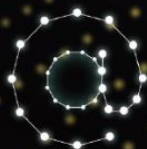


인터넷/SW (Positive)

과연 국내 시에서는 살 게 없을까



인터넷/미디어/게임 김소혜
sohye.kim@hanwha.com
3772-7404

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 2026년 예산안 투자방향	04
1. 3배 늘어난 AI 예산.....	04
2. R&D 예산만 봐도 AI.....	05
3. 9월, 대한민국 AI 액션플랜 발표 예정	06
4. 독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트	11
5. GPU 지원 운영 사업	21
6. 공공부문 AI AX의 핵심은 범정부 초거대 AI 공통 기반.....	23
III. CSP 중요성이 높아질 수 밖에 없는 이유.....	24
1. 구글 클라우드 점유율도 확대중	24
2. 네이버클라우드: 유의미한 글로벌 전략 추진	26
3. NHN클라우드: 안정적 재무 기반 GPU 사업	28
4. 삼성에스디에스: 공공 사업 업사이드 높아.....	29
IV. 결이 조금은 다른 카카오의 방향성.....	31
1. 반쪽짜리 지니에 불과.....	31
2. MCP로 외부 톨과의 연결 완성	32
3. 카카오의 에이전틱 생태계, 그 중심은 MCP.....	33
4. 카카오의 온디바이스 전략.....	34
V. 기업분석	37
1. NAVER (035420)	38
2. 카카오 (035720)	41
3. NHN (181710)	44
4. 삼성에스디에스 (081260)	47
5. 더존비즈온 (012510)	50

I. 핵심 요약

9월부터 SW업종 비중확대 추천	최근 AI 회의론이 다시 고개를 들고, 새 정부 출범과 함께 증폭됐던 기대감도 한풀 꺾인 모습이다. 하지만 우리는 지금이 소프트웨어 업종에 투자하기 좋은 시기라고 본다. 버블 논란이나 회의론은 신기술 등장 때마다 반복되는 자연스러운 현상이며, 정부의 구체적인 정책들도 곧 발표될 것으로 예상되기 때문이다.
정부 정책 방향성은 AI주권 확보에 초점	흔히 국내 기업 중 AI 산업에 ‘진짜’ 투자할 만한 종목이 없다고들 한다. 물론 당장 큰 실적을 내는 기업은 없다. 하지만 신정부 정책이 관련 산업 성장에 집중하고 있다는 점, 그리고 금융이나 공공 분야처럼 민감한 데이터를 외부 모델에 맡기지 않으려는 국가와 시장에서는 충분한 수익 창출 가능성이 크다고 본다.
곧 대한민국 AI 액션 플랜 공개될 것, ① CSP 가치 부각, ② 중소기업 AI 전환 수혜 예상	조만간 대한민국 AI 액션 플랜이 공개될 것으로 예상되며, 국가 전반의 AI 전환은 공공 부문에서 먼저 성과를 보일 것으로 전망된다. 정부의 AI 정책은 크게 인프라 구축, 서비스 전환, 인재 투자 세 가지로 구분할 수 있다. 특히 클라우드 서비스의 중요성과 AI 서비스 전환 가속화가 핵심 과제로 떠오르고 있다. 이에 따라 CSP 사업자의 가치가 더욱 커지며 AI 전환이 가속화될 것으로 기대된다. CSP 사업자는 NAVER와 삼성에스디에스, 중소기업 AI전환 정책의 수혜는 더존비즈온을 예상한다.
카카오의 MCP와 온디바이스 전략 주목	AI 에이전트 서비스가 아직 넘지 못한 큰 산은 바로 외부 서비스 톨과의 연결이다. 맞춤형화를 위해서는 자체 데이터가 필수적이며, 이 데이터를 학습한 에이전트가 외부 톨과 연동될 때 비로소 단순 추천을 넘어 진정한 에이전트로서 기능할 수 있다. 카카오는 온디바이스 AI와 MCP 플랫폼 전략을 공개하며, 로컬 기업으로서 최선의 AI 전략 방향을 제시하고 있다. 연말 출시될 서비스에 대한 기대감이 더욱 커지는 시기다.
관련 기업들이 비싸다는 우려나 전체 산업 성장 가능성에 대한 시장의 이견은 크지 않다. 그동안 글로벌 흐름에 뒤처져 후순위 투자처였던 국내 기업들은 하반기에 성장 기회를 맞이할 것으로 예상된다. 강한 성장 전망을 고려할 때, 할인받았던 멀티플의 일부 회복도 충분히 가능하다. 업종 대부분 종목의 주가는 고점 대비 10~30% 조정된 상태라, 기대감만으로 올랐던 구간과 비교해 비중을 늘리기에 부담이 적다고 판단된다.	

[그림1] 하반기 소프트웨어 산업 주요 이벤트 타임라인



자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

II. 2026 년 예산안 투자방향

1. 3 배 늘어난 AI 예산

내년 AI 분야 예산은
올해 대비 약 3배 규모로
증가

지난달, 정부는 2026년 예산안을 공개했고, AI 분야에 10.1조 원이 배정됐다. 이는 올해 AI 관련 예산(3.3조 원)의 약 세 배 규모다. 이 예산 중 상당 부분은 산업, 생활, 공공 전 분야에 AI를 도입하는 'AX 대전환' 프로젝트에 투자된다. 또한, '피지컬 AI' 분야에서 선도국가가 되기 위해 로봇, 자동차, 조선, 가전, 반도체, 제조 공장(팩토리) 등 핵심 산업에 AI 기술을 접목시켜 글로벌 수준의 경쟁력을 확보하려는 계획이 포함됐다.

기업들이 개발 중인 생활 밀접형 제품 300개에 AI 기술을 지원하는 'AX-스프린트 300' 사업에는 9천억 원을 투자한다고 밝혔다. 여러 정부 부처는 기업들이 생산 중인 제품을 선별해 10억에서 40억 원까지 AI 접목 기술비를 지원할 예정이다. 또한, 개발을 지원하기 위해 저금리 대출도 제공할 계획이다.

AI 산업의 자금을 뒷받침하기 위해 향후 5년간 100조 원 규모의 국민성장펀드를 조성한다고 밝혔다. 이 펀드를 통해 AI, 반도체, 바이오 등 미래 전략 산업에 대한 투자가 확대될 예정이다. 정부는 향후 5년에 걸쳐 총 50조 원을 투입할 계획이며, 재원은 산업은행 출자금과 정부 보증채 등을 통해 마련할 예정이다.

[표1] 2026 년 예산안 중점 투자방향

분야	25년	26년
AI 3 강 위한 대전환	3.3조원	▶ 10.1조원
신산업 R&D 혁신	36.4조원	▶ 44.3조원
통상현안 대응 및 수출 지원	1.6조원	▶ 4.3조원
에너지 전환·탄소중립	6.0조원	▶ 7.9조원
글로벌 문화강국 조성	4.2조원	▶ 5.7조원
지방거점 성장	19.0조원	▶ 29.2조원
저출생·고령화 대응	62.6조원	▶ 70.4조원
산재예방·취약노동자 보호	16.0조원	▶ 17.6조원
첨단국방·한반도 평화	21.2조원	▶ 23.8조원

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 최근 투자받은 한국 주요 AI 스타트업

피투자자	분야	투자금액 (억원)	시점
퓨리오사 AI	반도체	1,700	25 년 7 월
딥엑스	반도체	1,100	24 년 5 월
뤼튼테크놀로지	AI 모델	1,080	25 년 3 월
파네시아	반도체	800	24 년 11 월
업스테이지	AI 모델	620	25 년 8 월
하이퍼엑셀	반도체	550	24 년 12 월
트웰브랩스	소프트웨어	430	24 년 12 월
라이너	소프트웨어	270	24 년 10 월

자료: 언론종합, 삼성KPMG 경제연구원, 한화투자증권 리서치센터

2. R&D 예산만 봐도 AI

연구개발 및 중소기업 예산
지출 증가율이 가장 커

예산 지출 증가율이 가장 큰 분야는 R&D(35.3조 원)와 산업·중소기업·에너지(32.3조 원)이며, 각각 올해 본예산 대비 19.3%, 14.7% 증가할 예정이다. 특히, 35.3조 원으로 확정된 R&D 예산은 증가 규모만 놓고 봤을 때 역대 최대 규모다.

R&D 중 AI 분야 예산은
두 배 이상 늘어나

특히 AI 분야 예산은 전년 대비 두 배 이상 늘어난 2.3조 원으로 배정되었으며, 이는 국제 경쟁에서 신속하게 우위를 확보하기 위한 전략의 일환이다. 정부는 산발적인 기술 개발을 지양하고, AI 생태계 전반에 걸쳐 독자적인 역량을 강화하는 연구개발에 중점을 두겠다고 밝혔다. 주요 목표는 다음과 같다. 첫째, ‘독자적 인공지능’ 역량을 강화하기 위해 범용 인공지능(AGI)과 경량 AI 등 차세대 기술에 대한 투자를 확대하는 것이다. 둘째, AI를 실제 세계에서 구현하는 퍼지컬 AI 분야에서 세계 주도권을 확보하기 위해 원천기술과 기초 모형을 확보하고, 실증 지원을 강화하는 것이다. 셋째, ‘인공지능 고속도로’를 실현하기 위한 기반 마련이다. 마지막으로, GPU 자원의 집적 및 공동 활용 체계를 구축하는 것이다.

[표3] 분야별 예산 현황

분야	예산	본예산대비 증감률
보건·복지·고용	269조 1000억	8.2%
일반·지방재정	121조 1000억	9.4%
교육	99조 8000억	1.4%
국방	66조 3000억	8.2%
연구개발(R&D)	35조 3000억	19.3%
산업·중소기업·에너지	32조 3000억	14.7%
농림·수산·식품	27조 9000억	7.7%
사회간접자본(SOC)	27조 5000억	7.9%
공공질서·안전	27조 2000억	8.8%
환경	14조	7.7%
문화·체육·관광	9조 6000억	8.8%
외교·통일	7조	-9.1%

주: 일부 항목 중복 집계, 표시한 분야는 내년 예산 증가율 상위

자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[표4] R&D 분야별 예산안

주요 분야	예산	25년 예산대비 증가율
AI	2 조 3000 억	106.1%
전략기술	8 조 5000 억	29.9%
방산	3 조 9000 억	25.3%
중소벤처	3 조 4000 억	39.3%
기초연구	3 조 4000 억	14.6%
전체	35 조 3000 억	19.3%

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

3.9월, 대한민국 AI 액션플랜 발표 예정

예산이 쓰여질 세부
이행방안으로 조만간
‘대한민국 AI 액션플랜’
발표될 것

주목할 부문은
민간과 정부의 협업,
지역 균형 발전,
중소기업 및 공공의
AX 확산

이러한 예산이 사용될 구체적인 정책은 곧 발표될 대한민국 AI 액션플랜을 통해 그 방향성이 제시될 것으로 예상된다. 대통령실과 정부는 9월 초에 국가 AI 전략위원회를 출범하고, 이에 따라 대한민국 AI 액션플랜을 공개할 계획이라고 밝혔다. 이번 정부의 123대 국정과제 중 하나인 ‘글로벌 AI 3대 강국 도약’을 실현하기 위한 범정부 실행 계획의 구체적인 내용이 제시될 것으로 기대된다.

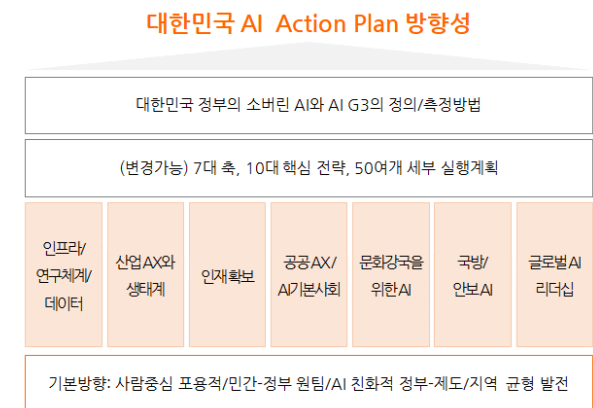
우리는 최근 진행된 국가자문회의와 AI 미래기획수석의 강연을 통해 구체화된 액션 플랜과 세부 이행 방안에 대한 힌트를 얻었다. 기본적인 방향성은 민간과 정부가 협력하는 One Team 생태계 구축과 지역 균형 발전으로 볼 수 있다. 이러한 기초를 바탕으로, 구체적인 실행 계획은 독자 AI 파운데이션 모델 개발, GPU 인프라 확충, 그리고 모두가 활용할 수 있는 AI 구현을 위한 이행 방안 등으로 제시될 것으로 예상된다. 또한, 신정부의 정책 방향이 중소기업 및 공공 산업에 대한 전방위적인 AX 확산에 중점을 두고 있다는 점을 고려할 때, 소상공인과 중소기업의 AI 전환 정책에도 기대를 걸 수 있다.

[그림2] 범국가적 AI대 전환(AX) 기반 마련



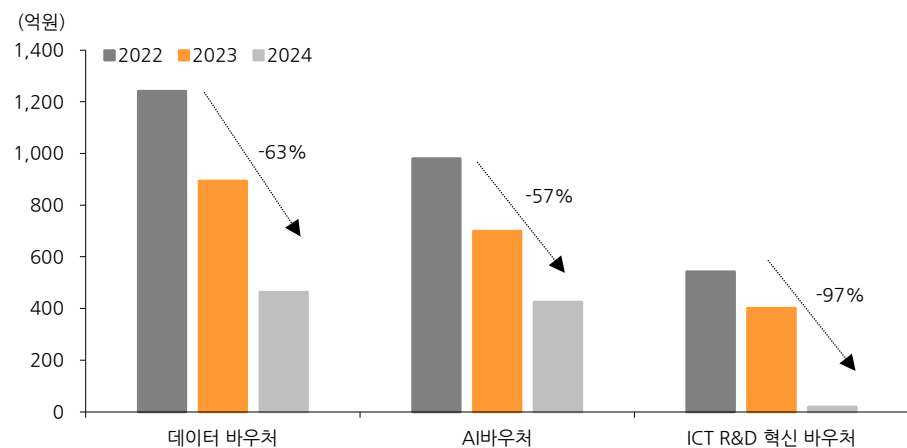
자료: 과학기술자문회의, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대한민국 AI 액션플랜방향성(안)



자료: 과학기술자문회의, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 계속 줄어 들고 있는 바우처 지원 사업



자료: 과학기술정보통신부, 정보통신산업진흥원, 한국데이터산업진흥원, 정보통신기획평가원, 한화투자증권 리서치센터

- 최근 미국과 중국도 AI 액션플랜 발표** 최근 미국과 중국도 AI 액션플랜을 발표했다. 각국의 관련 정책과 기조는 이전에 몇 차례 공개되었기 때문에 크게 새로운 내용은 없었지만, 장기 로드맵을 바탕으로 투자 주도 분야를 파악할 수 있다는 점에서는 의미가 있다고 판단된다. 미국과 중국 정부 모두 대규모 정책적 지원과 투자를 통해 AI 인프라를 확충하고 있으며, 민간 및 빅테크 기업과의 협력을 통해 글로벌 경쟁 우위를 확보하려는 공통된 목표를 가지고 있다.
- 양국의 차이점 존재** 접근 방식에 따라 차이점도 존재한다. 미국은 민간 기업과 투자를 중심으로 하는 혁신 주도형 생태계를 기반으로 하고 있다. 이에 따라 규제 완화 기조 속에서 민간 주도 기업들이 기술 선도를 통해 자율성 측면에서 경쟁력을 확대하고 있다. 반면, 중국은 정부 주도로 정책, 투자, 인프라를 일괄적으로 추진하는 방향이다. 특히, 산업 및 제조, 휴머노이드 로봇 등 응용 분야에서 빠르게 성과를 내고 있는 상황이다.

[그림5] 미국과 중국의 AI 전략의 차이점 및 공통점

	미국	중국
차이점	• 민간 기업과 투자자를 중심으로 AI 기술 개발 및 인프라 확충이 이루어짐 • 트럼프 행정부 재집권 이후, 규제 완화 기조를 통해 AI 육성을 위한 정책 환경 확대 • 산업용 에이전틱 AI 기반 B2B 솔루션, AI 인프라 중심으로 글로벌 AI 생태계 영향력 강화에 주력	• 정부 주도의 장기 로드맵에 따라 정책·투자·인프라를 일괄 추진 • DeepSeek 등 대표 AI 스타트업 성과를 기반으로 민간 투자 확대 유도 • 산업·제조·휴머노이드 로봇 등 응용 분야에서 AI 활용 확대, 실용적 성과 창출에 집중
공통점	• AI를 국가 전력 기술로 지정하고, 정부 차원의 지원과 정책을 대폭 확대 • 정부와 빅테크 기업이 협력해 AI 인프라 구축과 대규모 투자 추진 • 인재 확보를 위한 고액 보상, 이주지원 프로그램, 복지 혜택 등을 제공하며 공격적인 인재영입 • AI 기반 군사 지능화와 관련한 구체적 전략을 마련하고 본격 추진 • AGI 및 초지능 개발을 중장기 목표로 설정하고 연구 지속	

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 미국과 중국의 AI 전략 및 경쟁력 비교

미국	기준	중국
- AI 스타트업에 대한 대규모 민간 투자 지속 - 25 년에도 OpenAI, Anthropic, xAI 등 주요 스타트업이 미국 빅테크, VC 뿐만 아니라 중동 정부 등 글로벌 투자자들로부터 대규모 투자 유치	[1] 투자 생태계와 주요 AI 스타트업	- 미국의 첨단 AI 칩 수출 제한 등으로 민간 투자 열기가 일부 둔화된 모습도 보였으나, 정부 주도 대규모 투자 지속 - 정부와 빅테크 기업의 Zhipu AI, Moonshot AI, MiniMax 등 주요 AI 스타트업 집중 투자 및 육성, 특히 저비용 고성능의 DeepSeek 모델이 큰 주목을 받음
- 25 년 트럼프 행정부 재집권 이후, 바이든 정부의 AI 안전 규제 행정명령 철회 및 연방정부 내 AI 적극 도입 지시 - 민간 혁신 저해를 방지하기 위해 규제 완화 정책 적극 추진 - 25 년 7 월, AI 혁신 가속화인프라 구축-국제 AI 외교 주도를 위한 미국의 AI 행동 계획발표	[2] 정부 정책 및 자원 체계	- 정부 주도하에 장기적인 AI 로드맵(차세대 AI 발전계획) 설정 및 행동 전략(AI+ 이니셔티브) 실행 - 장기적 대규모 자금 지원(국가대형펀드 3 단계, 국가 AI 산업 투자 기금) 및 체계적인 AI 인재 양성 교육 진행
- 25 년 OpenAI, NVIDIA, Microsoft 등 민간 주도로 AI 인프라 확충을 위한 5,000 억 달러 규모의 스타게이트 프로젝트 발표 - AI 인프라 경쟁력 강화를 위한 주요 빅테크의 대대적인 자본지출 및 에너지 기업 투자 등 진행 - 미국 정부의 대중 AI 반도체 수출 통제 지속	[3] AI 인프라	- 정부 주도 데이터 처리 및 관리, 접근성을 높이기 위한 국가적 프로젝트 운영(동수서산 프로젝트, 데이터 X 이니셔티브) - 주요 빅테크의 AI 인프라 분야의 자본지출 확대 - 미국의 첨단 반도체 수출 통제로 반도체 자립을 위한 내재화 전략에 집중(국가 대규모 집적회로 산업 투자 펀드, 화웨이의 Ascend 등)
- 미국 빅테크 기업의 AI 인재 선점을 위한 총력전, 특히 메타의 Super Intelligence 팀 출범(25.06) 전후로 공격적인 인재 영입이 큰 화제 - 주요 기업들은 초대형 보상 패키지, 이주 지원 프로그램 등을 포함한 인재 영입 전략 구사 - 전 세계 가장 많이 인용된 AI 논문 수 1 위 - 전 세계 AI 특허 수는 중국에 비해 적지만, 생명과학 등 고부가가치 산업에 높은 비중	[4] AI 인재 및 지식자산	- 정부 주도로 산업-학계가 유기적으로 연결된 통합형 생태계를 구축 중이며, 특히 칭화대학, 저장대학 중심의 AI 스타트업 생태계가 주목 - 최근 중국 내외 AI 인재 유치 및 유지를 위한 주요 기업의 보상 및 복지 혜택 크게 강화 - AI 분야 논문 수로 전 세계 1 위 - AI 분야 특허 수로 전 세계 1 위, 특히 산업 자동화, 디지털 행정 등 사회 인프라 중심의 AI 응용 분야에서 특허 출원 활발
- 산업별 에이전틱 AI 솔루션을 통한 B2B 수익화 - 글로벌 AI 생태계 선점을 위한 인프라 강화	[5] 중단기적 AI 주력 분야	- 산업 전반 지능화와 제조업 중심 AI 활용 가속화 - AI 고도화와 함께 산업용 로봇을 넘어 휴머노이드 로봇개발 주력
- (방위) 국방부 내 AI 도입을 촉진하기 위한 구체적인 조치 제시(25.07 AI 행동 계획) - (AGI/초지능) AGI 및 초지능 개발 중심으로 민간 기업들이 전면적인 속도전에 돌입	[6] 장기적 AI 경쟁 분야	- (방위) 2035 년까지 AI 기반 군사 지능화 전환을 위한 국가적 투자 및 제도 기반 마련 - (AGI/초지능) 정부 계획 및 지원 하에 민간 기업이 개발 참여

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

>> 미국: 자국 중심 AI 생태계 확장 적극 추진

규제 완화 기조와 기술 속도전에 중점	지난 7월 23일, 트럼프 대통령은 ‘AI 행동계획(Winning the Race: America’s AI Action Plan)’을 발표했다. 이 계획은 AI 혁신 가속화, 미국형 AI 인프라 구축, 국제 AI 외교 및 안보 선도라는 3대 축을 중심으로 90여 개의 권고 정책 조치를 담고 있다. 주요 내용은 규제 완화를 통해 AI 기술의 ‘속도전’을 촉진하고, 미국 중심의 ‘기술 블록’을 구축하는 것을 목표로 한다. 미중 간 기술 패권 경쟁의 핵심 분야인 AI에서 중국과의 기술 격차가 점차 좁혀짐에 따라, 미국 AI 정책의 무게 중심이 ‘안전과 신뢰’에서 ‘성장 가속화’로 이동했다고 판단된다.
오픈소스 생태계 확산에도 주력	트럼프는 과거 바이든 행정부의 AI 행정명령을 폐지하고, 혁신을 저해하는 과도한 규제와 관료적 절차를 완화하는 방안을 추진하고 있다. 또한, AI 도입과 오픈소스 생태계 확산을 장려하고자 한다. 대규모 투자와 함께 데이터센터, 반도체 제조 시설, 에너지 인프라 구축 시 기후변화 영향 검토 요구를 배제하는 등, 연방 허가 절차를 대폭 간소화할 계획이다. 이러한 조치들은 AI 기술과 표준을 동맹국 및 파트너 국가로 확산시키고, 중국의 영향력 확대를 견제하며, 미국 중심의 기술 생태계 편입(Lock-in)을 가속화하려는 목표를 가지고 있다. 요약하면, 규제 혁신을 통한 속도전, 오픈소스 생태계 확산, 그리고 미국 중심의 기술 리더십 구축이 핵심 내용이라고 할 수 있다.

