / \$440
3	3-6	claude-opus-4-5-thinking Anthropic Proprietary	905 +10/-11	3,005	\$5 / \$25
4	3-5	claude-opus-4-7-thinking Anthropic Proprietary	893 +8/-8	1,823	\$5 / \$25
5	3-8	claude-opus-4-7 Anthropic Proprietary	887 +6/-8	7,281	\$5 / \$20
6	5-11	claude-opus-4-6 Anthropic Proprietary	842 +11/-11	3,441	\$5 / \$25
7	5-11	claude-opus-4-6-thinking Anthropic Proprietary	842 +11/-11	10,284	\$5 / \$25
8	4-12	seed-2.1-pro-preview ByteDance Proprietary	839 +10/-15	1,640	N/A
9	6-11	claude-opus-4-6 Anthropic Proprietary	828 +11/-11	7,428	\$5 / \$25
10	6-13	qwen3.1-max-20260517 Alibaba Proprietary	820 +11/-11	3,792	\$1.25 / \$3.75

자료: Arena.ai

중국 심천 탐방기 시즌2. 선전 5대 테크 기업 탐방 후기

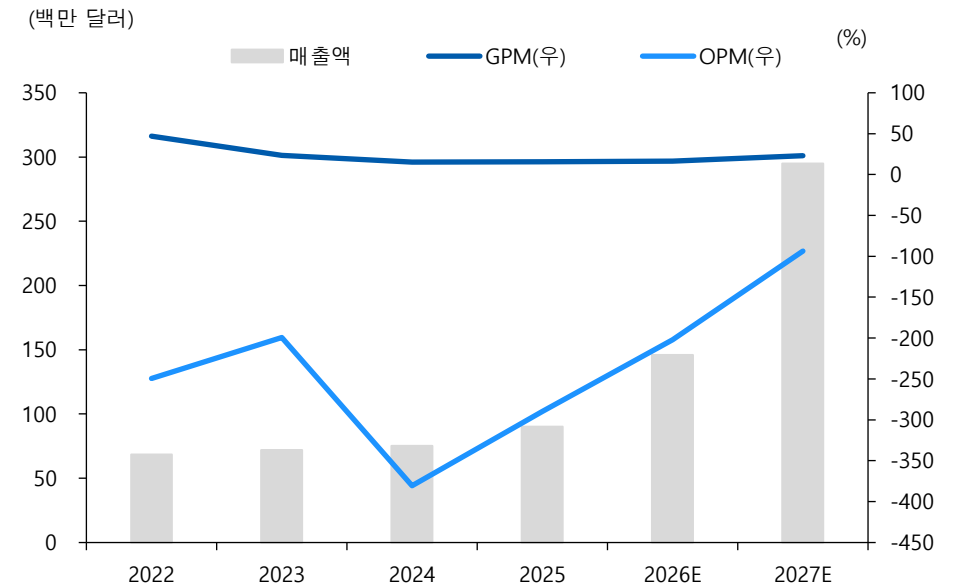
- 6/10~12일까지 2박 3일간 중국 선전에 소재한 Dobot, Pony.AI, UBTech, Xunce, Orbbec 5개 AI·로보틱스 기업 탐방을 진행
- 해당 기업들은 공통적으로 서방 진영의 Peer 기업들과 향후의 성장 경로와 단위 측면에서 차별점을 보유. 미팅 내내 확신에 찬 눈빛과 강력한 자신감 확인
 - Dobot: 향후 수 년간 매출액 CAGR +50%
 - Pony.AI: '30년까지 로보택시 매치 10만 대 달성('25년부터 매년 3배 증가)
 - UBTech: 휴머노이드 출하량 '25년 1,079대→'26E 10,000대→'27E 30,000대
 - Xunce: '26E 매출액 YoY +60~90% 달성. 1H26E 매출액 기준 전년대비 +200% 달성
 - Orbbec: '25년 9.4억 위안→'26E 16억 위안→'27E 25억 위안→'28E 35억 위안→'29E 48억 위안
- 실제 가이던스 달성 여부도 중요하겠지만, 중국의 AI·로보틱스 산업이 활성화되고 있다는 점에서 의의가 있다고 판단

Dobot 실적 추이 및 전망



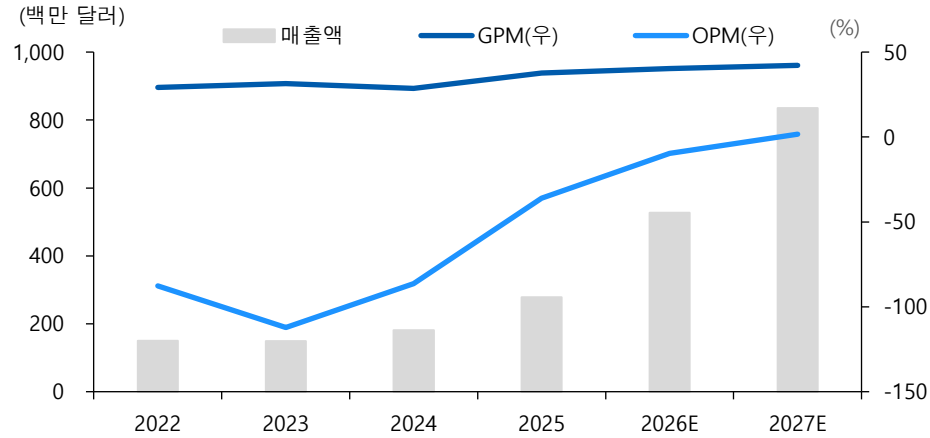
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Pony.AI 실적 추이 및 전망



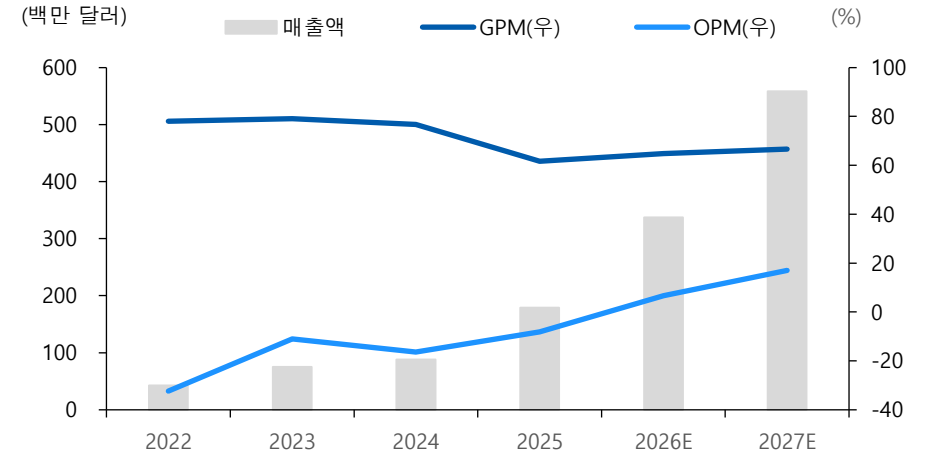
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

UBTech 실적 추이 및 전망



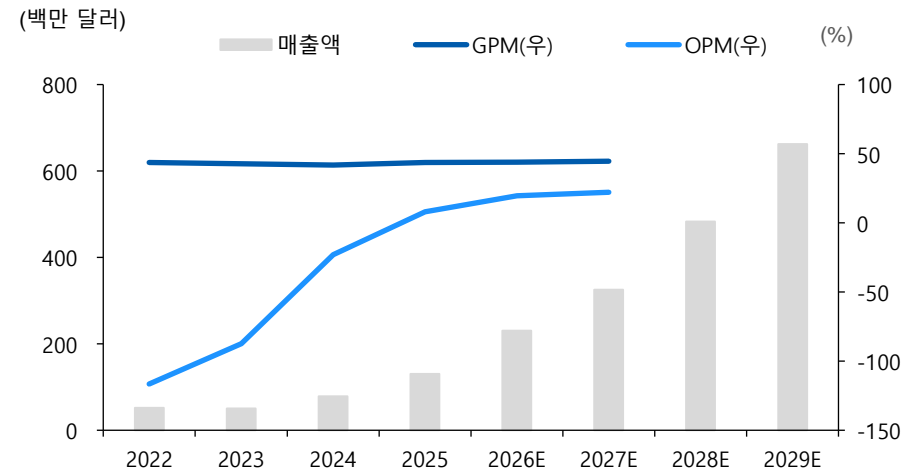
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Xunce 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Orbbec 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스, 2028~2029년은 사측 가이드런스

Dobot (2432 HK): 글로벌 2위 (출하량 1위) 협동로봇 기업

방산/우주/AI/로보틱스



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baek@yuentakorea.com

기업정보			
국가	중국		
상장거래소	Hong Kong		
산업분류 (GICS 4)	산업용 기계&용품		
주요주주 (%)			
1. Liu Peichao	19.5		
2. Yang Liu	8.0		
매출구성 (%)			
Industrial Robot	100		
-	-		
현재가 (HKD, 6/24 기준)	26.1		
컨센서스 (HKD)	56.32		
시가총액 (억HKD)	102.78		
유동주식비율 (%)	-		
52주 최저/최고 (HKD)	25.8/64.5		
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
SHENZHEN D OBOT CORP L TD-H	-24.4	-27.8	-55.4
HIS Index	-7.8	-5.4	-3.1

