



인터넷/SW (Positive)

AI가 저렴해진다면, 누가 돈을 벌까

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

단기 모멘텀에서 멈추지 않을 산업 구도 변화 시작

- 4일 오픈AI의 CEO 샘올트먼이 정신아 카카오 대표, 김창한 크래프톤 대표를 만나 협업 방안을 논의한다고 보도됨. 전일 발표된 오픈AI-소뱅과의 파트너십 제휴 수준으로 내용이 발표될지 어느 수준일 지는 예상하기 어렵고 주가 변동성은 확대되겠지만, 우리는 이러한 움직임(글로벌 AI서비스기업+국내 SW기업)이 보다 가속화 될 것으로 전망

AI 모델 비용 절감은 AI 채택을 가속화 할 것

- 답시크 모델 공개 이후 성능 및 비용 등에 대한 갑론을박이 오가고 있음. 당연히 성능 좋은 모델이 무엇이 되느냐가 제일 중요하겠지만, 우리는 이러한 인프라를 기반으로 수혜를 볼 기업들에 주목해야 한다고 판단. 제품이나 서비스를 구매/경험하는 이용자들은 이런 기술이 도대체 어떤 모델로 만들어지고 얼마의 돈이 들어가는지 크게 중요하지 않음. 서비스 접근이 편리하고 내 의도에 맞는 솔루션을 얻는 것이 중요함.
- AI 모델의 가격은 점차 낮아지고 있고 이를 활용 할 수 있는 사이트에서의 수익 창출 기회는 이제 본격화될 전망. 그간 기존 LLM은 빅테크들의 전유물이었음. 생성형AI를 효과적으로 활용하기 위해 막대한 연산 자원과 고성능 GPU가 필수적이었지만 이번 이슈는 SW 기업들이 더 적은 투자로도 AI모델을 운영할 수 있는 가능성을 열어준 것
- 하드웨어 업체들의 대규모 인프라 투자에 의해 주도되어 온 AI산업은 확산 및 수익화 면에서 끊임없는 검증 작업이 진행되고 있었음. 이번 이슈는 효율적인 AI모델을 훨씬 낮은 비용으로 만들어 낼 수 있음을 보여줬기에 비용이 낮아진다면 더 많은 곳에서 AI를 활용하게 되고, 돈을 버는 기업들이 분명히 생겨 날 것

앤드 솔루션을 제공하는 SW 기업의 기회

- 답시크 이슈는 이제 시작이라고 봄. 고성능 AI모델의 등장과 더욱 낮아질 비용 경쟁은 더욱 치열해질 전망. 오픈소스 생태계 경쟁이 시작되면, 앤드 솔루션을 제공하는 SW 기업은 이를 저렴하게 골라서 커스터마이징할 수 있음. 이에 국내 기업들은 공개된 모델을 기반으로 추가 독점 데이터를 활용해 이 오픈소스 모델을 훈련하고 미세 조정할 수 있는 기회를 창출할 수 있음. 개인화된 검색 및 추천, 콘텐츠 제작과 같은 분야에서도 활용성이 높을 것. 게임 기업도 AI 기반 콘텐츠 생성과 실시간플레이어 상호작용을 접목할 수 있을 것
- 이를 활용할 수 있는 기업들은 단일 사업자의 생태계에 얽매이지 않고 특정 애플리케이션에 맞게 모델을 미세 조정할 수 있음. 즉 벤더 락인 없이 자체적으로 AI 기반 제품을 개발하여 주요 클라우드 AI 공급업체에 대한 의존도를 줄일 수 있는 긍정 효과도 큼

AI소외주였던 국내 인터넷 소프트웨어 기업들: B2B SW > 인터넷 플랫폼 > AI 게임

- 국내 기업들은 전세계 AI 모델 경쟁에서 투자 규모 및 성능 격차 등을 이유로 밸류에이션 디스카운트를 받아왔음. LLM 모델 개발과 훈련에 막대한 자금을 투입하지 않아도 관련 비용이 낮아진다면 사용자 생태계 플랫폼을 보유하고 있는 기업들에겐 기회가 될 것으로 전망
- 글로벌 기업 대비 약 20~30% 수준으로 디스카운트하던 밸류에이션 할인 폭도 일부는 축소 가능