[표6] 미국 AI 행동계획(AI Action Plan) 주요 내용

중심 축	주요내용
Pillar I : AI 혁신 가속화	▶규제 완화 및 민간 주도 장려 - 규제 학파, AI 학습의 이념적 개입 철폐와 표현의 자유 보호 - 오픈소스 및 오픈웨이트(Open Weight: 훈련 모델에 적용완료된 가중치 공개) AI 장려 등 개방성 견지 ▶미국 내 AI 기술 생태계 강화 - AI 도입 및 상용화 촉진, 연계 기반 및 차세대 제조업 지원 - AI 과학 발전 선도(해석가능성, 제어성, 견고성 분야의 연구 투자) - 고급 데이터셋 구축 ▶AI 개발 보조 및 법적 지원 체계 구축 - AI 평가 생태계 구축 - 정부 내 AI 도입·채택 가속화, 국방부 AI 도입 확대 - 합성 미디어 등 AI 기반 위조 콘텐츠 적극 대응
Pillar II : 미국 AI 인프라 구축	▶반도체 제조 복원 및 AI 인프라 강화 - 데이터센터, 반도체 시설, 인프라 신속한 인허가 및 보안 보장 - AI 혁신 속도에 부합하는 전력망 개발, AI 인프라 숙련 인력 양성 - 미국 내 반도체 제조업 부흥 ▶안보기관 및 주요 기반시설 AI 보안 및 대응체계 강화 - 군정보기관용 보안 데이터센터 구축, 핵심기반시설 사이버보안 강화 - 보안설계 기반 AI 기술 응용 확대, 연방정부의 AI 사고 대응역량 강화
Pillar III : AI 국제외교 및 안보 선도	▶미국 AI 기술 우방국 수출 및 적성국 통제 강화 - 동맹국과 AI 기술채계 패키지(full-stack) 수출 지원 - AI 연산지원, 반도체 수출 통제의 집행력 강화 ▶미국 주도 글로벌 영향력 확대 - 미국 기준에 따른 글로벌 보호조치 정렬 - 다자 국제 거버넌스 기구 내 중국의 영향력 견제 ▶AI 기반 국가안보 및 연계 위험 리스크 평가체계 주도 - 첨단 프론티어 모델 위험 평가 선도, 바이오 안보 투자 확대

자료: The White House(July 2025), KOTRA 경제통상 리포트(2025.07.30), 한화투자증권 리서치센터

>> 중국: ‘인공지능(AI) 플러스(+)' 행동계획의 심화 실행에 관한 지침 발표

중국도 AI 액션플랜 발표	중국 역시 지난 8월 26일 ‘AI+ 행동계획’을 공식 발표했다. 전반적으로 정부 주도의 정책 지원과 생태계 구축을 바탕으로 AI 기술의 상용화를 빠른 속도로 추진하겠다는 전략이다. 가장 중요한 내용은 2027년까지 신형 AI 단말기 및 에이전트의 보급률을 70% 이상, 2030년까지는 90% 이상으로 확대하고, 2035년에는 전면적인 스마트 사회로의 진입을 달성하겠다는 KPI 목표를 제시한 것이다.
정부 주도 장기 로드맵에 따라 추진	중국 정부는 AI 모델 자체보다 ‘응용’과 ‘UI’로서의 AI를 중시한다는 방침을 담고 있다. 정책 우선 과제로 명확히 제시된 AI 단말기의 보급률 수치만 보아도 이를 알 수 있다. 이를 실현하기 위해 과학기술, 산업, 소비, 민생, 거버넌스, 국제협력 등 6대 핵심 분야에 걸쳐 AI 기술의 융합과 응용을 적극 추진하겠다는 계획이다. 중국 역시 빅테크 중심으로 에이전트 개발 경쟁이 치열한 상황인데, 향후 각 버티컬 특화형 에이전트 시장도 빠르게 커질 것으로 예상된다.

[표7] 중국 AI+ 행동계획 주요 내용

3 단계 목표	
2027	- AI를 6대 핵심 산업에 광범위·심층 통합 선도 - 차세대 지능형 단말과 지능형 에이전트 등의 응용 프로그램 보급률 70% 초과 - 공공 거버넌스 내 AI 역할 고도화, 개방형 협력체계 개선
2030	- AI가 고품질 발전 충분히 견인 - 차세대 지능형 에이전트 등의 응용 프로그램 보급률 90% 초과 - 지능형 경제는 중국 경제 발전의 핵심 성장 동력이 되어 기술의 포용성과 성과 공유를 촉진
2035	- 지능형 경제·사회 완전 진입, 사회주의 현대화 기본 실현 강력 지원
AI+ 행동계획이 적용될 6가지 핵심 분야	
1. 과학기술	① 과학적 발견 가속화 ② 기술 연구개발(R&D) 모델 혁신을 촉진 및 효율성 향상 ③ 철학 및 사회과학 연구 방법 혁신
2. 산업 발전	① 지능형 네이티브 기술을 위한 새로운 모델과 새로운 비즈니스 형태를 육성 ② 모든 산업 요소의 지능화 발전 촉진 ③ 농업의 디지털 전환과 고도화를 가속화 ④ 서비스 산업 발전의 새로운 모델 혁신
3. 소비품질 향상	① 새로운 서비스 소비 시나리오를 확대 ② 새로운 제품 소비 형태를 구축
4. 국민복지	① 더욱 지능적인 업무 방식을 구축 ② 더욱 효과적인 학습 방법을 장려 ③ 더 나은 삶과 더 높은 질을 창조
5. 거버넌스 역량	① 사회 거버넌스에서 인간과 기계의 공생이라는 새로운 비전 제시 ② 새로운 안보 거버넌스 프레임워크를 구축 ③ 아름다운 중국을 위한 생태계 거버넌스 구축
6. 글로벌 협력	① AI의 보편적 혜택 증진 ② 글로벌 AI 거버넌스 시스템을 공동 구축

자료: 중국 국무원, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

4. 독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트

대한민국 초거대 AI모델 확보를 위한 프로젝트 한국형 초거대 AI 확보를 목표로 하는 국가 전략 프로젝트의 일환으로, 국가대표 AI 개발을 위한 ‘독자 AI 파운데이션 모델’ 선정 작업도 시작됐다.

정부는 내수 시장에서 충분히 활용할 수 있는 정도의 독자 모델 개발을 목표로 한다고 밝혔다. 우리나라 기업들이 AI 모델을 프롬 스크래치(From Scratch, 사전 학습된 모델이나 데이터 없이 초기 단계부터 모델을 직접 설계, 개발하는 방식)로 개발하여, 그 성능과 모델 공개 범위 확장성 면에서 우위를 가리는 기술 경연이다. 선발된 컨소시엄들의 특징은 크게 두 가지로 나눌 수 있다. '대국민·산업 AI 접근성 강화(네이버 클라우드, SK텔레콤, NC AI)에 집중한 팀과, '글로벌 빅테크 모델과 직접 경쟁이 가능한 기술력 중심 모델 개발(업스테이지, LG AI 연구원)'에 집중하는 팀으로 분류된다.

[표8] 국가대표 독자 AI 선발 5개 컨소시엄 별 특징

주관사	LG AI연구원
컨소시엄	▲LG유플러스 ▲LG CNS ▲슈퍼브에이아이 ▲퓨리오사시 ▲프렌들리AI ▲이스트소프트 ▲이스트에이드 ▲한글과컴퓨터 ▲휘트니스테크놀로지스
목표	- 전문성과 범용성 갖춘 고성능 AI 파운데이션 모델 - 누구나 쉽게 접근 가능한 풀스택 AI 산업 생태계 - B2C, B2B, B2G 각 분야별 서비스
전략	세계적 수준을 입증한 엑사원 4.0 기반 글로벌 프런티어 모델 대비 100% 이상의 성능을 내는 K-엑사원 개발해 오픈소스 공개 목표
주관사 대표 모델	EXAONE(4.0/3.5/Deep)
주관사	SK텔레콤
컨소시엄	▲크래프톤 ▲포티투닷 ▲리벨리온 ▲라이너 ▲셀렉트스타 ▲서울대학교 ▲카이스트 ▲미국 위스콘신대학교 석학
목표	- 포스트-트랜스포머 AI 모델 개발 - 범용 AI 에이전트, 전문지식 특화 AI 에이전트 개발 - 직장인, 학생, 디지털 취약계층 맞춤형 AI 가이드 제공
전략	통신 서비스와 산업별 동맹 기반 B2C와 B2B를 모두 아우르는 하이브리드 모델 추구
주관사 대표 모델	AX 3.1 라이트(경량/프로), AX 4.0(파라미터 70억)
주관사	네이버클라우드
컨소시엄	▲트웰브랩스 ▲서울대학교 산학협력단 ▲한국과학기술원 ▲포항공과대학교 산학협력단 ▲고려대학교 산학협력단 ▲한양대학교 산학협력단
목표	- 범국민 AI 접근성 확대 - 전국민 AI 서비스 플랫폼, AI 에이전트 마켓플레이스 운영 - 산업 확산 위한 오픈 파운데이션 모델 구축
전략	AI 에이전트 마켓플레이스 구축을 통해 개발자와 사용자를 모두 끌어모아 국내 AI 생태계의 패권을 잡겠다는 구상
주관사 대표 모델	HyperCLOVA X(벡크/시드/대시)
주관사	NC AI
컨소시엄	▲한국전자통신연구원(ETRI) ▲서울대·고려대·연세대·카이스트 등 주요 대학 연구진 ▲포스코DX ▲롯데이노베이트 ▲NHN ▲MBC
목표	- 200B급 대규모 언어 파운데이션 모델 패키지 개발 - 산업 확산 위한 '도메인 오픈스' 플랫폼 구축 - 제조, 유통, 로봇, 콘텐츠 공공 산업 특화 모델 개발
전략	각자의 컨소시엄에 포함된 제조, 금융, 미디어 등 핵심 파트너사들의 AI 전환(AX)을 이끌어 실질적인 경제적 가치를 창출하는데 초점
주관사 대표 모델	VARCO LLM (Foundation/Dialog), VISION
주관사	업스테이지
컨소시엄	▲래블업 ▲노타 ▲플리토 ▲카이스트 ▲서강대 ▲금융결제원 ▲로앤컴퍼니 ▲마키나락스
목표	- AI 파운데이션 모델 솔라 WBL 개발 - 3년간 대국민 AI 서비스 제공(사용자 1000만 달성) - 법률, 제조, 국방, 의료, 금융 B2B 서비스
전략	가성비 높은 고효율 모델로 제 3국에 '소버린 AI' 솔루션을 수출 전략 동시에 금융, 법률, 제조 등 각 산업 대표 컨소시엄 파트너들과 협력
주관사 대표 모델	솔라(프로/미니/프로2)

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

>> 국가대표 선발전으로 선정된 5개 컨소시엄의 특징

① 네이버클라우드, 풀스택 준비 완료

이번 프로젝트에서 네이버는 ‘범국민 AI 접근성 확대’를 목표로, 텍스트, 음성, 이미지, 비디오 등 다양한 데이터를 동시에 이해하고 생성할 수 있는 원천 기술을 확보한다. 이를 통해 전국민 AI 서비스 플랫폼과 AI 에이전트 마켓플레이스를 운영할 계획이며, 마켓플레이스는 개방형 생태계로 개발자와 일반 사용자 모두를 아우른다. 네이버와 컨소시엄은 데이터센터, 클라우드, 모델, 서비스까지 아우르는 풀스택 역량을 보유하고 있어, 다양한 데이터를 통합하는 오픈 파운데이션 모델 구축에 시너지를 낼 것으로 예상된다. 제조업 계열사가 포함되지 않은 점은 범용 AI 개발 의지를 보여준다.

네이버는 한국어 특화 초거대 LLM 모델인 HyperCLOVA X를 바탕으로 AI 생태계를 확장하고 있다. HyperCLOVA X는 한국어 데이터를 해외 경쟁사보다 6500배 더 많이 학습하여, 검색, 콘텐츠, 쇼핑 등 다양한 서비스에 적용되고 있다. 이 모델은 오픈소스로 제공되어 스타트업과 중소기업도 활용할 수 있게 돕고 있으며, AI 생태계와 산업 경쟁력 강화에 기여하고 있다.

② LG AI 연구원, 글로벌 최고 AI

LG AI 연구원은 자체 개발한 수학 코딩 특화 모델 EXAONE을 보유하고 있으며, 최근 발표한 EXAONE 4.0은 전문성과 정밀도를 크게 향상시킨 고성능 모델이다. 이 모델은 제조, 화학, 물류 등 다양한 산업에 적용되고 있고, 오픈소스 API 형태로 제공되어 누적 다운로드 310만 회를 기록했다.

이번 프로젝트에서 LG는 ‘글로벌 최고를 넘어서는 AI 개발’을 목표로, EXAONE 4.0을 기반으로 한 K-EXAONE을 개발해 오픈소스로 공개할 계획이다. 이 모델은 고성능 AI 파운데이션 모델을 통해 풀스택 AI 산업 생태계를 형성하고, B2C, B2B, B2G 수요에 맞춘 맞춤형 서비스를 제공할 예정이다. 이를 위해 핵심 파트너사들과 협력하여 산업 전반의 AI 전환을 촉진하고, 경제적 가치를 창출한다고 밝혔다.

컨소시엄은 개발부터 서비스까지 전 과정을 아우르는 플랫폼을 지향하며, EXAONE 기반 멀티모달 기술의 완성도가 높은 평가를 받고 있다. 퓨리오사 AI, 이스트소프트, 한글과컴퓨터 등 주요 AI 기술 기업들과 LG그룹 계열사들이 참여하여, AI 연구 및 개발부터 서비스 구현까지 통합적 시너지를 발휘할 것으로 예상된다.

③ SK 텔레콤, 협업으로 만드는 하이브리드

SK텔레콤 이번 프로젝트 핵심 목표는 ‘포스트-트랜스포머 AI 모델 개발’이다. 범용 및 전문 분야 AI 에이전트를 구축해 직장인, 학생, 디지털 취약계층 등 다양한 사용자에게 맞춤형 서비스를 제공하는 것이 주요 전략이다.

SK텔레콤은 자체 경량 모델 A.X 3.1 라이트와, Qwen 기반으로 파인튜닝한 70억 파라미터 규모의 A.X 4.0 모델을 보유하고 있으며, 모두 오픈소스로 공개되었다. 특히 A.X 4.0은 한국어 문장 입력 기준으로 GPT-4o 대비 약 33% 높은 토큰 효율을 기록하는 등, 한국어 특화 성능에서 우위를 보인다. 이는 통신 고객 응대, AI 콜, 음성·보안 솔루션 등으로 축적한 방대한 한국어 데이터를 기반으로 한 결과다. 이번 프로젝트는 크래프톤, 리벨리온, 라이너, 셀렉트스타 등 다양한 스타트업과의 협업을 통해 AI 반도체, 데이터, 콘텐츠, 모빌리티 등 전 영역을 포괄하며, SK 계열사와의 연계를 통해 실제 현장에서의 검증도 가능하다. 이는 단순한 LLM 개발을 넘어 서비스 확산과 산업별 적용을 실현하는 경쟁력 있는 구조로 평가된다.

④ NC AI, 게임사가 만드는 산업특화 AI

NC는 이번 프로젝트에 선정된 주관사 중 유일한 게임사로서 ‘산업 AI 전환을 위한 멀티모달 개발’을 핵심가치로 내세웠다. NC AI는 자체 개발한 경량 LLM 모델 ‘VARCO’를 보유하고 있다. 이 모델은 LLaMA 기반 구조를 한국어에 최적화하여 성능을 크게 향상시킨 것으로, 로직코리아 벤치마크 1위를 기록했으며, 오픈소스로 공개되어 스타트업과 중소기업 등 다양한 주체가 활용할 수 있다. 현재 게임, 스토리, 패션 콘텐츠 등 여러 버티컬 산업에 적용되고 있으며, 실제로 F&F(MLB, 디스커버리 브랜드 보유)가 솔루션을 도입한 사례도 있다. VARCO는 추론, 수학, 글쓰기, 코딩, 문법 등 다방면에서 강점을 보이며, 한국어 기반의 챗봇, QA, 번역 등에 적합하다.

⑤ 업스테이지, 스타트업이 모여 만드는 WBL

업스테이지는 이번 프로젝트에 선정된 스타트업 중 유일한 주관사로, 자체 개발한 경량 모델 ‘솔라(SOLAR)’를 보유한다. 이 모델은 효율성과 고속 추론을 기반으로 금융, 보험, 법률, 의료 등 특정 산업군에서 실질적인 활용성을 확보했으며, 국내외 기업에 맞춤형 AI 솔루션을 제공한 경험 있다. 이번 프로젝트에서 업스테이지는 ‘세계 최고 수준의 AI 파운데이션 모델(SOLAR WBL)’ 개발을 핵심 가치로 제시했다. 향후 3년간 1천만 명 이상의 사용자를 확보하고, 기술적 자립을 원하는 제3국 시장에 소버린 AI 솔루션을 수출하는 동시에, 국내 산업별 전문 기업들과 협력해 AI 내실을 강화하는 투트랙 전략을 추진한다. 또한 파라미터 수를 최대 3천억 개까지 확장하고, 영어는 물론 일본어, 동남아 언어 등으로 지원 언어를 확대해 글로벌 경쟁력을 높이는 것을 목표로 한다. 컨소시엄은 업스테이지를 중심으로, 플리토(데이터), 노타(모델 최적화), 래블업(GPU 인프라) 등 스타트업들이 각기 역할을 분담해 공동으로 프로젝트를 수행할 계획이다.

>> 선발전에 들어간 스타트업은 20 개, 그 중 매출 성장세가 나오는 곳은?

5개의 정예팀에는 대기업, 대학, 스타트업 등 다양한 주체가 포함됐으며, 이 중 스타트업은 총 20개가 들어갔다. 그 중 매출 성장세가 두드러진 5개 기업에 주목한다.

[그림6] 선발전에 이름을 올린 스타트업 20 개

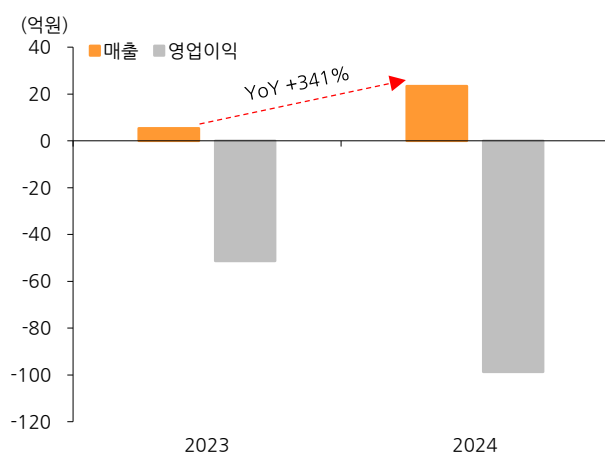


자료: 언론보도, OUTSTANDING, 한화투자증권 리서치센터

① 라이너: 24 년 매출 YoY 341% 증가

라이너는 자체 개발한 LLM 기술을 기반으로, 높은 정확도의 AI 검색 서비스 ‘라이너’를 운영하고 있다. 정보 탐색과 자료 검색에 특화된 엔진으로, ‘심플큐에이(SimpleQA)’ 벤치마크에서 95.3점으로 최고 수준의 성과를 기록했으며, GPT-4.1을 능가하는 답변 생성 능력을 보유하고 있다. 최근 ‘가설 생성 에이전트’와 ‘인용 추천 에이전트’를 공개하며, 연구 및 논문 작성 전 과정을 지원하는 리서치 특화 AI로 제품을 확장 중이다. 2024년 매출은 전년 대비 341% 성장했으며, 유료 구독자 기반 확대와 유지에 성공했다. 주요 기능으로는 출처 필터, 학술 논문 검색, 참조 인용 작성 지원 등이 있다.

