

인터넷

초개인화 AI 시대의 개막

- Gen AI 시장 경쟁 심화 단계. B2C 기업들은 자사 서비스에 AI 완전히 통합
- 기업들의 전략은 개인화에서 초개인화로 발전. 이를 통해 실적 성장 경험
- 국내 역시 초개인화 본격화 시작. 실적 성장 가시성 높은 NAVER 탐픽 추천

생성형 AI 시장은 경쟁 심화 단계 진입. B2C 사업자들의 생성형 AI 통합

- ChatGPT 출시 이후 3년만에 생성형 AI 시장은 급속히 성장하며 경쟁 심화
- 2025년 현재 AI 모델 간 성능 차이 좁혀지며 OpenAI의 ChatGPT의 시장 점유율은 점차 낮아지는 상황. 그럼에도 ChatGPT는 프리미엄 구독 서비스 출시, 후발주자들은 무료 서비스 전략으로 사용자 확보에 집중
- B2C 수익 모델 변화: 초기 생성형 AI 챗봇의 구독 서비스 등장 → 이후 교육, 콘텐츠 등 다양한 산업군에서 구독 서비스 출시 및 인앱 결제 등의 수익 모델 도입 → B2C 기업들의 경우, 자사 핵심 비즈니스 모델에 생성형 AI 완전 통합

초개인화 전략으로 실적 성장을 경험 중인 글로벌 빅테크들

- 생성형 AI를 통합한 B2C 사업자들의 사업 전략은 기존 개인화 전략에서 초개인화 전략으로 발전
- 개인화 전략은 유사 소비자 그룹을 타겟팅하는 방식인 반면, 초개인화 전략은 개별 사용자 데이터를 실시간 분석해 맞춤형 서비스를 제공하는 방식
- 아마존은 생성형 AI를 활용해 개인 소비자별 맞춤형 상품 설명, LLM 기반 최적화 시스템, AI 챗봇 Rufus 도입으로 쇼핑 경험 개선 및 커머스 매출 성장 경험. Meta 역시 생성형 AI 기반 광고 자동화 솔루션을 통해 실시간 고객 행동 분석, 광고 타겟팅 최적화, AI 챗봇 비즈니스 메시지 강화 등을 통해 광고 매출 성장 및 고객의 구매 전환율 강화
- 향후 생성형 AI 적용 범위 확대, 기업들의 맞춤형 마케팅 및 운영 효율성 지속적 강화 전망

인터넷 업종 최선호주로 NAVER(035420) 추천

- 국내 인터넷 업체들 역시 그동안 강조해오던 초개인화 전략을 2025년부터 본격화할 전망
- NAVER는 플러스 스토어 출시를 통한 초개인화 커머스 생태계 강화 및 소비자 친화적 플랫폼 전환 추진. 개인별 선호도 기반 추천 시스템 도입, 검색 알고리즘 개선, 광고 지면 확대 및 수수료 개편을 통해 커머스 광고 및 중개 수수료 매출 성장 전망
- 카카오는 AI 메이트, AI 검색, 카나나, OpenAI와의 공동 개발 서비스 출시를 통해 초개인화 경험 강화 예정. 카카오톡 내 유저 지표 개선을 통해 유저 1인당 발생 매출 성장 시 플랫폼 가치 재평가 가능 판단
- 국내 인터넷 업종 최선호주로 NAVER 추천. 초개인화 전략을 기반으로 2026년까지 지속적인 실적 성장 가능성 높을 것으로 전망. 이익 성장세가 예상되면서 밸류에이션 부담 역시 낮아진 상황. 커머스 부문의 본격적인 실적 성장이 확인되면서 주가 상승 흐름 지속 전망

이지은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

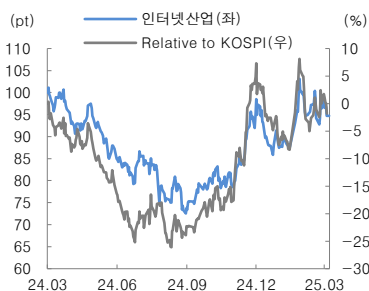
Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
NAVER	Buy	280,000원
카카오	Buy	50,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	-2.6	25.8	-4.6
상대수익률	1.0	-5.3	26.2	1.0



