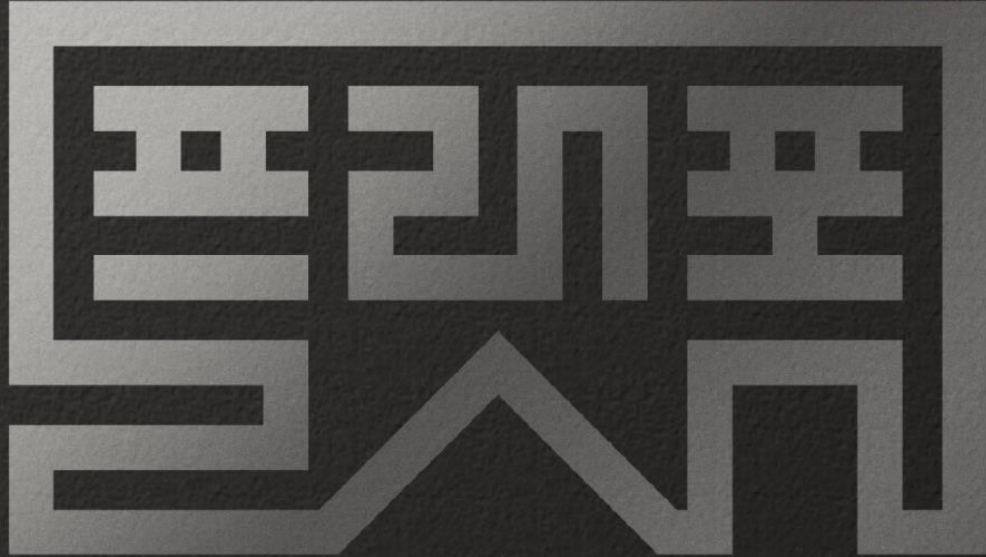


트럼프가 꺼낼



인터넷 (Positive) **이라는 카드**

| C o n t e n t s |

I. 핵심요약.....	03
II. 관세 이슈 뒷 편에 숨어 있는 플랫폼.....	04
1. 미국 빅테크 건들지 말라는 트럼프.....	04
2. 미국 행정부별 플랫폼 정책의 특징.....	07
3. 조금 다른 중국과 EU의 대응.....	10
III. 규제와 함께 커온 국내 인터넷 산업.....	13
1. 21년 9월, 디레이팅의 시작.....	13
2. 국내 플랫폼 규제 도입의 시도들.....	16
3. 최근 완화 가능성을 예상하는 움직임들.....	18
IV. 기업분석.....	23
1. NAVER.....	24
2. 카카오.....	28

I. 핵심 요약

관세 전쟁은 디지털 플랫폼
영역으로
확산될 가능성 높아

미국 행정부의 상호관세 발표에 온 시장이 주목하고 있다. 우리는 지금 나타나고 있는 관세 전쟁은 물리적 상품 교역을 넘어 디지털 경제 영역으로 확산될 것으로 예상하며, 이에 플랫폼 산업에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 데이터 주권, 기술 우위, 플랫폼 패권 등 자국의 국가 경제를 보호하기 위한 디지털 산업의 중요도에 대해서는 이견이 없기 때문이다.

빅테크를 가지고 있는
트럼프, 플랫폼을 '협상
지렛대'로 활용할 것

트럼프는 관세를 발미로 각 국 플랫폼에 대한 규제를 협상카드로 내밀 가능성이 높다고 판단한다. 플랫폼을 '협상의 지렛대'로 활용하는 것이다. 최근에는 중국에게 틱톡의 미국 사업권을 미국 기업에 넘기면 관세를 깎아주겠다고 제안한 것도 같은 맥락이다.

한국 플랫폼 법에 대해
완화 조치 압박 수위가
높아지는 중

한국 플랫폼법 규제에 대한 압박 수위도 점점 높아지고 있다. 공정위가 거대 플랫폼 기업의 부당 행위를 막겠다는 취지로 입법 추진 중인 플랫폼법의 규제 대상은 네이버, 카카오뿐만 아니라, 구글과 메타 등 미국 빅테크도 포함되기 때문이다. 최근 미국 공화당 캐롤 밀러 하원의원은 한국의 입법 조치로 미국 기업이 피해를 볼 경우 '통상법 301조' 조사 등 관세 조치를 하도록 요구하는 법안을 발의했다.

21년 9월 이후 지금까지
이어지고 있는 디레이팅

인터넷 기업에게 가장 큰 리스크는 규제다. 당장의 이익 보다는 미래 시점의 이익을 선 반영해 나가는 주가 특징 때문이다. 시가총액 3,4위까지 오르며 신고가를 경신하던 네이버와 카카오의 주가는 21년 9월 금융위원회의 판테크 규제 소식에 꺾였다. 공격적인 사업 확장세는 보수적으로 돌아섰고 밸류에이션 디레이팅은 지금까지 이어지고 있다. 규제에 의한 영향은 장기전으로 길게 반영하고, 멀티플 훼손이 불가피하다.

국내 플랫폼법 완화 가능성
높다고 판단

우리는 국내 플랫폼 관련 규제 정책 완화 가능성에 주목한다. 미국의 강도 높은 완화 조치 압력에 더욱 직면할 것이며, 중국에게 플랫폼 패권을 빼앗기기 싫은 트럼프의 광범위한 견제 정책도 영향을 미칠 것으로 예상하기 때문이다. 그리고 한국과 같은 동맹이나 파트너 국가에 대한 정책 동조화도 강하게 요구할 가능성도 높다고 본다.

EPS 상향보다
규제완화 가능성으로 인한
멀티플 상승에 주목

인터넷 업종에 대해 Positive 투자 의견을 유지한다. 당사 전망치 기준 NAVER와 카카오의 25E PER은 각각 15배, 35배로 챌린징 받던 멀티플에 근접했다. 시장 기대치를 상회하는 광고와 커머스 사업의 호조세가 지속되면서 양사 모두 25년 EPS 추정치가 상향될 가능성이 높다. 그보다 주목할 건 '규제완화' 이슈로 인한 멀티플 확장 가능성이다. 국내 시장에서 정권 변화로 인한 영향보다 미국 플랫폼 정책 기조 변화가 국내 플랫폼 산업의 판도를 더 크게 바꿀 것으로 예상된다.

II. 관세 이슈 뒷 편에 숨어 있는 플랫폼

1. 미국 빅테크 건들지 말라는 트럼프

인터넷 산업에서 가장 중요한 '규제' 이슈, 미국 정책 변화로 인해 판도 변화 전망

우리는 국내 플랫폼 관련 규제 정책에 대한 완화 가능성에 주목한다. 한국 온라인 플랫폼 규제 정책은 미국으로부터 강도 높은 완화 조치 압력에 직면할 것으로 예상되며, 이는 국내 인터넷 산업에 유의미한 변화가 될 것으로 판단한다. 인터넷 산업에서 '규제' 이슈는 실적과 주가, 사업 확장성 부문에서 아주 중요한 영향을 미쳐왔다. 미래에 발생할 수도 있는 정권 변화로 인한 영향보다 미국 플랫폼 규제 기조 변화가 국내 플랫폼 산업의 판도를 더 크게 바꿀 것으로 예상된다.

트럼프는 자국의 빅테크를 규제하는 외국 법안에 대해 압박 수위를 높이고 있어

트럼프 행정부는 상호관세 발표 시기와 맞물려 전세계 플랫폼 규제에 대한 압박 수위를 높이고 있다. 미국 빅테크에 영향을 미치는 과도한 외국 정부의 규제에 대해 보복 조치를 하겠다는 입장이다.

정권 초기인 지금은 미국 빅테크의 독과점을 강하게 견제해 오던 유럽연합(EU)을 겨냥한 조치들로 보인다. 지난달 19일에는, EU집행위원회가 구글이 검색 결과에서 자사의 서비스를 우선 노출한 '자사 우대' 행위가 디지털시장법을 위반했다고 지적하며 매출의 최대 10%에 해당하는 과징금을 언급했다. 이러한 EU의 발표는 미국 정부의 압박에도 유럽 내 디지털 생태계 보호를 위해 빅테크 규제를 이어나가겠다는 의지로 보인다. 구글이 반론을 행사할 기회가 남아있지만, 미국과 유럽의 빅테크 기업 패권 경쟁 싸움은 최근 들어 더욱 고조되고 있다.

[그림1] 최근 트럼프 행정부는 전세계 플랫폼 규제에 대해 압박 수위를 높이는 중

“미국 기업이 해외 시장에서 차별 받는 것은 용납할 수 없다. 자국 기업이 해외 규제에 차별 받을 경우 구체적 대응에 나설 것”

02.06. 미국무역대표부(USTR)

“상호관세 부과를 공식화하는 각서에 서명. 한국 플랫폼 규제법이 미국 빅테크에 대한 차별적 규제에 인식될 경우, 무역 보복의 대상이 될 수 있다는 우려를 증폭”

02.13. 도널드 트럼프 대통령

“EU의 DMA가 미국 기업을 표적으로 삼을 수 있다는 우려를 표명하며, EU 집행위에 공식 서한”

02.21. 미 하원 의원

“美기업에 피해를 주는 '외국 정부의 일방적·반경쟁적 정책과 관행' 조사 및 대응 방안 마련을 행정부에 지시하는 각서 서명”

02.21. 도널드 트럼프 대통령

“한국의 플랫폼 법에 대해 '부당하게 미국 기업을 겨냥하며, 미국 기업이 한국에서 제공하는 온라인 서비스에 좁게 집중한다'며 관련 입법 시도 철회 촉구”

03.18. 미국서비스산업연합(CSI)

“2025 국가별 무역장벽 보고서에 한국 관련 7p 분량(플랫폼 법안, 망사용료 등) 언급”

03.31. 미국무역대표부(USTR)

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

>> 협상 카드로 꺼내는 플랫폼, 틱톡 사례도 마찬가지

관세 전쟁은 플랫폼
산업으로 연결 될 것

지금 나타나고 있는 관세 전쟁은 물리적 상품 교역을 넘어 디지털 경제 영역으로 확산 될 것으로 예상되며, 이에 플랫폼 산업에도 큰 영향을 미칠 것으로 예상된다. 데이터 주권, 기술 보호, 플랫폼 패권 등 자국의 국가 경제를 보호하기 위한 디지털 산업의 중요도에 대해서는 이견이 없다.

미국은 플랫폼을
‘협상카드’로 제시하고 있어

미국은 상호관세를 빌미로 각 국 플랫폼에 대한 규제를 협상카드로 내밀 가능성이 높다고 판단된다. 최근 트럼프 정부가 틱톡의 미국 사업권을 자국 기업에 넘기면 중국에 대한 관세를 깎아줄 수 있다고 제안한 것도 같은 맥락이다. 미국 기업이 사업권을 인수하지 않으면 다음달 ‘틱톡금지법’이 시행된다는 점을 앞세워 협상 카드로 제시한 것이다.

한국의 플랫폼 법안도
영향권에 들어

한국에서는 배달 수수료 논란, 타다 택시, 자사 우대, 모빌리티의 ‘콜 몰아주기’ 등 플랫폼 기업의 불공정 관행이란 지적이 누적되면서 플랫폼 독점을 규제하는 입법 필요성이 꾸준히 제기되어왔다. 현재 국회에는 주로 야당 주도로 ‘온라인 플랫폼 독점규제’ 법안과 ‘온라인 플랫폼 중개 거래 공정화’ 법안 등 총 17개 법안이 발의되어 있다.

한국의 규제 정책은 미국으로부터 더욱 강도 높은 통상 압력에 직면할 것으로 보이며, 미국 정부는 ‘통상법 301조’ 조사나 관세 보복과 같은 구체적인 제재로 이어질 가능성까지 언급하고 있다.

공정위의 규제 대상은
네이버 카카오 뿐만 아니라
구글과 메타를 포함한
미국 빅테크도 포함

공정위가 거대 플랫폼 기업의 부당 행위를 막겠다는 취지로 입법 추진 중인 플랫폼법의 규제 대상은 네이버, 카카오뿐이 아니다. 구글과 메타 등 미국 빅테크가 포함된다. 이에 트럼프는 자국 빅테크 기업에 불리한 규제를 도입한 국가에 보복 관세를 부과하겠다는 압박을 가하는 상황이기때 실제로 이 법안이 통과될 수 있을지는 불확실하다고 본다.

그렇다고 미국 정부의 반발을 피하기 위해 빅테크에 대한 규제 강도는 완화하고 국내 기업에만 규제 잣대를 적용할 가능성도 적을 것으로 예상된다. 즉 국내 기업들이 역차별을 받을 수 밖에 없게 되기에, 해외 기업들을 규제하지 못한다면 국내 기업도 규제 선상에서 벗어나게 될 가능성이 높다.

[그림2] 미국 행정부의 틱톡 규제

20년 8월	트럼프, 미국 내 틱톡 금지 행정명령
22년 12월	미 하원, 미국 공공기관 내 틱톡 금지법 통과
24년 4월	바이든, 미국 내 틱톡 금지법 서명
25년 1월	17일: 대법원, 만장일치로 합헌 결정 20일: 트럼프, 75일 간 법 집행 유예 행정명령
3월 26일	트럼프, 중국에 미국 사업권 매각 협조 촉구
4월	매각 불발시 틱톡 금지법 시행

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 3월 31일 미 무역대표부, 한국 플랫폼 법에 대해 언급

Competition Policy

In 2024, the Korean Government, including the Korea Free Trade Commission and the National Assembly, considered proposals to regulate certain suppliers of digital services that meet global and national revenue thresholds. These proposals would apply to a number of large U.S. companies operating in the Korean market. The proposals also appear to apply to two large Korean companies, but exclude a number of other major Korean companies as well as companies from other countries. The proposals include a number of *ex ante* prohibitions and obligations that would apply to companies to address competition issues in the Korean market. U.S. companies have urged the Korean Government to take a more deliberative approach to these issues, including by conducting a comprehensive market analysis to assess the level of competition and a regulatory impact assessment of the proposed measures. The United States continues to urge Korea to improve its engagement with this sector by enhancing transparency and providing meaningful opportunities for stakeholder input.