[그림7] 라이너 실적 현황



자료: 라이너, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 라이너 출처 인용하기 서비스



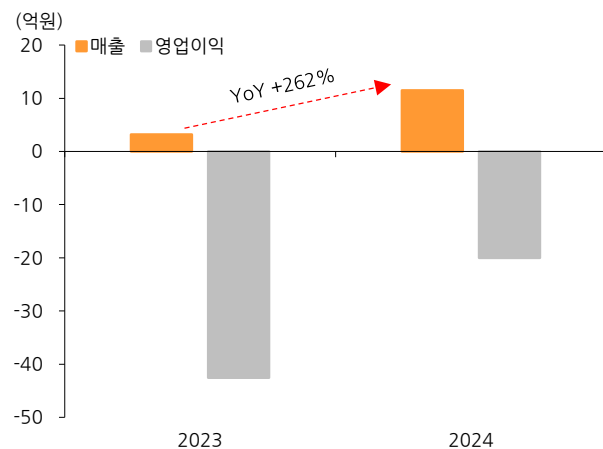
자료: 라이너, 한화투자증권 리서치센터

② 프렌들리에이아이: 24년 매출 YoY 262% 증가

프렌들리AI는 생성형 AI의 추론 및 학습 인프라 최적화에 특화된 기술 기업이다. 생성형 AI는 대규모 GPU 자원을 필요로 하고, 트래픽 변화에 따라 성능이 영향을 받는 구조지만, 동사는 이를 자동화하고 최적화함으로써 응답 속도를 높이고 GPU 비용을 절감하는 인프라를 제공한다. 오픈소스 파운데이션 모델 기반의 맞춤형 AI 개발 서비스도 운영 중이며, 고객사가 자체 데이터셋으로 손쉽게 파인튜닝할 수 있도록 지원하고 있다. SK텔레콤, LG AI연구원, 업스테이지 등과 협업해 실제 성능 개선과 비용 최적화 성과를 입증했다.

2024년에는 영업손실을 줄이는 동시에 전년 대비 262%의 매출 성장을 기록했다. 동사의 플랫폼은 고비용, 느린 추론 속도, 운영 복잡성이라는 산업 전반의 문제를 해결하며, GPU 비용을 최대 50% 이상 절감할 수 있는 경쟁력을 확보했다. 특히 서버리스 기반 추론 인프라, 트래픽 자동 확장, 저비용 구조는 ChatGPT 대비 10분의 1 수준의 운영 비용을 가능케 한다. 최근에는 고객 데이터 기반 파인튜닝 서비스와 다양한 에이전트용 도구들을 출시하며 사업 영역을 확장 중이다.

[그림9] 프렌들리에이아이 실적 현황



자료: 프렌들리에이아이, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 프렌들리에이아이 프렌들리 파인튜닝 서비스



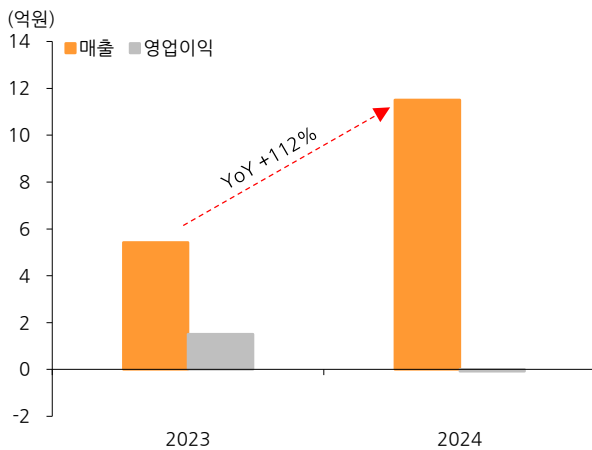
자료: 프렌들리에이아이, 한화투자증권 리서치센터

③ 올거나이즈: 24년 매출 YoY 112% 증가

올거나이즈는 기업 맞춤형 LLM 솔루션을 개발·제공하는 AI 전문 기업으로, 한국, 미국, 일본에 현지 법인을 두고 'Alli(알리)'라는 올인원 LLM 플랫폼을 운영하고 있다. 알리는 기업 내 방대한 데이터를 생성형 AI 기반의 인지 검색 기술로 분석하여 필요한 정보를 빠르게 찾아주는 것이 핵심 기능이며, HR, 보험, 건설, 유통 등 다양한 산업에 특화된 솔루션을 제공하고 있다. 현재까지 한·미·일 3개국에서 300개 이상의 엔터프라이즈 고객사를 확보했다.

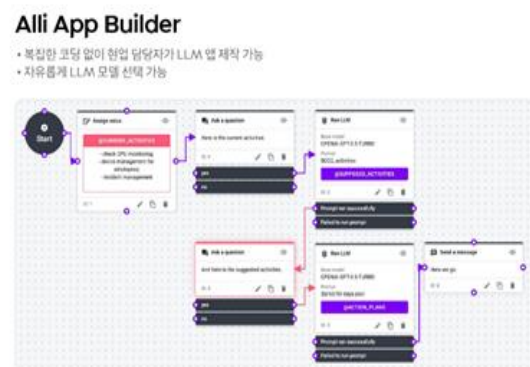
2024년 기준, 매출은 전년 대비 112% 성장했다. 이는 시장별 맞춤형 마케팅 전략과 제품 혁신이 결합된 결과다. 알리는 검색증강생성(RAG), 앱 빌더, 앱 마켓, 자체 개발 sLLM 등 다양한 기능을 통합 제공하며, 고객사는 GPT, 클로드 등 다양한 LLM을 자유롭게 선택해 사용할 수 있다. 특히 보안상 온프레미스 환경이 필요한 기업을 위해 자체 sLLM도 지원하고 있어, 유연성과 실용성을 동시에 갖춘 플랫폼으로 평가받고 있다.

[그림11] 올거나이즈 실적 현황



자료: 올거나이즈, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 올거나이즈 올인원 LLM 플랫폼 알리



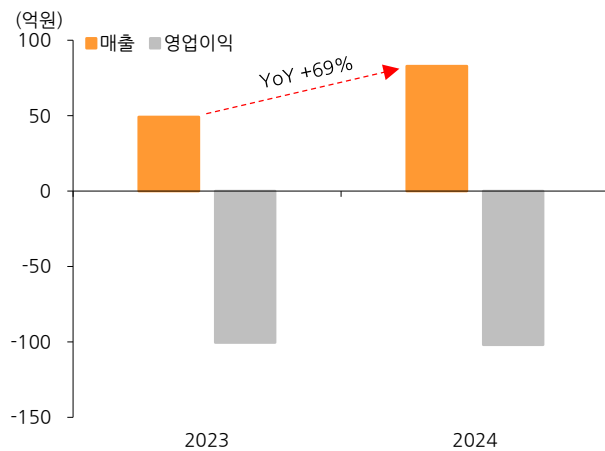
자료: 올거나이즈, 한화투자증권 리서치센터

④ 마키나락스: 24년 매출 YoY 69% 증가

마키나락스는 고객사의 요청에 따라 자사 플랫폼을 활용해 기업 맞춤형 AI 솔루션을 개발하는 기업이다. 특히 사람이 실수하거나 위험에 노출되기 쉬운 산업 공정을 AI로 자동화하여 인력 배치를 효율화하고 생산성을 높이는 데 주력하고 있다. 자동차, 국방, 중공업 등 복잡한 제조 환경에 특화된 생성형 AI와 AI 에이전트를 개발·제공하며, 자체 플랫폼 ‘런웨이(Runway)’를 통해 통상 6개월 이상 소요되는 AI 솔루션 개발을 약 3개월로 단축할 수 있다.

런웨이에는 메타의 LLaMA를 포함한 약 4,000여 개의 AI 모델이 탑재되어 있으며, 이 중 절반은 마키나락스가 자체 개발한 모델이다. 다양한 모델을 조합해 고객 요구에 최적화된 솔루션을 신속히 제작할 수 있는 점이 주요 경쟁력이다. 2024년에는 영업손실 증가를 최소화하면서도 매출이 전년 대비 69% 성장했다. 현재 삼성, SK, 현대차 등 대기업을 포함해 약 60여 곳의 고객사를 확보하고 있으며, 제조업 외에도 금융, 유통, 공공, 방산, 물류 등으로 사업 영역을 확대하고 있다. 개발부터 배포, 운영, 재학습까지의 전 과정을 자동화한 플랫폼을 통해 고객의 시간과 비용을 절감하고 있다.

[그림13] 마키나락스 실적 현황



자료: 마키나락스, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 마키나락스 AI 솔루션 플랫폼 런웨이



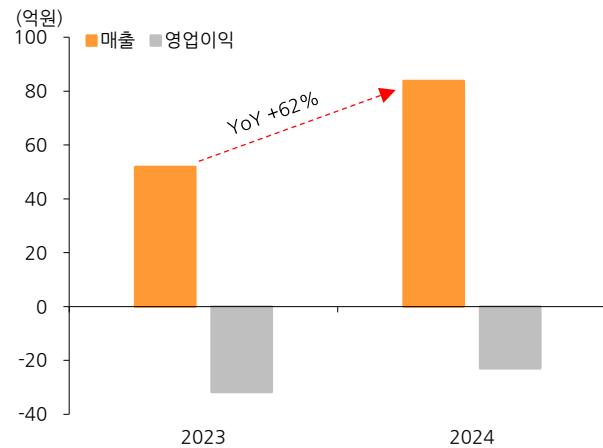
자료: 마키나락스, 한화투자증권 리서치센터

⑤ 셀렉트스타: 24년 매출 YoY 62% 증가

셀렉트스타는 AI 도입 전 과정 중 데이터 영역에 특화된 기업으로, 데이터 설계·구축부터 신뢰성 검증 및 평가까지 포괄하는 전주기 솔루션을 제공하고 있다. 특히 생성형 AI의 예측 불가능한 응답 문제에 주목해, 국내 최초로 생성형 AI 신뢰성 검증 자동화 솔루션 'Datumo Eval(다투모 이벨)'을 출시했다. 이를 통해 AI 서비스 운영 중 발생할 수 있는 오류나 위험을 사전 식별·대응할 수 있도록 지원하며, LLM 신뢰성 평가라는 새로운 시장을 선도하고 있다.

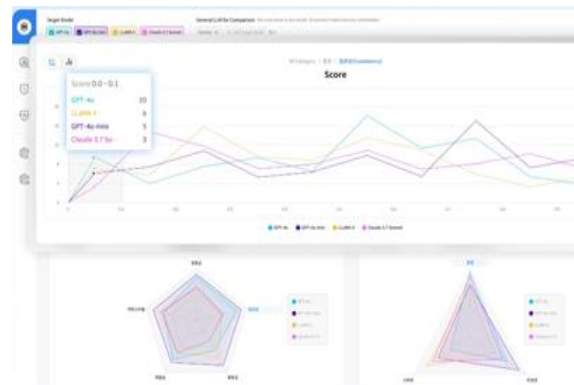
2024년에는 영업손실을 줄이는 동시에 매출이 전년 대비 62% 성장했다. '다투모 이벨'은 신한은행, 우리은행, NH농협은행 등 주요 금융권에 도입되며 시장 수요를 빠르게 확보 중이다. 셀렉트스타는 약 320개 기업 고객을 보유하고 있으며, 라이선스 기반 학습용 데이터셋 판매를 통해 누적 매출 50억 원을 돌파했다. 고품질 데이터 구축과 신뢰성 평가 역량을 바탕으로 국내 시장을 선도하고 있으며, 글로벌 진출도 준비하고 있다.

[그림15] 셀렉트스타 실적 현황



자료: 셀렉트스타, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 셀렉트스타 AI 신뢰성 검증



자료: 셀렉트스타, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 독자 AI 모델 프로젝트 참여 스타트업 20 개 (계속)

소속	기업명	24 매출	24 영업이익	기업 개요 및 특징
업스테이지	데이원컴퍼니	1,276	-2.9	- 성인 교육 콘텐츠 회사 - AI 교육 콘텐츠 제작부터 기업 AI 역량 내재화까지 전 과정을 수행 가능 - B2C 부문 인공지능 관련 단계별 온라인 강의와 실습 콘텐츠를 제공 - B2B 부문 산업별 특화 교육 프로그램과 실습 키트 개발
	오케스트로	745.6	-309.8	- 클라우드 및 AI 전문기업 - 클라우드 인프라 전반 관련 풀스택 클라우드 기술 및 생성형 AI 구축 기술 보유 - 공공 클라우드 중심 국가정보자원관리원, 한국지역정보개발원 등에 클라우드 솔루션 단독 공급하는 등 공공 클라우드 부문에서 선도적인 입지 - WBL 모델을 이용하여 공공분야에 생성형 AI를 확산하는 역할 담당 예정
	뷰노	258.7	-95.8	- 의료 인공지능 전문 기업 - 다양한 의료 데이터를 분석 및 학습하고 이상징후를 포착하는 AI 솔루션 개발 - 개발된 AI 모델에 의료 데이터를 학습 및 최적화하고 의료 산업 확산 역할 - 다양한 의료기관과의 협업/연구를 통해 의료 특화 데이터 전처리 및 정합성 확보 기술 보유 및 의료 도메인에 특화된 고품질 데이터셋 구축 가능
	플리토	186	0.75	- 인공지능 기반 언어 데이터 기업 - 크라우드 소싱을 통해 만든 AI 학습용 언어 데이터 판매 및 고품질 데이터를 바탕으로 AI 동시 통역 솔루션, 다국어 이미지 번역 솔루션, 번역 플랫폼 등을 서비스 - 모델 성능을 좌우하는 학습용과 평가용 데이터를 총괄 구축하는 역할 - GPU 인프라와 학습 최적화 부문 담당 예정
	업스테이지	139	-401.9	- LLM 개발 기술력 보유 - 자체 사전학습 LLM 솔라 운영 - 비정형 데이터 정형화 솔루션 보유
	로앤컴퍼니	94.2	-43.7	- 리걸테크(Legal Tech) 기업 - 회사가 수집한 양질의 법률 데이터 및 데이터 활용 기술을 바탕으로 법률에 최적화된 AI 서비스 제공 - 빅테크 범용 LLM을 활용한 법률 특화 AI 서비스와 자체 법률 특화 LLM 개발 - 법률 특화 AI 서비스 '슈퍼로이어'를 성공적으로 개발, 운영한 경험을 바탕으로 글로벌 시장에서 AX 전환을 위한 솔루션 확산 등을 맡아 AI생태계 확산 주도할 계획
	노타	84.4	-117.6	- 인공지능 최적화 및 경량화 전문 기업 - AI 모델 자동 최적화 플랫폼 '넷츠프레스'를 통해 AI 모델 개발부터 압축, 하드웨어 배포까지의 전 과정을 자동화 - 업스테이지가 개발하는 수천억 파라미터 규모의 거대 파운데이션 모델을 넷츠프레스 플랫폼을 통해 경량화 및 최적화하는 임무 수행 - 보안과 속도가 중요한 다양한 엣지 디바이스에서 파운데이션 모델 기반의 AI 서비스가 가능하도록 하는 온디바이스 파운데이션 모델 기술 구현 예정
	마키나락스	82.9	-102.5	- 산업 특화 AI 기업 - 산업 공정 생산성을 높일 수 있는 AI 자동화 프로그램을 회사의 요구에 맞춰 공급 - 자동차, 국방, 중공업, 제조 현장을 이해하여 관련 공정 제어/운영/관리를 돕는 생성형 AI 및 AI 에이전트를 만들어 서비스 - 제조, 국방 분야에 특화된 AI 에이전트 개발과 실전 배치 역할 담당
	레블업	51.9	0.25	- AI 모델 개발 최적화를 위한 머신러닝 플랫폼과 솔루션을 제공하는 기업 - 소규모 AI 모델부터 초거대 언어 모델까지 다양한 AI 모델을 개발, 서비스하는 과정의 어려움을 표준화된 플랫폼을 통해 해결하기 위해 Backend AI 개발 및 서비스 - GPU 운영과 최적화 역할 - 대규모 분산 학습 과정에서 발생하는 성능 저하 요인 분석 및 해결
	올거나이즈	47.3	-0.08	- 기업 특화 LLM 솔루션 기업 - HR, 보험, 게임, 건설, 유통 등 다양한 분야의 개별 기업 특성 맞춤형 LLM 구축 서비스, 내부 문서 분석 서비스, LLM 기반 챗봇 서비스 등 제공 - LLM 파인튜닝 관련 노하우와 기술력을 보유하고 있으며, 실제로 일본 및 미국 등에서 좋은 성과 내며 글로벌 확산 선도 - 모델을 국가별, 고객 도메인별 파인튜닝하여 글로벌 확산시키는 역할 예정

[표10] 독자 AI 모델 프로젝트 참여 스타트업

소속	기업명	'24 매출	'24 영업이익	기업 개요 및 특징
LG AI연구원	뤼튼테크놀로지	30.7	-295	- 다양한 AI B2C 서비스를 제공하는 기업 - 빅테크의 LLM을 활용한 개인 맞춤형 AI 서비스인 '뤼튼 AI 서포터', 캐릭터형 플랫폼 '크랙', 오픈소스 생태계 기반 AI 에이전트 개발도구 '뤼튼랩스' 운영 - 산업별 생성형 AI 서비스 확산 담당
	퓨리오사 AI	29.5	-725.4	- AI 반도체 개발 기업으로 고성능 추론 AI 반도체(NPU) 설계 및 개발 - 풀스택 AI 산업 생태계 조성 역할 - NPU 제공 및 이반에 만들어진 파운데이션 모델과 NPU 일체성을 높이는데 기여 - 폐쇄망을 쓰는 기관에 퓨리오사 서버를 통해 기관이 자체적으로 IT 인프라를 구축하고 운영하는 온프레미스 서비스 구축 계획
	슈퍼브 AI	20.5	-71.1	- 영상, 그림 등 시각 데이터 분석 및 AI 모델 개발 기술력을 보유한 기업 - 추가 학습 없이 시각적 작업에 적용 가능한 비전 파운데이션 모델 '제로', 데이터 구축부터 모델 학습에 이르는 전 단계를 다루는 올인원 데이터 플랫폼 '슈퍼브' 개발 - AI 모델 개발 담당으로 최고 수준의 VLM 개발과 피지컬 AI 분야 지원 - 피지컬 AI, 멀티모달 AI 개발에 필요한 복잡한 환경 데이터(시각, 자연어, 행동 등)의 설계, 선별, 합성 전 과정에 참여할 예정
	프렌들리 AI	11.5	-20	- 생성형 AI 추론 및 학습 가속 인프라 전문 기업 - 생성형 AI 운영의 자동화/최적화를 통해 응답속도 향상 및 GPU 비용 절감해주는 인프라 제공 - 누구나 쉽게 접근 가능한 풀스택 AI 산업 생태계 조성 역할 - 서버리스 형태로 API 보급할 계획
NC AI	인터엑스	146.6	-90.2	- 산업현장의 AI 전환을 진행하는 데이터 기술 기업 - 비정형 데이터의 지식화 기술을 바탕으로 제조 특화 생성형 AI 솔루션, 데이터 기반 설비 공정 최적화 솔루션, 디지털 트윈 시뮬레이션 등 서비스 - 원천 데이터를 AI가 즉시 학습하고 사용할 수 있는 AI-Ready 데이터로 만드는 핵심기술과 플랫폼 제공 - 제조, 금융, 법률 등 각 산업 도메인의 특수성이 담긴 비정형 데이터를 고품질의 정형 데이터로 변환하여 개발되는 AI 모델에 공급
	에이아이웍스	99.5	-51.1	- 인공지능 데이터 수집 가공 및 소프트웨어 테스트 전문기업 - 데이터 품질 검증 솔루션 제공 - 생성형 AI 기반 대화형 업무 수행 솔루션과 소프트웨어 품질 검증 서비스 운영 - 중고등 교육과정 전반에 관한 수학 데이터셋을 구축하여 논리적 사고력과 추론력을 키우고 AI 세이프티 데이터셋 구축을 통해 안정성과 신뢰성 제고
SKT	리벨리온	103.5	-870	- AI 반도체 스타트업 - AI 추론 연산에 특화된 AI 반도체 개발 - AI 모델을 쉽게 실행할 수 있도록 풀스택 소프트웨어도 함께 개발 - 파운데이션 모델에 맞춘 NPU 제작 예정
	라이너	23.3	-98.6	- 정확도 높은 답변을 제공하는 AI 검색 서비스를 운영하는 기업 - LLM 학습 방법론을 지속적으로 고도화하며 정확도도 높은 AI 검색 및 답변 역량, 지식 정보 탐색 특화 에이전트 기술 보유
	셀렉트스타	83.9	-22.9	- AI 데이터 전문 기업 - 데이터 설계 및 구축, 신뢰성 검증 컨설팅과 솔루션을 제공 - AI 모델 성능과 안전성을 담보하는 고품질 데이터 구축 역량 - 모델 안정성 검증을 위한 레디미팅 데이터 구축, LLM 취약점 사전 검증 및 안전성 - 강화 프로세스 제공, 고품질 학습데이터 설계 및 구축, 모델의 잠재 취약점을 사전 식별/개선하는 체계 제공 등 담당
네이버 클라우드	트웰브랩스	79.4	21.3	- 영상 AI 기술 특화 기업 - 영상에서 원하는 장면을 찾고, 바로 텍스트를 생성하며, 영상 데이터를 분석하여 이상 탐지가 가능한 인공지능 제작 - 네이버가 자체 구축한 언어, 음성 기반 AI 기술과 트웰브랩스 영상 AI 기술을 더해 이중 데이터를 통합하여 처리하는 오픈 파운데이션 개발 예정

자료: 각사, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

5. GPU 지원 운영 사업

GPU 구축, 운영 전반에 이르는 GPUaaS 사업 추진

과학기술정보통신부와 정보통신산업진흥원이 추진하는 ‘AI 컴퓨팅 자원 GPU 사업’은 총 1조 4,600억 원 규모의 예산이 투입되는, 단순 장비 조달을 넘어서는 국가 전략 프로젝트다. 이는 단순히 GPU를 구매하는 데 그치지 않고, 첨단 GPU 확보, 대규모 클러스터 구성, 실제로 이를 운영할 수 있는 사업자를 선정하겠다는 목표를 담고 있다. 특히 GPU 인프라 운영 경험을 바탕으로 GPUaaS 형태의 서비스를 제공해 본 경험이 있는 사업자가 요구되는 것으로 파악된다.

NHN클라우드, 네이버클라우드, 카카오 3개 기업이 사업자로 선정

이 사업에는 NHN클라우드, 네이버클라우드, 카카오 등 3개 기업이 최종 사업자로 선정되었다. 이 중 NHN클라우드는 전체 B200 수량의 75%에 해당하는 7,656장을 확보하며 단연 돋보이는 성과를 기록했다. 아울러 NHN클라우드는 사업 참여 3사가 공동으로 활용하는 ‘GPU 인프라 통합 포털’ 구축도 담당하게 되었으며, 이를 통해 각 기업 및 기관이 GPU 자원을 효율적으로 신청하고 배분·관리할 수 있도록 지원하는 대표 사업자의 역할까지 맡게 되었다.