Contents

Summary	4
I. 생성형 AI 등장 이후 B2C 수익 모델 변화	6
II. 개인화가 아닌 초개인화	11
III. 네이버, 카카오가 그리는 초개인화	17
기업분석	29
NAVER	
카카오	

Summary

생성형 AI 시장은 ChatGPT 등장 후 불과 3년만에 급속히 성장하며 경쟁 심화 단계에 이르렀다. 생성형 AI 모델이 점점 진화하면서, B2C 수익 모델도 조금씩 변해갔다. 초기에는 OpenAI가 ChatGPT Plus(월 20달러) 구독 서비스를 출시를 통해 직접 수익을 창출했으며, 기업들은 챗봇, 콘텐츠 생성, 고객 서비스 자동화 등 다양한 방식으로 생성형 AI를 실험 적용하기 시작했다. 2023년부터 멀티모달 AI가 확산되면서 챗봇 외에도 AI 기반 서비스들에 구독 및 인앱 결제 모델을 도입했다. 예를 들어, 틱톡, 네이버 스노우 등의 플랫폼은 AI 필터를 인앱 결제 콘텐츠로 공개했으며, Duolingo와 Coursera 등과 같은 교육 플랫폼은 AI 기반 교육 서비스로 구독자 수와 함께 구독 매출을 증가시켰다.

2025년 현재, 생성형 AI 모델 간 성능 차이가 점점 좁혀지며 경쟁은 심화되고 있다. ChatGPT는 여전히 시장 점유율 1위를 유지하고 있지만, 시장 점유율은 점차 감소하는 추세다. 그럼에도 불구하고, OpenAI는 프리미엄 구독 서비스(월 200달러)를 출시해 수익을 극대화하고 있다. 반면, 후발주자들은 AI를 무료로 제공하며 사용자 확보에 집중하는 전략을 펼치고 있다. B2C 사업자들은 단순히 AI 도입을 넘어, 검색(구글), 커머스(아마존), 광고(Meta, TikTok) 등 핵심 비즈니스 모델 전반에 AI를 완전히 통합하여 경쟁력을 높이고 있다.

B2C 사업자들은 생성형 AI 통합을 통해 기존의 개인화 전략을 한 단계 발전시킨 초개인화 전략을 강조하고 있다. 개인화가 유사한 소비자 그룹을 타겟팅하는 방식이라면, 초개인화는 개별 사용자 데이터를 실시간으로 분석해 맞춤형 서비스를 제공하는 방식이다. 아마존은 생성형 AI를 활용해 고객이 선호하는 키워드를 강조한 상품 설명을 제공하고, LLM 기반 최적화 시스템을 통해 맞춤형 제품 정보를 노출해 쇼핑 경험을 개선했다. 또한, 생성형 AI 챗봇 Rufus의 도입은 실시간 고객 상담과 제품 추천을 강화하며 커머스 매출 성장에 기여했다.

이와 함께 Meta는 AI 기반 광고 자동화 솔루션 'Advantage+'를 활용해 실시간 고객 행동을 분석하고 광고 타겟팅을 강화했으며, 생성형 AI 챗봇을 활용한 비즈니스 메시지를 통해 기업과 소비자 간의 상호작용 역시 강화하고 있다. 초개인화 전략이 확산되면서 커머스(아마존)와 광고(Meta) 등 다양한 산업에서 둔화된 매출 성장이 반등했으며, AI의 실시간 데이터 분석과 자동화 기능을 활용해 고객 만족도와 구매 전환율을 극대화하는 사례가 증가하고 있다. 앞으로 생성형 AI의 적용 범위가 더욱 확대되면서, 기업들은 이를 통해 맞춤형 마케팅과 운영 효율성을 지속적으로 높여갈 것으로 전망된다.