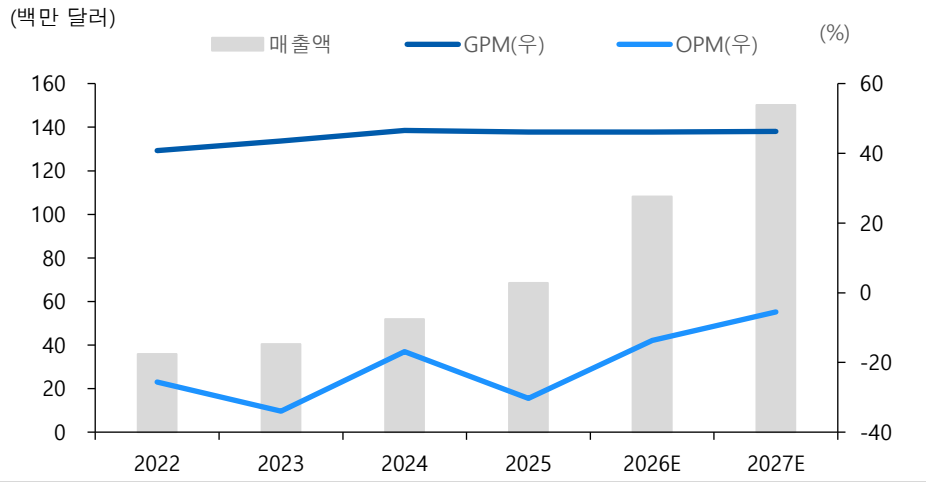
- 글로벌 2위 협동로봇 기업:** Dobot은 '15년 설립된 점유율 기준 글로벌 2위 협동로봇 전문 기업이다. 글로벌 100개 이상 국가와 350개 이상의 기업에 누적 10만 대 이상의 협동로봇을 출하했다. '25년 기준 수출 비중은 약 50%로 중국의 협동로봇 기업 중 1위를 기록했다. 동사는 응용 분야에 따라 적재하중(0.25~30kg)이 다른 4축, 6축 협동로봇 라인업을 보유했으며, 제조업(자동차, 2차전지 등), 리테일(카페, 호텔 등), 의료, 교육 등 200개 이상 운영 분야에서 10년간 축적한 노하우와 데이터를 통해 진입장벽을 구축하고 있다. 또한 최근 일본산 감속기를 중국 그린하모닉의 제품으로 대체 중임에 따라, 일부 칩(PCB)을 제외한 핵심 부품을 100% 자체개발 및 국산화에 성공했다. '25년 기준 46% 수준의 GPM은 50%대까지 확대될 것으로 전망된다. 이 밖에도 휴머노이드 Atom과 4족 보행 로봇 등을 출시하며 라인업을 확대하고 있다. 향후 연구개발 투자를 지속하여, 더 복잡한 분야에서 자체적인 판단까지 가능하도록 로봇 라인업을 고도화할 전망이다.
- 단위가 다른 성장세:** 사측 가이드언스에 따르면 향후 매출액은 연평균 50% 이상 성장세가 나타날 전망이다. 유럽·아태 지역에 자회사를 설립하여 협동로봇의 출하량을 지속 확대하는 가운데, 휴머노이드와 4족 보행 로봇 출하량 확대에 기인한다. 시장조사 기관 인터랙트 어널리시스에 따르면 '25~30년 글로벌 협동로봇 출하대수는 연평균 17.3% 증가할 전망이다. 중국 내 가격 경쟁 안정화와 유럽 및 미국의 제조 원가 상승에 따라 ASP가 안정화되고, 고하중 협동로봇 출시에 따라 산업용 로봇 시장 향 침투율이 높아질 것으로 예측되기 때문이다. 동사는 기존 1개의 로봇 팔에서 2개의 팔이 유기적으로 활용되는 분야로 사업 영역이 확대되고 있다고 언급했다. ASP는 1개의 팔이 약 2만 위안에 불과하지만, 2개의 팔을 활용했을 때 10만 위안 이상으로 매출이 확대되는데, 이는 더 복잡한 시스템을 요구하는 분야이기 때문이다. 기존 산업용 외에 상업용(팝콘, 커피 등) 협동로봇은 상용화를 앞두고 있으며, 검증 완료 후 대량 양산 체제를 구축할 예정이다. 소름에서 봤던 휴머노이드는 기술적 완성도가 상대적으로 낮았음에도, 대형 쇼핑몰 등과의 협업을 통해 '26년 1,000대가 출하될 전망이다. 빠른 매출 성장세에도 불구하고, 휴머노이드 및 Physical AI 시장 진출을 위한 연구개발비 확대 추세는 리스크 요인이다.

Summary

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 (백만HKD)	317	405	534	855	1,195
영업이익 (백만HKD)	-104	-102	-145	-116	-65
당기순이익 (백만HKD)	-114	-103	-91	-110	-32
PER (배)	-	-	-	-	-
PBR (배)	-	8	5	4	4
EV/EBITDA (배)	-	-	-	-	-
ROE (%)	-25	-14	-5	-3	0
매출액 (백만HKD)	317	405	534	855	1,195

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

Dobot 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Dobot 협동로봇



자료: Dobot, 유안타증권 리서치센터

Dobot 휴머노이드 Atom



자료: Dobot, 유안타증권 리서치센터

Dobot 4족 보행 로봇



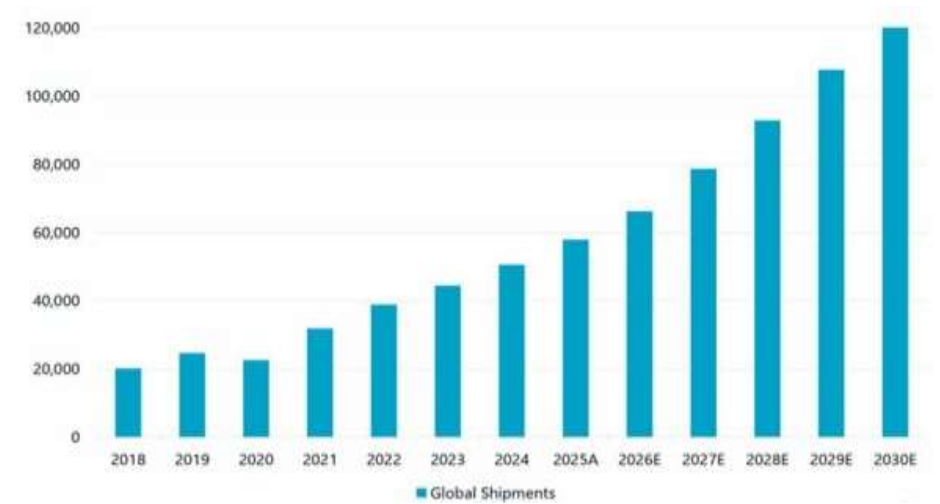
자료: Dobot, 유안타증권 리서치센터

Dobot 주요 고객사



자료: Dobot, 유안타증권 리서치센터

글로벌 협동 로봇 출하량 추이 및 전망



자료: 인터랙트 어널리시스

Physical AI 시장향 빠른 침투를 위한 모방 학습 플랫폼 X-trainer



자료: Dobot 유안타증권 리서치센터



Dobot (2432 HK) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	210	281	317	405	534
매출액 증가율 (%)	-	38.3	19.0	30.3	31.7
매출원가	104	166	179	216	288
매출총이익	106	114	138	189	246
판매비	109	162	199	246	277
영업이익	-40	-73	-104	-102	-145
영업이익 증가율 (%)	-	80.4	42.3	-1.7	41.5
EBITDA	-30	-46	-67	-66	-107
영업외손익	-10	-12	-5	0	-53
외환관련손익	0	-2	-1	0	0
이자손익	-1	-1	0	0	-51
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-30	-61	-99	-102	-91
법인세비용	20	0	15	1	0
계속사업순이익	-50	-61	-114	-103	-91
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-50	-61	-114	-103	-91
지배순이익 증가율 (%)	-	22.0	86.9	-9.5	-12.3

현금흐름표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	8	-136	-174	-101	-35
당기순이익	-50	-61	-114	-103	-91
유형자산상각비	10	27	37	36	37
기타비현금손익 조정	9	16	13	24	49
매출채권증감	-4	-29	-6	-45	-35
재고자산증감	-40	-97	-32	-15	-81
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-328	81	-64	64	-1,983
인수 및 사업	0	0	0	0	-14
유형자산 증가 (CAPEX)	-51	-25	-92	-13	-16
유형자산 감소	0	0	0	5	2
기타현금흐름	-274	108	27	75	-1,954
재무활동 현금흐름	331	226	31	874	1,697
차입금 증감	-33	19	33	167	-165
자본금 증감	365	209	0	710	1,875
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-2	-2	-2	-12
현금의 증감	11	173	-207	838	-329
기초 현금	172	169	328	118	984
기말 현금	183	337	122	940	646
NOPAT	-58	-70	-118	-104	-131
FCF (Free Cash Flow)	-44	-161	-266	-114	-51

재무상태표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	646	780	552	1,332	3,171
현금및현금성자산	183	337	122	940	646
매출채권	18	45	46	85	125
재고자산	87	149	156	146	219
비유동자산	170	266	256	259	284
유형자산	163	261	246	224	221
관계기업 등 지분관련자산	1	0	0	0	0
기타투자자산	3	2	6	27	12
자산총계	816	1,047	808	1,591	3,456
유동부채	223	356	177	354	346
매입채무 및 미지급금	186	285	96	127	247
단기차입금	0	24	64	215	80
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	206	176	221	208	189
장기차입금	-	-	-	17	0
부채총계	429	532	398	562	535
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	0	0	-	-
이익잉여금	-278	-71	-183	-	-384
비지배지분	0	0	0	0	-1
자본총계	387	515	411	1,029	2,921
순차입금	-507	-515	-240	-801	-625
총차입금	10	37	74	241	89

재무제표 및 밸류에이션

(단위: 달러, 배, %)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2
BPS	-	-	-	2.9	7.7
EBITDAPS	0.0	-0.4	-0.5	-0.3	-0.1
SPS	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	8.1	4.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	21.5	28.7
ROE	-	-13.6	-24.9	-14.2	-4.7
ROIC	-	-13.5	-21.7	-11.6	-6.2
ROA	-	-6.6	-12.4	-8.6	-3.6
부채비율 (%)	2.7	7.1	18.0	23.4	3.0
순차입금/자기자본 (%)	-131.0	-100.2	-58.4	-77.8	-21.4
매출총이익률 (%)	50.5	40.8	43.5	46.6	46.1
영업이익률 (%)	-19.3	-26.0	-32.8	-25.2	-27.1
매출순이익률 (%)	-23.8	-21.8	-36.0	-25.5	-17.0
EBITDA 마진 (%)	-14.5	-16.6	-21.1	-16.3	-20.1

PONY AI (PONY US): 로보택시 Pure Player

방산/우주/AI/로보틱스



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuentakorea.com

기업정보			
국가	중국		
상장거래소	NASDAQ GS		
산업분류 (GICS 4)	어플리케이션 소프트웨어		
주요주주 (%)			
1. 토요타자동차	12.1		
2. HONGSHAN CAPITAL VEN	5.4		
매출구성 (%)			
Auto Parts	100		
-	-		
현재가 (달러, 6/24 기준)	7.32		
컨센서스 (달러)	20.45		
시가총액 (억달러)	31.73		
유동주식비율 (%)			
52주 최저/최고 (달러)	7.3/24.9		
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
PONY AI INC	-17.9	-34.6	-44.8
S&P500	-1.4	12.3	80.0