자료: 국가별 무역장벽 보고서, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국내 플랫폼 규제법에 대한 미국의 압박 목소리는 점차 높아지고 있음

일시	내용
23.12.18	주한미상공회의(AMCHAM)은 공정위 사전규제 도입에 대해 "디지털 시장 특성을 고려하지 않은 '중복 규제'로 한미 플랫폼의 경쟁력이 약화될 수 있고, 중국 등 외국 사업자들만 유리해질 수 있다"고 지적
23.12.19	클리트 윌렘스 전 백악관 국가경제위원회 부위원장은 "한국 디지털 독점법(플랫폼 공정경쟁촉진법)이 미국 기술기업들을 겨냥하고 있으며, 완전한 공정 규제로 양국 경제 혁신 극대화를 바란다."고 발언
23.12.29	로버트 오브라이언 전 미 국가안보보좌관은 한국 정부가 추진하는 온라인 플랫폼 독과점 규제가 미국과 마찰을 일으키고 중국 기업에만 유리할 수 있다고 발언
24.01.11	미 국제전략문제연구소(CSIS)는 "한국 정부가 미국 플랫폼을 불공정하게 겨냥하고, 중국 플랫폼에 면죄부를 주는 DMA 유사 법안을 추진중"이라며 강한 우려를 표함
24.01.17	미 국무부와 상무부, 한국 정부가 미국 기업에 플랫폼법의 영향을 충분히 검토할 시간과 의견을 제시할 기회를 줘야하며 법이 미국 기업이 한국 시장에서 불공정한 대우를 받게 하면 안된다고 전달
24.01.20	로버트 엠킨스 정보기술혁신재단(MIF) 회장은 기고문을 통한 "한국 플랫폼법은 디지털 시장을 요람 안에 가두어 목졸라 죽일 수도 있다"고 발언
24.01.30	찰스 프리먼 미 상공회의소 아시아 담당 부회장, 플랫폼 규제법이 "심각한 결함을 지녔고, 소비자에게 이익이 되는 경쟁을 짓밟고 외국 기업을 자의적으로 겨냥해 각국 정부가 무역 합의를 위반하게 하는 상황을 만들 수 있다"고 성명을 통해 경고
24.01.31	호세 페르난데스 미 국무부 차관, 한미고위급경제협의회(SED) 참석을 위한 방한 후, 기자간담회에서 플랫폼법에 대해 "투명성 보장과 이해관계자의 관여가 필요하다"고 발언
24.09.27	공화당 캐롤 밀러 하원의원은 한국의 디지털 규제가 미국 기업에 불리하게 작용할 경우 미국 정부가 이른바 '통상법 301 조' 조사 등 대응 조치를 하도록 요구하는 '미국-한국 디지털 무역 집행 방안'을 발의
24.10.08	미국 무역대표부(USTR)는 한국의 플랫폼 규제 추진과 관련해 "모든 조치가 경쟁을 촉진할 수 있도록 면밀히 모니터링하고 있다"는 입장을 표명
24.12.17	미국 재계를 대변하는 미국상공회의소는 찰스 프리먼 아시아 담당 부회장 명의 성명에서 "디지털 플랫폼을 규제하려는 한국의 접근을 여전히 우려한다."고 표현
25.01.15	ACTI 연합회는 한국 국회에 의견서를 제출하여, 유럽연합의 디지털시장법(DMA)과 유사한 온라인 플랫폼 규제 법안이 한국의 중소 앱 개발자들에게 상당한 부담을 줄 수 있다는 우려를 표명
25.02.06	제이미슨 그리어 미국무역대표부(USTR) 대표 지명자는 상원 인사청문회에서 "한국의 플랫폼 규제 움직임이 미국 기업을 차별할 수 있다"는 우려를 표명하며, 이러한 차별을 용납할 수 없다고 강조
25.02.13	도널드 트럼프 미국 대통령은 외국의 비관세 장벽을 고려한 상호관세 부과를 공식화하는 대통령 각서에 서명. 이는 한국의 플랫폼 규제법이 미국 빅테크 기업에 대한 차별적 규제로 인식될 경우, 무역 보복의 대상이 될 수 있다는 우려를 증폭
25.02.21	도널드 트럼프 대통령은 외국 정부가 미국 기술 기업에 부과하는 디지털세나 반경쟁적 정책에 대응하여 보복 관세를 부과하겠다는 행정 각서에 서명
25.03.03	브랜던 카 FCC 위원장은 "미국 빅테크에 차별적인 대우를 한다면 트럼프 행정부는 목소리를 내어 미국 기업 이익을 옹호할 것이라는 점을 분명히 전한다"고 표현
25.03.18	미국서비스산업연합(CSI)는 한국의 플랫폼 법에 대해 '부당하게 미국 기업을 겨냥하며, 미국 기업이 한국에서 제공하는 온라인 서비스에 좁게 집중한다'며 관련 입법 시도 철회 촉구
25.03.31	미국 무역대표부(USTR)는 국가별 무역장벽 보고서(NTE)에서 한국의 온라인 플랫폼 법안과 관련해 "한국 시장에서 활동하는 다수의 미국 대기업과 함께 2 개의 한국 기업에도 적용될 것으로 보이지만 다수의 다른 주요 한국 기업과 다른 국가의 기업은 제외된다"고 지적

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

2. 미국 행정부별 플랫폼 정책의 특징

>> 트럼프 1기 행정부(2017~2021): 미국 우선주의

미국 중심주의 기조와
기술 우위 확보로
FANG 시대 개막

트럼프 1기 행정부에서는 미국 중심주의 기조에 따라 자국 기업 보호를 위한 우선주의 정책을 내세웠다. 이를 디지털 영역으로 확장해 미국의 기술 우위 확보와 국가 안보 강화에 초점을 맞추었고, 글로벌 IT 산업의 지형이 근본적으로 변화했다. 바로 'FANG'이라는 단어가 만들어진 시기다. 자국보호주의를 강화하는 차원에서 유럽연합의 반독점 조사에 반발하고 중국 빅테크 기업의 데이터 보안 위협에 대해서는 강력히 제재했다. 또한 국방수권법을 통해 미 행정기관의 화웨이 장비 사용을 전면 금지, 중국의 미국 기업 인수합병을 제한하는 등 투자 규제 강화, 기술 보호주의 확대로 인해 중국 기업들에 대한 제재 범위를 확대했다.

2020년에는 중국 기업인 틱톡에 대해 국가안보를 이유로 미국 내에서 금지하려는 행정 명령을 발표하고 화웨이 등 중국 통신장비 업체들의 미국 시장 진입을 차단했다. 구글, 메타 등 자국 기업에 대한 반독점 조사를 시작했으나 실질적인 제재로 이어지진 않았다.

자국의 빅테크 보호 기조
강화

미국 빅테크 보호 기조는 국내외 기업의 운영 비용 증가와 데이터 현지화 요구 등 글로벌 공급망과 혁신 생태계에 제약을 가했다. 예를 들어, 데이터 주권을 확보하기 위해 CLOUD Act 제정으로 미국 법원이 해외 서버 데이터 접근을 가능하게 해 AWS, 구글 클라우드 등 미국 빅테크의 의존도를 심화시켰고, 구글플레이 인앱결제 의무화와 수수료율 30% 수준으로 운영해 글로벌 개발사의 수익성이 악화되었다. 그리고 미국 시장 진출 시 CFIUS 등을 통해 외국인 투자 심사 기구를 강화했다.

>> 바이든 행정부(2021~2024): 자국 보호주의

선별적 투트랙 전략 추진

바이든은 국가 경쟁력 강화를 위해 전략산업을 지원하되, 소비자 보호를 위해 독점적 플랫폼 기업들을 동시에 경계하는 선별적 투트랙 전략을 추구했다. 이미 시장 지배력을 가진 빅테크 기업들은 규제 대상으로 접근하고, 소비자 보호 중심의 정책을 실행하기도 한 것이다.

자국의 빅테크 기업 대상
적절한 규제와 소송 제기

연방 하원의회는 2021년 6월 '대상 플랫폼(covered platform)'의 일정행위를 금지하거나 의무를 부과하는 법안들을 발의했다. 대표적인 법안으로 '플랫폼 독점 종식법(Ending Platform Monopolies Act)'과 빅테크의 잠재적 경쟁자를 인수하거나 데이터 확보를 목적으로 하는 인수합병을 경쟁제한적인 기업결합으로 추정해 빅테크 스스로 경쟁제한성 없음을 증명하도록 하는 '플랫폼 경쟁과 기회법(Platform Competition and Opportunity Act)'이다. 그리고 자사우대, 데이터 독점, 플랫폼 이용사업자에 대한 가격책정 개입 등의 불공정행위를 사후규제하는 법인 '온라인 선택과 혁신법(American Choice and Innovation Online Act)'도 통과시켰다.

당시 바이든 정부는 애플, 구글, 메타, 아마존 등 4대 빅테크 기업을 대상으로 반독점 소송을 제기했으며, 특히 애플과 구글의 앱스토어 독점에 대해 강력한 규제를 추진했다.

>> 트럼프 2기 행정부(2025~): 일단 AI 패권 잡기

트럼프1기 때와 유사한 정책 방향성 예상

바이든과 트럼프 행정부 사이에는 연속성과 변화가 모두 보인다. 바이든은 AI를 포함한 플랫폼 산업 전반에 대한 규제 중심적 접근 경향을 보였다. 트럼프 행정부는 1기 당시에 이미 AI에 대한 높은 관심도를 보였고, 지금 트럼프 행정부에서 이러한 과학 기술과 관련된 주요 인사들이 대부분 1기 때 일했던 사람들이다. 즉 1기 행정부의 정책 유산을 상당 부분 계승할 가능성이 높다.

취임 직후, 과거 바이든의 행정명령 취소

트럼프의 플랫폼 및 AI 정책은 ‘American Infra’의 구축으로 정리된다. 플랫폼과 AI를 국가 전략 산업으로 간주하면서 안보 강화, 기술 패권, 경제적 이익 측면에서 접근한다. 이는 기술경제적 가치 외에도 방대한 데이터가 축적되고 활용됨에 따라 안보 측면에서도 중요한 분야이기 때문에 비동맹국(중국 등)과 배타적 관계를 구축한다는 것이다.

취임 직후에는 비동맹국의 기술 개발을 제한하고 자국 AI 기술 개발의 효율성 증진을 위해 과거 바이든의 ‘안전하고 신뢰할 수 있는 AI의 개발 및 활용에 관한 행정명령’을 취소했다. 즉, 트럼프는 바이든이 강조한 ①안정성 및 윤리에 중점, ②국제 협력 강화 기조 보다는 ‘미국 우선주의’를 강조하며 규제 완화 및 성장에 초점을 맞추는 것으로 파악된다.

[그림4] 트럼프의 플랫폼과 AI 정책 특징

트럼프 2기 행정부의 A.I 정책적 특징			
“American Infra !”: 미국 우선주의, 대규모 인프라 투자			
	핵심가치	정책 방향	주요 정책
Of the US People (미국의)	안보 강화	• 자국 기술 및 DATA 측면의 안보 강조(특히, 중국 견제)	• 前 정부 ‘AI 확산 통제 규칙’ 계승 - 고성능 AI 칩의 중국 수출 방지 • 딥시크 이후, 규제 강화 움직임
BY the US People (미국의 의한)	기술 패권	• 규제 완화, 실용주의 반영 • 정책목적: 안정성 → 효율성	• [규제 완화] 취임 직후 前 정부의 AI 안정성 관련 행정명령을 취소 • [개발 지원] 지원 정책은 유지
For the US People (미국을 의한)	경제적 이익	• 인프라 건설을 통해 기술 개발뿐 아니라 고용 및 투자 유발	• [스타게이트] 민간 협력의 AI 인프라 구축 프로젝트 • 1천억\$, 향후 5천억\$ 증액 계획

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

>> 플랫폼 지배력을 주도해 온 미국, AI로 이어지는 주도권도 갖고 싶어

플랫폼 지배력을 주도해온 미국, AI 시대의 패권 전쟁에서 더욱 강력한 대응 예상

플랫폼과 AI 기술을 최고의 전략 산업으로 키우는 것은 이전 정부에서도 일관된 미국의 입장이었지만 2기 행정부는 훨씬 가속화될 것으로 전망한다. 이제 플랫폼 패권에서 AI 패권으로 패러다임이 전환되는 시기다. 그동안 플랫폼만큼은 미국이 주도권을 가져왔지만, AI 시대의 패권을 가질 지는 미지수다. 맨 파워나 기술, 상품화 속도나 아니면 데이터의 양 부분에서 중국에 일부 밀릴 가능성도 제기되고 있다.

미국이 상대국과 무역 불균형을 수정하는 수단으로 플랫폼을 '협상의 지렛대'로 활용할 가능성 높아

트럼프 행정부는 규제를 대폭 완화할 것이라고 예상한다. 현재도 최우선 정책으로 대외 차원에서는 무역 불균형을 시정하는 데 초점을 맞추고 있다. 미국이 상대국과 무역 불균형을 수정하는 수단으로서 이 '플랫폼 산업'을 협상의 지렛대로 활용할 가능성이 높다고 본다. 중국의 플랫폼 산업과 AI 산업이 지금 굉장히 빠르게 부상하는 것을 감안했을 때 트럼프 행정부 측에서 굉장히 광범위한 견제 정책을 펼칠 것이다. 한국과 같은 동맹이나 파트너 국가에 대한 정책 동조화를 강하게 요구할 가능성이 높다.