추가 GPU 확보 및 구축 사업 진행 예정

정부는 조만간 대한민국 AI 액션플랜을 발표하며, GPU 추가 5만 장 확보 계획을 예고했다. 아울러 5만 장 확보 시기를 기존 2030년에서 2~3년 앞당기겠다고 밝혔다. 올해 GPU 1만 3,000장 확보에 이어 내년에는 1만 5,000장을 추가 구입하고, 9,000장 규모의 슈퍼컴퓨터 6호기를 구축할 계획이다. 목표치인 5만 장 중 74%에 해당하는 3만 7,000장은 내년까지 마련하겠다는 방침이다. 관련 사업자들은 첫 번째 구축 사업의 성과를 토대로 후속 사업에서도 입지가 강화될 것으로 전망하고 있다.

[그림17] 3 사업자의 GPU 확보 수량 및 활용 방안



자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

>> 어떻게 쓰이게 될까?

NHN클라우드: NHN클라우드가 확보한 GPU는 총 7,656장으로, 모두 B200 모델이다. 이는 B200 GPU 전체 물량 1만 80장 중 약 75%에 해당한다. 동사는 현재 대구센터 민관협력사업(PPP) 클라우드 서비스에 GPU 서버 등 인프라 투자를 진행하고 있으며, 광주 국가 AI 데이터센터 운영 사업자로도 선정되어 있다. 향후 기업, 금융, 공공 부문에서 수요가 증가함에 따라 관련 사업이 확대될 것으로 예상된다.

동사가 확보한 7,656장 중 1,536장은 자사 서비스에 자체 활용할 물량이다. 자체 활용 물량의 일부는 외부에 판매할 예정이며, 이를 통해 발생하는 매출로 GPU 운영에 따른 전력비와 인건비 등 추가 비용을 충당할 계획으로 보인다.

네이버클라우드: 네이버클라우드는 총 3,056장의 H200 GPU를 자사 데이터센터에 구축할 예정이며, 이중 정부 활용 수량은 2,296장이다. 동사가 확보한 정부 물량 비중은 75.1%인데, 카카오(84.2%)와 NHN클라우드(79.9%)에 비해 다소 낮다. 이는 자체 클라우드 사업 확장에 활용하는 GPU 물량이 상대적으로 많음을 의미한다.

특이하게도 네이버클라우드가 조달한 GPU는 다른 참여사들과 달리 H200 모델이다. 정부가 최신 GPU 확보를 중요시하는 기업에 높은 평가를 내리겠다고 한 점을 고려할 때, 동사에는 다소 불리한 조건으로 볼 수 있다. 다만, H200은 출시 이후 수년간 운영을 통해 안정성이 검증된 강점이 있다. 이를 바탕으로 타사와 달리 올해 하반기 중 모두 구축을 완료하고 조기에 서비스를 제공하겠다는 전략을 구사하는 것으로 판단된다.

카카오: 카카오는 배정받은 B200 GPU 2,424장을 연말까지 모두 수급하여 자체 구축한 '카카오 데이터센터 안산'에 설치를 완료할 예정이다. 전체 물량 중 2,040장은 산학연 연구개발에 제공하고, 384장은 자율적으로 활용한다. 정부 활용 목적의 GPU는 2026년 1월부터 서비스형 GPU(GPUaaS) 형태로 제공되며, 기업이 정부 예산 지원으로 GPU를 구매한 뒤 일정 수량을 정부에 활용분으로 제공하여 학계 및 스타트업에 배분하는 방식이다.

카카오가 자사 사업에 사용할 수 있는 GPU 384장은 AI 에이전트, 커머스·콘텐츠 등 각 분야 특화 버티컬 AI 서비스 운영에 기여할 수 있는 규모다. 동사는 자체 데이터센터를 구축하며, 기존 확보한 GPU와 신규 확보한 GPU를 함께 활용해 인프라를 보강하겠다는 전략으로 보인다.

[표11] 3사들의 GPU 확보 물량 및 활용 계획

지원 기업	GPU	수량(장)	활용 계획
네이버 클라우드	H200	3,056	전체를 현재시장의 주력 기종인 H200으로 구성, 서비스 연내 안정적 제공 계획 225노드(2040장), 32노드(256장) 클러스터링 활용 계획, 연내부터 산학연 지원
	정부사용	2,296	
	자체사용	760	
NHN 클라우드	B200	7,656	전체를 B200으로 구성해 수랭식 가동 계획. 친환경/고효율/고성능 방식 운용 기대 510노드(4080장), 255노드(2040장) 클러스터링 활용 계획, 일부 연내 베타서비스 추진
	정부사용	6,120	
	자체사용	1,536	
카카오	B200	2,424	전체를 B200으로 구성, 효율적 인프라 구동 중점 255노드(2040장) 클러스터링, 연내 베타서비스 추진
	정부사용	2,040	
	자체사용	384	

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

6. 공공부문 AI AX의 핵심은 범정부 초거대 AI 공통 기반

행안부의 범정부 초거대 AI
공통 기반 사업이
궁극적 목표

상기 서술한 프로젝트들은 궁극적으로 행정안전부가 주관하는 범정부 초거대 AI 플랫폼에 활용될 것이다. 이는 정부가 AI 기술을 활용하여 공공 서비스 혁신을 이루기 위해 추진하는 대규모 사업으로, 민간의 AI 기술력과 공공기관의 AI 수요를 연결하여 과제를 수행하고 자금을 지원하는 방식으로 진행되고 있다. 궁극적으로는 공공기관의 AI 활용도를 높여 AI 대중화를 앞당기는 것을 목표로 한다.

2027년까지 예산 규모는
큰 폭 확대될 전망

이는 범부처 공무원이 보안 문제 없이 활용할 수 있는 생성형 AI 기반 공통 서비스 및 플랫폼 구현을 목표로 한다. 각 부처가 개별적으로 AI 모델을 도입하는 비효율을 방지하고, 공통 플랫폼을 통해 지능형 업무 환경을 조성하는 데 중점을 둔다. 올해 90억 원 규모로 시작한 이 사업은 2027년까지 전 부처와 공공기관으로 확대되어 수천억 원 규모로 성장할 것으로 전망된다.

삼성에스디에스와
네이버클라우드가
컨소시엄으로 선정

사업 우선협상대상자는 삼성에스디에스이며, 해당 컨소시엄에는 네이버클라우드도 포함되어 있다. 예를 들어, 대구 민관협력형(PPP) 클라우드센터 내 삼성클라우드플랫폼(SCP) 존에서 자체 AI 플랫폼 'FabriX(페브리क्स)'를 SaaS 형태로 제공할 수 있게 된다. 제공되는 서비스는 공통 서비스와 특화 서비스로 구분된다. 공통 서비스는 정부 내 공동 활용이 가능한 범용 업무에 대해 완결형 서비스 및 API 연계 서비스를 포함하며, 특화 서비스는 각 기관만 접근 가능한 환경에서 기관별 고유 데이터를 활용한 맞춤형 AI 서비스를 제공한다.

이러한 서비스를 구현하는 방식은 기술적으로 세 가지로 구분할 수 있다. 1) 추가 학습 없이 파운데이션 모델을 그대로 활용하여 구현하는 방법, 2) 파운데이션 모델에 각 기관이 보유한 데이터를 추가 학습시켜 서비스를 구현하는 방법, 3) 외부 앱이나 서비스와 연계하여 구현하는 방법도 있다.

[그림18] 범정부 초거대 AI 공통기반 목표 시스템

범부처 공무원이 보안 걱정 없이 생성형 AI 서비스를 간편하게 활용할 수 있는 기반



자료: 행정안전부, NIA, 한화투자증권 리서치센터

III. CSP 중요성이 높아질 수 밖에 없는 이유

1. 구글 클라우드 점유율도 확대중

CSP 사업자들의
가치 부각 전망

향후 CSP 사업자들의 역할이 더욱 부각될 것으로 전망된다. CSP를 통해 인프라를 이용하면 데이터센터 구축 비용은 물론 서버 조달 및 운영 비용도 절감할 수 있다. 대규모 데이터센터를 직접 구축하면 규모의 경제를 이루기 비교적 용이해 비용 효율을 높일 수 있지만, 규모의 경제 실현과 서버 조달 시간 단축, 운영 기술 확보 등을 고려할 때 대부분의 기업은 외부 CSP를 이용하는 것이 현실이다.

단순 장비 및 인프라 확보
뿐만 아니라
자원 활용률을 높이기 위한
운영 노하우도 필요

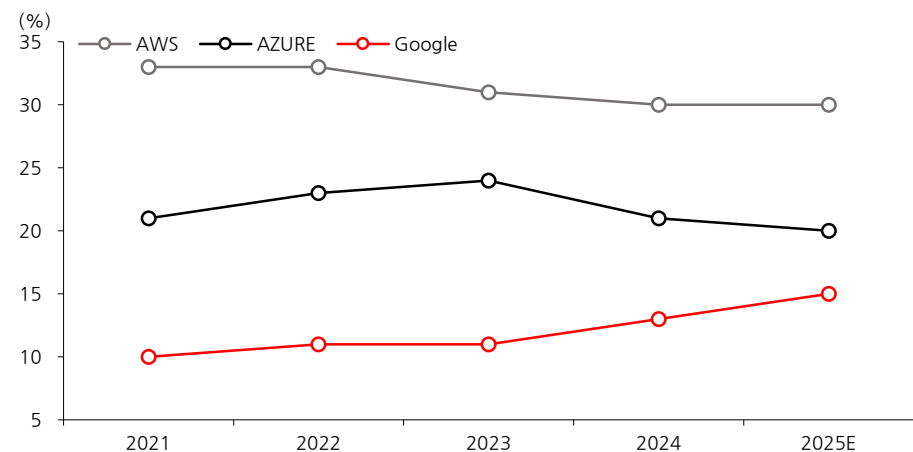
AI 시대 도래에 따라 CSP 역할은 단순 인프라 공급을 넘어, 특정 생태계에 필요한 툴과 플랫폼을 제공하는 방향으로 확장될 전망이다. AI 장비 구매는 시기와 수량 확보가 어렵고, 비용과 성능 차이를 고려해 적절히 조합하는 것도 복잡한 과정이다. 운용에도 전문 노하우가 필요하다. 고성능 하드웨어 배치만으로는 부족하며, 대규모 AI 모델 구동을 위해 정교한 설계와 최적화가 필수적이다. 또한, 자원 활용률을 높여 서버를 효율적으로 관리하는 기술도 중요해, 고객에게 필요한 서버를 적시에 제공하고 회수한다.

AI 시대가 본격화되면서
구글 클라우드 점유율의
상승세가 두드러진 것도
이러한 이유

구글 클라우드의 점유율이 한 자릿수에서 최근 10% 중반까지 확대된 것은 AI 산업의 본격화로 시너지가 발휘된 결과로 보인다. 국내 CSP들도 AI 기술 내재화와 생태계 확장을 병행하며, 공공·금융 등 고보안·고규제 산업에 특화된 역량으로 경쟁력을 강화하고 있다. 한정된 인프라 자원을 감안할 때, 국내 CSP들은 로컬 커스터마이징 설계에 강점을 두어 외산 클라우드와 차별화된 경쟁력을 확보할 수 있을 것이다.

결국 글로벌과 국내 CSP들이 공통적으로 추구하는 방향은 명확하다. AI가 고도화될수록 고객이 자사 생태계에서 벗어나기 어려운 구조를 만드는 것이다. 생성형 AI의 성능과 활용도는 클라우드 인프라의 연산 능력, 보안 체계, 자동화 수준과 긴밀히 연관되어 있어, 고객은 자연스럽게 해당 CSP가 제공하는 도구와 플랫폼에 의존하게 된다. 업계는 이 같은 기술 종속 구조가 더욱 정교해질수록, 플랫폼 선택이 곧 기업 전환 전략의 핵심이 되는 시대가 도래할 것이라 보고 있다.

[그림19] 전세계 클라우드 시장 점유율 추이: 구글 클라우드 점유율 상승세



자료: Synergy research, CRN, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표12] 국내 외 데이터센터 사업자들

기업명	개수	위치	국내 건설 예정 수	위치	IT Load(MW)	확장(MW)	완공예상
SW							
NAVER	2	춘천, 세종	-	-	세종: 90 춘천: 40	현재 세종 1 단계 운영 중(총 6 단계 예정), 총 270	2025~
카카오	1	안산	1	남양주	안산: 40	80	2029
NHN 클라우드	3	판교, 광주, 평촌	1	순천	판교: 10.5 평촌: 165 광주: 6		
더존비즈온	1	춘천	-	-	비공개		
가비아	4	과천, 서초, 가산, 강남		과천	14		
AWS	4	서울	1	인천, 울산	100 내외	인천 100 울산 27년 41 → 29년 100~103	2027-2029
Microsoft	3	서울, 부산	-	-	비공개		
Google	3	서울	-	-	비공개		
Alibaba	2	서울	-	-	비공개		
Oracle	2	서울, 춘천	-	-	비공개		
통신사							
KT	16	목동, 용산, 강남, 분당, 여의도, 김해, 송정, 대전, 대구, 청주, 천안, 예천 등	2	가산, 부천	120	가산 26, 부천 48	2025-2026
LG U+	13	평촌, 가산, 서울	1	파주	142	미공개	2027
SK 브로드밴드	9	서초, 일산, 분당, 가산	1	울산 (AWS 협력)	98	103 (1 단계 41→ 103)	1 단계 2027 (전체 2029)
SI							
LG CNS	9	인천, 상암, 부산, 가산, 하남, 죽전	1	영천	100	200	2027
삼성 SDS	5	상암, 춘천, 동탄, 수원, 구미	1	구미	비공개	120	2027
롯데이노베이트	4	서울, 대전, 용인	-	-	100	-	
SK C&C	2	판교, 대덕	1	대구	-	6-8	2027
글로벌							
Equinix	3	고양, 상암	-	-	고양: 44-45 상암 비공개	-	
Digital Realty	1	서울	1	김포	12	64	2027

자료: 각 사, 언론종합, 한화투자증권 리서치센터 추정

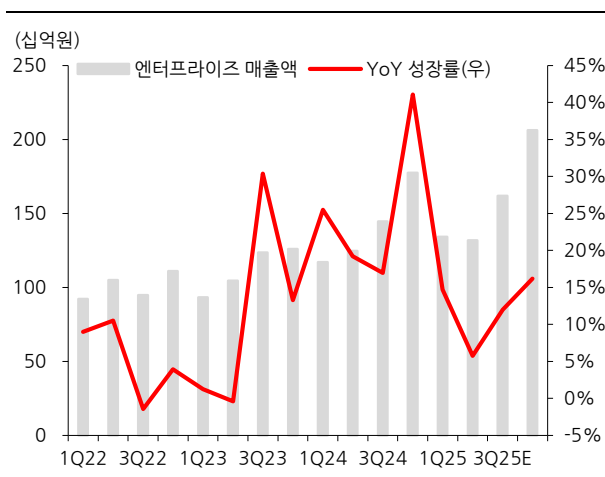
2. 네이버클라우드: 유의미한 글로벌 전략 추진

NAVER의 엔터프라이즈 사업 부문에 속한 네이버클라우드의 사업 가치는 대체로 2조 원에서 4조 원 사이로 평가받고 있다. 3년 전 약 1,000억 원 수준이던 엔터프라이즈 분기 매출액은 최근 약 1,300억 원에서 1,700억 원까지 상승하며 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. 향후 실적은 라인웍스를 중심으로 한 B2B AI 매출과 정부 정책에 기반한 AI 사업 수주에 달려 있다.

동사의 전략은 자사 개발 초대규모 인공지능(AI) 모델인 하이퍼클로바X(HyperCLOVA X)를 중심으로 전개되고 있다. 하이퍼클로바X는 네이버가 자체 기술로 개발한 플랫폼으로, 차세대 AI 서비스의 기반이 되도록 설계되었으며, 최신 버전인 하이퍼클로바X 씽크(HyperCLOVA X THINK)는 추론 능력에 특화된 거대 언어 모델(LLM)로, 6조 개에 이르는 고품질 한국어 및 영어 데이터를 학습했다.

하이퍼클로바X는 단순한 범용 모델이 아니라, 고객 맞춤형으로 진화할 수 있는 플랫폼이라는 점에서 큰 전략적 가치를 지닌다. 네이버클라우드는 고객이 보유한 데이터를 활용하여 각자의 데이터센터나 온프레미스 환경 내에서 완전히 독립적이고 안전하게 모델을 미세 조정할 수 있는 솔루션을 제공한다. 이는 동사가 지향하는 ‘AI 주권을 자국 내에 유지’하겠다는 소버린 AI 전략으로 평가된다.

[그림20] 네이버 엔터프라이즈 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 네이버 데이터센터(춘천 대비 약 6 배인 세종)

데이터센터	규모(m2)	서버	수전용량
각 춘천	4만 6850 (축구장 7개 규모)	약 10만 유닛	40MW
각 세종	29만 4000 (축구장 41개 규모)	약 60만 유닛	270MW

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

>> 글로벌 전략은 의미 있게 진행 중

네이버클라우드의 글로벌 전략이 빠르게 확장되고 있다. 미국과 중국의 영향력에서 벗어나 제3의 동맹을 모색하는 전략이 주목받고 있다. 이는 미중 기술 의존도를 경계하는 국가와 지역을 주요 타깃으로 삼겠다는 의미다. 실제로 유럽연합(EU)의 GDPR 등 데이터 보호 규제가 강화되면서 각국은 자국민의 데이터를 자국 내에서 처리할 수 있는 솔루션을 요구하고 있다. 네이버클라우드는 이 기회를 적극 활용하며, 국내에서 검증된 모델을 해외에 적용하는 동시에 ‘소버린 AI’라는 국가적 자산을 브랜딩하는 전략이 큰 효과를 보고 있다.

- 동남아시아: 허브-스포크 전략

네이버클라우드는 동남아시아에서 ‘허브-스포크’ 모델을 효과적으로 활용하고 있다. 싱가포르를 중요한 허브로 자리 잡았으며, 네이버클라우드의 한국과 동일한 수준의 서비스를 제공하는 풀-피처 리전(Region)을 구축하고 현지 사무소도 개소했다. 또한 싱가포르 정부와 공공기관의 입찰 필수 조건인 MTCS 최고 등급과 APEC CBPR 인증을 획득하며 현지 시장에서 확고한 입지를 다졌다.

또한 싱가포르를 중심으로 역내 인프라를 확장하는 동시에 현지화 전략도 강화하고 있다. 예를 들어, 태국의 AI-클라우드 기업인 ‘시암 AI 클라우드’와 파트너십을 체결해 태국어에 특화된 LLM과 관광 산업에 맞춘 AI 에이전트를 공동 개발하기로 했다. 이는 단순한 서비스 제공을 넘어 현지 파트너에게 기술과 노하우를 전수하여 태국의 AI 역량을 강화하는 협력 모델이다.

필리핀 역시 마찬가지다. 네이버클라우드는 현지 통신사인 ‘컨버지 ICT 솔루션즈’와 협력해 클라우드 도입을 촉진하고 AI 기반 디지털 전환을 추진하고 있다. 또한 베트남과 태국에 데이터센터를 운영하며, 현지 기술 기업들과 협력해 파트너 생태계를 확장하고 있다.

- 사우디아라비아: 토털 플랫폼 전략

사우디아라비아와는 ‘탈 오일 전략’을 추진하고 있다. 특히 사우디 정부로부터 수주한 1억 달러 규모의 디지털 트윈 플랫폼 구축 사업은 중요한 전환점이다. 이 사업은 리야드를 포함한 5개 주요 도시에 클라우드 기반 3D 디지털 모델링 플랫폼을 구축하며, 이를 통해 도시 계획, 홍수 예측, 자율주행 로봇 운영 등 다양한 공공 및 민간 서비스를 제공할 예정이다. 해당 프로젝트는 네이버랩스의 지도 제작 기술, AI, 로봇틱스 등 ‘팀 네이버’의 기술력을 총동원하는 대규모 사업이다.

이 사업을 통해 네이버는 단순한 서비스 제공자를 넘어 국가의 디지털 미래를 함께 설계하는 ‘국가 건설 파트너’로 자리매김하게 되었다. 이후 사우디의 뉴 무라바 프로젝트에도 참여하며, 네이버클라우드의 중동 시장에서 강력한 입지를 구축하고 있다.

3. NHN 클라우드: 안정적 재무 기반 GPU 사업

NHN은 공공 부문을 중심으로 클라우드 사업 영향력을 확대하고 있으며, 최근 정부 예산 증액에 힘입어 점유율 확대와 실적 성장이 동시에 이루어질 것으로 전망된다. 현재 광주 AI 데이터센터를 운영하며, 기업, 연구기관, 대학 등에 방대한 데이터의 딥러닝 학습과 데이터 분석·활용을 지원하는 AI 연구개발에 최적화된 인프라를 제공하고 있다. 해당 데이터센터는 2023년 10월부터 총 사업비 약 4,000억 원이 투입되어 초거대 AI 모델 학습과 실시간 추론에 최적화된 시설이다.

또한, 최근 정부의 ‘GPU 확보 사업’에서 최다 구축 사업자로 선정되었는데, 이는 국가 AI 데이터센터 운영 노하우를 인정받은 결과로 판단된다. NHN은 수년간 쌓아온 공공 클라우드 시장에서의 선도적 입지와 GPU를 클라우드 형태로 제공하는 GPUaaS 실증 경험을 보유한 국내 대표 CSP 기업임을 입증했다. 이번 사업을 통해 과학기술정보통신부가 확보하는 GPU 1만3,136장 중 최다인 7,656장을 엔비디아 B200으로 구축하게 된다. 동사는 제안 단계에서부터 B200 약 8,000장 규모를 제시했으며, 최종적으로 7,656장 확보 및 구축분을 배정받았다.