글로벌 빅테크들이 초개인화 전략을 통해 실제로 매출 성장을 경험하고 있는 가운데, 국내 대표 인터넷 플랫폼 업체인 네이버와 카카오 역시 지속적으로 초개인화 전략을 강조해왔다. 2025년 드디어 그 사업 전략들이 본격화되고 있다.

네이버는 2025년 네이버플러스 스토어를 출시하며 기존 스마트스토어, 브랜드스토어 기반의 커머스 생태계를 강화하는 동시에, 소비자 친화적인 플랫폼으로 전환하고 있다. 기존 네이버 쇼핑의 키워드 기반 노출 알고리즘을 개선해 개인별 선호도를 반영한 상품 추천을 강화하고, 광고 슬롯 확대 및 새로운 광고 상품을 도입하면서 커머스 광고 매출 성장을 도모하고 있다. 또한, 부정행위를 방지하기 위한 판매자 가이드라인을 강화하고, 수수료 정책을 개편하여 중개 수수료를 인상하면서 커머스 사업의 매출 및 영업이익의 성장까지 기대하고 있다.

네이버의 초개인화 커머스 사업 전략에는 ‘쿠팡 따라잡기’가 깔려있다. 네이버플러스 스토어는 UI를 쿠팡과 유사한 형태로 개편하여 소비자 편의성을 개선하는 동시에, 새로운 광고 상품을 통해 판매자들의 광고 집행을 유도하고 있다. 특히, 초개인화된 쇼핑 경험을 위해 판매자들에게는 개인화 광고의 중요성을 더욱 강조하고 있다. 신규 광고 지면 확장과 광고 상품 출시 등을 통해 네이버는 지난 4분기부터 역성장을 지속하던 커머스 광고 부문이 매출 반등을 기록했다. 2025년에도 커머스 광고 매출은 매 분기 10% 이상의 성장률을 유지할 것으로 전망한다. 이와 더불어 수수료 체계를 개편하면서 2025년 하반기부터는 중개 수수료 매출을 늘리는 전략을 추진하고 있다.

카카오는 2025년 AI 메이트, AI 검색, 카나나, OpenAI와의 공동 개발 서비스 등을 통해 카카오톡 중심의 초개인화 경험을 강화할 계획이다. 특히 AI 메이트는 채팅 기록과 감정 데이터를 학습해 개인화된 서비스와 맞춤형 커머스 경험을 제공할 가능성이 크다. 이에 따라 카카오톡 내 체류 시간, 리텐션율 등의 유저 지표 개선을 통한 광고 및 커머스 매출 성장 시, 플랫폼 가치에 대해 재평가 가능할 것으로 판단한다.

NAVER(035420)를 인터넷 업종 내 최선호주로 추천한다. 초개인화 전략을 기반으로 한 실적 성장 가시성이 높으며, 이러한 성장 흐름은 2026년까지 지속될 것으로 전망한다. 이익 성장세가 예상되면서, 동사의 밸류에이션 부담 역시 글로벌 peer 대비 낮아진 상황이다. 국내 광고 및 커머스 시장 전반이 부진한 상황에서도, NAVER는 자체적인 사업 개편을 통해 실적 개선을 이루어내고 있다는 점 역시 고무적이다. 2024년 하반기에는 동사의 광고 실적 개선이 주가 상승을 견인했다면, 2025년에는 커머스 부문의 본격적인 성장세가 확인되면서 주가 상승 흐름이 지속될 것으로 기대한다.

I. 생성형 AI 등장 이후 B2C 수익 모델 변화

B2C 수익 모델: 구독 서비스 → 인앱 결제 → 플랫폼 통합

생성형 AI의 첫
B2C 수익 모델:
구독 서비스

2022년 11월 ChatGPT가 공개된 이후, 2025년 현재까지 글로벌 빅테크들은 생성형 AI를 활용하여 다양한 B2C 서비스들을 선보이고 있다. 겨우 약 3년이 넘었지만, OpenAI의 ChatGPT가 생성형 AI 시장을 선도하던 시기에서 현재는 수준 높은 생성형 AI 모델들의 경쟁 심화 단계까지 온 것으로 판단한다. 이 짧은 기간 동안 생성형 AI 모델들의 주요 변곡점을 기준으로 시기를 구분하고, 이에 따른 B2C 서비스들의 유형과 수익 모델의 변화 양상을 정리하였다.