[그림5] 바이든과 트럼프 2기 정부의 차이점

	바이든 행정부('21~'23)	트럼프 2기 행정부('25~)
정책 기초	규제 강화와 공공 책임 강조 AI 부작용(DATA 편향, 개인정보, 실업 등)에 대한 우려	규제 완화와 민간 주도 - 정부의 규제를 최소화 - 민간 중심의 혁신 생태계
우선 순위	안정성 확보 및 국제 협력 AI 위험관리 프레임워크 제시	경제 성장 및 중국 견제 - 실용주의, 효율성 강조 - 딥시크 이후 중국 견제 강화
국제 협력	글로벌 표준화 주도 및 동맹 협력 - AI 안전 네트워크 구축 - 다자주의 강조	미국 우선주의 강조 - 미국 기업의 경쟁력 유지 - 다자주의 약화
투자 방향	공공 연구 지원 및 교육 투자 - 정부 예산 지원 - R&D, 교육 및 인재양성	대규모 인프라 투자 (스타게이트 프로젝트) 데이터센터, 발전 등 인프라 투자 강조
사회적 영향 고려	일자리 감소 문제, 편향성 등 적극 고려 부작용에 대한 규제와 AI 개발에 대한 균형 중시	부작용, 윤리 문제는 상대적으로 소홀 신속하고 독보적인 리더십 구축 계획

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

3. 조금 다른 중국과 EU의 대응

전세계 국가 모두
플랫폼 중심의
디지털 경제패권 싸움은
치열해지고 있어

미국뿐만 아니라 세계 각국은 플랫폼 시장을 중심으로 디지털 경제 패권을 잡기 위한 정치적 움직임이 가속화하고 있다. 자국 기업의 경쟁력 확보를 위해 해외 플랫폼의 규제 강도를 높이는 국가도 있고, 플랫폼 산업 발전을 저해하지 않도록 사전 규제를 지양하는 국가도 있다. 대표적으로 유럽연합(EU)과 중국의 기조를 살펴봤다.

>> EU: 트럼프 압박에도 굴하지 않고 규제 지속, 자국 플랫폼이 없기 때문

빅테크 규제를 더욱
강화하는 중

EU는 트럼프 정권이 다시 들어선 이후 빅테크 규제가 완화될 것이라는 전망과 다르게 여전히 강경한 기조로 대응 중이다. 2016년 발표된 개인정보보호법(General Data Protection Regulation: GDPR)으로 빅테크 기업의 독과점 행위를 제재하기 위한 노력을 해오다가 거대 디지털 플랫폼 기업들을 효과적으로 규제하기 위해 디지털 시장법(Digital Markets Act: DMA)을 마련했다. 기존 유럽의 경쟁법 조항인 'TFEU(Treaty on the Functioning of the European Union, 유럽연합 기능에 관한 조약)'를 적용하여 사후적 규제로 독점 행위에 대해 제재했으나, 독점적 플랫폼 사업자를 규제하는 데에는 한계가 있다는 판단에 별도 규제를 마련하게 된 것이다.

지난 3월에는 알파벳과
애플, 메타에 대해 규제 집행
예고

최근 3월에는 알파벳, 메타가 DMA를 위반했다며 규제 집행을 예고했다. EU는 구글이 쇼핑, 호텔, 항공권 등의 검색 시, 경쟁사보다 자사 사이트를 우선 노출하는 '자사 서비스 우대' 행위를 문제 삼았다. 메타에게는 반독점 규제 법안을 위반했다는 혐의로 최대 10억 달러 이상의 벌금 부과를 추진하고 있다. 이번 조치는 DMA 시행 이후 첫 조사 결과로 미국 기업의 시장 지배력 남용을 억제하려는 EU의 의지를 보여준다. EU가 최근 들어 미국 기업을 대상으로 규제를 강화하는 것은 트럼프 정부의 관세 정책에 보복하는 차원으로 볼 수 있다. 트럼프 행정부의 보복 조치가 예상되면서 양국 간의 통상 갈등은 한층 고조될 수밖에 없다.

[표2] EU 플랫폼 관련 법 히스토리

연도	규제안	주요 특징
2016	GDPR (일반개인정보보호규정)	개인정보 처리 사용자 동의 의무화, 역외 적용성, 높은 벌금 부과 체계
2019	EU 저작권 지침 (Copyright Directive)	콘텐츠 필터링 플랫폼 책임 의무화, 플랫폼의 저작권 책임 부과, 콘텐츠 생산자 보호
2020	Digital Services Act (DSA)	플랫폼 투명성 강화, 알고리즘 공개 의무, 불법 콘텐츠 관리 책임 명확화
2020	Digital Markets Act (DMA)	게이트키퍼 플랫폼 규정, 플랫폼 간 상호운용성 의무화, 자사 서비스 우대 금지

자료: GDPR, DMA, DSA, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[표3] EU는 최근 미국 기업 대상으로 규제를 강화 중

규제 유형	대상 기업	주요 내용
디지털 시장법 (DMA)	알파벳, 애플	시장 지배력 남용(자사 서비스 우대, 경쟁사 차별 행위)으로 조사 착수 및 과징금 부과 절차 진행
디지털 서비스법 (DSA)	아마존 외 주요 플랫폼	아마존의 초대형 플랫폼(VLOP) 지정 관련 소송 패소 및 엄격한 불법 콘텐츠 관리의무 부과
반독점 규제	알파벳, 애플, 메타	구글의 검색 결과 우대행위, 애플의 앱스토어 경쟁제한 행위 및 메타의 개인정보 보호 위반으로 과징금 부과
상호운용성 개선 요구	애플	아이폰-아이패드 등 기기 간 호환성 개선 요구, 소비자 선택권 및 경쟁환경 개선

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

가장 적극적으로 플랫폼
규제를 시행 중인 EU

DMA는 EU가 빅테크 기업들의 시장지배력을 제한하고 공정 경쟁을 보장하기 위한 규제 법안으로 지난해 3월부터 시행 중이다. DMA는 사전적으로 적용 대상 핵심 플랫폼 서비스를 지정하고 게이트키퍼가 이행하여야 하는 의무를 부과하며 불공정하다고 판단되는 행위를 금지하는 등 플랫폼 규제에 가장 적극적인 태도를 보인다.

EU는 뚜렷한 자국 플랫폼
기업이 없기 때문,
한국과 사정이 다른 점

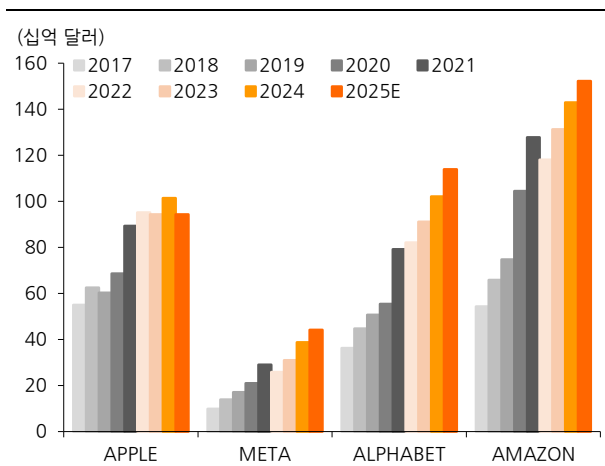
이러한 규제는 유럽 내 빅테크의 독점력이 강화되고 있어 자국 기업과 이용자를 보호하고 공정한 경쟁환경을 구축하기 위한 목적에 있다. 미국의 압박에도 여전히 강경한 기조로 대응하는 이유는 지배력을 갖고 있는 자국 플랫폼 기업이 없기 때문이다. 규제 자체가 미국 빅테크 기업만 겨냥해 통제력을 높이고 관련 생태계를 보호할 수 있게 하는 방패가 되는 것이다. 이 부분이 국내 사정과 다른 점이다. 한국은 토종 플랫폼 기업을 보유했기에 상황이 전혀 다르다.

[표4] EU의 DMA 법안 주요 내용

구분		주요내용
규제 대상	게이트키퍼 (Gatekeepers)	- 연 매출 75억 유로(약 10조 원) 이상, 시가총액 750억 유로(약 100조 원) 이상 - 월간 활성 사용자 수(EU 내) 4,500만 명 이상 - EU 내 1만 개 이상의 기업 고객 보유
주요 규제 조항	자사 서비스 우대 금지 강제적 끼워팔기 금지 멀티호밍 제한 금지 데이터 독점 방지 상호운용성 강화 서드파티 결제 허용	플랫폼이 자사 서비스를 검색 결과나 추천 시스템에서 경쟁사보다 우선적으로 노출하는 행위 금지 플랫폼이 특정 서비스를 강제적으로 묶어 제공하는 행위 금지 사용자나 기업이 특정 플랫폼에 종속되지 않고, 자유롭게 여러 플랫폼을 사용할 수 있도록 보장 플랫폼이 입점업체나 광고주의 데이터를 독점적으로 활용하는 행위 제한 사용자가 다른 플랫폼 간 데이터를 쉽게 이전할 수 있도록 플랫폼 사업자가 이를 지원해야 함 앱스토어 운영 기업이 특정 결제 시스템을 강제할 수 없음
위반시 제재	과징금	연 매출의 최대 10% (최초 위반 시) 과징금 부과 연 매출의 최대 20% (3회 이상 반복 위반 시) 과징금 부과
	구조적 제재	심각한 반복 위반 시 기업 분할(Divestiture) 명령 특정 시장에서의 영업 제한(Business Restriction) 가능
	추가적인 시장 조치	서비스 디자인 및 운영 방식 변경 요구 불공정 데이터 활용 금지 및 소비자 보호 조치
	조사 및 감독 강화	EU 집행위원회의 독립적인 조사 및 감사 수행 기업 내부 문서 조사, 직원 인터뷰, 시장 경쟁 상황 분석

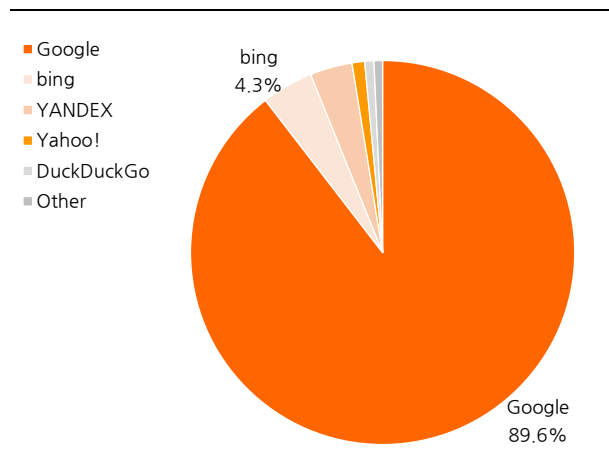
자료: DMA, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 주요 빅테크 기업의 유럽 지역 매출 규모



주: Apple, Meta는 Europe 기준, Alphabet은 EMEA 기준, Amazon은 International 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 유럽 검색엔진 시장 내 시장점유율



자료: statcounter, 한화투자증권 리서치센터

>> 중국: 디지털 경쟁력 강화를 위한 투트랙 전략

배타정책으로
바이두, 알리바바 등
토종 플랫폼을 키워내온
중국

중국은 외국 플랫폼의 중국 시장 진입을 차단하기 위하여 자국 기업에 유리한 배타적 정책으로 토종 플랫폼(바이두, 알리바바, 텐센트 등)을 키워냈다. 기본적으로 중국은 해외 빅테크에 대한 규제 강화와 자국 기업 지원이라는 투트랙 전략을 구사하며, 특히 미국과의 기술 패권 경쟁이 심화되는 상황에서 자국 디지털 산업의 경쟁력 강화를 위해 정부 차원의 전방위 지원 확대와 해외 기업에 대한 견제 강화를 동시에 진행하고 있다.

2021년 자국 플랫폼에 대한
규제 강화 기조로 돌아서

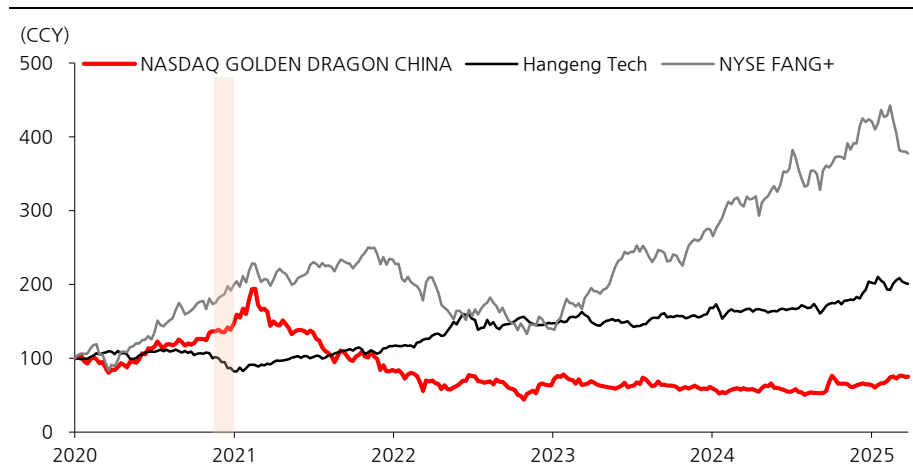
규제 강도의 사이클을 살펴보면, 2000년대 초에는 배타적 정책을 고수해왔지만, 2020년 12월 개최된 중앙경제공작회의에서는 전자상거래와 게임 등 온라인 플랫폼을 비롯한 기술기업들의 영향력이 과도하게 커진다고 판단하고 자국 플랫폼에 대한 규제 강화로 돌아섰다. 2021년 2월, 국무원 반독점위원회가 온라인 플랫폼에 대한 관리감독을 강화하기 위한 플랫폼 경제분야 반독점지침을 발표한 것이 대표적이다. 직후 메이탄, 징둥닷컴, 바이두, 알리바바, 텐센트 등 주요 플랫폼들을 대상으로 98건의 과징금이 부과되었으며 최근까지 누적 과징금액이 약 217억 위안(약 4.5조 원)에 달한 것으로 알려졌다.