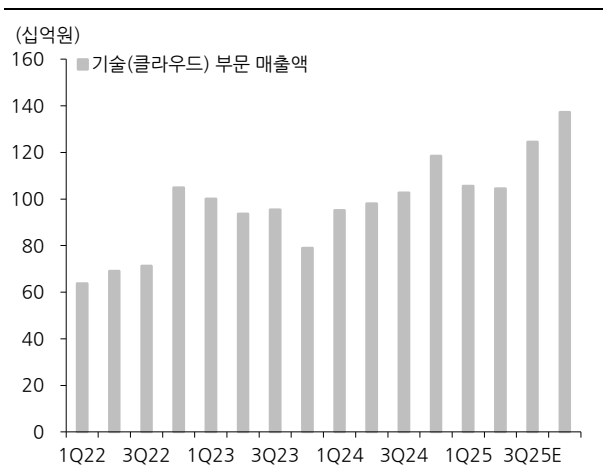
이러한 사업은 실적에도 유의미한 기여가 예상된다. 회사는 GPU 구축 및 운영 사업에서 향후 5년간 약 3,000억 원의 매출이 발생할 것으로 밝혔다. 확보한 B200 GPU 7,656장 중 정부가 활용하는 물량은 6,120장이고, 나머지 1,536장은 NHN클라우드가 자체적으로 활용할 예정이다. 이를 통해 지속적인 GPU 서비스 매출이 기대되는 구조로 판단된다.

[표14] 업체별 GPU 수량지원

자원 기업	GPU	수량(장)
네이버 클라우드	H200	3,056
	정부사용	2,296
	자체사용	760
NHN 클라우드	B200	7,656
	정부사용	6,120
	자체사용	1,536
카카오	B200	2,424
	정부사용	2,040
	자체사용	384

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] NHN 기술 부문 매출 추이 및 전망



자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

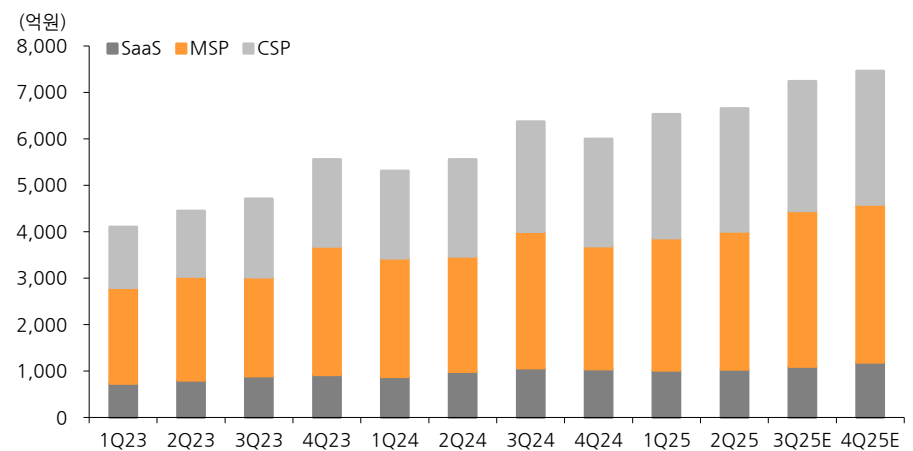
4. 삼성에스디에스: 공공 사업 업사이드 높아

삼성에스디에스의 투자 포인트는 클라우드 중심 IT 수요의 증가와 밀접하게 연관되어 있다. 특히 금융과 공공 부문에서의 대외 사업 확장이 실적에 중요한 영향을 미친다. 최근 정부 주도의 클라우드 및 AI 사업은 삼성 SDS의 CSP와 MSP 부문 모두에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

>> CSP (Cloud Service Provider): 분기 매출 YoY 25% 이상 성장세

CSP 부문은 고성장이 기대되는 공공클라우드와 GPU 서비스를 중심으로 사업을 확장하고 있다. 최근 CSP 매출이 크게 증가한 배경에는 HPC(고성능 컴퓨팅) 사용량 증가, 클라우드 네트워크 서비스 매출 상승, 대구 센터에서 공공 클라우드 서비스가 본격화된 점이 있다. 민간 클라우드 활용이 가능해지면서 사업 확장 기회도 확대됐다. 정부는 공공 부문의 디지털 혁신을 위해 생성형 AI 도입과 클라우드 네이티브 전환을 추진하고 있으며, 이를 기반으로 동사는 경찰청 AI 빅데이터 플랫폼 사업, 행정안전부 지능형 업무 관리 플랫폼 사업, 범정부 초거대 AI 공통 기반 사업 등을 연이어 수주했다.

[그림22] 삼성에스디에스의 클라우드 매출 부문별 추이 및 전망



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 삼성에스디에스의 최근 수주 현황

수주 사업명	시작 시기	투자규모	주요 내용
경찰청 AI 빅데이터 플랫폼 사업	24년 3분기	약 500억	경찰청 빅데이터 플랫폼 구축 통한 AI 기반 범죄 예방 및 수사 효율화. 실시간 데이터 분석 및 예측 시스템으로 범죄예방 및 대응 강화
행정안전부 지능형 업무 관리 플랫폼 사업	24년 2분기	약 400억	공공기관 업무 최적화 위한 지능형 업무 관리 시스템 구축. 클라우드 기반 시스템 도입으로 업무 효율성 증대 및 공공 서비스 개선
범정부 초거대 AI 공통 기반 사업	24년 1분기	약 1,000억	범정부 차원의 AI 플랫폼 구축. 공공기관 간 데이터 공유 및 AI 기반 서비스 확대를 위한 인프라 구축
대구 센터 공공 클라우드 서비스	23년 6월	약 300억	대구 센터의 보안 3등급 인증을 바탕으로 공공 클라우드 서비스 본격화. 민간 및 공공 부문 클라우드 서비스의 활용 범위 확대
정부의 AI 및 클라우드 네이티브 전환 지원 사업	24년 2분기	약 600억	정부 주도의 클라우드 네이티브 전환 및 생성형 AI 도입 사업에 참여. 공공 부문 디지털 혁신을 위한 AI 플랫폼 구축 및 운영

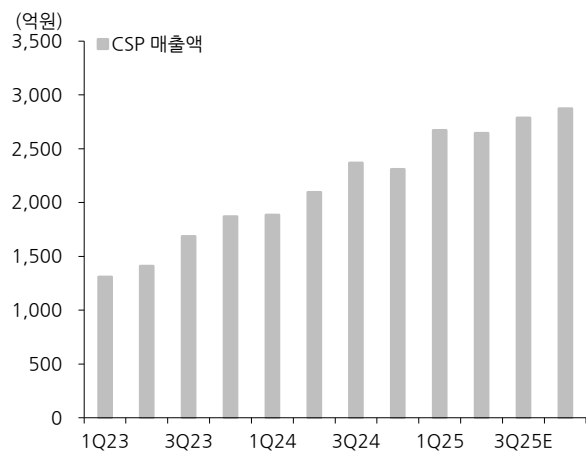
자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

대구 센터는 민간 협력형 클라우드 사업을 확대하고 있으며, 지난 6월 보안 3등급 인증을 획득했다. 이를 통해 핵심 업무에 민간 클라우드를 활용할 수 있는 범위가 넓어졌다. 공공 클라우드 사업 확대에 대비해 대구 센터 내 추가 컨테이너를 확보했으며, 9월에는 공공 전용 패브릭스를 출시할 예정이다.

>> MSP (Managed Service Provider): 분기 매출 YoY 20% 수준 성장세

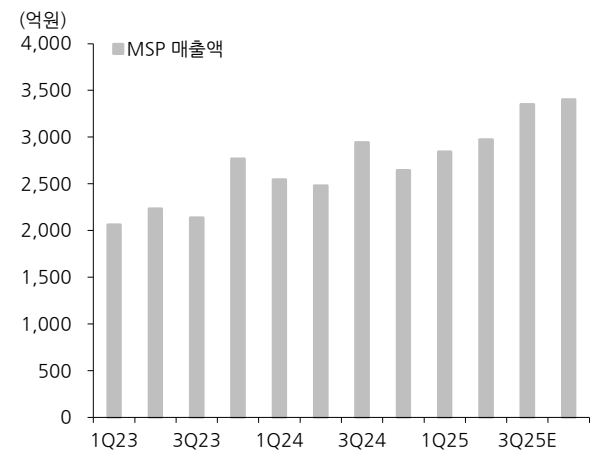
MSP 부문 매출액은 20%대 성장세를 지속하고 있다. 특히 공공 부문의 클라우드 전환 및 AI 플랫폼 구축 사업 수주에 힘입어 호실적을 기록 중이다. MSP 부문은 정부 정책에 맞춰 플랫폼 개발과 기업용 AI 에이전트 확보에 집중하고 있다. 업종별 특화 AI 에이전트를 신속히 준비해 금융과 공공 부문에 우선 적용할 계획이다. 또한, 행정안전부 주도의 범정부 초거대 AI 사업에서는 생성형 AI 전용 플랫폼 구축을 진행하며, 패브릭스와 LLM(대형 언어 모델) 기반 서비스를 대구 IDC에서 제공할 예정이다.

[그림23] 삼성에스디에스의 CSP 매출액 추이



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 삼성에스디에스의 MSP 매출액 추이



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

IV. 결이 조금은 다른 카카오의 방향성

카카오의 B2C 생태계
플랫폼도 AI 정책 방향성에
부합

지금까지 서술한 내용들이 카카오 사업과는 밀접한 영향이 없어 보이는 것이 사실이다. 정부가 추진하는 정책들과도 당장의 관련성은 낮아 보이지만, ‘모두의 AI’를 지향하는 정부의 정책 방향성과 국내 B2C 생태계 플랫폼을 확보한 카카오의 역할은 중장기적으로 충분히 연결될 가능성이 높다고 예상된다.

1. 반쪽짜리 지니에 불과

최종 과업을 수행하지
못하는 건

현재의 AI 서비스는 반쪽짜리 지니에 불과하다. 이용자가 문제를 제시할 때, 채팅 형태의 인터페이스에서 단순 계산, 검색, 분류, 번역 등 기본적인 작업만을 수행할 뿐이다. AI 모델의 성능이 아무리 뛰어나도, 지니처럼 실제로 사람을 대신해 복잡한 과업을 수행하기에는 아직 역부족이다.

외부 톨과의 연결이
막혀있기 때문

그 이유는 서비스 간 연결이 막혀 있기 때문이다. 에이전트가 실질적인 작업을 수행하려면 외부 API를 호출하고 실제 서비스와 상호작용할 수 있어야 한다. 그러나 대부분의 AI 서비스는 LLM과 사용자 사이에 텍스트 인터페이스 하나만 존재할 뿐, 그 이상으로 확장되지 못하고 있다. 즉, ‘외부 톨과의 연결’이 아직 극복하지 못한 과제로 남아 있으며, 이것이 AI 에이전트 구현의 가장 큰 보틀넥이라고 할 수 있다.

즉, 궁극적으로 AI는 다음과 같은 단계로 작업(task)을 수행할 수 있어야 한다.

- ① 스스로 질문을 분석하고,
- ② 작은 단위의 단계적 문제로 나누며,
- ③ 반복해서 결과물을 검토하고,
- ④ 메모리(데이터)를 활용해 맞춤형 답변을 만들고,
- ⑤ 이용자의 의도에 맞춰 외부 톨과 연동해 실제 행동까지 완성해야 한다.

‘내년 구정 연휴인 2월 14일부터 18일까지 하와이 여행을 가고 싶은데, 4명 가족 기준 경비 2000만원 범위에서 비행기와 숙소, 아기랑 갈만한 곳 일정 추천해줘. 사람들이 덜 가는 붐비지 않는 곳이 있으면 좋겠어. 그리고 항공권과 숙소 예약도 해줘’라는 질문에,

AI서비스는 이 복잡한 문제를 처리하는 과정을 보면, 아기랑 갈만한 하와이 여행지를 추리고, 사람들이 적게 가는 곳들을 골라내고, 해당 일시에 각 옵션의 항공권 가격도 알아볼 수 있다. 그런데 최종적으로는 외부 tool과 연동해서 항공권과 숙소 예약까지 직접 해내야 완벽하다고 볼 수 있다. 그런데 마지막 액션이 완성되지 않고 있다.

2. MCP로 외부 툴과의 연결 완성

연결을 위한 여러 기술이
등장 중

이 문제를 해결하기 위해 엔트로픽은 지난해 말 MCP를 공개했다. 최근에는 OpenAI도 MCP를 수용했고, 구글도 A2A(Application-to-Application) 프로토콜을 발표했다. 이들은 모두 AI가 외부 툴과 원활히 연결되고 확장될 수 있도록 하는 기술이다.

카카오는 국내 최초
MCP 공개

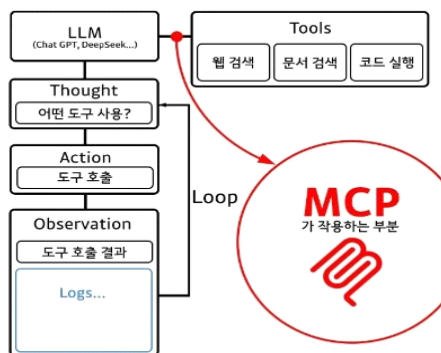
카카오는 지난달, 국내 최초로 MCP 기반의 개방형 플랫폼인 ‘플레이MCP(PlayMCP)’를 공개했다. 이 플랫폼은 동사가 지향하는 에이전틱 AI 생태계 구축을 위한 핵심 도구가 될 것으로 예상된다.

>> MCP(Model Context Protocol)란?

MCP는 AI 모델이 외부 데이터나 도구와 소통하는 방식을 표준화한 통신 규약으로, 일종의 프로토콜이다. USB-C 포트 하나로 다양한 전자기기를 연결하듯, MCP를 통해 AI 모델은 외부 시스템과 손쉽게 데이터를 주고받을 수 있게 된다. 이를 통해 사용자는 여러 서비스를 오가지 않고, 하나의 서비스 안에서 다양한 수요와 목적에 맞는 작업을 처리할 수 있다. 구형 포트를 신형 포트에 연결하기 위해 어댑터가 필요한 것처럼, 서로 다른 에이전트, 툴, 또는 모델들을 원활히 연동하기 위해서는 이러한 표준화된 인터페이스가 필수적이다.

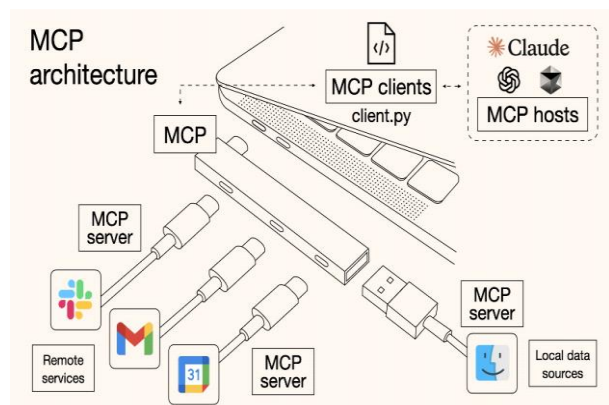
MCP가 표준화된 프로토콜로 자리잡게 된다면, AI 활용에 대한 장벽은 크게 낮아지고, AI 전환은 한층 더 빠르게 가속화될 것으로 전망된다. 과거 다양한 하드웨어 연결 포트 규격이 USB-C로 통일되면서 기기 간 호환성이 비약적으로 향상된 것처럼, MCP 역시 LLM 애플리케이션에 외부 애플리케이션을 보다 쉽게 연동할 수 있는 기반이 되어줄 것이다. 이를 통해 가능한 작업의 폭은 더욱 넓어지고, 구현 속도는 더욱 빨라질 것으로 기대된다.

[그림25] MCP는 LLM을 외부 도구와 연결시켜



자료: Google 이미지, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] MCP는 USB-C 포트처럼 여러 기기를 이어주는 역할



자료: Anthropic, 한화투자증권 리서치센터

>> 기존 API 와의 차이점은

물론 현재도 API를 통해 LLM을 각 서비스에 연결해 활용할 수 있다. 하지만 전통적으로 AI 모델을 외부 도구와 연동하려면, 다양한 API를 각각 통합해야 하며, 이는 별도의 코드 작성, 문서 확인, 인증 절차, 오류 처리, 유지 보수까지 수반하는 복잡한 작업이다.

비유하자면, 각 API는 모두 다른 문과 같고, 그 문을 열기 위해선 제각각의 열쇠와 규칙이 필요하다. 개발자는 매번 해당 서비스나 데이터 소스에 맞는 사용자 정의 통합을 작성해야 하며, 다른 플랫폼에서 재사용하려면 다시 설정해야 하는 번거로움도 따른다.

MCP는 사용하려는 호스트마다 동일한 MCP 서버만 설치하면 같은 작업 수행이 가능하다. 결국 하나의 프로토콜을 쓴다는 것은 ‘규격화’를 의미하며, MCP는 이용자의 다양한 요청을 처리하는 도구들을 이미 ‘표준화’해 놓은 통신규약이라 할 수 있다.

3. 카카오의 에이전트 생태계, 그 중심은 MCP

B2C 서비스 생태계 확장에
유리

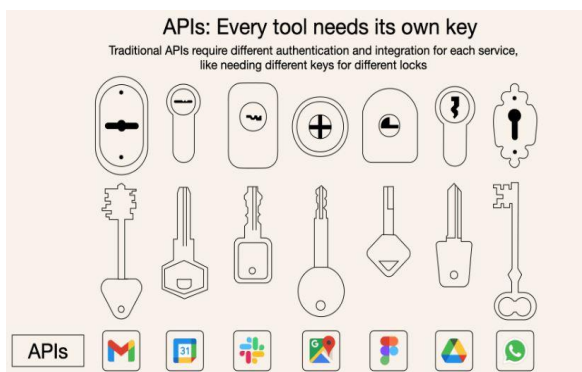
카카오의 MCP 플랫폼은, 동사가 차별화된 강점으로 내세우는 ‘B2C 생활 밀착형 AI 서비스’ 구현을 가능하게 하며, 외부 개발자와의 협업을 확대함으로써 AI 생태계를 더욱 풍성하게 만들 수 있을 것으로 전망된다.

현재 공개된 PlayMCP는 ‘나와의 채팅방’, 톡캘린더, 카카오톡, 선물하기, 멜론 등 다양한 MCP 서버와 연결되는 도구들을 테스트용으로 공개해 다양한 실험을 지원하고 있으며, 향후 순차적으로 더 많은 서버가 등록될 예정이다.

‘개방’이 핵심 전략 키워드

국내 다른 사업자들과 확연히 다른 행보다. 카카오는 ‘개방’을 핵심 키워드로 외부 개발자 생태계 확장을 통해 AI 서비스를 빠르게 확보하는 전략을 택했다. 이는 과거 애플과 구글이 앱스토어를 먼저 열어 개발자를 끌어모은 뒤 스마트폰 생태계를 장악한 방식과 닮아 있다. 동사는 4분기 자사 AI 에이전트 본격 출시 전에, 개발자들이 자유롭게 활동할 수 있는 ‘AI판 앱스토어’를 구축하려는 의지를 보이고 있다. 이 플랫폼을 활용하면 개발자들은 카카오의 AI 모델을 기반으로 다양한 서비스를 개발하고, 기존 카카오 서비스와도 쉽게 연동할 수 있게 된다.

[그림27] API는 각각의 통합이 필요



자료: Anthropic, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 카카오의 MCP



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

4. 카카오의 온디바이스 전략

>> 개인정보보호에 절대적으로 유리

SLM 기반 온디바이스AI
출시 예정

카카오는 연내 자체 개발한 SLM 기반 온디바이스 AI 서비스를 선보일 예정이다. 국내 플랫폼 기업 중에서는 일부 모바일 제조사를 제외하고는 최초 사례다. 동사는 클라우드 AI와 온디바이스 AI를 동시에 활용하거나 상황에 따라 유동적으로 전환할 수 있도록 설계할 계획이다. 예를 들어, 안드로이드에서는 구글의 제미니 나노 모델을, iOS에서는 자체 SLM을 사용할 것으로 예상된다. 초기에는 자사 서비스 위주로 소규모 오픈 형태로 시작하겠지만, 향후 본격 확장 단계에서는 이용자 맞춤형 액션 추천과 특 내 다양한 AI 에이전트 기능으로 발전할 것으로 기대된다.

구글의 '매직큐'와 유사

최근 공개된 구글 픽셀 10 시리즈의 '매직 큐(Magic Cue)'와 유사한 방식이다. 구글은 제미니 나노 모델을 활용해 개인정보를 기기 내에서 처리함으로써, 네트워크 지연 없이 빠른 응답을 제공하고 데이터가 외부 서버로 나가지 않아 보안성을 높였다. 이메일, 캘린더, 메시지, 사진 속 메모 정보까지 즉각적으로 활용할 수 있어, 이상적인 프라이버시 보호 모델로 평가받고 있다.

카카오가 추구하는 온디바이스 AI 서비스도 클라우드가 아닌 스마트폰 내에서 AI가 작동하기 때문에 개인정보 유출 우려가 크게 줄어든다. 즉, 카카오가 이용자의 방대한 데이터를 직접 들여다보거나 분석하는 대신, AI 모델이 기기 내에서 스스로 추론하는 방식이라 프라이버시 문제가 거의 발생하지 않는다.

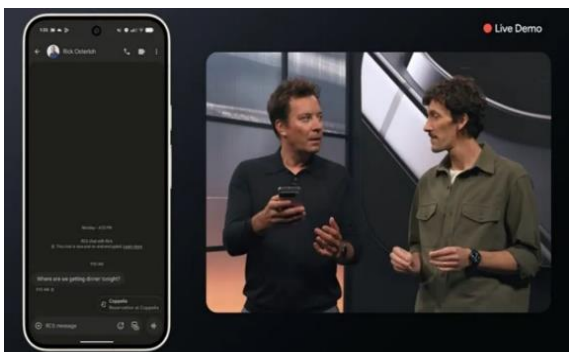
프라이버시 면에서 강한
이점

이는 카카오가 보유한 데이터를 효율적으로 활용할 수 있는 최적의 전략이라 할 수 있다. 더불어, 장기적으로는 오픈AI에 대한 기술 의존도를 줄이고, 막대한 서버 운영 비용을 절감하는 한편, AI 서비스의 가장 큰 걸림돌인 '사생활 침해' 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 카카오의 강력한 무기가 될 것이다.