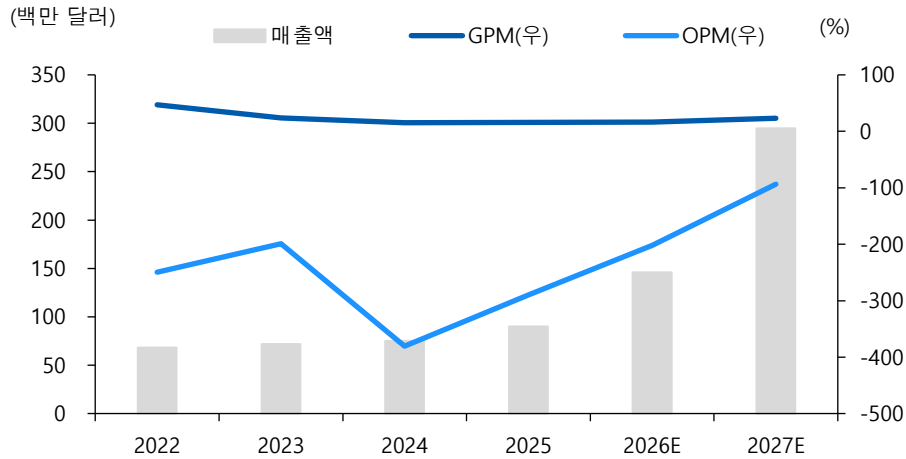
- 로보택시 Pure Player:** Pony AI는 레벨 4 자율주행 소프트웨어 기술력을 바탕으로, AI 기반의 가상 운전자 시스템을 구축하여 광저우, 상해, 선전, 베이징 등 1선 도시에서 무인 로보택시 서비스를 운영하는 로보택시 Pure player이다. 동사는 누적 5,500만km 이상의 실도로 테스트를 통해 축적된 데이터를 기반으로 한 AI 주행 알고리즘을 적용, 인간 운전자보다 10배 높은 안전성을 확보했다. 1Q26 기준 매출 비중은 1)자율주행 택시 서비스 25.0% , 2)자율주행 화물 운송 서비스 29.8%, 3)기술 라이선스 및 응용 서비스 45.2% 등으로 구성된다.
- 폭발적인 매출 성장세와 가이던스 상황:** 1Q26 매출액 3,425만 달러(YoY +145%)를 기록했다. 이 중 로보택시 부문 매출이 전년대비 +395% 증가하며, 성장세를 주도했다. 특히 운임 기반 매출이 457% 성장했다는 점에서 의의를 찾을 수 있는데, 실제 유료 사용자가 3배 이상 증가하는 등 단순 호기심에 기반한 탑승에서 실사용 유저가 확대되고 있음을 시사한다. 참고로 5월 기준 주간 유료 주문량은 1월 대비 119% 증가한 것으로 파악되어, 2분기에도 실적 성장세가 지속될 전망이다. 작년 7월 일부 1선 도시에서 시범 운영을 시작한 이후, 12월 탐방 당시 961대의 로보택시 Fleet을 운영 중이었다. 올해 3월 말 기준 Fleet 규모는 1,776대로 확대되었으며, 선전 외에 광저우, 크로아티아 등 국내외로 운영 지역이 확장되었다. 이에 연초 제시한 '26년 말 Fleet 가이던스는 기존 3,000대에서 3,500대로 확대되었다. 이후 매년 3배 이상의 Fleet 성장을 달성하여 '30년 말 10만 대 이상을 배치하는 것을 목표로 하고 있다. 한편, 현재 로보택시 1대 당 하루 매출은 약 300~320위안 수준으로, 대당 운영비 250위안을 넘어서 Unit Economic 기준 손익분기점을 넘은 것으로 파악된다. 중국 1선 도시 내 인간 운전자의 일평균 매출은 약 800위안 수준인 것으로 파악됨에 따라 Q 분 아니라 P 측면의 성장 잠재력도 높을 것으로 전망된다. 전사 BEP 달성 목표 시기는 '29년으로 1)배치 속도(5만 대 BEP), 2)R&D 비용 확대 등이 핵심 변수로 작용할 전망이다.
- 사측의 주가 부진 코멘트:** 3월말 바이두 로보택시 시스템 오류, 칩 가격 상승 등을 주요 원인으로 언급했다. 경쟁사의 부진은 동사의 침투율 상승 요인이라고 판단되며, 칩 가격 상승에 따른 비용 상승은 대당 하루 3~5위안 수준으로 전사 수익성에는 영향이 제한적일 전망이다.

Summary

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 (백만달러)	72	75	90	146	293
영업이익 (백만달러)	-143	-286	-261	-296	-277
당기순이익 (백만달러)	-125	-274	-134	-260	-249
PER (배)	-	-	-	-	-
PBR (배)	-	5	4	2	2
EV/EBITDA (배)	-	-	-	-	-
ROE (%)	-18	-34	-10	-16	-19
매출액 (백만달러)	72	75	90	146	293

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

Pony AI 실적 추이 및 전망



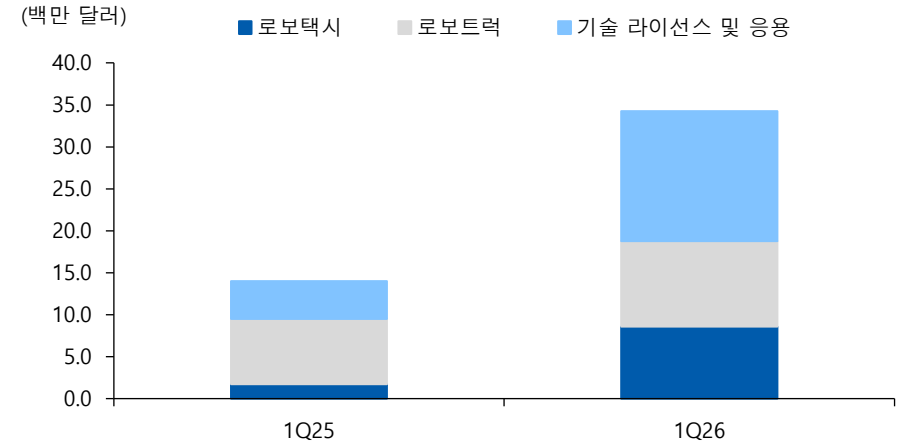
자료: Pony AI, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Pony AI 주요 사업 부문 개요



자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

Pony AI 1Q26 부문별 실적



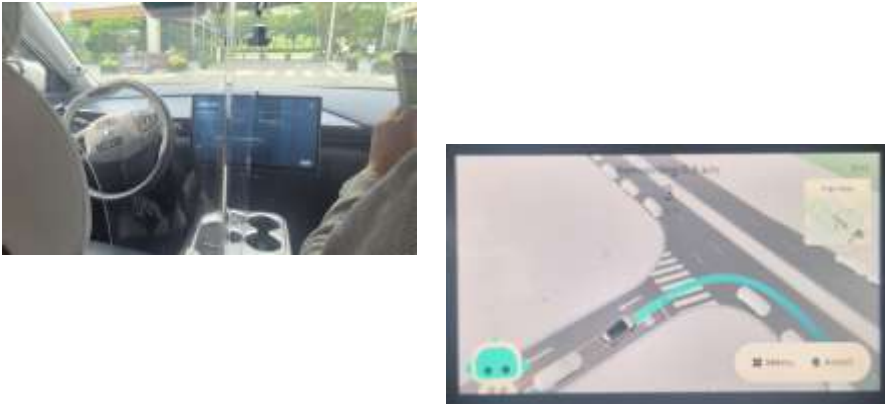
자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

Pony AI 주요 사업 목표

- **Robotaxi revenues growth** – Robotaxi revenues grew by 395.4% year-over-year in Q1, with fare-charging revenues rising by 456.5%.
- **Updating 2026 growth targets** – We raise our 2026 Robotaxi revenues target from 3 times to more than 3.5 times the level in 2025 and year-end Robotaxi fleet size target from 3,000 units to over 3,500 units¹.
- **Increasing User Demand & Order Volume** – Demonstrating resilience against typical industry seasonality, user base and paid order volume grew month-over-month year to date. Notably, average weekly paid orders in May 2026 increased by 119% compared to January², and our registered users more than tripled year-over-year³.
- **Broadening domestic and overseas deployment** – Our Robotaxi fleet has exceeded 1,700 units⁴. In China, we expanded into core urban areas of Guangzhou. Globally, we initiated our Robotaxi deployment in Croatia together with our local partners, marking the first commercial Robotaxi service in Europe.