ChatGPT 출시 2개월 만에 1억명에 달하는 유저가 이를 사용하게 되면서, OpenAI는 빠르게 생성형 AI 모델의 구독 서비스를 시작할 수 있었다. 2023년 2월, 월 20달러에 출시된 ChatGPT Plus는 소비자들이 직접 생성형 AI를 체험한 첫 B2C 수익 모델이며, 현재까지 생성형 AI 사업자들이 판매하는 가장 기본적인 유료 구독형 서비스다. 이어 B2C 기업들은 생성형 AI와 같은 도구를 챗봇, 콘텐츠 생성(광고 카피, 블로그 등) 등에 실험적으로 적용하기 시작했다. 예를 들어, Shopify는 ChatGPT를 활용해 고객 서비스 전략을 강화했다. 판매자가 고객에게 개인화된 24시간 CS를 지원할 수 있도록 하였는데, 여기엔 고객 문의 답변, 제품 추천, 구매 프로세스 지원 등이 모두 자동화되도록 했다. 이에 따라 기업들은 비용 절감 뿐 아니라 소비자와 챗봇 간의 과거와는 다른 인간적인 상호 작용 덕분에 판매 증가와 고객 만족도 향상으로 이어지는 것을 경험했다. 단, 이는 새로운 수익 모델을 창출했다기보다는 기존 서비스 기능을 향상시키는데 불과했다.

멀티모달의 보급화
시기. 챗봇 외에
다양한 산업군의
구독 서비스 및
인앱 결제 BM 도입

2022년 말부터 하나 둘씩 공개된 멀티모달(텍스트 뿐만 아니라, 음성, 이미지, 비디오 등을 입력 혹은 생성 가능)들이 2023년 하반기로 들어설수록 더욱 다양해지면서, 실 소비자들이 멀티모달을 사용할 수 있는 수준까지 생성형 AI 시장은 빠르게 성장했다. 다양한 멀티모달에 기반한 구독 서비스는 기존 ChatGPT Plus 외에 Stable Diffusion, Midjourney, DALL-E, Sora 등으로 더욱 확대되었다. 참고로 이들 중 구독 서비스로 제공하는 모델도 있지만, 몇 회당 가격이 결정된 모델들도 있다.

B2C 수익 모델로 구독 서비스 이외에 인앱 결제 수익 모델이 새롭게 등장했다. 콘텐츠 플랫폼들이 비교적 손 쉽게 생성형 AI 모델을 적용하여 인앱 결제 콘텐츠를 새롭게 제공하기 시작했다. 이를 테면, 틱톡, Meta, 네이버 스노우 등 SNS, 사진 등의 앱은 AI 생성 필터를 제공하면서 실제로 실적 성장을 일으켰다. Adobe, Canva와 같은 이미지, 동영상, 문서, 웹사이트, 홍보물 등을 제작하는 플랫폼도 AI 디자인 도구를 공개하며, 인앱 결제를 통한 수익을 확대했다.

콘텐츠 외에 교육 플랫폼에서도 생성형 AI를 적극적으로 활용하기 시작했다. 외국어 교육 플랫폼 Duolingo(DUOL US)는 GPT-4를 결합한 Duolingo Max를 2023년 3월 출시하였다. 월 30달러의 Duolingo Max의 주요 기능은 Explain My Answer와 Roleplay가 있다. Explain My Answer는 AI가 학습 과정에서 사용자의 응답이 옳거나 틀린 이유를 설명하는 기능이며, Roleplay는 AI가 원어민이 되어 다양한 시나리오를 설명하여 사용자와 자유롭게 대화하는 기능이다. 생성형 AI 도입 이후 Duolingo의 구독 매출은 빠르게 성장했으며, 2023년 2분기부터 이익은 흑자전환을 달성했다.