위기 요인도 존재

물론 현실은 그렇게 단순하지 않다. 이용자가 허용한 범위를 넘어서 데이터 접근이나, 기기 내부 취약점을 노린 보안 공격 가능성은 여전히 존재한다. 게다가 대규모 연산이 필요한 복잡한 작업은 여전히 클라우드에 의존할 수밖에 없어, 결국 일부 개인정보는 외부로 이동할 수밖에 없는 상황이다.

[그림29] Made by Google '25에서 공개한 Magic Cue



자료: Alphabet, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 카카오의 경량 모델



자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

>> 생각보다 ‘나’에 대한 데이터가 많은 카카오톡

카카오톡 캐시로 저장되어
있는 ‘나’의 데이터

카카오톡에는 생각보다 훨씬 많은 개인 데이터가 쌓여 있다. 기차, 비행기, 숙소 예약 정보부터 알림톡으로 받는 각종 서비스 내역, 구매 및 예약 기록, 관심 브랜드 정보까지 모두 내 카카오톡에 저장된다. 이 정보들은 디바이스에 캐시 형태로 보관되어 사용자의 일상과 밀접하게 연결되어 있다.

친구나 파트너의 역할이
되어가는 AI 서비스

오늘날 우리는 AI 서비스를 단순한 도구를 넘어, 일상 속 파트너이자 친구처럼 여기고 있다. 하버드 비즈니스 리뷰에 따르면, 지난해와 올해 AI 이용 패턴에 뚜렷한 변화가 나타났다. AI는 단순한 글쓰기나 정보 검색을 넘어서, 개인적인 고민 해결과 생활 최적화, 계획 수립까지 도움을 주는 수준으로 진화했다. 사람들은 AI를 통해 내면의 깊은 고민을 나누고 삶의 방향성까지 상담받고 있다.

이러한 흐름 속에서 카카오는 국내 B2C 생태계의 중심에 자리하며, AI 서비스를 통해 사용자 접점을 넓히고 수익 모델을 다각화할 수 있는 큰 잠재력을 지니고 있다. 이는 카카오가 AI 분야에서 강력한 경쟁력을 확보할 수 있는 중요한 기회로 작용할 것이다.

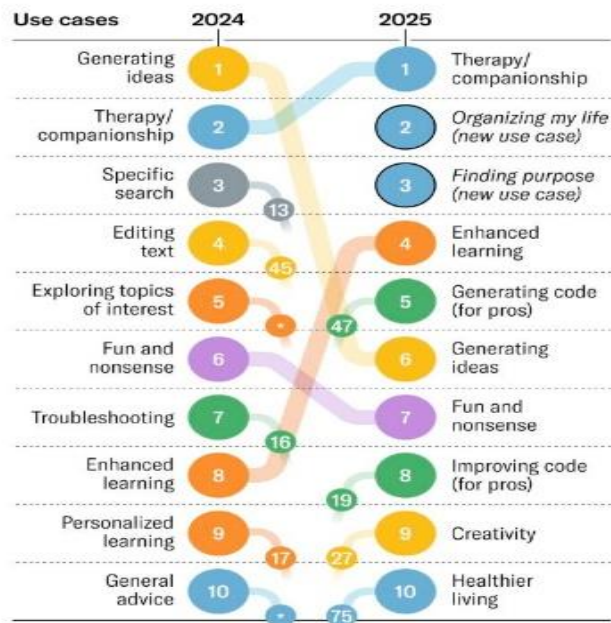
[그림31] 우리는 현재 AI 서비스를 친구, 동반자처럼 쓰고 있어

Top 10 Gen AI Use Cases

The top 10 gen AI use cases in 2025 indicate a shift from technical to emotional applications, and in particular, growth in areas such as therapy, personal productivity, and personal development.

Themes

PERSONAL AND PROFESSIONAL SUPPORT	TECHNICAL ASSISTANCE AND TROUBLESHOOTING
CONTENT CREATION AND EDITING	CREATIVITY AND RECREATION
LEARNING AND EDUCATION	RESEARCH, ANALYSIS, AND DECISION-MAKING



자료: HBR, Filtered.com, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.

인터넷/SW (Positive)

과연
국내 시에서는
살 게 없을까



V.

기업분석

1. NAVER (035420)
2. 카카오 (035720)
3. NHN (181710)
4. 삼성에스디에스 (081260)
5. 더존비즈온 (012510)

NAVER (035420)

긍정적 이슈가 민감하게 반영될 구간



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 340,000원

현재 주가(9/3)	221,000원
상승여력	▲53.8%
시가총액	346,644억원
발행주식수	156,853천주
52 주 최고가 / 최저가	290,500 / 155,000원
90 일 일평균 거래대금	3,299.9억원
외국인 지분율	42.0%

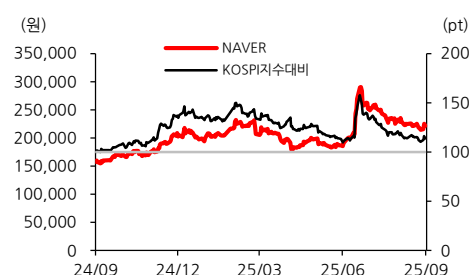
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.3%
BlackRockFundAdvisors (외	6.1%
자사주 (외 1 인)	4.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.8	18.5	6.8	33.7
상대수익률(KOSPI)	-3.9	0.5	-19.0	14.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	11,990	13,189
영업이익	1,489	1,979	2,240	2,625
EBITDA	2,071	3,211	3,084	3,543
지배주주순이익	1,012	1,923	1,868	2,087
EPS	6,824	13,322	12,942	14,456
순차입금	480	-2,744	-2,851	-4,578
PER	32.8	14.9	17.1	15.3
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.8	9.0	10.3	8.5
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	4.4	7.9	7.1	7.5

주가 추이



동사의 현재 밸류에이션은 26E 예상실적 기준 P/E 15 배로, 적극적 비중 확대 구간이라고 판단합니다. 고점 대비 하락한 주가는 검색 트래픽 감소 및 커머스 성장률 하락에 대한 많은 우려가 반영됐다고 봅니다. 하반기에는 컬러 제휴를 시작으로, 엔터프라이즈 사업 본격화, 네이버페이 사업 확장 등 EPS와 멀티플을 동반 상향시킬 요인들이 남아있습니다.

클라우드 중심 엔터프라이즈 사업 재평가 예상

동사의 엔터프라이즈 분기 매출액은 3년 전 약 1,000억 원 수준이었지만 최근 1,300억~1,700억 원 수준까지 늘어나며 꾸준한 성장세를 이어가고 있다. 향후 실적은 라인웍스를 중심으로한 B2B AI 매출과 정부 정책에 기반한 AI 사업 수주에 달려 있다. 최근에는 GPU 구축 운영 사업자로 입지를 강화하고 있으며, 정부가 추진하는 GPU 확보 사업에도 선정됐다. 네이버클라우드는 총 3,056장의 H200 GPU를 자사 데이터센터에 구축할 예정이며, 이 중 정부 활용 수량 비중은 약 75%다.

적정 밸류에이션이 관건, 문제 없는 안정적 실적

하반기로 갈수록 커머스 실적 추정치의 상향 가능성이 높다고 예상하는 기존 의견을 유지한다. 단순 수수료 인상 효과외에도 배송, 생필품 경쟁력 개선으로 GMV 점유율 확대가 예상된다. 커머스 광고도 지면 최적화 및 인벤토리 증가로 인해 YoY 20% 수준의 성장세를 전망한다. 관건은 밸류에이션이다. 커머스 및 클라우드, 파이낸셜 사업의 적정 멀티플 갭을 상향해 나가는게 쉽지 않기에 하반기 실질적인 사업 확장 움직임과 숫자가 중요하다. 단기적으로는 컬러 탭 오픈 이후 거래액 추이다. 커머스 앱 활동성과 객단가는 웹 대비 높은 수준이 확인되고 있기에 보다 가파른 GMV 성장세가 예상된다.

투자의견 BUY와 목표주가 34만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 실적 추정치 변경은 크게 없다. 최근 정부 정책 수혜 기대감을 반영해 올랐던 주가는 고점 대비 약 20% 하락했다. 현재 주가는 25E 및 26E 예상실적 기준 P/E 각각 17배, 15배 수준으로 건고한 펀더멘털을 바라볼 시점이다. 하반기에는 컬러와의 제휴를 시작으로, 엔터프라이즈 사업 본격화, 네이버페이의 사업 확장 등 EPS와 멀티플을 동반 상향시킬 요인들이 남아 있다. 비중확대 의견을 지속 제시한다.

[표16] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,059	3,229	9,671	10,738	11,990	13,189
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	12.6	11.9	17.6	11.0	11.7	10.0
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,013	1,037	1,079	1,131	3,589	3,946	4,259	4,598
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	897.8	944.9	2,547	2,923	3,492	3,966
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.8	424.9	443.6	1,355	1,508	1,673	1,854
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	459.3	474.0	495.2	503.8	1,733	1,796	1,932	2,012
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.3	131.8	161.9	206.3	447.2	563.8	634.3	759.5
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	8.2	6.2	0.6	9.9	7.9	8.0
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	23.8	21.9	41.4	14.8	19.5	13.6
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.7	10.3	10.6	14.2	11.3	10.9	10.8
콘텐츠	8.5	0(1)	6.4	0.2	2.9	12.8	7.0	7.8	37.4	3.7	7.6	4.1
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	12.0	16.2	11.0	26.1	12.5	19.7
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,479	2,596	8,182	8,758	9,751	10,564
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	13.2	10.8	18.3	7.0	11.3	8.3
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	733.3	769.0	2,573	2,664	2,889	3,112
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,054.6	1,109.4	3,534	3,790	4,152	4,522
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	203.7	222.0	596	705	813	915
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	487.8	495.9	1,480	1,599	1,896	2,015
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.4	521.6	579.5	633.0	1,489	1,979	2,239	2,625
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	10.3	16.8	14.1	32.9	13.1	17.2
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	18.9	19.6	15.4	18.4	18.7	19.9
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	424.8	497.4	504.3	430.9	985	1,926	1,868	2,087
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	17.1	16.5	13.3	10.2	17.9	15.6	15.8

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	11,990	13,189
매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,990	13,189
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,240	2,625
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,084	3,543
순이자손익	35	10	89	75	69
외화관련손익	63	62	38	0	0
지분법손익	10	244	565	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,317	2,560	2,859
당기순이익	673	985	1,926	1,868	2,087
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,868	2,087
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	11.7	10.0
영업이익	72.1	14.1	32.9	13.2	17.2
EBITDA	106.8	11.0	55.1	-4.0	14.9
순이익	49.0	46.3	95.6	-3.0	11.7
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	18.7	19.9
EBITDA 이익률	22.7	21.4	29.9	25.7	26.9
세전이익률	13.2	15.3	21.6	21.3	21.7
순이익률	8.2	10.2	17.9	15.6	15.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,806	1,390	3,114
당기순이익	673	985	1,932	1,868	2,087
자산상각비	561	582	1,232	844	918
운전자본증감	307	361	0	-1,063	36
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-251	-25
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-5	0
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	-827	41
투자현금흐름	-1,216	-950	-1,541	-1,238	-1,348
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,022	-1,124
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,678	-119	-124
재무현금흐름	-339	-110	-646	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	-10	-163	-163
배당금의 지급	-213	-137	-136	-163	-163
총현금흐름	1,991	2,311	2,806	2,453	3,077
(-)운전자본증감(감소)	52	-854	-520	1,063	-36
(-)설비투자	701	641	592	1,022	1,124
(+)자산매각	-42	-44	-16	-37	-37
Free Cash Flow	1,196	2,481	2,718	330	1,952
(-)기타투자	-807	1,240	-225	60	62
잉여현금	2,003	1,241	2,943	270	1,890
NOPLAT	810	990	1,646	1,635	1,916
(+) Dep	561	582	1,232	844	918
(-)운전자본투자	52	-854	-520	1,063	-36
(-)Capex	701	641	592	1,022	1,124
OpFCF	619	1,785	2,806	394	1,746

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,764	11,543
현금성자산	3,967	4,403	7,122	7,230	8,956
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,839	1,864
재고자산	9	15	22	27	27
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,068	29,374
투자자산	23,520	22,523	22,226	22,286	22,349
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,191	3,500
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,591	3,526
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,832	40,917
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,311	5,399
매입채무	2,935	3,873	3,866	3,039	3,081
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	1,105	1,105
비유동부채	4,968	5,194	5,075	5,144	5,217
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	3,273	3,273
부채총계	10,449	11,500	11,167	10,455	10,616
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,670	29,594
자본조정	-2,475	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273
자기주식	-1,017	-853	-876	-876	-876
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,377	30,301

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	13,322	12,942	14,456
BPS	138,642	142,887	160,694	169,381	181,523
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,232	17,710	15,483	19,424
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	4.9	5.2
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.1	7.5
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	39.5	39.3
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	14.9	17.1	15.3
PBR	1.3	1.6	1.2	1.3	1.2
PSR	3.5	3.8	2.9	2.9	2.7
PCR	14.6	15.7	11.2	14.3	11.4
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	10.3	8.5
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	36.8	35.0
Net debt/Equity	4.2	2.0	-10.2	-10.0	-15.1
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-85.5	-92.5	-129.2
유동비율	117.5	111.5	153.9	183.9	213.8
이자보상배율(배)	18.2	11.7	18.9	20.5	21.4
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	10.7	13.9	13.7
현금+투자자산	92.9	88.4	89.3	86.1	86.3
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.0	13.4	12.6
자기자본	82.6	83.2	86.0	86.6	87.4

카카오 (035720)

MCP와 온디바이스 서비스로 만들어 갈 생태계



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 80,000원

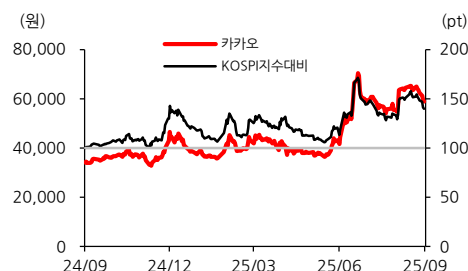
현재 주가(9/3)	58,900원
상승여력	▲35.8%
시가총액	260,412억원
발행주식수	442,125천주
52 주 최고가 / 최저가	70,400 / 32,800원
90 일 일평균 거래대금	2,633.97억원
외국인 지분율	29.6%
주주 구성	
김범수 (외 76 인)	24.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
MAXIMOPT (외 1 인)	6.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.1	36.5	36.5	62.7
상대수익률(KOSPI)	4.0	18.5	10.8	43.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	7,557	7,872	8,043	8,842
영업이익	461	460	652	725
EBITDA	1,222	1,296	1,554	1,661
지배주주순이익	-1,013	55	557	680
EPS	-2,276	126	1,280	1,563
순차입금	-2,718	-3,416	537	-179
PER	-23.9	302.0	46.0	37.7
PBR	2.5	1.7	2.5	2.4
EV/EBITDA	17.5	10.4	17.1	15.6
배당수익률	0.1	0.2	0.1	0.1
ROE	-10.3	0.6	5.5	6.5

주가 추이



동사의 실적은 별다른 이벤트 없이도 체력 개선세가 지속될 것으로 예상합니다. 조만간 특개편, 오픈 AI와의 상품 출시 등 매출 성장을 이끌어 갈 서비스 공개도 분기마다 이어집니다. 이벤트를 앞두고 주가 변동성은 확대되겠지만 비중확대 의견을 유지합니다.

에이전틱 생태계의 중심이 될 MCP 오픈

동사는 최근, 국내 최초로 MCP 기반의 개방형 플랫폼인 '플레이 MCP(PlayMCP)'를 공개했다. 이 플랫폼은 동사가 지향하는 에이전틱 AI 생태계 구축을 위한 핵심 도구가 될 것으로 예상된다. 이는 동사 경쟁력인 'B2C 생활 밀착형 AI 서비스' 구현을 가능하게 하며, 외부 개발자와의 협업을 확대함으로써 AI 생태계 확장에 유리하기 때문이다. 국내 다른 사업자들과 확연히 다른 행보다. 카카오는 '개방'을 핵심 키워드로 외부 개발자 생태계 확장을 통해 AI 서비스를 빠르게 확보하는 전략을 택했다.

연내 자체 개발 SLM 기반 온디바이스 서비스

또한 연내 자체 개발한 SLM 기반 온디바이스 AI 서비스를 선보일 예정이다. 국내 플랫폼 기업 중에서는 일부 모바일 제조사를 제외하고는 최초 사례다. 동사는 클라우드 AI와 온디바이스 AI를 동시에 활용하거나 상황에 따라 유동적으로 전환할 수 있도록 설계할 계획이다. 초기에는 자사 서비스 위주로 소규모 오픈 형태로 시작하겠지만, 향후 본격 확장 단계에서는 이용자 맞춤형 액션 추천과 특 내 다양한 AI 에이전트 기능으로 발전할 것으로 기대된다.

투자의견 BUY와 목표주가 8만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 동사가 지향하는 AI 전략은 MCP 및 온디바이스를 통한 에이전틱 플랫폼 완성이다. 이는 카카오가 보유한 데이터를 효율적으로 활용할 수 있는 최적의 전략이라 판단된다. 더불어, 장기적으로는 오픈AI에 대한 기술 의존도를 줄이고, 막대한 서버 운영 비용을 절감하는 한편, AI 서비스의 가장 큰 걸림돌인 '사생활 침해' 문제를 근본적으로 해결할 수 있는 강력한 무기가 될 것으로 예상된다. 9월 말 이벤트를 앞두고 주가 변동성이 커지겠지만, 11월 정식 서비스 출시까지 비중 확대 의견을 유지한다.

[표17] 카카오의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,989	2,005	1,921	1,957	1,864	2,028	2,010	2,142	7,556	7,872	8,043	8,842
YoY (%)	22.5	4.2	-4.5	-2.0	-6.3	1.2	4.6	9.4	11.1	4.2	2.2	9.9
플랫폼부문	955	955	943	1047	993	1055	1044	1133	3,554	3,901	4,225	4,694
특비즈	516	508	501	557	553	542	539	597	1,982	2,082	2,231	2,504
포털비즈	85	88	76	83	74	78	71	79	344	332	302	311
플랫폼기타	354	360	366	407	366	435	434	457	1,228	1,487	1,691	1,879
콘텐츠부문	1,034	1,050	978	910	871	973	966	1,009	4,002	3,971	3,818	4,148
뮤직	468	511	471	470	438	518	491	504	1,724	1,920	1,950	2,145
스토리	227	216	219	203	213	219	227	230	922	864	889	938
게임	243	233	234	163	145	143	163	183	1,009	873	634	689
미디어	95	90	55	74	75	94	84	92	347	313	346	376
YOY 성장률												
플랫폼부문	13%	10%	7%	9%	4%	10%	11%	8%	3%	10%	8%	11%
특비즈	6%	6%	5%	4%	7%	7%	8%	7%	4%	5%	7%	12%
포털비즈	1%	-2%	-8%	-6%	-12%	-11%	-7%	-5%	-19%	-4%	-9%	3%
플랫폼기타	27%	20%	15%	23%	3%	21%	19%	12%	8%	21%	14%	11%
콘텐츠부문	33%	0%	-14%	-13%	-16%	-7%	-1%	11%	20%	-1%	-4%	9%
뮤직	102%	6%	-8%	-6%	-6%	1%	4%	7%	93%	11%	2%	10%
스토리	-1%	-7%	-12%	-5%	-6%	1%	4%	13%	0%	-6%	3%	6%
게임	-2%	-13%	-11%	-29%	-40%	-39%	-30%	12%	-9%	-13%	-27%	9%
미디어	41%	22%	-49%	-25%	-21%	5%	55%	24%	-16%	-10%	10%	9%
영업비용	1,868	1,871	1,791	1,882	1,758	1,842	1,849	1,942	7,096	7,411	7,391	8,117
YoY (%)	19.7	3.4	-5.1	2.4	-5.9	-1.5	3.2	3.2	13.9	4.4	-0.3	9.8
인건비	479	481	459	498	479	489	477	507	1,860	1,917	1,952	2,088
매출연동비	820	797	748	654	701	717	723	767	2,986	3,018	2,908	3,255
외주/인프라	202	196	194	288	206	233	241	246	835	880	927	1,021
마케팅비	89	108	105	103	87	88	98	107	406	406	380	441
상각비	198	207	211	246	206	222	245	250	751	862	922	1,031
기타	62	66	59	65	60	63	64	64	228	252	252	281
영업이익	120.6	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	161.1	199.9	460	461	652	725
YoY (%)	92.7	18.5	5.0	-52.8	-12.6	38.8	23.4	165.0	-19.2	0.2	41.6	11.1
영업이익률(%)	6.1	6.7	6.8	3.9	5.7	9.2	8.0	9.3	6.1	5.9	8.1	8.2
당기순이익	67.7	87.1	78.5	-395.2	200.3	171.8	144.3	79.8	-1816	-162	600	680
YoY (%)	712	59	113	적유	196	97	84	흑전	적전	적유	흑전	13.4
순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	-20.2	10.7	8.5	7.2	3.7	-24.0	-2.1	7.5	7.7

