

## 인터넷업

AI 에이전트의 개화기,  
인터넷 산업은 격동기

- 에이전트 서비스 확장 과정에서 로컬 기업의 내재가치 재평가 전망
- AI의 수익화는 인프라 구축 다음 사이클, 최소 2029년 이후 전망
- 이익의 종착지가 가시화되는 시점과 그 위치를 판단하는 것이 포인트

## 업종 투자 의견 비중 확대(OverWeight)로 커버리지 개시

AI는 이미 거대한 투자 사이클을 형성. AI 산업이 본격적인 에이전트의 단계로 발전하면서 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망. 시장 초기 AIDC의 인프라 병목 최소 2029년까지 지속될 것으로 예상됨에 따라 선제적으로 AI 인프라 투자를 집행하는 기업이 시장 초기 수요 선점 기대.

국내 인터넷 기업들은 AI 도입과 함께 나타나는 산업 행태 변화에 따른 불확실성, 글로벌 기업과의 경쟁 우려, 경쟁력 유지를 위해 강요되는 자본투자 등의 우려로 펀더멘털 대비 저평가된 것으로 판단

## AI 격변기, 지각변동과 불확실성 최전선에 위치한 인터넷 산업

AI는 이미 거대한 투자 사이클, 산업과 계층을 망라한 경제활동 변화 뚜렷. 국내 인터넷 기업들은 대체로 견고한 실적을 유지하고 있으나 AI 도입과 함께 나타나는 산업 행태 변화와 그에 따른 불확실성, 글로벌 플랫폼과 프론티어 AI 기업과의 경쟁 우려, 경쟁력 유지를 위해 강요되는 자본투자 등이 하방 압력으로 작용 중

## 현재는 투자 선반영 구간, 인프라와 서비스의 수익화 시차를 고려

AI 수요 선점을 위한 자본투자가 예정된 삼성에스디에스와 NAVER를 Top-pick 종목으로 선정. 산업 격변기에 인프라 투자는 그 과실을 향유하기 위해 리스크를 감수하는 선택. 삼성에스디에스와 NAVER 모두 본업에서 견고한 수익모델을 갖추었으며 안정적으로 투자 재원을 마련한 것으로 평가.

최소 2029년까지 AIDC 인프라와 서비스 수요의 불균형이 유지된다는 전망에 근거하여 수익화 시기의 시차를 고려한 Top-pick 선정. 플랫폼 기업은 인프라 기업들이 주도해온 AI 장세에서 포트폴리오 분산을 줄일 수 있는 다각화가 투자 포인트.

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2024A     | 2025A     | 2026F     | 2027F     | 2028F     |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액     | 38,413    | 40,194    | 43,087    | 47,519    | 53,704    |
| 영업이익    | 3,899     | 4,449     | 4,609     | 5,386     | 6,988     |
| 세전순이익   | 3,960     | 4,711     | 5,153     | 5,652     | 7,533     |
| 총당기순이익  | 2,925     | 3,559     | 3,579     | 4,313     | 5,747     |
| 지배지분순이익 | 3,100     | 3,642     | 3,500     | 4,304     | 5,558     |
| EPS     | 108,517   | 123,986   | 119,019   | 146,049   | 188,587   |
| PER     | 18.8      | 23.0      | 19.3      | 15.7      | 12.1      |
| BPS     | 1,646,981 | 1,760,218 | 1,893,696 | 2,005,012 | 2,158,788 |
| PBR     | 1.2       | 1.6       | 1.2       | 1.1       | 1.1       |
| ROE     | 6.6       | 7.4       | 6.5       | 7.5       | 9.1       |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: NAVER, 카카오, 삼성에스디에스, LG씨엔에스, 포스코DX 합산, 대신증권 Research Center

장해창

haechang.chung@daishin.com

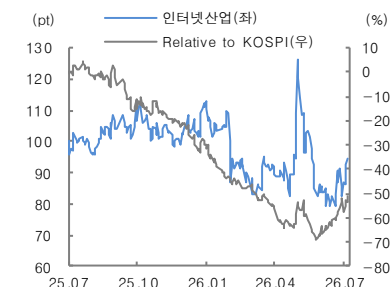
투자의견

Overweight

비중 확대, 신규

| 종목명     | 투자의견 | 목표주가     |
|---------|------|----------|
| NAVER   | Buy  | 320,000원 |
| 카카오     | Buy  | 47,000원  |
| 삼성에스디에스 | Buy  | 370,000원 |
| LG씨엔에스  | Buy  | 92,000원  |
| 포스코DX   | NR   | NR       |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 12.6 | 6.4  | -7.0  | -3.0  |
| 상대수익률    | 44.0 | 24.7 | -24.9 | -50.7 |





## Contents

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| Executive Summary                         | 4  |
| I. AI 산업 변화 진행 중, 현재 국면에 대한 진단            | 5  |
| II. AI 등장 이후 인터넷 플랫폼의 재편                  | 15 |
| III. 플랫폼의 전환, AI 에이전트의 시대                 | 27 |
| IV. AX의 확산과 AI 인프라 구축의 상호작용               | 41 |
| V. AI 기술도입 사이클에 따른 투자 시계열 분석              | 57 |
| VI. Appendix IT & AI 산업 용어 해설             | 65 |
| VII. 기업분석                                 | 69 |
| NAVER (035420, TP: 320,000원)              |    |
| 카카오 (035720, TP: 47,000원)                 |    |
| 삼성에스디에스 (018260, TP: 370,000원) – Top pick |    |
| LG씨엔에스 (064400, TP: 92,000원)              |    |
| 포스코DX (022100, N/R)                       |    |

## Executive Summary

### AI 도입의 종착지는 열려있다. 현재는 투자 확대에 따른 리스크 진단 시기

AI는 이미 거대한 투자 사이클을 만들었다. GPU와 데이터센터, 전력과 네트워크 인프라에 자본이 먼저 투입되었고, 소프트웨어 인터페이스도 빠르게 바뀌고 있다. 그러나 기술의 발전과 기업의 성장은 같은 문장이 아니다. AI 사용자가 늘어도 비용을 제하면 이익이 남지 않을 수 있고, 컴퓨팅 사용량이 늘어도 공급 가격 경쟁과 감가 부담이 더 클 수 있다. 버블 우려가 더해지며 산업 격변의 국면에서 투자심리를 억제하는 모습이다.

현재 국면에 대한 판단은 수익화 이전의 검증 구간이다. AI 산업의 기회는 커졌지만, 플랫폼과 인프라 사업자의 수익성은 아직 완성된 사실이 아니다. AI는 사용자 관심의 경로를 바꾸고 있고 새로운 시장의 잠재력은 거대하다. 그러나 현재의 견조한 실적이 AI 시대의 장기 해자를 보증하는 것은 아니다. 본업의 현금흐름을 기본 가치로 보고, AI의 미래 성장성은 투자수익률이 확인되는 순서에 맞춰 단계적으로 인정해야 한다.

로컬 서비스가 보유한 사용자 의도의 맥락과 커머스/플레이스/예약/결제 등 로컬 실행능력이 AI 에이전트와 결합될 때 기존 사용자 접점은 플랫폼의 해자로 재평가될 것이며, B2B 차원의 AX와 업무용 에이전트는 반복되는 업무와 시간가치를 상업화할 것이다.

그러나 사용자와 AI의 접점에 있는 소프트웨어 업종은 수요의 기회 보다는 투자에 따른 리스크에 더 가까운 밸류에이션을 반영하고 있다. 이는 과거 닷컴 버블 등 신산업의 등장에 따른 사례들에 대한 학습효과일 것이다. 역설적으로 AI의 수요가 확대될수록 최종 인프라와의 시차는 길어지며 투자자들에게는 투자 부담과 인프라 병목이 먼저 체감된다.

이번 보고서에서 AI 에이전트 도입 초기 국내 생활형 서비스(B2C)와 업무용 에이전트(B2B)에서 절감 가능한 연간 시간 가치를 각각 9.3조원, 101.3조원으로 추산했다. 그러나 해당 서비스를 제공하기 위해 필요한 전력을 추산했을 때 국내에서만 최소 1.2GW의 추가적인 GPU 인프라가 필요한 것으로 예상된다. 초기 시장에 대한 가정임에도 해당 인프라가 갖춰지기 위한 시계열은 최소한 2029년 이후이며 수요 확대에 따라 인프라 병목 해소 시점은 기존 예상보다 지연될 가능성이 단축 시나리오보다 높을 것으로 판단된다.

이러한 인프라 병목으로 인해, 병목이 지속되는 2029년까지는 삼성에스디에스, NAVER의 AI팩토리과 같은 GPUaaS 기업이 수요자인 플랫폼 비즈니스 대비 사업적 우위를 점할 것으로 전망한다.

과거 기술 혁신 사이클 사례에서 수많은 기업들이 극심한 변동성을 겪었으나 생존 기업들은 인프라가 사용자 락인으로 이어지며 시차를 두고 신기술의 기대감을 현실화 했던 바 있다. 인프라에서 어플리케이션 서비스로 내러티브가 이동하는 시점과 생존 기업을 선별하는 것이 핵심이다. 현재 과거 혁신 사이클 당시의 고평가된 “신기술 혁신”의 밸류에이션과 다른 상황이 전개되고 있고, 이는 매력적인 손익비 구간을 제공할 것이다.

이번 보고서는 인프라 투자의 과실을 향유할 시기까지 생존 가능한 기업을 확인하기 위해 현재의 대상 기업이 마주한 기회와 리스크를 점검하고, AI 산업의 크기 보다는 인프라에서 어플리케이션으로 밸류가 이동하는 근거에 대한 체크 포인트와 그 시기를 판단하는 것을 목표로 한다.

# I. AI 산업 변화 진행 중, 현재 국면에 대한 진단

## I. AI 산업 변화 진행 중, 현재 국면에 대한 진단

### AI 혁명, 수요의 기회 vs 비용 경쟁의 리스크

#### 산업 격변의 초기, 기회보다 리스크가 더 크게 인식되면서 업종 부담으로 작용

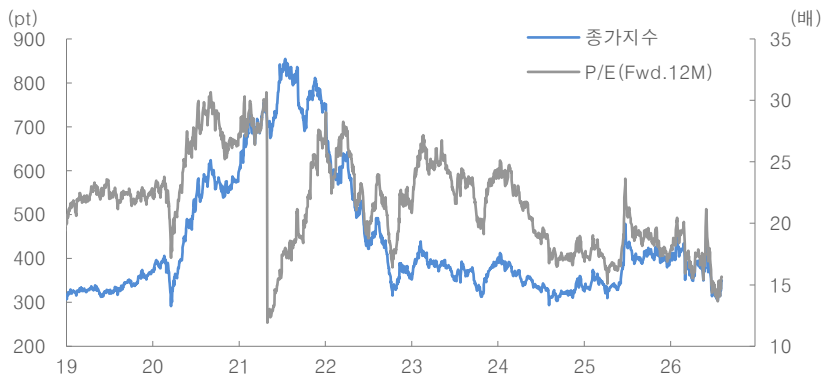
인공지능(AI)이 전 산업에 걸쳐 범용 기술(GPT)로 침투하며 산업별 지각변동을 촉발하는 현 국면이다. 인터넷/소프트웨어 업종은 그 변화의 최전선이자 가장 즉각적인 영향권에 놓인 섹터이다. 그러나 역설적이게도 인터넷 섹터의 퍼포먼스는 AI의 거대한 서사와 달리 부진한 모습을 펼쳐내지 못하고 있다.

AI 인프라 붐이 반도체/전력 등 인프라 기업을 중심으로 슈퍼사이클을 주도하는 가운데, 반대편의 인터넷, 소프트웨어 기업은 다음의 부담을 떠안고 있다. 첫째, AI 기능을 유지하기 위한 컴퓨트 비용과 감가상각 부담. 둘째, 글로벌 빅테크의 공격적 투자와 제품 고도화, 검색, 광고, 업무도구, 클라우드 전반의 경쟁 심화. 셋째, 기존 플랫폼 장벽을 허물 수 있는 지각변동과 사용자 트래픽과 기업 워크로드가 어떤 인터페이스를 거쳐 배분되는지가 바뀌면서 기존 배포 권력까지 재편될 수 있다는 점이다.

다시 말해, 현재의 AI 슈퍼사이클은 기존 소프트웨어 및 인터넷 기업들에게 '수요 확대의 기회'이기 전에 '비용 구조 훼손과 경쟁 심화의 위협'으로 먼저 인식되고 있다. AI 기술을 도입하지 않으면 기존 시장 점유율을 빼앗기지만, 도입하더라도 즉각적인 순이익 증가로 이어지지 않는 딜레마에 빠진 것이다. 보유한 트래픽과 데이터, 엔터프라이즈 고객 기반이 실제 잉여현금흐름으로 전환되기 전까지는 이익 개선보다 비용 및 투자 부담이 밸류에이션을 먼저 압박할 수밖에 없다.

그러나 인프라 투자와 AI 도입 초기의 경쟁을 이겨낸 기업들은 수익 시현기에 투하 자본을 빠르게 회수하며 도약할 수 있을 것이다. 현재 인터넷 플랫폼 사업자들에 대한 우려와 기회 요인을 정확히 파악하는 것이 산업 사이클 전환기를 잡기 위한 분석의 출발점이다.

그림 1. 소프트웨어 업종 주가흐름



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

AI 서비스의 확장,  
현재는 경쟁력 및  
시장 점유율 확대를  
위한 과도기

서비스 수익화보다 비용과 경쟁질서 변화를 먼저 확인하는 중

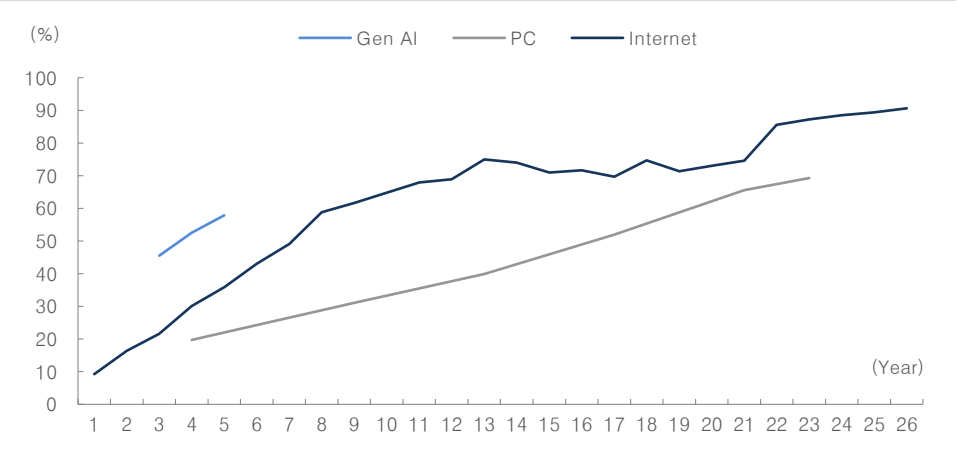
AI 인프라 투자와 일부 서비스 적용은 이미 상용 단계에 들어서고 있다. 생성형 AI의 도입률은 인터넷, PC보다 빠르게 진행되고 있으며, AI 검색과 대화형 인터페이스는 기존 트래픽의 배분 방식을 바꾸기 시작하면서 프린티어 모델 학습과 추론 수요 증가, 검색/업무도구의 AI 인터페이스 경쟁이 동시에 확대되고 있다.

그러나 산업 전체가 안정 성장기에 진입했다고 보기는 어렵다. AI 서비스를 제공하는 기업들은 초기 시장에서 경쟁력을 확보하기 위해 더 많은 설비 투자와 컴퓨트 비용을 감수하고 있다. AI 기능을 확대하면 고객 유지와 업셀링의 기회가 생기지만, 실제 반복매출로 정착되기 전까지는 모델 호출비, 인프라, 데이터 처리 등 운영 비용이 먼저 발생한다. 같은 AI 사이클이 공급자에게는 수주와 매출 성장으로 보이고, 플랫폼/소프트웨어 기업에게는 비용 구조의 상향과 경쟁 압박으로 먼저 보이는 이유다.

이러한 현상은 과거 PC, 인터넷, 클라우드 등 신기술에 따른 산업 격동기에 동일하게 나타났다. 초기에 다수의 기업들이 경쟁력 및 시장 점유율 확보를 위해 공격적인 투자에 나서면서 닷컴 사이클과 같은 버블 국면이 나타나기도 했다.

현 시점에서 주된 질문은 "AI가 성장하는가"가 아니다. 증가한 비용이 언제 어떠한 경로로 반복 가능한 매출과 현금흐름으로 전환되고, 그 전환을 어떤 기업과 서비스가 통제하느냐다. 그 전까지 높은 사용량이나 제품 출시 자체만으로 경쟁 우위와 서비스의 지속가능성을 단정할 수 없기 때문이다.

그림 2. 생성형 AI의 도입률, PC, 인터넷 보다 빠르게 확산 중



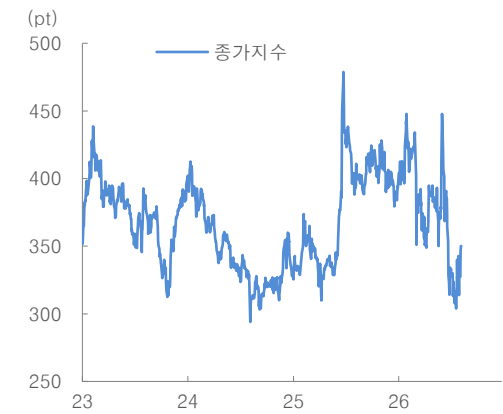
주: 미국 성인(18~64세) 응답자 중 생성형 AI를 사용하는 비율. 업무용/업무 외 용도 모두 포함  
자료: The Project on Workforce at Harvard, 대신증권 Research Center

표 1. 글로벌 소프트웨어 업체 Peer Group (십억 원, 달러)

| 기업명         | 수익률(%) |         | 년도    | 매출액     | 영업이익    | EBITDA  | P/E    | P/B   | EV/EBITDA | ROE      |
|-------------|--------|---------|-------|---------|---------|---------|--------|-------|-----------|----------|
| NAVER       | 전일종가   | 226,000 | 2023  | 9,671   | 1,489   | 2,090   | 36.3   | 1.45  | 17.0      | 4.0      |
|             | 1M     | 15.0    | 2024  | 10,738  | 1,979   | 2,927   | 16.7   | 1.16  | 9.5       | 6.9      |
|             | 3M     | 8.7     | 2025  | 12,035  | 2,208   | 3,052   | 19.6   | 1.32  | 10.9      | 6.7      |
|             | 6M     | -9.2    | 2026E | 13,775  | 2,380   | 3,215   | 19.4   | 1.21  | 9.5       | 6.2      |
|             | 1Y     | -1.1    | 2027E | 15,529  | 2,779   | 3,698   | 15.5   | 1.13  | 7.9       | 7.3      |
| 카카오         | 전일종가   | 38,300  | 2023  | 7,557   | 461     | (915)   | -23.85 | 2.44  | -22.50    |          |
|             | 1M     | 7.6     | 2024  | 7,864   | 495     | 883     | 306.9  | 1.65  | 14.3      | 0.5      |
|             | 3M     | -17.3   | 2025  | 8,099   | 732     | 1,460   | 54.1   | 2.35  | 14.2      | 4.3      |
|             | 6M     | -31.9   | 2026E | 8,256   | 957     | 1,762   | 35.4   | 2.25  | 5.8       | 6.4      |
|             | 1Y     | -32.6   | 2027E | 8,850   | 1,102   | 1,861   | 30.3   | 2.13  | 5.1       | 7.0      |
| 삼성에스디에스     | 전일종가   | 232,500 | 2023  | 13,277  | 808     | 1,455   | 19.0   | 1.52  | 5.9       | 8.0      |
|             | 1M     | 20.3    | 2024  | 13,828  | 911     | 1,577   | 13.1   | 1.06  | 3.1       | 8.1      |
|             | 3M     | 36.8    | 2025  | 13,930  | 957     | 1,570   | 17.5   | 1.34  | 4.9       | 7.7      |
|             | 6M     | 40.5    | 2026E | 14,409  | 830     | 1,489   | 19.0   | 1.27  | 8.0       | 6.7      |
|             | 1Y     | 50.7    | 2027E | 15,178  | 1,072   | 1,707   | 15.2   | 1.20  | 6.6       | 7.9      |
| LG 씨엔에스     | 전일종가   | 72,100  | 2023  | 5,605   | 464     | 544     | 0.0    | 0.00  | 0.0       | N/A      |
|             | 1M     | -2.6    | 2024  | 5,983   | 513     | 585     | 0.0    | 0.00  | 0.0       | N/A      |
|             | 3M     | 7.6     | 2025  | 6,130   | 552     | 709     | 13.5   | 2.03  | 7.1       | 15.0     |
|             | 6M     | 6.8     | 2026E | 6,589   | 583     | 728     | 12.4   | 1.83  | 7.9       | 14.7     |
|             | 1Y     | 6.8     | 2027E | 7,189   | 662     | 796     | 11.1   | 1.66  | 6.8       | 14.9     |
| Microsoft   | 전일종가   | 487.5   | 2023  | 211,915 | 89,694  | 106,430 | 34.8   | 12.3  | 24.7      | 39.2     |
|             | 1M     | 26.0    | 2024  | 245,122 | 109,433 | 135,275 | 37.8   | 12.4  | 22.1      | 37.2     |
|             | 3M     | 17.8    | 2025  | 281,724 | 128,528 | 168,205 | 36.4   | 10.8  | 15.2      | 33.4     |
|             | 6M     | 21.5    | 2026E | 390,816 | 182,012 | 240,178 | 24.7   | 6.4   | 12.4      | 28.1     |
|             | 1Y     | -7.1    | 2027E | 465,062 | 215,998 | 294,672 | 20.7   | 5.1   | 10.1      | 26.3     |
| Alphabet    | 전일종가   | 362.4   | 2023  | 307,394 | 84,293  | 99,601  | 22.8   | 6.1   | 17.0      | 28.9     |
|             | 1M     | -1.1    | 2024  | 350,018 | 113,106 | 131,721 | 23.9   | 7.1   | 24.5      | 32.4     |
|             | 3M     | -8.9    | 2025  | 402,836 | 129,039 | 153,520 | 33.9   | 9.2   | 19.1      | 30.5     |
|             | 6M     | 12.3    | 2026E | 448,986 | 172,305 | 224,425 | 18.9   | 6.2   | 14.5      | 58.0     |
|             | 1Y     | 84.8    | 2027E | 541,583 | 217,113 | 295,599 | 21.9   | 4.9   | 11.3      | 39.6     |
| Amazon      | 전일종가   | 272.7   | 2023  | 574,785 | 38,119  | 97,332  | 51.9   | 7.8   | 17.8      | 17.6     |
|             | 1M     | 11.7    | 2024  | 637,959 | 68,593  | 133,349 | 39.0   | 8.1   | 15.2      | 24.7     |
|             | 3M     | -0.9    | 2025  | 716,924 | 86,715  | 166,477 | 33.0   | 6.0   | 13.7      | 21.7     |
|             | 6M     | 29.6    | 2026E | 828,405 | 109,777 | 216,790 | 18.7   | 5.1   | 10.6      | 25.4     |
|             | 1Y     | 22.6    | 2027E | 948,850 | 140,828 | 280,369 | 22.1   | 4.0   | 8.3       | 17.7     |
| Meta        | 전일종가   | 588.8   | 2023  | 134,902 | 54,281  | 67,550  | 20.7   | 5.9   | 16.6      | 32.3     |
|             | 1M     | -1.9    | 2024  | 164,501 | 69,769  | 87,626  | 24.4   | 8.1   | 16.0      | 37.3     |
|             | 3M     | -3.9    | 2025  | 200,966 | 83,276  | 104,690 | 22.5   | 7.7   | 12.5      | 37.8     |
|             | 6M     | -11.0   | 2026E | 254,015 | 87,669  | 119,441 | 16.8   | 4.9   | 9.9       | 30.3     |
|             | 1Y     | -23.7   | 2027E | 305,044 | 102,516 | 151,597 | 15.3   | 3.8   | 7.7       | 24.3     |
| Oracle      | 전일종가   | 144.4   | 2023  | 49,954  | 13,773  | 20,743  | 32.6   | 267.9 | 17.4      | #N/A/N/A |
|             | 1M     | 0.4     | 2024  | 52,961  | 16,071  | 23,401  | 30.2   | 37.1  | 21.7      | 224.1    |
|             | 3M     | -25.6   | 2025  | 57,399  | 18,052  | 25,942  | 36.8   | 22.7  | 10.3      | 88.6     |
|             | 6M     | 1.1     | 2026E | 89,572  | 35,844  | 51,311  | 17.9   | 5.4   | 7.1       | 34.0     |
|             | 1Y     | -43.7   | 2027E | 130,198 | 48,305  | 74,170  | 13.4   | 3.9   | 5.0       | 29.9     |
| Sales force | 전일종가   | 193.0   | 2023  | 31,352  | 1,858   | 6,630   | 154.2  | 2.8   | 24.8      | 1.9      |
|             | 1M     | 16.5    | 2024  | 34,857  | 5,999   | 10,999  | 53.5   | 4.6   | 27.6      | 8.8      |
|             | 3M     | 6.5     | 2025  | 37,895  | 7,666   | 11,827  | 47.6   | 5.4   | 10.0      | 11.6     |
|             | 6M     | 0.9     | 2026E | 46,110  | 15,844  | 18,653  | 13.7   | 4.5   | 9.3       | 22.5     |
|             | 1Y     | -22.6   | 2027E | 50,448  | 17,903  | 20,121  | 12.4   | 4.1   | 8.6       | 32.6     |

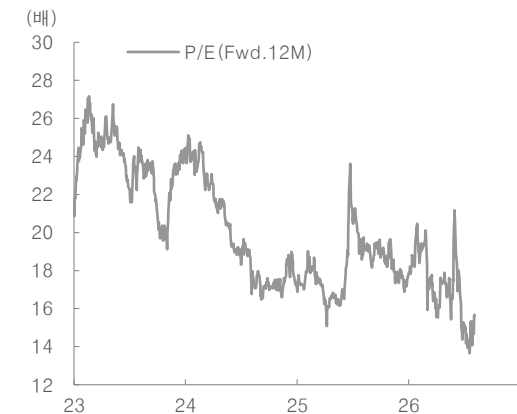
자료: FnGuide, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 3. AI 확산 이후 소프트웨어 업종 주가 추이



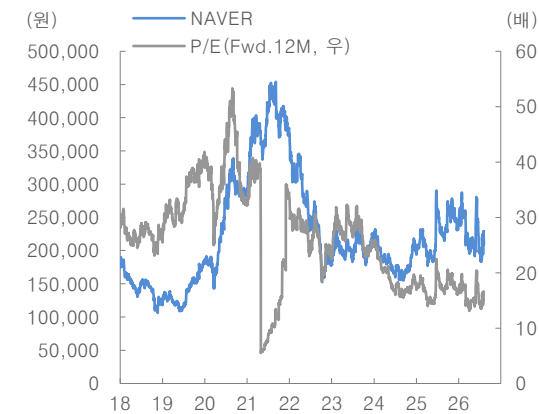
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 소프트웨어 업종 12M 선행 P/E 추이



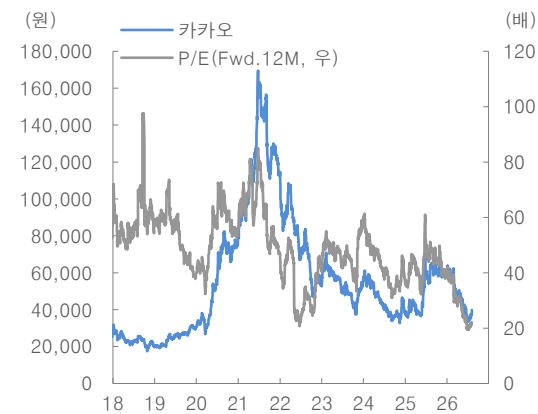
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. NAVER 주가 & 밸류에이션 추이



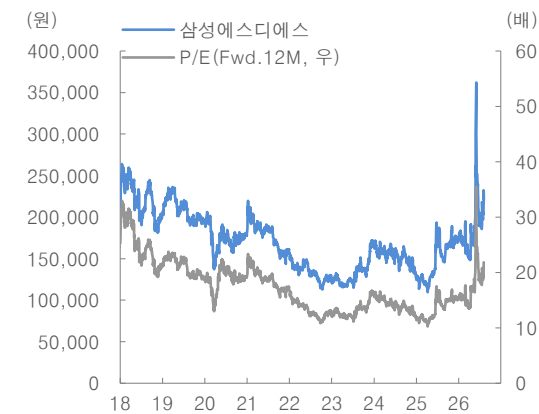
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. 카카오 주가 & 밸류에이션 추이



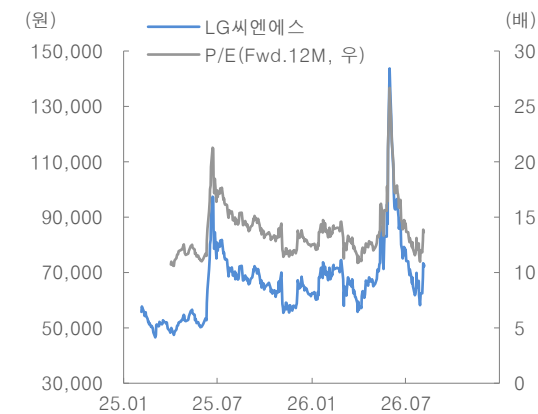
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 7. 삼성에스디에스 주가 & 밸류에이션 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. LG 씨엔에스 주가 & 밸류에이션 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

하이퍼스케일러들이 주도하는 CapEx 경쟁, 초기 시장을 선점하기 위한 비용 압박

Amazon, Microsoft, Alphabet, Meta 등 하이퍼스케일러 기업들은 AI를 선택적 서비스가 아니라 핵심 인프라 경쟁으로 다루고 있다. 이는 국내외 플랫폼/인터넷 기업 입장에서 세 가지 사업적 압력으로 다가온다. 첫째, AI 도입은 부가 옵션이 아니라 서비스 방어 수단이었다. 둘째, AI 성능과 클라우드 인프라 확보 경쟁이 심해질수록 컴퓨트 비용 압박을 피하기 어렵다. 셋째로 검색, 업무도구, 광고, 개발도구의 사용자 접점이 재편되면서 기존 트래픽과 워크플로우를 어떤 인터페이스가 장악하는지가 더 중요해진다.

특히 Alphabet과 Meta는 광고 시장에서 네이버, 카카오와 경쟁관계에 있고, Amazon과 Microsoft, Alphabet은 IaaS, SaaS 사업에서 삼성에스디에스, LG CNS, 그리고 네오클라우드 신사업 진출을 선언한 네이버와도 시장을 분할해야한다. 따라서 하이퍼스케일러들의 대규모 투자는 피어그룹 밸류에이션 축소와 동시에 토종 플랫폼/소프트웨어 기업들이 AI 대응을 늦출 수 없게 만드는 경쟁 위협으로 해석되고 있는 것이다.

그림 9. AI와 소프트웨어 산업의 부담요인, CAPEX에 따른 현금흐름 압박이 증가하는 시기

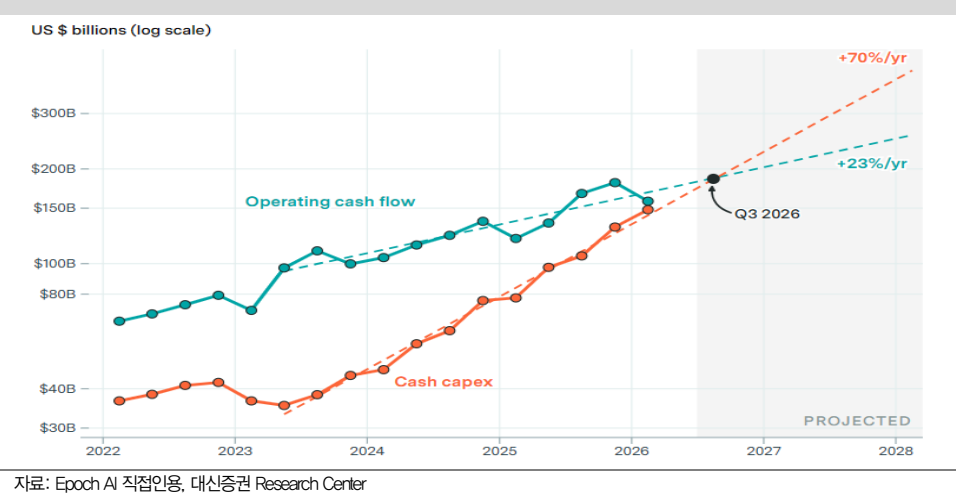


그림 10.글로벌 인터넷 기업 주가 추이

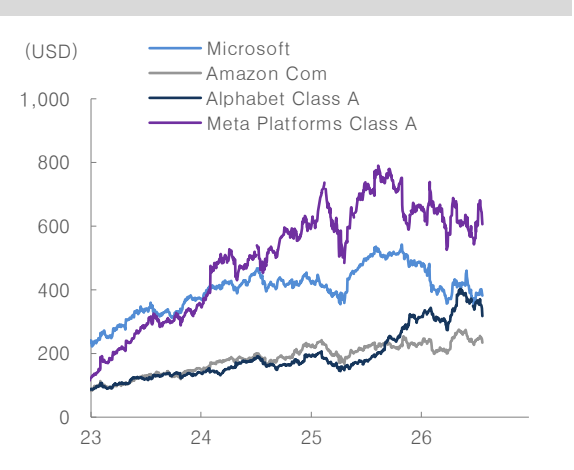


그림 11.글로벌 인터넷 기업 12M P/E 추이

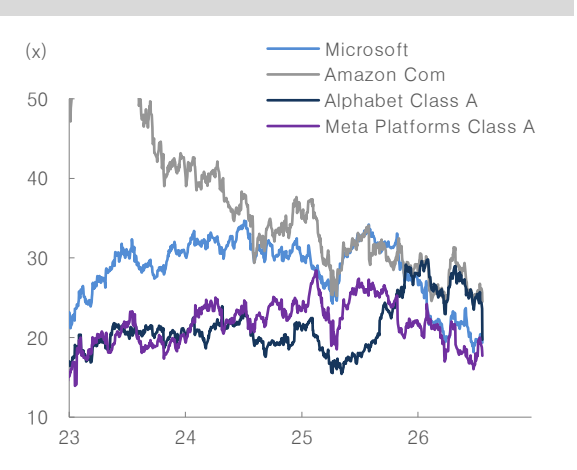
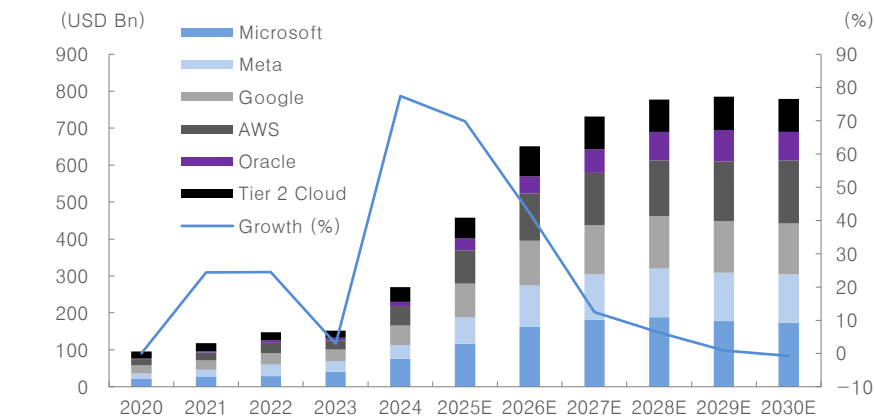
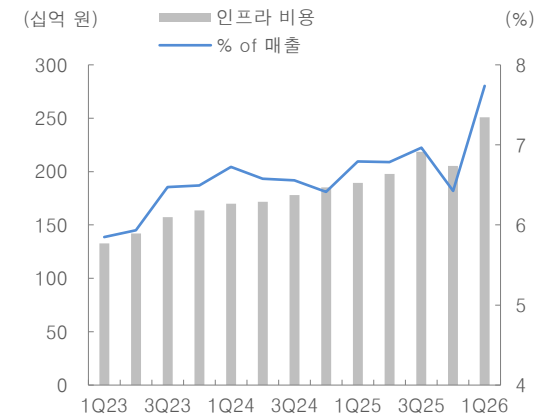


그림 12.AI 도입 이후 하이퍼스케일러 CAPEX 급증



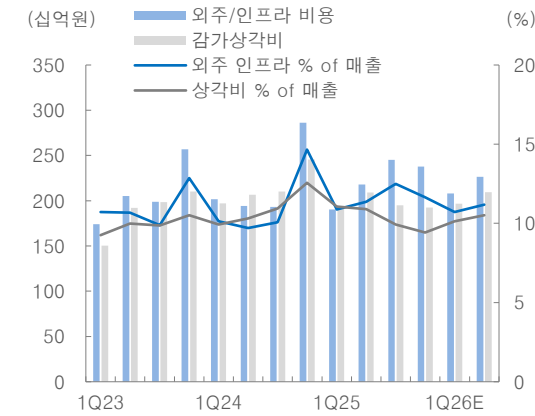
자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

그림 13.네이버, 매출대비 인프라 비용 상승 추세



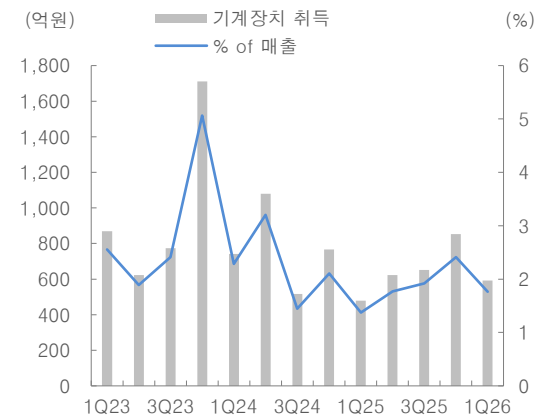
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 14.카카오의 인프라 비용은 안정적



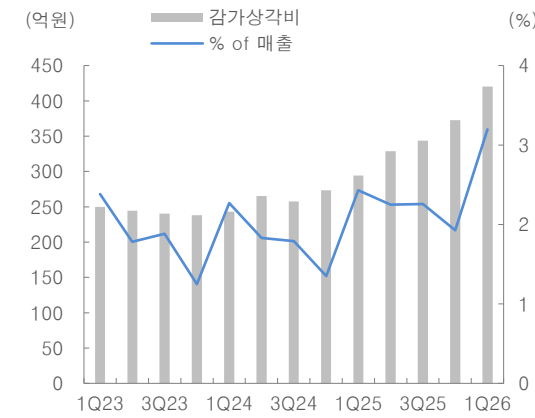
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 15.삼성에스디에스, 기계장치 투자 추이



자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 16.LG 씨엔에스의 감가상각비 추이



자료: LG씨엔에스, 대신증권 Research Center

플랫폼:  
거래/행동 완결,  
IT서비스:  
구독 서비스 락인이  
반복매출과 투자  
회수의 전환 조건

인프라 자산이 반복매출과 현금흐름으로 전환될 때 시장의 평가가 바뀐다

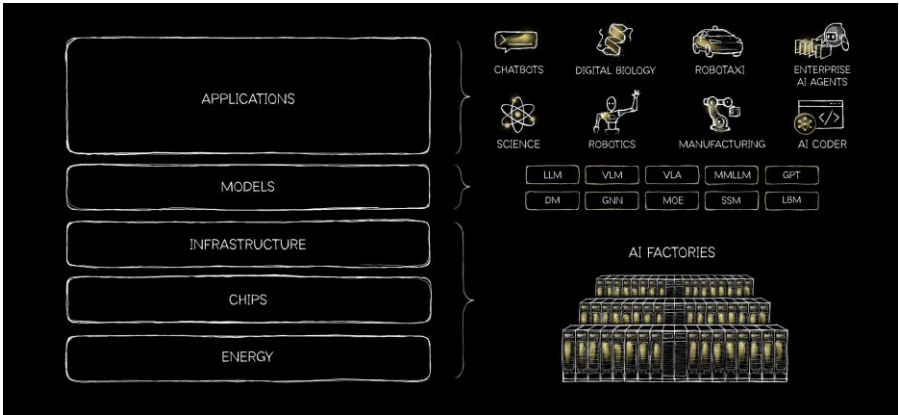
AI의 부가가치가 투자비용을 넘어설 때 수익화로 전환된다

AI 도입 이전 시기 플랫폼, SaaS 등 소프트웨어 기업들이 높은 밸류에이션을 받았던 것은 인터넷/클라우드 소프트웨어에서 창출되는 반복적인 수익과 현금흐름 창출 능력에서 기인했다. 현재는 AI 인프라 투자 비용이 급증하며 무형자산을 서비스 매출로 바꾸는 기존의 고부가가치 창출 구조가 일부 훼손되었다.

그러나 결국 AI 산업의 최상단에서는 애플리케이션이 경제적 가치를 창출하게 된다. 법률 코파일럿, 신약 개발 플랫폼, 산업용 로봇틱스, 자율주행 차량 등 구현 형태에 따라 달라질 뿐이다. 기존 트래픽, 데이터, 거래, 엔터프라이즈 고객 기반을 가진 기업이 AI를 통해 경제적 부가가치 창출, 수익화 할 수 있다면 현재의 비용 부담은 후행 반복매출의 선행 투자로 해석될 수 있다.

생산성 향상은 새로운 수요와 기회를 만들고, 이는 다시 성장으로 이어진다. 현재의 인프라 투자는 비용으로 인식되지만 성숙기에 접어든 이후에는 서비스 기업들이 AI라는 무형자산을 반복매출로 바꾸며 투자금을 회수하기 시작할 것이다. 인프라 확충은 더 낮은 추론 단가와 더 많은 AI 추론 능력으로 변환되며, 더 높은 거래 전환율로 이어질 때 자산 레버리지 효과가 현실화될 것이다. 인터넷 플랫폼/소프트웨어 서비스 기업 또한 이러한 Fly wheel이 돌기 시작하면서 다시 멀티플을 높일 수 있게 될 것으로 전망한다.

그림 17. AI 사업은 에너지 → 칩 → 인프라 → 모델 → 애플리케이션 순서로 발전, 부가가치의 최상단에는 어플리케이션이 존재



자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

AI가 만드는 부가가치가 증가한 비용과 투자부담을 상회해야 수익화 가능

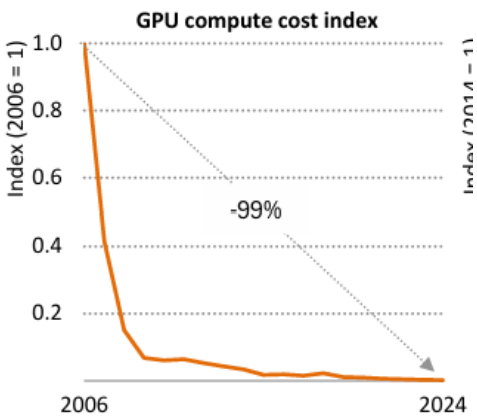
단가 하락보다 공헌이익 전환 속도가 더 중요

AI 서비스의 수익화 경로가 작동하려면 추론 단가가 낮아져야 한다. 실제로 AI 기술과 GPU의 연산능력이 빠르게 발전하면서 효율성 또한 증가하고 있다. Stanford AI Index 2025에 따르면 GPT-3.5와 유사한 성능을 내는 모델의 호출 가격은 2022년 11월 100만 토큰당 20달러에서 2024년 10월 0.07달러로 1/280배 하락했다. 이 숫자는 유사 성능 모델을 호출하는 비용 장벽이 빠르게 낮아지고 있음을 보여준다.