Coursera(COUR US)는 MOOC(Massive Open Online Course, 웹 기반 대규모 온라인 공개 강좌) 플랫폼으로 2023년 4월 생성형 AI 기반 Coursera Coach와 AI-Assisted Course Building을 출시했다. Coursera Coach는 사용자가 코세라 강의를 듣다가 질문이 생기면 맞춤형 피드백을 제공하거나, 강의 주요 내용 요약, 강의 내용 기반 문제 생성 등의 기능을 제공한다. 또한 AI-Assisted Course Building은 튜터가 강의 내용을 간단히 입력하면 생성형 AI가 강의 커리큘럼을 생성해주는 기능이다. 다만, 이 두 가지 기능은 따로 가격이 부과되진 않으며, 기존 유료 서비스에 추가되었다.

글로벌 빅테크들의
생성형 AI 도입을
통한 기존 서비스
고도화

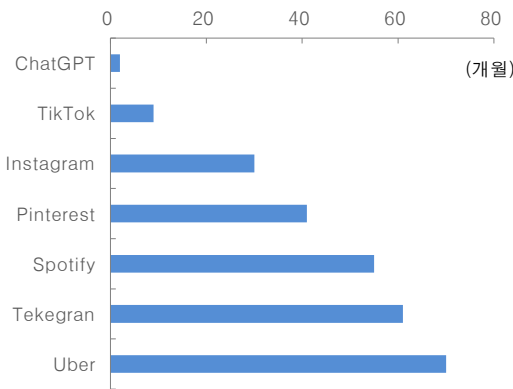
한편, 소비자가 직접 생성형 AI 서비스 사용을 위해 결제하는 직접 수익 모델은 아니지만, 생성형 AI 서비스 도입을 통해 기존 서비스를 고도화시키면서, 기존 수익 모델을 강화하는 간접 수익 모델 형태도 생겨났다. 대표적으로 광고, 커머스 등에 생성형 AI가 접목되는 경우다. 넷플릭스는 AI가 자동으로 생성하는 사용자 맞춤 썸네일을 도입해 사용자 유지율을 높이고, 구독 수익 안정화를 도모하였다. 커머스 사업에서는 다양하게 활용되는데, 추후 아마존 사례에서 후술하겠지만, 생성형 AI가 제품을 설명하거나, 멀티모달이 사용자가 입력한 내용을 바탕으로 제품을 찾는 등의 서비스를 도입하였다.

표 1. 생성형 AI 모델의 B2C 수익 모델 변화

시기 구분	Gen AI 모델 주요 사건	B2C 수익 모델	내용
2022.11~1H23 (생성형 AI 출시와 빠른 대중화)	- 2022.11 OpenAI의 ChatGPT 공개	- 생성형 AI 모델 구독 서비스	- ChatGPT 출시 2개월 차 1억명 사용자 달성 - 2023.02 ChatGPT Plus 월 20달러 유료 서비스 첫 출시 - B2C 기업들의 생성형 AI 모델의 실험적 적용 (광고 카피, 콘텐츠 생성, 챗봇 CS 등)
2H23~1H24 (멀티모달 보급과 산업 맞춤화)	- 2023.03 ChatGPT4(멀티모달) 공개 및 대중화 - 2023.10 DALL-E 3(이미지 생성)의 ChatGPT Plus 탑재 - 2023.12 Gemini 1.0(멀티모달) 공개	- 챗봇 외에 생성형 AI를 활용한 구독 서비스 확장 - 인앱 구매 (ex. 틱톡, 인스타 필터 등)	- 음성, 이미지, 비디오 등 멀티모달 보급 - 광고(ex. 넷플릭스의 AI 생성 썸네일), 커머스(ex. 아마존 CS 챗봇), 콘텐츠(ex. 틱톡 필터), 교육(ex. Duolingo), 창작 도구(ex. Canva 디자인도구) 등 다양한 산업군으로 생성형 AI 모델 적용 확대