자료: 카카오, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,872	8,043	8,842
매출총이익	6,799	7,557	7,872	8,043	8,842
영업이익	569	461	460	652	725
EBITDA	1,151	1,222	1,296	1,554	1,661
순이자손익	69	57	49	211	245
외화관련손익	-26	-4	25	0	0
지분법손익	1,603	-135	13	58	0
세전계속사업손익	1,269	-1,648	-3	672	850
당기순이익	1,067	-1,817	-162	600	680
지배주주순이익	1,358	-1,013	55	557	680
증가율(%)					
매출액	1,262.9	11.2	4.2	2.2	9.9
영업이익	222.7	-19.1	-0.1	41.8	11.1
EBITDA	476.9	6.1	6.1	20.0	6.9
순이익	612.2	적전	적지	흑전	13.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	8.4	6.1	5.8	8.1	8.2
EBITDA 이익률	16.9	16.2	16.5	19.3	18.8
세전이익률	18.7	-21.8	0.0	8.4	9.6
순이익률	15.7	-24.0	-2.1	7.5	7.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	678	1,341	1,250	-1,129	1,641
당기순이익	1,067	-1,817	-162	596	680
자산상각비	581	761	835	902	936
운전자본증감	-460	248	-4	-98	-15
매출채권 감소(증가)	-69	-108	-20	-91	-79
재고자산 감소(증가)	-73	43	0	-4	-4
매입채무 증가(감소)	64	418	-27	-2	116
투자현금흐름	-1,574	-1,780	10	-918	-979
유형자산처분(취득)	-439	-561	-348	-487	-673
무형자산 감소(증가)	-91	-135	-87	-91	-111
투자자산 감소(증가)	-75	227	415	-308	-80
재무현금흐름	412	1,020	-521	-610	-26
차입금의 증가(감소)	265	-75	-390	-388	0
자본의 증가(감소)	50	-20	-4	-222	-26
배당금의 지급	-23	-55	-27	-27	-26
총현금흐름	1,193	1,184	1,300	-1,031	1,656
(-)운전자본증가(감소)	390	-1,215	-263	3,729	15
(-)설비투자	453	575	380	495	673
(+)자산매각	-76	-121	-55	-84	-111
Free Cash Flow	275	1,703	1,129	-5,339	857
(-)기타투자	1,041	2,278	237	-3,599	115
잉여현금	-766	-575	892	-1,739	742
NOPLAT	479	334	334	583	580
(+) Dep	581	761	835	902	936
(-)운전자본투자	390	-1,215	-263	3,729	15
(-)Capex	453	575	380	495	673
OpFCF	218	1,735	1,053	-2,739	828

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	7,756	9,988	10,959	9,154	10,044
현금성자산	6,022	7,228	7,801	5,451	6,167
매출채권	772	1,205	1,243	1,376	1,454
재고자산	160	139	65	77	81
비유동자산	14,451	15,192	14,732	15,161	15,125
투자자산	7,464	7,998	8,309	8,324	8,439
유형자산	885	1,337	1,286	1,385	1,378
무형자산	6,022	5,769	5,137	5,452	5,308
자산총계	22,964	25,180	25,691	24,315	25,169
유동부채	4,768	7,564	8,633	6,281	6,441
매입채무	1,642	4,934	5,296	2,032	2,148
유동성이자부채	1,376	1,931	2,338	3,172	3,172
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,803	3,843
비유동이자부채	2,825	2,579	2,047	2,816	2,816
부채총계	9,448	11,321	11,830	12,041	12,320
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,825	8,825
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,486	3,140
자본조정	-1,209	-1,043	-758	-1,139	-1,139
자기주식	-1	-1	-1	-56	-56
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,231	14,885

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,049	-2,276	126	1,280	1,563
BPS	22,414	21,948	22,858	23,112	24,592
DPS	60	61	60	60	60
CFPS	2,679	2,662	2,931	-2,333	3,746
ROA(%)	5.9	-4.2	0.2	2.2	2.7
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.5	6.5
ROIC(%)	7.4	5.1	6.1	8.2	6.3
Multiples(x, %)					
PER	17.4	-23.9	302.0	46.0	37.7
PBR	2.4	2.5	1.7	2.5	2.4
PSR	3.5	3.2	2.2	3.2	2.9
PCR	19.8	20.4	13.0	-25.2	15.7
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	17.1	15.6
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
안정성(%)					
부채비율	69.9	81.7	84.8	84.6	82.8
Net debt/Equity	-13.5	-19.6	-24.5	3.8	-1.2
Net debt/EBITDA	-158.2	-222.5	-263.7	34.5	-10.8
유동비율	162.7	132.0	126.9	145.7	155.9
이자보상배율(배)	5.2	2.8	2.3	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	34.6	28.1	23.6	40.3	38.7
현금+투자자산	65.4	71.9	76.4	59.7	61.3
자본구조(%)					
차입금	23.7	24.6	23.9	29.6	28.7
자기자본	76.3	75.4	76.1	70.4	71.3

NHN (181710)

정부 사업 수혜로 이익과 밸류 저점 높아질 것



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

Buy (유지)

목표주가(상향): 30,000원

현재 주가(9/3)	24,800원
상승여력	▲21.0%
시가총액	8,374억원
발행주식수	33,766천주
52 주 최고가 / 최저가	33,950 / 15,640원
90 일 일평균 거래대금	69.26억원
외국인 지분율	10.9%

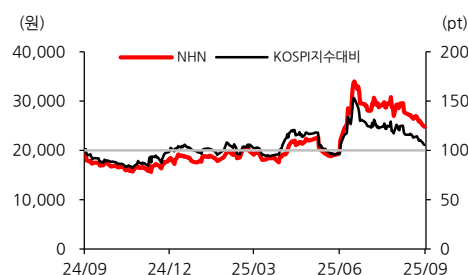
주주 구성	
이준호 (외 18 인)	55.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.6%
자사주 (외 1 인)	7.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.0	28.6	25.6	25.1
상대수익률(KOSPI)	-10.1	10.6	-0.2	5.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,270	2,456	2,521	2,706
영업이익	56	-33	111	132
EBITDA	149	72	221	273
지배주주순이익	-9	-133	35	76
EPS	-244	-4,073	1,060	2,348
순차입금	-547	-410	-302	-112
PER	-95.6	-4.3	23.4	10.6
PBR	0.5	0.4	0.6	0.5
EV/EBITDA	1.8	2.6	2.4	2.7
배당수익률	2.1	2.8	2.0	2.0
ROE	-0.5	-8.6	2.4	5.1

주가 추이



동사에 대한 투자포인트는 뚜렷하게 드러나지 않고 있습니다. 게임사업에서 안정적인 이익을 창출하고 있음에도 기타 여러 사업들에서 성과가 크게 개선되고 있지 않기 때문입니다. 다만 정부 정책 및 AI 고도화에 따른 GPU 운영 사업자로서의 가치는 점차 부각될 것입니다.

GPUaaS 사업자로서의 입지 강화 중

동사는 정부 주도 GPU 구축 사업에 최다 물량 확보 사업자로 선정됐고, 이 중 약 80% 비중의 물량을 정부지원에 활용, 나머지는 민간 대외 판매를 통해 매출이 유의미하게 발생할 것으로 예상된다. 회사는 향후 5년 간 매출 약 3000억원을 기대한다. 정부 지원 공급 부분도 내년 1분기부터 GPU 사용량에 따라 매출로 인식된다. 게다가 선정된 세 기업 중 동사는 'GPU 인프라 통합 포털' 구축에 대한 대표 사업자 역할까지 맡게 되었다. 보다 본격화될 정부 지원 사업에서도 동사의 입지는 강화될 것으로 전망한다.

하반기로 갈수록 개선되는 매출 성장세

본업 실적 부진은 아직 이어지고 있다. 신작이 없음에도 웹보드와 일본 모바일 게임을 중심으로 게임 사업 매출은 견조하게 유지되고 있는 점은 고무적이다. 내년 초 웹보드 규제안에 대한 이슈가 예정되어 있지만, 완화 기대감을 가지기엔 아직 이르다. 그래도 하반기로 갈수록 커머스, 코미코, 결제 매출을 중심으로 매출 반등이 예상되며 강도높은 사업 효율화가 되어 있기에 이익 성장도 동반 기대된다. 동사의 게임 신작에 대한 기대감은 거의 없기에, 신작 성과의 일부 기여는 모멘텀이 될 수 있는 구간이다.

목표주가 3만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 3만 원으로 상향한다. 내년 예상 EPS 에 목표배수 P/E 13배를 적용했다. 고마진의 이익을내는 게임 사업의 안정세로는 지금의 밸류가 적정 수준이라고 판단한다. 이익 부진 가능성은 추가로 없다. 정책 관련 수혜가 멀티플 상승으로 이어지려면, 조금이라도 실적 개선 가능성을 보여줘야 한다. 분명 동사는 AI 고도화에 따른 GPU 운영 사업자로서의 가치는 점차 부각될 것으로 전망한다.

[표18] NHN의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	604.4	599.4	608.4	643.9	600.1	604.9	645.9	670.2	2,270	2,456	2,521	2,706
YoY(%)	10.2	8.7	6.4	7.6	(0.7)	0.9	6.2	4.1	7.3	8.2	2.6	7.3
게임매출	121.9	106.4	112.5	119.0	119.6	114.9	122.7	120.9	446	460	478	502
PC	41.6	42.9	44.0	44.4	45.3	43.3	46.2	45.6	163	173	180	190
모바일	80.2	63.5	68.6	74.6	74.3	71.7	76.6	75.2	283	287	298	312
결제	278.6	286.9	283.4	297.5	290.3	309.4	325.4	346.9	1,023	1,146	1,272	1,380
기술	95.1	98.0	102.7	118.5	105.6	104.5	124.5	137.3	368	414	472	548
기타	130.2	128.6	130.7	129.3	104.5	96.5	132.0	155.0	516	519	488	492
영업비용	577.1	570.9	721.8	618.9	572.5	583.0	619.1	635.5	2,214	2,489	2,410	2,574
YoY(%)	9.0	7.6	31.7	2.1	(0.8)	2.1	(14.2)	2.7	9.5	(4.4)	0.8	6.8
인건비	113.6	111.3	107.3	106.6	113.8	108.1	109.5	111.0	459	439	442	461
지급수수료	394.1	400.4	409.0	443.5	395.5	410.1	436.0	462.4	1,491	1,647	1,704	1,805
광고선전비	17.0	14.7	17.7	17.7	18.2	21.0	27.0	12.5	78	67	79	82
영업이익	27.3	28.5	-113.4	25.0	27.6	21.9	26.7	34.7	55.6	-32.6	111.0	132.0
YoY(%)	42.8	36.3	-585.5	흑전	1.3	-23.0	흑전	38.8	42.4	-158.7	흑전	18.9
영업이익률(%)	4.5	4.8	-18.6	3.9	4.6	3.6	4.1	5.2	2.4	-1.3	4.4	4.9
당기순이익	-4.8	4.6	32.4	11.3	-0.2	11.2	26.9	2.3	-23.1	-192.6	40.3	76.4
YoY(%)	적전	-70.0	305.6	흑전	적지	142.6	-16.9	-79.6	적지	적지	흑전	89.4
순이익률(%)	-0.8	0.8	5.3	1.8	0.0	1.9	4.2	0.3	-1.0	-7.8	1.6	2.8

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,115	2,270	2,456	2,521	2,706
매출총이익	2,115	2,270	2,456	2,521	2,706
영업이익	39	56	-33	111	132
EBITDA	118	149	72	221	273
순이자손익	6	-2	-8	-13	-3
외화관련손익	3	2	7	0	0
지분법손익	-12	6	-12	-17	-16
세전계속사업손익	2	13	-130	82	91
당기순이익	-32	-23	-193	40	76
지배주주순이익	-32	-9	-133	35	76
증가율(%)					
매출액	279.8	7.3	8.2	2.6	7.3
영업이익	229.2	42.4	적전	흑전	18.9
EBITDA	193.7	26.8	-51.9	207.1	23.9
순이익	적전	적지	적지	흑전	89.4
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	1.8	2.4	-1.3	4.4	4.9
EBITDA 이익률	5.6	6.6	2.9	8.8	10.1
세전이익률	0.1	0.6	-5.3	3.3	3.4
순이익률	-1.5	-1.0	-7.8	1.6	2.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	26	165	47	50	242
당기순이익	-32	-23	-193	40	76
자산상각비	79	94	104	110	141
운전자본증감	-29	15	-168	3	2
매출채권 감소(증가)	-83	10	-174	27	-11
재고자산 감소(증가)	2	18	11	20	-1
매입채무 증가(감소)	48	27	-18	-31	12
투자현금흐름	11	-294	-50	-165	-421
유형자산처분(취득)	-127	-308	-42	-197	-379
무형자산 감소(증가)	-17	-31	-12	-8	-9
투자자산 감소(증가)	215	68	22	39	-5
재무현금흐름	1	269	-149	-36	-16
차입금의 증가(감소)	-4	115	-9	-27	0
자본의 증가(감소)	-46	-26	-59	-9	-16
배당금의 지급	-2	-6	-17	-16	-16
총현금흐름	150	209	275	47	240
(-)운전자본증감(감소)	-136	-77	20	39	-2
(-)설비투자	130	318	48	198	379
(+)자산매각	-14	-20	-5	-6	-9
Free Cash Flow	142	-53	202	-197	-146
(-)기타투자	224	86	166	-43	28
잉여현금	-83	-138	35	-153	-174
NOPLAT	-815	-99	-24	54	111
(+) Dep	79	94	104	110	141
(-)운전자본투자	-136	-77	20	39	-2
(-)Capex	130	318	48	198	379
OpFCF	-731	-246	13	-73	-124

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,349	1,537	1,419	1,218	1,045
현금성자산	736	879	764	597	407
매출채권	457	493	516	470	481
재고자산	47	67	49	37	38
비유동자산	1,677	1,912	1,774	1,840	2,098
투자자산	780	779	729	695	707
유형자산	483	706	701	811	1,063
무형자산	413	427	345	333	328
자산총계	3,025	3,450	3,193	3,058	3,143
유동부채	747	888	878	775	794
매입채무	559	664	648	505	517
유동성이자부채	92	110	124	93	93
비유동부채	286	571	549	521	527
비유동이자부채	72	222	230	202	202
부채총계	1,033	1,460	1,428	1,296	1,321
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
이익잉여금	580	524	325	345	406
자본조정	-134	-140	-121	-113	-113
자기주식	-81	-54	-46	-58	-58
자본총계	1,992	1,990	1,765	1,762	1,822

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-891	-244	-4,073	1,060	2,348
BPS	47,006	46,697	42,986	43,822	45,603
DPS	0	500	500	500	500
CFPS	4,168	5,975	8,158	1,394	7,098
ROA(%)	-1.1	-0.3	-4.0	1.1	2.5
ROE(%)	-1.8	-0.5	-8.6	2.4	5.1
ROIC(%)	-96.2	-11.1	-2.5	5.5	9.4
Multiples(x, %)					
PER	-27.9	-95.6	-4.3	23.4	10.6
PBR	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5
PSR	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3
PCR	6.0	3.9	2.2	17.8	3.5
EV/EBITDA	2.7	1.8	2.6	2.4	2.7
배당수익률	n/a	2.1	2.8	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	51.8	73.4	80.9	73.5	72.5
Net debt/Equity	-28.8	-27.5	-23.2	-17.1	-6.2
Net debt/EBITDA	-486.2	-365.7	-571.2	-136.9	-41.0
유동비율	180.5	173.0	161.5	157.3	131.6
이자보상배율(배)	4.3	2.4	n/a	4.4	4.7
자산구조(%)					
투하자본	35.4	36.4	38.3	45.0	54.0
현금+투자자산	64.6	63.6	61.7	55.0	46.0
자본구조(%)					
차입금	7.6	14.3	16.7	14.4	13.9
자기자본	92.4	85.7	83.3	85.6	86.1

삼성에스디에스 (081260)

정부 정책 방향성에 꼭 필요한 CSP와 MSP



Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

현재 주가(9/3)	146,300원
상승여력	▲23.0%
시가총액	113,204억원
발행주식수	77,378천주
52 주 최고가 / 최저가	193,500 / 109,600원
90 일 일평균 거래대금	494.93억원
외국인 지분율	18.7%

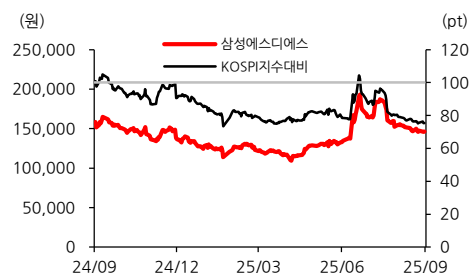
주주 구성	
삼성전자 (외 11 인)	49.0%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%
삼성에스디에스우리스주 (외)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.1	10.2	18.7	-6.0
상대수익률(KOSPI)	-6.1	-7.7	-7.1	-25.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	13,277	13,828	14,511	15,520
영업이익	808	911	981	1,101
EBITDA	1,421	1,518	1,670	1,758
지배주주순이익	693	757	830	990
EPS	8,965	9,787	10,735	12,794
순차입금	-4,623	-5,040	-5,434	-6,189
PER	19.0	13.1	13.6	11.4
PBR	1.5	1.1	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	3.2	3.5	2.9
배당수익률	1.6	2.3	2.0	2.0
ROE	8.2	8.4	8.7	9.7

주가 추이



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

여전히 국내외 클라우드 데이터센터 서버 수요는 높아지고 있고, 여러 기업들은 데이터센터 및 IDC 에 대한 증설을 강조하고, 원하고 있습니다. 국내 CSP 기업으로 입지를 구축하고 있는 동사에 대한 긍정적인 의견을 유지합니다.

정부 공공 사업에서의 입지 강화 중

동사는 수년 간 관계사 및 대외사업을 구축 운영해오던 노하우를 공공 사업에서 이어나가고 있다. MSP 매출 성장률은 20%대 수준을 지속하고 있는데, 특히 공공 부문의 클라우드 전환 및 AI 플랫폼 구축 사업 수주에 힘입어 호실적을 기록 중이다. MSP 부문은 정부 정책에 맞춰 플랫폼 개발과 기업용 AI 에이전트 확보에 집중하고 있다. 업종별 특화 AI 에이전트를 신속히 준비해 금융과 공공 부문에 우선 적용할 계획이다. 또한, 행정안전부 주도의 범정부 초거대 AI 사업에서는 생성형 AI 전용 플랫폼 구축을 진행하며, 패브릭스와 LLM(대형 언어 모델) 기반 서비스를 대구 IDC에서 제공할 예정이다.

CSP 매출 성장세는 내년에 더욱 가속화될 것

CSP 부문은 고성장이 기대되는 공공클라우드와 GPU 서비스를 중심으로 사업을 확장하고 있다. 최근 CSP 매출이 크게 증가한 배경에는 HPC(고성능 컴퓨팅) 사용량 증가, 클라우드 네트워크 서비스 매출 상승, 대구 센터에서 공공 클라우드 서비스가 본격화된 점이 있다. 민간 클라우드 활용이 가능해지면서 사업 확장 기회도 확대됐다. 정부는 공공 부문의 디지털 혁신을 위해 생성형 AI 도입과 클라우드 네이티브 전환을 추진하고 있으며, 이를 기반으로 동사는 경찰청 AI 빅데이터 플랫폼 사업, 행정안전부 지능형 업무 관리 플랫폼 사업, 범정부 초거대 AI 공통 기반 사업 등을 연이어 수주했다.

투자의견 BUY와 목표주가 18만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 다. 내년 예상 EPS에 P/E 목표배수 33배를 적용했다. AI 시대 도래에 따라 CSP 역할은 단순 인프라 공급을 넘어, 특정 생태계에 필요한 툴과 플랫폼을 제공하는 방향으로 확장될 전망이다. 동사가 그간 확보해온 구축 및 운영 능력은 이제 본격 발휘되는 구간이라고 판단된다. 기업가치 증대를 위한 대규모 현금성 자산 활용 정책도 기대되는 구간이다.