[표5] 중국과 미국의 반독점 분쟁

기업명	중국의 대응	조사 배경 및 성격
구글	안드로이드 OS 반독점 조사	중국 스마트폰 제조업체 피해 우려
엔비디아	멜라닉스 인수 관련 반독점 조사/칩 수출규제 우회 논란	중국과 공급보장 조건 위반, 미국 규제 우회 논란
인텔	반독점 조사 착수 검토 및 정부 컴퓨터 내 CPU 사용 금지	국가 안보 관련 미국 기술 의존도 감소 목적
PVH Corp	'신뢰할 수 없는 실체' 목록 등재	중국 기업에 대한 차별적 조치 이유로 제재
일루미나	'신뢰할 수 없는 실체' 목록 등재	중국 시장 내 불공정한 경쟁 행위로 간주하여 제재
캐터필러, 디어엔컴퍼니	추가 관세 부과 (10%)	미국의 대중 관세 조치에 대한 대응으로 추가 관세 부과
미국산 자동차 기업	추가 관세 부과 (10%)	미국 자동차 산업에 타격을 주기 위한 보복성 관세 부과

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 중국 빅테크와 나스닥 빅테크 기업들의 주가 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 규제와 함께 커온 국내 인터넷 산업

1. 21년 9월, 디레이팅의 시작

신고가를 경신하던 국내
인터넷 기업 주가는
디레이팅 시작

국내 인터넷 기업 주가는 규제 이슈에 가장 민감하게 반응해왔다. 21년 9월로 돌아가보자. 금융위원회는 온라인 금융 플랫폼 기업들에 대한 위반 요인을 지적했고, 당일 NAVER와 카카오의 주가는 각각 8%, 10% 급락하며 규제 우려 이슈를 고스란히 반영했다. 양사 모두 역사적 신고가를 경신하며 시가총액이 각각 3, 4위까지 올라있는 와중에 제동이 걸렸던 상황이었다.

핀테크 기업에 대해 '중개'
이슈 제기

금융위원회는 온라인 금융플랫폼 기업들이 별도의 라이선스가 필요한 금융 서비스를 사실상 중개하면서, 광고 서비스라는 이유로 규제를 피해가고 있다고 지적했다. 또한, 판매 과정이 플랫폼 내에서 이루어지므로 소비자는 해당 계약을 일반적으로 플랫폼과의 거래로 오인하기 쉽다는 점도 금융소비자법 위반 요인으로 지적했다.

정의 규정이 없어 관련
법안이 미미한 상태였음

앞서 시행된 금융소비자법은 직접 금융 상품을 판매하거나 판매 대리·중개, 자문을 할 경우 등록 또는 인허가를 받도록 하고 있었다. 그동안 금융 플랫폼들이 제공하는 금융 상품 관련 서비스가 금소법 상 '중개행위'에 해당하는지를 놓고 논란이 이어졌었고, 당시 금소법 등 금융법령에서는 '중개'에 대한 정의 규정이 없어 관련 법안이 미미한 상태였다. 즉, 금소법이 시행되면서 관련 금융 법들이 함께 정비되지 않았고, 어떤 영업행위가 금소법상 '중개'에 해당하는 지와 관련된 이슈는 지속 발생하고 있었기 때문이다.

카카오는 보험상품비교
서비스를 중단 조치

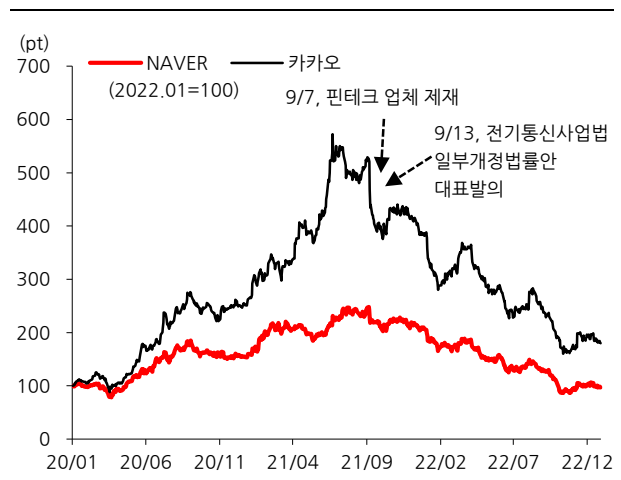
일단 카카오는 금융위가 지목한 위법 행위 가능성에 대해 자회사를 통해 해당 사업라이선스를 보유하고 있다고 적극적으로 해명했으나, 위배될 소지가 있는 보험상품비교(자동차운전자반려동물 등) 서비스를 중단했다.

[표6] 21년 9월부터 부쩍 부각되는 규제 이슈들

21년 9월 이전	공정위	'온라인 플랫폼 공정화법' 제정 추진: 플랫폼 불공정행위 과징금 최대 10억원
	공정위	'전자상거래법' 개정 추진: 소비자는 인점 업체 + 플랫폼 상대 배상 청구 가능
	국회	온라인 플랫폼 7개 법안 발의: 플랫폼 이용자의 단체구성권 부여, 검색 알고리즘 공개
21.09.07	금융위	핀테크업체가 소비자에게 금융상품을 소개하는 영업행위 대부분을 '광고'가 아니라 '중개'로 봐야 한다는 유권해석
	더민주 송갑석 이동주	공통 카카오의 문어발 확장: 플랫폼 대기업의 불공정거래 근절 대책 토론회
21.09.12	더민주 변재일 의원실	전기통신사업법 일부개정법률안 대표발의
		일정 규모 이상 전기통신사업자는 이용자가 생성한 데이터 쉽게 독점 금지
21.09.13	공정위	케이큐브홀딩스의 대기업집단 지정 자료 거짓 제출 및 고의 누락 정황 조사
21.10.01 ~	21년 국정감사	정무위: 네이버·카카오 독과점, 공익상권 침해
		환노위: 네이버 직장내 괴롭힘, 카카오 근로감독
		과방위: 네이버·카카오 독과점
		국토위: 카카오모빌리티 독과점, 수수료 인상

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 당시 네이버와 카카오 시가총액 추이



자료: Quantwise, Naver, 카카오, 한화투자증권 리서치센터

이후 국내 플랫폼을 겨냥한
여러 규제 이슈가
부각되기 시작

이후 플랫폼을 겨냥한 각종 이슈가 부각되기 시작했다. 대형 온라인 플랫폼 규제에 대한 여러 이슈들이 등장했고, 정치권에서도 관련 규제 법안을 통과시키겠다는 의지를 강하게 나타냈다. 가장 대표적인 법안은 공정거래위원회가 발의한 '온라인 플랫폼 공정화법'이다. 온라인 플랫폼 사업자를 '갑'으로 전제하고 이들에게 '대규모 유통사업자'에 준하는 의무를 부과함으로써, 계약 표준화, 거래 기준 준수 등 정부의 적극적 개입을 주장하는 법안이었다.

공교롭게도
국내 인터넷 기업의
펀더멘털도 악화되기 시작

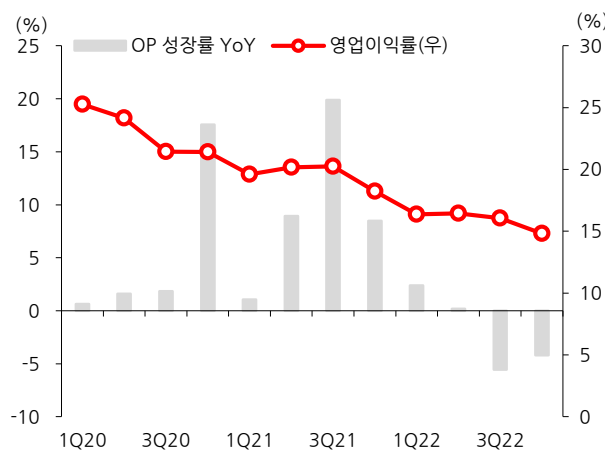
이후 진행된 국정감사에서도 '플랫폼갑질' 이슈가 핵심 안건이 되어 플랫폼 기업들의 시장 지배력 남용에 대한 안전들이 논의됐다. 한성숙 네이버 대표, 이해진 네이버 GIO, 김범수 카카오 의장을 포함한 쿠팡, 야놀자 대표도 증인으로 채택됐다. 공교롭게도 해당 시점 이후 네이버와 카카오의 실적은 꺾였다. 팬데믹 시기 높았던 성장에 대한 베이스 부담도 있었겠지만, 규제 강화 가능성이 높아지는 여러 우려를 의식하지 않을 수 없기에 공격적인 사업 확장세는 주춤할 수밖에 없었다고 본다.

[표7] 온라인 플랫폼 공정화법 주요 내용

적용 범위	- 온라인 플랫폼 중개서비스: 온라인 플랫폼을 통하여 '온라인 플랫폼 이용사업자와 소비자 간 거래 개시를 중개하는 서비스 - 이러한 서비스를 제공하는 사업자 중 직전 사업연도 매출액 100억 원 이상, 판매가액 1,000억 원 이상의 사업자 - 단, 직접 판매주체가 되는 온라인 쇼핑몰, 거래가 수반되지 않는 SNS, 중고거래 C2C 플랫폼은 적용제외
계약서 필수 기재사항	① 중개거래계약의 기간, 변경, 갱신 및 해지 ② 온라인 플랫폼 중개서비스의 내용, 기간 및 대가 ③ 온라인 플랫폼 중개서비스의 개시, 제한, 중지, 변경 ④ 거래되는 재화 또는 용역의 반품, 교환 및 환불 ⑤ 거래되는 재화 또는 용역이 온라인 플랫폼에 노출되는 순서, 형태 및 기준 ⑥ 거래과정상 발생한 손해의 분담 기준 ⑦ 그 밖의 중개거래계약 당사자의 권리와 의무에 관한 사항
사전통지 의무	- 온라인 플랫폼 중개서비스업자가 계약내용을 변경·해지하거나 서비스를 제한·중지하는 경우 사전통지 의무 부과 - 절차를 준수하지 않은 변경·해지는 무효로 규정
불공정거래행위의 금지	- 구입강제, 경제상 이익제공 강요, 부당한 손해 전가, 불이익 제공, 경영간섭 금지 - 온라인 플랫폼 시장의 구조, 소비자·온라인 플랫폼 이용사업자의 플랫폼 이용형태·집중도 등 거래의존도를 고려하여 '거래상 우월적 지위'가 인정되지 않는 경우 적용제외

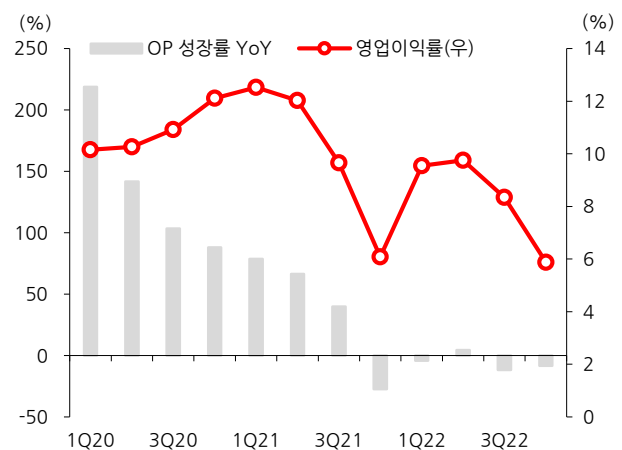
자료: 공정거래위원회, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 당시 NAVER 실적: 21년 3분기부터 이익 둔화세



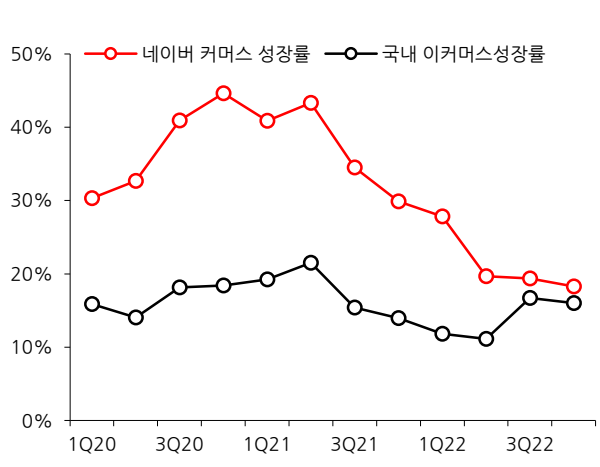
자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 당시 카카오 실적: 영업이익 감익과 마진 악화