쿼리: 웹 서버, 데이터베이스 등에서의 정보처리 요청

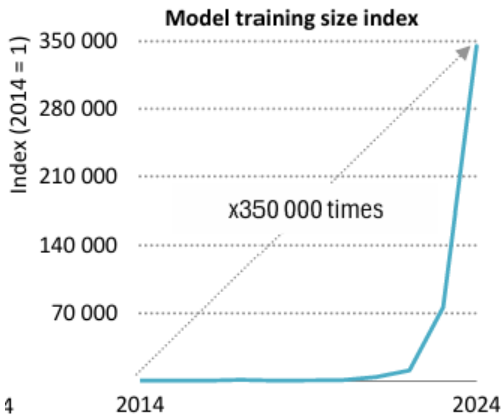
AI 추론 비용은 빠르게 하락 중이지만 여전히 서비스 기업에게 AI 쿼리는 레거시 쿼리 대비 비싼 청구서를 요구한다. 대표적인 예가 Alphabet이다. 클라우드 부문 매출은 AI 도입 효과에 힘입어 26년 2분기 248억 달러로 YoY +82% 성장했으며, 영업이익률은 35.6%를 기록했다. 그럼에도 불구하고 잉여현금흐름(FCF)은 -59억달러로 적자 전환했다. AI 인프라 설비 확장이 수익보다 더 빠르게 증가하면서 총비용과 현금 부담이 더욱 커지고 있는 것이다.

그림 18.전력효율 향상, AI 단위 연산비용 -99% 감소



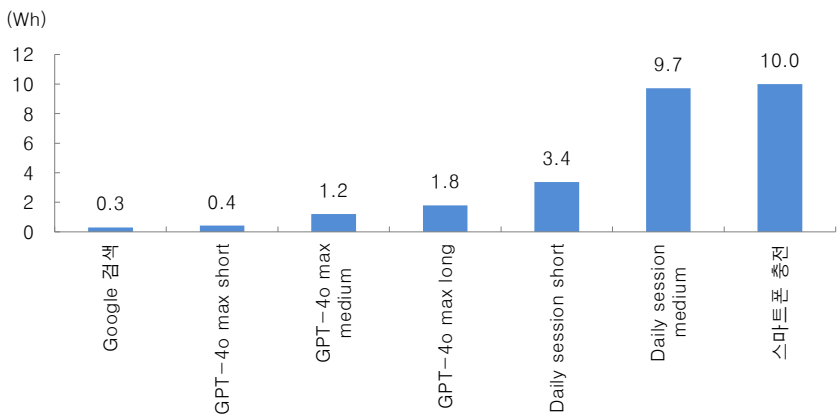
자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 19.모델훈련 규모는 35 만배 이상 성장



자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 20.그럼에도 AI(GPT-4o 기준) 쿼리는 일반 검색 대비 많은 전력을 소모



자료: Stanford, AI Index, 대신증권 Research Center

AI 사용량이 반복  
매출로 전환될 때  
투자 회수가 시작

AI 사용의 사업모델 시나리오, 비용 효율성만큼 수익화 성공률이 더 중요하다

인터넷과 소프트웨어 산업에서 AI는 대체로 네 개의 경로를 통해 수익화 될 수 있다. 같은 AI 사용량이라도 회수 경로에 따라 이익 귀속은 달라진다. AI 접목의 결과가 어떤 기업에는 광고 효율 개선과 구매 전환을 상승으로, 또 다른 기업에는 기업용 AX 구독과 운영 매출로 연결될 수 있다. 그러나, 같은 AI 서비스 사용량 증가라도 실패/재시도/인력 검수/환불 비용이 함께 커지면 손익은 오히려 악화된다.

**광고:** AI의 가치는 더 긴 체류시간 자체에 있지 않다. 광고주는 사용자의 의도를 더 정확히 읽고, 더 높은 전환가치를 가진 지면을 제공하고, 더 좋은 성과를 돌려주는 플랫폼에 돈을 지불한다. AI 검색이 체류시간과 클릭을 줄이더라도 플랫폼 내부의 광고 매칭, 상품, 장소 카드, 후속 거래 연결이 강화되면 광고 수익은 방어되거나 오히려 높아질 수 있다. 반대로 AI 답변이 기존 검색 지면을 잠식하면서 추론비만 늘리면 사용량 증가는 자기잠식에 그칠 수 있다.

**거래:** 클릭이 아니라 **거래 완료**가 핵심이다. 에이전트가 상품을 추천하고 예약 후보를 보여주는 것만으로는 충분하지 않다. 결제, 재고 확인, 취소, 환불, 고객 응대까지 포함해 실제로 거래가 종결되는 비율이 증가해야 AI가 순매출에 기여하는 의미가 생긴다.

**구독, AX:** 메시지 수나 API 호출량보다 반복 과금이 중요하다. 얼리어답터 소비자나 기업이 AI를 한 번 시험해 보는 것과, 같은 워크플로우에 동화되어 구독/운영료를 반복 지급하는 것은 전혀 다른 경제성이다. 특히 B2B 사업모델에서 PoC가 production과 갱신으로 이어지지 않으면 공급자의 반복매출은 만들어지지 않는다.

**인프라, 운영:** AI 사용량은 비용이자 동시에 매출이다. GPU 추론비용과, 배포, 보안과 같은 운용비용은 플랫폼 기업에는 비용임과 동시에, 클라우드/GPUaaS 사업자에게는 수익 기회이기도 하다.

이 네 경로는 겉으로는 다르지만 공통 질문은 같다. “AI가 더 많이 쓰였는가”가 아니라 “최종적으로 어떤 경제적 효용과 수요를 만들었는가”다. “한 건의 유효한 결과를 만들기 위해 총 몇 번의 시도와 후처리가 필요했는가”를 물었을 때 이 성공 전환이 상업적으로 유효한 지표가 되고 실제로 반복되는 매출 전환이 될 것이다.

표 2.글로벌 AI 관련 시장, 27년까지 CAGR 40.7% 성장 전망 (USD Mn)

| 시장                   | 2025      | 2026 E    | 2027 E    |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| AI 서비스               | 436,351   | 585,527   | 759,418   |
| AI 보안                | 25,920    | 51,347    | 85,997    |
| AI 소프트웨어             | 282,897   | 453,209   | 638,431   |
| AI 모델                | 15,494    | 32,604    | 59,161    |
| AI 데이터 분석 및 머신러닝 플랫폼 | 21,292    | 29,928    | 42,639    |
| AI 활용 플랫폼            | 6,587     | 8,416     | 10,922    |
| AI 데이터               | 826       | 3,126     | 6,480     |
| AI 인프라               | 975,581   | 1,431,509 | 1,890,310 |
| Total AI 지출          | 1,764,947 | 2,595,667 | 3,493,358 |

자료: Gartner, 대신증권 Research Center

## II. AI 등장 이후 인터넷 플랫폼의 재편

## II. AI 등장 이후 인터넷 플랫폼의 재편

### 숏츠피케이션과 AI 검색 이후 이익 플의 이동

#### 숏츠피케이션이 전통 인터넷 플랫폼의 콘텐츠, 트래픽 기반을 약화시킬 우려

숏츠피케이션과 AI 검색은 이용자의 관심 경로를 바꾼다

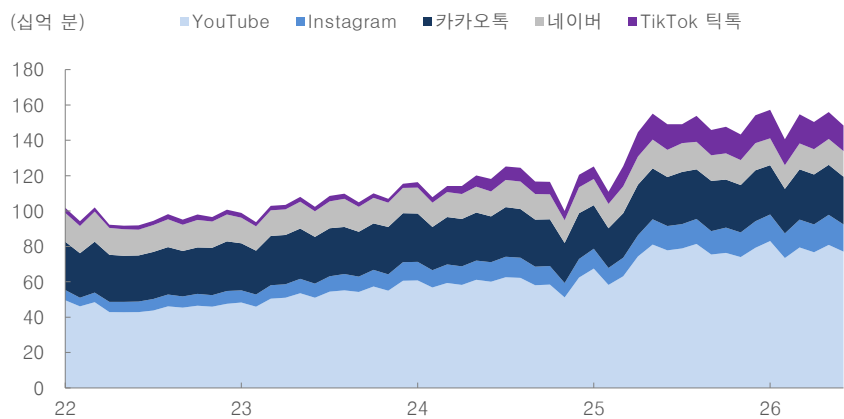
YouTube Shorts, Instagram Reels, TikTok 등 숏폼 콘텐츠 소비가 늘어나면서 이용자 트래픽을 기반으로 한 플랫폼의 수익모델에 의구심이 드리우고 있다. 숏폼은 콘텐츠를 소비하는 단위만 짧게 만든 것이 아니다. 이용자가 특정 콘텐츠 제작자나 웹사이트를 찾아가는 대신 추천 피드를 계속 넘기도록 인터넷 이용 습관을 바꿨다.

실제로 YouTube는 최근 Shorts 영상의 하루 평균 조회수가 2,000억회를 기록했다고 밝혔고, Meta는 추천 알고리즘 개선과 릴스 확장이 Instagram 이용시간 확대에 이어지고 있다고 설명한다.

이용자의 하루와 스마트폰 사용 시간은 한정되었기 때문에 이러한 변화는 광고를 주 수입원으로 삼는 기존 플랫폼에 불안요인이 된다. 관심시간이 글로벌 숏폼 피드로 이동하면 국내 플랫폼 안에서 소비되던 뉴스, 블로그, 카페, 웹툰, 동영상의 발견 기회가 줄 수 있고, 그 주변에 붙던 광고 지면도 압박을 받을 수 있기 때문이다. 이는 심지어 OTT, 웹툰, 영화 역시 같은 콘텐츠 플랫폼에도 영향을 주고 있다.

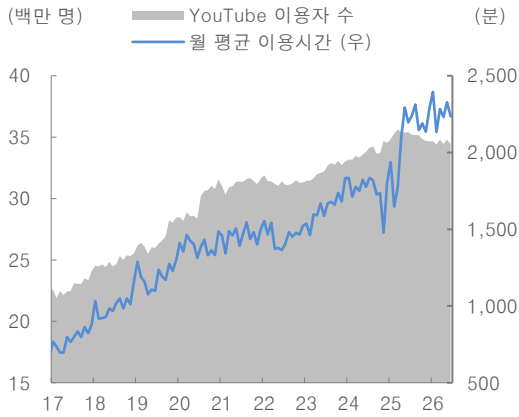
AI는 이 변화를 한 단계 더 밀어붙인다. 생성형 AI가 동영상을 포함한 멀티모달로 확장되면서 더 많은 콘텐츠를 더 낮은 비용으로 생성, 이를 다시 알고리즘 피드에 공급한다. AI 등장 이후 기존 플랫폼과 관심시간 경쟁, 링크 대체가 서로를 강화하는 구조이다.

그림 21.코로나 이후 숏츠 중심으로 모바일 이용시간 증가, Youtube, Instagram, 틱톡 약진



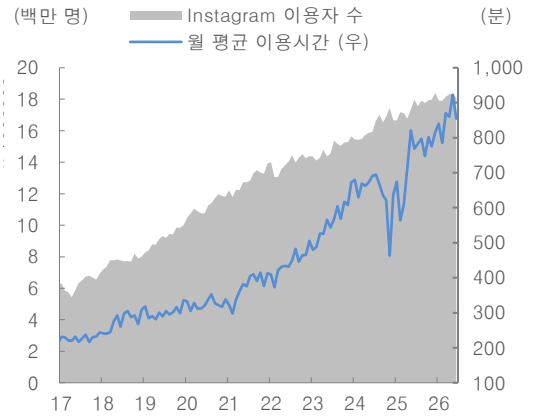
주: 월간 전체 이용자의 총 이용시간, 안드로이드 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 22.YouTube 이용자수 & 이용시간 추이



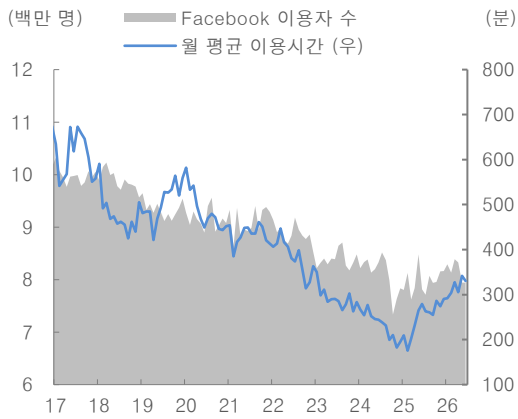
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 23.Instagram 이용자수 & 이용시간 추이



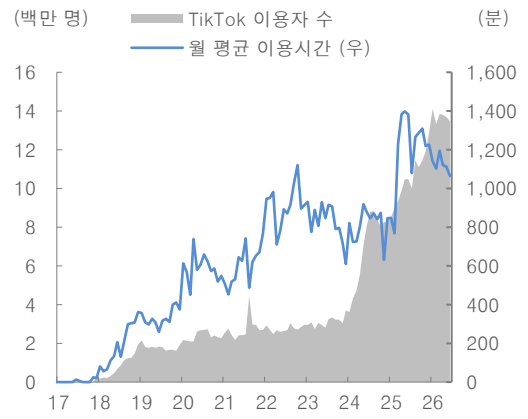
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 24.Facebook 이용자수 & 이용시간 추이



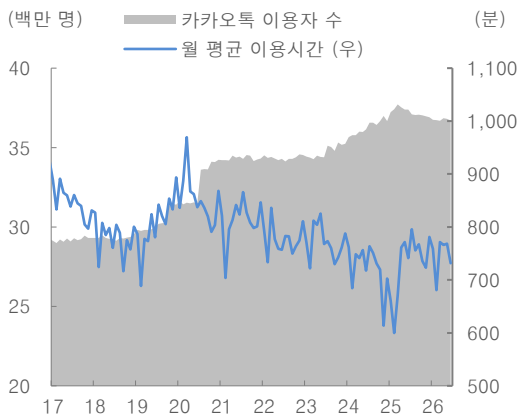
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 25.TikTok 이용자수 & 이용시간 추이



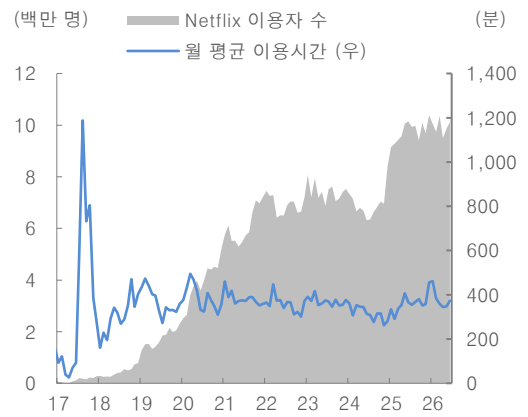
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 26.카카오톡 이용자수 & 이용시간 추이



주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 27.Netflix 이용자수 & 이용시간 추이



주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

외부 게이트웨이에  
유입을 의존하는  
플랫폼은 AI검색에  
취약

AI 검색은 게이트웨이와 외부 공급자의 이익 풀을 비대칭적으로 바꾼다

숏폼이 무엇을 볼 것인가를 추천 피드 안에서 결정하게 만들었다면, AI 검색과 생성형 답변은 어디에서 답을 얻을 것인가를 링크 목록에서 AI 답변 화면으로 옮긴다. Pew Research의 2025년 미국 성인 Google 검색기록 분석에 따르면, AI 답변은 이용자를 외부 웹사이트로 보내기보다 검색 화면 안에 머물게 한다. 외부 콘텐츠 제공자에게는 방문, 페이지뷰, 신규 구독자 획득 기회가 줄어드는 압력이다.

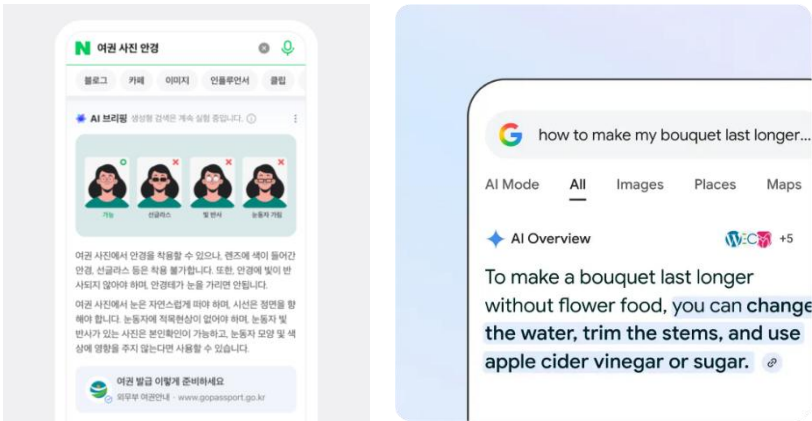
Chegg는 외부 게이트웨이 의존이 실적 압력으로 전이된 실증 사례이다. Chegg는 교육 콘텐츠와 유료 구독 서비스를 보유했지만 신규 이용자 발견을 검색엔진에 크게 의존해 왔다. 회사는 Google AI Overviews가 이용자를 자사 사이트로 보내는 대신 Google 결과 화면에 머물게 하는 것이 낮아진 트래픽의 원인이라고 설명했다.

콘텐츠를 공급하는 생태계 전체가 장기적으로 약해질 수 있다는 우려도 여기서 나온다. 사용자와 콘텐츠를 연결하는 ‘플랫폼’ 서비스의 관점에서 콘텐츠 제공자의 이익 풀 약화는 크리에이터의 참여율을 낮출 수 있다. 중장기적으로 양질의 콘텐츠 소스가 사라질 경우, 검색 플랫폼 자체의 경쟁력과 품질까지 약화시킬 수 있다.

Alphabet의 2Q26 실적은 반대편의 결과를 보여준다. AI오버뷰 및 AI 검색모드 도입 이후 Google 검색 매출은 성장세를 이어가며 633억달러로 17% 증가했다. 이는 게이트웨이를 보유한 사업자가 AI를 이용해 이용자를 내부에 더 오래 머물게 하고, 광고 지면과 비용 효율을 함께 개선할 수 있다는 경로를 보여준다.

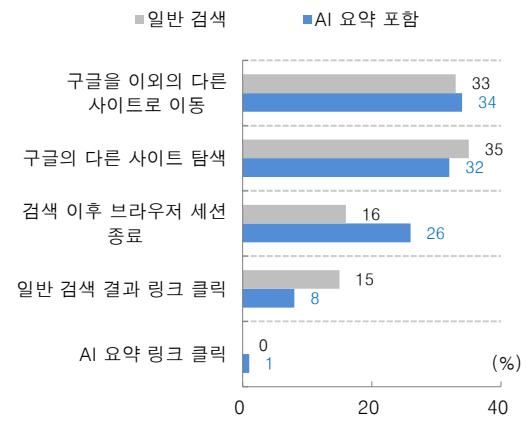
두 사례를 통해 알 수 있는 점은 AI가 검색광고 이익의 풀을 이용자의 AI 검색 화면을 보유한 게이트웨이 쪽으로 집중시킨다는 것이다. 이는 플랫폼이 검색, 메신저 등의 자체 서비스에서 고객의 최초 진입 경로를 통제할 수 있다면 AI 확산에 따른 검색 시장의 지각변동에서 경쟁력을 유지하거나 오히려 강화할 수 있다는 점을 시사한다.

그림 28.NAVER와 Google 의 AI 검색, 서칭된 링크에 앞서 화면에 요약 정보를 제공



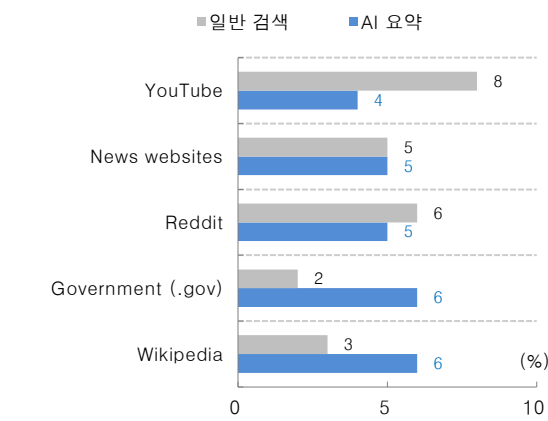
자료: Naver, Alphabet, 대신증권 Research Center

그림 29. AI 요약 정보가 기존 검색 결과를 대체



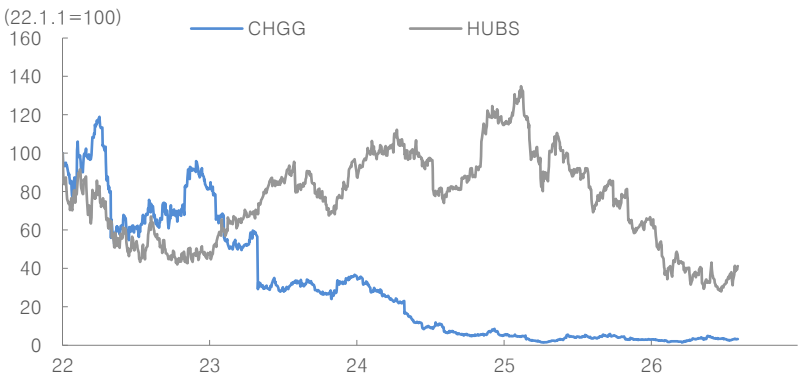
자료: Pew Research, 대신증권 Research Center

그림 30. AI 검색 도입에 따른 검색의 풀 이동



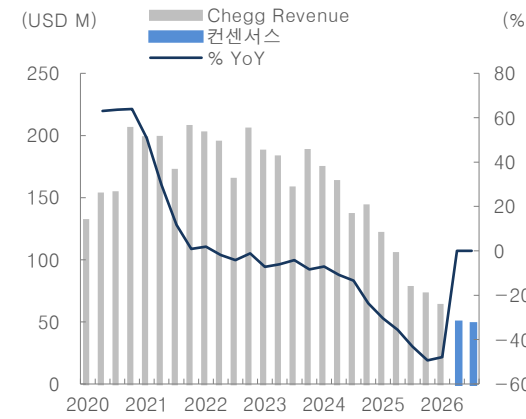
자료: Pew Research, 대신증권 Research Center

그림 31. Chegg, Hubspot 등 웹 트래픽 기반으로 운영되던 플랫폼 기업으로 피해 집중



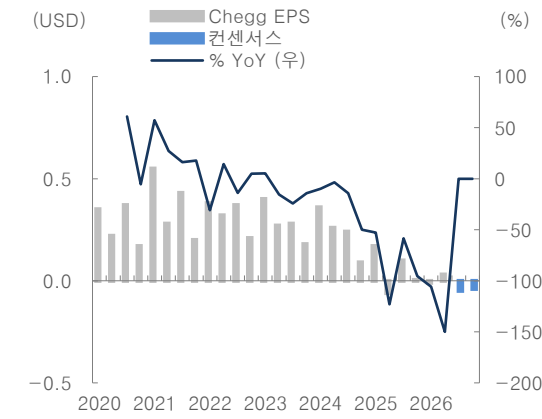
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 32. Chegg, AI 검색 이후 매출 하락 추세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 33. Chegg EPS 적자전환



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

AI 충격의 순서와 정도는 검색 쿼리 유형에 따라 다르다

정보형 쿼리:  
사실 확인, 요약,  
지식습득의 목적으로  
답변 화면에서 종료될  
가능성 높음

상업형, 로컬 쿼리:  
비교, 예약, 주문,  
결제에 필요해 실행  
자산을 가진 플랫폼이  
상대적으로 방어적

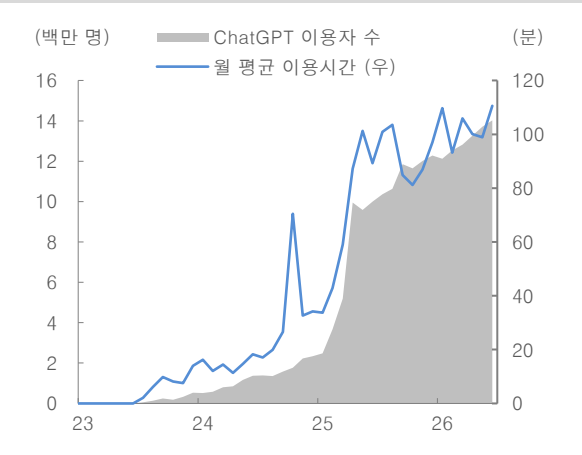
AI 답변은 모든 검색을 같은 속도로 대체하지 않는다. 사실 확인과 요약은 답변만으로 목적이 끝날 수 있지만, 상품 구매나 식당 예약은 가격, 재고, 위치, 시간, 결제, 사후처리가 필요하다. 그래서 정보형 쿼리가 먼저 이동하고 상업형, 로컬 쿼리는 최신 데이터와 실행 자산이 필요하기 때문에 상대적으로 늦게 이동할 가능성이 높다. OpenSurvey의 조사에 따르면 생성형 AI의 침투가 빠른 목적은 지식 습득과 업무, 학습이며, 장소, 쇼핑 탐색은 상대적으로 완만했다. 이 결과는 국내 플랫폼의 상업 트래픽이 단기적으로 더 방어적일 가능성을 지지한다.

실제로 NAVER는 글로벌 플랫폼의 침투에도 여전히 PC Web에서 50% 부근의 검색 쿼리 점유율을 유지하고 있다. 실적도 같은 방향이다. NAVER의 2Q26 광고매출은 1.9조 원으로 YoY 12.3% 증가했다. 회사는 AI가 광고매출 증가분의 60% 이상에 기여했고 AI 브리핑 광고의 효과로 기존 검색 광고 대비 CPC +30%, CTR +30% 이상, 구매 전환율은 3배 이상 개선되었다고 설명한다. AI탭의 도입과 함께 상품, 장소 카드 행동도 확인되면서 답변 이후 행동까지 연결하기 시작한 것이다.

카카오 또한 국민 메신저인 카카오톡 플랫폼을 기반으로 광고 시장에서 약진하고 있다. 2Q26 톡비즈 광고매출은 3,999억원으로 YoY +14% 증가했고 비즈니스 메시지는 +20%, 디스플레이 광고(DA)는 +28% 성장했다.

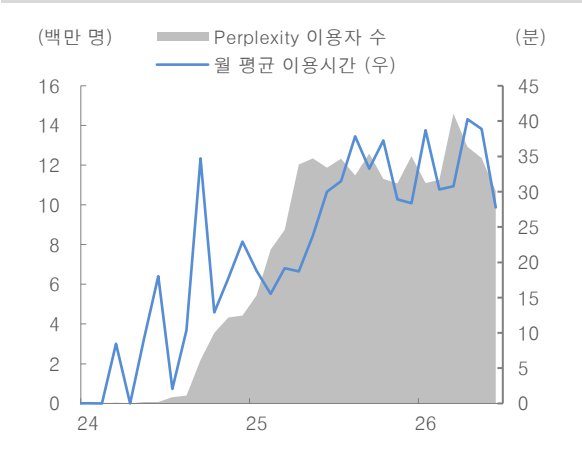
두 회사의 견조한 실적은 시장의 우려와 별개로 현재 체력과 장기 방어력을 나눠 보게 한다. 현재 체력은 광고 수요와 실적이 유지되고 있다는 사실에서 확인된다. 장기 방어력은 네이버와 카카오가 외부 AI와 경쟁 플랫폼의 공세 속에서도 상업적 의도의 최초 접점을 점유하면서, 장소/메시지/결제 등 로컬 서비스와의 시너지를 통해 경쟁력을 유지할 수 있는지에 달려 있다.

그림 34.ChatGPT 이용자수 & 이용시간 추이



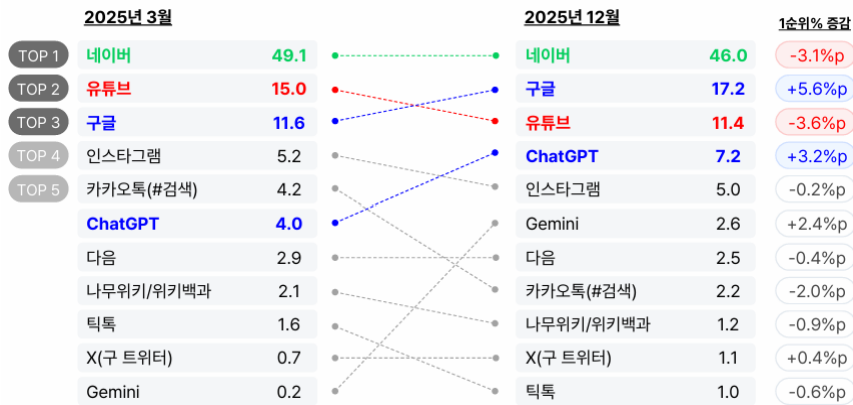
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 35.Perplexity 이용자수 & 이용시간 추이



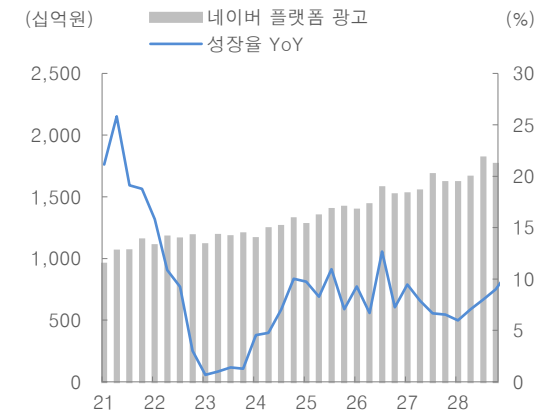
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 36. AI 검색의 약진 속에서도 주 이용 검색 서비스는 여전히 NAVER



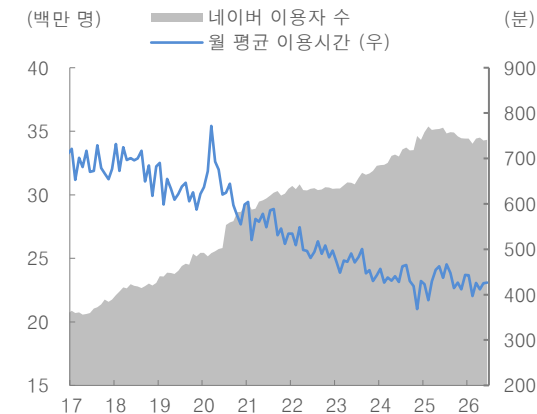
자료: OpenSurvey AI 검색 트렌드 리포트 2026, 대신증권 Research Center

그림 37. NAVER 광고매출 추이 및 가정



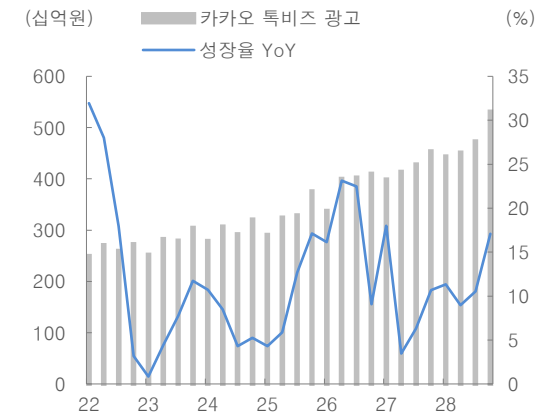
주: 3Q26 이후는 추정  
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 38. NAVER 플랫폼 이용자수 & 이용시간 추이



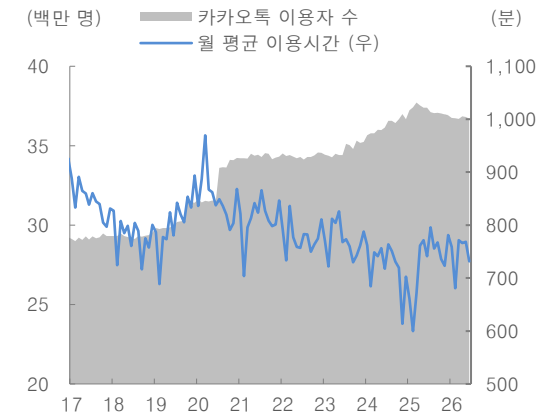
주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

그림 39. 카카오 특비즈 광고 매출



주: 3Q26 이후는 추정  
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 40. 카카오톡 이용자수 & 이용시간 추이



주: 국내 안드로이드 사용자 기준  
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

인터넷 플랫폼의  
차별성은 광고가  
거래로 이어지는  
통로를 보유한다는 점

온라인으로 이동하는 광고시장, 로컬 플랫폼의 경쟁력

인터넷 플랫폼은 일반 이용자의 온라인 소비 행태가 투영되는 곳이다. 국내 플랫폼 서비스의 경쟁력은 AI 전환기 이후에도 이용자 접점에서 포착한 의도가 거래로 전환되는 통로 역할을 유지하는지 여부에 달려 있다.

국내 대표 플랫폼들의 광고 실적이 건조한 다른 이유는 전통 광고시장의 변화에서 찾을 수 있다. KOBACO의 2025년 조사에서 온라인 매체 광고매출은 6.1% 증가한 반면 방송(PP) 광고 매출은 -13.8% 감소했다. 레거시 미디어의 광고 비중 축소는 지속되는 트렌드이다. 이는 광고주들이 이용자 행동과 구매 의도에 더 가깝고, 데이터 기반의 마케팅 전략이 가능한 디지털 지면 광고 선호도가 증가한 결과다.

온라인 플랫폼 광고의 TV/옥외/인쇄 광고 대비 차별성은 이용자의 행동 맥락을 이용해 상업적 의도를 더 정확히 구분한 맞춤형 광고가 가능하고, 이용자가 광고에 노출됨과 동시에 같은 플랫폼 안에서 상품 비교, 장소 확인, 주문-예약-결제와 같은 소비 행동까지 이어갈 수 있다는 데 있다. 이는 YouTube나 Instagram, TikTok과 같은 글로벌 플랫폼 대비 국내 커머스 판매망이 구축되어있는 로컬 플랫폼이 강점을 보이는 분야이기도 하다.

이용자수와 검색 도달 능력은 플랫폼의 기초 체력이며 AI 검색과 숏폼의 확산은 투자자의 불확실성을 높인 변화이다. 그러나 견고한 광고 수익은 이용자 의도와 광고주의 접점을 보유한 플랫폼의 파이가 트래픽 점유율 우려와 분리되어야 함을 시사한다.

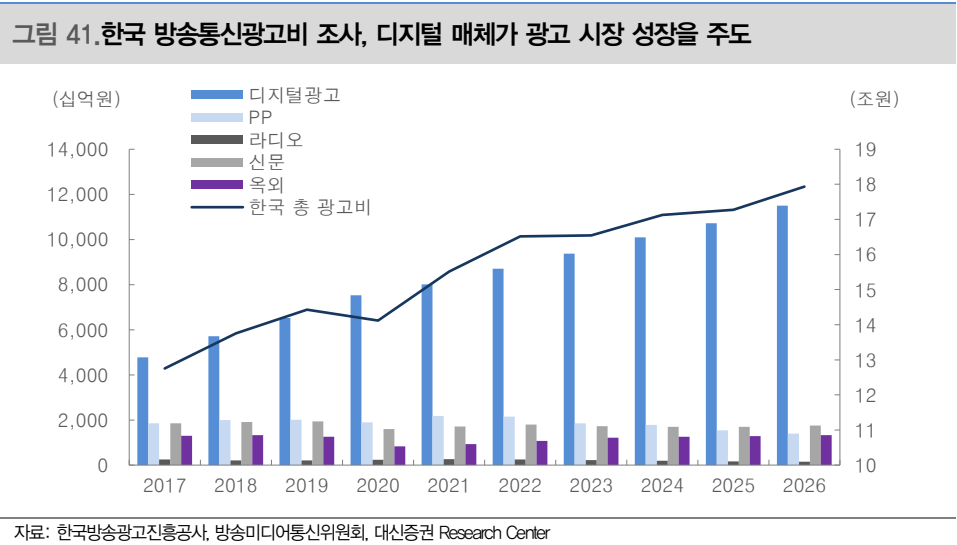
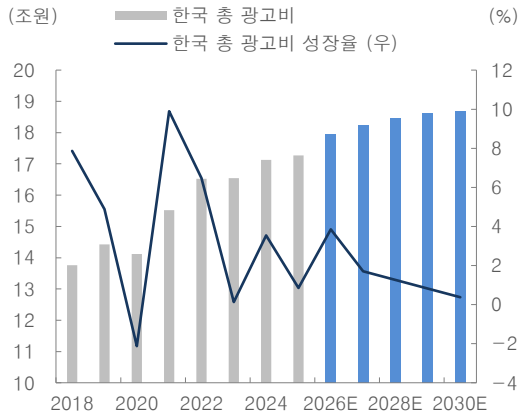
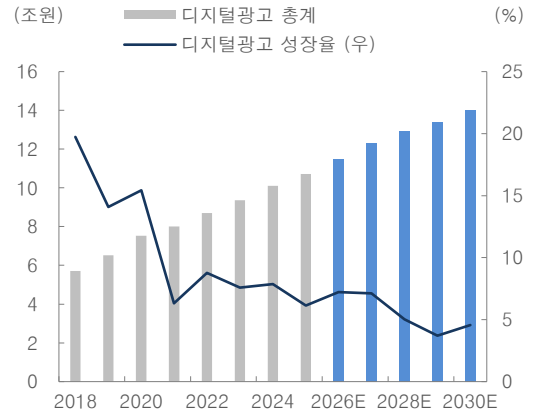


그림 42. 한국 총 광고비 통계 & 가정



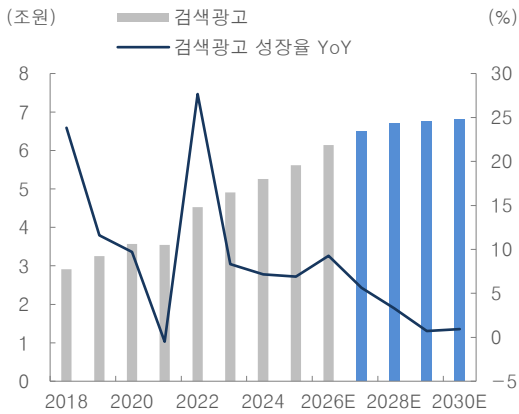
자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

그림 43. 온라인 광고의 구조적 우위 지속 예상



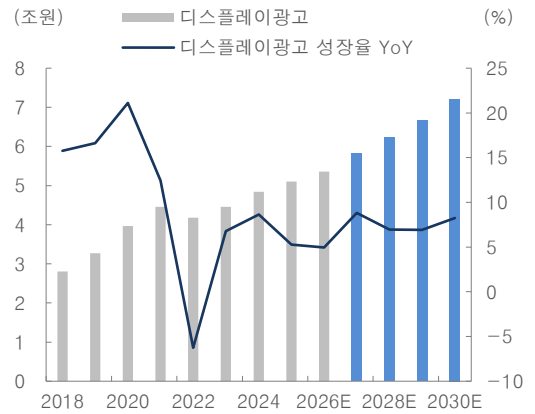
자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

그림 44. 검색광고 성장은 SI 영향으로 둔화될 수 있으나



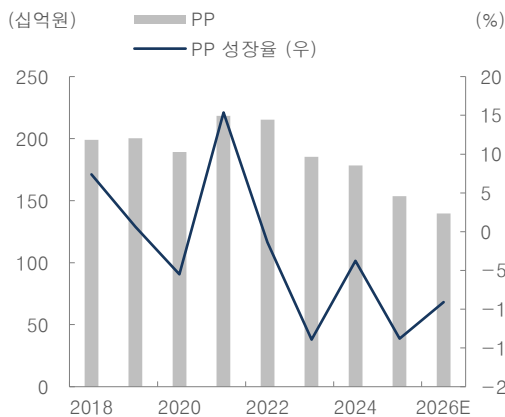
자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

그림 45. 디스플레이 광고 고성장 지속 예상



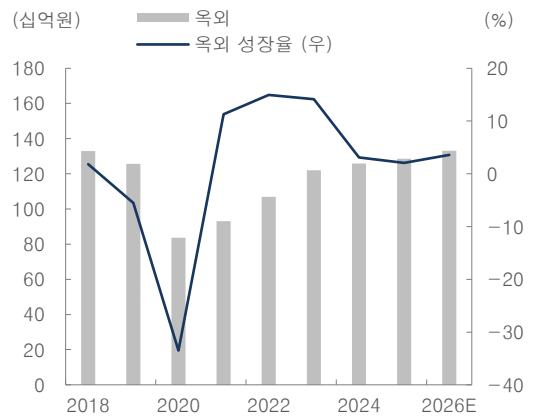
자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

그림 46. PP(방송 사업자) 광고 부진 지속



자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

그림 47. 옥외 광고 성장을 둔화



자료: 한국방송광고진흥공사, 방송미디어통신위원회, 대신증권 Research Center

플랫폼 수익의 원천은 온라인 소비, 커머스 사업이 국내 플랫폼의 경쟁력

커머스는 반복 구매와 결제, 이용자 관심과 의도가 취합되는 곳

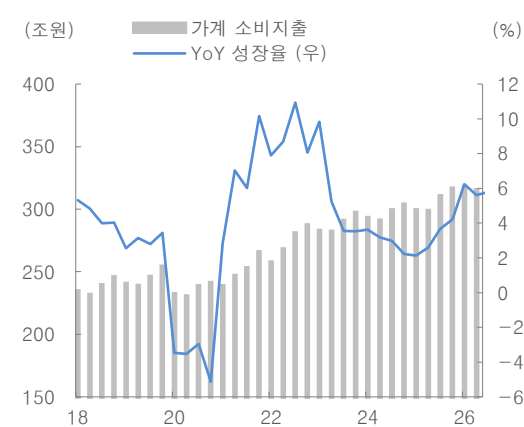
플랫폼의 궁극적인 수익 원천은 사용자의 ‘소비’ 행위이다. 광고가 이용자의 관심과 상업적 잠재 의도를 수익화 한다면 커머스는 그 의도가 상품 선택, 반복 구매, 판매자 관계와 결제로 이어지는 수익 경로이다. NAVER와 카카오는 광고와 커머스 사업을 동시에 영위하기 때문에 관심을 포착한 동일 계정에서 상품, 리뷰, 멤버십, 배송, 선물, 결제까지 이어지는 접점을 유지할 수 있다.

국내 온라인 소비는  
구매 맥락에 따라  
분화

한국 온라인 쇼핑 거래는 성숙기에 들어선 가운데 여전히 견조한 성장세를 이어가고 있다. 그중 상위권에 위치한 쿠팡, NAVER, 카카오는 완전 대체 관계에 있기보다 서로 다른 구매 맥락을 점유하는 것으로 분석된다. 쿠팡이 로켓배송과 재구매 편의성으로 범용-고빈도 구매시장을 장악했다면, NAVER는 다양한 판매자로부터 탐색 및 비교가 가능한 검색형 구매, 카카오는 선물, 기념일, 비즈니스 메시지 광고에서 이어지는 관계형 구매에서 강점을 보이며 각자의 점유율을 유지하는 모습을 보인다.

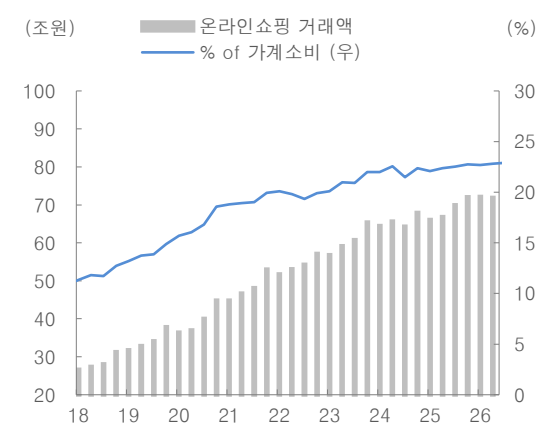
특히 최근 몇 년 사이 C-커머스가 낮은 가격과 대규모 마케팅을 앞세워 국내시장 점유율을 늘려가는 듯 했으나 최근 조사에서는 C-커머스 기업들의 결제액이 사실상 정체되는 모습이다. 국내 플랫폼들이 품질/구매이행/사후처리 능력 등에서 강점을 보이며 시장 지위를 방어한 것으로 판단된다.