[표19] 삼성에스디에스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,247	3,369	3,570	3,642	3,490	3,512	3,685	3,825	13,277	13,828	14,511	15,520
IT 서비스	1,554	1,586	1,630	1,632	1,600	1,678	1,723	1,774	6,106	6,402	6,776	7,415
SI	288	268	257	266	236	318	263	273	1,152	1,079	1,090	1,370
ITO	735	763	736	766	712	695	742	757	3,074	2,999	2,906	2,793
클라우드	531	556	637	600	653	665	718	744	1,881	2,324	2,781	3,252
물류 BPO	1,694	1,783	1,940	2,010	1,889	1,834	1,961	2,051	7,171	7,427	7,735	8,106
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	48	47	46	45	46	48	47	46	46	46	47	48
물류 BPO	52	53	54	55	54	52	53	54	54	54	53	52
영업이익	225.9	220.9	252.8	211.5	268.5	230.2	239.8	242.7	808.2	911.1	981.2	1,101
영업이익률(%)	7.0	6.6	7.1	5.8	7.7	6.6	6.5	6.3	6.1	6.6	6.8	7.1
IT 서비스	170	198	223	182	226	204	212	212	670	773	854	942
영업이익률(%)	10.9	12.5	13.7	11.2	14.1	12.1	12.3	11.9	11.0	12.1	12.6	12.7
물류 BPO	56	23	30	30	43	27	27	31	138	139	127	159
영업이익률(%)	3.3	1.3	1.5	1.5	2.3	1.4	1.4	1.5	1.9	1.9	1.6	2.0
당기순이익	216.9	190.5	185.8	196.3	217.6	176.0	215.4	220.8	701.5	789.5	830.3	989.7
당기순이익률(%)	6.7	5.7	5.2	5.4	6.2	5.0	5.8	5.8	5.3	5.7	5.7	6.4
YoY(%)												
매출액	-4.5	2.4	11.3	7.9	7.5	4.2	3.2	5.0	-23.0	4.2	4.9	7.0
IT 서비스	5.7	5.0	8.0	1.0	3.0	5.8	5.7	8.7	2.3	4.8	5.9	9.4
SI	0.4	-7.3	-7.1	-11.2	-18.2	18.8	2.5	2.7	-22.4	-6.3	1.1	25.6
ITO	-5.0	-1.9	-3.5	0.7	-3.1	-8.9	0.8	-1.2	-7.5	-2.4	-3.1	-3.9
클라우드	29.5	25.1	35.3	7.9	23.0	19.6	12.8	24.1	61.8	23.5	19.7	17.0
물류 BPO	-12.3	0.1	14.2	14.2	11.6	2.9	1.1	2.0	-36.4	3.6	4.1	4.8
영업이익	16.3	7.0	31.0	-1.4	18.9	4.2	-5.1	14.8	-11.8	12.7	7.7	12.2
IT 서비스	15.7	17.3	33.2	-2.8	33.0	2.9	-4.7	16.5	6.1	15.3	10.5	10.3
물류 BPO	17.9	-39.0	16.8	8.1	-24.1	15.2	-8.2	4.3	-51.4	0.2	-8.1	24.9
당기순이익	4.1	11.7	5.2	34.2	0.3	-7.6	15.9	12.5	-37.9	12.5	5.2	19.2

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	17,235	13,277	13,828	14,511	15,520
매출총이익	1,901	1,796	2,012	1,600	1,711
영업이익	916	808	911	981	1,101
EBITDA	1,428	1,421	1,518	1,670	1,758
순이자손익	82	143	133	87	92
외화관련손익	26	4	41	0	0
지분법손익	7	6	5	0	0
세전계속사업손익	1,132	986	1,103	1,070	1,211
당기순이익	1,130	701	790	830	990
지배주주순이익	1,100	693	757	830	990
증가율(%)					
매출액	118.2	-23.0	4.2	4.9	7.0
영업이익	54.4	-11.8	12.7	7.7	12.2
EBITDA	44.3	-0.5	6.8	10.0	5.3
순이익	160.2	-37.9	12.6	5.2	19.2
이익률(%)					
매출총이익률	11.0	13.5	14.6	11.0	11.0
영업이익률	5.3	6.1	6.6	6.8	7.1
EBITDA 이익률	8.3	10.7	11.0	11.5	11.3
세전이익률	6.6	7.4	8.0	7.4	7.8
순이익률	6.6	5.3	5.7	5.7	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,290	1,461	1,346	1,238	1,637
당기순이익	1,130	701	790	830	990
자산상각비	512	613	607	689	657
운전자본증감	-100	-106	0	-156	-18
매출채권 감소(증가)	107	194	-233	-228	-62
재고자산 감소(증가)	0	0	0	-1	0
매입채무 증가(감소)	-49	-12	-60	69	39
투자현금흐름	-645	-622	-1,027	-798	-842
유형자산처분(취득)	-587	-445	-485	-498	-533
무형자산 감소(증가)	-60	-29	-52	-62	-62
투자자산 감소(증가)	-93	-51	-552	-177	-184
재무현금흐름	-355	-463	-439	-224	-224
차입금의 증가(감소)	-167	-208	-212	0	0
자본의 증가(감소)	-188	-248	-227	-224	-224
배당금의 지급	-188	-248	-209	-224	-224
총현금흐름	1,594	1,510	1,346	1,394	1,656
(-)운전자본증감(감소)	-88	-187	262	156	18
(-)설비투자	592	451	486	498	533
(+)자산매각	-55	-24	-52	-62	-62
Free Cash Flow	1,035	1,222	547	678	1,043
(-)기타투자	93	390	-325	61	63
잉여현금	942	832	871	617	980
NOPLAT	914	575	652	762	900
(+) Dep	512	613	607	689	657
(-)운전자본투자	-88	-187	262	156	18
(-)Capex	592	451	486	498	533
OpFCF	923	924	511	796	1,005

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	8,006	8,160	9,004	9,643	10,479
현금성자산	5,030	5,491	6,024	6,417	7,173
매출채권	2,551	2,229	2,534	2,763	2,824
재고자산	41	24	19	20	20
비유동자산	3,947	4,161	4,235	4,167	4,168
투자자산	1,713	1,687	1,647	1,707	1,770
유형자산	1,520	1,654	1,774	1,643	1,578
무형자산	713	819	814	817	820
자산총계	11,952	12,321	13,238	13,810	14,646
유동부채	2,493	2,392	2,495	2,586	2,647
매입채무	1,845	1,663	1,703	1,771	1,811
유동성이자부채	193	211	267	267	267
비유동부채	992	954	1,037	1,046	1,056
비유동이자부채	676	657	717	717	717
부채총계	3,485	3,345	3,533	3,632	3,703
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,001	7,447	7,995	8,601	9,366
자본조정	-114	-125	2	-132	-132
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,467	8,976	9,705	10,178	10,943

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	14,213	8,965	9,787	10,735	12,794
BPS	106,273	111,893	120,618	126,724	136,615
DPS	3,200	2,700	2,900	2,900	2,900
CFPS	20,600	19,509	17,399	18,020	21,399
ROA(%)	9.8	5.7	5.9	6.1	7.0
ROE(%)	14.2	8.2	8.4	8.7	9.7
ROIC(%)	25.1	13.8	15.0	16.7	19.6
Multiples(x, %)					
PER	8.7	19.0	13.1	13.6	11.4
PBR	1.2	1.5	1.1	1.2	1.1
PSR	0.6	1.0	0.7	0.8	0.7
PCR	6.0	8.7	7.3	8.1	6.8
EV/EBITDA	3.8	6.0	3.2	3.5	2.9
배당수익률	2.6	1.6	2.3	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	41.2	37.3	36.4	35.7	33.8
Net debt/Equity	-49.1	-51.5	-51.9	-53.4	-56.6
Net debt/EBITDA	-291.3	-325.4	-332.0	-325.4	-352.1
유동비율	321.1	341.2	360.8	373.0	395.8
이자보상배율(배)	31.8	21.2	18.2	19.0	21.3
자산구조(%)					
투하자본	38.1	37.0	37.0	36.1	34.0
현금+투자자산	61.9	63.0	63.0	63.9	66.0
자본구조(%)					
차입금	9.3	8.8	9.2	8.8	8.2
자기자본	90.7	91.2	90.8	91.2	91.8

더존비즈온 (012510)

중소기업 AI 전환 정책 수혜 기대



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

Buy (유지)

목표주가(상향): 95,000원

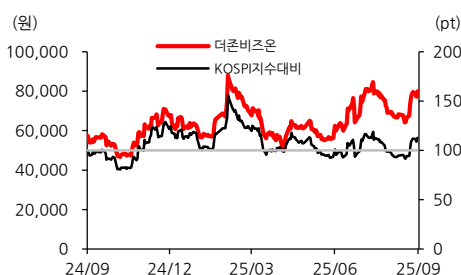
현재 주가(9/3)	80,000원
상승여력	▲18.8%
시가총액	24,306억원
발행주식수	30,383천주
52 주 최고가 / 최저가	88,000 / 46,700원
90 일 일평균 거래대금	225.05억원
외국인 지분율	10.7%
주주 구성	
김용우 (외 8 인)	22.6%
국민연금공단 (외 1 인)	10.3%
신한밸류업제일차 (외 1 인)	10.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.9	42.1	13.5	35.1
상대수익률(KOSPI)	13.9	24.1	-12.3	15.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	355	402	437	479
영업이익	72	88	100	115
EBITDA	109	125	136	149
지배주주순이익	14	59	67	80
EPS	281	2,113	2,425	2,870
순차입금	220	162	182	122
PER	103.2	30.1	33.0	27.9
PBR	6.0	3.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	10.1	16.7	19.2	17.1
배당수익률	0.7	0.8	0.6	0.6
ROE	4.8	17.0	12.0	12.8

주가 추이



동사의 사업은 중소기업 경기와 밀접한 연관을 나타냅니다. 최근 정부의 정책 방향성이 국가+민간 협력, 소상공인, 중소·벤처기업 관련 활성화 정책에 초점이 맞춰지고 있음을 고려할 때, 이 모든 키워드를 본업에서 아우르고 있는 동사는 직간접적으로 긍정적인 영향을 받을 것으로 예상합니다.

3분기에도 우호적인 영업환경 지속

3분기에도 아마란스10과 위하고 매출 성장세는 지속될 것으로 전망한다. 예년과 다르게 금년 추석 연휴는 4분기로넘어가 있어 이번 3분기 진행되고 있는 프로젝트 매출 인식은 예상보다 우호적인 상황인 것으로 파악된다. Lite ERP 매출은 기존 제품의 유지보수 증단을 예정하고 있기에 위하고 매출 성장세로 견인할 것으로 전망한다. 아쉬운 부분은 ONE AI의 판매 속도 및 매출 기여 규모다. 하지만 정부의 정책 방향성이 국가+민간 협력, 소상공인, 중소·벤처기업 관련 활성화 정책에 초점이 맞춰지고 있음을 고려할 때, 이 모든 키워드를 본업에서 아우르고 있는 동사는 직간접적으로 긍정적인 영향을 받을 것으로 예상된다.

해외 진출과 디지털 금융 사업 가시화 기대

동사의 멀티플을 확장시켜 줄 수 있는 마지막 퍼즐은 글로벌 진출과 데이터 사업이다. 일본 법인 제노랩을 중심으로 로컬 관련 기업들과 협력 관계를 논의중인 것으로 파악된다. 또한 AWS, 엔트로픽 등과의 MOU로 기술 협업을 통한 또 다른 시장 진입 기회를 준비 중이다. 연내 가시화될 디지털 금융 사업에 대한 방향성도 하반기에 구체화 될 전망이다. 이러한 기대감들은 주가에 반영되지 않았다고 본다.

목표주가 9만 5천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 9만 5천 원으로 상향한다. 내년 예상 EPS에 P/E 목표배수 33배를 적용했다. 과거 온프레미스 시대에서 클라우드 기반 SaaS 시대로 넘어가는 시기, 동사의 밸류에이션은 점진적으로 상승했다. 향후에도 여전히 B2B 향 AI SW 수요를 대응하면서 추가적인 사업 확장이 동시에 진행될 것으로 예상된다. 매수 대응 의견을 유지한다.

[표20] 더존비즈온의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	944	994	970	1,115	986	1,059	1,086	1,234	3,536	4,023	4,365	4,791
YoY(%)	16.7	17.1	14.8	8.0	4.5	6.5	11.9	10.7	16.2	13.8	8.5	9.8
Lite ERP	225	233	226	246	249	258	249	269	915	930	1,025	1,138
Standard ERP	275	300	282	321	296	341	329	347	1,062	1,178	1,313	1,525
Extended ERP	210	201	225	228	220	208	239	262	828	865	929	1,018
기타	234	260	237	319	221	252	269	356	730	1,050	1,098	1,110
YoY(%)												
Lite ERP	5.6	5.0	-6.2	3.0	10.5	10.6	10.2	9.4	8.2	1.7	10.2	11.0
Standard ERP	3.4	10.5	19.5	11.0	7.5	13.8	16.7	8.2	2.8	10.9	11.5	16.1
Extended ERP	6.1	-2.8	4.2	10.4	5.0	3.4	6.1	14.6	26.8	4.5	7.4	9.6
기타	77.3	74.7	56.0	7.4	-5.4	-3.2	13.4	11.5	42.6	43.9	4.5	1.1
영업이익	181	204	201	294	216	252	239	295	691	881	1,002	1,145
YoY(%)	28.4	23.7	34.8	24.8	19.3	23.5	19.0	0.2	51.9	27.4	13.8	14.3
영업이익률(%)	19.2	20.5	20.7	26.4	21.9	23.8	22.0	23.9	19.5	21.9	23.0	23.9
당기순이익	366	107	107	201	120	176	182	194	343	780	673	796
YoY(%)	392.6	20.4	40.2	92.9	-67.2	64.8	70.8	-3.3	48.6	127.5	-13.8	18.4
당기순이익률(%)	38.7	10.7	11.0	18.0	12.2	16.6	16.8	15.7	9.7	19.4	15.4	16.6

자료: 더존비즈온, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	304	355	402	437	479
매출총이익	120	154	184	196	208
영업이익	46	72	88	100	115
EBITDA	77	109	125	136	149
순이자손익	-7	-14	-14	-12	-12
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	26	-1	0
세전계속사업손익	31	48	95	87	100
당기순이익	23	39	78	67	80
지배주주순이익	24	14	59	67	80
증가율(%)					
매출액	123.1	16.5	13.5	8.5	9.8
영업이익	121.8	58.9	21.7	13.8	14.3
EBITDA	116.6	42.0	14.8	8.4	9.6
순이익	110.9	66.9	102.6	-13.8	18.4
이익률(%)					
매출총이익률	39.4	43.4	45.7	44.9	43.4
영업이익률	15.0	20.4	21.9	23.0	23.9
EBITDA 이익률	25.3	30.8	31.2	31.1	31.1
세전이익률	10.3	13.5	23.7	19.9	20.8
순이익률	7.6	10.9	19.4	15.4	16.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	77	102	104	88	118
당기순이익	23	39	78	67	80
자산상각비	31	37	37	36	34
운전자본증감	26	2	-11	7	3
매출채권 감소(증가)	15	3	-5	-6	0
재고자산 감소(증가)	0	1	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-1	0	1	10	0
투자현금흐름	30	-68	-35	-76	-45
유형자산처분(취득)	-17	-25	-15	-26	-34
무형자산 감소(증가)	-17	-11	3	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-12	-11	-17	2	0
재무현금흐름	-95	-35	-6	-16	-14
차입금의 증가(감소)	-3	-4	5	-3	0
자본의 증가(감소)	-95	-32	-12	-14	-14
배당금의 지급	-16	-6	-11	-14	-14
총현금흐름	85	116	138	81	115
(-)운전자본증감(감소)	-22	-18	-4	19	-3
(-)설비투자	17	25	15	26	34
(+)자산매각	-17	-11	4	-1	-1
Free Cash Flow	73	98	131	35	83
(-)기타투자	-80	37	22	25	10
잉여현금	153	61	109	10	73
NOPLAT	34	58	72	77	92
(+) Dep	31	37	37	36	34
(-)운전자본투자	-22	-18	-4	19	-3
(-)Capex	17	25	15	26	34
OpFCF	70	87	99	68	95

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	144	132	216	225	287
현금성자산	88	69	139	118	177
매출채권	40	49	54	60	60
재고자산	2	1	1	2	2
비유동자산	689	805	822	874	884
투자자산	262	280	335	393	403
유형자산	369	373	361	365	373
무형자산	57	152	126	116	109
자산총계	833	937	1,038	1,099	1,171
유동부채	138	425	204	216	221
매입채무	30	37	41	51	51
유동성이자부채	20	282	43	43	43
비유동부채	257	23	278	280	281
비유동이자부채	252	7	258	256	256
부채총계	394	447	483	496	502
자본금	16	1	16	16	16
자본잉여금	226	67	474	474	474
이익잉여금	268	87	132	181	247
자본조정	-79	-4	-83	-84	-84
자기주식	-78	-4	-84	-84	-84
자본총계	438	489	555	603	669

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	661	281	2,113	2,425	2,870
BPS	13,697	4,809	17,118	18,654	20,750
DPS	123	217	480	480	480
CFPS	2,696	3,693	4,375	2,570	3,650
ROA(%)	2.7	1.6	6.0	6.3	7.0
ROE(%)	5.1	4.8	17.0	12.0	12.8
ROIC(%)	5.5	9.1	11.0	12.1	14.2
Multiples(x, %)					
PER	55.7	103.2	30.1	33.0	27.9
PBR	2.7	6.0	3.7	4.3	3.9
PSR	3.8	2.6	5.0	5.8	5.3
PCR	13.7	7.8	14.6	31.1	21.9
EV/EBITDA	16.9	10.1	16.7	19.2	17.1
배당수익률	0.3	0.7	0.8	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	89.9	91.4	87.0	82.2	75.0
Net debt/Equity	41.8	45.0	29.3	30.1	18.3
Net debt/EBITDA	238.4	201.4	129.5	133.6	82.1
유동비율	104.5	31.0	105.7	104.5	129.8
이자보상배율(배)	4.8	4.8	6.0	7.3	8.4
자산구조(%)					
투하자본	63.1	66.0	57.4	55.7	52.8
현금+투자자산	36.9	34.0	42.6	44.3	47.2
자본구조(%)					
차입금	38.3	37.1	35.2	33.2	30.9
자기자본	61.7	62.9	64.8	66.8	69.1

[Compliance Notice]

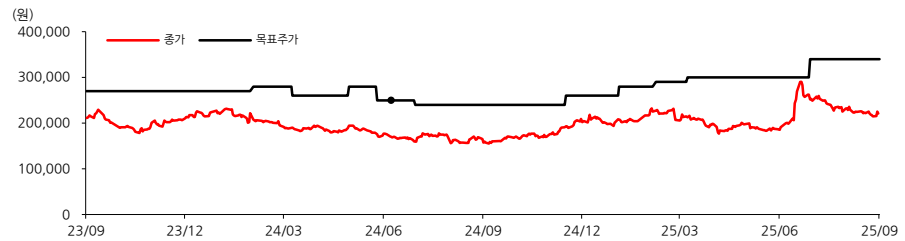
(공표일: 2025년 9월 4일)

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 책임소제에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

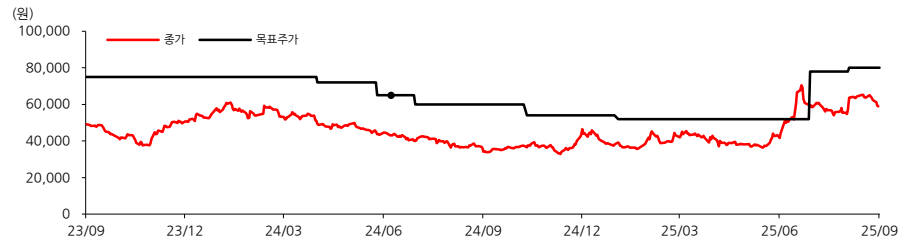
일 시	2016.08.12	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	280,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	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	2025.02.10	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	280,000	280,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	340,000	340,000
일 시	2025.08.08	2025.08.29	2025.09.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	340,000	340,000	340,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.05	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	-31.99	-3.17
2025.07.02	Buy	340,000		

[카카오의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

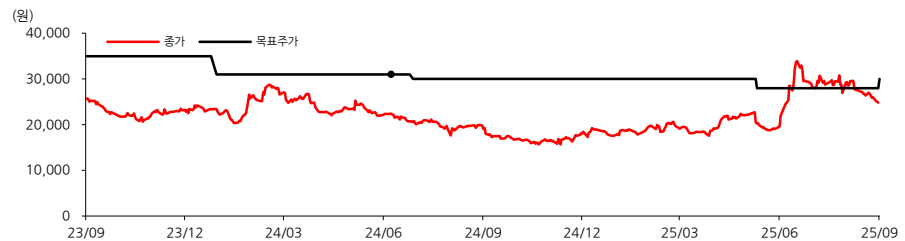
일 시	2016.08.12	2024.01.09	2024.02.16	2024.03.12	2024.03.29	2024.04.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		75,000	75,000	75,000	75,000	72,000
일 시	2024.05.10	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.10.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	72,000	65,000	60,000	60,000	60,000	54,000
일 시	2024.11.01	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
일 시	2025.02.14	2025.02.28	2025.03.28	2025.04.01	2025.05.08	2025.05.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000	52,000
일 시	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25	2025.08.07	2025.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	52,000	52,000	78,000	78,000	80,000	80,000
일 시	2025.09.04					
투자의견	Buy					
목표가격	80,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수평주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-17.81	35.38
2025.07.02	Buy	78,000	-26.44	-22.05
2025.08.07	Buy	80,000		

[NHN의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

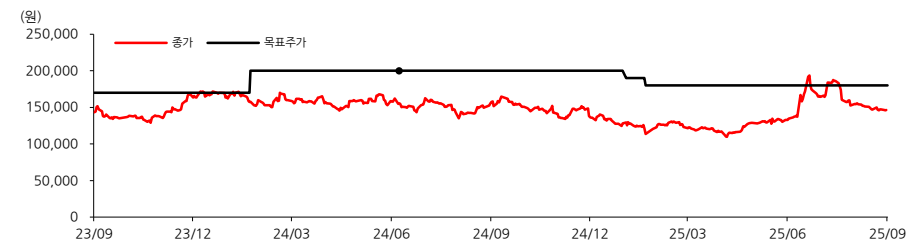
일 시	2016.08.12	2024.01.02	2024.04.08	2024.07.01	2024.08.06	2024.11.19
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		31,000	31,000	30,000	30,000	30,000
일 시	2024.12.04	2025.05.14	2025.09.04			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	30,000	28,000	30,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.02	Buy	31,000	-23.33	-7.26
2024.07.01	Buy	30,000	-37.30	-24.33
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000		

[삼성에스디에스의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

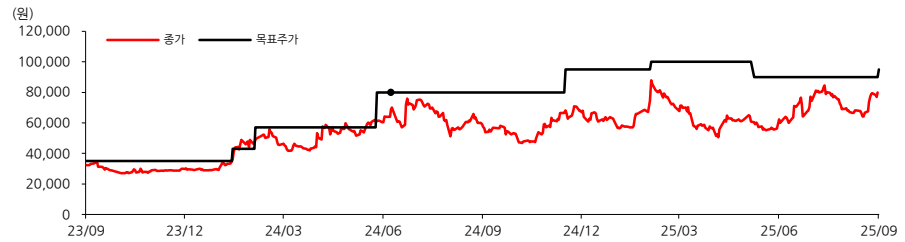
일 시	2024.01.26	2024.03.26	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.05.31	2024.06.04	2024.06.25	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000	200,000
일 시	2024.08.30	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	190,000	180,000
일 시	2025.04.25	2025.06.05	2025.06.13	2025.07.25	2025.09.04	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.01.26	Buy	200,000	-24.40	-14.95
2025.01.06	Buy	190,000	-33.92	-31.63
2025.01.24	Buy	180,000		

[더존비즈온의 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.01.17	2024.01.26	2024.02.07	2024.02.29	2024.03.18	2024.03.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	57,000	57,000	57,000	57,000
일 시	2024.03.29	2024.04.25	2024.04.26	2024.05.29	2024.05.31	2024.06.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	57,000	57,000	57,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.06	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000	80,000
일 시	2024.09.27	2024.11.06	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.27	2025.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	80,000	80,000	95,000	95,000	95,000	95,000
일 시	2025.02.06	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12	2025.06.05	2025.06.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	90,000	90,000	90,000
일 시	2025.09.04					
투자의견	Buy					
목표가격	95,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-33.19	-21.26
2025.02.06	Buy	100,000	-34.39	-12.00
2025.05.12	Buy	90,000	-23.40	-6.00
2025.09.04	Buy	95,000		

[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 투자 의견 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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%