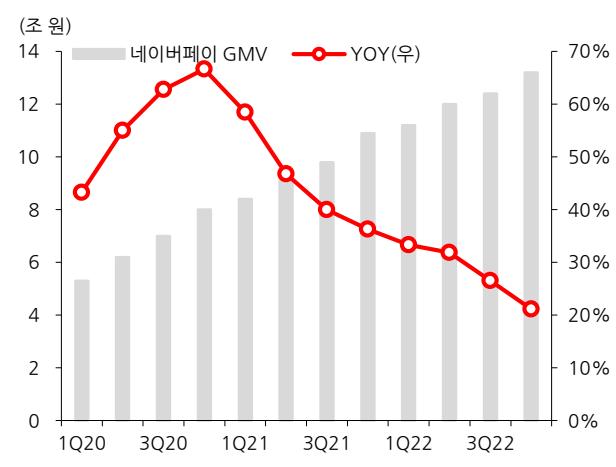
자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 커머스 성장률도 공교롭게 둔화 시작



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 네이버페이 GMV 추이와 성장률



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 2021 년 국정감사 플랫폼 관련 발언들

일자	상임위	대상기관	증인	소속	주요 안건
5 일	정무위원회	공정위	배보찬	아놀자 대표	- 숙박업주 대상 고도한 광고비 수수료 착취문제 지적 - 가맹 파트너사에 대한 불공정행위 의혹 - 숙박업 광고상품 노출위치, 광고상품 발행시 쿠폰발행 등 불공정행위 의혹 - 이중적 지위, 일감 몰아주기, 성인 미인증, 광고비, 경쟁자 배제 등 - 광고 노출 빈도 문제는 브랜드 호텔의 높은 광고비 구조때문이라며 해명
			김성한	전국민주택시 노동조합 사무처장	- 카카오모빌리티 택시 콜 배정 관련 증언
			강한승	쿠팡 대표이사	- 온라인 플랫폼 규제 관련 - 개인정보 유출 우려와 관련하여 열람 차단 및 정보처리 회사 이전 고려 약속
			김범수	카카오 의장	- 플랫폼 대기업의 불공정거래 개선 - 문어발식 사업확장과 독점적 시장구조에 따른 이용자 수수료 상승 등 소비자 기만 - 경쟁 계열사 인수합병, 기업집단 현황 공시 관련 지적 - 공세적 M&A로 골목상권 위협, 과도한 수수료 구조 형성 등 - 케이큐브홀딩스 가족 형태 회사가 아닌 사회적 책임 다하는 회사로 전환 약속 - 5년 동안 공동체 상생기금 3000억원 조성 계획 - 대리운전, 꽃배달, 헤어샵, 스크린골프 등과 같은 중소상공인 영역 철수하거나 확장하지 않을 것 - 카카오톡 선물하기 상품권의 차액 환불 구조 수정할 것
			김정주	넥슨코리아 대표	- 게임 메이플스토리 내 '환생의 불꽃' 아이템의 확률 조작 관련
	농림축산식품	농림축산	한성숙	네이버 대표	- 고용노동부 특별근로감독 결과와 관련하여 TF 만들어 시정 사항 개선 중 - 노동부 권고안에 대한 이행계획안 제출할 것
	해양수산위원회	식품부	여민수	카카오 대표	- 동물용 의약품의 온라인 불법 거래 문제
	과학기술정보	방통위	류금선	카카오모빌리티 대표	- 카카오모빌리티 택시 콜 배정 관련 증언 - 가맹택시 수수료 인하 요구에 즉답 어려움 - 가맹 계약과 제휴 서비스 계약 갱신 기간 모두 5년으로 동일하게 적용할 것
	6 일	환경노동위원회	이해진	네이버 GIO	- IT기업 직장 내 갑질 문화, 직장 내 괴롭힘
			한성숙	네이버 대표	- IT기업 직장 내 갑질 문화, 직장 내 괴롭힘
			김범수	카카오 의장	- 근로기준법 위반: 주 52시간 상한제 초과
14 일	문화체육	한국 콘텐츠	김준구	네이버웹툰 대표	- 웹툰 등콘텐츠 관련 저작권 수익분배 구조 - 네이버웹툰과 작가의 직접 계약으로 작가에게 유리한 수익 구조 제공중이라며 해명

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 플랫폼 규제 도입의 시도들

사이클을 나타내고 있는
국내 플랫폼 관련 법안 기초

과거 국내 플랫폼 관련 규제 기초를 살펴봤다.

[2017년 뉴노멀법] 2017년 국회는 전기통신사업법 일부개정법률안, 방송통신발전 기본법 개정안, 「정보통신망법 일부개정법률안」 등을 추진했으며, 인터넷 시대의 새로운 규범을 창설한다는 의미에서 '뉴노멀법'이라 언급했다. 플랫폼 사업자에 대하여 사회적 책임을 강화해야한다는 전제 하에 '기간통신사업자'와 같은 사회적·경제적 의무를 부과했으며, 플랫폼에 대한 행위 규제를 강화했다.

[2020~21년 온라인 플랫폼 공정화법] 당시 국회는 온라인 플랫폼 서비스를 강력하게 규제하는 「온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률안」, 「온라인 플랫폼 이용자 보호에 관한 법률안」 등을 추진했다. 2020년 입법예고됐던 온라인 플랫폼 공정화법(이하 온플법)은 온라인 플랫폼 사업자를 '갑'으로 전제하고 이들에게 '대규모유통사업자'에 준하는 의무를 부과함으로써, 계약 표준화, 거래기준 준수 등 정부의 적극적 개입을 주장하는 법이다.

[2022~23년 자율규제] 출범부터 자율규제 기초를 채택했던 정부는 2022년 8월 '플랫폼 민간 자율기구'를 출범하고, 그 아래 4개 분과(갑을, 소비자·이용자, 데이터·인공지능(AI), 혁신공유·민관협력(거버넌스))을 운영했다.

[2023~24년 플랫폼 경쟁촉진법(가칭)] 자율규제 기초를 채택한지 2년이 되지 않아 정부는 플랫폼에 대한 강력한 규제를 지지하는 방향으로 입장을 선화했다.

[그림14] 국내 플랫폼 관련 규제 기초는 패턴 변화를 보여왔고, 전반적으로 규제 강도는 높은편

2017	뉴노멀법 전기통신사업법 정보통신망법 방송통신발전법 기간통신사업자 규제 방식 벤치마킹 - 기간통신사업자의 규제 원리 차용(분담금 부과, 경쟁상황평가, 회계정리의무) - 언론사 유사 취급을 통한 행위 규제 강화(모니터링의무, 공익광고의무 등) 하는 것
2020-21	온라인 플랫폼 공정화법 대규모유통사업자 규제 방식 벤치마킹 - 일정규모의 사업자(양적 기준으로)를 게이트키퍼로 지정 - 직전년도 매출액 100억원 또는 중개거래금액 1,000억원 이상인 사업자 - 게이트키퍼에 대한 강력한 사전 규제 도입
2022-23	자율규제 - 22년 8월 '플랫폼 민간 자율기구' 출범. 4개 분과: 1) 갑을, 2) 소비자·이용자, 3) 데이터·인공지능(AI), 4) 혁신공유·거버넌스로 구성 - 의제설정 합의 도출, 자율규제 친화적 의제설정 필요, 정부 역할 불분명
2024	강력한 규제법안들 - 21대 국회 말·플랫폼 경쟁촉진법(가칭): EU DMA 벤치마킹 - 22대 국회: 온라인 플랫폼 중개 거래 공정화법, 온라인

자료: 공정거래위원회, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

현재 규제 강도는
여전히 높은 편

최근 몇 년간 정부 당국의 국내 플랫폼 기업에 대한 규제 강도는 높은 편이다. 다른 국가들이 자국 플랫폼 보호와 육성을 병행하면서 경쟁력을 확보해 나가는 상황에서, 한국은 AI 경쟁력을 강조하면서도 정작 규제 중심의 접근에 머물러 있다고 볼 수 있다.

올초에도 공정위는
독과점 플랫폼의
반경쟁행위를 차단하기 위한
입법 추진 계획을 밝힘

현재 논쟁이 지속되고 있는 법안은 지난해 9월 공정위가 발표한 ‘플랫폼 경쟁촉진법’이다. 이는 티몬·위메프 사태 재발방지를 위한 제도 정비가 필요하다는 명분으로 제시된 보다 강화된 규제다. 공정위는 올해 초 업무추진계획에서도 시장 영향력이 압도적인 거대 독과점 플랫폼의 반경쟁행위를 신속히 차단하기 위한 입법을 추진할 계획이라고 밝혔다. 플랫폼 시장 경쟁 촉진을 위해 필요한 최소한의 규제를 하기 위하여 플랫폼 시장에서 주요 경쟁제한행위로 제시되고 있는 ‘자사 우대, 끼워팔기, 멀티호밍 제한, 최혜대우 요구’의 4대 반경쟁행위를 금지하며 위반 시 과징금을 부과한다는 내용의 법안이다.

[표9] 플랫폼 경쟁촉진법(가칭)의 주요 내용

	주요 내용	
규제 대상	- 일정 규모 이상의 플랫폼 기업(게이트키퍼) - 거래액, 이용자 수, 시장 지배력 기준을 충족하는 기업 - 글로벌 IT 기업(GAFAM: Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft) 및 네이버, 카카오 같은 국내 대형 플랫폼 포함	
주요 규제 조항	자사 우대 금지	플랫폼 사업자가 자사 서비스를 경쟁사보다 우대하는 행위를 금지 검색 결과, 추천 시스템에서 자체 서비스(예: 네이버 쇼핑, 쿠팡 로켓배송)를 상위 노출하는 행위 제한
	멀티호밍 제한 금지	입점업체나 소비자가 다른 플랫폼을 동시에 사용할 수 없도록 제한하는 행위 금지
	최혜 대우 요구 금지	플랫폼이 입점업체에게 다른 플랫폼보다 더 유리한 조건을 요구하는 행위 금지
	끼워팔기 제한	플랫폼 사업자가 자사 서비스나 상품을 묶어서 강제 판매하는 행위 금지
	데이터 독점 방지	플랫폼이 입점업체의 판매 데이터를 독점적으로 활용하는 행위 제한

자료: 공정거래위원회, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

국내 플랫폼법은 EU의
DMA를 벤치마킹 한 것으로
보임

이와 같이 일정한 요건에 해당하는 플랫폼을 ‘지배적 플랫폼 사업자’로 지정하고 있는 것은 EU의 DMA를 벤치마킹한 것으로 보인다. 하지만 유럽의 DMA는 자국 산업 보호를 위해 활용되고 있는 반면, 국내의 경우 글로벌 빅테크와 경쟁하고 있는 상황에서 플랫폼법이 국내 기업 규제로 성장과 혁신을 저해할 가능성도 있다고 본다.

해외 기업의 경우 국내에서
벌어들이고 있는 명확한
실적을 알기 어려운 상황

법안에 따르면 매출액, 이용자 수, 시장점유율 기준으로 ‘시장지배적 플랫폼 사업자’를 사전 지정하는데, 해외 플랫폼 기업들의 경우 국내에서의 거래가 대부분 해외 직구로 이루어지기 때문에 공정위가 직접 매출액이나 이용자수를 파악하기가 쉽지 않고, 본사와 서버들을 해외에 두고 있기 때문에 강제로 조사하기도 어렵다.

해외 기업들의 자발적 공개에 의존할 수 밖에 없는데, 해외 기업들이 매출액 등을 투명하게 공개할 것이라 기대하기 어렵고, 설령 해외 기업들이 투명하게 공개한다고 하더라도 글로벌 매출액이나 시장점유율이 아닌 국내 시장에서의 매출액이나 시장점유율의 경우, 실제 시장에서의 영향력과 달리 토종기업에 비해 과소평가될 우려가 크다. 그리고 만약 이 법안에 따른 ‘시장지배적 플랫폼 사업자’로 사전 지정된다고 하더라도, 그들에게 얼마만큼 규제를 집행할 수 있을지도 애매한 상황이다. 이러한 이유로 국내 기업들의 역차별 규제가 될 수 있다는 논의가 재기되기도 한다.

3. 최근 완화 가능성을 예상하는 움직임들

>> 미국은 최근들어 더욱 강한 기조로 한국 플랫폼법을 언급 중

국내 규제 강도는 점차
완화될 가능성 높다고 판단

우리는 최근 미국의 정책 변화에 따라 국내 플랫폼 규제 강도가 완화될 가능성이 높다고 판단한다. 미국 민·관·의회 모두 한국의 플랫폼 규제에 대해 강한 우려를 제기 중이다. 국내에서 발의된 다수의 법률안은 애플, 구글, 넷플릭스 등도 규제 대상이 되기 때문이다.

미국의 기조는 뚜렷하고 구체적이다. 미국은 한국 법안이 결국 미국 기업을 겨냥하게 될 것이며, 한국이 중국 테크 기업에 혜택을 주는 동시에 미국 기업에는 지나치게 부담이 될 수 있는 차별적인 디지털 규제를 고려하는 내용이라고 주장한다.

관세보복, 상호관세 등의
이슈 뒤에 늘 자리잡고 있는
미국의 플랫폼 패권 지키기

얼마전 미국 공화당 캐롤 밀러 하원의원은 '미국-한국 디지털 무역 집행 법안'을 발의했다. 이 법안은 한국의 입법 조치로 미국 디지털 기업이 피해를 볼 경우 미국 정부가 '통상법 301조' 조사 등 대응 조치를 하도록 요구하고 있다. '통상법 301조'는 교역 상대국의 불공정한 무역행위로 미국의 무역에 제약이 생기는 경우 광범위한 영역에서 보복 조치를 취할 수 있도록 한 법률 조항이다. 또한, 미국 무역대표부(USTR)에 '한국이 미국의 온라인 및 디지털 플랫폼 기업을 사전 지정하거나 사후 추정해 업체들에 차별적인 규제를 부과할 경우 30일 이내에 미국 플랫폼 기업 및 미국 통상에 대한 영향, 무역협정 위반 여부 등을 의회에 보고하라'고 하기도 했다.