자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

로보택시 내부 모습



자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

해외로 확장하는 Pony AI



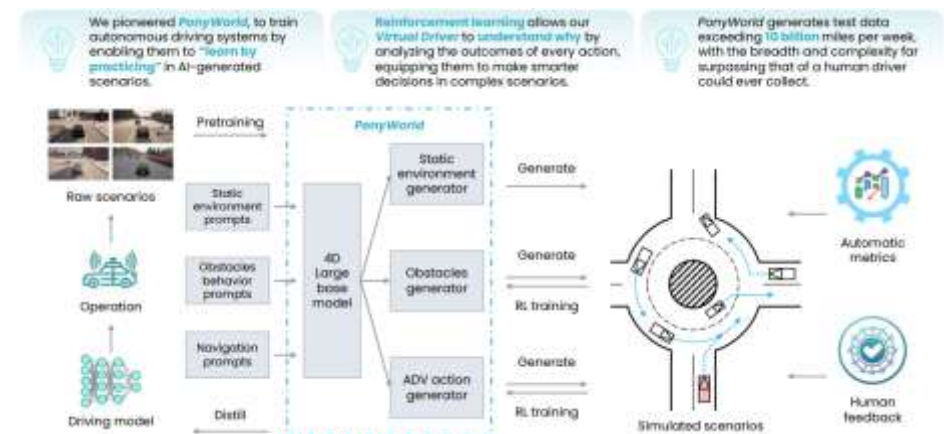
자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

Gen-7 로보택시 출시 이후 성과



자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

자율주행 시뮬레이션 및 데이터 트레이닝 플랫폼 PonyWorld



자료: Pony AI, 유안타증권 리서치센터

PONY AI (PONY US) 재무제표

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	-	68	72	75	90
매출액 증가율 (%)	-	-	5.1	4.3	20.0
매출원가	-	36	55	64	76
매출총이익	-	32	17	11	14
판매비	-	-	-	-	-
영업이익	-	-171	-143	-286	-261
영업이익 증가율 (%)	-	-	-16.1	99.3	-8.6
EBITDA	-	-154	-129	-277	-255
영업외손익	-	-22	-18	-11	-184
외환관련손익	-	0	0	0	0
이자손익	-	-	-	-	-
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	-	-10	2	10	-141
법인세비용차감전순이익	-	-148	-125	-275	-77
법인세비용	-	0	0	0	0
계속사업순이익	-	-148	-125	-275	-77
중단사업순이익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	-148	-125	-274	-134
지배순이익 증가율 (%)	-	-	-15.5	118.7	-51.1

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-	-155	-115	-111	-165
당기순이익	-	-148	-125	-274	-134
유무형자산상각비	-	17	14	8	6
기타비현금손익 조정	-	-16	-3	130	-55
매출채권증감	-	-	-	2	4
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	49	136	-181	-889
인수 및 사업	-	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-12	0	-11	-44
유형자산 감소	-	259	217	0	0
기타현금흐름	-	1	1	-78	-480
재무활동 현금흐름	-	192	90	407	815
차입금 증감	-	184	90	407	831
자본금 증감	-	0	0	0	-10
현금배당	-	0	0	0	0
기타현금흐름	-	8	0	0	-6
현금의 증감	-	76	108	110	-240
기초 현금	-	243	319	426	536
기말 현금	-	319	426	536	296
NOPAT	-	-166	-139	-283	-215
FCF (Free Cash Flow)	-	-167	-115	-122	-209

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	-	644	666	835	1,251
현금및현금성자산	-	316	426	536	293
매출채권	-	26	32	29	24
재고자산	-	0	0	0	0
비유동자산	-	128	81	216	562
유형자산	-	35	22	31	75
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	-	12	7	55	32
자산총계	-	772	747	1,051	1,813
유동부채	-	48	48	71	91
매입채무 및 미지급금	-	44	44	67	85
단기차입금	-	0	0	#N/A	#N/A
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	6	4	11	12
장기차입금	-	0	0	0	0
부채총계	-	54	52	82	104
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	63	58	2,228	3,079
이익잉여금	-	-615	-740	-1,288	-1,422
비지배지분	-	12	11	18	57
자본총계	-	718	695	969	1,709
순차입금	-	-570	-583	-732	-1,150
총차입금	-	8	6	13	15

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-	-1.7	-1.4	-2.4	-0.4
BPS	-	-	7.7	2.7	3.8
EBITDAPS	-	-1.8	-1.3	-1.0	-0.4
SPS	-	0.8	0.8	0.7	0.2
DPS	-	-	-	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	5.3	3.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	21.9	61.2
ROE	-	-	-18.0	-33.5	-10.3
ROIC	-	-	-19.5	-33.6	-15.9
ROA	-	-	-16.5	-30.5	-9.4
부채비율 (%)	-	1.1	0.9	1.4	0.9
순차입금/자기자본 (%)	-	-79.4	-83.9	-75.5	-67.3
매출총이익률 (%)	-	46.9	23.5	15.2	15.7
영업이익률 (%)	-	-249.6	-199.2	-380.6	-289.8
매출순이익률 (%)	-	-216.8	-174.3	-365.4	-148.9
EBITDA 마진 (%)	-	-225.1	-179.3	-369.4	-282.9

UBTech (9880 HK): 실전 휴머노이드 기업

방산/우주/AI/로보틱스



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baek@yuentakorea.com

기업정보			
국가	중국		
상장거래소	Hong Kong		
산업분류 (GICS 4)	산업용 기계&용품		
주요주주 (%)			
1. Zhou Jian	16.3		
2. Xia Zuoquan	4.6		
매출구성 (%)			
1. Factory Automation Equipment	100		
-	-		
현재가 (HKD, 6/24 기준)	96.7		
컨센서스 (HKD)	157.8		
시가총액 (억HKD)	486.79		
유동주식비율 (%)			
52주 최저/최고 (HKD)	75.5/161		
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
UBTECH ROBOTICS CORP LTD-H	-22.0	3.1	17.5
HSI Index	-7.9	-5.4	-3.2

• **실전 휴머노이드 기업:** UBTECH는 '12년 설립된 휴머노이드 및 지능형 서비스 로봇 전문 기업이다. 중국 최초로 상업화된 휴머노이드 로봇 Walker 시리즈를 출시, '25년에만 1,079대의 휴머노이드를 출하하는 등 양산·상업화 측면에서 글로벌 선두 지위를 확보했다. 주목할 점은 동사의 Walker 시리즈는 이미 폭스콘·BYD·니오·폭스바겐·지리 등 10개 이상의 생산 라인에 배치되어 실증 레퍼런스를 확보하고 있다는 것이다. 이에 올해 중국 정부가 추진 중인 '26년 말까지 휴머노이드 로봇 1만 대 이상 현장 배치 프로그램에서 구조적인 우위를 확보한 것으로 평가된다. 이 밖에도 6월 말 출시 예정인 바이오닉(감성) 휴머노이드 U1 시리즈는 사전 예약 판매 2주 만에 4,000건 이상의 주문이 접수된 것으로 파악된다. 동사가 기존 강점을 보유한 산업용 외에도 일반 상업용 휴머노이드 시장으로의 다각화라는 측면에 의의가 있다. 한편, Walker S3 시리즈 역시 상반기 내 출시가 예정되어 있다. 기존 S2 대비 부품원가 20~30% 절감, 연산능력은 약 7.5배 향상되는 것으로 파악된다. 본격적인 출하량 증가에 대비하여 올해 안에 1만 대 수준의 생산 CAPA를 확보할 계획이다.

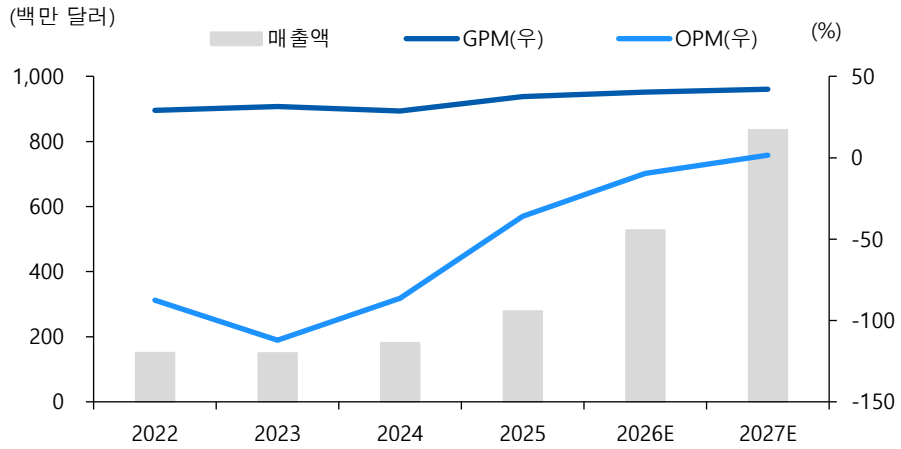
• **매력적인 밸류, 압도적인 성장세:** 동사의 가이던스에 따르면 휴머노이드 출하량은 '26E 10,000대, '27E 30,000대로 확대될 전망이다. 보스턴다이내믹스(약 30조원 밸류, 연 3만 대 생산 로봇 공장 추진), FigureAI(약 50조원 밸류, 하루 24대 생산/BMW 생산 레퍼런스 보유), 테슬라 옵티머스('27년 본격 생산 개시 목표) 등 글로벌 선두 휴머노이드 기업 대비 오히려 출하량과 레퍼런스 측면에서 앞서 있음에도 불구하고, 10~14조원 내외의 기업가치는 매력적인 구간이라고 판단된다. 동사의 휴머노이드 라인업은 자체 설계 및 중국 내수 부품 조달을 통해 '25년 기준 50% 이상의 GPM을 확보했다. 올해부터 본격적인 양산 페이스 진입에 따라 수익성을 동반한 실적 성장이 지속될 전망이다. 다만, 중국 내 Agibot, Unitree 등과의 ASP 경쟁 심화, 반도체 칩(Jetson 시리즈) 대중 규제 강화, 고객사 투자 축소 등은 리스크 요인이다.

Summary

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 (백만HKD)	1,167	1,415	2,172	4,177	6,597
영업이익 (백만HKD)	-1,347	-1,267	-795	-402	119
당기순이익 (백만HKD)	-1,364	-1,218	-763	-346	255
PER (배)	-	-	-	-	353
PBR (배)	18	11	8	6	6
EV/EBITDA (배)	-	-	-	75	75
ROE (%)	-84	-55	-15	-4	3
매출액 (백만HKD)	1,167	1,415	2,172	4,177	6,597

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

UBTech 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Ubtech Walker S2



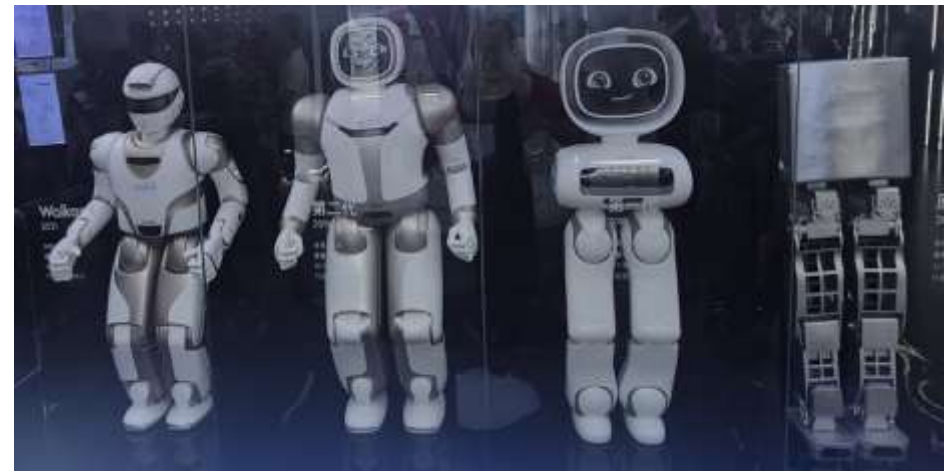
자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