그림 48.가계 소비지출 추이, 성장을 반등



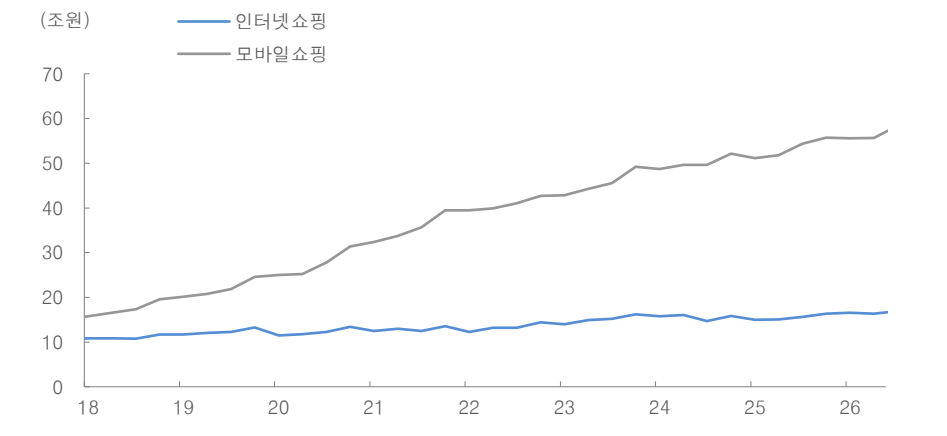
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 49.온라인쇼핑 거래 비율 증가



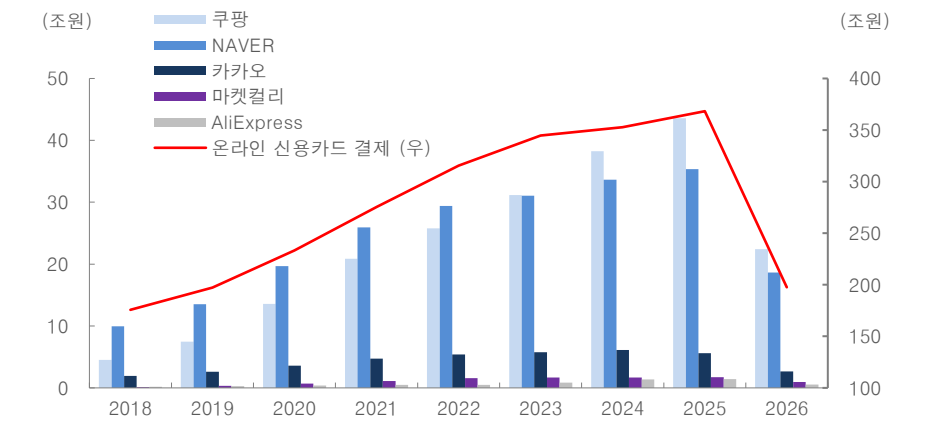
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 50.모바일 쇼핑이 온라인 소비 성장을 주도



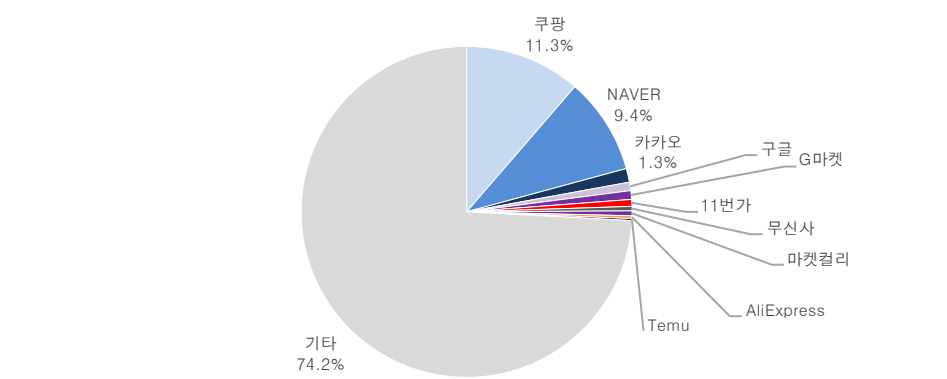
자료: 국가데이터처, 대신증권 Research Center

그림 51.신용카드 결제액, 쿠팡, 네이버, 카카오의 국내 온라인 소비시장 영향력 견조



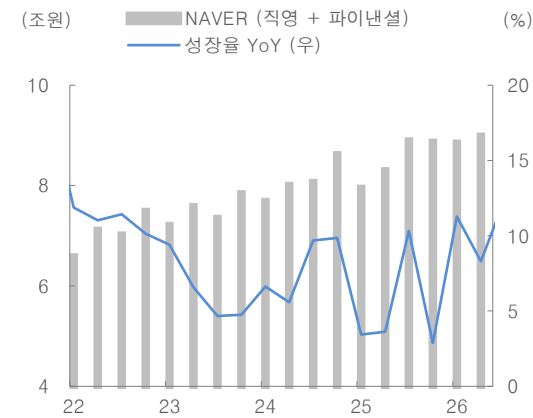
주: 2026년은 상반기까지의 집계, 신용카드 결제금액에 한함  
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 52.2026년 상반기 신용카드 온라인 결제액 M/S



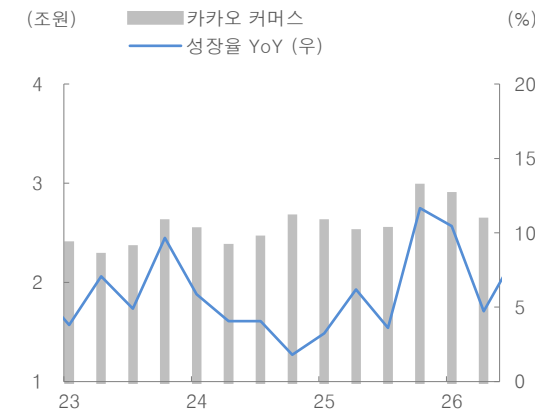
주: 2026년은 상반기까지의 집계, 신용카드 결제금액에 한함  
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 53.네이버 커머스 신용카드 결제금액 추이



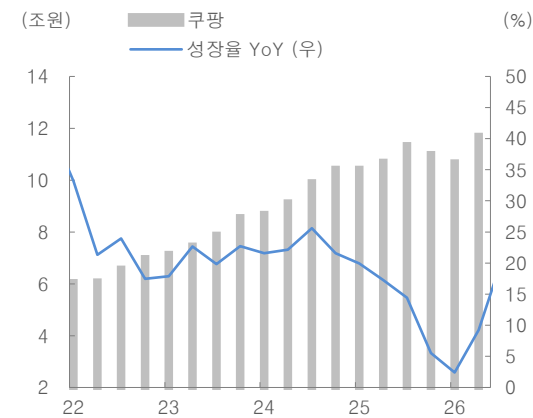
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 54.카카오 커머스 거래액 추이



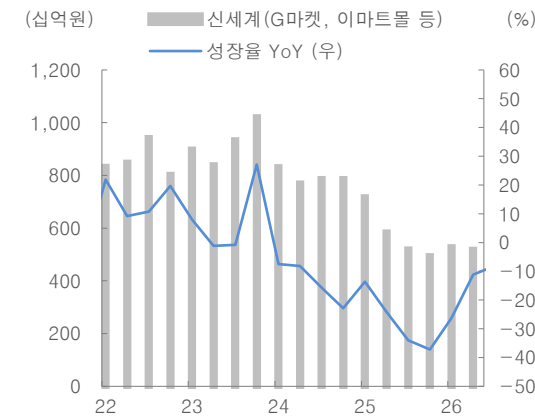
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 55.쿠팡 신용카드 결제금액 추이



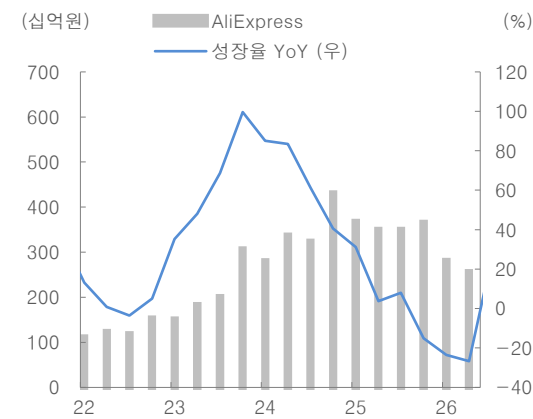
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 56.신세계 그룹 온라인 신용카드 결제액 추이



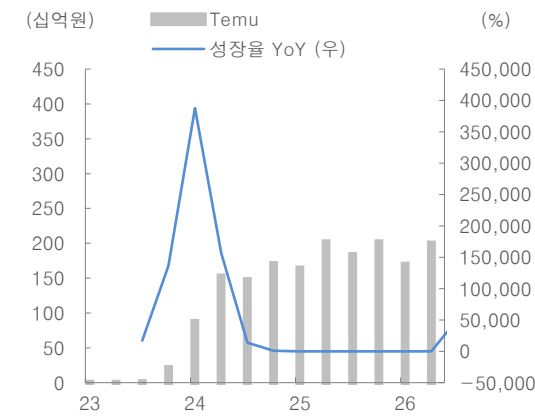
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 57.알리익스프레스 신용카드 결제금액 추이



자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

그림 58.Temu 신용카드 결제금액 추이



자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

### Ⅲ. 플랫폼의 전환, AI 에이전트의 시대

Ⅲ. 플랫폼의 전환, AI 에이전트의 시대

에이전트 서비스는 AI의 절감 시간을 경제적 단위로 바꾼다

에이전트 서비스의 경제적 단위는 답변이 아닌 완료, 서비스 인프라의 부가가치 증대

에이전트는 답변을 넘어 완료된 업무를 수행

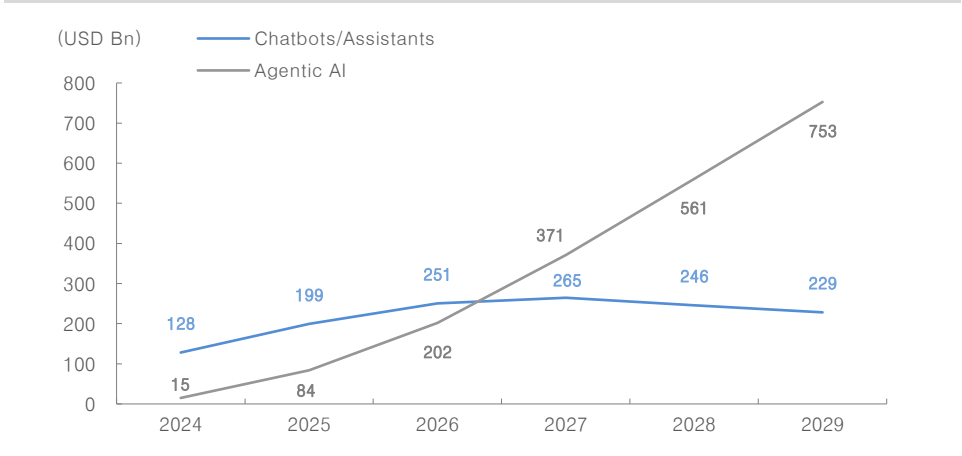
AI는 빠르게 소비자들의 일상으로 침투하고 있다. 그러나 AI를 “진보된 검색기술” 수준으로 해석하면 시장을 과소평가한 것이다. 검색이 정보를 찾는 행위라면 에이전트는 사용자의 시간과 권한을 위임받아 결과를 완결하는 행위다.

AI 에이전트의 첫 시장은 새로운 소비 욕망을 만드는 데서 시작되지 않는다. 이미 사람이 직접 하거나 개인 비서, 여행사, 에이전시가 대신하던 반복 업무를 더 낮은 비용으로 제공하는 데에서 열릴 것이다. 1) 좋은 식당을 추천하는 것과 2) 식당 예약 에이전시 업무는 다른 서비스이다. 전자는 정보의 제공에 그치지만 후자는 사용자가 직접 써야 했던 시간 부담을 대신한다. 예를 들자면 사용자의 취향과 동행자의 직급 등 상황에 맞추어 금요일 오후 7시에 두 명이 앉을 수 있는 식당을 찾아 예약하고, 주차 가능 여부와 이동 시간을 확인하고, 일정에 반영하는 요청까지 처리할 수 있어야 한다.

2026년 현재 이용자의 에이전트 역할을 수행할 수 있는 OpenClaw 등의 LLM 기반 자동화 프레임워크가 오픈소스로 배포되며 초기 시장이 형성되고 있다. 이전의 AI가 단순 조연자였다면 AI 에이전트는 텔레그램, Slack과 같은 메시징 인터페이스를 통해 지시받은 업무를 승인받은 API, 사용자 계정 등을 직접 제어하면서 명령을 수행한다. 로컬 PC 또는 서버에 24시간 상주하면서 사용자의 자료를 검토, 수정하거나, 필요한 상황이 되면 사용자에게 먼저 대화를 걸며 제안을 하기도 한다.

즉, 종료되지 않는 컴퓨팅 인터페이스와 사용자의 권한 부여가 AI와 결합하면서 사실상 비서 또는 에이전트 역할을 수행하게 된 것이다.

그림 59.에이전트 AI 시장은 2027년 이후 챗봇 시장을 앞설 것으로 전망



일상 서비스들이 먼저 이동하면서 에이전트 AI 시장이 확대될 것.

실패 위험이 크지 않은 업무가 먼저 위임: 일정, 쇼핑, 예약 등

AI 에이전트는 고소득 직군, VIP의 전유물이던 비서, 에이전시의 진입장벽을 일반 사용자 수준으로 급격히 낮춘다. 대체 업무의 단위는 직업이 아닌 개별 업무이다.

업무 대체 순서는 지적 난이도만으로 결정되지 않을 것이다. 창의성이 낮더라도 예외가 많고 책임이 크면 대체 위험이 크다. 반대로 판단이 일부 필요해도 후보와 규칙이 명확하고 사용자가 최종 승인할 수 있으면 빠르게 이동할 수 있다. 중요한 것은 반복 빈도, 조건의 복잡성, 필요한 권한, 실패 비용과 복구 가능성이다.

초기에는 후보 탐색과 일정 조정, 다음으로 사용자 승인 아래 예약과 결제, 더 나아가 변경, 환불, 분쟁 등의 복잡성을 포함한 완전 위임까지 비서 또는 에이전시 업무를 구성하는 과업이 위험성과 표준화 정도에 따라 순차적으로 AI에 점목될 것으로 전망한다.

에이전트의 경제적 산출물은 쿼리 수나 생성 토큰이 아닌 최종 성공 업무, 업무당 절감 시간으로 해석해야 한다. 이 정의는 왜 범용 챗봇 사용량이 곧바로 에이전트 매출이 되지 않는지를 설명한다. 답변을 많이 생성해도 사용자가 다시 답변 결과를 확인, 비교하고 문제 해결과 결제 등을 수행해야 한다면 시간 대체는 제한적이다. 반대로 좁은 업무라도 AI 에이전트가 반복적으로 끝까지 처리하면 절감 시간과 이용 빈도, 사용자의 지불의사는 빠르게 증가할 것이다.

표 3. 비서 & 생활 업무의 예상 AI 대체 우선순위

| 업무 분류      | 작업 수행 & AI 적용 가능 범위                               | 반복성 | 실패 비용 | 대체 우선순위 |
|------------|---------------------------------------------------|-----|-------|---------|
| 일정·약속      | 참석 시간 조율, 장소 선정, 캘린더 반영, 리마인드                     | 높음  | 낮음    | 높음      |
| 예약         | 검색, 비교, 예약가능 매장 선정, 예약/변경                         | 높음  | 낮음    | 높음      |
| 쇼핑         | 검색, 비교, 사용자 맞춤형 재주문                               | 높음  | 중간    | 높음      |
| 이동         | 교통편 예약, 일정 조율                                     | 높음  | 중간    | 중상      |
| 여행 / 출장    | 일정 및 동선 조합, 승인 후 예약, 경비 증빙                        | 중간  | 높음    | 중간      |
| 메시지        | 관계 맞춤형 초안 작성, 발송 예약, 선물 후보 추천, 결제                 | 중간  | 중간    | 중간      |
| 금융, 투자, 법률 | 정보 정리와 작업 제한, 제한된 송금, 계약, 주문, 승인, 비용 처리 및 행정업무 보조 | 낮음  | 매우 높음 | 낮음      |

자료: 대신증권 Research Center

표 4. 초기 에이전트 AI 서비스 시장의 총 시간가치 추산

| 시나리오 변수 및 가정                 |         | 글로벌 시장     |         | 한국 시장      |
|------------------------------|---------|------------|---------|------------|
| A. 대상인구                      |         | 5억 명       |         | 500만 명     |
| 전체 인구 & 대상 인구 비율             | 83억 명   | x 6.0%     | 5160만 명 | x 9.7%     |
| * (참고) 생산가능인구 수              |         | 54억 명      |         | 3,548만 명   |
| * (참고) 생성형 AI 이용자 수          |         | 14억 명      |         | 2300만 명    |
| B. 생산 시간당 가치                 |         | 50 USD     |         | 6 만원       |
| 핵심 소비층 연 급여 / 근로시간           | 10만 USD | / 2,000 시간 | 1.2억 원  | / 2,000 시간 |
| C. 연 평균 절감시간                 |         | 31 시간      |         | 31 시간      |
| 일 평균 절감시간                    |         | 1          |         | 1          |
| 침투율                          |         | 10%        |         | 10%        |
| 에이전트 과업 성공율                  |         | 85%        |         | 85%        |
| Total 에이전트 AI 시간 가치 (AxBxC=) |         | 775.6 Bn   |         | 93 조원      |

자료: 대신증권 Research Center

## 생활 밀착 AI, 슈퍼앱으로 변화할 플랫폼 서비스

### 플랫폼 서비스의 지각변동 불가피, AI에 핵심 서비스를 촘촘하게 연결하는 것이 관건

생활형 AI 에이전트의 경쟁력은 사용자의 의도, 취향, 반복 행동을 이해하고 검색, 지도, 커머스, 예약, 이동, 결제, 사후처리를 동일 플랫폼 안에서 완결하는 능력에서 나온다.

사용자가 “이번 주말 부모님과 식사할 곳을 정해 예약해 줘”라고 요청했을 때, 에이전트는 1) 의도와 취향, 관계 맥락을 이해하고, 2) 장소와 시간을 확인, 예약 가능한 식당을 찾고 예약, 결제까지 이어지는 로컬 실행능력을 갖춰야 하며, 3) 이 과정이 하나의 인터페이스 플랫폼에서 실행되어야 한다. 해당 작업이 끝까지 종결되지 못하고 단절된다면 AI는 추천 도구에 머문다. 이 세 축이 결합될 때 기존 슈퍼앱은 단순한 앱 묶음을 넘어 사용자의 생활을 대신 실행하는 통합 에이전트로 진화할 수 있다.

**반복 의도/관계 형성:  
검색, 메신저, 콘텐츠,  
커머스**

생활 업무의 맥락은 사용자가 직접 검색하는 명시적 의도, 대화와 일정에서 발생하는 관계, 과거 행동에서 반복되는 습관에서 형성된다. 플랫폼이 이러한 종류의 요청을 얼마나 자주 포착하는지가 에이전트의 맥락 이해도를 결정한다. 에이전트의 장기 가치는 고가의 단건 거래보다 반복 업무에서 더 안정적으로 나타날 수 있다. 생필품 재주문, 선물, 정기 구매, 식당 및 병원 재예약, 출퇴근 이동은 한 번의 의사결정보다 “매번 다시 생각하고 입력하기 싫은 일”에 가깝다. 커머스 주문내역을 보유한 에이전트는 재구매 시점을 제안하거나 사용자가 정한 조건 안에서 주문을 실행하며, 매번 발생하던 탐색, 입력, 승인 비용을 절감할 수 있다.

**로컬 거래의 실행:  
지도, 예약, 커머스,  
모빌리티, 결제**

의도를 이해하는 것만으로 생활 업무는 끝나지 않는다. “성수에서 조용한 식당”이라는 요청에는 장소, 거리, 운영시간, 예약 가능 시간, 동행 인원과 모임의 의도를 이해해야 한다. 에이전트는 웹에 존재하는 후보가 아니라 지금 실행 가능한 후보를 제시해야 한다. 이 구조에서 지도는 단순한 탐색 서비스가 아니다. 웹의 장소 정보를 거리, 운영시간, 동선이라는 현실 조건으로 바꾸고, 플레이스 시스템은 예약 가능한 상태를 제공한다. 커머스는 상품을 한 번 찾는 데서 끝나지 않고, 저장된 상품, 배송지, 결제, 멤버십을 이용해 결제를 실행한다. 모빌리티는 결정된 일정과 실제 이동을 연결하며 결제 인프라가 앞에서 행해진 모든 작업의 방점을 찍는다.

따라서 생활 서비스의 실행 가능 범위는 하나의 인터페이스가 사용자 요청의 범위를 어디까지 내부에서 수행할 수 있는가로 판정해야 한다. 글로벌 프론티어 AI는 대화와 범용 추론에서 강할 수 있지만, 국내 플랫폼은 이미 보유한 생활 전반의 서비스를 동일 회사의 계정과 멤버십 안에서 연결할 수 있다. 네이버, 카카오가 보유한 플랫폼은 외부 AI의 데이터 공급자가 아니라 사용자 요청을 처음 받고 끝까지 처리하는 통합 에이전트로 변모할 잠재력을 보유한 것으로 판단한다.

AI 에이전트의 수익화 경로는 결제에서 나온다

결제는 거래 완결을 증명, 반복 이익으로 이어진다

AI 에이전트가 실생활에서 예약, 주문에 이어 결제까지 이동하면 직접 과금과 반복수익의 기회가 커진다. 소비자가 AI 에이전트에게 구매 권한을 위임하는 순간 가격비교와 결제창 전환 등 구매 단계에서의 마찰이 사라진다. 이 단계에서 인간 기준의 구매 전환율이라는 지표는 무의미해진다. 플랫폼 입장에서는 마케팅이라는 단계를 에이전트를 기준으로 재설계해야 한다.

기존 E-커머스  
업계에서 소비자의  
장바구니 이탈율은  
약 70%

예를 들어 소비자가 온라인 쇼핑몰 장바구니에 상품을 담아두거나 위시리스트에 넣는다면 AI 에이전트는 소비자의 행동과 커머스 마켓을 동시에 실시간으로 모니터링 할 수 있다. 이는 단순한 “세일 중입니다”라는 푸시 알림이 아니라 “지금 장바구니의 상품이 프로모션에 돌입하여 이번 달 예산 잔액 범위 안에 들어왔습니다.”거나 “출장에서 돌아오는 일정에 맞추어 배송될 수 있도록 주문을 완료하겠습니다.” 등의 확장이 가능하다. 이는 가격 저항선이나 배송 조건으로 이탈했을 한계 소비자를 구매자로 전환시킨다.

결제는 사용자가 에이전트의 제안을 최종 수용했음을 증명하는 가장 확실한 '행동 데이터'이자, 플랫폼이 거래액에 대한 직접적인 수수료를 확보하는 직접 과금의 시작점이기 때문에 수익화 모델을 질적으로 전환시킨다.

만약 정보 탐색과 후보 추천에 머무른다면 이는 AI 검색 수준을 벗어나지 못한다. 수익화 경로도 광고와 멤버십을 통한 과금에 한정될 수밖에 없다.

표 5. 결제사업이 에이전트의 편익과 수익성에 미치는 영향

| 편익     | 에이전트 기능                               | 수익 경로                            | 고정비용                  |
|--------|---------------------------------------|----------------------------------|-----------------------|
| 거래 완결  | 결제, 인증, 승인                            | 예약/주문 완료율 상승                     | 승인 실패, 부정거래 탐지        |
| 직접 수익  | 결제, 정산, 완료 과금                         | 거래연계 판매율 증가                      | 카드/계좌/PSP 원가          |
| 비용 절감  | PG, 가맹점 관계                            | 파트너 비용 내재화                       | 내부 운영, 규제비용           |
| 반복 데이터 | 결제 이력, 멤버십, 재주문 권한 추천, 결제, 환불까지 결과 관측 | 거래 빈도 증가<br>추천, 광고, CRM 성과 측정 개선 | 혜택, 리텐션 비용, 개인정보 보안 등 |

자료: 대신증권 Research Center

에이전트 커머스의 유닛 이코노믹스, 수익성이 확보되며 에이전트 도입 증가

기존의 검색 대비 AI 에이전트는 유저 요청이 늘어날 때 API 추론 비용이 선형적으로 증가하는 치명적인 비용 구조를 가진다. 에이전트 AI가 아무리 구매 전환율을 높여도 AI 비용을 포함한 원가를 통제하지 못하면 마진 스퀴즈가 발생한다.

대표적인 에이전트 AI Tool인 Codex와 Claude Code의 쇼핑검색 쿼리의 토큰 소모량을 측정한 결과 일반형 모델에서는 59.9~85.4만 토큰이 소모되었고, 경량형 모델에서는 14.6~68.7만 토큰이 소모되었다. 이는 한 번의 쿼리 비용으로 저가형 모델 기준 45원, 일반 프론티어 AI 모델 API 활용 시 3,000원 이상의 비용이 발생할 수 있음을 의미한다.

수익성을 위해 에이전트 사업자는 추론비용 절감 및 마진을 확보해야 한다. 이외에도 결제 수수료, 광고, 멤버십, 판매자 솔루션 수익에서 추론비, PG 원가, 부정거래, 환불, 고객 응대 비용 등을 차감한 공헌이익이 손익분기점(BEP)을 넘어서야 하며, 동일 사용자의 재이용이 이어질 때 AI 에이전트의 수익성이 현실화될 수 있을 것이다.

오픈 웨이트 모델의 발전, AI 에이전트 서비스 시장 가시화

최근 동향으로는 오픈소스 AI 모델의 성능이 프론티어 기업들의 모델과 비견될 만큼 개선되고 있으며 공개된 지표로 자체 추산했을 때 서비스화 가능한 수준으로 가격과 전성비가 발전된 것으로 관측된다. 유저의 구매 패턴과 서비스로 제공할 수 있는 리소스를 사전에 학습시킨 소형/자체 LLM으로 기존 프론티어 모델을 대체하고, 온프레미스 기반으로 트랜잭션당 추론비를 최소화함으로써 플랫폼 사업자들의 수익성이 확보되고, 에이전트 커머스 시장이 빠르게 개화될 것으로 전망한다.

표 6. AI 활용 시나리오별 에이전트 커머스 공헌이익 추정

| 시나리오 변수 및 가정      | (단위)       | 효율형 LLM      | 저가형 LLM     | 온프레미스 AI    |
|-------------------|------------|--------------|-------------|-------------|
| A. 단위 거래당 매출      |            |              |             | 1,500       |
| 건당 평균 결제액         | (원)        |              |             | 50,000      |
| 결제/중개 수수료         | (%)        |              |             | 3%          |
| B. API 추론비용       |            | 20,300 원     | 4,785 원     | 131 원       |
| Input 토큰 소모       | (Token K)  | 800          | 600         | 150         |
| Input 토큰 단가       | (USD / 1M) | 1            | 0.3         | 0.05        |
| Output 토큰 소모      | (Token K)  | 120          | 60          | 2.5         |
| Output 토큰 단가      | (USD / 1M) | 5            | 2.5         | 0.6         |
| 구매확률              | (%)        |              |             | 10%         |
| 달러-원 환율           | (원/USD)    | -            | -           | 1,450       |
| C. 단위당 공헌이익 (A-B) | (원)        | (-) 18,800 원 | (-) 3,285 원 | (+) 1,370 원 |

주: 결제수수료 등 부대 비용 제외 / 효율형: Anthropic Haiku, 저가형 모델: Gemini 3.5 Flash  
온프레미스 AI 비용 추정 - "TV, AX의 확산과 AI 인프라 구축의 상호작용" 파트 참고

자료: 대신증권 Research Center

표 7.에이전트 커머스 토큰 소모 실증

| 모델                  | 입력토큰(K) | 출력토큰(K) | 비용(원) |
|---------------------|---------|---------|-------|
| gpt-5.6-sol medium  | 597     | 2.64    | 4,443 |
| gpt-5.6-luna medium | 144     | 1.84    | 45    |
| claude-sonnet-5     | 794     | 59.7    | 3,168 |
| claude-haiku-4.5    | 554     | 133.1   | 1,768 |
| 평균                  | 522.3   | 49.3    | 2,356 |

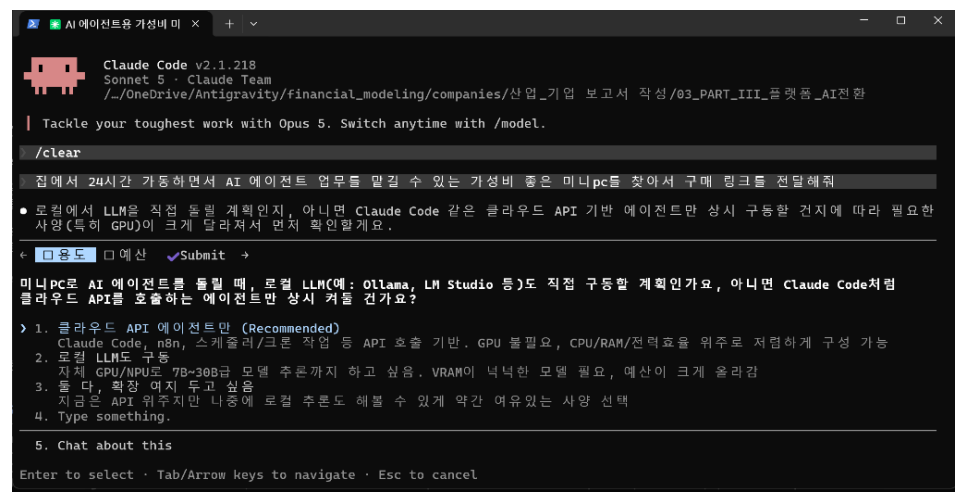
주: "가정에서 24시간 가동하면서 AI 에이전트 업무를 맡길 수 있는 가성비 좋은 미니pc를 찾아서 구매 링크를 전달해줘"의 결과  
Codex CLI, Claude Code CLI 환경에서 측정  
자료: OpenAI, Anthropic, 대신증권 Research Center

표 8.주요 AI 모델별 입/출력 토큰 가격

| 플랫폼                | 모델 명           | 입력 토큰 (USD/1M) | 출력 토큰 (USD/1M) | 분류 및 비용 특징                         |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|------------------------------------|
| ChatGPT (OpenAI)   | GPT-5.6 Sol    | 5              | 30             | Sol: 최상위 플래그십 모델                   |
|                    | GPT-5.6 Terra  | 2              | 12             |                                    |
|                    | GPT-5.6 Luna   | 0.2            | 1.2            | Luna: 초저가 경량 모델                    |
| Claude (Anthropic) | Fable 5        | 10             | 50             | Fable 5: 최상위 플래그십 모델               |
|                    | Opus 5         | 5              | 25             |                                    |
|                    | Sonnet 5       | 2              | 10             |                                    |
|                    | Haiku 4.5      | 1              | 5              |                                    |
| Gemini (Google)    | 3.1 Pro        | 2              | 12             | Pro: 200K 토큰 초과 시 단가 할증 (\$4/\$18) |
|                    | 3.6 Flash      | 0.75           | 3.75           | Flash/Lite: 멀티모달 처리 효율 특화          |
|                    | 3.5 Flash-Lite | 0.3            | 2.5            |                                    |
| Kimi(Moonshot AI)  | Kimi K3        | 3              | 15             | 초장문 컨텍스트 처리 특화 모델                  |
| Qwen(Alibaba)      | Qwen 3.7 Max   | 1.5            | 4.4            |                                    |
| DeepSeek           | V4-Pro         | 0.435          | 0.87           | 타 프런티어 모델 대비 최소 10배~50배 저렴         |
|                    | R1             | 0.7            | 2.5            |                                    |

주: 2026년 7월 기준  
자료: Benchim.ai, OpenAI, Anthropic, Google, Moonshot AI, DeepSeek, 대신증권 Research Center

그림 60.Claude-code 에이전트 활용 예시, 사용자의 의도를 파악하여 맞춤형 제품 추천



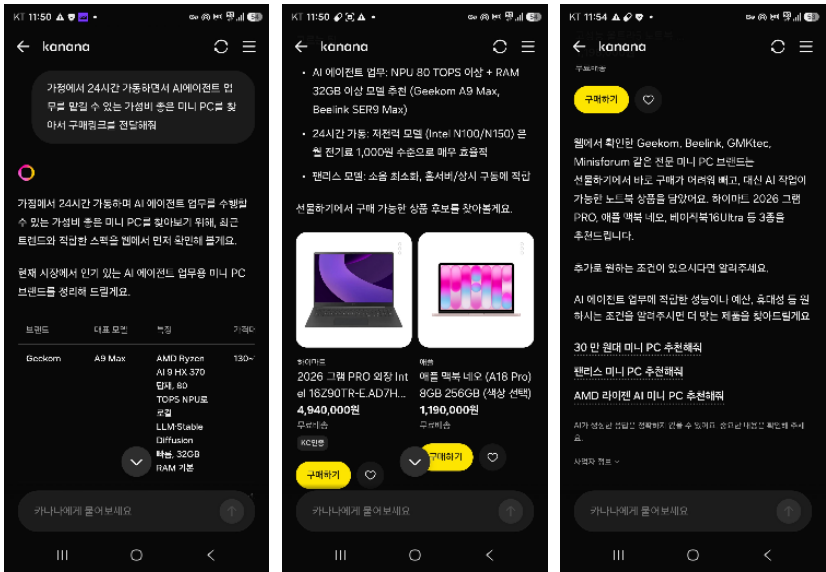
주: "가정에서 24시간 가동하면서 AI 에이전트 업무를 맡길 수 있는 가성비 좋은 미니pc를 찾아서 구매 링크를 전달해줘"의 결과  
자료: AI Index, 대신증권 Research Center

그림 61.Naver의 AI 검색 쇼핑 활용



주: "가정에서 24시간 가동하면서 AI 에이전트 업무를 맡길 수 있는 가성비 좋은 미니pc를 찾아서 구매 링크를 전달해줘"의 결과  
자료: Naver, 대신증권 Research Center

그림 62.카카오톡 KANANA 에이전트를 활용한 상품 추천



주: "가정에서 24시간 가동하면서 AI 에이전트 업무를 맡길 수 있는 가성비 좋은 미니pc를 찾아서 구매 링크를 전달해줘"의 결과  
자료: 카카오톡, 대신증권 Research Center

결제 시장, 글로벌 사업자 보다는 로컬 사업자가 유리한 운동장

네이버와 카카오 등 국내 플랫폼 서비스들은 커머스 사업과 동시에 결제사업을 영위한다. 데에서 AI 에이전트 도입에 유리한 고지를 점하고 있는 것으로 판단한다.

전 세계를 커버하는 글로벌 사업자들에게 한국시장 진출만을 위한 인프라투자는 비효율적이다. 이는 한국의 초고밀도 로컬 결제 인프라와 엄격한 소비자 보호 규정, 그리고 낮은 수수료 구조 등 복합적인 이유들이 결합되어 있기 때문이다.

AI 기술 측면에서 우위를 가진 글로벌 기업들이 한국에서 결제망을 구축하는 것이 불가능한 것은 아닐 것이다. 그러나 선택 기준은 가능 여부가 아니라 구축 비용 대비 수익성이다. 한국의 결제 시장은 가맹점 수수료율이 0.5~0.15% 수준으로 낮다. 이는 영미권의 3~5%과 비교되는 부분이다. 글로벌 시장에서 수취하는 수수료 모델을 한국 시장에 도입한다면 국내 카드사들은 적자를 보는 구조이기 때문에 제휴가 어렵다.

구글페이, 애플페이 등의 기술 기반인 NFC 기반의 단말기 보급률도 10% 안팎에 불과하다. 한국 시장은 글로벌 사업자에게 기대수익 대비 비용 부담이 크게 작용하는 시장이다.

소비자 보호조치 또한 로컬시장 진출의 허들로 작용한다. 한국에서 직접 결제/선불 서비스를 하려면 금융감독규정에 따라 전산실, 데이터베이스, 재해복구센터(DR)를 한국 영토 내에 물리적으로 구축해야한다.

전자 상거래는 소비자가 지불한 상품이나 서비스를 실제로 받기 전까지 끝나지 않는다. 법적 책임과 환불, 취소 관측기간까지 이행 책임을 위한 인프라를 추가로 구축해야 하며, 티매프 사태 이후 전자금융거래법 규제가 고도화되며 결제 대금(정산금) 100% 외부 예치 의무화, 최소 자본금 요건 등이 대폭 강화되었다. 전 세계를 커버하는 글로벌 페이먼트 기업에게는 한국만을 위한 인프라 투자가 비효율적인 이유이다.

표 9. 한국의 전자결제 서비스 제공을 위한 요건

| 구분     | 전자지급결제대행업                                                                                          | 선불전자지급수단 발행업                                                                           |
|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 최소 자본금 | 기본: 10억원 이상<br>소규모: 3억원 이상 (분기 거래액 30억 이하)<br>대형: 20억원 이상 (분기 거래액 300억 초과)                         | 기본: 20억원 이상<br>'24년 9월 개정법 이후 면제 기준 대폭 축소                                              |
| 재무 건전성 | 부채비율 200% 이하                                                                                       | 부채비율 및 미상환잔액 관리 기준 준수                                                                  |
| 물적 요건  | 자체 전산기기, 백업 시스템, 정보보호 체계 구축<br>고객으로부터 받은 결제 대금(정산 자금)은<br>법령에 따라 100% 신탁, 예치 또는 보증보험의<br>형태로 별도 관리 | 전산실 및 데이터 재해복구센터 등 안정성<br>인프라 국내 구축<br>간편결제 포인트 등 이용자가 미리 충전한<br>금액은 전액 은행 등에 신탁 또는 예치 |
| 컴플라이언스 | 자금세탁방지(AML) 및 고객확인(KYC): 특정금융정보법(특금법)에 따라 금융정보분석원(FIU)에<br>신고하고 의심거래보고(STR) 및 고객확인 절차 시스템을 가동      |                                                                                        |

자료: 국가법령정보, 대신증권 Research Center

스테이블코인 도입 시  
유저가 SI에게 자금  
집행 권한을 적법하게  
위임할 수 있는가?

스테이블코인의 활용, 가능성은 크지만 아직 옵션 가치 단계

에이전트 결제의 필요조건은 조건부 권한, 확정적 정산, 취소, 환불과 책임소재이다.

블록체인에 기록된 스테이블코인은 비용, 정산 효율을 개선할 수 있는 선택지이다. 블록체인에 사용자가 사전에 기록한 “결제 가능 한도, 구매 승인 조건과 기간” 등을 설정함으로써 에이전트의 결제를 사전에 통제하는 등 다양한 기술적 구현이 가능할 것이다.

그러나 현재의 금융 시스템에서 결제가 이뤄지기 위해서는 사용자 본인이 해당 거래를 요청함을 증명하기 위한 서명, 본인인증이 수반된다. 에이전트의 결제를 스테이블코인을 통해 구현했을 때 기존 결제 시스템에서 이뤄지던 정합성을 갖춘 것으로 인정할 것인가 등 풀어야 하는 숙제가 많다.

현재 국내에서 스테이블코인의 발행 자격과 주체, 준비금 관리, 유통 체계 등 인가 요건 등은 디지털자산기본법(가상자산이용자보호법 2단계 입법)을 통해 제도화 논의가 진행되고 있으나 주요 내용이 확정되지 않았다. 당장의 가능성을 반영하기보다는 옵션 가치로 보는 것이 타당할 것이다.

국내 원화 기반 지급결제망과의 연동 통제, 외국환거래법 등 제도적 통제장치가 유지되는 한 글로벌 시장의 달러 스테이블코인 또는 핀테크 서비스가 국내 시장에 직접 진출하거나 동일한 수준의 서비스의 기술적 도입은 상당한 제약을 받을 것으로 예상된다.

최근 동향은 스테이블코인의 대규모 사용처인 가상자산거래소를 중심으로 기업들의 연대관계가 구축되고 있는 중이다. 다만 특정금융정보법상 신고 수리된 가상자산거래소 중 실명 입출금 계정을 확보한 거래소는 5개 사업자로 한정되어 있고, 해당 거래소들을 중심으로 1) 거래소 사업자와 2) 시중은행 3) 핀테크 사업자들이 규제 대응을 위해 연대하는 형태이다.



주: 각사 공식 및 언론 보도자료 취합  
자료: OpenAI, 대신증권 Research Center

## 고객과의 반복 접점을 점유하는 플랫폼이 헤게모니를 장악한다

### 국내 플랫폼은 생활 서비스와 로컬 실행, 글로벌 플랫폼은 AI 역량에 강점

에이전트 시장의 경제적 승자는 가장 좋은 모델을 보유한 회사와 반드시 같지 않을 것이다. 사용자의 요청이 시작되는 기본 화면, 실행을 위임받는 권한, 거래를 닫는 결제, 사후 처리, 그 결과로 다음 요청을 먼저 제안하는 반복 관계를 누가 보유하는지가 고객 관계와 판매출의 귀속을 결정한다.

AI 전환기는 기존 플랫폼에 명백한 불확실성이다. 글로벌 하이퍼스케일러와 프론티어 AI 모델은 검색, 브라우저, 운영체제(OS), 대화형 인터페이스를 통해 플랫폼에 들어오기 전에 의도를 포착할 수 있다. 글로벌 AI는 분명히 강한 인터페이스와 모델을 보유하고 있다. 플랫폼 기업이 정보제공 부분만 맡고 최초 의도와 반복 활성화가 글로벌 인터페이스로 이동한다면 플랫폼 기업들은 저마진 API 사업자로 내려갈 수 있다.

그러나 한국에서 상품을 사고, 식당을 예약하고, 이동을 호출하고, 원화로 결제한 뒤 취소, 환불까지 처리하려면 로컬 업체 정보와 이용자 권한, 가맹점 실행망, 결제수단과 사후책임을 연결해야 한다. 글로벌 AI가 최초 요청을 받아도 이 실행 스택을 직접 구축하거나 국내 사업자를 호출하지 않으면 거래를 끝내기 어렵다. 국내 플랫폼에는 이미 생활 서비스와 결제 자산이 있고, 이 관계를 플랫폼 안에 묶으면 통합 에이전트가 될 수 있는 잠재력을 갖추게 된다.

중요한 질문은 ‘누가 더 좋은 AI를 가졌는가’보다, 누가 더 많은 업무를 완수하면서도 수익성을 확보하는지, 그리고 다음 요청을 시작할 맥락과 반복성을 플랫폼에 남기는가이다.

NAVER: 구매로 이어지는 검색 의도와 쇼핑, 플레이스, 주문, 결제 스택을 보유

NAVER의 출발점은 사용자가 이미 비교, 구매 의도가 반영된 검색이다. 검색과 AI 브리핑에서 후보를 압축하고, 쇼핑과 플레이스에서 상품, 업체를 비교하며, 예약, 주문과 Npay로 실행을 완료할 수 있다. 핵심은 사용자의 의도가 시작되는 세션에서 결제 완료까지 서비스들이 밀접하게 배치되어 있다는 점이다.

2026년 2분기 AI 탭의 MAU는 1,000만명을 돌파했고, 이전 발표에서브리핑은 통합검색 쿼리의 약 20%에 적용, 장문 검색어 비중은 약 2배, 후속질문 클릭은 약 6배 증가했다고 밝힌 바 있다. 이는 사용자가 단순 키워드보다 복합적인 요구를 표현하고 후속 탐색을 이어간다는 신호이다.

검색 결과 밖으로 사용자를 내보내는 정보 플랫폼보다, 비교 이후 예약, 주문까지 자체 표면에서 이어 갈 수 있는 구조를 갖추고 있다는 것 또한 강점이다. 스마트스토어 거래액 또한 견조한 성장을 이어가고 있다.