[그림15] 최근 트럼프 행정부는 전세계 플랫폼 규제에 대해 압박 수위를 높이는 중

“미국 기업이 해외 시장에서 차별 받는 것은 용납할 수 없다. 자국 기업이 해외 규제에 차별 받을 경우 구체적 대응에 나설 것”

02.06. 미국무역대표부(USTR)

“상호관세 부과를 공식화하는 각서에 서명. 한국 플랫폼 규제법이 미국 빅테크에 대한 차별적 규제에 인식될 경우, 무역 보복의 대상이 될 수 있다는 우려를 증폭”

02.13. 도널드 트럼프 대통령

“EU의 DMA가 미국 기업을 표적으로 삼을 수 있다는 우려를 표명하며, EU 집행위에 공식 서한”

02.21. 미 하원 의원

“美기업에 피해를 주는 '외국 정부의 일방적·반경쟁적 정책과 관행' 조사 및 대응 방안 마련을 행정부에 지시하는 각서 서명”

02.21. 도널드 트럼프 대통령

“한국의 플랫폼 법에 대해 '부당하게 미국 기업을 겨냥하며, 미국 기업이 한국에서 제공하는 온라인 서비스에 좁게 집중한다'며 관련 입법 시도 철회 촉구”

03.18. 미국서비스산업연합(CSI)

“2025 국가별 무역장벽 보고서에 한국 관련 7p 분량(플랫폼 법안, 망사용료 등) 언급”

03.31. 미국무역대표부(USTR)

자료: 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 기조 변화 감안시
국내 정책 변화가능성 높아

국내 규제안에 대한 미국의 부정적인 반응과 미국 정부의 규제 완화 움직임, 그리고 글로벌 플랫폼 서비스들의 경쟁 구도가 더욱 치열해지고 있음을 고려할 때 한국의 플랫폼 관련 규제는 강도가 완화될 여지가 충분히 있다고 본다.

얼마전, 네이버의 주식매매
서비스에 대한 최종 허가
판결

최근 들어 분위기가 달라질 만한 몇 가지 사례도 나왔다. 지난 2월, 금융당국은 네이버가 추진해온 '주식매매 간편연결서비스' 출시를 2년 만에 최종 허가했고, 상반기 내 해당 서비스는 개시될 예정이다. 2023년 처음 공개 당시 금감원은 네이버가 인허가 없이 증권사가 유사한 서비스를 한다고 보고 제동을 걸었지만, 최종적으로는 주식매매 간편 연결 서비스를 투자 '중개'가 아닌 '위탁' 업무로 판단하면서 판이 달라졌다.

3년 전과 다른 해석 결과

이번 이슈를 거슬러 올라가면 우리가 보고서 서두에 서술한 '2021년 핀테크 서비스들에 대한 규제'부터 시작된다. 당시에는 금융당국이 카카오페이, 토스 등의 핀테크 서비스들을 금융소비자보호법에 따라 '중개'로 판단하며 서비스가 줄줄이 중단됐지만, 이번 네이버 서비스의 허가 이후에는 이를 '위탁'으로 재해석할 가능성이 큰 것이다.

그리고 최근 대대적으로 인상한 커머스 수수료 개편 정책도 궤를 같이 한다고 본다. 동사는 정부 당국, 이해관계자들의 시선에 늘 신경 쓸 수밖에 없기에 그냥 수수료를 올릴 수는 없다. 이렇게 전격 체계를 변경한 것은 이번이 처음이다. 6월부터 바뀌게 될 수수료 체계는 현재 대비 약 1%p의 인상 효과가 예상된다. 지난해 GMV 약 30조 원을 감안 해 올해 매출 약 1,600억 원의 증가가 기대된다. 수년 만의 인상 정책이라는 점과 여전히 쿠팡(10% 내외) 대비 낮다는 점을 감안하면 커머스 사업의 본격 확장세가 올해 내내 이어질 것으로 예상된다.

[그림16] NAVER 커머스 수수료 체계 변화



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

>> 특히 NAVER 는 과거 규제 리스크를 수많이 벗어난 회사

수십년간 쌓아온 규제
리스크에 대한 노하우

플랫폼 기업들이 직면한 이슈와 문제를 가장 미리, 그리고 많이 겪은 기업은 네이버다. 네이버와 공정위의 법정 공방은 2008년 시작됐는데, 네이버는 당시 동영상 콘텐츠 업체 판도라TV와 계약하면서 동영상에 네이버와 협의 없이 개별 광고를 넣지 못하게 했다. 공정위는 이를 시장지배적 지위 남용으로 보고 시정명령과 과징금 2.3억원을 부과했다.

이후 네이버는 국내 검색엔진 시장에서 점유율 70% 이상을 차지하는 지배력을 기반으로 다양한 신사업을 진행했고, 이에 시장지배적 지위의 남용 가능성을 지적 받으며 공정거래위원회, 방송통신위원회, 문화체육관광위원회 등 여러 주무부처 및 규제기관과 논쟁을 벌여왔다. 정치권의 국회의원들도 명분이 생기자 네이버를 향한 규제안을 잇달아 발의하기도 했다.

이에 네이버는 중소기업들에 대해 상생의지를 밝히는 방향으로 대응했다. 먼저 일부 신사업을 과감히 철수했다. 골목상권 진출 논란에 휩싸인 패션 어플리케이션 '워너비', 여행 어플리케이션 '윙버스' 서비스 등을 철수했고, 네이버 부동산 유료서비스의 자체 매물 서비스도 종료했다. 그리고 지금 커머스 사업의 초기 모델인 지식쇼핑 관련 서비스도 대규모의 구조조정을 진행했다. 사업 조정 뿐만아니라 수천억 원에 이르는 지원자금을 벤처기업과 소상공인, 1인 창작자를 위해 마련하기도 했다.

그리고 과거 제기된 동영상 관련 이슈에 네이버는 소송을 제기했고, 2014년 대법원 판결에 따라 네이버는 승소했다. 대법원은 네이버가 포털 시장에서는 시장지배적 사업자이지만 동영상 중개시장에서는 아니라며 공정위의 시장 획정을 부당하다고 판단했다.

[표10] NAVER의 플랫폼 관련 과거 규제 및 징계 내역

일자	규제 기관	규제 내용 및 조치
2008. 05.	공정거래위원회	네이버에 시장지배적 지위 남용에 대한 과징금 2.3억 원 부과
2011. 04.	여성가족부	NHN 게임 다운로드 서비스에 섷타운제 적용
2011. 11.	문화체육관광위원회	게임산업진흥에 관한 법률 개정으로 웹보드게임 규제
2011. 12.	방송통신위원회	'네이버' 시장 지배적 사업자 규정 추진
2012. 03.	방송통신위원회	네이버를 부가통신사업자로서 통신시장 경쟁상황 평가 대상에 포함
2013. 01.	방송통신위원회	대통령직 인수위에 국내 포털업체의 독과점 구조 대책 보고
2013. 05.	공정거래위원회	NHN 대상 불공정거래 행위여부 조사 착수
2013. 07.	새누리당 여의도 연구원	네이버 독과점 문제 정책 간담회 개최
2013. 09.	새누리당	포털 기업을 독과점 기업으로 규제할 수 있는 법안('네이버 규제법') 발의
2013. 11.	공정거래위원회	네이버가 검색 결과에 광고와 정보를 섞어 부당이익 봤다며 시정명령
2014. 09.	공정거래위원회	광고주들에게 자사 광고 상품 우선 노출 의혹으로 시정 권고
2015. 06.	방송통신위원회	네이버 앱이 자체 플랫폼에서 우선 제공되는 것에 대한 불공정 경쟁 논란으로 시정 권고
2017. 03.	사법기관	'드루킹 댓글 조작' 사건 발생으로 네이버 댓글 시스템이 조작에 이용되며 여론 왜곡 논란으로 네이버, 댓글 시스템 개편(댓글 작성-공감 제한, 뉴스 배열 방식 변경)
2019. 10.	공정거래위원회	네이버 쇼핑 및 동영상 검색 결과 조작 혐의로 267억 원 과징금 부과 및 네이버 쇼핑 및 동영상 서비스의 검색 알고리즘 변경 조치 재발 방지 명령
2020. 10.	공정거래위원회	네이버 TV 콘텐츠를 우선적으로 노출시키는 알고리즘 변경으로 경쟁사 영상 제공업체에 불리한 조건을 제공한 혐의로 과징금 약 3억 원 부과 및 시정 명령
2020. 12.	공정거래위원회	네이버가 부동산 정보업체들과 경쟁사를 배제하는 계약을 맺은 혐의로 10억 원 과징금 부과 및 시정 명령
2021. 10.	공정거래위원회	네이버가 쇼핑·동영상 검색 내 자체 서비스 우선 노출 혐의로 과징금 265억 원 부과 및 검색 알고리즘 조정
2023. 02.	방송통신위원회	방통위, 네이버 뉴스 편집권 개입 및 AI 알고리즘 기반 뉴스 배열 방식 제기, 뉴스 배열 방식 변경
2025. 02.	공정거래위원회	네이버 플러스 멤버십 광고에서 혜택을 과장하고 제한 사항을 숨겨 소비자를 오도한 혐의로 시정 명령

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

2010년에는 공정위가 네이버의 검색 알고리즘을 문제 삼으며 시정명령과 함께 267억원의 과징금을 부과하기도 했다. 쇼핑·동영상 분야 검색 서비스를 운영하면서 검색 알고리즘을 조정해 자사 상품과 서비스를 검색결과 상단에 의도적으로 배치했다고 지적했다.

이용자와 판매자의 편의성
향상을 위한 사업 중심으로
개편

동사는 여러 규제 이슈를 겪으면서 자사의 이익 증대를 위한 사업 확장 보다는 이용자들의 편의성을 향상시키기 위함이며, 주요 국가들이 적극적으로 IT산업을 성장시키는 가운데 규제 강화는 장기적으로 국내 기업들의 경쟁력을 약화시키는 점이라는 것을 다양한 방법으로 설득시켰다. 결국 공정위는 강제적인 규제보다는 자체 개선안을 마련하라는 결정을 늘 내렸고, 동사는 큰 타격없이 규제 이슈를 해소했다.

물론 얼마전까지만 해도 동사에 대한 규제 노이즈는 한번씩 재기되었지만, 동사는 비판을 수용하기도 하고, 무리한 규제에 대응하기도 하고, 과감하게 대규모 리소스를 편성하기도 하면서 경험과 내공을 축적해왔다고 판단한다. 그리고 언제나 ‘규제 리스크를 염두해 둔 보수적인 사업 확장 전략’을 펼쳐왔다고 판단된다.

[표11] 카카오는 모빌리티, 금융, 콘텐츠 등 여러 사업 영역에서 여러 규제와 징계 조치를 받아 옴

일자	규제 기관	규제 내용 및 조치
21.10	국정 감사	택시, 배달, 금융, 콘텐츠 등 다양한 산업 확장하며 골목상권 침해 논란으로 카카오 고위 관계자 소환 및 카카모빌리티, 카카오페이 등의 사업 조정 발표 및 일부 사업 철수(ex. 꽃 배달, 간편 보험 등)
22.09	공정거래위원회	대리운전 기사들에게 불리한 계약을 강요한 혐의로 25억 원 과징금 부과 및 플랫폼 수수료 조정 및 계약 내용 개편
22.10	방송통신위원회	카카오TV 데이터센터 화재로 카카오TV, 디엠, 카카오페이 등 주요 서비스 3일 이상 마비 최대 수준의 과징금 16억 원 부과 및 이용자 보상 방안 마련 요구 및 데이터 백업 및 서버 이중화 조치 명령
23.02	공정거래위원회	카카모빌리티가 자사 갑점 택시에 콜을 몰아줬다는 혐의 257억 원 과징금 부과 및 시정 명령
24.11	금융당국	카카모빌리티가 택시 운임의 20%를 수수료로 받고, 이 중 17%를 다시 지급하는 방식으로 매출 과대계상했다는 의혹 제기 35억 원 과징금 부과

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 쿠팡의 과거 규제 및 징계 히스토리

일자	규제 기관	규제 내용 및 조치
21.08	공정거래위원회	쿠팡이 입점업체들에게 불리한 계약을 강요하고 광고비 부담을 강요한 혐의로 32억 원 과징금 부과 및 시정명령
22.06	방송통신위원회	쿠팡이 OTT 서비스 쿠팡플레이 구독 취소를 어렵게 만들었다는 소비자 불만 증가 경계 조치 및 서비스 개선 명령
23.12	공정거래위원회	쿠팡이 중소 납품업체에 높은 수수료 강요 및 거래 제한을 했다는 의혹으로 조사 진행 중
24.06	공정거래위원회	쿠팡이 자사 PB 상품을 우대하기 위해 검색 알고리즘을 조작하고, 임직원을 동원해 긍정적인 구매 후기를 성하도록 했다는 혐의로 1,400억 원 과징금 부과
2024.11	개인정보보호위원회	쿠팡이 개인정보 보호법의 안전조치 의무를 위반하여 배달원의 실명과 전화번호를 음식점에 전송하고, 오픈마켓 주문 정보를 다른 판매자에게 유출한 혐의로 15억 원의 과징금과 과태료 부과
2024.11	공정거래위원회	유료 구독 서비스(와우멤버스) 가격을 58% 인상한 후 쿠팡플레이와 알뜰배달 서비스를 무료로 제공하며 끼워팔기 행위를 했다는 의혹으로 조사 진행 중

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

[illegible]



IV.