Walker S2 시리즈 시연



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

UBTech 휴머노이드 시리즈 개발 변천사



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

출시 예정 상업용 휴머노이드 U1 시리즈



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

기타 로봇 라인업



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

기타 로봇 라인업



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

기타 로봇 라인업



자료: UBTech, 유안타증권 리서치센터

UBTech (9880 HK) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	985	1,174	1,167	1,415	2,172
매출액 증가율 (%)	10.4	23.4	4.7	23.6	53.3
매출원가	676	832	799	1,009	1,354
매출총이익	308	342	368	405	818
판매비	824	884	947	908	826
영업이익	-1,056	-1,137	-1,347	-1,267	-795
영업이익 증가율 (%)	62.5	7.6	18.5	-5.9	-37.3
EBITDA	-936	-1,032	-1,252	-1,195	-721
영업외손익	30	-6	10	-22	46
외환관련손익	8	-27	-1	-24	37
이자손익	22	27	8	12	-43
관계기업관련손익	-	-6	0	6	62
기타	0	0	3	12	0
법인세비용차감전순이익	-1,086	-1,130	-1,357	-1,246	-841
법인세비용	20	19	41	12	16
계속사업순이익	-1,106	-1,150	-1,398	-1,257	-857
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,109	-1,135	-1,364	-1,218	-763
지배순이익 증가율 (%)	39.4	2.3	20.2	-10.7	-37.3

현금흐름표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-820	-633	-1,168	-1,055	-904
당기순이익	-1,109	-1,135	-1,364	-1,218	-763
유무형자산상각비	120	105	95	72	74
기타비현금손익 조정	217	423	513	342	238
매출채권증감	-287	-354	-	-	-
재고자산증감	-16	115	-32	-42	-155
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-274	-454	-559	-301	-733
인수 및 사업	-6	-126	-22	0	-17
유형자산 증가 (CAPEX)	-287	-372	-	-	-
유형자산 감소	9	15	-	-	-
기타현금흐름	10	29	0	-65	-2,606
재무활동 현금흐름	676	935	2,141	2,079	5,694
차입금 증감	110	-61	915	90	-446
자본금 증감	603	1,003	1,009	1,953	6,273
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-37	-7	217	35	-132
현금의 증감	-420	-149	415	726	4,012
기초 현금	763	309	160	554	1,326
기말 현금	335	164	573	1,267	5,444
NOPAT	-1,081	-1,155	-1,230	-1,107	-654
FCF (Free Cash Flow)	-1,107	-1,005	-1,756	-1,301	-1,348

재무상태표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	1,951	1,566	3,209	3,093	8,104
현금및현금성자산	335	164	573	1,302	5,444
매출채권	452	749	924	1,011	1,495
재고자산	523	376	458	490	642
비유동자산	1,321	1,586	2,033	2,370	3,301
유형자산	1,148	1,428	1,806	2,062	2,720
관계기업 등 지분관련자산	133	-	22	25	166
기타투자자산	31	54	105	195	279
자산총계	3,272	3,153	5,242	5,463	11,405
유동부채	2,053	1,543	2,147	2,227	2,664
매입채무 및 미지급금	871	896	1,123	1,219	1,698
단기차입금	800	370	859	844	707
유동성장기부채	-	-	30	38	68
비유동부채	286	418	797	844	583
장기차입금	131	335	714	754	489
부채총계	2,340	1,961	2,944	3,071	3,247
자본금	-	-	460	459	560
자본잉여금	-	-	6,880	7,517	14,223
이익잉여금	-	-	-	-	-
비지배지분	9	105	141	145	120
자본총계	932	1,192	2,298	2,392	8,159
순차입금	702	615	1,115	395	-4,180
총차입금	1,037	779	1,688	1,713	1,319

재무제표 및 밸류에이션

(단위: 달러, 배, %)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-2.9	-	-3.4	-2.9	-1.7
BPS	-	-	5.2	5.2	16.0
EBITDAPS	-2.1	-	-2.9	-2.5	-2.0
SPS	2.6	-	2.9	3.4	4.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	17.6	10.6	7.9
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	31.7	16.7	25.8
ROE	-103.9	-113.8	-84.5	-55.2	-15.1
ROIC	-52.6	-56.6	-38.5	-24.7	-8.9
ROA	-36.0	-35.7	-32.7	-22.7	-9.1
부채비율 (%)	111.2	65.4	73.5	71.6	16.2
순차입금/자기자본 (%)	75.3	51.6	48.5	16.5	-51.2
매출총이익률 (%)	31.3	29.2	31.5	28.7	37.7
영업이익률 (%)	-107.2	-96.8	-115.4	-89.6	-36.6
매출순이익률 (%)	-112.6	-96.7	-116.9	-86.1	-35.1
EBITDA 마진 (%)	-95.0	-87.9	-107.3	-84.5	-33.2

Shenzhen Xunce Technology (3317 HK): 대륙의 Palantir

방산/우주/AI/로보틱스



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuentakorea.com

기업정보			
국가	중국		
상장거래소	Hong Kong		
산업분류 (GICS 4)	IT 컨설팅&기타 서비스		
주요주주 (%)			
1. ZHUHAI ENYUAN TEC H L	11.9		
2. ZHUHAI FUQIAN TEC H L	10.8		
매출구성 (%)			
IT Services	100		
-	-		
현재가 (HKD, 6/24 기준)	116.8		
컨센서스 (HKD)	267		
시가총액 (억HKD)	376.71		
유동주식비율 (%)			
52주 최저/최고 (HKD)	38.02/382.8		
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
SHENZHEN X UNCE TECHNOLOGY -H	-51.6	-15.2	-
HSI Index	-7.8	-5.4	-3.1

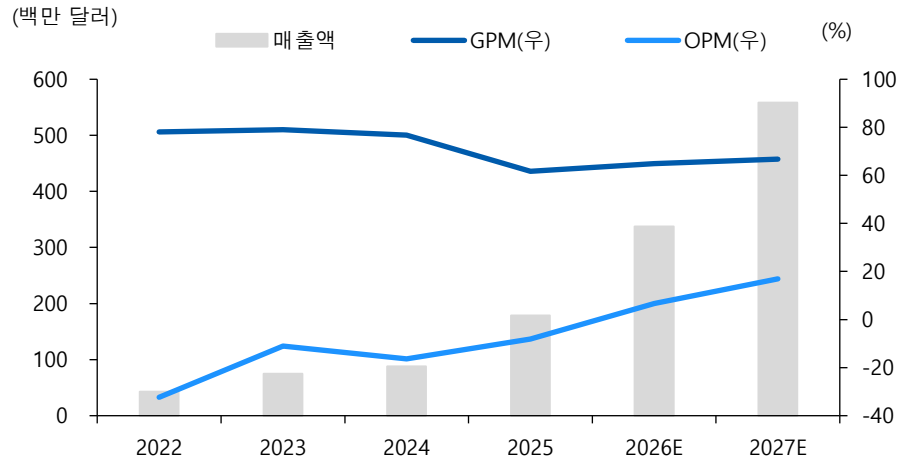
- 대륙의 Palantir:** Shenzhen Xunce Technology는 '16년 설립된 AI Agent 기반 중국 1위 실시간 데이터 처리·분석 인프라 기업이다. 설립 초기, 헤지펀드 및 자산운용사 대상으로 밀리초 단위 대용량 실시간 데이터 처리 인프라 구축 서비스 제공을 통해 AX 역량을 확보하였다. 데이터 처리의 전 단계(데이터 수집→정제→정규화→라벨링→모델링→실시간 연산→AI 앱 연계→모델 파인 튜닝)를 내재화 하며, '20년부터는 제조, 신에너지, 통신, 로보틱스 등 10개 이상의 산업항 확장세가 나타나고 있다. '25년 기준 230개의 Paying Customer를 보유했으며, 글로벌 Peer 기업으로 Palantir(PLTR US), Snowflake(SNOW US), 코난테크놀로지(402030 KS) 등이 있다.
- 중국 내 AI 수요 급증에 따른 직접 수혜 확인 중:** '25년 매출액 12.9억 위안(YoY +103%), ARPU 560만 위안(YoY +105%)를 기록했다. 사측은 '26년 가이던스 매출액을 전년대비 60~90% 성장한 20~25억 위안을 제시하는 등 본격적인 성장 구간 진입을 예고했다. 이는 AI Agent 시대를 맞아 중국 내 토큰 사용량이 '24년 초 1,000억 개/일에서 '26년 3월 1,400조 개/일로 약 14,000배 급증한 것에 기인한다. 중국 내 약 200여 개의 LLM 기업들이 경쟁 중이다. 이는 미국 대비 1/30 수준의 토큰 가격을 형성하며, 내부 비용을 효율화하고 AI 도입 수요를 자극하는 요인으로 작용하고 있다. 또한 MCP, OpenClaw 등 AI Agent 기술이 고도화됨에 따라 데이터 처리량, 고품질 데이터 활용, 도메인 복잡도 등이 확대되고 있다. 복잡한 AI 기술을 고객사 맞춤형으로 제공하는 동사의 역량은 갈수록 부각될 전망이다. 중국 규제 당국의 우호적인 스탠스 역시 성장을 뒷받침하는 요인이 될 전망이다. 중국 정부는 올해부터 시작된 15차 5개년 계획에 따라 '30년 AI 선도국 건설을 목표로 설정했다. 이를 위해 연말까지 50개 이상의 AI 분야 국가 표준 확립, 향후 5년 간 약 2조 위안 규모의 AI 컴퓨팅 시설 확충 등 세부 가이드라인을 제시하고 있다. 동사는 중국 GPU의 산업의 4대 기업 중 MetaX, Biren, iluvatar CoreX와 AI 컴퓨팅 협력을 체결하는 등 향후 중국 내 핵심 AI 다운스트림 기업으로 자리매김할 것으로 기대된다.