2026년 2분기 Npay 결제액은 25.2조원으로 전년 동기 대비 21% 증가했고, 2026년 6월 Npay Connect 가맹점은 출시 7개월 만에 10만개를 넘어섰다. 자체 쇼핑 밖의 오프라인 가맹점까지 결제 관계가 확장된다는 점은 NAVER의 로컬 실행 스택을 보강한다.

NAVER의 경제성은 다음의 행동 루프가 구축될 때 두터워진다. 1) 검색, AI 브리핑이 복합 의도를 구조화한다. 2) 쇼핑, 플레이스가 비교 후보를 거래 가능한 대상으로 압축한다. 3) 예약, 주문과 Npay가 세션의 최종 결제까지 완료한다. 4) 결제, 후기, 재구매 데이터가 추천과 광고 효율을 다시 높인다.

반대로, 최초 의도 인터페이스가 글로벌 AI로 옮겨가면서 사용자가 범용 AI 또는 글로벌 플랫폼에서 탐색을 실행하고, 예약/결제 등 최종 실행만을 NAVER에서 호출한다면 거래 자산은 남더라도 플랫폼 가치에 실질적인 위험이 될 수 있을 것이다.

그림 64.Naver, 검색과 커머스를 중심으로 사용자 의도를 파악할 수 있는 서비스 풀 보유



자료: Naver, 대신증권 Research Center

## 카카오: 압도적인 사용빈도와 대화 맥락, AI의 소통 도구가 될 수 있는 잠재력

카카오의 출발점은 검색 이전의 대화와 관계다. 약속, 선물, 이동, 송금, 콘텐츠 공유와 비즈니스톡 문의까지 카카오톡 안에서 자연스럽게 행해진다. 카카오가 이 문맥에서 필요한 도구를 제안하고 실행까지 연결하면 높은 접속 빈도는 생활형 에이전트의 호출 표면으로 바뀔 수 있다.

글로벌 에이전트 AI는 채팅을 활용한 대화형 인터페이스를 주요 형태로 채택하고 있다. LLM 서비스는 ChatGPT와 같은 챗봇에서 발전했고, OpenAI도 Telegram, Slack, Discord를 통해 사용자와 소통한다. 이는 대화 맥락과 높은 호출 빈도를 보유한 메신저가 생활형 에이전트의 유력한 인터페이스가 될 수 있음을 보여준다.

카카오 또한 커머스, 플레이스, 콘텐츠, 모빌리티 등 대화가 실행으로 바뀔 수 있는 다양한 도구와 경로를 보유하고 있다. 2025년 카카오의 특비즈 커머스 거래액은 10.6조원, '26년 2분기에는 2.7조원으로 성장세를 이어가고 있다. 선물 중심의 관계형 거래 뿐만 아니라 자기구매 거래 또한 YoY +39%의 성장이 나타나고 있다는 점은 반복주문과 플랫폼의 수익성 확대로 연결될 가능성을 높인다.

카카오의 강점은 1) 대화, 채널에서 발견된 생활형 의도를 2) 지도, 선물, 예약, 이동, 금융 서비스로 적시에 연결하고, 3) 사용자가 카카오톡을 떠나지 않고 실행과 결제를 완료한 뒤 4) 메시지, CRM, 광고, 재주문으로 다시 연결될 때 극대화 된다. 이를 실행하기 위한 전략으로 카카오톡 플랫폼에서 사용자의 의도를 포착할 수 있는 Kanana AI 메이트 서비스를 출시, 사용자 경험을 확장하는 중이다.

특히 Kanana의 온디바이스 AI 전략은 대규모의 인프라 투자를 제한하면서도 서비스의 넓은 사용자 접점을 확보할 수 있는 Low-Risk 전략으로 평가한다. 다만 사용자의 모바일 기기에서 제한된 리소스를 활용하는 것이 강제된다는 병목이 존재하며 사용자의 대화 데이터 접근에 대한 거부감이 나타날 수 있다는 점은 고려해야한다.

그림 65. 카카오톡을 중심으로 커머스, 모빌리티, 콘텐츠 등 사용자의 생활을 연결

### OVERVIEW

#### 플랫폼 | 일상의 모든 순간을 연결합니다

카카오는 전 국민의 일상을 잇는 카카오톡을 중심으로, 이용자가 다양한 관계로 연결되는 모바일 생태계를 지향합니다. 이러한 연결성은 커머스 영역으로 확장되어 '선물하기'와 '푸스터'를 통한 차별화된 관계형 커머스를 주도하며 플랫폼 내에서의 구매 경험을 완성합니다. 또한 전 국민의 생활 금융을 혁신하는 테크핀 서비스와 5,800만 명이 이용하는 '카카오 D'를 통해 이용자의 이동 전 과정을 아우르는 모빌리티 플랫폼을 구축하고 있습니다.



#### 콘텐츠 | 글로벌 K-Culture를 리드합니다

카카오는 웹툰과 웹소설을 중심으로 스토리 사업의 슈퍼 IP를 발굴하고 글로벌 플랫폼 내트워킹을 확장하며, 이를 드라마와 영화 등 다양한 플랫폼으로 확장하고 있습니다. 또한 제작과 유통을 통합한 유작·미디어 사업의 안정적인 생태계인과 아티스트 Pool을 기반으로 글로벌 엔터테인먼트 시장 내 K-콘텐츠의 영향력을 확대하고 있습니다.



#### AI | 일상 맥락을 이해해 의도에 맞는 행동을 수행합니다

카카오는 스스로 목표를 세우고 계획을 수립하며, 상황과 맥락에 따라 유연하게 행동할 수 있는 자율적이고 능동적인 인공지능, Agentic AI의 구현을 지향합니다. 이를 위해 이용자의 의도를 맥락 속에서 정확하게 이해하고 다양한 서비스와 자연스럽게 연결되는 경험을 카카오톡을 통해 제공하는 한편, Agentic AI 생태계 확장을 위해 손쉬운 풀 연동을 PlayMCP를 공개하고 AI Agent Builder 플랫폼을 운영하고 있습니다. 아울러 한국어와 한국 문화 맥락을 이해하는 자체 개발 AI 모델 카나나를 기반으로 정확하고 신뢰할 수 있는 AI 서비스를 제공하고 있습니다.



### 글로벌 AI, 경쟁자이면서 동시에 로컬 실행의 잠재 수요자

글로벌 하이퍼스케일러와 프론티어 AI 모델들의 공격적인 투자와 발전은 국내 플랫폼 기업에 실질적인 위협이 될 수 있다. 특히 Google은 안드로이드, 크롬브라우저, 검색, Gmail, 캘린더, 지도에 프론티어급 성능을 가진 Gemini를 연결할 수 있다. ChatGPT와 Claude등 프론티어 AI가 상품 발견과 외부 도구 호출, 에이전트 결제 프로토콜을 빠르게 확장하고 있다. 이들이 검색과 대화의 첫 화면을 차지하면 NAVER와 카카오의 강점인 사용자 의도 수집의 역할이 약화된다.

반면 글로벌 경쟁자의 성장이 곧 한국 시장의 침투를 뜻하지는 않는다. 국내 커머스, 예약 파트너, 원화 결제, 판매자-PG 관계와 취소, 환불 책임 등이 로컬 사업자의 해자로 작용하며, 글로벌 사업자가 국내 서비스와 같은 수준으로 국내 진출을 추진한다는 증거는 제한적이다.

### AI 혁신의 바람에서 로컬 신규 서비스가 빠르게 성장할 가능성

국내 경쟁도 함께 봐야 한다. 대표적으로 2010년대에 급속도로 성장한 Toss(비바리퍼블리카)는 마이데이터를 기반으로 금융 서비스에서의 접점을 빠르게 늘렸다. ‘Toss’ 앱은 외부 미니앱으로의 유통 표면을 확장하면서 NAVER와 카카오의 검색, 쇼핑을 우회하는 생활 서비스 오케스트레이션 경쟁, 금융 데이터와 실행 도구 경쟁으로 작용한다.

‘당근’은 로컬에서 중고거래 플랫폼을 기반으로 커머스와 커뮤니티를 보유한 서비스로서 유저 접점을 확보했다.

결국 경쟁 구도는 ‘글로벌 대 로컬’의 단순 승패가 아니다. 글로벌 AI는 최초 인터페이스와 범용 지능에서 우위가 있다. 반면 NAVER와 카카오는 고의도 검색과 관계 문맥, 결제 인접성 등 생활형 서비스에서 우위가 있다. 중요한 것은 누가 요청의 시작과 실행 결과, 결제와 사후처리, 다음 행동을 위한 사용자 의도의 수집과 호출 접점을 함께 보유하는가에 달려있다.

# IV. AX의 확산과 AI 인프라 구축의 상호작용

## Ⅳ. AX의 확산과 AI 인프라 구축의 상호작용

### AI 에이전트는 일상 업무 전환으로 확산된다

#### AI 성능의 비약적인 발전, 이후 에이전트 확산의 키포인트는 경제성

반복 업무가  
반복 추론과  
AX 고정 운영  
수요 창출

AI를 활용한 에이전트 시장이 빠르게 발전하고 있으나, 서비스 확산의 조건은 전체 변동비가 성공 업무당 경제적 효용보다 낮아지는 것이다. 단가 하락은 필요조건이고, 성공률, 재시도, 실패비용까지 포함한 업무당 비용 하락이 충분조건이다.

글로벌 AI 산업은 동등한 성능을 더 낮은 추론비로 제공하는 방향으로 발전하고 있다. 특히 서비스 수준에서 하이브리드 모델 라우팅의 형태로 AI 기술이 발전하면서 복잡하고 빈도가 낮은 추론에는 고성능/프론티어 모델을 사용하고, 반복적이고 규칙적인 업무에는 오픈소스/자체 SLM을, 개인정보/저지연 업무에는 온디바이스 AI를, 확정적 절차에는 기존의 API 인프라를 배치하며 각 작업단위마다 Sub-에이전트를 배치하는 것이 핵심이다.

개별 서비스의 경제성을 확보하기 위해서는 AI 업무의 추론비 하락이 필수적이다. 에이전트 업무는 각 쿼리마다 일반 AI 챗봇 대비 최대 30배 많은 토큰을 소모하기 때문이다. 즉, 토큰 생성비용 하락이 AI 에이전트 서비스를 빠르게 확산시키는 시발점이 될 것이다. 앞선 파트의 에이전트는 사용자의 의도를 읽고 검색, 예약, 주문, 결제까지 이어지는 생활 업무를 맡기 시작했다.

업무 환경에서도 같은 전환이 시작된다. 회의록을 요약하는 AI는 독립된 도구로 끝날 수 있지만, 회의 결과로 품의를 작성하고 ERP에 반영하며 고객 응대와 생산계획을 바꾸는 AI는 기업 시스템의 일부가 된다. 이 단계에서는 모델 성능보다 사내 데이터의 위치와 품질, 접근권한, 보안, 감사, 기존 시스템 연동, 사람의 승인과 rollback 절차가 중요해진다.

초기 기업의 실험적 AI 도입이 실제 업무로 들어갈수록 비용대비 경제적 가치와 데이터 보안, 클라우드 시스템 통합 등이 뒤따르게 된다.

표 10.주요 업무별 토큰 소비, 에이전트는 챗봇 대비 5~30 배의 토큰 소모 (개)

| 업무량             | 토큰 소모량              |
|-----------------|---------------------|
| 단일 턴 챗봇 답변      | 200~2,000           |
| 난이도 보통의 에이전트    | 15,000~50,000       |
| 다중 에이전트 오케스트레이션 | 50,000~200,000      |
| 자체 수정 루프형 에이전트  | 500,000~5,000,000   |
| 에이전트 코딩         | 1,000,000~3,500,000 |

자료: item.ai, 대신증권 Research Center

표 11.주요 폐쇄형 AI 모델별 입/출력 토큰 가격

| 플랫폼                   | 모델 명           | 입력 토큰<br>(USD/1M) | 출력 토큰<br>(USD/1M) | 분류 및 비용 특징                         |
|-----------------------|----------------|-------------------|-------------------|------------------------------------|
| ChatGPT<br>(OpenAI)   | GPT-5.6 Sol    | 5                 | 30                | Sol: 최상위 플래그십 모델                   |
|                       | GPT-5.6 Terra  | 2                 | 12                |                                    |
|                       | GPT-5.6 Luna   | 0.2               | 1.2               | Luna: 초저가 경량 모델                    |
| Claude<br>(Anthropic) | Fable 5        | 10                | 50                | Fable 5: 최상위 플래그십 모델               |
|                       | Opus 5         | 5                 | 25                |                                    |
|                       | Sonnet 5       | 2                 | 10                |                                    |
|                       | Haiku 4.5      | 1                 | 5                 |                                    |
| Gemini<br>(Google)    | 3.1 Pro        | 2                 | 12                | Pro: 200K 토큰 초과 시 단가 할증 (\$4/\$18) |
|                       | 3.6 Flash      | 0.75              | 3.75              | Flash/Lite: 멀티모달 처리 효율 특화          |
|                       | 3.5 Flash-Lite | 0.3               | 2.5               |                                    |
| Kimi(Moonshot AI)     | Kimi K3        | 3                 | 15                | 초장문 컨텍스트 처리 특화 모델                  |
| Qwen(Alibaba)         | Qwen 3.7 Max   | 1.5               | 4.4               |                                    |
| DeepSeek              | V4-Pro         | 0.435             | 0.87              | 타 프런티어 모델 대비 최소 10 배~50 배 저렴       |
|                       | R1             | 0.7               | 2.5               |                                    |

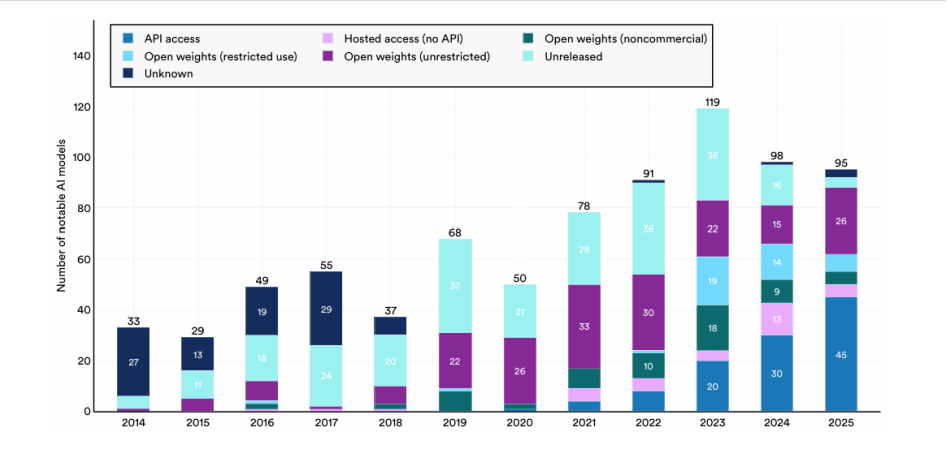
주: 2026년 7월 기준  
자료: Benchmark, OpenAI, Anthropic, Google, Moonshot AI, DeepSeek, 대신증권 Research Center

표 12.Open-Weight 모델의 토큰가격(per 1M) 추정

| 항목               | 비고                                       | 가정      |        |
|------------------|------------------------------------------|---------|--------|
| A. 시간당 전기요금      |                                          |         |        |
| GPU 전력소모         | NVIDIA B200 8-GPU 서버 TDP (kW)            | 12      |        |
| PUE (전력효율지수)     | 데이터센터 냉각 및 기타 전력 포함 (x)                  | 1.5     |        |
| 전력 요금            | 산업용 고압 전력 추정치 165 원/kWh (USD/kWh)        | 0.11    |        |
| 시간당 순수 전기비       | 12 kW (서버) × 1.5 (PUE) × 0.11 kWh (전기요금) | 2.0     |        |
| B. 인프라 감가상각비     |                                          |         |        |
| 장비 가격            | B200 8-GPU 서버 1 대 약 \$450,000            | 450,000 |        |
| 내용 연수            | 24시간 풀가동 시 3~5년                          | 3       |        |
| 시간당 감가상각비        | 45만 USD (서버) / 43,800h (5년 24시간 풀가동 시)   | 17      |        |
| B. 100만 토큰 생성 비용 |                                          | Input   | Output |
| 시간당 토큰 생산 수      | Input:약 180~360M / Output: 약 32M         | 360     | 32     |
| GPU 점유시간         | 3,600s / 시간당 토큰 생산 수                     | 10      | 113    |
| 전력 요금            |                                          | 0.01    | 0.06   |
| 인프라 비용           | GPU 점유시간 x 전력 요금                         | 0.05    | 0.54   |
| Total (USD)      |                                          | 0.05    | 0.60   |

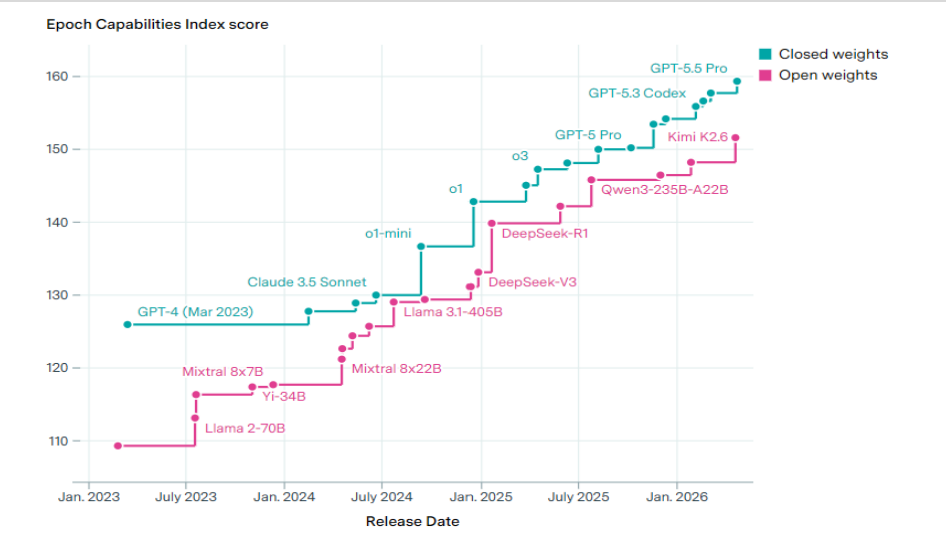
자료: 대신증권 Research Center

그림 66.AI 모델은 컨트롤 가능한 Open Weights 모델과 API 접근 형태로 이동 중



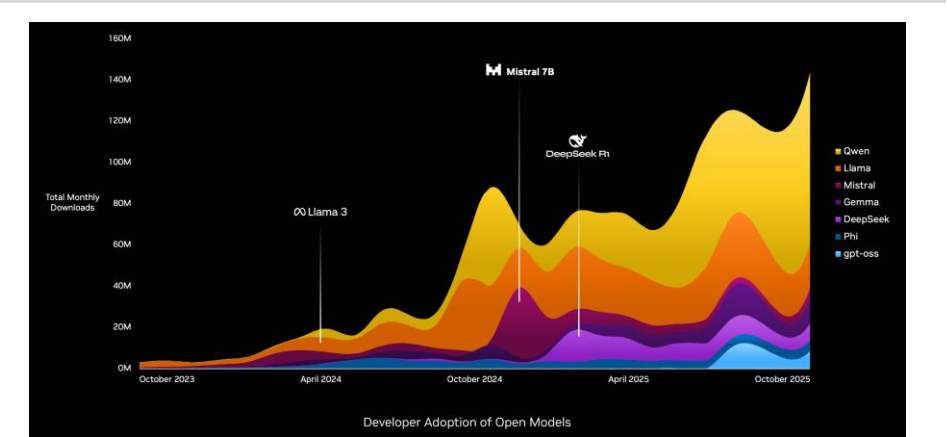
자료: Epoch AI, 대신증권 Research Center

그림 67.Open Weights 모델은 4 개월 격차로 프론티어 모델 성능을 추격 중



자료: Epoch AI, 대신증권 Research Center

그림 68.AI가 필수 인프라로 전환되는 과정에서 가격이 저렴한 오픈소스 모델이 빠르게 확장



자료: NVIDIA, 대신증권 Research Center

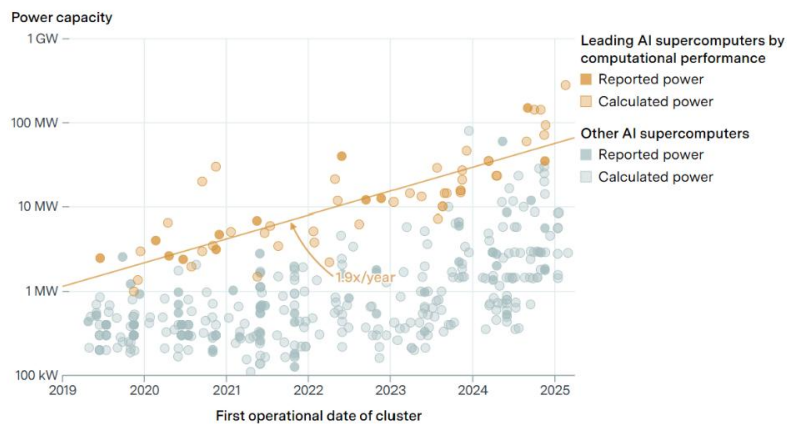
에이전트 서비스의 확산은 반복추론 수요의 스케일 업 국면

상용 서비스 운영자에게 필요한 것은 가장 똑똑한 모델이 아니라 안정적이고 비용을 예측할 수 있는 추론이다. 이 지점이 바로 일상 업무 내 에이전트 확산이 '반복적인 추론 워크로드의 형성'으로 전환되는 접점이다.

인터넷 플랫폼, 에이전트 SaaS 기업들은 AIDC 인프라 서비스와 하나의 가치사슬로 연결된다. 플랫폼 예약, 상담, 분석 등의 업무를 대신하는 AI 에이전트와 기업용 AI 서비스가 확산되기 위해서는 답변 생성으로 끝나는 쿼리 생성을 넘어 시스템과 도구를 호출하고 결과를 검증하는 '성공 업무'의 비중이 늘어나야 한다.. 동시에 답변의 일관성, 데이터 주권이 확보되는 것이 실험적 도입을 넘어 서비스 단위로 발전하는 단계이다. 이는 AI 인프라의 기저부하가 급증한다는 의미이기도 하다.

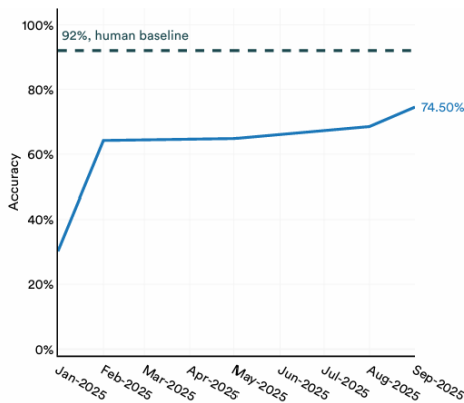
종합하면, AI 업무가 단순 질의응답을 넘어 에이전트 영역으로 확산됨에 따라 토큰당 단가가 낮고 통제 가능한 자체 모델 및 오픈소스 AI 활용 전략이 주류로 부상할 것이다. 그리고 이를 구현하기 위한 온프레미스 또는 GPUaaS를 제공하는 인프라 및 데이터센터 수요의 구조적 확장으로 이어질 것이다.

그림 69.증축되는 주요 AI 데이터 클러스터의 규모는 매년 1.9배씩 증가



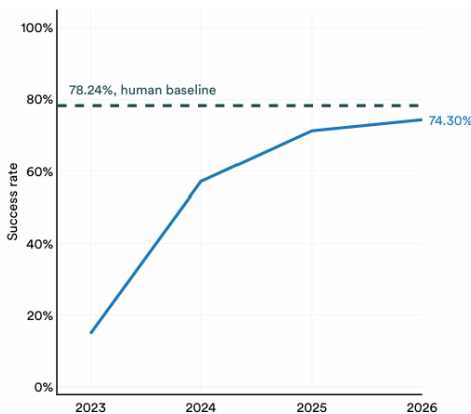
자료: Epoch AI 직접인용, 대신증권 Research Center

그림 70.AI 어시스턴트 정확도, 인간 수준(92%)에 근접



자료: GAIA Leaderboard, Stanford AI Index 직접인용, 대신증권 Research Center

그림 71.브라우저 작업 수행 성공율은 74%대



자료: WebArena, Stanford AI Index, 대신증권 Research Center

AI 에이전트 시장 수요의 또 다른 원천은 B2B 수준의 AI 업무 도입

기업 AI의 배포 폭과 사용 강도는 증가하고 있다. OpenAI의 ‘25년 기업 보고서에 따르면 ChatGPT의 workplace 구독좌석수는 700만개를 넘었고, Enterprise 좌석은 전년대비 9배, 평균 근로자의 쿼리 수도 약 30% 증가했다. 현재의 기업 AX는 실험 단계를 벗어나는 초기 확산 국면이지만 실제 업무 프로세스에 적용되는 확산 사례가 등장하기 시작했다.

기업의 AI 도입 과정

- 1단계: PoC
- 2단계: 구축
- 3단계: 전사확산
- 4단계: 운영/갱신

국내 사례는 실제 시스템 전환의 초기 단계가 이미 시작되었음을 보여준다. 삼성SDS와 LG CNS는 OpenAI 등 글로벌 AI 모델에 대한 리셀러 라이선스를 확보했다. 이와 별도로 삼성SDS는 국회 플랫폼 1단계를 완료해 약 5,000명에게 서비스를 제공하고 있으며, 우리은행 등의 AI 에이전트 구축 프로젝트를 수주했다. LG CNS는 AX Discovery, PoC, 서비스 구현, AI 운영 최적화를 별도 서비스 단계로 제시했고, 금융 고객을 중심으로 AgenticWorks PoC 착수 사례들이 등장하고 있는 것이다.

다만, Deloitte에 따르면 24개국의 글로벌 기업 중 허가된 AI 도구에 접근할 수 있는 직원 비중은 1년 사이 40% 미만에서 60%로 증가했음에도 37%는 기존 업무를 거의 바꾸지 않은 표면적 사용에 머물렀다. 여전히 AI 확산과 업무 전환 사이에 간극이 존재하며 해당 간극은 AI 트랜지션(AX) 시장이 여전히 초기 단계에 머물러 있음을 의미한다.

기업을 중심으로한 AX는 AI 도입의 효용을 증명하는 과정이다. 기업의 AI 예산은 한 번에 집행되지 않는다. 소규모 검증에서 출발해 시스템 구축, 전사 확산, 반복 갱신과 지속 운영으로 이어지며 단계마다 예산의 성격과 의사결정 주체가 달라진다.

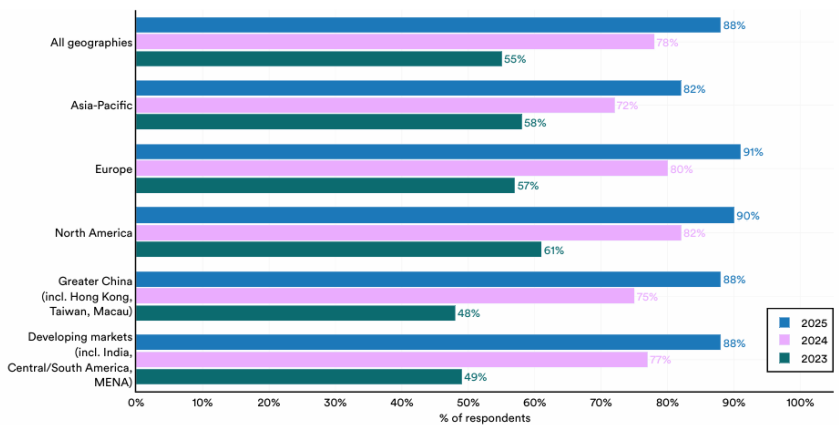
본질은 기술 성숙도가 아니라 예산 성격의 변화이다. PoC는 선택 가능한 실험이고, 구축은 승인된 프로젝트이며, 전사 확산은 공통 운영체계이고, 갱신은 중단하기 어려운 반복 예산이다. 기업 AX가 구조적 수요가 되려면 프로젝트 수가 아니라 업무전환에 이은 AX 예산의 신분 변화가 관측되어야 한다.

표 13. B2B 에이전트 AI 서비스 시장으로 총 시간가치 확대 추정

| 시나리오 변수 및 가정                 | 글로벌 시장     |            |         | 한국 시장      |
|------------------------------|------------|------------|---------|------------|
| D. 대상인구                      | 10억 명      |            |         | 1200만 명    |
| 전체 인구 & 지식근로/전문 사무직 비율       | 83억 명      | x 12.0%    | 5160만 명 | x 23.3%    |
| * (참고) 생성형 AI 이용자 수          | 53.95억 명   |            |         | 3548만 명    |
| * (참고) 생성형 AI 유료 구독자 수       | 14억 명      |            |         | 2300만 명    |
| E. 생산 시간당 가치                 | 25 USD     |            |         | 3만원        |
| 핵심 소비층 연 급여 / 근로시간           | 5만 USD     | / 2,000 시간 | 0.6억 원  | / 2,000 시간 |
| F. 연 평균 절감시간                 |            |            |         | 281.3 시간   |
| 일 평균 절감시간                    |            |            |         | 3          |
| 침투율                          |            |            |         | 50%        |
| 에이전트 과업 성공율                  |            |            |         | 75%        |
| Total 에이전트 AI 시간 가치 (AxBxC=) | 7,031.3 Bn |            |         | 101.3 조원   |

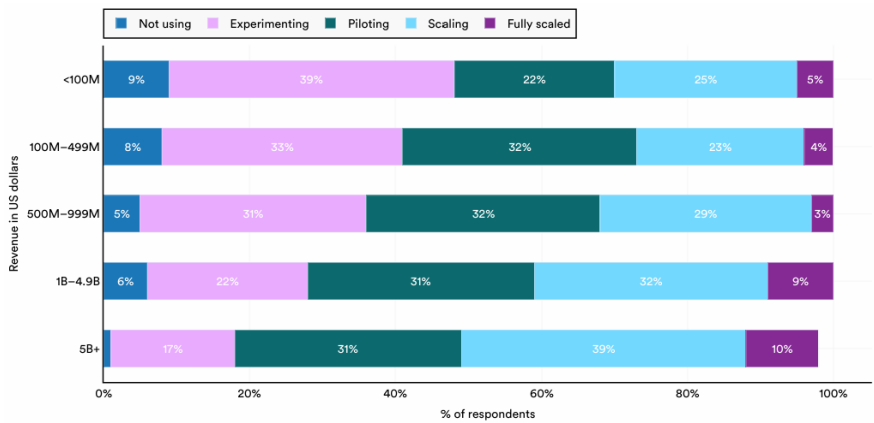
자료: 대신증권 Research Center

그림 72.글로벌 기업/기관의 AI 도입률은 빠른 속도로 증가, 2025년 88% 도달



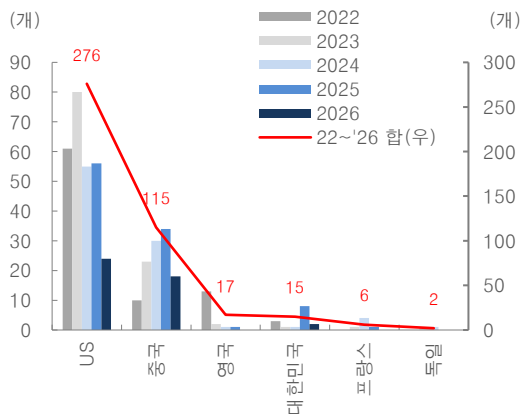
자료: Stanford 직접인용, McKinsey, 대신증권 Research Center

그림 73.그러나 실질적은 AI 업무 도입 단계는 실험 또는 파일럿 단계에 그쳐



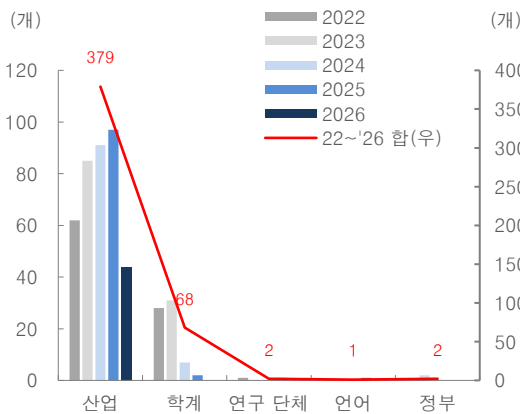
자료: Stanford 직접인용, McKinsey, 대신증권 Research Center

그림 74.주요 AI 모델 개발, 한국은 4번째 순위



자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

그림 75.업계별 AI 모델 발표 수 추이



자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

AI를 활용한 서비스의 발전, AIDC의 수요 확대

수요 형태에 따라 인프라의 배치는 다변화된다

에이전트 서비스와 기업 AX가 일상 업무에 확산되면 호출, Token 생성과 GPU 러닝타임이 늘어난다. 기업은 GPU보다 업무 결과를 구매한다. 배치 방식은 ① 호출량의 예측 가능성과 가동률 ② 지연시간 ③ 데이터 주권, 보안 ④ 운영책임 ⑤ 총비용에 따라 클라우드에서 구현되는 API, GPUaaS, 온프레미스 등의 인프라를 선택할 수 있다. 변동성이 큰 초기 수요는 클라우드 API 인프라에서 구축될 수 있다. 이후 비용과 출력 퀄리티 예측, 데이터 보안이 중요해질 수록 GPUaaS, 온프레미스 등 전용 인프라에 가까워진다.

AI 인프라 확보는 빅테크가 주도하는 국면을 넘어 지역 거점 선점으로 변화

현재까지 데이터센터 증설은 미국 프론티어 AI 기업과 하이퍼스케일러가 주도했다. 그러나 반복 추론의 워크로드가 늘면 각 지역별 사용자들과 물리적으로 근접한 데이터센터의 필요성이 증가하게 된다. 하이퍼스케일러 이외에도 각 지역의 IT사업자, 통신사, 인프라 자본도 지역성, 보안, 지연시간에 맞춰 공급에 참여할 가능성이 높다.

그림 76.데이터센터 전력 스케일의 지역별 추이 & 전망

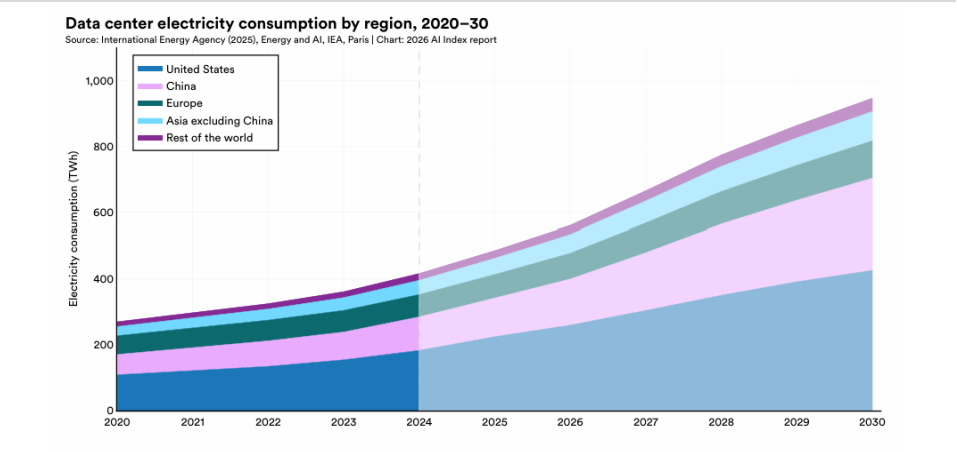


그림 77.글로벌 기업의 투자 경쟁, AI 컴퓨팅 용량은 CAGR x3.4배씩 성장 중

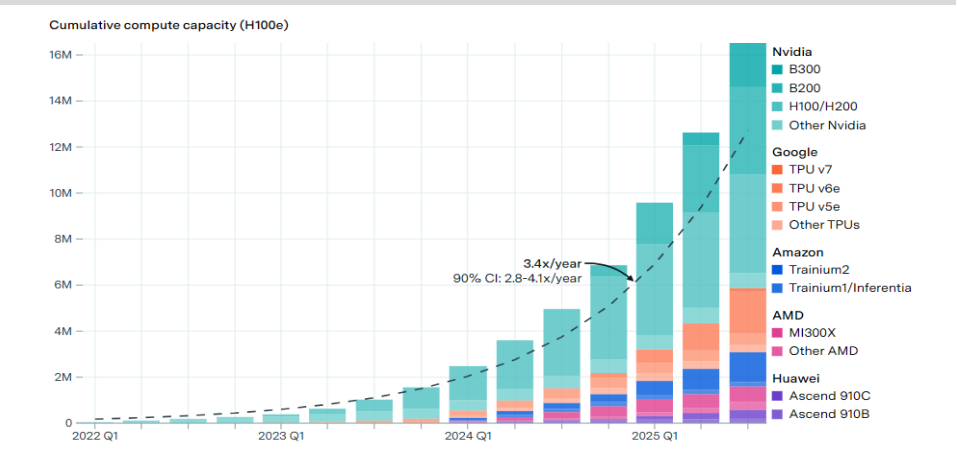
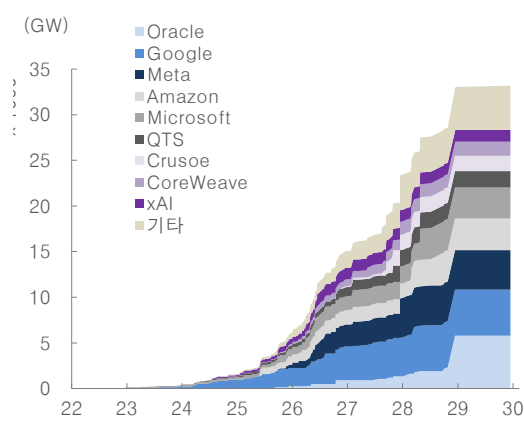
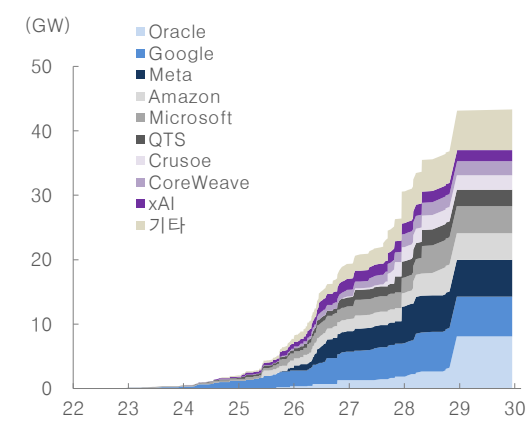


그림 78.주요 AIDC 전력 추이, 2030 년 33 GW 전망



주: Epoch AI Database에 등록된 주요 데이터센터에 한정  
자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

그림 79.2030 년, 수전용량 기준으로는 43 GW 전망



주: Epoch AI Database에 등록된 주요 데이터센터에 한정  
자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

표 14. 글로벌 주요 데이터센터 현황 및 구축 계획

(MW, USD Bn)

| Owner       | 센터명                         | 사용자                         | 국가             | H100 환산<br>(장) | 현재 전력<br>(2025) | 계획 규모<br>(2030) | 누적<br>자본투자<br>(2025) |
|-------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------------|
| Google      |                             |                             |                | 3,232,639      | 2,713           | 6,069           | 103                  |
| Google      | Cedar Rapids                | Google DeepMind (추정)        | United States  | 0              | 0               | 261             | 0                    |
| Google      | Fort Wayne                  | Google DeepMind (추정)        | United States  | 0              | 0               | 863             | 0                    |
| Google      | Kansas City East            | 0                           | United States  | 0              | 0               | 105             | 0                    |
| Google (추정) | Goodnight                   | Google DeepMind (추정)        | United States  | 0              | 0               | 1,006           | 0                    |
| Google      | Plyor (North)               | Google DeepMind (추정)        | United States  | 26,276         | 53              | 368             | 2                    |
| Google      | Arrola                      | 0                           | United States  | 157,150        | 77              | 77              | 2.9                  |
| Google      | Red Oak                     | 0                           | United States  | 108,135        | 77              | 154             | 2.9                  |
| Google      | Walham Cross                | Google DeepMind (추정)        | United Kingdom | 123,800        | 88              | 88              | 3.3                  |
| Google      | Mesa                        | 0                           | United States  | 125,821        | 90              | 183             | 3.4                  |
| Google      | Midlothian                  | 0                           | United States  | 191,006        | 103             | 103             | 3.9                  |
| Google      | Lancaster                   | 0                           | United States  | 130,369        | 137             | 137             | 5.2                  |
| Google      | Lincoln                     | 0                           | United States  | 287,519        | 141             | 283             | 5.3                  |
| Google      | The Dalles                  | 0                           | United States  | 201,617        | 154             | 154             | 5.8                  |
| Google      | Storey County               | Google DeepMind (추정)        | United States  | 153,613        | 161             | 300             | 6.1                  |
| Google      | Council Bluffs (East)       | Google DeepMind (추정)        | United States  | 335,018        | 237             | 237             | 9                    |
| Google      | Omaha                       | Google DeepMind (추정)        | United States  | 267,812        | 237             | 395             | 9                    |
| Google      | Papillion                   | Google DeepMind (추정)        | United States  | 80,344         | 237             | 237             | 9                    |
| Google      | Bristow                     | Google DeepMind             | United States  | 283,675        | 279             | 279             | 10.6                 |
| Google      | Columbus                    | Google DeepMind (추정)        | United States  | 408,792        | 303             | 386             | 11.5                 |
| Google      | New Albany                  | Google DeepMind (추정)        | United States  | 351,693        | 339             | 453             | 12.8                 |
| Microsoft   |                             |                             |                | 1,685,090      | 1,519           | 4,085           | 58                   |
| Microsoft   | Crusoe Abilene Expansion    | Microsoft (추정)              | United States  | 0              | 0               | 672             | 0                    |
| Microsoft   | SAT14                       | 0                           | United States  | 45,174         | 47              | 47              | 1.8                  |
| Microsoft   | SAT40                       | 0                           | United States  | 64,679         | 75              | 75              | 2.8                  |
| Microsoft   | Project Osium               | OpenAI (추정)                 | United States  | 155,634        | 190             | 190             | 7.2                  |
| Microsoft   | Goodyear                    | OpenAI (추정), Microsoft      | United States  | 205,154        | 202             | 202             | 7.7                  |
| Microsoft   | Fairwater Wisconsin         | OpenAI (추정), Microsoft (추정) | United States  | 445,680        | 369             | 2,263           | 14                   |
| Microsoft   | Fairwater Atlanta           | OpenAI (추정), Microsoft (추정) | United States  | 768,769        | 636             | 636             | 24.1                 |
| Amazon      |                             |                             |                | 1,071,559      | 1,422           | 3,448           | 54                   |
| Amazon      | Ridgeland                   | Anthropic (추정)              | United States  | 171,299        | 228             | 840             | 8.6                  |
| Amazon      | Madison Mega Site           | Anthropic (추정)              | United States  | 214,348        | 284             | 683             | 10.8                 |
| Amazon      | Anthropic-Amazon New Carlse | Anthropic                   | United States  | 685,912        | 910             | 1,925           | 34.5                 |

| Owner           | 센터명                         | 사용자                         | 국가                   | H100 환산<br>(장) | 현재 전력<br>(2025) | 계획 규모<br>(2030) | 누적<br>자본투자<br>(2025) |
|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------------|
| Meta            |                             |                             |                      | 2,387,952      | 2,045           | 4,323           | 77                   |
| Meta            | Hyperion                    | Meta                        | United States        | 0              | 0               | 1,676           | 0                    |
| Meta            | Sarpy                       | Meta                        | United States        | 0              | 0               | 80              | 0                    |
| Meta            | Gallatin                    | Meta                        | United States        | 99,545         | 87              | 87              | 3.3                  |
| Meta            | Los Lunas                   | Meta                        | United States        | 99,545         | 87              | 87              | 3.3                  |
| Meta            | Eagle Mountain              | Meta                        | United States        | 151,354        | 133             | 133             | 5                    |
| Meta            | Aiken                       | Meta                        | United States        | 161,698        | 142             | 142             | 5.4                  |
| Meta            | Kuna                        | Meta                        | United States        | 173,320        | 152             | 152             | 5.8                  |
| Meta            | Temple                      | Meta                        | United States        | 173,248        | 152             | 178             | 5.8                  |
| Meta            | Cheyenne                    | Meta                        | United States        | 172,815        | 152             | 220             | 5.8                  |
| Meta            | Montgomery                  | Meta                        | United States        | 174,517        | 153             | 358             | 5.8                  |
| Meta            | Rosemount                   | Meta                        | United States        | 215,766        | 178             | 178             | 6.7                  |
| Meta            | Jeffersonville              | Meta                        | United States        | 203,133        | 178             | 178             | 6.7                  |
| Meta            | Prometheus                  | Meta                        | United States        | 763,012        | 631             | 854             | 23.9                 |
| SpaceXAI        |                             |                             |                      | 1,387,468      | 1,286           | 1,286           | 49                   |
| SpaceXAI        | Colossus 1                  | Anthropic                   | United States        | 275,796        | 340             | 340             | 12.9                 |
| SpaceXAI        | Colossus 2                  | Anthropic, Cursor, SpaceXAI | United States        | 1,111,673      | 946             | 946             | 35.8                 |
| CoreWeave       |                             |                             |                      | 705,181        | 637             | 1,549           | 24                   |
| CoreWeave       | Muskogee OK                 | OpenAI (추정)                 | United States        | 0              | 0               | 153             | 0                    |
| CoreWeave       | Dalton 1 & 2                | OpenAI (추정)                 | United States        | 32,239         | 28              | 28              | 1.1                  |
| CoreWeave       | Marble NC                   | OpenAI (추정)                 | United States        | 78,828         | 65              | 65              | 2.5                  |
| CoreWeave       | Ellendale ND                | OpenAI (추정)                 | United States        | 93,482         | 68              | 400             | 2.6                  |
| CoreWeave       | Chester VA                  | OpenAI (추정)                 | United States        | 88,428         | 82              | 113             | 3.1                  |
| CoreWeave       | Helios                      | OpenAI (추정)                 | United States        | 159,552        | 132             | 528             | 5                    |
| CoreWeave       | Denton TX                   | OpenAI (추정)                 | United States        | 252,653        | 262             | 262             | 9.9                  |
| Oracle & OpenAI |                             |                             |                      | 593,734        | 493             | 7,640           | 19                   |
| Oracle          | OpenAI Stargate Michigan    | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 988             | 0                    |
| Oracle          | OpenAI Stargate New Mexico  | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 1,578           | 0                    |
| Oracle          | OpenAI Stargate Shackleford | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 1,400           | 0                    |
| Oracle          | OpenAI Stargate Wisconsin   | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 902             | 0                    |
| Oracle (추정)     | Oracle Batam                | 0                           | Indonesia            | 84,386         | 72              | 72              | 2.7                  |
| Oracle          | OpenAI Stargate Abilene     | OpenAI                      | United States        | 509,348        | 421             | 843             | 15.9                 |
| G42 (추정)        | OpenAI Stargate UAE         | OpenAI                      | United Arab Emirates | 0              | 0               | 1,000           | 0                    |
| Softbank        | OpenAI Stargate Lordstown   | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 0               | 0                    |
| Softbank        | OpenAI Stargate Milan       | OpenAI                      | United States        | 0              | 0               | 857             | 0.0                  |
| 기타              |                             |                             |                      | 1,468,634      | 1,748           | 4,781           | 66                   |
| Total           |                             |                             |                      | 12,532,257     | 11,863          | 33,181          | 449                  |

자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

국내에서도 데이터센터 공급 확대 계획 진행 중

AI가 실제 서비스로 이어지기 위해서는 데이터 지연속도(Latency), 데이터 주권 및 규제 대응, 그리고 리스크 분산 관점에서 현지화 전략이 필수적이다. 국내 AI 수요에 따른 추론 대응을 위한 AIDC 증설이 필요한 이유이다. 또한 한국은 높은 AI 도입률과 함께 아시아-태평양 지역을 커버하면서 일본, 대만 등 주변국의 지진 리스크 등을 회피할 수 있는 요충지이기도 하다.