기업분석

1. NAVER (035420)
2. 카카오 (035720)

NAVER (035420)

공격적인 마케팅에도 견조한 실적 전망

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

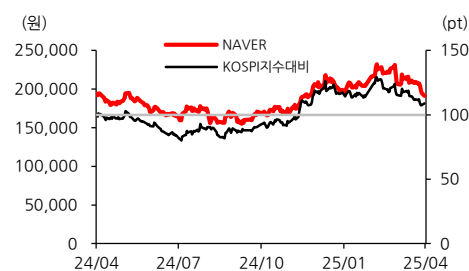
현재 주가(3/31)	191,000원
상승여력	▲ 57.1%
시가총액	302,615억원
발행주식수	158,437천주
52 주 최고가 / 최저가	232,000 / 155,000원
90 일 일평균 거래대금	1,707.03억원
외국인 지분율	48.7%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.7	-4.0	12.8	1.9
상대수익률(KOSPI)	-5.7	-7.4	17.1	11.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	12,044	13,505
영업이익	1,489	1,979	2,431	2,725
EBITDA	2,071	2,738	3,272	3,642
지배주주순이익	1,012	1,813	1,787	2,005
EPS	6,824	12,360	12,180	13,668
순차입금	480	-3,080	-4,580	-6,259
PER	32.8	16.1	15.7	14.0
PBR	1.6	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	17.8	10.4	7.8	6.6
배당수익률	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	4.4	7.5	6.8	7.2

주가 추이



동사는 보다 광범위한 데이터를 활용한 초개인화 커머스 사업에 박차를 가하고 있고, 이러한 성과는 분기마다 확인될 것으로 예상합니다. 불확실성이 커진 대내외 환경에도 불구하고 두자릿 수의 매출 성장세가 유지되고, 이익 성장이 20% 이상 예상되는 몇 안되는 대형주라고 판단합니다.

공격적인 마케팅에도 견조한 실적 전망

우리는 동사의 25년 실적으로 매출액 12.04조 원, 영업이익 2,431억 원을 전망한다. 매출액과 영업이익이 YoY 각각 12.2%, 22.8% 성장하는 수준이다. 불확실성이 높아진 대내외 매크로 환경에도 불구하고 두자릿 수의 매출 성장세가 유지되고, 이익 성장이 20% 이상 편안하게 예상되는 몇 안되는 대형주라고 판단한다. 최근 대대적으로 개편한 커머스 수수료 정책은 매출 증가 효과만 긍정적인 것이 아니다. 수년 만의 인상 정책이라는 점과 여전히 쿠팡(10% 내외) 대비 낮다는 점을 감안하면 커머스 사업의 본격 확장세가 올해 내내 이어질 것으로 예상한다.

레벨업된 본업 성장세 지속, 마진 훼손 우려도 제한적

우리는 25년 쇼핑검색광고 YoY 성장률을 7%로 전망(24년 2.3%), 25년 커머스 매출액 성장률을 20.4%로 전망한다. 신규 앱 출시에 따른 기존 광고 카니발과 마케팅비 증가는 불가피하지만, 이를 감안해도 매출 증가와 마진 개선 효과는 더 클 것이다. 게다가 인상 효과가 온기로 반영되고 프로모션도 줄어드는 26년에는 수익성 개선 효과가 가파르게 나타날 것으로 전망한다. 현재 신규 앱에는 확장 추천, 발견 영역 등 초개인화를 반영한 지면이 빠르게 늘어나고 있고, 해당 지면에 대한 활동성도 급증하고 있는 것으로 파악된다. GMV와 광고 매출 추이 공유를 통해 별도 앱 분리에 대한 우려 이슈가 해소될 것으로 예상한다.

투자의견 BUY와 목표주가 30만 원 유지

동사에 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 최근 밸류에이션은 당사 추정치 기준 25E PER 15.7배 수준으로 밸류 부담이 다소 완화됐다. ① 온플랫폼 GMV와 쇼핑검색광고 성장률이 1Q25에도 각각 12%, 11%로 리바운드 추세가 강화될 것으로 예상하고, ② 수수료 인상으로 효과가 3Q25부터 온기로 기여될 것이다. ③ 이러한 EPS 상향 조정 외에도 활용 못했던 데이터들의 타겟팅 고도화, 규제 완화, AI서비스 출시 등 멀티플을 다르게 볼 요인도 충분하다.



[표13] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,822	2,926	3,071	3,226	8,220	9,671	10,738	12,044
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	11.7	12.1	13.1	11.8	20.5	17.6	11.0	12.2
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,007	1,069	1,088	1,129	3,568	3,589	3,946	4,293
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	765.2	794.5	818.2	831.9	2,609	2,725	2,950	3,210
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	226.3	259.1	253.9	281.7	941	846	919	1,021
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	823.2	856.1	895.4	945.4	1,801	2,547	2,923	3,520
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	397.4	407.6	424.9	443.6	1,187	1,355	1,508	1,674
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	457.5	444.4	495.2	500.1	1,262	1,733	1,796	1,897
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	136.9	148.2	167.7	207.7	402.9	447.2	563.8	660.6
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.2	9.3	9.0	6.1	7.9	0.6	9.9	8.8
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	9.9	8.6	8.6	8.3	8.6	4.5	8.2	8.8
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	11.8	10.3	10.6	11.8	6.0	(10.0)	8.6	11.1
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	17.0	19.1	23.4	22.0	21.0	41.4	14.8	20.4
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	12.3	10.6	10.3	10.6	21.2	14.2	11.3	10.9
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.5	5.8	7.0	7.0	89.5	37.4	3.7	5.6
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	17.0	19.0	16.0	17.0	5.3	11.0	26.1	17.2
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,286	2,352	2,429	2,547	6,915	8,182	8,758	9,613
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.5	10.0	10.9	8.7	25.9	18.3	7.0	9.8
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	682.9	706.0	733.2	765.1	2,070	2,573	2,664	2,887
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	950.3	983.6	1,026.9	1,080.3	2,964	3,534	3,790	4,041
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	188.8	195.4	201.3	216.4	581	596	705	802
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	463.8	466.6	467.6	484.9	1,301	1,480	1,599	1,883
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	536.0	573.9	641.7	679.5	1,305	1,489	1,979	2,431
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	22.0	21.4	22.2	25.4	(2.0)	14.1	32.9	22.8
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	19.0	19.6	20.9	21.1	15.9	15.4	18.4	20.2
당기순이익	555.8	332.1	530.1	444.1	421.4	350.0	475.6	540.0	673	985	1,862	1,787
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	15.4	14.9	12.0	15.5	16.7	8.2	10.2	17.3	14.8

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표 14] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
네이버 포털	21,410	
25E 순이익	1,127	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	19.0	글로벌 플랫폼 업체들의 평균 PER
커머스	14,521	
25E 순이익	660	OPM 25%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	22.0	
웹툰	975	시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	2,200	
지분율	63%	
파이낸셜	3,360	
25E 네이버페이 거래대금	80,000	
배수(기업가치/거래대금)	0.06	페이팔 12MF 거래액 대비 시가총액 승수 30% 할인
파이낸셜 적정가치	4,800	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
클라우드	1,850	
25E 매출액	661	
Target PSR(배)	2.8	아마존, 구글 평균 PSR 30% 할인
LY Corp	7,369	현 시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	31,900	
지분율	33%	
적정 기업가치	49,484	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 주가(원)	300,243	
목표 주가(원)	300,000	
현재 주가(원)	191,000	
상승 여력	57.1%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	12,044	13,505
매출총이익	8,220	9,671	10,738	12,044	13,505
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,431	2,725
EBITDA	1,866	2,071	2,738	3,272	3,642
순이자손익	35	10	9	159	165
외화관련손익	63	62	0	0	0
지분법손익	10	244	157	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,264	2,448	2,747
당기순이익	673	985	1,862	1,787	2,005
지배주주순이익	760	1,012	1,813	1,787	2,005
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	12.2	12.1
영업이익	72.1	14.1	32.9	22.8	12.1
EBITDA	106.8	11.0	32.2	19.5	11.3
순이익	49.0	46.3	89.0	-4.0	12.2
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	20.2	20.2
EBITDA 이익률	22.7	21.4	25.5	27.2	27.0
세전이익률	13.2	15.3	21.1	20.3	20.3
순이익률	8.2	10.2	17.3	14.8	14.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,619	2,775	3,081
당기순이익	673	985	1,862	1,787	2,005
자산상각비	561	582	759	841	917
운전자본증감	307	360	-22	76	85
매출채권 감소(증가)	-56	43	-205	-225	-174
재고자산 감소(증가)	17	-2	0	-3	-2
매입채무 증가(감소)	133	347	158	203	157
투자현금흐름	-1,216	-950	-866	-1,201	-1,331
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,027	-1,151
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-22	-27	-27
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,227	-92	-95
재무현금흐름	-339	-110	17	-166	-166
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-285	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	302	-166	-166
배당금의 지급	-213	-137	-136	-166	-166
총현금흐름	1,991	2,312	2,641	2,699	2,996
(-)운전자본증감(감소)	52	-854	-45	-76	-85
(-)설비투자	701	641	592	1,027	1,151
(+)자산매각	-42	-44	-14	-27	-27
Free Cash Flow	1,196	2,482	2,081	1,721	1,903
(-)기타투자	-807	1,241	-900	56	58
잉여현금	2,003	1,241	2,981	1,666	1,845
NOPLAT	810	990	1,628	1,775	1,989
(+) Dep	561	582	759	841	917
(-)운전자본투자	52	-854	-45	-76	-85
(-)Capex	701	641	592	1,027	1,151
OpFCF	619	1,785	1,840	1,665	1,840

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	10,358	12,119	14,009
현금성자산	3,967	4,403	7,604	9,104	10,784
매출채권	1,515	1,706	1,904	2,128	2,302
재고자산	9	15	26	29	31
비유동자산	27,459	28,710	27,952	28,220	28,539
투자자산	23,520	22,523	21,547	21,602	21,660
유형자산	2,458	2,742	2,915	3,200	3,531
무형자산	1,481	3,446	3,490	3,418	3,348
자산총계	33,899	35,738	38,310	40,339	42,549
유동부채	5,481	6,306	6,093	6,430	6,726
매입채무	2,935	3,873	1,723	1,927	2,084
유동성이자부채	1,647	1,465	1,079	1,079	1,079
비유동부채	4,968	5,194	5,261	5,332	5,406
비유동이자부채	3,306	3,417	3,445	3,445	3,445
부채총계	10,449	11,500	11,354	11,762	12,131
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,416	1,416	1,416
이익잉여금	23,646	24,544	26,115	27,737	29,576
자본조정	-2,475	-2,597	-2,096	-2,096	-2,096
자기주식	-1,017	-853	-735	-735	-735
자본총계	23,450	24,238	26,956	28,578	30,417

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	12,360	12,180	13,668
BPS	138,642	142,887	158,301	168,384	179,825
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,239	16,428	16,787	18,633
ROA(%)	2.2	2.9	4.9	4.5	4.8
ROE(%)	3.3	4.4	7.5	6.8	7.2
ROIC(%)	66.7	35.1	45.1	47.2	51.0
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	16.1	15.7	14.0
PBR	1.3	1.6	1.3	1.1	1.1
PSR	3.5	3.8	3.0	2.5	2.3
PCR	14.6	15.7	12.1	11.4	10.3
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.4	7.8	6.6
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	42.1	41.2	39.9
Net debt/Equity	4.2	2.0	-11.4	-16.0	-20.6
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-112.5	-140.0	-171.9
유동비율	117.5	111.5	170.0	188.5	208.3
이자보상배율(배)	18.2	11.7	13.4	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	11.3	11.1	10.9
현금+투자자산	92.9	88.4	88.7	88.9	89.1
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.4	13.7	12.9
자기자본	82.6	83.2	85.6	86.3	87.1

카카오 (035720)

많은 우려가 반영된 주가, 낮아진 실적 눈높이도 긍정적

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 52,000원

현재 주가(3/31)	39,100원
상승여력	▲ 33.0%
시가총액	173,495억원
발행주식수	443,721천주
52 주 최고가 / 최저가	53,800 / 32,800원
90 일 일평균 거래대금	1,421.82억원
외국인 지분율	28.4%

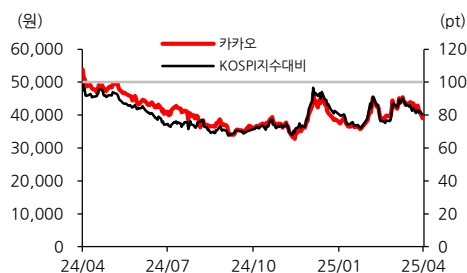
주주 구성	
김범수 (외 93 인)	24.2%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%
국민연금공단 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-9.4	2.4	8.2	-27.2
상대수익률(KOSPI)	-7.3	-1.0	12.5	-17.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,557	7,872	8,118	8,842
영업이익	461	460	554	657
EBITDA	1,222	1,296	1,425	1,534
지배주주순이익	-1,013	55	484	589
EPS	-2,276	126	1,107	1,348
순차입금	-2,718	-3,416	-2,165	-2,667
PER	-23.9	302.0	35.3	29.0
PBR	2.5	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.5	10.4	10.7	9.6
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2
ROE	-10.3	0.6	4.7	5.6

주가 추이



동사의 주가는 정권 이슈에 따라 변동성이 지속되고 있지만, 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적입니다. 수년간 여러 규제 이슈를 겪으며 바닥권인 주가는 1) 특비즈 성장을 회복에 대한 기대감과 2) B2C AI 서비스 신사업에 대한 기대감이 전혀 반영되어 있지 않다고 판단합니다.