Summary

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 (백만HKD)	586	685	1,394	2,702	4,356
영업이익 (백만HKD)	-78	-115	-155	177	742
당기순이익 (백만HKD)	-61	-91	-102	126	571
PER (배)	-	-	-	182	50
PBR (배)	-	-	6	13	11
EV/EBITDA (배)	-	-	-	46	46
ROE (%)	-3	-5	-5	4	15
매출액 (백만HKD)	586	685	1,394	2,702	4,356

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

Xunce 실적 추이 및 전망



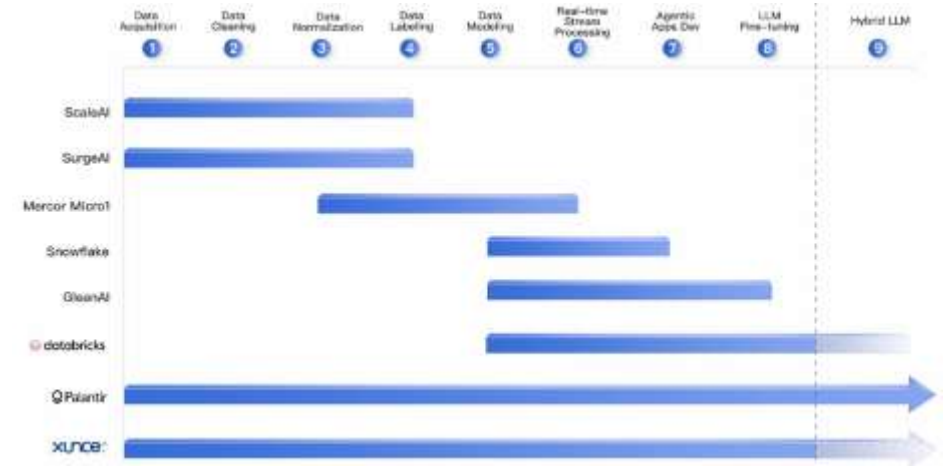
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스

Xunce 주요 제품 및 고객 산업군



자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

주요 글로벌 경쟁사 대비 Xunce 포지셔닝



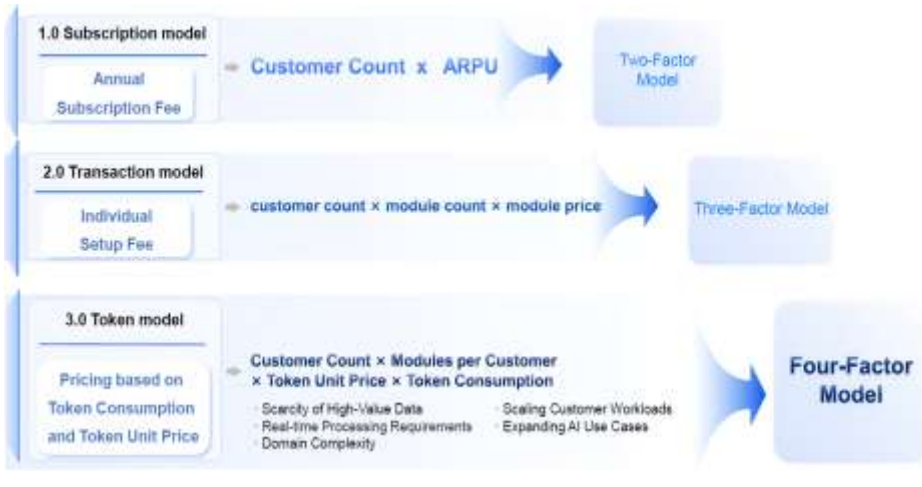
자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

Xunce 실시간 데이터 처리 인프라 모식도



자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

Xunce 과금 모델



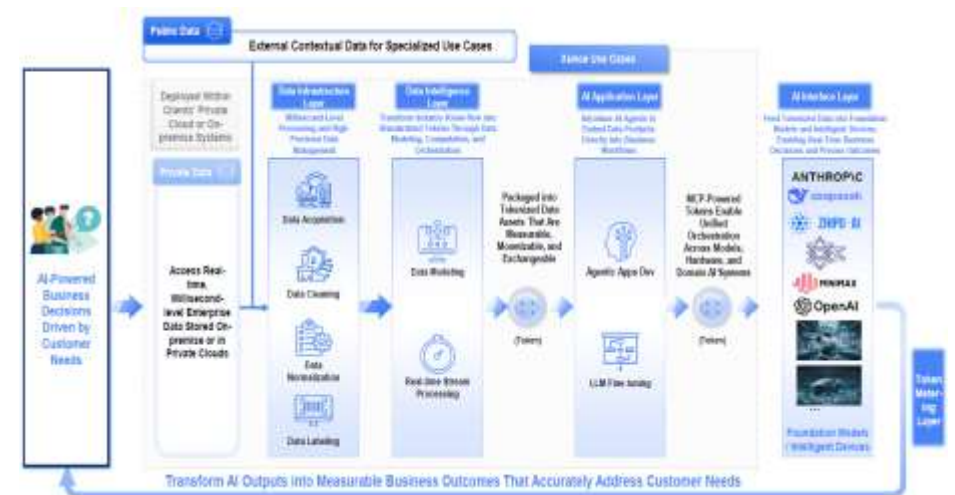
자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

ARPU(Average Revenue Per User) 추이



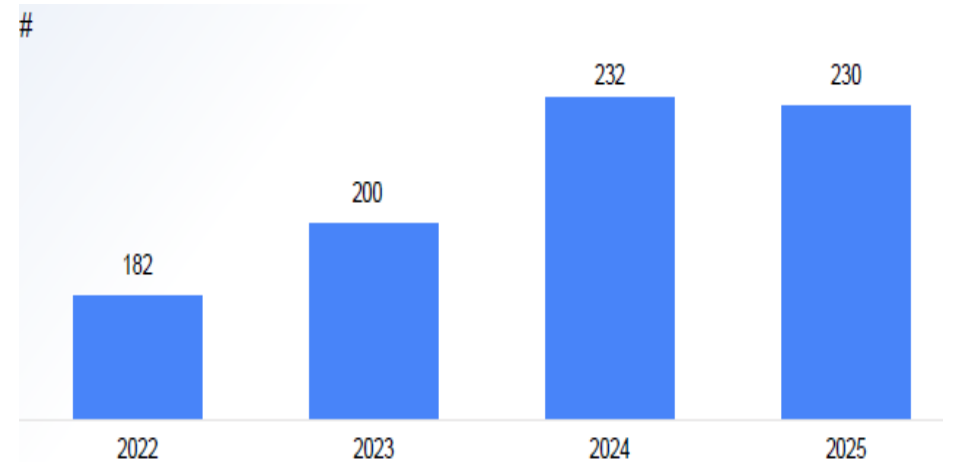
자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

5월 출시한 차세대 Token 기반 OS



자료: Xunce 유안타증권 리서치센터

Paying Customers 추이



자료: Xunce, 유안타증권 리서치센터

Shenzhen Xunce Technology (3317 HK) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	-	335	586	685	1,394
매출액 증가율 (%)	-	-	84.3	19.1	103.3
매출원가	-	74	123	160	535
매출총이익	-	262	463	525	860
판매비	-	107	131	143	214
영업이익	-	-116	-78	-115	-155
영업이익 증가율 (%)	-	-	-33.1	47.1	35.4
EBITDA	-	-99	-58	-89	-126
영업외손익	-	-4	-8	-9	-14
외환관련손익	-	3	1	1	-3
이자손익	-	133	2,141	1	540
관계기업관련손익	-	1	1	0	0
기타	-	-141	-2,150	-3	-541
법인세비용차감전순이익	-	-112	-70	-106	-141
법인세비용	-	0	0	0	0
계속사업순이익	-	-112	-70	-106	-141
중단사업순이익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	-87	-61	-91	-102
지배순이익 증가율 (%)	-	-	-30.2	49.0	12.1

현금흐름표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-	-215	-214	-184	-96
당기순이익	-	-87	-61	-91	-102
유무형자산상각비	-	17	20	26	29
기타비현금손익 조정	-	-35	-7	4	96
매출채권증감	-	-63	-226	-3	-631
재고자산증감	-	-	-	-	-
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	-167	-210	-50	-44
인수 및 사업	-	-	-	-	-
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-3	-4	-21	-160
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-	-158	-205	-29	126
재무활동 현금흐름	-	914	256	-40	945
차입금 증감	-	3	22	-31	12
자본금 증감	-	-	-	-	-
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-	911	234	-9	934
현금의 증감	-	534	-168	-274	805
기초 현금	-	328	823	635	383
기말 현금	-	847	657	366	1,209
NOPAT	-	-115	-60	-93	23
FCF (Free Cash Flow)	-	-218	-219	-206	-256

재무상태표

(단위: 백만HKD)

결산 (1월)	2022A	2023A	2024A	2025A	
유동자산	-	1,210	1,277	966	2,287
현금및현금성자산	-	847	657	366	1,207
매출채권	-	87	293	268	748
재고자산	-	0	0	0	0
비유동자산	-	899	977	984	1,246
유형자산	-	18	19	46	205
관계기업 등 지분관련자산	-	23	25	24	25
기타투자자산	-	100	46	35	41
자산총계	-	2,109	2,254	1,950	3,532
유동부채	-	275	305	176	814
매입채무 및 미지급금	-	141	167	108	681
단기차입금	-	19	50	30	53
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	6	4	19	22
장기차입금	-	-	-	-	-
부채총계	-	281	310	195	837
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	-	-	-	946
이익잉여금	-	-447	-39	-128	-238
비지배지분	-	126	113	95	70
자본총계	-	1,828	1,944	1,755	2,696
순차입금	-	-982	-781	-508	-1,262
총차입금	-	32	64	57	87

재무제표 및 밸류에이션

(단위: 달러, 배, %)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
BPS	-	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	8.1
EBITDAPS	-	-0.8	-0.7	-0.6	-0.3
SPS	-	1.2	2.0	2.3	4.6
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	-
PBR	-	-	-	-	6.2
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
PSR	-	-	-	-	10.6
ROE	-	-	-3.5	-5.2	-4.8
ROIC	-	-	-3.1	-4.8	1.0
ROA	-	-	-2.8	-4.3	-3.8
부채비율 (%)	-	1.8	3.3	3.3	3.2
순차입금/자기자본 (%)	-	-53.7	-40.2	-29.0	-46.8
매출총이익률 (%)	-	78.0	79.0	76.7	61.7
영업이익률 (%)	-	-34.7	-13.3	-16.7	-11.1
매출순이익률 (%)	-	-26.1	-10.4	-13.3	-7.3
EBITDA 마진 (%)	-	-29.7	-9.8	-13.0	-9.0