B2B: 더존비즈온, AI 서비스 SW 기업들

- 비용 효율적인 오픈소스 AI 모델들의 등장이 가속화되면서 보다 저렴한 비용으로 기업고객에게 AI서비스를 제공할 수 있는 B2B 기업이 가장 먼저 수혜가 될 전망
- 기업고객들은 AI가 편리하고 좋은 것을 알긴 해도 높은 비용과 데이터 보안 문제를 이유로 AI 도입을 망설이고 있음. 지금까지 생성형AI를 활용하려면 글로벌 빅테크 기업의 API를 활용해야 했고, 이는 아직 효율성과 생산성 면에서 검증 되기는 이른 상황이었음
- 더존비즈온은 기존 Llama3.3 모델을 활용해 추가 트레이닝해서 자사의 서비스에 접목 중. 보다 성능 좋고 저렴한 모델 들이 등장한다면 이를 활용할 전략 변화도 분명 있을 것. 데이터 및 보안 등의 리스크로 외산 기업 모델을 그대로 가져다 쓰기는 어렵겠지만, 여러 기술을 접목해 사용할 수 있는 기술을 이미 보유
- 동사의 AI SW인 OneAI는 단순 ERP가 아니라 회계, 세무, 인사, 그룹웨어 등 AI를 접목한 기타 서비스들까지 확대 연계 판매되고 있는 것으로 파악됨. 기존 온프레미스 버전에서 클라우드로의 전환을 망설였던 고객들도 AI서비스의 효용 확인 후 두배 이상의 가격의 OneAI로 가입하는 추세가 늘어나고 있음
- 전환 속도는 주요 타깃 고객인 세무회계사무소 성수기 시즌인 1Q25에 훨씬 가팔라질 것으로 예상. 신제품 확장 사이 클임에도 마진을 개선 추세가 지속되는 점은 AI의 본질인 생산성 향상의 효과가 확인되는 것이라고 판단하며, 올해에도 구조적인 OPM 개선은 지속될 전망

데이터셋을 보유한 B2C 플랫폼 수혜: NAVER, 카카오의 AI 전략 공개 주목

- 국내 인터넷 기업들은 보다 경제적인 오픈소스 모델을 활용한 AI 에이전트 서비스를 사용자와 이어줄 수 있는 역할을 할 것으로 예상. 이 분야가 네이버와 카카오의 올해 최대 사업 화두라고 봄
- 결국 돈을 버는 것은 LLM 모델이 아니라 애플리케이션이기에 생성형AI 및 대화형 UI를 탑재한 AI 서비스들이 본격 출시되면서 국내 인터넷 기업의 AI 사업은 이제 본격 시작될 전망.
- 네이버는 AI 모델을 기존 서비스 성능 개선에 접목 중. AI 서비스를 유료화 하기 보다는 검색/커머스/광고 등 서비스 영역 전반에 AI를 접목해 기존 수익모델 고도화 중. 상반기에는 통합검색에 AI검색 'AI브리핑'을 공개하고 별도의 AI 쇼핑앱 네이버플러스스토어를 출시할 예정
- 우리는 NAVER의 광고와 커머스 실적에 대한 업사이드 요인이 더 많다고 판단. '25년 영업이익 성장률 19.6%도 가시성이 높으며, 오히려 상향 조정될 것으로 예상. 업황 회복세가 전혀 없음에도 실적이 좋다면 눈에 보이지 않는 AI 효과가 있다는 것. 이는 밸류에이션이 정상 구간으로 올라서는 수준을 넘어선 영업 레버리지 효과로 인한 리레이팅까지 이어질 것으로 기대
- 카카오 역시 AI 사업을 관련해 투자포인트는 꼽기에는 행보와 전략이 뚜렷하지 않았음. 동사는 지난 21년, 카카오프레인 주도로 자사 LLM 코GPT를 공개했지만 큰 성과는 없었음. 동사는 이미 자체 LLM 개발에 집중하기보다 한국어를 사전적, 문맥적으로 이해하는 이용자 서비스를 상반기 내 출시할 계획을 밝힘. 신규 AI 서비스 '카나나'는 오케스트레이션 전략을 통해 개발 중이며 각 분야에 최적화된 LLM 채택 및 오픈소스 모델을 활용한다고 밝힘