낮아진 실적 눈높이는 긍정적

우리는 동사의 25년 실적으로 매출액 8.12조 원, 영업이익 5,537억 원을 전망한다. 올해 실적 핵심은 콘텐츠 사업의 부진을 플랫폼 부문이 얼마나 상쇄시키느냐에 있다. 우리는 올해 특비즈 매출 성장률을 9%로 추정한다. 지면 확대에 의해 비즈보드 광고 매출은 회복세를 보이는 와중에 비즈니스메시지 매출의 두자릿수 성장세는 유지될 것으로 예상된다. 우리는 이번 1분기 영업이익으로 1,014억 원(YoY -15.7%)을 추정한다. 신사업 부재, 업황 둔화 지속, 비용 이슈 등 모든 것이 반영된 바닥 수준의 이익이라고 보며, 분기마다 점진적인 개선을 예상한다.

외부 모델 의존도에 대한 우려도 제한적

동사는 오픈AI와의 전략적 협업을 통해 생성형AI 서비스를 접목한 B2C 서비스를 출시할 예정이다. 동사의 서비스는 톡, 결제, 은행, 커머스, 모빌리티 등 생태계 확장 가능성 면에서 독보적이다. 궁극적으로 국내에서 AI B2C 모델의 지향점인 에이전트 서비스의 가능성도 동사가 유력하다고 본다. 자체 모델이 없어 외산 기업 모델에 의존하는 것이 아니냐는 우려도 제한적이다. 거액을 투자해 개발한 단독 AI모델에만 의존하는 것보다는, 점차 낮아지고 있는 여러 AI 모델을 적재적소에 사용하는 오케스트레이션 방식이 이용자들에게 보다 높은 수준의 서비스를 제공할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 5만 2천 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 산출했고, 본사 사업가치 9.5조 원과 주요 자회사 지분가치 13.8조 원을 합산했다. 주가는 당분간 정권 변화 이슈에 따라 변동성이 지속되겠지만, 동사의 신사업 추진과 펀더멘털에 미치는 영향은 제한적이다. 주가는 수년간 여러 규제 이슈로 겪으며 바닥권이다. 1) 특비즈 성장을 회복에 대한 기대감도 2) B2C AI 서비스 신사업에 대한 기대감도 전혀 반영되어 있지 않다고 판단한다.

[표15] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	1,988	2,005	1,921	1,957	1,921	2,022	2,011	2,165	6,799	7,556	7,872	8,118
YoY (%)	22.5	4.2	-4.5	-2.0	-3.4	0.8	4.7	10.6	10.8	11.1	4.2	3.1
플랫폼부문	955	955	943	1047	1007	1057	1051	1118	3,463	3,554	3,901	4,234
특비즈	522	514	507	563	547	569	574	614	1,902	1,982	2,106	2,303
포털비즈	85	88	76	83	77	85	71	79	424	344	332	312
플랫폼기타	348	354	360	401	383	404	406	425	1,137	1,228	1,462	1,619
콘텐츠부문	1,034	1,050	978	910	913	964	960	1,047	3,336	4,002	3,971	3,884
뮤직	468	511	471	470	453	488	479	536	894	1,724	1,920	1,955
스토리	227	216	219	203	222	225	227	230	921	922	864	904
게임	243	233	234	163	155	166	169	189	1,110	1,009	873	679
미디어	95	90	55	74	83	85	84	92	412	347	313	345
YOY 성장률												
플랫폼부문	13%	10%	7%	9%	6%	11%	11%	7%	7%	3%	10%	9%
특비즈	8%	7%	6%	5%	5%	11%	13%	9%	16%	4%	6%	9%
포털비즈	1%	-2%	-8%	-6%	-9%	-3%	-7%	-5%	-14%	-19%	-4%	-6%
플랫폼기타	24%	18%	13%	21%	10%	14%	13%	6%	3%	8%	19%	11%
콘텐츠부문	33%	0%	-14%	-13%	-12%	-8%	-2%	15%	15%	20%	-1%	-2%
뮤직	102%	6%	-8%	-6%	-3%	-4%	2%	14%	16%	93%	11%	2%
스토리	-1%	-7%	-12%	-5%	-2%	4%	4%	13%	16%	0%	-6%	5%
게임	-2%	-13%	-11%	-29%	-36%	-29%	-28%	16%	11%	-9%	-13%	-22%
미디어	41%	22%	-49%	-25%	-12%	-5%	54%	24%	24%	-16%	-10%	10%
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,819	1,885	1,865	1,995	6,230	7,096	7,411	7,564
YoY (%)	19.7	3.4	-5.1	2.4	-2.6	0.7	4.1	6.0	12.4	13.9	4.4	2.1
인건비	479	481	459	498	457	462	468	474	1,701	1,860	1,917	1,861
매출연동비	820	797	748	654	759	789	784	844	2,654	2,986	3,018	3,176
외주/인프라	202	196	194	288	207	212	201	238	684	835	880	859
마케팅비	89	108	105	103	94	101	106	112	417	406	406	413
상각비	198	207	211	246	231	240	225	240	580	751	862	936
기타	62	66	59	65	71	81	80	87	180	228	252	319
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.6	101.4	137.0	145.7	169.6	569	460	460	554
YoY (%)	92.1	18.5	5.0	-52.7	-15.7	2.3	11.6	124.4	-4.6	-19.2	0.1	20.3
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.3	6.8	7.2	7.8	8.4	6.1	5.8	6.8
당기순이익	67.7	87.1	78.5	-276.9	88.8	119.5	127.4	148.3	1063	-1816	-162	484
YoY (%)	712	59	113	적유	31	37	62	흑전	-35.5	적전	적유	흑전
순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	-14.1	4.6	5.9	6.3	6.8	15.6	-24.0	-2.1	6.0

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 카카오의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분	비고
포털 적정가치	436
25E 매출액	312
25E 순이익	62
Target PER(배)	7.0
특비즈 적정가치	9,069
25E 매출액	2,303
25E 순이익	806
Target PER(배)	11.3
게임즈 지분가치	275
지분율	41%
모빌리티 지분가치	2,238
기업가치	3,885
지분율	58%
재팬(픽코마) 지분가치	4,088
기업가치	5,600
지분율	73%
뱅크 지분가치	370
기업가치	1,359
지분율	27%
페이 지분가치	824
기업가치	1,757
지분율	47%
카카오엔터 지분가치	5,082
기업가치	7,700
지분율	66%
카카오엔터프라이즈 지분가치	972
기업가치	1,143
지분율	85%
적정 기업가치	23,354
발행 주식 수(천 주)	443,326
적정 주가(원)	52,680
목표 주가(원)	52,000
현재 주가(원)	39,100
상승 여력	33.0%

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,872	8,118	8,842
매출총이익	6,799	7,557	7,872	8,118	8,842
영업이익	569	461	460	554	657
EBITDA	1,151	1,222	1,296	1,425	1,534
순이자손익	69	57	49	56	65
외화관련손익	-26	-4	25	0	0
지분법손익	1,603	-135	13	0	0
세전계속사업손익	1,269	-1,648	-3	569	693
당기순이익	1,067	-1,817	-162	484	589
지배주주순이익	1,358	-1,013	55	484	589
증가율(%)					
매출액	1,262.9	11.2	4.2	3.1	8.9
영업이익	222.7	-19.1	-0.1	20.3	18.6
EBITDA	476.9	6.1	6.1	10.0	7.7
순이익	612.2	적전	적지	흑전	21.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	6.1	5.8	6.8	7.4
EBITDA 이익률	16.9	16.2	16.5	17.6	17.4
세전이익률	18.7	-21.8	0.0	7.0	7.8
순이익률	15.7	-24.0	-2.1	6.0	6.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	678	1,341	1,250	-343	1,469
당기순이익	1,067	-1,817	-162	484	589
자산상각비	581	761	835	871	877
운전자본증감	-460	248	-4	-1,491	-37
매출채권 감소(증가)	-69	-108	-20	-32	0
재고자산 감소(증가)	-73	43	0	-23	0
매입채무 증가(감소)	64	418	-27	-1,402	-1
투자현금흐름	-1,574	-1,780	10	-948	-1,011
유형자산처분(취득)	-439	-561	-348	-618	-673
무형자산 감소(증가)	-91	-135	-87	-148	-148
투자자산 감소(증가)	-75	227	415	-67	-70
재무현금흐름	412	1,020	-521	-27	-26
차입금의 증가(감소)	265	-75	-390	0	0
자본의 증가(감소)	50	-20	-4	-27	-26
배당금의 지급	-23	-55	-27	-27	-26
총현금흐름	1,193	1,184	1,300	1,148	1,506
(-)운전자본증감(감소)	390	-1,215	-263	1,491	37
(-)설비투자	453	575	380	618	673
(+)자산매각	-76	-121	-55	-148	-148
Free Cash Flow	275	1,703	1,129	-1,109	648
(-)기타투자	1,041	2,278	237	115	120
잉여현금	-766	-575	892	-1,224	528
NOPLAT	479	334	334	471	558
(+) Dep	581	761	835	871	877
(-)운전자본투자	390	-1,215	-263	1,491	37
(-)Capex	453	575	380	618	673
OpFCF	218	1,735	1,053	-767	726

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	7,756	9,988	10,959	9,838	10,418
현금성자산	6,022	7,228	7,801	6,551	7,052
매출채권	772	1,205	1,243	1,275	1,275
재고자산	160	139	65	88	88
비유동자산	14,451	15,192	14,732	14,742	14,805
투자자산	7,464	7,998	8,309	8,424	8,544
유형자산	885	1,337	1,286	1,275	1,308
무형자산	6,022	5,769	5,137	5,043	4,954
자산총계	22,964	25,180	25,691	24,580	25,223
유동부채	4,768	7,564	8,633	7,272	7,313
매입채무	1,642	4,934	5,296	3,894	3,893
유동성이자부채	1,376	1,931	2,338	2,338	2,338
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,235	3,275
비유동이자부채	2,825	2,579	2,047	2,047	2,047
부채총계	9,448	11,321	11,830	10,507	10,587
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,911	8,911
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,401	2,963
자본조정	-1,209	-1,043	-758	-1,084	-1,084
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,073	14,636

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,049	-2,276	126	1,107	1,348
BPS	22,414	21,948	22,858	23,152	24,421
DPS	60	61	60	60	60
CFPS	2,679	2,662	2,931	2,588	3,394
ROA(%)	5.9	-4.2	0.2	1.9	2.4
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	4.7	5.6
ROIC(%)	7.4	5.1	6.1	8.3	8.6
Multiples(x, %)					
PER	17.4	-23.9	302.0	35.3	29.0
PBR	2.4	2.5	1.7	1.7	1.6
PSR	3.5	3.2	2.2	2.1	2.0
PCR	19.8	20.4	13.0	15.1	11.5
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	10.7	9.6
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
안정성(%)					
부채비율	69.9	81.7	84.8	74.7	72.3
Net debt/Equity	-13.5	-19.6	-24.5	-15.4	-18.2
Net debt/EBITDA	-158.2	-222.5	-263.7	-152.0	-173.8
유동비율	162.7	132.0	126.9	135.3	142.5
이자보상배율(배)	5.2	2.8	2.3	3.2	3.7
자산구조(%)					
투하자본	34.6	28.1	23.6	30.1	29.4
현금+투자자산	65.4	71.9	76.4	69.9	70.6
자본구조(%)					
차입금	23.7	24.6	23.9	23.8	23.1
자기자본	76.3	75.4	76.1	76.2	76.9

[Compliance Notice]

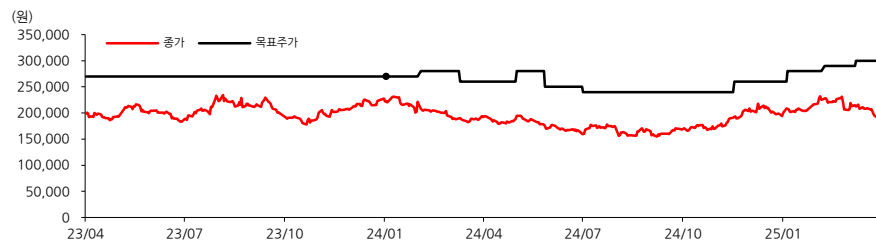
(공표일: 2025년 04월 01일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



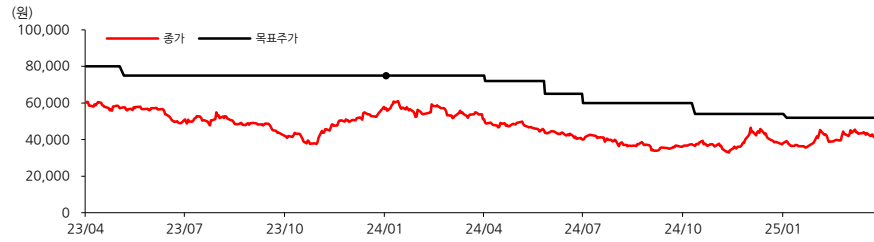
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	270,000	270,000	270,000	270,000
일 시	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	260,000	260,000	280,000	250,000	240,000
일 시	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	260,000	260,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	290,000	290,000	300,000	300,000
일 시	2025.04.01					
투자의견	Buy					
목표가격	300,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-24.86	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-23.97	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000		

[카카오 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.04.04	2023.05.08	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		80,000	75,000	75,000	75,000	75,000
일 시	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04	2024.05.10	2024.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	75,000	75,000	75,000	72,000	72,000	65,000
일 시	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.10.14	2024.11.01	2024.11.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	60,000	60,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2024.11.19	2024.11.29	2025.01.06	2025.02.04	2025.02.14	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.03.28	2025.04.01				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	52,000	52,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%