ORBEC (688322 SH): 전방 시장의 폭발적인 성장세와 제한적인 대체재

방산/우주/AI/로보틱스



백종민 방산/우주/AI/로보틱스
jongmin.baik@yuentakorea.com

기업정보			
국가	중국		
상장거래소	Shanghai		
산업분류 (GICS 4)	전자 장비&기기		
주요주주 (%)			
1. Huang Yuanhao	26.1		
2. SH YUNXIN VEN C AP	9.0		
매출구성 (%)			
1. Consumer-grade App Devices	62.1		
2. 3D Vision Sensor	30.9		
현재가 (CNY, 6/24 기준)	125.8		
컨센서스 (CNY)	158.9		
시가총액 (억CNY)	517.34		
유동주식비율 (%)			
52주 최저/최고 (CNY)	55.61/150		
추가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
ORBEE INC-A	6.5	68.5	117.7
SHCOMP Index	0.3	6.5	20.2

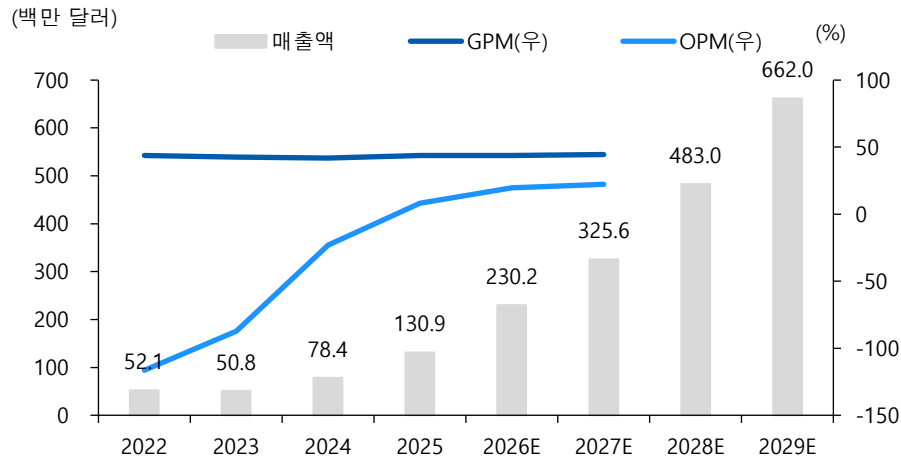
- MS가 선택하고, 엔비디아 로봇 개발 플랫폼에 통합된 글로벌 3D 비전 센서 1위 기업** : Orbbec은 로봇과 AI 기기가 3차원 세상을 정교하게 인식하도록 돕는 3D 비전 센서 전문 기업이다. 독자적인 칩셋 설계부터 알고리즘까지 풀스택 기술 개발을 통한 수직 계열화와 구조광, 스테레오 비전, iTOF, dTOF, LiDAR, 산업용 3D 기술 보유 등 수평 계열화를 달성했다. 3D 비전 센서는 온도 변화나 미세한 충격에도 측정값이 틀어질 수 있어, 실시간으로 보정하는 고난도 알고리즘 기술이 핵심이다. 중국과 한국에서 70% 이상의 점유율을 기록하고 있고, 향후 휴머노이드, 서비스/물류 로봇(AMR), 산업용 3D 스캐너, 잔디깎이 로봇, 위성 등 전방 수요 다각화에 따른 직접 수혜가 예상된다.
- 전방 시장의 폭발적인 성장세와 제한적인 대체재**: 3D 비전 센서는 로보틱스, 휴머노이드 분야의 핵심 부품으로 자리매김 중이다. 동사의 센서를 채택한 고객사로 AGIBOT, UBTECH(9880 HK), 애틀그룹 등의 휴머노이드 전문 기업과 PUDU, YUNJI, KEENON Robotics 등 다수의 서비스(잔디깎기, 배송, 청소 등) 로봇 기업 등이 존재한다. 휴머노이드 분야로 갈수록 하드웨어 복잡도와 비전 센서 요구 기술 수준이 함께 높아지는 추세인데, 동사의 기술 완성도는 주요 파트너십을 통해 확인할 수 있다. 글로벌 3D 비전 센서 특허 보유 1위를 기록하고 있는 MS는 자사의 3D 카메라를 단종시키고 공식 대체제로 동사의 제품을 추천했다. 또한 글로벌 시장 내 유의미한 경쟁사로 Intel에서 분사한 RealSense 정도가 있는데, Intel은 오히려 Orbbec과의 협력을 확대하는 등 북미 지역을 제외한 대다수의 지역에서 동사의 제품 경쟁력이 입증되고 있다. 이 밖에도 Nvidia의 로봇 시뮬레이션 플랫폼(Isaac)에 동사의 카메라가 공식 통합되었다. 사측이 제시한 매출액 가이드는 2026E 16억 위안, 2027E 25억 위안, 2028E 35억 위안, 2029E 48억 위안으로 중장기 목표 GPM과 순이익률은 각각 40%, 30% 수준이다. 1Q26 기준 동사의 국내 로보틱스 관련 매출액은 전년대비 200% 이상 증가했다. 이는 현재 동사의 센서를 채택하고 있는 로봇 기업 1,000여 개 중 다수의 국내외 로봇 고객사가 본격적인 양산 페이스 진입한 것에 기인한다. 특정 제품에 대한 판매 호조 여부에 따라 단기 실적 변동성은 일부 존재하겠으나, 중장기 성장 방향성에 대해서는 의심의 여지가 없다는 판단이다.

Summary

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액 (백만CNY)	360	564	941	1,577	2,309
영업이익 (백만CNY)	-319	-136	79	307	488
당기순이익 (백만CNY)	-276	-63	128	313	507
PER (배)	-	-	280	167	99
PBR (배)	5	6	12	15	14
EV/EBITDA (배)	-	-	294	103	103
ROE (%)	-9	-2	4	10	13
매출액 (백만CNY)	360	564	941	1,577	2,309

자료: 유안타증권 리서치센터 주: 추정치는 블룸버그 컨센서스

Orbbec 실적 추이 및 전망



자료: Orbbec, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: 2026~2027년은 Bloomberg 실적 컨센서스, 2028~2029년은 사측 가이던스

Orbbec 주요 사업 파트너십

Microsoft

Orbbec's cameras developed with Microsoft's industry leading ToF technology have identical performance as the Azure Kinect Dev Kit.

NVIDIA Preferred Partner

Orbbec camera drivers enable integration with the Jetson platform and USD models allow simulation with Isaac Sim, ROS and Omniverse.

OpenCV

Partnering to lead the opensource 3D Vision revolution.

자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec 3D 비전 기술을 활용하는 End-User

기업명	내용
Quasi	물류 로봇
Robocare	간병 로봇
TWINNY	물류 로봇
Pelican Robotics	물류 솔루션
Smart Robots	스마트 제조 로봇
Lionsbot	스마트 청소 로봇
Light Guide Systems	산업용 AR 증강 플랫폼
Cogvis	낙상 예방 및 감지 센서
mira	3D 운동 게임
velocifit	스포츠 생체역학 솔루션
FITTAR	홈 트레이닝
FIT3D	바디 스캐너
PERCH	피트니스 기술 플랫폼
HITACHI	무인 판매점
ENLITEON	인원 추적 솔루션
Onevisage	기업 신원/접근 관리 솔루션
Munti magic	몰입형 공간 솔루션
scatter	캐릭터 제작
Lavavision	3D 증강 현실

자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec 주요 사업 파트너십

Horizon Robotics/D-Robotics

- Key Part of Robot Intelligence
- Synergy of "Eyes" and "Brain"

- 3D vision sensors and downstream industry application algorithms
- Integration of robot intelligent chips and underlying hardware software architecture

Horizon Robotics/D-Robotics Ecosystem Development Kit

AMD

- Stimulate Innovation
- Provide Development Tools for AMR Developers

- High-performance adaptive I/O and computing capabilities
- Perfectly integrated with Orbbec 3D cameras
- Also supports ROS 2, making applications more versatile

AMD Ryzen™ KR260 Robot Development Kit

Intel

- Become The Official Partner
- More Opportunities in Industrial Cooperations

- Be a network member of Intel Industrial Builders, VideoAI Cities, Retail Builders
- Get more opportunities in collaborating with global IT leaders

Intel Official Partner Alliance

UR

- Vision Optimization of Cobot Ecosystem
- Make Cobots More Agile

- Specifically designed for cobots integrated with Orbbec Genai 335i.g
- Make cobots more adaptable and more efficient in AI applications

Universal Robots AI Kits (Software and Hardware)

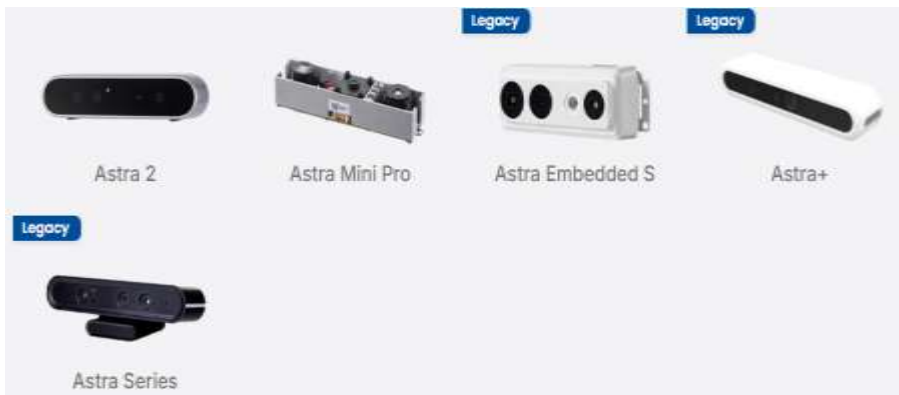
자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec 스테레오 비전 카메라 라인업