GPU, 전력설비를 넘어 인허가 단계 또한 AIDC 공급 병목

수요가 강하더라도 현재 AI 반도체, 전력, 냉각, 네트워크와 상면을 확보하는 과정에서 발생하는 인허가 속도가 맞물리며 공급 병목이 발생한다. 이 단계가 지연되면 매출 인식과 투자 회수도 늦어진다. 국내에서는 정부 주도의 공급 확대 계획이 진행되고 있고 지자체의 도입 적극성과 인프라 기술 접근성도 우호적이다.

정부/민간 합동: 550조원 규모 투자유치 계획

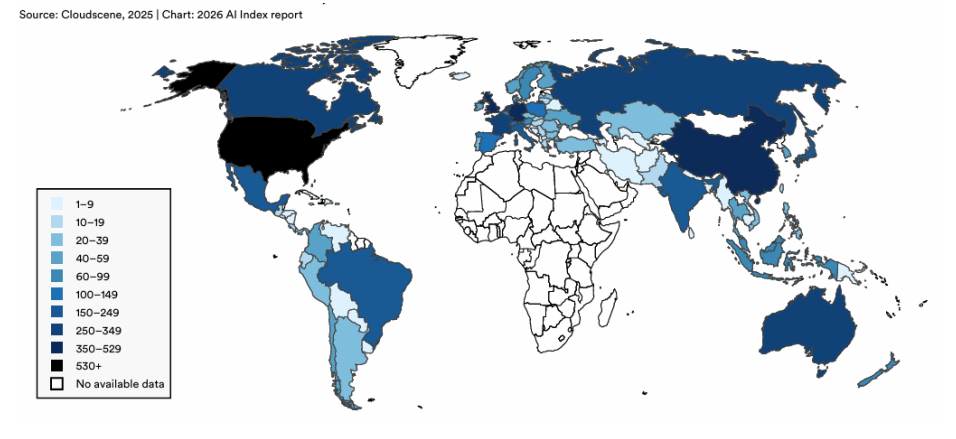
대한민국 정부는 민간 합동으로 1단계 총 8.4GW(SK 5GW, GS 2.4GW, NAVER 1GW), 이후 2035년까지 18.4GW 규모의 AIDC 확대 청사진을 제시했다. 언급된 기업 이외에도 삼성SDS는 기존 삼성 계열사 캡티브 대응을 정부, DBO 사업으로 확장해 2031년까지 830MW+ 규모의 AI 데이터센터 구축 계획을 제시했다. LG CNS는 DBO와 Co-location을 중심으로 약 330MW의 데이터센터 레퍼런스를 보유하고 있다.

표 15. 국내외 에이전트 AI 도입에 따른 GPU 요구 전력 추정

| 시나리오 변수 및 가정              | 한국                                | 글로벌         |
|---------------------------|-----------------------------------|-------------|
| <b>A. 단위시간 토큰 소모량</b>     | 13,500 M                          | 1,125,000 M |
| 에이전트 활용 인구                | 가정 1,200 만명                       | 10 억명       |
| 다중 에이전트 작업 토큰 소모          |                                   | 1000 k      |
| 일일 작업 횟수                  |                                   | 30          |
| 파키타임 계수                   | 영업시간(9h)에 트래픽 집중 가정               | 0.4         |
| <b>B. 토큰당 전력 소모량</b>      | 0.09 kW/M                         | 0.09 kW/M   |
| 시간당 토큰 생산 수               | Input: 약 180~360M / Output: 약 32M | 200         |
| GPU 시간당 전력                | NVIDIA B200 8-GPU 서버 TDP          | 12 kW       |
| PUE (전력효율지수)              | 데이터센터 냉각 및 기타 전력 포함 (x)           | 1.5         |
| <b>AI GPU 필요 전력량 (GW)</b> | 1.2 GW                            | 101.3 GW    |

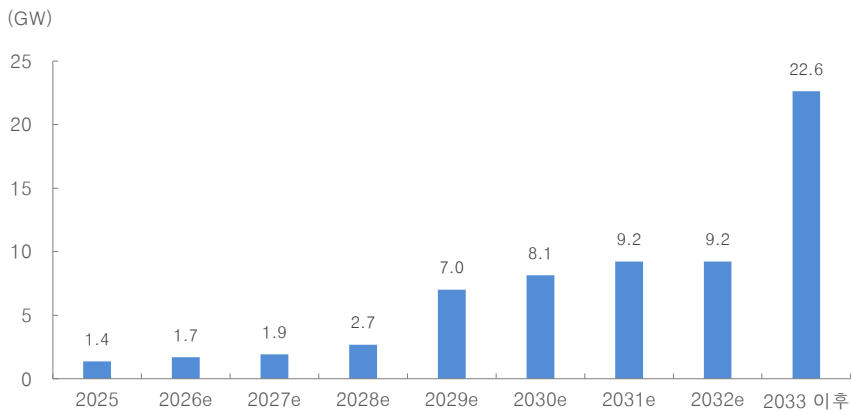
자료: Itematai, 대신증권 Research Center

그림 80. 현재까지 데이터센터 인프라 확대는 미국, 유럽 중국을 중심으로 진행



자료: Epoch AI 직접인용, 대신증권 Research Center

그림 81.국내 데이터센터 투자 계획, 2035 년까지 누적 18.4GW 이상 AIDC 증설 로드맵



주석: AI GPU/HPC 합산, 기업별 데이터센터 상면 공정 원료 목표 기준으로 정부 목표치와 차이가 발생할 수 있음  
자료: 국내 주요 발표자료 종합, 대신증권 Research Center

표 16. 한국 데이터센터 구축 계획 현황

(MW)

| DC 구축/운영사 | 지역             | Ramp Up                                                     | IT 용량 | 수전용량  |
|-----------|----------------|-------------------------------------------------------------|-------|-------|
| 삼성 SDS    |                |                                                             | 695   | 834   |
|           | 수원, 구미, 상암, 춘천 | 운영 중                                                        | 78    | 94    |
|           | 동탄             | 운영 확대 중                                                     | 33    | 40    |
|           | 해남             | '28년 40MW, '31년 40MW                                        | 67    | 80    |
|           | 구미             | '29년 60MW, '31년 60MW                                        | 100   | 120   |
|           | 복수 부지 TBD      | '31년 500MW                                                  | 417   | 500   |
| LG CNS    |                |                                                             | 276   | 414   |
|           | 서울 상암          | 운영 중                                                        | 13    | 20    |
|           | 서울 가산          | 운영 중                                                        | 13    | 20    |
|           | 부산             | 운영 중                                                        | 26    | 39    |
|           | 하남             | 운영 중                                                        | 27    | 40    |
|           | 경기 용인 죽전       | 운영 중                                                        | 67    | 100   |
|           | 경기 고양 삼송       | '26년 80MW                                                   | 53    | 80    |
| NAVER     |                |                                                             | 854   | 1,110 |
|           | 강원 춘천          | 운영 중                                                        | 31    | 40    |
|           | 세종             | 운영 중, '29년~ 230MW 확장                                        | 208   | 270   |
|           | 죽전/삼송 등        | '27년 100MW, '28년 200MW 계획<br>LG CNS 등 외부 AIDC Colocation 임대 | 154   | 200   |
|           | 국내외 TBD        | '31년 500MW 계획                                               | 462   | 600   |
| KT        |                |                                                             | 1,195 | 1,553 |
|           | 서울 가산          | 운영 중                                                        | 26    | 40    |
|           | 서울 용산          | 운영 중                                                        | 31    | 40    |
|           | 서울 목동          | 운영 중                                                        | 55    | 72    |
|           | 서울             | 운영 중                                                        | 25    | 33    |
|           | 경북 예천          | 운영 중                                                        | 10    | 13    |
|           | 경기 부천          | '26년 48MW                                                   | 48    | 62    |
| LG U+     |                |                                                             | 380   | 494   |
|           | 경기 안양 평촌       | 운영 중                                                        | 165   | 215   |
|           | 경기 안양 평촌       | 운영 중                                                        | 40    | 52    |
|           | 서울             | 운영 중                                                        | 45    | 59    |
|           | 경기 파주          | '26년 32MW, '30년 98MW                                        | 130   | 169   |

| DC 구축/운영사                  | 지역              | Ramp Up                   | IT 용량  | 수전용량   |
|----------------------------|-----------------|---------------------------|--------|--------|
| SK 그룹                      |                 |                           | 15,130 | 19,669 |
|                            | 경기 고양 일산        | 운영 중                      | 35     | 46     |
|                            | 서울 서초/경기 분당     | 운영 중                      | 40     | 52     |
|                            | 경기 판교/대전 대덕     | 운영 중                      | 55     | 72     |
|                            | 울산 미포국가산단       | '27년 100MW, '29 이후 1GW 확대 | 1,000  | 1,300  |
|                            | 영남권 TBD         | '29년 1GW                  | 1,000  | 1,300  |
|                            | 미정              | '29년 3GW, '33년~ 10GW      | 13,000 | 16,900 |
| 기타 DC/IX 사업자               |                 |                           | 2,028  | 2,637  |
| GS 건설                      | 강원 동해           | '33년~ 2,400MW             | 1,846  | 2,400  |
| 아마존 AWS                    | 인천              | 운영 중                      | 96     | 125    |
| Actis(액티스)/GS 건설 JV        | 서울 영등포          | 운영 중                      | 26     | 33.8   |
| 세종텔레콤                      | 경기 분당           | 운영 중                      | 10     | 13     |
| KINX                       | 서울 도곡/가산, 경기 분당 | 운영 중                      | 30     | 39     |
| KINX                       | 경기 과천           | 운영 중                      | 20     | 26     |
| 국내외 자산운용사 등                |                 |                           | 1,248  | 1,622  |
| Digital Realty             | 서울 상암           | 운영 중                      | 12     | 16     |
| Digital Realty             | 경기 김포           | '27년 64MW                 | 11     | 64     |
| Equinix / GIC              | 서울 상암           | 운영 중                      | 12     | 16     |
| Equinix / GIC              | 서울/고양권          | 운영 중                      | 45     | 59     |
| STT GDC JV                 | 서울권             | 운영 중                      | 30     | 39     |
| Empyion Digital            | 서울권             | 운영 중                      | 29     | 38     |
| DCI / 코람코                  | 경기 안산           | '28년 40MW                 | 40     | 52     |
| 코람코자산운용/NH증권               | 경기 의정부          | '28년 100MW                | 100    | 130    |
| 코람코자산운용                    | 경기 하남           | '30년 66MW                 | 66     | 86     |
| NFD Korea                  | 충남 당진           | '28년 300MW                | 300    | 390    |
| NFD Korea                  | 경기 용인           | '28년 80MW                 | 62     | 80     |
| ESR / Stack Infrastructure | 인천 부평           | '27년 48MW                 | 48     | 62     |
| ESR / Wide Creek AMC(JV)   | 인천 부평           | '28년 80MW                 | 62     | 80     |
| 맥쿼리자산운용(MKF)               | 경기 하남           | 운영 중                      | 31     | 40     |
| Actis / 에포크디지털             | 경기 안양           | 운영 중                      | 31     | 40     |
| 에포크디지털                     | 경기 안산           | '28년 65MW                 | 65     | 85     |
| 이지스자산운용                    | 경기 고양           | '26년 25MW                 | 25     | 33     |
| 이지스자산운용                    | 경기 안산           | '27년 26MW                 | 26     | 40     |
| 한국대체투자자산운용                 | 경기 안산           | '28년 52MW                 | 52     | 68     |
| SC Capital                 | 경기 부천           | '29년 25MW                 | 25     | 33     |
| 한국투자리얼에셋운용                 | 경기 하남           | '29년 13MW                 | 13     | 17     |
| 퍼시픽자산운용                    | 서울 구로           | '30년 52MW                 | 52     | 68     |
| 퍼시픽자산운용                    | 경기 부천           | '31년 66MW                 | 66     | 86     |
| Total (GW)                 |                 |                           | 21.6   | 27.8   |

주: 공개정보에 한해 취합되었으며 Co-location 등으로 인한 중복 집계 가능, 밑줄: 추정치 반영  
자료: 국내외 주요자료 취합, 대신증권 Research Center

인프라 구축의 수혜, 클라우드 & SI

AI 혁신이 곧 기업 경쟁력이 될 미래, 시스템 통합 및 인프라 교체 수요 급증

AI 인프라가 확대되면 기존 잠재수요가 비용, 지연시간의 제약으로 실행하지 못한 AI 도입의 병목을 완화한다. AI 확산이 반복 추론 부하를 만들고, 가동률이 높아지면 인프라 공급자는 단가와 안정성을 개선할 수 있다. 개선된 경제성은 다시 적용 가능한 업무를 늘린다. 수요가 인프라를 만들고 인프라가 수요의 실행 범위를 넓히는 피드백 루프다.

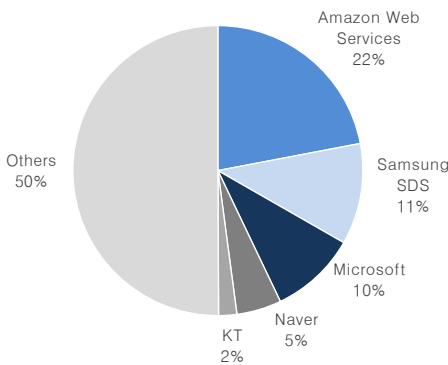
산업 전망은 긍정적이다. AI 인프라 증설과 기업 AX 확산은 클라우드 이전, 네트워크, 데이터, 보안, AI 통합, 플랫폼, 운영에 걸친 서비스 매출 풀을 함께 넓힌다. 특히 삼성 SDS와 LG씨엔에스는 ChatGPT 등 글로벌 AI의 기업용 리셀러로서 라이선스 공급과 도입, 기술지원, 운영을 결합하고 자체적인 관리 서비스를 SaaS 형태로 제안하는 등 추가적인 비즈니스 기회를 창출할 수 있게 된다.

기업은 AX/RX의 업무 특성에 따라 AI 서버를 직접 보유하거나 외부 GPUaaS를 이용한다. GPUaaS 사업자는 실제 사용량뿐 아니라 예약 용량, 서비스 수준, 데이터 주권, 보안과 지연시간을 함께 판매한다. 변동성 높은 사용량 매출보다 예약 용량과 가동률이 반복될수록 매출의 질이 높아진다.

레거시 시스템을 클라우드 환경으로 이전하기 위해서는 데이터 구조와 권한을 정비해야 한다. 업무 프로세스 재설계, 애플리케이션 현대화, RAG, 에이전트 구현, 모델 평가와 보안 가드레일 등이 이에 해당하며 SI, MSP 컨설팅 등이 이 단계에서 발생한다.

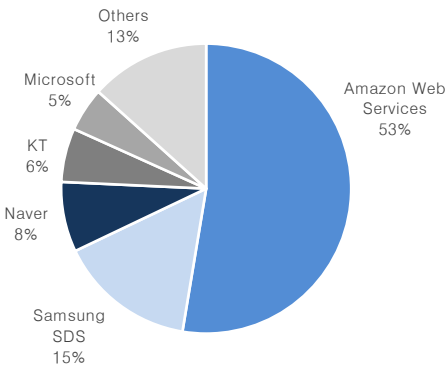
구축된 환경은 지속적으로 모니터링하고 최적화해야 한다. 이 과정에서 SI 기업의 반복 매출 구조가 형성된다.

그림 82.국내 클라우드 시장 점유율



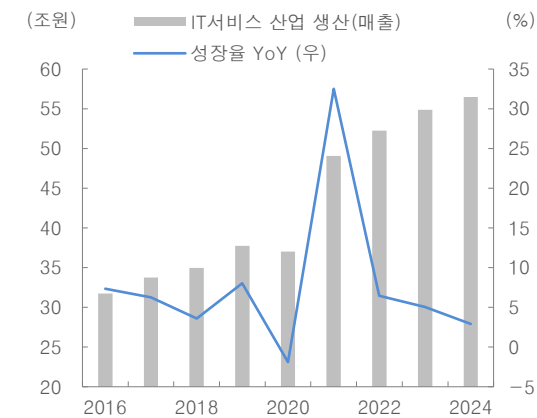
주: 2024년 하반기 기준, 한국 퍼블릭 클라우드 시장 조사  
자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 83.클라우드 - IaaS 시장 점유율



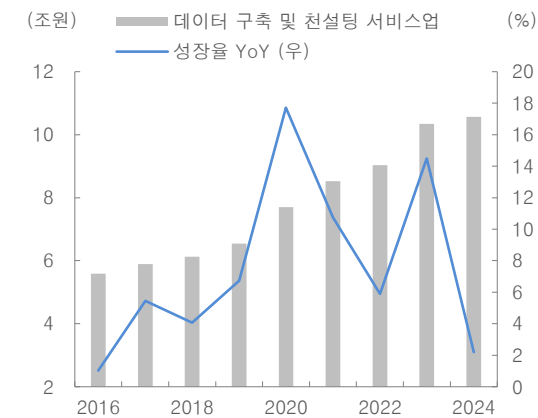
주: 2024년 하반기 기준, 한국 퍼블릭 클라우드 시장 조사  
자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 84.IT 서비스 산업 생산액 증가 추이



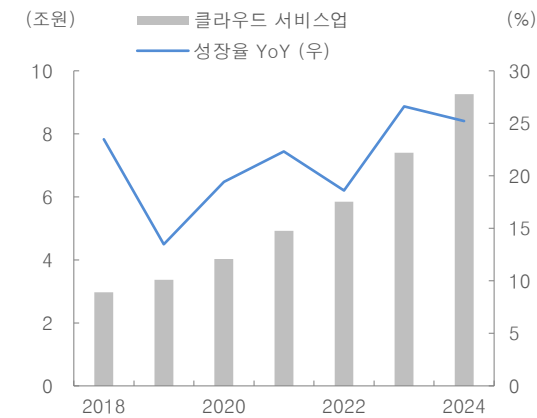
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 85.데이터 구축 및 컨설팅 서비스업 증가 추이



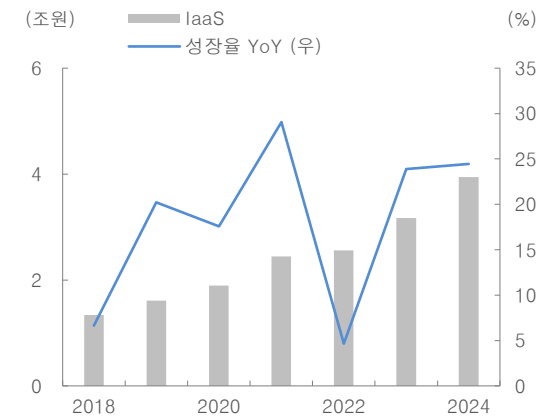
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 86.클라우드 서비스업은 성장 가속화



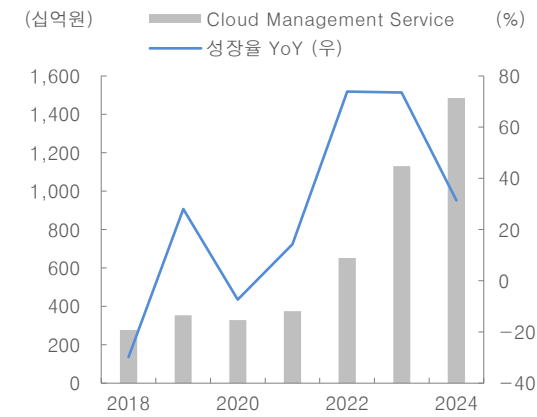
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 87.인프라 서비스업 성장 추세



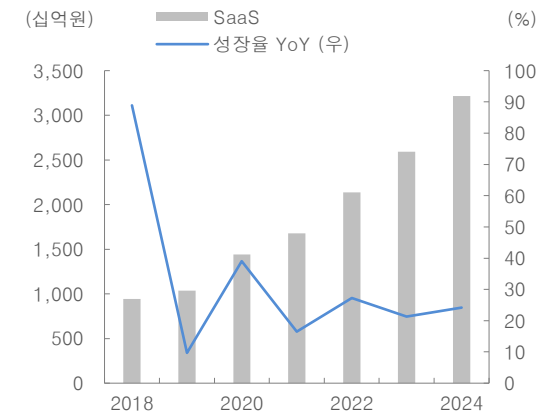
자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 88.클라우드 관리 서비스의 고도 성장



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

그림 89.SaaS 시장도 Double Digit 성장 지속 중



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center



# V. AI 기술도입 사이클에 따른 투자 시계열 분석

V. AI 기술도입 사이클에 따른 투자 시계열 분석

기술 도입 사이클의 경로: 인프라와 어플리케이션 서비스의 순환

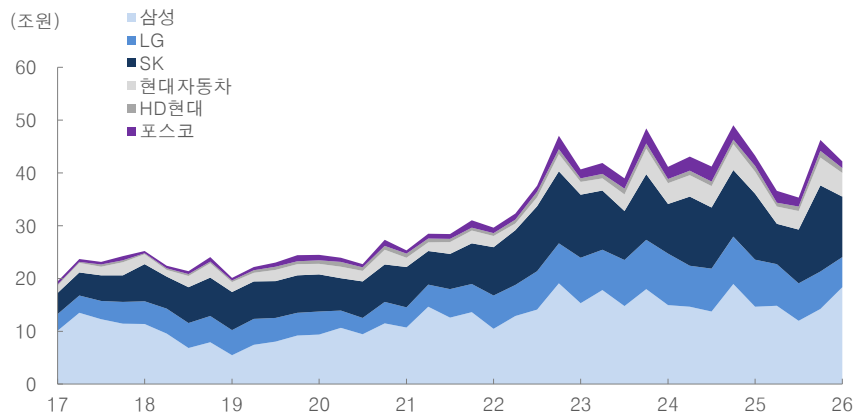
신기술 도입 시 인프라 선투자 불가피, 닷컴버블 vs 클라우드 확장기

AI는 닷컴과 클라우드 사이, 현금흐름이 경로를 결정

새로운 범용기술의 초기에는 수요와 공급이 동시에 앞서간다. 기업은 수익모델이 형성되기 전 부터 기술을 시험하고, 공급자는 미래 수요를 선점하기 위해 인프라를 먼저 구축한다. 현재는 에이전트 서비스와 기업용 AI의 잠재 수요가 AI 컴퓨팅과 데이터센터 인프라 확대로 이어지고 있는 국면이다.

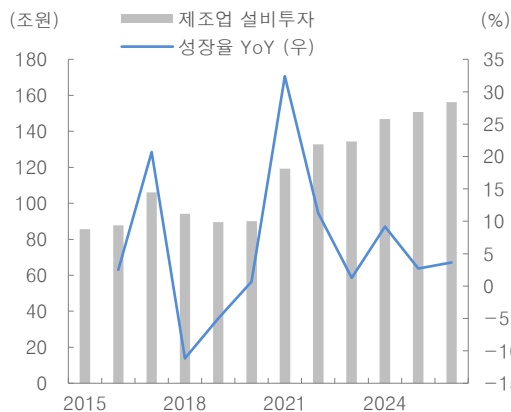
인터넷 트래픽과 통신 수요가 폭증했던 닷컴버블 시기와 2010년대 클라우드 인터넷 확장기에도 비슷한 수요 폭증과 인프라 투자가 나타났다. 두 시기의 매출 증가만 보면 사이클은 비슷해 보인다. 차이는 첫 수요가 발생한 뒤 반복 과금과 현금창출로 전환되고, Opex와 Capex가 다음 현금흐름으로부터 이어지는 기간이 달랐다. 이는 외부 유동성이 줄고 수요가 축소될 때 이미 락인된 사용계약이 현금흐름을 남기는지를 결정했다.

그림 90.주요 계열사 집단별 합산 CAPEX 추이



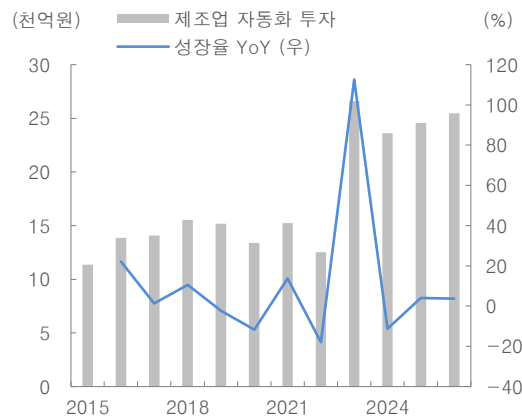
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 91.제조업 분야 설비투자 계획 증가 추세



자료: 한국산업은행, 대신증권 Research Center

그림 92.2023년 이후 제조업 자동화 투자 계획 급증



자료: 한국산업은행, 대신증권 Research Center

수요가 실제여도  
현금흐름이 외부자금  
의존할 경우 선투자  
고리 단절

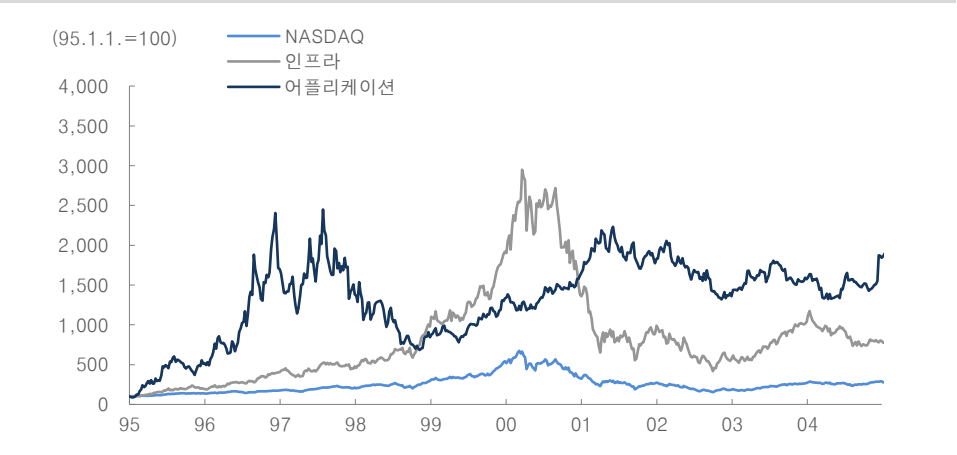
닷컴 버블, 승자와 패자를 가른 요소는 현금흐름

닷컴버블 시기의 붕괴 원인을 “인터넷 수요가 없었다”로 분석하면 현재 AI에 잘못된 교훈을 준다. 상업 인터넷의 확산은 실제였고 21세기 이후 트래픽, 가입자, 웹서비스, 장거리 통신 수요는 꾸준히 증가했다. 이 기대를 바탕으로 기업들은 광통신망과 네트워크 용량, 생산능력과 재고, 고객 확보에 선행 투자했다.

문제는 수요의 질과 투자 회수 현금흐름의 속도였다. 다수의 인터넷 기업은 반복 가능한 영업현금흐름보다 트래픽, 가입자 증가를 우선했고, 통신사는 먼 미래의 트래픽을 전제로 부채와 장기 설비를 늘렸다. 고객 한 명을 늘릴 때마다 현금창출보다 현금소진이 커지고, 설비투자가 현재 수요보다 미래 조달 여건에 더 의존하게 되면서 성장 자체는 비용이 되었다.

닷컴버블 시기의 최대 승자는 인터넷 기업에서 나왔다. 통신 인프라 사이클이 종료된 이후 실질적인 흑자 사업을 가진 소수 생존자(eBay, Amazon 등)는 역사상 최고의 장기 성장주가 되었다. 당시 인터넷 사업으로 IPO에 성공한 기업 중 다수가 2년 내 소멸한 것과 상반된 "승자독식" 패턴이다. 이는 인프라 생존자(Cisco, Intel)의 "느린 손익분기 회복"과는 질적으로 다른 형태였다.

그림 93.닷컴 버블 시기, 인프라 & 어플리케이션 바스켓 주가 추이



주: 인프라 - Cisco, Intel, 어플리케이션 - MSFT, AMZN, EBAY) 평균  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사용량 과금과 갱신이  
수요, 투자 시차를  
축소

2000년대 후반 클라우드 확장, 기술 변화보다 중요한 것은 비용 및 과금 구조의 변화

클라우드 확장기에 클라우드는 서버의 위치만 기업 전산실에서 외부 데이터센터로 옮겨 주는 산업이 아니었다. 고객이 대규모 장비를 선구매하지 않고 필요한 만큼 사용하며 비용을 나눠 지불하게 했고, 공급자는 여러 고객의 워크로드를 공용 인프라에 집적할 수 있게 했다.

이 구조는 수요와 공급의 시간차를 줄였다. 고객은 최소 비용으로 서버를 도입한 뒤 업무 사용량과 성과에 따라 지출을 늘릴 수 있었고, 일회성 라이선스보다 구독, 갱신을 통해 매출 가시성을 높일 수 있었다. 사용량 증가가 클라우드 공급자의 매출과 현금흐름으로 이어지면서, 추가 데이터센터 투자가 성능과 단가 개선으로 반복되는 선순환이 형성되었다.

인프라 바스켓에서는 규모의 경제와 네트워크 효과를 가진 하이퍼스케일러(AWS, MS Azure, Google GCP)와 데이터센터 임대사업자(Equinix, Digital Realty) 등이 가치를 흡수했고 현재까지 데이터센터 인프라 산업을 주도하고 있다.

한편, 인프라 확장의 수혜를 보며 이를 활용하는 어플리케이션/SaaS 기업이었다. 높은 전환비용의 기업 플랫폼을 구축하여 소프트웨어식 해자를 구축한 Salesforce, Adobe, Autodesk, ServiceNow, Shopify와 같은 기업들이 빠르게 성장했다. 반면 SaaS의 고밸류 에이션을 받기도 했으나 소프트웨어식 경제적 해자를 갖추지 못한 Dropbox, Box, Twilio, Zendesk, Groupon, WeWork와 같은 기업들은 천천히 역사의 뒤안길로 사라졌다.

그림 94.클라우드 서비스 확장기, 인프라 & 어플리케이션 바스켓 주가 추이



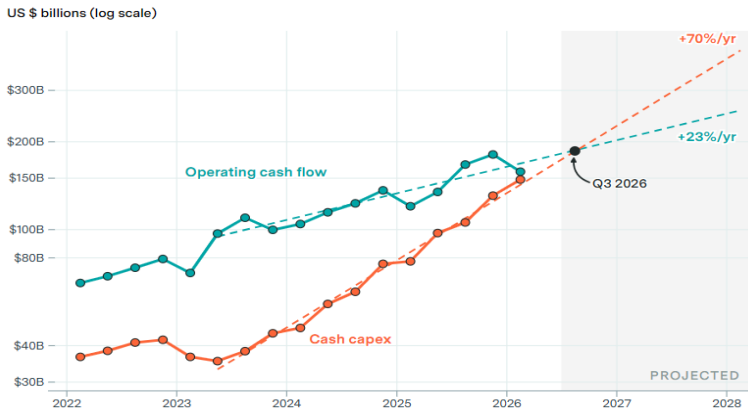
AI 혁신 초기, 인프라 투자 이후 회수에 대한 불확실성이 주가 부진으로 연결

AI 수요는 이미 에이전트, 기업 AX 등 다양한 경로로 확산되고 있다. 다만 복잡한 AI 에이전트가 실제 업무를 실행하게 되면서 토큰 생성과 GPU와 모델 호출 비용이 급증하고 있다. 이는 수요가 빠르게 늘어도 앱의 경제성과 인프라 투자 회수 가능성에 여전히 의구심이 제기되는 원인이다.

현재까지 AI 사이클은 과거 범용기술 도입기의 초기 단계와 일관된 흐름을 보였다. 물리적 AI 구축에 직결된 인프라 기업이 먼저 상승했고, 애플리케이션 기업 사이에서 다수의 'AI 스토리주'가 등장했다. 그러나 대규모 수익화는 아직 검증 중이다.

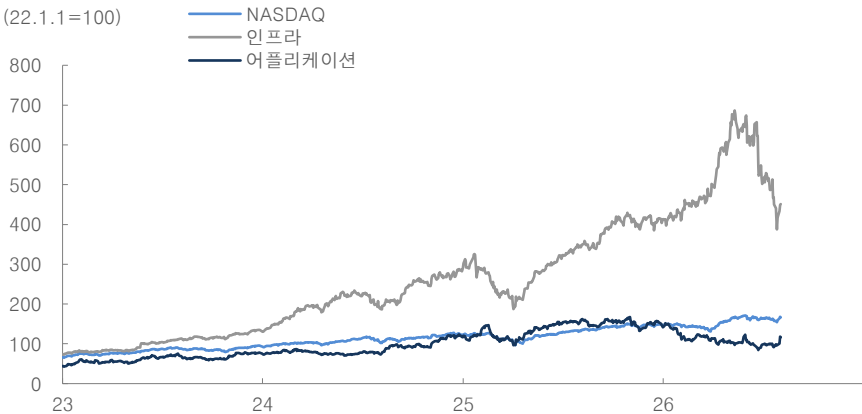
Chegg와 같은 사례는 기존 비즈니스모델 파괴가 1~2년 안에도 빠르게 전개될 수 있음을 보여준다. 순환출자 논란, SaaS포칼립스 등 기존 사업의 잠식 우려 또한 마찬가지이다. 플랫폼, 소프트웨어 기업들의 주가가 약세를 보이는 것은 과거 사이클에서 도태된 수많은 기업 사례에 대한 학습효과와 리스크회피 심리가 반영된 현상으로 판단한다.

그림 95. AI와 소프트웨어 산업의 부담요인, CAPEX에 따른 현금흐름 압박이 증가하는 시기



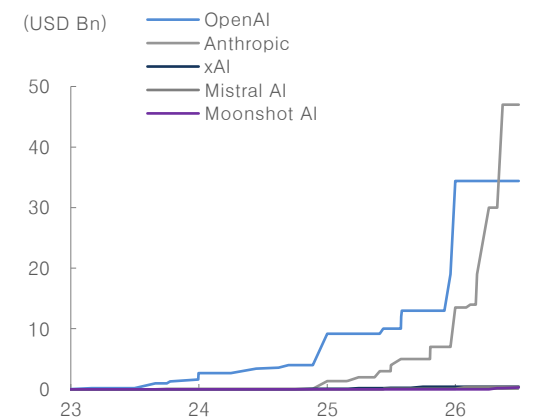
자료: Epoch AI 직접인용, 대신증권 Research Center

그림 96. AI 등장 이후로는 인프라 관련 기업들이 아웃퍼폼, 어플리케이션 기업은 부진



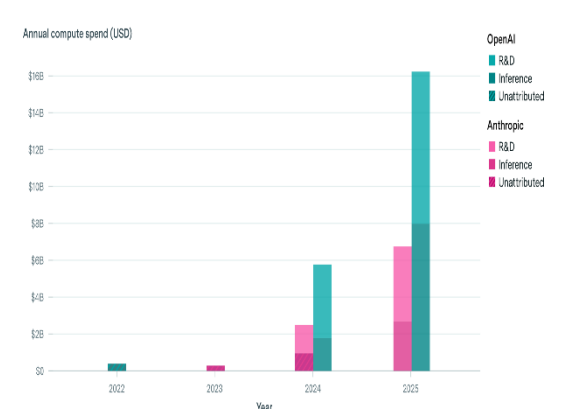
주: 인프라 - NVDA, TSM, AMD, AVGO, MU, SK-HY, MRVL, INTC, CSCO, 어플리케이션 - MSFT, PLTR, CRM, NOW, ADBE, AI, BBAT 등)  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 97. OpenAI/Anthropic, 연 매출 300억 달러 돌파



자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

그림 98. AI 컴퓨팅 비용도 함께 급증



자료: Epoch AI database, 대신증권 Research Center

필요한 것은 시간, 투자 회수 가시화 시점에 대한 판단이 곧 알파가 될 것

① AI 인프라 투자가 현금흐름으로 전환되는 시기?

AI 매출은 선행지표지만 순이익 기여와 투자자본 회수를 보장하지는 않는다. 서비스 수익을 반복매출로 바꾸고 그 현금흐름이 다음 투자를 커버하게 되는 기업이 다음 사이클을 주도할 것이다. 현재는 인프라 투자가 선행하는 가운데 AI 서비스가 경제성을 검증받는 국면으로, '인프라 투자'와 '서비스 수익화' 간의 시차가 반영되는 시기로 판단한다. AI 에이전트가 본격 상용화될 때 필요한 추론용 인프라 규모는 국내 1.2GW, 글로벌 101GW 수준으로 추정된다. 현재 추세선상 기존 인프라 외에 AI 전용 인프라가 완비되는 시점은 2029년 이후가 될 전망이다. 인허가, 전력, 수자원, 컴퓨팅 확보 등 물리적 제약으로 인해, 견조한 AI 수요 대비 인프라 병목 현상은 예상보다 길어질 가능성이 크다.

② 어떤 기업이 생존할 것인가?

인프라 병목 구간을 견뎌낸 플랫폼 기업은 향후 AI 수요의 과실을 과점할 가능성이 높다. 따라서 현시점 플랫폼 기업을 바라보는 핵심 기준은 단기 마진율이나 현금흐름보다는, 수익화 시기까지 인프라 투자를 지속할 수 있는 '체력과 자본력'의 보유 여부다.

현재 주요 플랫폼 기업들의 밸류에이션은 주도 기업이 불명확한 초기 특성상 AI 도입에 대한 기대보다 경쟁 심화 우려를 먼저 반영하고 있다. 그러나 이는 과거 닷컴 버블 당시 미약한 수익 구조로 위험선호 심리에 편승했던 기업들의 모습과는 명확히 차별화된다. 현재의 주요 플랫폼들은 본업에서의 현금창출력이 견조하게 유지되고 있으며, AI 접목을 통한 비즈니스 확장성 및 시너지 역시 충분하기 때문이다. 최종 단계에 이르면 AI 사용량이 반복 매출과 잉여현금흐름으로 환원되면서 플랫폼 기업들의 본격적인 밸류에이션 재평가가 이뤄질 것이다.

한편, 서비스 기업보다 먼저 반복 매출을 실현하는 주체는 '인프라 기업'이 될 것이다. 국내 AI 데이터센터는 이제 막 가동을 시작하는 초기 단계다. 인프라 공급 부족이 불가피한 상황에서, 삼성에스디에스와 NAVER와 같이 GPUaaS를 제공할 수 있는 인프라를 비교적 먼저 구축하고 서비스 고객을 선점하는 기업이 수급 불균형 시기에 가격 결정력과 막대한 효과를 바탕으로 우량한 반복 매출 구조를 가장 먼저 확보할 것으로 예상된다.

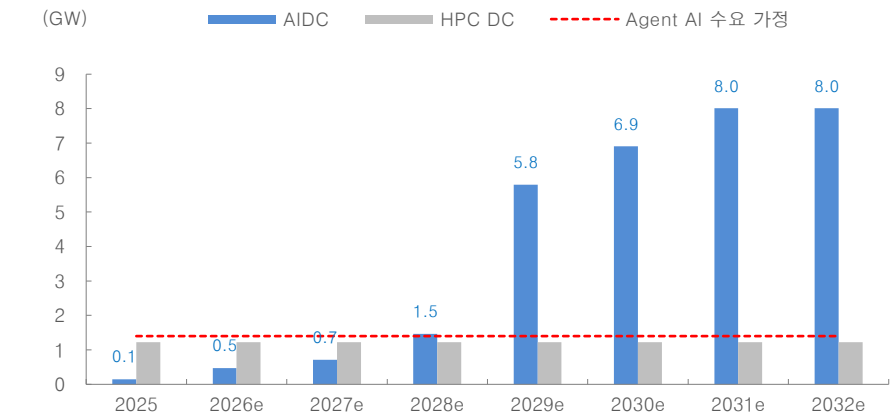
결국 인프라 및 서비스 수익을 지속 가능한 반복 매출로 전환하고, 그 현금흐름으로 차세대 투자를 스스로 충당할 수 있는 기업이 다음 사이클을 주도할 것이다. 현시점에서는 인프라 투자가 수익화로 전환되는 시점에 대한 냉정한 판단과 함께, 생존 가능성이 높은 유효 서비스·인프라 기업을 발굴하여 유리한 가격대를 선점하는 전략이 유효하다. 네이버와 카카오의 플랫폼 비즈니스의 AI 에이전트 서비스 전략과 시장 침투, 그리고 수익화 추세를 주시해야 하는 이유이다.