[Compliance Notice]

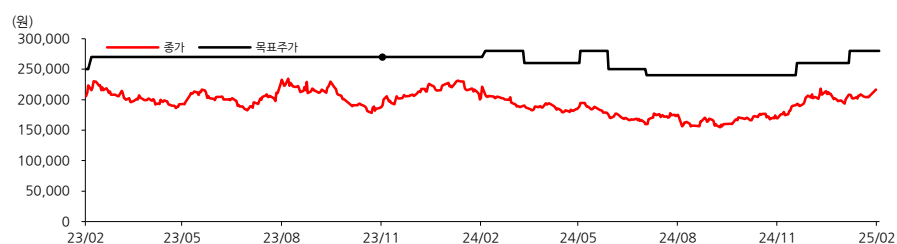
(공표일: 2025년 2월 4일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

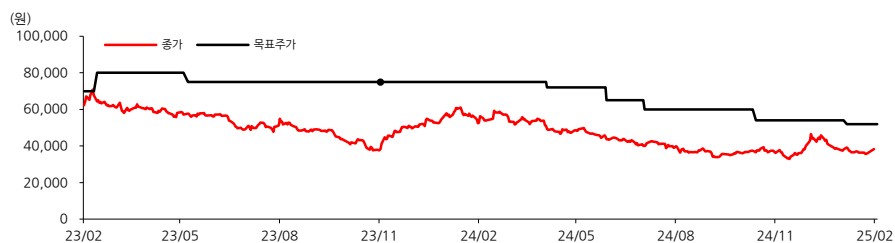
일 시	2016.08.12	2023.02.06	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	270,000	270,000	280,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표 가격	260,000	280,000	280,000	280,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.06	Buy	270,000	-23.42	-13.15
2024.02.06	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000		

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

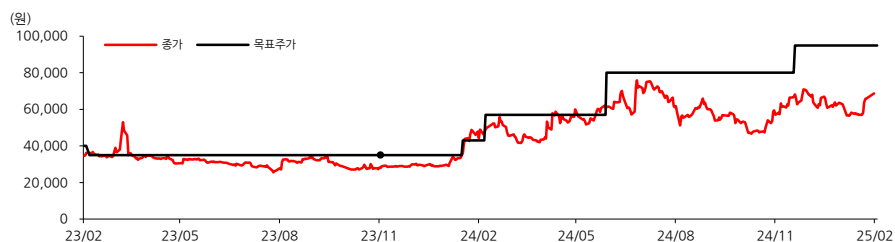
일 시	2016.08.12	2023.02.13	2023.03.14	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		80,000	80,000	80,000	75,000	75,000
일 시	2023.07.13	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	72,000
일 시	2024.05.10	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	65,000	60,000	60,000	60,000	54,000
일 시	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2025.01.06	2025.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	54,000	52,000	52,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.13	Buy	80,000	-24.61	-18.75
2023.05.08	Buy	75,000	-31.49	-18.53
2024.04.04	Buy	72,000	-33.86	-30.83
2024.05.29	Buy	65,000	-34.30	-31.38
2024.07.03	Buy	60,000	-36.79	-28.75
2024.10.14	Buy	54,000	-28.44	-13.70
2025.01.06	Buy	52,000		

[더존비즈온의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.06	2023.04.25	2023.07.13	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07
투자의견	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	43,000	43,000	57,000
일 시	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	95,000
일 시	2024.11.29	2024.12.27	2025.02.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	95,000	95,000	95,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.06	Hold	35,000	-9.98	-27.14
2024.01.17	Buy	43,000	5.23	13.84
2024.02.07	Buy	57,000	-10.64	8.77
2024.05.29	Buy	80,000	-24.39	-5.13
2024.11.19	Buy	95,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%