자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec 구조광 카메라 라인업



자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec TOF Camera 라인업



자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

Orbbec 생산 능력



자료: Orbbec, 유안타증권 리서치센터

ORBBEC (688322 SH) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만CNY)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
매출액	474	350	360	564	941
매출액 증가율 (%)	83.1	-26.2	2.8	56.8	66.7
매출원가	249	197	206	329	529
매출총이익	226	153	154	236	412
판매비	207	193	186	160	140
영업이익	-409	-409	-319	-136	79
영업이익 증가율 (%)	-40.5	0.0	-22.1	-57.4	-158.3
EBITDA	-	-341	-255	-82	122
영업외손익	-11	-52	-50	-70	-40
외환관련손익	2	-5	-1	0	3
이자손익	-	-37	-21	-61	-35
관계기업관련손익	5	2	0	-1	-1
기타	25	0	1	3	2
법인세비용차감전순이익	-399	-357	-269	-65	119
법인세비용	-63	-42	7	-3	-9
계속사업순이익	-336	-314	-276	-63	128
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-311	-290	-276	-63	128
지배순이익 증가율 (%)	-49.4	-6.9	-4.8	-77.2	-303.3

현금흐름표

(단위: 백만CNY)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
영업활동 현금흐름	-20	-79	-141	-73	101
당기순이익	-311	-290	-276	-63	128
유무형자산상각비	-	68	64	53	43
기타비현금손익 조정	-	36	79	50	9
매출채권증감	-	-	-	-	-
재고자산증감	-	-17	-15	-77	16
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-286	-1,108	-115	-610	-6
인수 및 사업	0	0	-10	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-	-	-
유형자산 감소	-	-	-	-	-
기타현금흐름	0	-955	66	-408	57
재무활동 현금흐름	-5	1,130	140	42	-76
차입금 증감	0	0	80	40	-22
자본금 증감	0	1,178	10	0	14
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-48	50	2	-68
현금의 증감	-313	-52	-116	-640	18
기초 현금	1,371	1,058	1,006	890	250
기말 현금	1,058	1,006	890	250	267
NOPAT	-345	-355	-320	-121	95
FCF (Free Cash Flow)	-160	-233	-317	-276	38

재무상태표

(단위: 백만CNY)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
유동자산	1,875	2,608	1,922	1,429	1,459
현금및현금성자산	1,518	1,708	1,197	598	627
매출채권	120	91	83	154	221
재고자산	150	152	159	220	186
비유동자산	679	819	1,462	1,900	1,954
유형자산	237	297	416	513	570
관계기업 등 지분관련자산	19	15	16	17	18
기타투자자산	33	21	23	17	10
자산총계	2,554	3,427	3,384	3,329	3,413
유동부채	176	151	339	403	377
매입채무 및 미지급금	134	115	146	211	207
단기차입금	0	4	154	173	148
유동성장기부채	26	0	0	0	0
비유동부채	73	55	34	51	42
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	249	205	374	455	419
자본금	360	400	400	399	399
자본잉여금	-	4,071	4,114	4,112	4,140
이익잉여금	-1,022	-1,312	-1,588	-1,651	-1,523
비지배지분	9	-9	-5	7	17
자본총계	2,306	3,222	3,011	2,874	2,994
순차입금	-1,441	-2,229	-1,404	-767	-788
총차입금	76	53	181	176	149

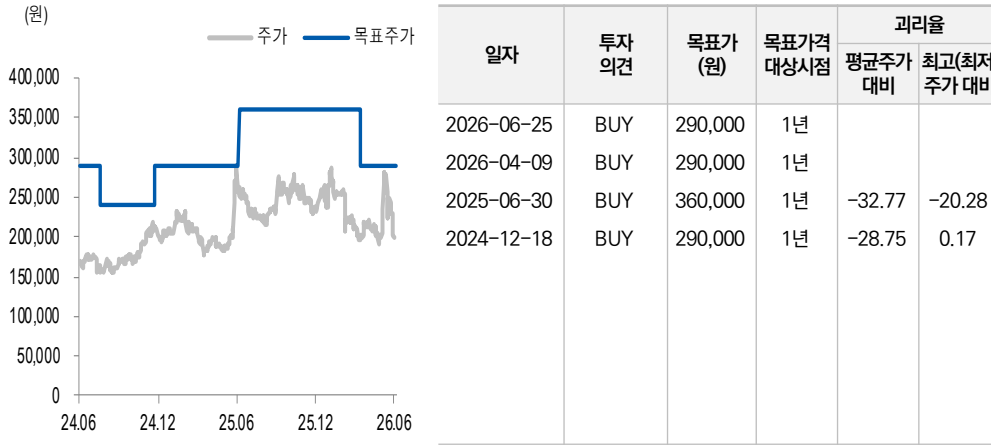
재무제표 및 밸류에이션

(단위: 달러, 배, %)

결산 (1월)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
EPS	-0.9	-0.8	-0.7	-0.2	0.3
BPS	6.4	8.1	7.5	7.2	7.5
EBITDAPS	-0.1	-0.2	-0.4	-0.2	0.3
SPS	1.3	0.9	0.9	1.4	2.4
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PER	-	-	-	-	280.2
PBR	-	2.7	5.0	6.5	12.0
EV/EBITDA	-	-	-	-	287.7
PSR	-	23.2	41.8	32.9	38.0
ROE	-13.2	-10.5	-8.8	-2.1	4.4
ROIC	-14.8	-13.1	-10.4	-4.1	3.2
ROA	-12.0	-9.7	-8.1	-1.9	3.8
부채비율 (%)	3.3	1.6	6.0	6.1	5.0
순차입금/자기자본 (%)	-62.5	-69.2	-46.6	-26.7	-26.3
매출총이익률 (%)	47.6	43.6	42.6	41.8	43.8
영업이익률 (%)	-86.3	-116.9	-88.5	-24.0	8.4
매출순이익률 (%)	-65.6	-82.8	-76.6	-11.1	13.6
EBITDA 마진 (%)	-	-97.4	-70.7	-14.6	12.9



네이버 (035420) 투자등급 및 목표주가 추이

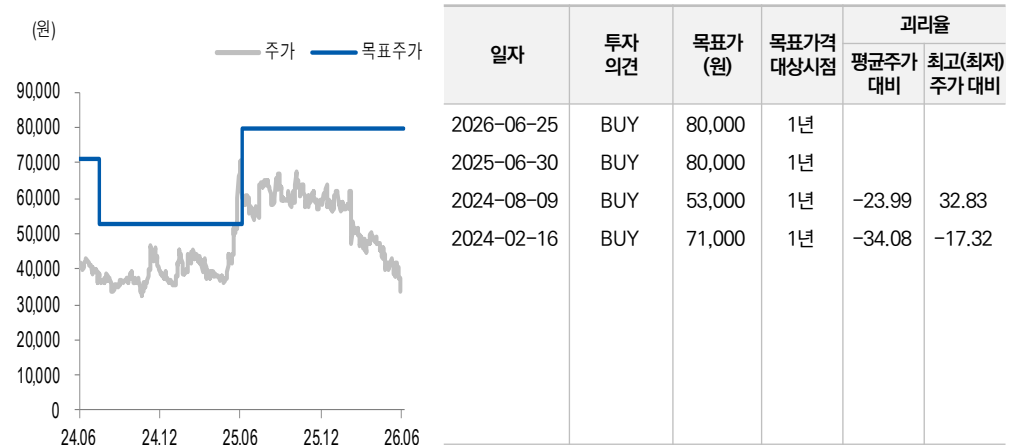


자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

카카오 (035720) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

삼성에스디에스 (018260) 투자등급 및 목표주가 추이

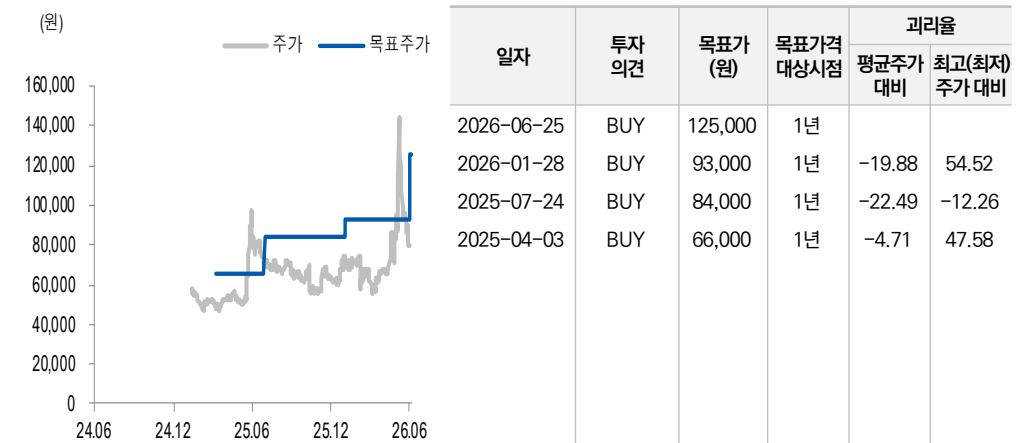


자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LG씨엔에스 (064400) 투자등급 및 목표주가 추이

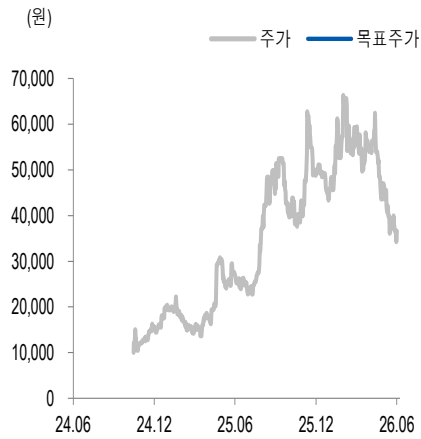


자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

토모큐브 (475960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-06-25	Not Rated	-	1년		
2025-11-06	1년 경과 이후		1년		
2024-11-06	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.9
Hold(중립)	5.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-06-24

※해의 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: 이창영, 하현수, 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 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.



투자전략				기업분석			
팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com	팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	스물갑	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com	통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
Market Analyst	이재원	5719	jaewon2.lee@yuantakorea.com	조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com	미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com	US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com	유틸리티/음식료	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/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
				운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
				건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
				Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@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
				Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com
				Research Assistant	김영민	5602	yeongmin.kim@yuantakorea.com
				Research Assistant	조계철	2665	gyecheol.jo@yuantakorea.com