표 17. 국내외 에이전트 AI 도입에 따른 GPU 요구 전력 추정

| 시나리오 변수 및 가정              | 한국                                | 글로벌                |
|---------------------------|-----------------------------------|--------------------|
| <b>A. 단위시간 토큰 소모량</b>     | <b>13,500 M</b>                   | <b>1,125,000 M</b> |
| 에이전트 활용 인구                | 가정 1,200 만명                       | 10 억명              |
| 다중 에이전트 작업 토큰 소모          |                                   | 1000 k             |
| 일일 작업 횟수                  |                                   | 30                 |
| 피크타임 계수                   | 영업시간(9h)에 트래픽 집중 가정               | 0.4                |
| <b>B. 토큰당 전력 소모량</b>      | <b>0.09 kW/M</b>                  | <b>0.09 kW/M</b>   |
| 시간당 토큰 생산 수               | Input: 약 180~360M / Output: 약 32M | 200                |
| GPU 시간당 전력                | NVIDIA B200 8-GPU 서버 TDP          | 12 kW              |
| PUE (전력효율지수)              | 데이터센터 냉각 및 기타 전력 포함 (x)           | 1.5                |
| <b>AI GPU 필요 전력량 (GW)</b> | <b>1.2 GW</b>                     | <b>101.3 GW</b>    |

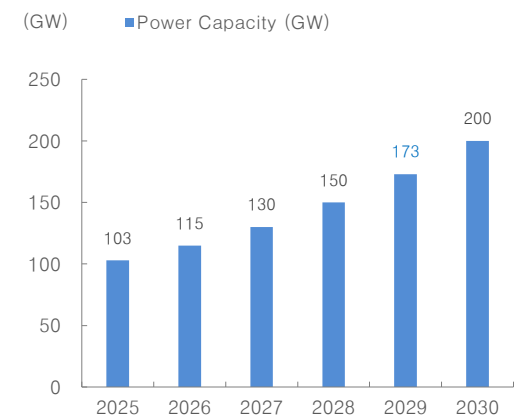
자료: ItemLai, 대신증권 Research Center

그림 99.한국에서 1.4GW 이상의 차세대 데이터센터가 구축되는 시기는 2029년 이후



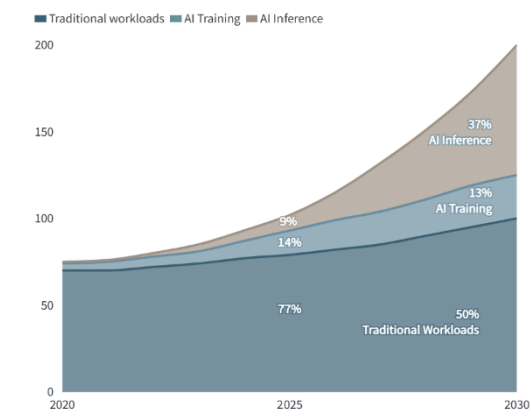
주: 2025년 이전 완공된 데이터센터는 HPC / 신규 증설은 GPU로 가정, 데이터센터 상면 공정 원료 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 글로벌 데이터센터 '30년 200GW 전망



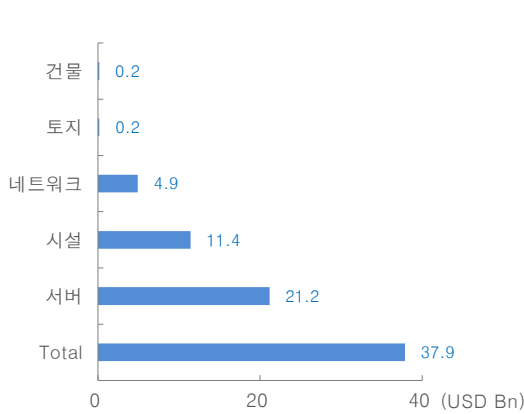
자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 101. 그 중 37%만이 AI 추론에 공급되는 AIDC



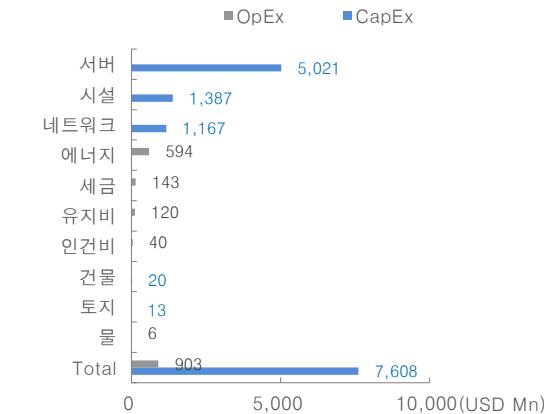
자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 102. 1GW AIDC 구축 초기 약 400억 달러 투자 소요



자료: Epoch AI, By Amelia Michael, 대신증권 Research Center

그림 103. 연간 운영비용도 76억 달러 소요



주: 시설에 대한 감가상각비 포함  
자료: Epoch AI, By Amelia Michael, 대신증권 Research Center

# VI. Appendix

## IT & AI 산업 용어 해설

1. AI 모델 · 에이전트

|                                                 |                                                                                                                                                   |
|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>생성형 AI</b><br>Generative AI                  | 확률적 언어/데이터 패턴에 기반하여 텍스트, 이미지, 오디오, 3D assets, 코드 등 신규 콘텐츠를 자동 생성하는 AI 기술.                                                                         |
| <b>LLM</b><br>Frontier Model                    | 대규모 언어모델,<br>수천억 개 이상의 파라미터를 기반으로 범용 추론 및 일반화 능력 극대화                                                                                              |
| <b>SLM</b><br>Frontier Model                    | 1B~10B 내외의 적은 파라미터로 목적에 맞게 최적화된 소형 언어모델<br>특정 도메인 데이터의 파인튜닝 및 양자화(Quantization)를 통해 온프레미스 환경 탑재 가능.<br>반복/특화 업무에 저비용 SLM을 배치하여 서비스 원가와 지연시간 단축 가능 |
| <b>프론티어 모델</b><br>Frontier Model                | 최첨단 성능을 보유한 고사양 AI 모델.<br>복잡한 다단계 추론, 멀티모달 처리 및 도구 활용 능력에 최적화                                                                                     |
| <b>오픈 웨이트 모델</b><br>Open Weights Model          | 학습된 가중치(Weight) 파라미터 및 아키텍처가 오픈소스로 공개된 AI 모델<br>기업이 자체 인프라에 직접 배포하거나 튜닝할 수 있는 모델 구조                                                               |
| <b>토큰</b><br>Token                              | AI가 데이터를 처리하고 생성하는 최소 텍스트/의미의 계산 단위<br>1토큰은 대략 영문 4글자/한국어 1~2글자를 처리하며, 입력 및 출력 토큰으로 구분 계산                                                         |
| <b>추론</b><br>Inference                          | 학습이 완료된 모델에 입력을 주입하여<br>최종 Output(답변/결과)을 산출/계산하는 연산 과정                                                                                           |
| <b>쿼리</b><br>Query                              | 사용자 또는 외부 시스템(API)이 AI 모델/에이전트에 전달하는 단일 입력을 의미                                                                                                    |
| <b>AI 에이전트</b><br>Agentic AI                    | 답변 생성에 그치지 않고 권한을 위임받아 목표 설정 → 계획 수립 → 외부 도구/API 호출 → 결과 피드백<br>반영의 수순을 자율적으로 수행하는 지능형 시스템.                                                       |
| <b>모델 라우팅 ·</b><br>Model Routing                | 입력 쿼리의 난이도, 비용, 데이터 보안 등급을 실시간 평가하여<br>최적의 모델(LLM vs SLM) 또는 하위 에이전트(Sub-agent)로<br>워크플로우를 분산 · 배분하는 동적 컨트롤 아키텍처                                  |
| <b>에이전트 오케스트레이션</b><br>Agent Orchestration      |                                                                                                                                                   |
| <b>양자화</b><br>Quantization                      | 모델의 가중치 파라미터를 표현하는 정밀도를 더 낮은 비트 수로 변환하는 압축 기술.<br>정밀도 손실을 최소화하면서 모델 크기와 용량을 축소                                                                    |
| <b>가중치 파라미터</b><br>Weight Parameter             | AI 모델이 학습 과정에서 데이터로부터 습득한 뉴런 간 연결 강도(수치 값).<br>파라미터 수(예: 7B, 70B, 405B)가 커질수록 모델의 지식 용량과 추론 능력이 비례하여 확장                                           |
| <b>API</b><br>Application Programming Interface | 서로 다른 소프트웨어 애플리케이션 간에 데이터와 기능을<br>표준화된 규격으로 주고받을 수 있도록 연결하는 인터페이스                                                                                 |

2. 플랫폼 · 검색 · 커머스

|                                          |                                                                                        |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>숏츠피케이션</b><br>Shortsification         | 콘텐츠 소비가 짧고 연속적인 추천 피드 중심으로 재편되는 현상.<br>탐색의 출발점과 체류시간이 전통 검색·포털에서 숏폼 플랫폼으로 이동할 수 있음을 뜻함 |
| <b>AI 검색</b><br>AI 브리핑                   | 링크 목록 대신 생성형 AI가 여러 정보를 종합해 답변이나 요약물 먼저 제시하는 검색 방식.                                    |
| <b>게이트웨이</b><br>호출 표면                    | 사용자가 요청을 처음 시작하는 검색창·메신저·브라우저·운영체제 같은 접점.                                              |
| <b>실행 스택</b><br>Execution Stack          | 검색·지도·재고·예약·주문·결제·취소·환불을 실제 거래로 연결하는 서비스 묶음.                                           |
| <b>슈퍼앱</b><br>Super App                  | 메신저·커머스·금융·모빌리티 등 여러 생활 서비스를 하나의 계정과 화면에 통합한 플랫폼.                                      |
| <b>구매전환율</b><br>장바구니 이탈률                 | 방문자가 실제 구매로 이어지는 비율                                                                    |
| <b>락인</b><br>Lock-in / Recurring Revenue | 전환비용으로 인해 고객이 서비스를 이탈하지 못하게 되는 구조<br>구독·강산·반복거래로 매출이 재발생 하도록 함                         |

3. 기업 AX · 클라우드

|                                            |                                                                                                              |
|--------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>AX</b><br>AI Transformation             | AI를 개별 도구로 쓰는 데서 나아가 데이터·업무절차·조직·시스템을 함께 재설계하는 전환.                                                           |
| <b>PoC</b><br>Proof of Concept             | 기술과 사업 가설이 실제 환경에서 작동하는지 소규모로 검증하는 단계.                                                                       |
| <b>SaaS / IaaS / CSP</b>                   | SaaS는 구독형 소프트웨어, IaaS는 서버·스토리지 등 인프라 서비스,<br>CSP는 이를 제공하는 클라우드 사업자다.                                         |
| <b>GPUaaS</b><br>GPU as a Service          | GPU 연산 자원을 직접 구매하지 않고 필요한 용량·기간만큼 빌려 쓰는 서비스.                                                                 |
| <b>온프레미스</b><br>On-premises                | 기업이 서버와 AI 모델을 자체 시설 또는 전용 환경에 구축·운영하는 방식.                                                                   |
| <b>SI / MSP</b>                            | SI는 시스템을 설계·통합·구축하는 사업<br>MSP는 구축된 클라우드 환경을 지속 운영·최적화하는 사업                                                   |
| <b>RAG</b><br>검색증강생성                       | 사내 문서·데이터베이스에서 관련 정보를 찾아 AI 모델 입력에 연동하여 답변의 근거와 최신성을 높이는 기법.<br>기업의 데이터 정비와 접근 권한 설계가 필요해 AI-클라우드 컨설팅 수요를 동반 |
| <b>데이터 주권</b><br>가드레일                      | 데이터가 저장·처리되는 법적 관할과, AI가 허용 범위 밖의 행동을 하지 않도록 두는 통제 장치.                                                       |
| <b>캡티브 / 비캡티브</b><br>Captive / Non-captive | 캡티브는 계열사 내부 수요, 비캡티브는 외부 고객에서 발생하는 매출을 의미                                                                    |

4. AIDC · 투자경제성

|                                          |                                                                                                                                    |
|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>AIDC</b><br>AI Data Center            | 대규모 GPU/NPU 클러스터, 고속 네트워크, 초고밀도 전력 공급망, 액체냉각 시스템 등 AI 인프라 스펙에 특화된 전용 데이터센터.                                                        |
| <b>하이퍼스케일러</b><br>Hyperscaler            | 글로벌 단위의 글로벌 초거대 인프라(수십만 대 이상의 서버 및 전 세계 리전)를 소유/운영 퍼블릭 클라우드 서비스를 제공하는 테크 자이언트 기업(AWS, MS Azure, GCP, Meta 등)                       |
| <b>HPC</b><br>High-Performance Computing | 수천 대의 컴퓨터, 초고속 네트워크, 대용량 스토리지, CPU와 GPU 등이 결합한 초거대 하이테크 컴퓨팅 인프라 시스템을 통칭                                                            |
| <b>지연시간</b><br>Latency                   | 클라이언트의 요청(쿼리) 발송부터 서버 연산 및 네트워크를 거쳐 첫 번째 응답/전체 결과가 수신될 때까지의 소요 시간                                                                  |
| <b>TDP</b><br>Thermal Design Power       | 열설계전력. 서버GPU 칩셋이 극대 연산 시 발생하는 최대 열을 방출하기 위해 필요한 냉각 설비의 전력 기준치 및 최대 소비 전력 규모                                                        |
| <b>PUE</b>                               | 에너지 효율 지표. 1.0에 가까울수록 냉각 등 부대 시설에 쓰이는 전력이 적음을 의미.<br>$PUE = \frac{\text{“데이터센터 전체 소비 전력”}}{\text{“순수 IT 장비(서버, GPU 등)가 소비하는 전력”}}$ |
| <b>IT용량</b><br>IT Load                   | 서버, GPU 등 순수 연산 장비가 실제 사용하는 순수 전력                                                                                                  |
| <b>수전용량</b><br>Grid Capacity             | 변전소와 전력망을 통해 AIDC 시설 전체(냉각, 변전, 조명 등 포함)로 공급받는 총 유입 전력                                                                             |
| <b>코로케이션</b><br>Co-location              | 건물의 상면(Space), 전력, 냉각 등 기초 인프라만 제공하고 고객사가 직접 서버를 입고/운영. DBO 대비 장기간 안정적인 레버리지(리츠 연계 등) 수익 가능                                        |
| <b>DBO</b><br>Design-Build-Operate       | 발주처 맞춤형으로 AIDC 설계, 시공, 위탁 운영까지 일체형으로 제공하는 턴키(Turnkey) 사업 모델. 코로케이션 대비 높은 수주 매출 및 고마진 위탁운영 수익상자본 부담·매출 인식 구조에서 코로케이션 방식과 상이         |
| <b>가동률</b><br>Utilization                | 전체 구축 IT용량 중 실제 고객 워크로드가 부하되어 전력을 소비하는 비율<br>AIDC의 매출 인식 속도 및 투입자본수익률(ROIC)를 결정                                                    |
| <b>기저부하</b><br>Base Load                 | 24시간 365일 정지 없이 지속되는 최소 전력 수요 수준                                                                                                   |
| <b>램프업</b><br>Ramp-up                    | 완공 뒤 서버 입고, 테스트를 거쳐 가동률 및 매출이 목표 수준까지 단계적으로 상승하는 기간.                                                                               |

# 기업분석

NAVER  
(035420)

정해창

haechang.chung@dashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월  
목표주가

320,000

상위

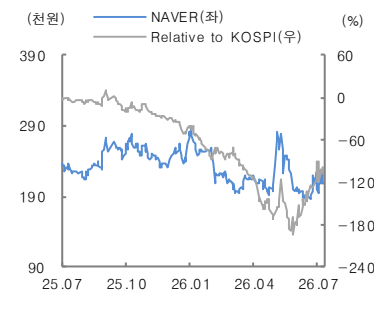
현재주가  
(26.08.07)

210,000

인터넷업종

|             |                                                     |
|-------------|-----------------------------------------------------|
| KOSPI       | 6,258.77                                            |
| 시가총액        | 32,958십억원                                           |
| 시가총액비중      | 0.50%                                               |
| 자본금(보통주)    | 17십억원                                               |
| 52주 최고/최저   | 287,000원 / 183,200원                                 |
| 120일 평균거래대금 | 3,491억원                                             |
| 외국인지분율      | 35.18%                                              |
| 주요주주        | 국민연금공단 8.21%<br>BlackRock Fund Advisors 외 13인 6.11% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 6.5  | 1.2  | -15.7 | -10.8 |
| 상대수익률    | 30.3 | 21.1 | -31.4 | -54.0 |



Initiation

# 경쟁력을 갖춘 플랫폼 AI의 파도를 향해 중

- 네이버 플랫폼의 본질인 소비자와 콘텐츠/커머스, 본업 체력 견조
- AI 에이전트 도입 시 로컬 실행능력을 바탕으로 시장 선도 기대
- 인프라 투자와 AI 경쟁 진행 중, 재평가 전까지 매집 가능 구간

## 투자 의견 매수, 목표주가 320,000원으로 커버리지 개시

NAVER에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 320,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 사업부문별 네이버 플랫폼 37조, 파이낸셜 3.4조, C2C 4.1조원. 클라우드/엔터프라이즈는 GPUaaS 신사업 가치를 반영하여 5.6조, 웹툰/LY 지분 할인을 40% 반영

## 네이버 플랫폼의 견조한 본업, 국내 에이전트 AI 초기 시장 선점 가능

AI 확산 이후 시장의 우려에도 네이버 플랫폼을 중심으로 견조한 실적 성장 지속. 검색, 플레이스, 예약, 페이먼트 등이 통합된 로컬 실행 레이어는 AI 에이전트 시대가 개화될 경우 시너지 효과 기대

GPUaaS 신사업으로 국내 AIDC 초기 수요 선점을 기대하며 엔비디아&글로벌 R 협력으로 사업적, 재무적 리스크 프리미엄 완화. 디지털 금융 영역 진출, 글로벌 Re-커머스 플랫폼 인수 이후 시너지 가시화 등 재평가 받을 수 있는 신사업 영역 다수

## AI 인프라 비용 증가에 따른 부담과 경쟁 우려를 반영한 주가

현재 주가는 12M Fwd P/E 15.2배로 AI 전환기에 인프라 투자로 인한 영업이익률 하락 우려가 반영된 영향. 글로벌 기업과의 경쟁 우려와 소프트웨어 섹터에 대한 우려 또한 잔존

펀더멘털 대비 저평가된 요인인 수익성에 대한 우려는 단기 부담으로 작용하겠으나, AI 인프라 투자와 산업의 재편 과정을 모니터링하며 매집 가능한 구간

## 영업 실적 및 주요 투자 지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 10,738  | 12,035  | 14,005  | 16,780  | 20,803  |
| 영업이익    | 1,979   | 2,208   | 2,262   | 2,668   | 3,957   |
| 세전순이익   | 2,322   | 2,420   | 2,531   | 2,772   | 4,285   |
| 총당기순이익  | 1,932   | 1,819   | 1,902   | 2,083   | 3,220   |
| 지배지분순이익 | 1,923   | 1,953   | 1,914   | 2,138   | 3,211   |
| EPS     | 11,913  | 12,376  | 12,261  | 13,430  | 20,166  |
| PER     | 16.7    | 19.6    | 17.1    | 15.6    | 10.4    |
| BPS     | 157,703 | 174,768 | 194,951 | 201,965 | 219,173 |
| PBR     | 1.3     | 1.4     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| ROE     | 7.9     | 7.4     | 6.6     | 6.8     | 9.6     |

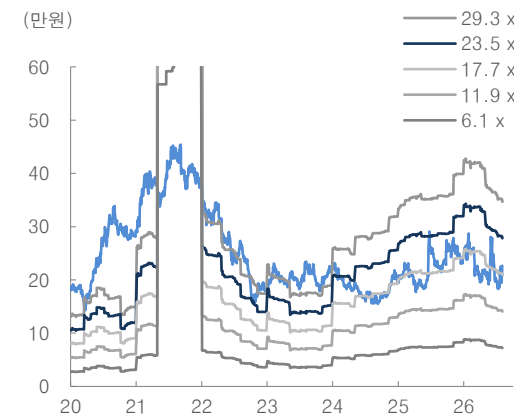
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 목표주가 산출 (십억원, %)

| 구분            | 지분가치    | 기업가치   | 자분율 | 할인율 | 비고                                                                          |
|---------------|---------|--------|-----|-----|-----------------------------------------------------------------------------|
| 영업가치          | 50,588  |        |     |     |                                                                             |
| 네이버플랫폼        | 37,129  | 37,129 | 100 | 0   | 네이버 플랫폼 2028년 영업이익 2,19조<br>FY1 3년 평균인 x P/E 17.7배 적용                       |
| 네이버파이낸셜       | 3,406   | 4,936  | 69  | 0   | 두나무 합병 시 기업가치평가 4.9조                                                        |
| 글로벌 C2C       | 4,097   | 5,173  | 88  | 10  | C2C '26년 수익 추정 1,44조<br>Poshmark 인수 가치 x P/S 3.2배 적용                        |
| 엔터프라이즈        | 5,955   | 5,955  | 100 | 0   | '27년 GPUaaS 예상 수익 0.9조원<br>글로벌 Peer(CoreWeave) x PSR Global Peer 평균 6.0배 적용 |
| 비영업가치         | 5,965   | 0      | 0   | 0   |                                                                             |
| Naver Webtoon | 677     | 1,784  | 63  | 40  | WBTN, NASDAQ 시가총액 USD 1.23 Bn                                               |
| LINE Yahoo    | 5,287   | 27,241 | 32  | 40  | LY Corp, Tokyo Stock Exchange 시가총액 JPY 3,01 Tn                              |
| Valuation     |         |        |     |     |                                                                             |
| 지분가치          | 56,552  |        |     |     |                                                                             |
| + 순차입금        | -6,727  |        |     |     |                                                                             |
| 적정시가총액        | 49,825  |        |     |     |                                                                             |
| 총 주식수 (천주)    | 159,228 |        |     |     |                                                                             |
| 산출주가          | 312,919 |        |     |     |                                                                             |
| 목표주가          | 320,000 |        |     |     |                                                                             |
| 현재주가          | 210,000 |        |     |     |                                                                             |
| Upside        | 52.4%   |        |     |     |                                                                             |

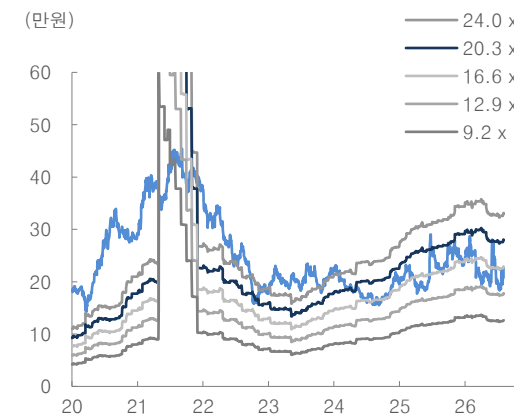
자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 1. NAVER +1 FY P/E Band



주석: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드  
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. NAVER 12M Fwd P/E Band



주석: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드  
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

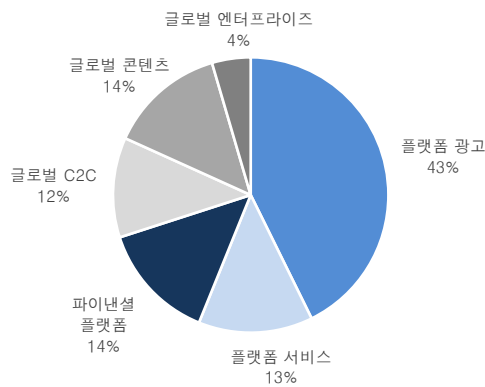
표 2.NAVER 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

|          | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액      | 2,787  | 2,915 | 3,138 | 3,195  | 3,241  | 3,389 | 3,625 | 3,750  | 14,005 | 16,780 | 20,803 |
| (% YoY)  | 10.3%  | 11.7% | 15.6% | 10.7%  | 16.3%  | 16.2% | 15.5% | 17.4%  | 16.4%  | 19.8%  | 24.0%  |
| 네이버 플랫폼  | 1,605  | 1,693 | 1,817 | 1,850  | 1,840  | 1,902 | 2,087 | 2,125  | 7,954  | 8,861  | 9,807  |
| 광고       | 1,276  | 1,347 | 1,398 | 1,415  | 1,394  | 1,447 | 1,551 | 1,554  | 5,947  | 6,391  | 6,877  |
| 서비스      | 328    | 347   | 419   | 435    | 445    | 455   | 536   | 571    | 2,007  | 2,470  | 2,930  |
| 파이낸셜 플랫폼 | 387    | 406   | 427   | 449    | 460    | 471   | 498   | 515    | 1,944  | 2,219  | 2,404  |
| 글로벌 도전   | 795    | 816   | 894   | 896    | 942    | 1,016 | 1,040 | 1,110  | 4,107  | 5,700  | 8,592  |
| C2C      | 223    | 228   | 251   | 286    | 351    | 398   | 412   | 456    | 1,617  | 2,136  | 2,575  |
| 콘텐츠      | 446    | 462   | 498   | 445    | 440    | 464   | 449   | 447    | 1,800  | 1,694  | 1,612  |
| 엔터프라이즈   | 127    | 127   | 145   | 166    | 150    | 154   | 179   | 207    | 691    | 1,871  | 4,405  |
| 영업이익     | 505    | 522   | 571   | 611    | 542    | 520   | 590   | 610    | 2,262  | 2,658  | 3,957  |
| (% YoY)  | 15.0%  | 10.3% | 8.6%  | 12.7%  | 7.2%   | -0.2% | 3.4%  | -0.1%  | 2.5%   | 17.5%  | 48.9%  |
| 영업이익률    | 18.1%  | 17.9% | 18.2% | 19.1%  | 16.7%  | 15.4% | 16.3% | 16.3%  | 16.2%  | 15.8%  | 19.0%  |
| 순이익      | 424    | 497   | 735   | 163    | 291    | 704   | 697   | 403    | 2,096  | 2,083  | 3,220  |
| (% YoY)  | -23.8% | 49.8% | 38.6% | -68.3% | -31.3% | 41.6% | -5.1% | 147.4% | 15.2%  | -0.6%  | 54.6%  |
| 순이익률(%)  | 15.2%  | 17.1% | 23.4% | 5.1%   | 9.0%   | 20.8% | 19.2% | 10.8%  | 15.0%  | 12.4%  | 15.5%  |

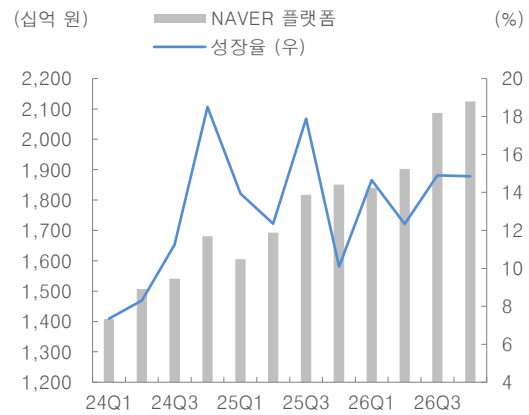
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. NAVER 매출 비중



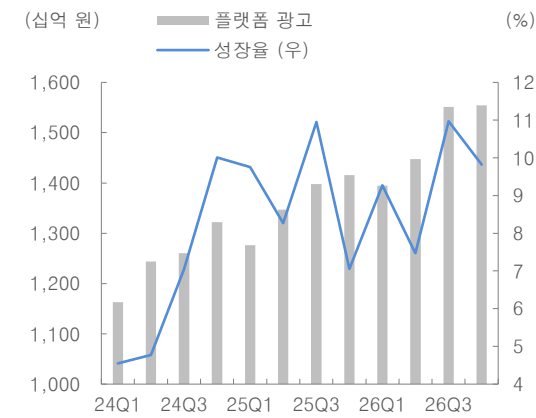
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. NAVER 플랫폼 매출 수익 추정



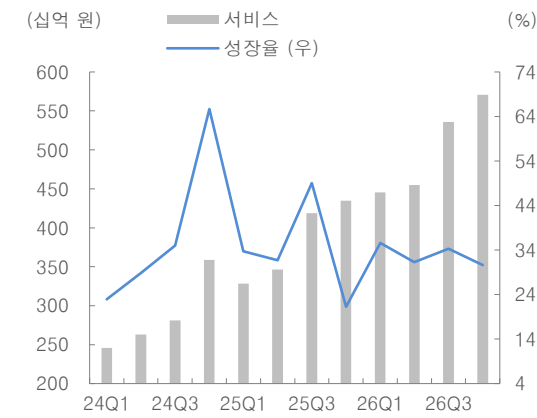
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 5. NAVER 플랫폼 광고 수익 추정



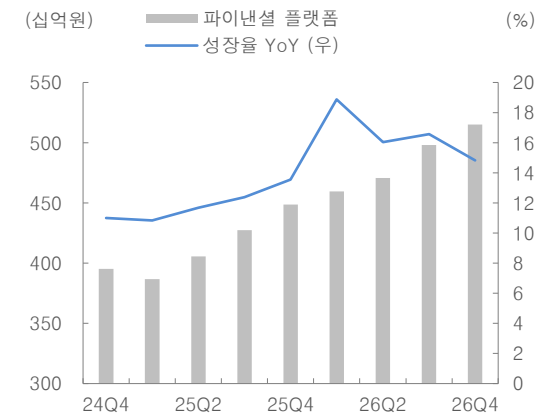
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 6. NAVER 플랫폼 서비스 수익 추정



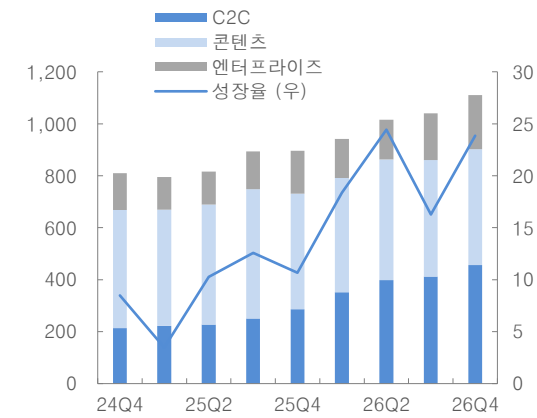
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 7. 파이낸셜 플랫폼 수익 추정



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

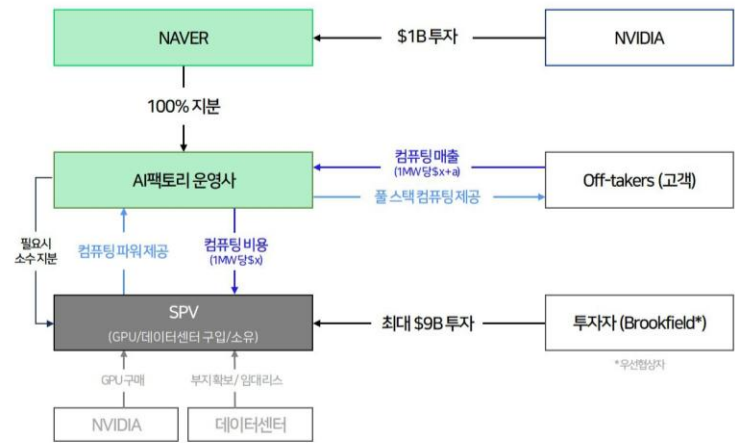
그림 8. 글로벌도전 수익 추정



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

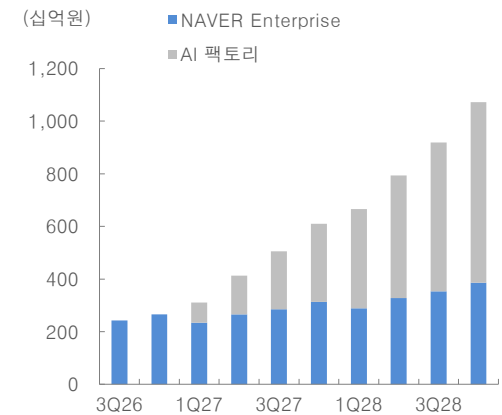
그림 9. NAVER AI 팩토리 1 단계 200MW 사업 구조안

- 전략적 파트너인 엔비디아의 네이버 직접 투자로 네이버는 AI팩토리 운영사를 100% 자본으로 연결
- 투자사 브룩필드는 SPV에 최대 \$9B 투자 후 SPV 대주주 지위



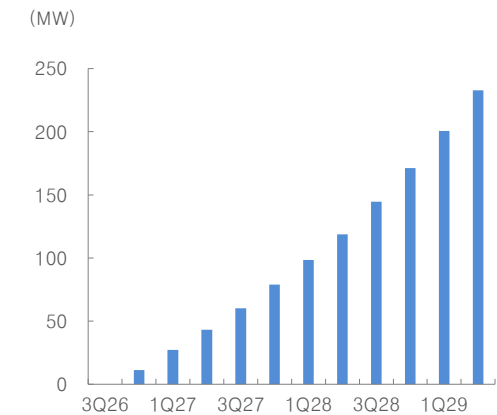
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 10.클라우드/엔터프라이즈 수익 추정



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 11.NAVER AI 팩토리 AIDC 전력 용량 추정



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 3.AI 데이터센터 GPU Full 임대 계약 레퍼런스

(MW, 년, USD Bn)

| 공개 날짜    | 임대           | 임차        | 계약용량  | 임대기간 | 총 금액 | ARR/100MW | 비고                |
|----------|--------------|-----------|-------|------|------|-----------|-------------------|
| '25년 11월 | 오라클          | OpenAI    | 4,500 | 5    | 300  | 1.3       |                   |
| '25년 11월 | IREN         | 마이크로소프트   | 200   | 5    | 9.7  | 1.0       |                   |
| '25년 말   |              | OpenAI    | 1,900 | 1    | 16   | 0.8       | 공개 컴퓨팅 비용 / 확보 용량 |
| '26년 2월  | CoreWeave    |           | 1,000 | 0.25 | 2.1  | 0.8       | '1Q 26 실적 환산      |
| '26년 4월  | CoreWeave    | Meta      |       |      | 5.5  |           |                   |
| '26년 5월  | SpaceX (xAI) | Anthropic | 300   | 0.08 | 1.25 | 5.0       |                   |
| '26년 6월  | SpaceX (xAI) | Google    | 150   | 0.08 | 0.92 | 7.4       |                   |
| '26년 7월  | TeraWulf     | Anthropic | 200   | 15   | 19   | 0.6       |                   |

주석: 언론에 발표된 공개정보 취합

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2024A     | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액         | 10,738    | 12,035 | 14,005 | 16,780 | 20,803 |
| 매출원가        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익       | 10,738    | 12,035 | 14,005 | 16,780 | 20,803 |
| 판매비와관리비     | 8,758     | 9,827  | 11,742 | 14,122 | 16,846 |
| 영업이익        | 1,979     | 2,208  | 2,262  | 2,658  | 3,957  |
| 영업이익률       | 18.4      | 18.3   | 16.2   | 15.8   | 19.0   |
| EBITDA      | 2,653     | 2,953  | 3,049  | 3,490  | 4,816  |
| 영업외손익       | 343       | 212    | 269    | 114    | 327    |
| 관계기업손익      | 145       | 495    | 367    | 30     | 30     |
| 금융수익        | 633       | 807    | 918    | 1,058  | 1,232  |
| 외환관련이익      | 38        | 61     | 0      | 0      | 0      |
| 금융비용        | -579      | -562   | -524   | -482   | -443   |
| 외환관련손실      | 72        | 148    | 148    | 148    | 148    |
| 기타          | 144       | -528   | -492   | -492   | -492   |
| 법인세비용차감전순손익 | 2,322     | 2,420  | 2,531  | 2,772  | 4,285  |
| 법인세비용       | 390       | 601    | 629    | 689    | 1,065  |
| 계속사업순손익     | 1,932     | 1,819  | 1,902  | 2,083  | 3,220  |
| 중단사업순손익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 1,932     | 1,819  | 1,902  | 2,083  | 3,220  |
| 당기순이익률      | 18.0      | 15.1   | 13.6   | 12.4   | 15.5   |
| 비배지분순이익     | 9         | -134   | -12    | -55    | 9      |
| 지배지분순이익     | 1,923     | 1,953  | 1,914  | 2,138  | 3,211  |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익      | 70        | 12     | 197    | 0      | 0      |
| 포괄순이익       | 2,631     | 1,938  | 3,868  | 2,083  | 3,220  |
| 비배지분포괄이익    | 70        | -150   | -23    | -55    | 9      |
| 지배지분포괄이익    | 2,561     | 2,087  | 3,892  | 2,139  | 3,211  |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2024A        | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS          | 11,913       | 12,376  | 12,261  | 13,430  | 20,166  |
| PER          | 16.7         | 19.6    | 17.1    | 15.6    | 10.4    |
| BPS          | 157,703      | 174,768 | 194,951 | 201,965 | 219,173 |
| PBR          | 1.3          | 1.4     | 1.1     | 1.0     | 1.0     |
| EBITDAPS     | 16,432       | 18,714  | 19,533  | 21,918  | 30,246  |
| EV/EBITDA    | 11.3         | 11.8    | 9.2     | 7.7     | 5.2     |
| SPS          | 66,511       | 76,258  | 89,722  | 105,383 | 130,650 |
| PSR          | 3.0          | 3.2     | 2.3     | 2.0     | 1.6     |
| CFPS         | 18,180       | 20,154  | 22,899  | 26,445  | 36,134  |
| DPS          | 1,130        | 2,630   | 2,700   | 3,100   | 3,600   |

| 재무비율     | (단위: 원 배, %) |       |       |       |       |
|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2024A        | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 성장성      |              |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 11.0         | 12.1  | 16.4  | 19.8  | 24.0  |
| 영업이익 증가율 | 32.9         | 11.6  | 2.5   | 17.5  | 48.9  |
| 순이익 증가율  | 96.1         | -5.9  | 4.6   | 9.5   | 54.6  |
| 수익성      |              |       |       |       |       |
| ROC      | 27.2         | 26.3  | 25.4  | 28.8  | 43.2  |
| ROA      | 5.4          | 5.6   | 5.3   | 5.8   | 8.1   |
| ROE      | 7.9          | 7.4   | 6.6   | 6.8   | 9.6   |
| 안정성      |              |       |       |       |       |
| 부채비율     | 41.4         | 41.9  | 39.9  | 39.8  | 38.6  |
| 순차입금비율   | -11.7        | -15.2 | -20.5 | -22.9 | -27.0 |
| 이자보상배율   | 18.9         | 20.3  | 15.6  | 16.7  | 24.5  |

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2024A     | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 유동자산        | 9,375     | 10,928 | 13,341 | 14,847 | 17,274 |
| 현금및현금성자산    | 4,196     | 5,984  | 8,723  | 10,445 | 12,974 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,588     | 1,617  | 1,713  | 1,842  | 2,023  |
| 재고자산        | 22        | 20     | 24     | 28     | 35     |
| 기타유동자산      | 3,570     | 3,308  | 2,882  | 2,531  | 2,242  |
| 비유동자산       | 28,793    | 30,156 | 31,337 | 32,333 | 33,502 |
| 유형자산        | 2,910     | 3,608  | 4,226  | 4,643  | 4,927  |
| 관계기업투자금     | 17,406    | 16,649 | 17,239 | 17,991 | 18,944 |
| 기타비유동자산     | 8,477     | 9,900  | 9,873  | 9,699  | 9,632  |
| 자산총계        | 38,168    | 41,084 | 44,678 | 47,180 | 50,777 |
| 유동부채        | 6,092     | 8,019  | 8,454  | 8,974  | 9,597  |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,866     | 4,238  | 4,238  | 4,238  | 4,238  |
| 차입금         | 135       | 132    | 129    | 126    | 123    |
| 유동성채무       | 200       | 1,597  | 1,685  | 1,778  | 1,878  |
| 기타유동부채      | 1,891     | 2,051  | 2,402  | 2,831  | 3,358  |
| 비유동부채       | 5,075     | 4,113  | 4,281  | 4,449  | 4,547  |
| 차입금         | 2,870     | 1,256  | 1,319  | 1,375  | 1,356  |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 2,204     | 2,856  | 2,962  | 3,073  | 3,191  |
| 부채총계        | 11,167    | 12,131 | 12,735 | 13,423 | 14,144 |
| 자배지분        | 25,460    | 27,582 | 30,430 | 32,159 | 34,898 |
| 자본금         | 16        | 16     | 17     | 17     | 17     |
| 자본잉여금       | 1,423     | 1,586  | 3,067  | 3,067  | 3,067  |
| 이익잉여금       | 25,965    | 27,626 | 29,146 | 30,874 | 33,614 |
| 기타자본변동      | -1,944    | -1,647 | -1,799 | -1,799 | -1,799 |
| 비배지분        | 1,541     | 1,371  | 1,513  | 1,599  | 1,735  |
| 자본총계        | 27,001    | 28,953 | 31,943 | 33,757 | 36,633 |
| 순차입금        | -3,157    | -4,411 | -6,549 | -7,744 | -9,873 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |        |        |        |
|-----------|-----------|-------|--------|--------|--------|
|           | 2024A     | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름 | 2,590     | 3,096 | 3,451  | 3,980  | 5,091  |
| 당기순이익     | 1,932     | 1,819 | 1,902  | 2,083  | 3,220  |
| 비현금항목의 가감 | 1,003     | 1,362 | 1,672  | 2,128  | 2,534  |
| 감가상각비     | 674       | 745   | 787    | 832    | 859    |
| 외환손익      | 135       | -15   | 57     | 57     | 57     |
| 지분법평가손익   | -145      | -495  | -367   | -30    | -30    |
| 기타        | 339       | 1,127 | 1,195  | 1,269  | 1,648  |
| 자산부채의 증감  | 152       | 462   | 404    | 370    | 317    |
| 기타현금흐름    | -497      | -547  | -527   | -601   | -980   |
| 투자활동 현금흐름 | -1,340    | -744  | -1,855 | -1,739 | -1,961 |
| 투자자산      | 1,226     | 98    | -688   | -893   | -1,153 |
| 유형자산      |           |       |        |        | -522   |
| 기타        | -2,044    | 379   | 169    | 339    | 277    |
| 재무활동 현금흐름 | -770      | -524  | 1,234  | -263   | -394   |
| 단기차입금     | -463      | -200  | -3     | -3     | -3     |
| 사채        | -51       | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 105       | 26    | 63     | 56     | -19    |
| 유상증자      | 0         | 0     | 1,481  | 0      | 0      |
| 현금배당      | -119      | -168  | -394   | -410   | -471   |
| 기타        | -242      | -182  | 87     | 94     | 99     |
| 현금의 증감    | 619       | 1,788 | 2,739  | 1,723  | 2,529  |
| 기초 현금     | 3,576     | 4,196 | 5,984  | 8,723  | 10,445 |
| 기말 현금     | 4,196     | 5,984 | 8,723  | 10,445 | 12,974 |
| NOPLAT    | 1,647     | 1,659 | 1,700  | 1,998  | 2,974  |
| FCF       | 1,742     | 1,086 | 940    | 1,679  | 2,782  |

카카오

(035720)

정해창

haechang.chung@dashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

39,900

신규

현재주가

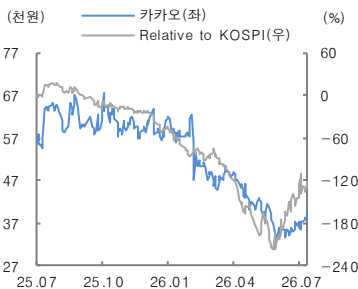
(26.08.07)

47,000

인터넷업종

|             |                                       |
|-------------|---------------------------------------|
| KOSPI       | 6,258.77                              |
| 시가총액        | 17,675십억원                             |
| 시가총액비중      | 0.27%                                 |
| 자본금(보통주)    | 44십억원                                 |
| 52주 최고/최저   | 67,700원 / 33,150원                     |
| 120일 평균거래대금 | 1,024억원                               |
| 외국인지분율      | 28.94%                                |
| 주요주주        | 김범수 외 76 인 24.08%<br>MAXIMO PTE 5.74% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 12.7 | -11.8 | -29.0 | -37.3 |
| 상대수익률    | 37.9 | 5.5   | -42.3 | -67.6 |



Initiation

# 국민 메신저 카카오톡, 내 손안의 AI 에이전트로

- 전 국민이 사용하는 카카오톡 플랫폼, 수익화 & AI 배포 진행 중
- 카카오톡 플랫폼의 생활형 서비스 + 채팅 = AI 에이전트 활용 가능성
- 투자 리스크 최소화한 온프레미스 전략, 유저 수용 및 확산이 관건

## 투자의견 매수, 목표주가 47,000원으로 커버리지 개시

카카오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 47,000으로 제시. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오톡 본업가치 18.3조원에 모빌리티 1.3조원, 엔터테인먼트 1.2조원 반영, 이외의 상장 자회사인 카카오뱅크, 카카오페이, 에스엠, 카카오게임즈 지분에 대한 할인율 40% 적용

## 카카오톡 플랫폼의 가치, 특비즈 수익화와 대화형 AI 배포 중

전 국민이 사용하는 카카오톡 플랫폼의 MAU를 기반으로 한 수익경로가 강점. 특비즈 광고 개편 이후 수익화 경로가 확대되면서 전년 동기 대비 Double Digit의 실적 성장 전망. 현재 주가 수준은 본업 이외의 콘텐츠 등 계열사 사업 부진, AI에 대한 방향성과 트래픽 경쟁 우려 등이 맞물린 결과

카카오톡 자체에 AI를 탑재하는 온디바이스 AI로 투자와 실행 비용에 따른 리스크를 최소화하는 신사업 확장 전략. 현재는 Kanana, ChatGPT for Kakao 등 챗봇을 활용하여 AI 접점을 확대 중인 실험적 단계로 평가.

## 카카오만이 할 수 있는 온디바이스 AI 전략

글로벌 에이전트 AI의 표준 접점이 챗팅으로 형성되고 있다는 점에서 플랫폼 형태의 장점 보유. 카카오톡 플랫폼에서 채팅, 모빌리티, 페이, 콘텐츠 등 생활형 서비스들이 통합하여 제공

신규 서비스 확산을 위한 사용자 인식과, 온디바이스 환경 제약 등 확산 제약 요건들에 대한 의구심을 떨쳐낸다면 자회사 전반의 시너지와 함께 밸류에이션 재평가 가능

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 7,864  | 8,099  | 8,267  | 8,973  | 9,768  |
| 영업이익    | 495    | 732    | 986    | 1,051  | 1,223  |
| 세전순이익   | 50     | 622    | 1,132  | 1,049  | 1,281  |
| 총당기순이익  | -162   | 518    | 586    | 890    | 1,087  |
| 지배지분순이익 | 55     | 491    | 516    | 852    | 935    |
| EPS     | 124    | 1,110  | 1,165  | 1,923  | 2,111  |
| PER     | 306.9  | 54.1   | 34.3   | 20.8   | 18.9   |
| BPS     | 22,839 | 25,473 | 26,557 | 28,394 | 30,431 |
| PBR     | 1.7    | 2.4    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| ROE     | 0.6    | 4.6    | 4.5    | 7.0    | 7.2    |

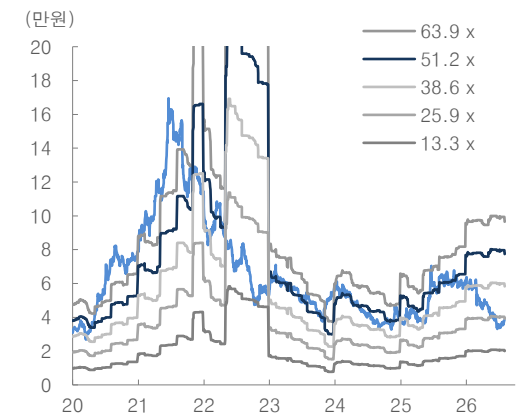
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

표 1. 카카오 목표주가 산출 (십억원, %)

| 구분            | 지분가치    | 기업가치   | 지분율  | 할인율 | 비고                                                                                                            |
|---------------|---------|--------|------|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 영업가치          | 22,529  |        |      |     |                                                                                                               |
| 특비즈 & 포털비즈    | 17,547  | 17,547 | 100  | 0   | '27년 플랫폼 OPM 24.0% 추정<br>x 카카오 +1FY P/E 3년 평균의 -1Std 밸류에이션 26배 적용<br>'26년 수익추정 x Peer(Uber) PSR 밸류에이션 3.3배 적용 |
| 카카오 모빌리티      | 1,533   | 2,681  | 57.2 | 0   |                                                                                                               |
| 카카오 페이        | 1,564   | 5,654  | 46.1 | 40  |                                                                                                               |
| 카카오 엔터테인먼트    | 1,181   |        |      |     | 현재주가 지분법 평가                                                                                                   |
| 에스엠           | 219     | 1,687  | 22   | 40  | 장부가액 평가                                                                                                       |
| 픽코마           | 485     | 533    | 91   | 0   | 현재주가 지분법 평가                                                                                                   |
| 비영업가치         | 5,006   |        |      |     |                                                                                                               |
| 카카오뱅크         | 1,682   | 10,306 | 27.2 | 40  | 현재주가 지분법 평가                                                                                                   |
| 카카오게임즈        | 192     | 851    | 37.6 | 40  | 현재주가 지분법 평가                                                                                                   |
| 카카오엔터프라이즈     | 300     |        |      |     | 장부가액 평가                                                                                                       |
| 기타 종속/관계기업 투자 | 2,832   |        |      |     | 장부가액 평가                                                                                                       |
| Valuation     |         |        |      |     |                                                                                                               |
| 지분가치          | 27,534  |        |      |     |                                                                                                               |
| + 순차입금        | -6,911  |        |      |     |                                                                                                               |
| 적정시가총액        | 20,623  |        |      |     |                                                                                                               |
| 총 주식수 (천주)    | 442,966 |        |      |     |                                                                                                               |
| 산출주가          | 46,557  |        |      |     |                                                                                                               |
| 목표주가          | 47,000  |        |      |     |                                                                                                               |
| 현재주가          | 39,550  |        |      |     |                                                                                                               |
| Upside        | 18.8%   |        |      |     |                                                                                                               |

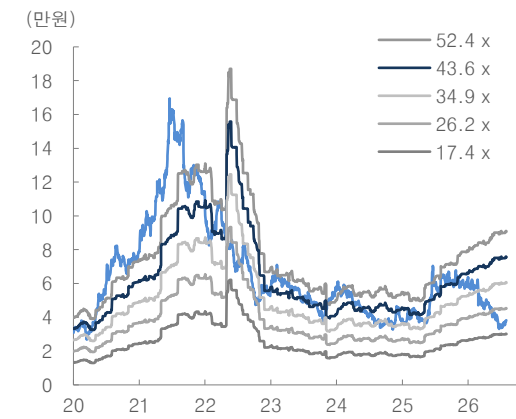
자료: 카카오, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 1. 카카오 +1 FY P/E Band



주식: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드  
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 카카오 12M Fwd P/E Band



주식: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드  
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

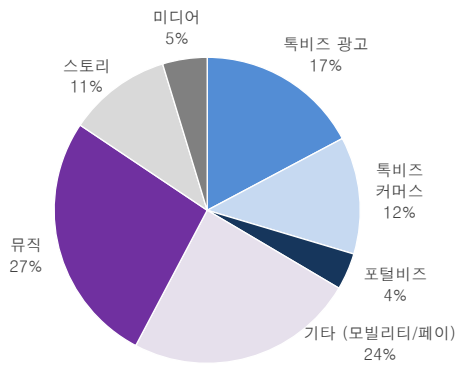
표 2. 카카오 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

|              | 1Q25   | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25   | 1Q26  | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액          | 1,748  | 1,917 | 1,962 | 2,042  | 1,942 | 2,098 | 2,083 | 2,144 | 8,267 | 8,973 | 9,768 |
| (% YoY)      | -12.1% | -4.3% | 2.2%  | 4.5%   | 11.1% | 9.4%  | 6.1%  | 5.0%  | 7.8%  | 8.5%  | 8.9%  |
| 플랫폼          | 948    | 1,008 | 1,017 | 1,157  | 1,115 | 1,230 | 1,211 | 1,279 | 4,836 | 5,421 | 6,097 |
| 특비즈 광고       | 291    | 325   | 329   | 376    | 338   | 400   | 403   | 410   | 1,551 | 1,695 | 1,900 |
| 특비즈 커머스      | 267    | 221   | 209   | 253    | 270   | 243   | 247   | 275   | 1,036 | 1,112 | 1,219 |
| 포털비즈         | 74     | 79    | 73    | 72     | 68    | -     | -     | -     | 68    | -     | -     |
| 기타 (모빌리티/페이) | 389    | 463   | 479   | 527    | 506   | 587   | 561   | 594   | 2,249 | 2,614 | 2,978 |
| 콘텐츠          | 726    | 830   | 872   | 813    | 759   | 868   | 871   | 864   | 3,363 | 3,551 | 3,671 |
| 뮤직           | 438    | 517   | 565   | 525    | 485   | 558   | 565   | 544   | 2,151 | 2,208 | 2,238 |
| 스토리          | 213    | 219   | 212   | 192    | 182   | 211   | 206   | 191   | 790   | 810   | 799   |
| 미디어          | 75     | 94    | 96    | 96     | 92    | 99    | 101   | 130   | 422   | 533   | 634   |
| 영업이익         | 127    | 204   | 224   | 216    | 211   | 277   | 248   | 250   | 986   | 1,051 | 1,223 |
| (% YoY)      | -0.7%  | 43.9% | 60.7% | 151.2% | 65.9% | 35.9% | 10.9% | 15.5% | 27.9% | 6.6%  | 16.3% |
| 영업이익률        | 7.3%   | 10.6% | 11.4% | 10.6%  | 10.9% | 13.2% | 11.9% | 11.6% | 11.9% | 11.7% | 12.5% |

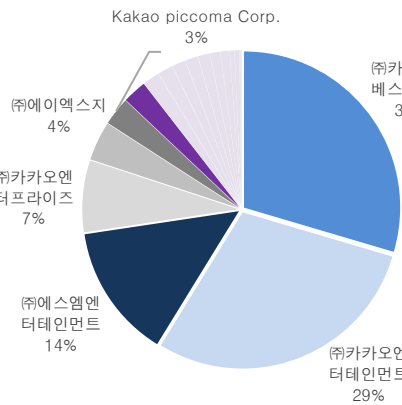
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 3. 카카오 매출 비중



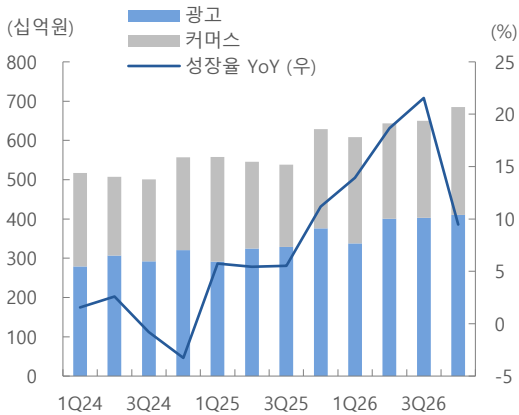
주: 2025년 기준  
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 4. 카카오 주요 종속기업 장부가액



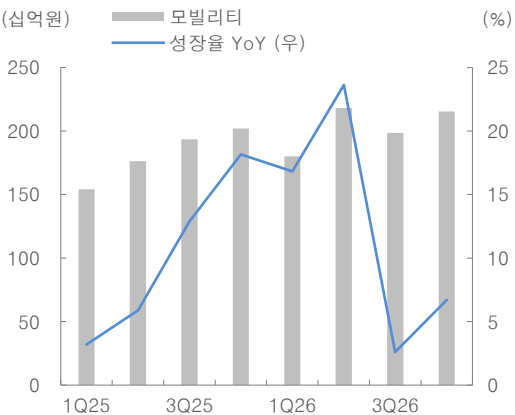
주: 1Q26 장부가액 기준, 총액 4,04조원 (관계기업 합산 시 5,14조원)  
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 5. 카카오 특비즈 수익 추정



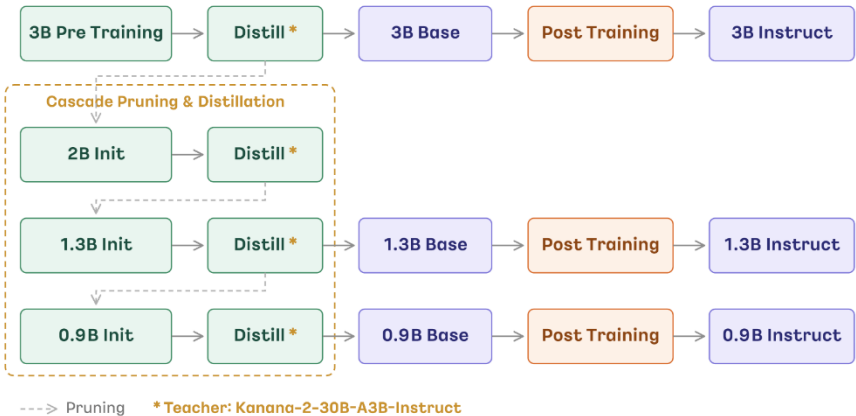
주: 3Q26 이후는 추정치  
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 6. 카카오 모빌리티 수익 추정



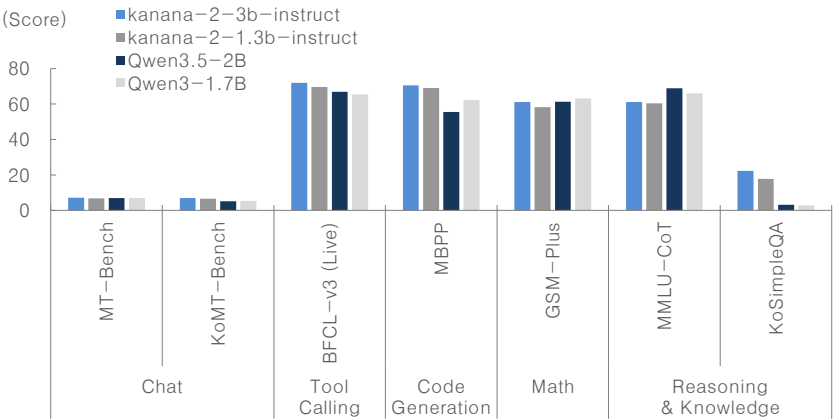
주: 3Q26 이후는 추정치  
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 7. KANANA AI 모델, 스마트폰 환경을 위한 온디바이스 SLM 으로 개발 중



자료: KAKAO, 대신증권 Research Center

그림 8. KANANA-2-Base 모델, Qwen3.5-2b, Qwen3-1.7b 성능 비교



자료: KAKAO, Huggingface, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액         | 7,864     | 8,099 | 8,267 | 8,973 | 9,768 |
| 매출원가        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 매출총이익       | 7,864     | 8,099 | 8,267 | 8,973 | 9,768 |
| 판매비와관리비     | 7,369     | 7,367 | 7,280 | 7,921 | 8,545 |
| 영업이익        | 495       | 732   | 986   | 1,051 | 1,223 |
| 영업이익률       | 6.3       | 9.0   | 11.9  | 11.7  | 12.5  |
| EBITDA      | 1,331     | 1,572 | 1,756 | 1,831 | 2,022 |
| 영업외손익       | -446      | -111  | 146   | -2    | 58    |
| 관계기업손익      | 56        | 90    | 367   | 159   | 182   |
| 금융수익        | 405       | 393   | 391   | 391   | 391   |
| 외환관련이익      | 24        | 21    | 18    | 18    | 18    |
| 금융비용        | -368      | -398  | -375  | -355  | -355  |
| 외환관련손실      | 19        | 12    | 4     | 4     | 4     |
| 기타          | -539      | -195  | -237  | -196  | -160  |
| 법인세비용차감전순이익 | 50        | 622   | 1,132 | 1,049 | 1,281 |
| 법인세비용       | 160       | 95    | 306   | 159   | 195   |
| 계속사업순이익     | -111      | 527   | 826   | 890   | 1,087 |
| 중단사업순이익     | -51       | -9    | -241  | 0     | 0     |
| 당기순이익       | -162      | 518   | 586   | 890   | 1,087 |
| 당기순이익률      | -2.1      | 6.4   | 7.1   | 9.9   | 11.1  |
| 비배지분순이익     | -217      | 26    | 70    | 38    | 151   |
| 지배지분순이익     | 55        | 491   | 516   | 852   | 935   |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 36        | 79    | 173   | 380   | 834   |
| 포괄순이익       | 197       | 1,306 | 2,316 | 4,687 | 9,422 |
| 비배지분포괄이익    | -190      | -17   | 276   | 201   | 1,312 |
| 지배지분포괄이익    | 387       | 1,324 | 2,040 | 4,487 | 8,110 |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) |        |        |        |        |
|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2024A        | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| EPS          | 124          | 1,110  | 1,165  | 1,923  | 2,111  |
| PER          | 306.9        | 54.1   | 34.3   | 20.8   | 18.9   |
| BPS          | 22,839       | 25,473 | 26,557 | 28,394 | 30,431 |
| PBR          | 1.7          | 2.4    | 1.5    | 1.4    | 1.3    |
| EBITDAPS     | 2,997        | 3,552  | 3,965  | 4,133  | 4,564  |
| EV/EBITDA    | 12.3         | 15.4   | 8.5    | 7.7    | 6.6    |
| SPS          | 17,710       | 18,296 | 18,669 | 20,256 | 22,051 |
| PSR          | 22           | 33     | 2.1    | 20     | 1.8    |
| CFPS         | 2,928        | 3,461  | 4,170  | 4,408  | 4,922  |
| DPS          | 68           | 75     | 75     | 75     | 75     |

| 재무비율     | (단위: 원 배, %) |        |       |       |       |
|----------|--------------|--------|-------|-------|-------|
|          | 2024A        | 2025A  | 2026F | 2027F | 2028F |
| 성장성      |              |        |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 4.1          | 3.0    | 2.1   | 8.5   | 8.9   |
| 영업이익 증가율 | 7.5          | 47.8   | 34.7  | 6.6   | 16.3  |
| 순이익 증가율  | -91.1        | -420.0 | 13.1  | 51.9  | 22.1  |
| 수익성      |              |        |       |       |       |
| ROC      | -15.8        | 9.4    | 10.9  | 13.5  | 15.7  |
| ROA      | 1.9          | 2.7    | 3.5   | 3.6   | 4.1   |
| ROE      | 0.6          | 4.6    | 4.5   | 7.0   | 7.2   |
| 안정성      |              |        |       |       |       |
| 부채비율     | 84.8         | 82.5   | 78.6  | 73.8  | 69.2  |
| 순차입금비율   | -31.8        | -41.7  | -43.5 | -46.8 | -49.8 |
| 이자보상배율   | 2.4          | 4.1    | 6.0   | 7.2   | 8.4   |

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2024A     | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 유동자산        | 10,722    | 12,374 | 12,978 | 14,077 | 15,242 |
| 현금및현금성자산    | 6,170     | 6,374  | 6,935  | 7,978  | 9,080  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,255     | 1,396  | 1,408  | 1,457  | 1,513  |
| 재고자산        | 81        | 77     | 78     | 85     | 92     |
| 기타유동자산      | 3,215     | 4,528  | 4,557  | 4,557  | 4,557  |
| 비유동자산       | 15,051    | 15,409 | 15,378 | 15,441 | 15,553 |
| 유형자산        | 1,363     | 1,557  | 1,573  | 1,623  | 1,687  |
| 관계기업투자금     | 2,923     | 2,517  | 2,577  | 2,678  | 2,804  |
| 기타비유동자산     | 10,766    | 11,336 | 11,228 | 11,140 | 11,062 |
| 자산총계        | 25,773    | 27,784 | 28,356 | 29,518 | 30,795 |
| 유동부채        | 8,545     | 8,780  | 8,713  | 8,761  | 8,812  |
| 매입채무 및 기타채무 | 5,310     | 6,193  | 6,198  | 6,218  | 6,240  |
| 차입금         | 1,458     | 938    | 938    | 938    | 938    |
| 유동성채무       | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채      | 1,776     | 1,648  | 1,576  | 1,605  | 1,633  |
| 비유동부채       | 3,285     | 3,779  | 3,767  | 3,775  | 3,783  |
| 차입금         | 328       | 991    | 991    | 991    | 991    |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 2,957     | 2,788  | 2,776  | 2,784  | 2,792  |
| 부채총계        | 11,830    | 12,559 | 12,480 | 12,536 | 12,594 |
| 자배지분        | 10,141    | 11,276 | 11,759 | 12,578 | 13,480 |
| 자본금         | 44        | 44     | 44     | 44     | 44     |
| 자본잉여금       | 8,911     | 8,803  | 8,803  | 8,803  | 8,803  |
| 이익잉여금       | 1,943     | 2,685  | 3,167  | 3,986  | 4,888  |
| 기타자본변동      | -758      | -256   | -256   | -256   | -256   |
| 비배지분        | 3,802     | 3,949  | 4,118  | 4,404  | 4,720  |
| 자본총계        | 13,943    | 15,225 | 15,877 | 16,982 | 18,200 |
| 순차입금        | -4,434    | -6,349 | -6,911 | -7,954 | -9,055 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동 현금흐름 | 1,250     | 1,405 | 1,416 | 1,660 | 1,848 |
| 당기순이익     | 0         | 0     | 586   | 890   | 1,087 |
| 비현금항목의 가감 | 1,462     | 1,014 | 1,261 | 1,063 | 1,094 |
| 감가상각비     | 835       | 840   | 769   | 779   | 799   |
| 외환손익      | -22       | 4     | -1    | -1    | -1    |
| 지분법평가손익   | -56       | -90   | -117  | -159  | -182  |
| 기타        | 705       | 259   | 610   | 443   | 479   |
| 자산부채의 증감  | -4        | -106  | -199  | -227  | -232  |
| 기타현금흐름    | -207      | 497   | -232  | -65   | -101  |
| 투자활동 현금흐름 | 10        | -478  | -741  | -842  | -910  |
| 투자자산      | 129       | 338   | -60   | -102  | -125  |
| 유형자산      |           |       |       |       | -348  |
| 기타        | 230       | -350  | -105  | -106  | -104  |
| 재무활동 현금흐름 | -521      | -708  | -545  | -545  | -545  |
| 단기차입금     | -364      | -561  | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 225       | 360   | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 30        | 44    | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -43       | -39   | -33   | -33   | -33   |
| 기타        | -369      | -512  | -512  | -512  | -512  |
| 현금의 증감    | 781       | 204   | 562   | 1,043 | 1,101 |
| 기초 현금     | 5,389     | 6,170 | 6,374 | 6,935 | 7,978 |
| 기말 현금     | 6,170     | 6,374 | 6,935 | 7,978 | 9,080 |
| NOPLAT    | -1,105    | 620   | 720   | 891   | 1,037 |
| FCF       | -737      | 879   | 794   | 917   | 1,037 |

Initiation

삼성  
에스디에스  
(018260)

정해창  
haechang.chung@daishin.com

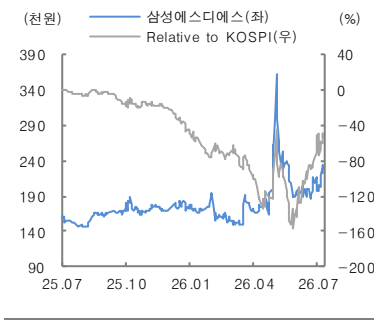
투자이건  
BUY  
매수, 신규

6개월  
목표주가  
370,000  
신규

현재주가  
(26.08.07)  
221,500  
소프트웨어업종

|             |                                    |
|-------------|------------------------------------|
| KOSPI       | 6,258.77                           |
| 시가총액        | 17,139십억원                          |
| 시가총액비중      | 0.26%                              |
| 자본금(보통주)    | 39십억원                              |
| 52주 최고/최저   | 362,000원 / 145,900원                |
| 120일 평균거래대금 | 1,028억원                            |
| 외국인지분율      | 18.21%                             |
| 주요주주        | 삼성전자 외 10 인 48.90%<br>국민연금공단 8.70% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|------|------|------|-------|
| 절대수익률    | 8.0  | 25.4 | 33.8 | 42.4  |
| 상대수익률    | 32.2 | 50.1 | 8.8  | -26.5 |



# AIDC 투자 적기, 비축 현금과 확실한 수요

- 삼성 그룹사의 AX 전환, 안정적인 초기수요 확보
- AX, 에이전트AI 대전환기 GPUaaS를 포함한 IT 서비스 구조적 성장
- 글로벌 시장의 AI 투자 의구심을 선반영, 성장성 재평가 필요

## 투자이건 매수, 목표주가 370,000원으로 커버리지 개시

삼성에스디에스에 대해 투자이건 매수, 목표주가 34만원으로 커버리지를 개시, 목표주가는 DCF 방식을 적용. 2031년까지의 AIDC 투자 로드맵과 '29년 구미 AIDC 등 개소 이후 수익이 본격화되는 현금흐름을 평가에 반영하기 위함.' 26- '33년, WACC8.0%, 영구성장률 4.5%를 적용. 현재 주가 대비 상승여력 70.5%를 제시

## 안정적인 삼성 계열사 수요, AI 전환을 위한 성장재원 확보

삼성 그룹의 전 계열사 AX 대전환 정책으로 계열사 R&D, 제조, 서비스 등 전 밸류체인에 AI 도입 수요 증가. 글로벌 프론티어 AI 3개 모델(OpenAI, Anthropic, Gemini)의 리셀러 라이선스 확보하여 계열사 공급을 확대 중 '26년 2분기 클라우드 부문의 ITO 매출이 7,241억원으로 YoY 75% 증가 하며 AI 수요가 실적에서 가시화.

## AI 대전환기 신사업과 IT사업부에 대한 성장성 재평가 필요

회사는 2031년까지 AI 인프라를 중심으로 누적 10조원의 투자 로드맵을 제시. 유휴 현금성 자산 6.6조와 1.2조원의 외부 자금조달로 초기 AI 인프라 구축을 위한 성장재원 마련. AI 인프라에 대한 수요가 본격화되는 시기에 재무적 안정성을 바탕으로 신사업 진출. AWS에 이어 국내 2위 클라우드 사업자로 '31년까지 800MW 이상 규모의 AIDC 구축 계획. 국내 AIDC 초기 수요 선점을 기대. 운영 역량에 대한 평가 또한 부각될 수 있을 것.

| 영업실적 및 주요 투자지표 |         |         | (단위: 십억원, 원, 배, %) |         |         |
|----------------|---------|---------|--------------------|---------|---------|
|                | 2024A   | 2025A   | 2026F              | 2027F   | 2028F   |
| 매출액            | 13,828  | 13,930  | 14,355             | 14,810  | 15,578  |
| 영업이익           | 911     | 957     | 795                | 1,009   | 1,113   |
| 세전순이익          | 1,103   | 1,076   | 895                | 1,123   | 1,229   |
| 총당기순이익         | 790     | 783     | 651                | 817     | 894     |
| 지배지분순이익        | 757     | 760     | 630                | 790     | 865     |
| EPS            | 9,783   | 9,816   | 8,141              | 10,212  | 11,177  |
| PER            | 13.1    | 17.5    | 27.2               | 21.7    | 19.8    |
| BPS            | 120,618 | 128,152 | 133,104            | 140,318 | 148,196 |
| PBR            | 1.1     | 1.3     | 1.7                | 1.6     | 1.5     |
| ROE            | 8.4     | 7.9     | 6.2                | 7.5     | 7.7     |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

표 1. 삼성에스디에스 목표주가 산출 (%)

|                      | 2026F   | 2027F  | 2028F   | 2029F   | 2030F   | 2031F   | 2032F   | 2033F   | 2034F   | 2035F   |
|----------------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 조정 세후 영업이익           | 5,784   | 7,344  | 8,098   | 9,601   | 11,889  | 13,251  | 14,464  | 15,657  | 16,791  | 17,839  |
| 감가상각비                | 3,902   | 4,296  | 5,156   | 7,459   | 9,497   | 11,243  | 10,852  | 10,467  | 11,160  | 10,714  |
| 총 현금흐름               | 9,687   | 11,639 | 13,253  | 17,060  | 21,386  | 24,494  | 25,316  | 26,124  | 27,951  | 28,553  |
| CAPEX&자산부채변동         | -4,978  | -8,086 | -10,890 | -20,367 | -22,816 | -19,447 | -14,354 | -14,320 | -14,232 | -14,107 |
| 운전자본 증감              | -1,205  | -515   | -558    | -637    | -754    | -798    | -868    | -927    | -958    | -1,006  |
| 총 투자                 | -6,183  | -8,602 | -11,448 | -21,004 | -23,570 | -20,245 | -15,222 | -15,247 | -15,190 | -15,113 |
| FCFF                 | 3,504   | 3,038  | 1,805   | -3,944  | -2,184  | 4,249   | 10,093  | 10,877  | 12,761  | 13,441  |
| PV of FCFF           | 2,703   | 1,487  | -3,009  | -1,543  | 2,779   | 6,113   | 6,099   | 6,626   | 6,462   | 0       |
| Valuation            |         |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Total PV of FCFF     | 31,084  |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| PV of Terminal Value | 193,015 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| EV                   | 224,099 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| + 순현금                | 80,160  |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| + 타인자본               | 19,539  |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 적정시가총액               | 284,721 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 총 주식수 (천주)           | 77,378  |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 산출주가                 | 367,963 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 목표주가                 | 370,000 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 현재주가                 | 217,000 |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| Upside               | 70.5%   |        |         |         |         |         |         |         |         |         |

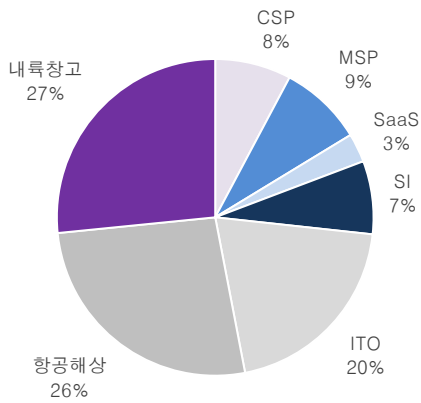
자료: 삼성에스디에스, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성에스디에스 실적 추이 및 전망 (억원 %)

|         | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 34,898 | 35,120 | 33,913 | 35,368 | 33,529 | 37,178 | 35,937 | 36,902 | 143,546 | 148,100 | 155,783 |
| (% YoY) | 7.5%   | 4.2%   | -5.0%  | -2.9%  | -3.9%  | 5.9%   | 6.0%   | 4.3%   | 3.0%    | 3.2%    | 5.2%    |
| IT 서비스  | 16,004 | 16,784 | 15,957 | 16,690 | 16,105 | 17,625 | 17,466 | 17,991 | 69,187  | 74,169  | 80,901  |
| 클라우드    | 6,529  | 6,652  | 6,746  | 6,876  | 6,909  | 7,794  | 7,973  | 8,258  | 30,934  | 36,780  | 43,610  |
| CSP     | 2,671  | 2,646  | 2,800  | 2,713  | 2,982  | 3,281  | 3,404  | 3,315  | 12,982  | 16,203  | 19,479  |
| MSP     | 2,843  | 2,974  | 2,943  | 3,112  | 2,958  | 3,467  | 3,598  | 3,928  | 13,951  | 16,803  | 20,341  |
| SaaS    | 1,015  | 1,032  | 1,003  | 1,051  | 969    | 1,046  | 971    | 1,015  | 4,001   | 3,774   | 3,790   |
| SI      | 2,356  | 3,181  | 2,414  | 2,463  | 2,427  | 2,590  | 2,391  | 2,348  | 9,756   | 9,594   | 9,019   |
| ITO     | 7,119  | 6,951  | 6,797  | 7,351  | 6,769  | 7,241  | 7,103  | 7,385  | 28,497  | 27,795  | 28,272  |
| 물류      | 18,894 | 18,336 | 17,956 | 18,678 | 17,424 | 19,553 | 18,471 | 18,911 | 74,359  | 73,931  | 74,882  |
| 항공해상    | 10,001 | 9,243  | 8,893  | 8,695  | 8,447  | 9,914  | 9,433  | 8,884  | 36,679  | 38,370  | 39,253  |
| 내륙창고    | 8,893  | 9,093  | 9,063  | 9,983  | 8,977  | 9,639  | 9,038  | 10,026 | 37,680  | 35,562  | 35,628  |
| 영업이익    | 2,685  | 2,302  | 2,323  | 2,261  | 783    | 2,318  | 2,419  | 2,431  | 7,950   | 10,094  | 11,130  |
| (% YoY) | 18.9%  | 4.2%   | -8.1%  | 6.9%   | -70.8% | 0.7%   | 4.1%   | 7.5%   | -16.9%  | 27.0%   | 10.3%   |
| 영업이익률   | 7.7%   | 6.6%   | 6.8%   | 6.4%   | 2.3%   | 6.2%   | 6.7%   | 6.6%   | 5.5%    | 6.8%    | 7.1%    |
| 순이익     | 2,177  | 1,760  | 2,011  | 1,879  | 918    | 1,841  | 2,046  | 2,058  | 6,864   | 8,487   | 9,296   |
| (% YoY) | 0.4%   | -7.6%  | 8.2%   | -4.3%  | -57.8% | 4.6%   | 1.8%   | 9.5%   | -12.3%  | 23.7%   | 9.5%    |
| 순이익률(%) | 6.2%   | 5.0%   | 5.9%   | 5.3%   | 2.7%   | 5.0%   | 5.7%   | 5.6%   | 4.8%    | 5.7%    | 6.0%    |

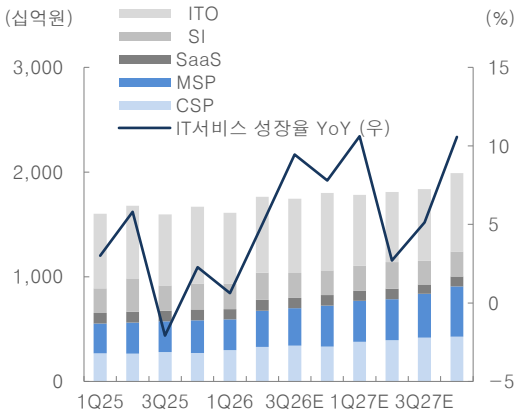
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성에스디에스 매출 비중



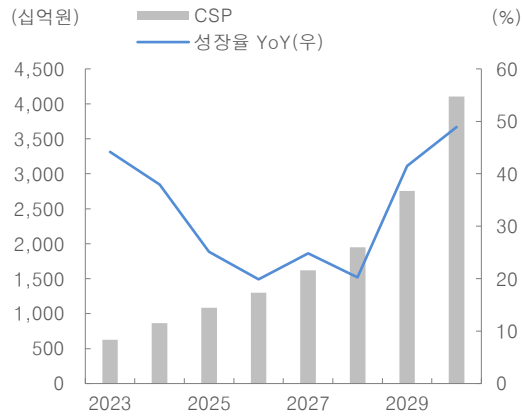
주: 2025년 기준  
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 2. 삼성에스디에스 IT 서비스 실적 추이



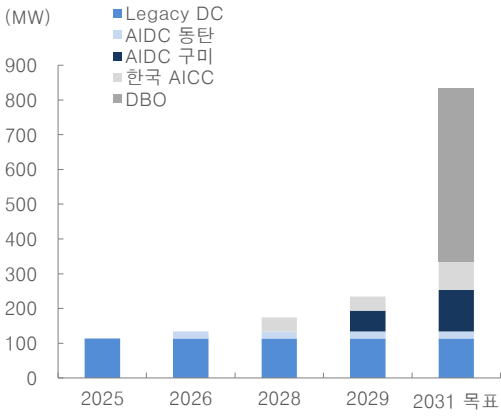
주: 3Q26 이후는 추정  
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 3. 삼성에스디에스 CSP 수익 추정



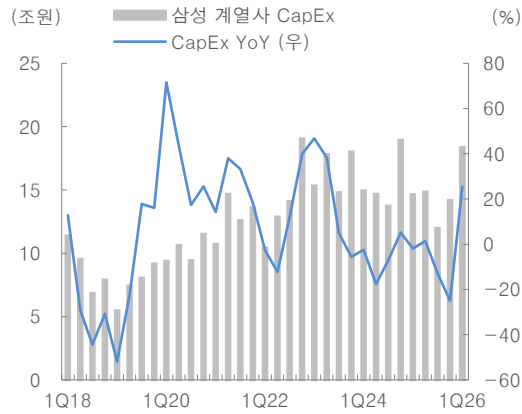
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 4. 삼성에스디에스 AI 인프라 로드맵



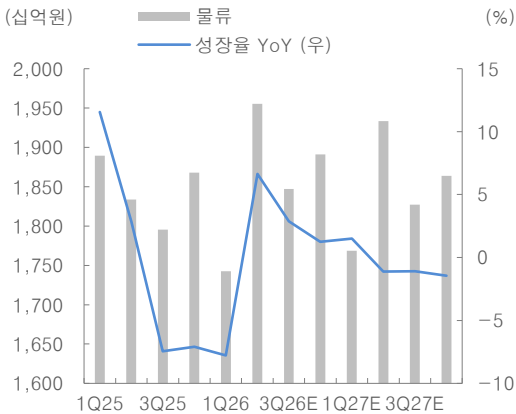
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 5. 삼성 계열사 CapEx 추이



주: 3Q26 이후는 추정  
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

그림 6. 삼성에스디에스 물류 수익 추정



주: 3Q26 이후는 추정  
자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2024A     | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 매출액         | 13,828    | 13,930 | 14,355 | 14,810 | 15,578 |
| 매출원가        | 11,816    | 11,850 | 12,353 | 12,564 | 13,141 |
| 매출총이익       | 2,012     | 2,080  | 2,001  | 2,246  | 2,437  |
| 판매비와관리비     | 1,101     | 1,123  | 1,206  | 1,236  | 1,324  |
| 영업이익        | 911       | 957    | 795    | 1,009  | 1,113  |
| 영업이익률       | 6.6       | 6.9    | 5.5    | 6.8    | 7.1    |
| EBITDA      | 1,518     | 1,587  | 1,185  | 1,439  | 1,629  |
| 영업외손익       | 192       | 119    | 100    | 114    | 116    |
| 관계기업손익      | 3         | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 금융수익        | 329       | 279    | 261    | 270    | 270    |
| 외환관련이익      | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 금융비용        | -155      | -161   | -163   | -159   | -157   |
| 외환관련손실      | 105       | 111    | 85     | 85     | 85     |
| 기타          | 15        | -6     | -4     | -4     | -4     |
| 법인세비용차감전순손익 | 1,103     | 1,076  | 895    | 1,123  | 1,229  |
| 법인세비용       | 313       | 293    | 244    | 306    | 335    |
| 계속사업순손익     | 790       | 783    | 651    | 817    | 894    |
| 중단사업순손익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 790       | 783    | 651    | 817    | 894    |
| 당기순이익률      | 5.7       | 5.6    | 4.5    | 5.5    | 5.7    |
| 비배지분순이익     | 33        | 23     | 21     | 27     | 29     |
| 지배지분순이익     | 757       | 760    | 630    | 790    | 865    |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익      | 145       | 38     | 145    | 0      | 0      |
| 포괄순이익       | 934       | 821    | 796    | 817    | 894    |
| 비배지분포괄이익    | 32        | 15     | 26     | 27     | 29     |
| 지배지분포괄이익    | 902       | 806    | 770    | 790    | 865    |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|--------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2024A        | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
| EPS          | 9,783        | 9,816   | 8,141   | 10,212  | 11,177  |
| PER          | 13.1         | 17.5    | 27.2    | 21.7    | 19.8    |
| BPS          | 120,618      | 128,152 | 133,104 | 140,318 | 148,196 |
| PBR          | 1.1          | 1.3     | 1.7     | 1.6     | 1.5     |
| EBITDAPS     | 19,619       | 20,511  | 15,319  | 18,596  | 21,047  |
| EV/EBITDA    | 3.4          | 5.1     | 9.8     | 7.9     | 6.9     |
| SPS          | 178,711      | 180,024 | 185,513 | 191,399 | 201,328 |
| PSR          | 0.7          | 1.0     | 1.2     | 1.2     | 1.1     |
| CFPS         | 21,716       | 22,006  | 16,898  | 20,176  | 22,627  |
| DPS          | 2,900        | 3,190   | 3,000   | 3,300   | 3,650   |

| 재무비율     | (단위: 원 배, %) |       |       |       |       |
|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2024A        | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 성장성      |              |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 4.2          | 0.7   | 3.0   | 3.2   | 5.2   |
| 영업이익 증가율 | 12.7         | 5.0   | -16.9 | 27.0  | 10.3  |
| 순이익 증가율  | 12.6         | -0.9  | -16.8 | 25.4  | 9.4   |
| 수익성      |              |       |       |       |       |
| ROC      | 19.5         | 19.2  | 15.4  | 18.9  | 19.2  |
| ROA      | 7.1          | 7.2   | 5.6   | 6.6   | 7.1   |
| ROE      | 8.4          | 7.9   | 6.2   | 7.5   | 7.7   |
| 안정성      |              |       |       |       |       |
| 부채비율     | 36.4         | 31.1  | 40.4  | 37.7  | 35.3  |
| 순차입금비율   | -51.9        | -54.2 | -54.9 | -54.6 | -52.9 |
| 이자보상배율   | 18.2         | 18.9  | 10.2  | 13.6  | 15.5  |

자료: 삼성에스디에스, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2024A     | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
| 유동자산        | 9,004     | 9,406  | 10,871 | 11,168 | 11,344 |
| 현금및현금성자산    | 1,669     | 1,559  | 2,985  | 3,201  | 3,282  |
| 매출채권 및 기타채권 | 2,534     | 2,595  | 2,649  | 2,708  | 2,807  |
| 재고자산        | 19        | 15     | 0      | 24     | 19     |
| 기타유동자산      | 4,782     | 5,236  | 5,236  | 5,236  | 5,236  |
| 비유동자산       | 4,235     | 4,048  | 4,094  | 4,302  | 4,710  |
| 유형자산        | 1,774     | 1,752  | 1,661  | 1,800  | 2,135  |
| 관계기업투자금     | 111       | 113    | 119    | 126    | 132    |
| 기타비유동자산     | 2,350     | 2,183  | 2,314  | 2,376  | 2,443  |
| 자산총계        | 13,238    | 13,454 | 14,965 | 15,470 | 16,055 |
| 유동부채        | 2,495     | 2,332  | 2,350  | 2,369  | 2,401  |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,703     | 1,603  | 1,621  | 1,640  | 1,672  |
| 차입금         | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유동성채무       | 267       | 262    | 262    | 262    | 262    |
| 기타유동부채      | 526       | 467    | 467    | 467    | 467    |
| 비유동부채       | 1,037     | 859    | 1,955  | 1,864  | 1,785  |
| 차입금         | 0         | 0      | 1,220  | 1,220  | 1,220  |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 1,037     | 859    | 735    | 644    | 565    |
| 부채총계        | 3,533     | 3,191  | 4,305  | 4,233  | 4,187  |
| 자배지분        | 9,333     | 9,916  | 10,299 | 10,857 | 11,467 |
| 자본금         | 39        | 39     | 39     | 39     | 39     |
| 자본잉여금       | 1,297     | 1,297  | 1,297  | 1,297  | 1,297  |
| 이익잉여금       | 7,995     | 8,530  | 8,913  | 9,472  | 10,081 |
| 기타자본변동      | 2         | 50     | 50     | 50     | 50     |
| 비자배지분       | 372       | 347    | 360    | 380    | 401    |
| 자본총계        | 9,705     | 10,263 | 10,660 | 11,237 | 11,868 |
| 순차입금        | -5,040    | -5,563 | -5,852 | -6,139 | -6,281 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 영업활동 현금흐름 | 1,238     | 1,203 | 942   | 1,105 | 1,269 |
| 당기순이익     | 790       | 783   | 651   | 817   | 894   |
| 비현금항목의 가감 | 891       | 920   | 656   | 744   | 857   |
| 감가상각비     | 607       | 630   | 390   | 430   | 516   |
| 외환손익      | -32       | 13    | 5     | 5     | 5     |
| 지분법평가손익   | -3        | -6    | -6    | -6    | -6    |
| 기타        | 319       | 284   | 267   | 316   | 343   |
| 자산부채의 증감  | -252      | -347  | -224  | -266  | -265  |
| 기타현금흐름    | -191      | -153  | -141  | -190  | -216  |
| 투자활동 현금흐름 | -1,069    | -824  | -400  | -601  | -886  |
| 투자자산      | 0         | -3    | -6    | -6    | -6    |
| 유형자산      |           |       |       |       | -473  |
| 기타        | -596      | -508  | -122  | -54   | -58   |
| 재무활동 현금흐름 | -423      | -509  | 697   | -508  | -531  |
| 단기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0         | 0     | 1,220 | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -216      | -233  | -247  | -232  | -255  |
| 기타        | -208      | -276  | -276  | -276  | -276  |
| 현금의 증감    | -119      | -110  | 1,426 | 216   | 82    |
| 기초 현금     | 1,788     | 1,669 | 1,559 | 2,985 | 3,201 |
| 기말 현금     | 1,669     | 1,559 | 2,985 | 3,201 | 3,282 |
| NOPLAT    | 652       | 696   | 578   | 734   | 810   |
| FCF       | 732       | 967   | 573   | 568   | 443   |

LG

씨엔에스

(064400)

정해창

haechang.chung@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월

목표주가

현재주가

(26.08.07)

92,000

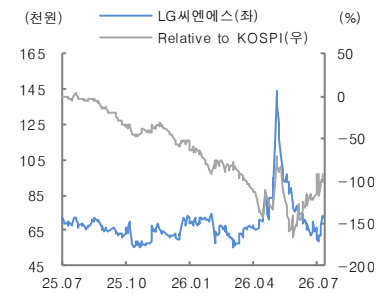
신규

72,600

소프트웨어업종

|             |                    |
|-------------|--------------------|
| KOSPI       | 6,258.77           |
| 시가총액        | 7,034십억원           |
| 시가총액비중      | 0.11%              |
| 자본금(보통주)    | 52십억원              |
| 52주 최고/최저   | 143,700원 / 55,400원 |
| 120일 평균거래대금 | 1,266억원            |
| 외국인지분율      | 5.70%              |
| 주요주주        | 국민연금공단 6.09%       |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M |
|----------|------|------|-------|-----|
| 절대수익률    | -1.9 | 7.2  | 7.6   | 4.3 |
| 상대수익률    | 20.0 | 28.3 | -12.5 |     |



Initiation

# 비 캡티브 AX의 강자

- 투자의견 매수, 목표주가 88,000원으로 커버리지 개시
- 50%의 대외 비중과 레퍼런스, 캡티브 역량을 반복 수익화
- AIDC, AX 대외 수요 증가, 수익 기여도 개선으로 연결 가능한 역량

## 투자의견 매수, 목표주가 88,000원으로 커버리지 개시

LG씨엔에스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 8.8만원으로 커버리지를 개시. 목표 주가는 2026개월 선행 EPS 4,625원에 FY1 P/E Band 1년 평균의 +1표준편차 수준인 PER 17.0배를 적용

## 비 캡티브 기업들에 대한 레퍼런스가 강점

동사는 LG그룹의 SI, 클라우드 운영 등 디지털 인프라 구축 회사로 시작했으나 상대적으로 계열사 외부 고객에 대한 비중이 50%로 높은 편. 계열사 매출에 의존하지 않으면서 계열사 환경에서 축적한 실행 레퍼런스를 외부 고객에게 이식할 수 있는 구조가 강점

AI 데이터센터의 Co-location 사업과 금융, 일반 엔터프라이즈 영역에서 AX, 차세대 전환 등 인프라 수요가 증가하면서 상반기 누적 매출은 2조 8,358억원으로 6.1% 증가

## 기업들의 AX 확대 본격화, 수익화 역량 확인 시 재평가 가능

그룹 안에서 먼저 검증된 AX 과제와 운영 경험이 대외 고객의 반복 계약으로 복제되면, 통합 운영 레이어를 가진 AX 운영사로 도약할 수 있을 것. 방산, 조선, 반도체, 제약 등에서 대외 사업 매출이 본격화되는 중. 고객 수요 증가라는 방향성은 가시적, 질적인 기여도가 큰 사업 건의 수주 또는 반복매출이 가능한 AX 플랫폼이 수익에 기여하는지 여부가 관건. LG 그룹이 보유한 K-엑스원 AI 모델이 본사의 Agent Works 플랫폼과 시너지를 낼 수 있다면 긍정적 모멘텀이 될 것으로 기대.

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 5,983  | 6,130  | 6,460  | 6,957  | 7,555  |
| 영업이익    | 513    | 552    | 565    | 667    | 694    |
| 세전순이익   | 485    | 593    | 594    | 708    | 738    |
| 총당기순이익  | 365    | 439    | 440    | 524    | 547    |
| 지배지분순이익 | 365    | 438    | 440    | 524    | 547    |
| EPS     | 4,180  | 4,548  | 4,542  | 5,407  | 5,642  |
| PER     | 0.0    | 13.5   | 16.0   | 13.4   | 12.9   |
| BPS     | 24,257 | 30,462 | 32,962 | 36,069 | 38,962 |
| PBR     | 0.0    | 2.0    | 2.2    | 2.0    | 1.9    |
| ROE     | 18.3   | 17.3   | 14.4   | 15.7   | 15.0   |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: LG씨엔에스, 대신증권 Research Center

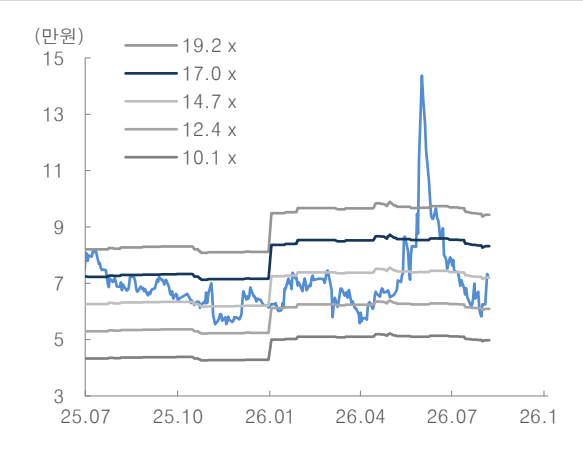
표 1. LG 씨엔에스 목표주가 산출

(단위: 원, 억원, x 배)

|                 | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| EPS             | 4,548  | 4,542  | 5,407  | 5,642  |
| BPS             | 30,270 | 32,962 | 36,069 | 38,962 |
| EBITDA          | 6,857  | 6,714  | 7,683  | 7,930  |
| Valuation       |        |        |        |        |
| Target Multiple | 17.0   | x      |        |        |
| 산출주가            | 91,920 |        |        |        |
| 목표주가            | 92,000 |        |        |        |
| 현재주가            | 71,100 |        |        |        |
| Upside          | 28.7%  |        |        |        |

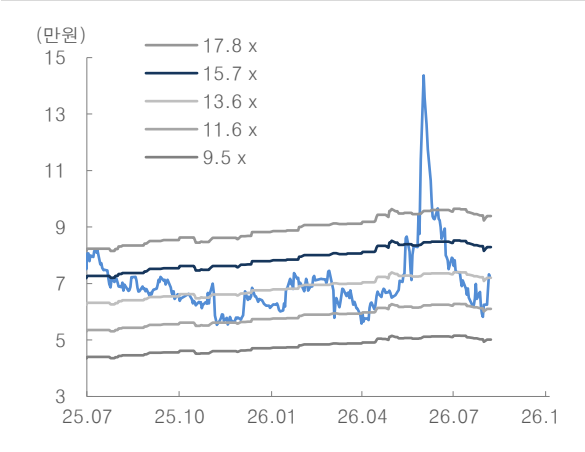
주: '27년 EPS(지배) x 1FY P/E 1년 평균의 +1Std 적용  
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. LG 씨엔에스 FY1 P/E Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 8. LG 씨엔에스 Fwd 12M P/E Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

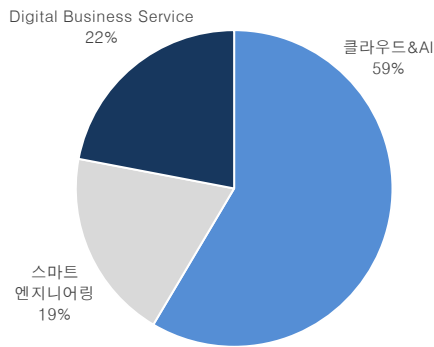
표 2. LG 씨엔에스 실적 추이 및 전망

(억원, %)

|                          | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25   | 1Q26   | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액                      | 12,114 | 14,602 | 15,223 | 19,357 | 13,151 | 15,208 | 15,939 | 20,307 | 64,605 | 69,568 | 75,547 |
| (% YoY)                  | 13.2%  | 0.7%   | 5.8%   | -4.4%  | 8.6%   | 4.2%   | 4.7%   | 4.9%   | 5.4%   | 7.7%   | 8.6%   |
| 클라우드&SI                  | 7,173  | 8,724  | 8,795  | 11,181 | 7,654  | 9,060  | 9,241  | 12,317 | 38,273 | 42,333 | 47,010 |
| 스마트 엔지니어링                | 2,063  | 2,667  | 3,064  | 4,141  | 2,278  | 2,746  | 3,028  | 3,960  | 12,012 | 11,782 | 13,092 |
| Digital Business Service | 2,877  | 3,210  | 3,365  | 4,035  | 3,219  | 3,402  | 3,669  | 4,030  | 14,320 | 15,453 | 15,445 |
| 영업이익                     | 789    | 1,408  | 1,201  | 2,120  | 943    | 1,278  | 1,296  | 2,134  | 5,651  | 6,671  | 6,943  |
| (% YoY)                  | 144.4% | 2.3%   | -15.9% | 6.0%   | 19.5%  | -9.3%  | 7.9%   | 0.6%   | 2.4%   | 18.1%  | 4.1%   |
| 영업이익률                    | 6.5%   | 9.6%   | 7.9%   | 11.0%  | 7.2%   | 8.4%   | 8.1%   | 10.5%  | 8.7%   | 9.6%   | 9.2%   |
| 순이익                      | 573    | 990    | 1,052  | 1,776  | 809    | 1,250  | 1,161  | 1,819  | 5,039  | 5,829  | 6,021  |
| (% YoY)                  | 350.8% | -3.0%  | -10.8% | 34.4%  | 41.2%  | 26.2%  | 10.4%  | 2.4%   | 14.7%  | 15.7%  | 3.3%   |
| 순이익률(%)                  | 4.7%   | 6.8%   | 6.9%   | 9.2%   | 6.2%   | 8.2%   | 7.3%   | 9.0%   | 7.8%   | 8.4%   | 8.0%   |

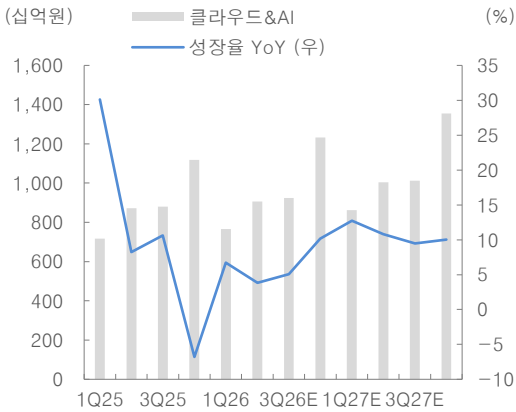
자료: LG씨엔에스, FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 1. LG 씨엔에스 사업 비중



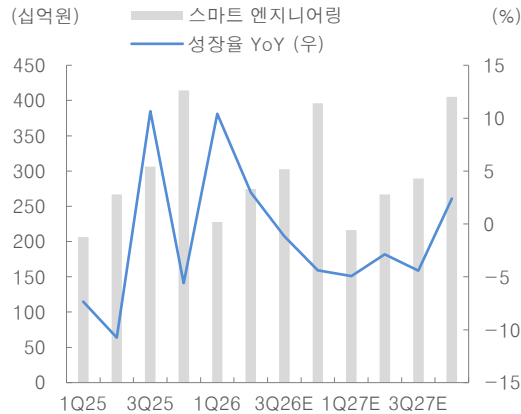
주: 2025FY 기준  
자료: LG씨엔에스, 대신증권 Research Center

그림 2. 클라우드&AI 수익 추정



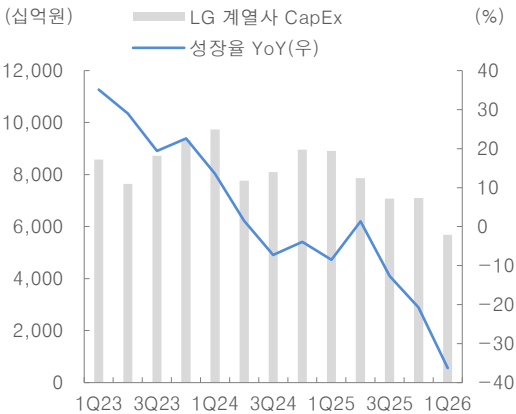
주: 3Q26 이후 데이터는 추정치  
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 3. 스마트 엔지니어링 수익 추정



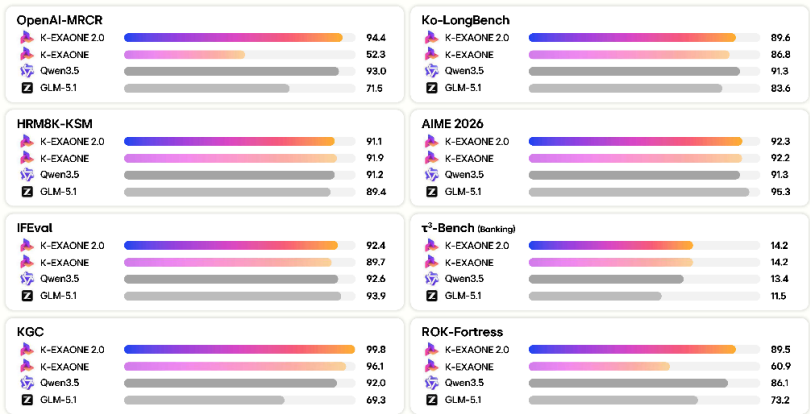
주: 3Q26 이후 데이터는 추정치  
자료: LG씨엔에스, 대신증권 Research Center

그림 4. LG 계열사 합산 CapEX 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. K-엑시원 2.0 모델은 750B 스케일의 LLM으로 개발, Qwen-3.5와 비견



자료: LG Research, Huggingface, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

|             | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 5,983 | 6,130 | 6,460 | 6,957 | 7,555 |
| 매출원가        | 5,051 | 5,177 | 5,455 | 5,814 | 6,341 |
| 매출총이익       | 931   | 952   | 1,006 | 1,143 | 1,213 |
| 판매비와관리비     | 418   | 400   | 441   | 476   | 519   |
| 영업이익        | 513   | 552   | 565   | 667   | 694   |
| 영업이익률       | 8.6   | 9.0   | 8.7   | 9.6   | 9.2   |
| EBITDA      | 617   | 686   | 671   | 768   | 793   |
| 영업외손익       | -27   | 41    | 30    | 41    | 44    |
| 관계기업손익      | 5     | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 금융수익        | 39    | 62    | 52    | 51    | 51    |
| 외환관련이익      | 45    | 26    | 26    | 26    | 26    |
| 금융비용        | -30   | -34   | -32   | -26   | -26   |
| 외환관련손실      | 1     | 7     | 1     | 0     | 0     |
| 기타          | -42   | -4    | -7    | -1    | 2     |
| 법인세비용차감전순손익 | 485   | 593   | 594   | 708   | 738   |
| 법인세비용       | 121   | 154   | 154   | 184   | 192   |
| 계속사업순손익     | 365   | 439   | 440   | 524   | 547   |
| 중단사업순손익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 365   | 439   | 440   | 524   | 547   |
| 당기순이익률      | 6.1   | 7.2   | 6.8   | 7.5   | 7.2   |
| 비배지분순이익     | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 365   | 438   | 440   | 524   | 547   |
| 매도가능금융자산평가  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 20    | 4     | 21    | 18    | 18    |
| 포괄순이익       | 385   | 443   | 461   | 542   | 565   |
| 비배지분포괄이익    | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 지배지분포괄이익    | 384   | 442   | 461   | 542   | 565   |

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

|           | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 4,180  | 4,548  | 4,542  | 5,407  | 5,642  |
| PER       | 0.0    | 13.5   | 16.0   | 13.4   | 12.9   |
| BPS       | 24,257 | 30,462 | 32,962 | 36,069 | 38,962 |
| PBR       | 0.0    | 2.0    | 2.2    | 2.0    | 1.9    |
| EBITDAPS  | 7,073  | 7,123  | 6,930  | 7,930  | 8,185  |
| EV/EBITDA | -0.7   | 7.4    | 8.1    | 6.7    | 6.3    |
| SPS       | 68,610 | 63,667 | 66,680 | 71,804 | 77,975 |
| PSR       | 0.0    | 1.0    | 1.1    | 1.0    | 0.9    |
| CFPS      | 8,238  | 7,523  | 7,092  | 8,048  | 8,335  |
| DPS       | 1,672  | 1,850  | 2,300  | 2,750  | 3,900  |

재무비율

(단위: 원 배, %)

|          | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 6.7   | 2.5   | 5.4   | 7.7   | 8.6   |
| 영업이익 증가율 | 10.5  | 7.6   | 2.4   | 18.1  | 4.1   |
| 순이익 증가율  | 9.8   | 20.3  | 0.2   | 19.0  | 4.4   |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROC      | 32.4  | 32.6  | 31.9  | 36.3  | 35.7  |
| ROA      | 12.0  | 11.3  | 10.4  | 11.6  | 11.4  |
| ROE      | 18.3  | 17.3  | 14.4  | 15.7  | 15.0  |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 112.2 | 79.7  | 74.3  | 69.5  | 66.1  |
| 순차입금비율   | -21.1 | -30.9 | -50.5 | -53.3 | -54.6 |
| 이자보상배율   | 19.2  | 21.3  | 21.8  | 25.8  | 26.8  |

자료: LG 씨엔에스, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

|             | 2024A | 2025A | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 3,435 | 3,965 | 4,311  | 4,700  | 5,067  |
| 현금및현금성자산    | 1,077 | 1,141 | 1,852  | 2,101  | 2,299  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,714 | 1,708 | 1,798  | 1,933  | 2,085  |
| 재고자산        | 46    | 61    | 64     | 69     | 75     |
| 기타유동자산      | 599   | 1,055 | 597    | 597    | 597    |
| 비유동자산       | 1,069 | 1,320 | 1,273  | 1,241  | 1,222  |
| 유형자산        | 545   | 536   | 506    | 489    | 481    |
| 관계기업투자금     | 124   | 145   | 163    | 181    | 199    |
| 기타비유동자산     | 400   | 640   | 604    | 571    | 542    |
| 자산총계        | 4,505 | 5,285 | 5,584  | 5,942  | 6,289  |
| 유동부채        | 1,852 | 1,861 | 1,897  | 1,950  | 2,015  |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,255 | 1,119 | 1,155  | 1,208  | 1,273  |
| 차입금         | 6     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 유동성채무       | 202   | 333   | 333    | 333    | 333    |
| 기타유동부채      | 390   | 409   | 409    | 409    | 409    |
| 비유동부채       | 529   | 483   | 485    | 486    | 488    |
| 차입금         | 390   | 160   | 160    | 160    | 160    |
| 전환증권        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채     | 140   | 323   | 325    | 326    | 328    |
| 부채총계        | 2,382 | 2,344 | 2,381  | 2,437  | 2,503  |
| 자배지분        | 2,115 | 2,933 | 3,194  | 3,495  | 3,775  |
| 자본금         | 47    | 52    | 52     | 52     | 52     |
| 자본잉여금       | 35    | 624   | 624    | 624    | 624    |
| 이익잉여금       | 2,003 | 2,221 | 2,481  | 2,782  | 3,063  |
| 기타자본변동      | 30    | 36    | 36     | 36     | 36     |
| 비배지분        | 8     | 9     | 9      | 10     | 11     |
| 자본총계        | 2,123 | 2,941 | 3,203  | 3,505  | 3,786  |
| 순차입금        | -447  | -908  | -1,619 | -1,868 | -2,066 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 715   | 418   | 493   | 528   | 530   |
| 당기순이익     | 365   | 439   | 440   | 524   | 547   |
| 비현금항목의 가감 | 353   | 285   | 247   | 256   | 261   |
| 감가상각비     | 104   | 134   | 106   | 101   | 99    |
| 외환손익      | -24   | 4     | -13   | -11   | -12   |
| 지분법평가손익   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 273   | 147   | 153   | 166   | 174   |
| 자산부채의 증감  | 121   | -206  | -57   | -86   | -103  |
| 기타현금흐름    | -124  | -100  | -136  | -166  | -174  |
| 투자활동 현금흐름 | -13   | -530  | -92   | -99   | -106  |
| 투자자산      | 24    | -482  | -18   | -18   | -18   |
| 유형자산      |       |       |       |       | -30   |
| 기타        | -7    | -4    | -8    | -8    | -8    |
| 재무활동 현금흐름 | -141  | 174   | -160  | -204  | -247  |
| 단기차입금     | 3     | -5    | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0     | -160  | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0     | 594   | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -133  | -219  | -179  | -223  | -266  |
| 기타        | -10   | -36   | 19    | 19    | 19    |
| 현금의 증감    | 572   | 64    | 711   | 249   | 198   |
| 기초 현금     | 505   | 1,077 | 1,141 | 1,852 | 2,101 |
| 기말 현금     | 1,077 | 1,141 | 1,852 | 2,101 | 2,299 |
| NOPLAT    | 385   | 408   | 418   | 494   | 514   |
| FCF       | 453   | 492   | 448   | 512   | 522   |

Initiation

# 포스코DX (022100)

정해창 haechang.chung@dashin.com

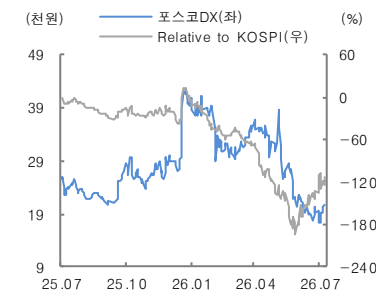
투자이건 N.R

6개월 목표주가 N.R

현재주가 20,750  
(26.08.07) 소프트웨어업종

|             |                                     |
|-------------|-------------------------------------|
| KOSPI       | 6,258.77                            |
| 시가총액        | 3,155십억원                            |
| 시가총액비중      | 0.05%                               |
| 자본금(보통주)    | 76십억원                               |
| 52주 최고/최저   | 42,850원 / 17,250원                   |
| 120일 평균거래대금 | 185억원                               |
| 외국인지분율      | 3.52%                               |
| 주요주주        | 포스코홀딩스 외 2 인 65.38%<br>국민연금공단 5.01% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 2.5  | -40.5 | -44.7 | -13.0 |
| 상대수익률    | 25.3 | -28.8 | -55.1 | -55.1 |



## 수주는 회복됐지만 Physical AI는 아직 옵션

- 핵심 자산은 계열사 공장의 IT와 OT를 연결해온 운영 경험
- 계열사 비중 97%, AX 역량에 대한 범용적 적용 가능성 확인 필요
- 매출의 선행지표인 수주 회복, 상반기 자동화 수주 +38% 증가

### 핵심 자산은 계열사 공장의 IT와 OT를 연결해온 운영 경험

포스코DX는 소프트웨어에 한정되지 않고 포스코 그룹의 제철, 소재 공장의 IT와 OT 운영 경험을 보유. 복수 제조 공정의 자동화 설비와 로봇을 통합하고, 작업별 end effector와 현장 설계를 직접 수행하는 방식으로 AX를 구현하여 설비 제어 L0에서 생산관리, 물류, ERP L4까지 수행할 수 있는 레퍼런스를 보유한 것이 강점

### 높은 계열사 비중은 해자, AX/자동화 사업 환경은 우호적

2Q26 고객별 매출은 포스코 64%, 포스코퓨처엠 7%, 기타 그룹사 27%로 외부 매출은 3% 수준. 그룹 내 생산공정 접근성은 AX 레퍼런스의 원천이지만 특정 고객 집중에 따른 리스크와 가격 결정력의 한계 존재. 상반기 자동화 수주가 38% 증가한 점은 고무적. 그룹사 전략과 국가적, 산업적으로 AX 수요가 증가하는 흐름에서 방향성과 사업 환경 자체는 긍정적인 것으로 평가.

### 외부 확장성과 반복 수익화 가능성 확인 시 재평가 가능

포스코그룹 제조 현장에서 IT/OT를 역량이 외부 고객에도 확장될 수 있다는 점이 확인될 경우 현재 가격대에 형성된 밸류에이션에 대한 재평가 가능할 것. Physical AI, AI가 결합된 제조업 IT/OT, 자동화 사업 역량에 대한 외부 반복 계약과 수익성을 확인할 필요.

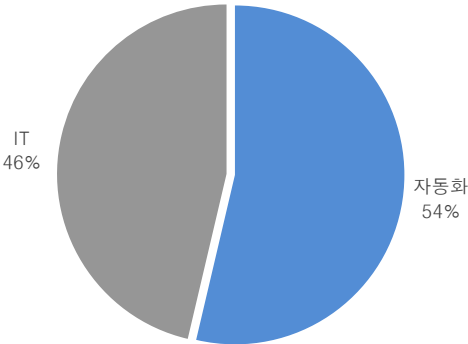
### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

|         | 2024A | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F   |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 매출액     | 1,473 | 1,075 | 829   | 640   | 495     |
| 영업이익    | 109   | 60    | 12    | 7     | 3       |
| 세전순이익   | 119   | 69    | 13    | 7     | 1       |
| 총당기순이익  | 89    | 53    | 10    | 5     | 1       |
| 지배지분순이익 | 88    | 52    | 11    | 6     | 1       |
| EPS     | 579   | 343   | 74    | 39    | 7       |
| PER     | 33.0  | 83.9  | 282.0 | 536.3 | 3,093.7 |
| BPS     | 3,441 | 3,746 | 3,693 | 3,606 | 3,487   |
| PBR     | 5.5   | 7.7   | 5.6   | 5.8   | 6.0     |
| ROE     | 17.9  | 9.5   | 2.0   | 1.1   | 0.2     |

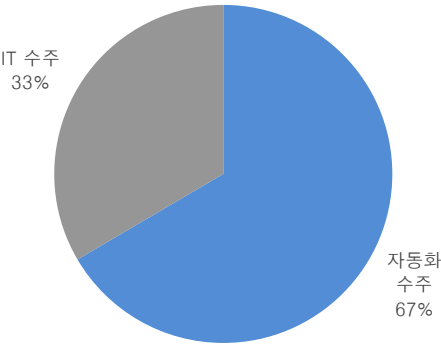
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 포스코DX, 대신증권 Research Center

그림 6. 포스코DX 매출 비중



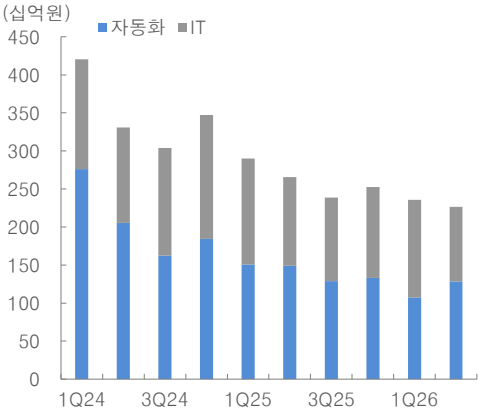
주: 2025FY 기준  
자료: 포스코DX, 대신증권 Research Center

그림 7. 포스코DX 수주 비중



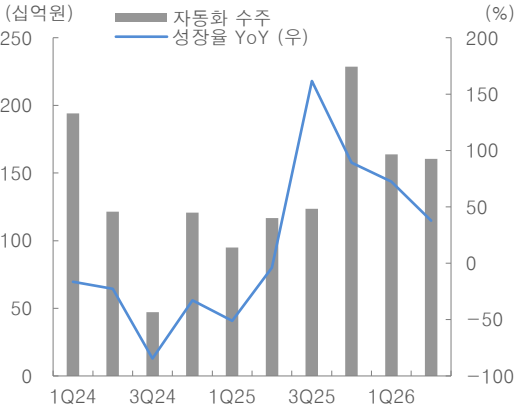
주: 26년 기준  
자료: 포스코DX, 대신증권 Research Center

그림 8. 포스코DX 매출 추이



자료: 포스코DX, 대신증권 Research Center

그림 9. 포스코DX 자동화 수주 회복



자료: 포스코DX, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 매출액         | 1,473     | 1,075 | 829   | 640   | 495   |
| 매출원가        | 1,286     | 946   | 744   | 574   | 444   |
| 매출총이익       | 188       | 129   | 85    | 65    | 51    |
| 판매비와관리비     | 79        | 69    | 73    | 59    | 48    |
| 영업이익        | 109       | 60    | 12    | 7     | 3     |
| 영업이익률       | 7.4       | 5.6   | 1.4   | 1.0   | 0.5   |
| EBITDA      | 122       | 75    | 24    | 17    | 13    |
| 영업외손익       | 10        | 8     | 2     | 1     | -1    |
| 관계기업손익      | 0         | 0     | -1    | -2    | -9    |
| 금융수익        | 8         | 9     | 4     | 7     | 18    |
| 외환관련이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | -2        | -4    | -4    | -7    | -14   |
| 외환관련손실      | 1         | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 기타          | 4         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 법인세비용차감전순손익 | 119       | 69    | 13    | 7     | 1     |
| 법인세비용       | 30        | 16    | 3     | 2     | 0     |
| 계속사업순손익     | 89        | 53    | 10    | 5     | 1     |
| 중단사업순손익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 89        | 53    | 10    | 5     | 1     |
| 당기순이익률      | 6.0       | 4.9   | 1.2   | 0.8   | 0.2   |
| 비배지분순이익     | 1         | 1     | -1    | 0     | 0     |
| 지배지분순이익     | 88        | 52    | 11    | 6     | 1     |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | -1        | 1     | -2    | 3     | -4    |
| 포괄순이익       | 80        | 66    | -9    | 34    | -41   |
| 비배지분포괄이익    | 1         | 0     | 1     | -3    | 4     |
| 지배지분포괄이익    | 79        | 65    | -10   | 37    | -45   |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배, %) |       |       |       |         |
|--------------|--------------|-------|-------|-------|---------|
|              | 2024A        | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F   |
| EPS          | 579          | 343   | 74    | 39    | 7       |
| PER          | 33.0         | 83.9  | 282.0 | 536.3 | 3,093.7 |
| BPS          | 3,441        | 3,746 | 3,693 | 3,606 | 3,487   |
| PBR          | 5.5          | 7.7   | 5.6   | 5.8   | 6.0     |
| EBITDAPS     | 803          | 490   | 155   | 115   | 84      |
| EV/EBITDA    | 22.6         | 55.2  | 118.9 | 220.8 | 246.5   |
| SPS          | 9,690        | 7,072 | 5,450 | 4,207 | 3,254   |
| PSR          | 2.0          | 4.1   | 3.8   | 4.9   | 6.4     |
| CFPS         | 1,160        | 673   | 328   | 281   | 237     |
| DPS          | 125          | 125   | 125   | 125   | 125     |

| 재무비율     | (단위: 원 배, %) |       |       |       |       |
|----------|--------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2024A        | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F |
| 성장성      |              |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | -0.8         | -27.0 | -22.9 | -22.8 | -22.7 |
| 영업이익 증가율 | -1.4         | -44.6 | -80.6 | -44.2 | -60.6 |
| 순이익 증가율  | -3.8         | -40.6 | -80.5 | -47.4 | -82.7 |
| 수익성      |              |       |       |       |       |
| ROIC     | 27.8         | 17.6  | 3.8   | 2.5   | 1.1   |
| ROA      | 12.2         | 7.0   | 1.4   | 0.8   | 0.0   |
| ROE      | 17.9         | 9.5   | 2.0   | 1.1   | 0.2   |
| 안정성      |              |       |       |       |       |
| 부채비율     | 69.7         | 45.7  | 41.6  | 38.8  | 36.9  |
| 순차입금비율   | -27.4        | -45.3 | -63.7 | 127.5 | -1.0  |
| 이자보상배율   | 488.8        | 562.9 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 포스코 DX, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |       |       |       |         |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|---------|
|             | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F | 2028F   |
| 유동자산        | 677       | 612   | 609   | -517  | 148     |
| 현금및현금성자산    | 129       | 247   | 350   | -710  | 0       |
| 매출채권 및 기타채권 | 486       | 314   | 215   | 153   | 112     |
| 재고자산        | 18        | 13    | 10    | 8     | 6       |
| 기타유동자산      | 43        | 37    | 34    | 32    | 30      |
| 비유동자산       | 216       | 222   | 190   | 1,282 | -30,544 |
| 유형자산        | 120       | 115   | 111   | 107   | 104     |
| 관계기업투자금     | 0         | 3     | 7     | 10    | 13      |
| 기타비유동자산     | 95        | 104   | 72    | 1,165 | -30,661 |
| 자산총계        | 892       | 834   | 799   | 765   | -30,396 |
| 유동부채        | 355       | 252   | 226   | 205   | 188     |
| 매입채무 및 기타채무 | 288       | 194   | 176   | 163   | 152     |
| 차입금         | 0         | 0     | 0     | 0     | 0       |
| 유동성채무       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0       |
| 기타유동부채      | 67        | 57    | 49    | 42    | 36      |
| 비유동부채       | 12        | 10    | 10    | 9     | 8       |
| 차입금         | 0         | 0     | 0     | 0     | 0       |
| 전환증권        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0       |
| 기타비유동부채     | 11        | 10    | 9     | 9     | 8       |
| 부채총계        | 367       | 262   | 235   | 214   | 197     |
| 자배지분        | 523       | 570   | 561   | 548   | 530     |
| 자본금         | 76        | 76    | 76    | 76    | 76      |
| 자본잉여금       | 224       | 224   | 224   | 224   | 224     |
| 이익잉여금       | 222       | 269   | 262   | 249   | 231     |
| 기타자본변동      | 0         | 0     | -1    | -1    | -1      |
| 비배지분        | 3         | 3     | 3     | 3     | 3       |
| 자본총계        | 526       | 573   | 564   | 551   | 533     |
| 순차입금        | -144      | -259  | -359  | 703   | -5      |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |        |        |
|-----------|-----------|-------|-------|--------|--------|
|           | 2024A     | 2025A | 2026F | 2027F  | 2028F  |
| 영업활동 현금흐름 | 98        | 146   | 13    | -2     | -13    |
| 당기순이익     | 89        | 53    | 10    | 5      | 1      |
| 비현금항목의 가감 | 88        | 50    | 40    | 37     | 35     |
| 감가상각비     | 13        | 14    | 12    | 11     | 10     |
| 외환손익      | -2        | 0     | -1    | -1     | -1     |
| 지분법평가손익   | 0         | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 기타        | 76        | 35    | 28    | 27     | 26     |
| 자산부채의 증감  | -78       | 54    | -34   | -43    | -49    |
| 기타현금흐름    | 0         | -11   | -3    | -2     | 0      |
| 투자활동 현금흐름 | -13       | -6    | 36    | -1,087 | 31,833 |
| 투자지산      | 3         | -3    | 34    | -1,089 | 31,832 |
| 유형자산      |           |       |       |        | -13    |
| 기타        | -3        | 2     | 8     | 7      | 6      |
| 재무활동 현금흐름 | -17       | -21   | -19   | -19    | -19    |
| 단기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 사채        | 0         | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 장기차입금     | 0         | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 유상증자      | 0         | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 현금배당      | -15       | -19   | -19   | -19    | -19    |
| 기타        | -2        | -2    | 0     | 0      | 0      |
| 현금의 증감    | 69        | 118   | 103   | -1,060 | 31,801 |
| 기초 현금     | 60        | 129   | 247   | 350    | -710   |
| 기말 현금     | 129       | 247   | 350   | -710   | 31,091 |
| NOPLAT    | 81        | 46    | 9     | 5      | 2      |
| FCF       | 80        | 52    | 15    | 10     | 7      |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정해창)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

| 산업 투자의견                                                  | 기업 투자의견                                                        |
|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Overweight(비중확대):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 | Buy(매수):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상                 |
| Neutra(중립):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상        | Marketperform(시장수익률):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 |
| Underweight(비중축소):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상   | Underperform(시장수익률 하회):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상  |

[투자의견 비율공시]

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.4%   | 7.6%              | 0.0%             |

(기준일자: 20260805)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

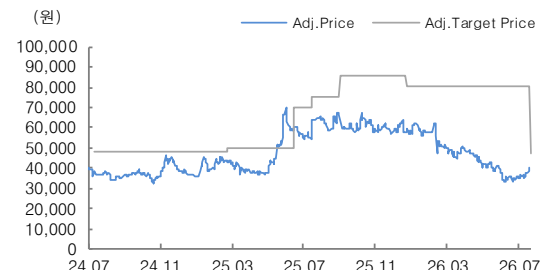


|              |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 제시일자         | 260808  | 260708  | 260108  | 250708  | 250305  | 250211  |
| 투자의견         | Buy     | 6개월 경과  | 6개월 경과  | Buy     | Buy     | 6개월 경과  |
| 목표주가         | 320,000 | 330,000 | 330,000 | 330,000 | 280,000 | 260,000 |
| 과리율(평균.%)    |         | (38.41) | (31.16) | (26.27) | (26.15) | (15.22) |
| 과리율(최대/최소.%) |         | (30.61) | (13.03) | (15.61) | 3.75    | (10.96) |

|              |         |
|--------------|---------|
| 제시일자         | 240811  |
| 투자의견         | Buy     |
| 목표주가         | 260,000 |
| 과리율(평균.%)    | (28.44) |
| 과리율(최대/최소.%) | (10.77) |

|              |         |
|--------------|---------|
| 제시일자         | 260808  |
| 투자의견         | Buy     |
| 목표주가         | 260,000 |
| 과리율(평균.%)    | (28.44) |
| 과리율(최대/최소.%) | (10.77) |

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



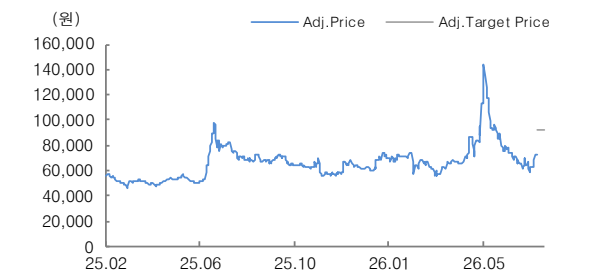
|              |        |         |         |         |         |         |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 제시일자         | 260808 | 260712  | 260128  | 260112  | 251201  | 251128  |
| 투자의견         | Buy    | 6개월 경과  | Buy     | Buy     | Buy     | Buy     |
| 목표주가         | 47,000 | 81,000  | 81,000  | 81,000  | 86,000  | 86,000  |
| 과리율(평균.%)    |        | (55.06) | (40.85) | (27.03) | (29.62) | (29.05) |
| 과리율(최대/최소.%) |        | (50.74) | (23.09) | (23.21) | (21.28) | (21.28) |

|              |         |         |         |         |         |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 제시일자         | 251109  | 251009  | 250923  | 250807  | 250708  | 250508 |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | Buy     | Buy     | Buy     | Buy    |
| 목표주가         | 86,000  | 86,000  | 86,000  | 75,000  | 70,000  | 50,000 |
| 과리율(평균.%)    | (28.98) | (28.65) | (29.44) | (16.11) | (18.76) | (9.83) |
| 과리율(최대/최소.%) | (21.28) | (21.28) | (26.51) | (10.67) | (13.14) | 40.80  |

|              |         |         |         |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 제시일자         | 250413  | 250318  | 250213  | 250208  | 250112  | 241116  |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | Buy     | 6개월 경과  | Buy     | Buy     |
| 목표주가         | 50,000  | 50,000  | 48,000  | 48,000  | 48,000  | 48,000  |
| 과리율(평균.%)    | (19.95) | (17.55) | (12.48) | (12.73) | (21.22) | (21.50) |
| 과리율(최대/최소.%) | (12.80) | (12.80) | (5.42)  | (10.73) | (2.92)  | (2.92)  |

|              |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|
| 제시일자         | 241108  | 241010  | 240808  |
| 투자의견         | Buy     | Buy     | Buy     |
| 목표주가         | 48,000  | 48,000  | 48,000  |
| 과리율(평균.%)    | (24.29) | (23.72) | (24.58) |
| 과리율(최대/최소.%) | (17.92) | (17.92) | (19.38) |

LG씨엔에스(064400) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



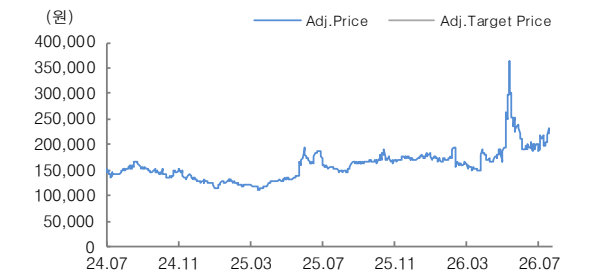
|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 26.08.08 |
| 투자의견         | Buy      |
| 목표주가         | 92,000   |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

삼성에스디에스(018260) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



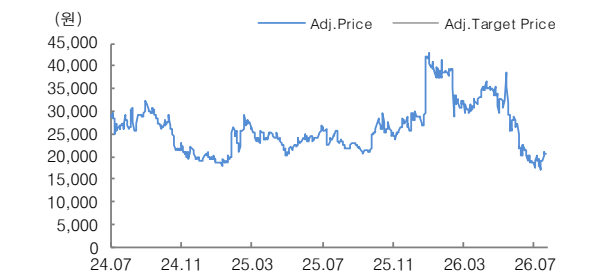
|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 26.08.08 |
| 투자의견         | Buy      |
| 목표주가         | 370,000  |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

포스코DX(022100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|              |          |
|--------------|----------|
| 제시일자         | 26.08.08 |
| 투자의견         | NR       |
| 목표주가         | NR       |
| 과리율(평균.%)    |          |
| 과리율(최대/최소.%) |          |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |

|              |  |
|--------------|--|
| 제시일자         |  |
| 투자의견         |  |
| 목표주가         |  |
| 과리율(평균.%)    |  |
| 과리율(최대/최소.%) |  |