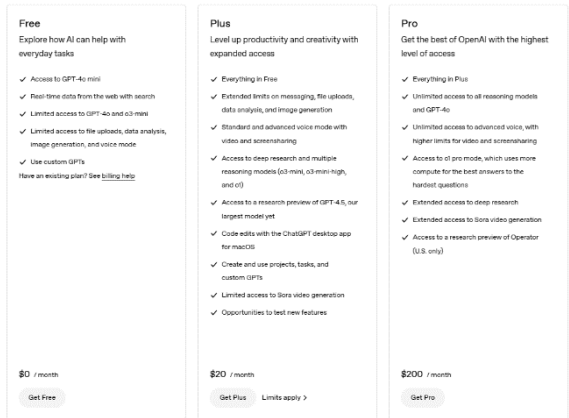
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 플랫폼별 MAU 1억명 도달하는데 걸린 시간



자료: EconomyApp, 대신증권 Research Center

그림 2. ChatGPT 구독 서비스 라인업



자료: ChatGPT, 대신증권 Research Center

그림 3. 생성형 AI 도구 비교



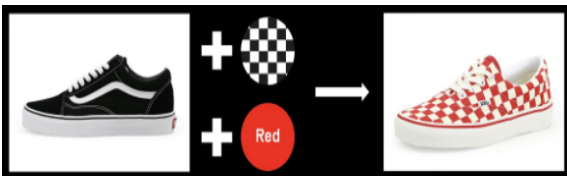
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 생성형 AI의 인앱 결제 예시



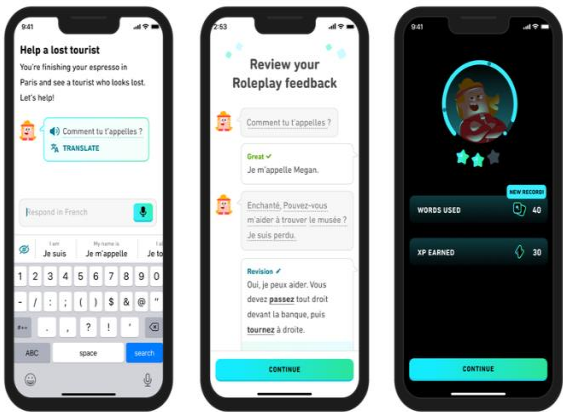
자료: Snow, 대신증권 Research Center

그림 5. 멀티모달의 커머스 적용 예시



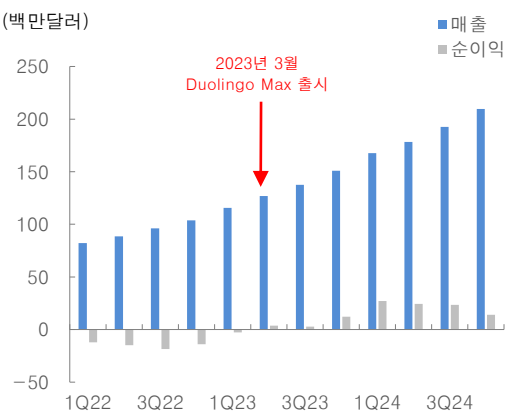
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. Duolingo Max – 생성형 AI와 Roleplay 예시



자료: Duolingo, 대신증권 Research Center

그림 7. Duolingo 실적 추이



자료: Duolingo, 대신증권 Research Center

생성형 AI 모델 경쟁 심화, B2C 사업자의 AI 모델 개발 경쟁 참전은 무의미

생성형 AI 모델의 경쟁 심화 단계 진입, B2C 기업들은 생성형 AI 모델을 자사 서비스에 완전히 통합

생성형 AI 시장은 ChatGPT의 선도로 시작되었지만, 다양한 경쟁 AI 모델의 등장으로 경쟁이 심화되는 단계에 이르렀다. 특히, 2025년 1월 스타트업 딥시크(DeepSeek)의 가성비 높은 AI 모델인 R1의 공개는 생성형 AI 모델 개발의 경쟁이 더욱 치열해질 가능성을 시사한다. 이로 인해 일반 사용자들 사이에서 생성형 AI 모델 간의 차별성이 점차 희미해지고 있는 것으로 보인다. 실제로 생성형 AI 모델들의 성능을 비교하고 테스트하는 벤치마크 순위를 보면, 생성형 AI 모델 간의 성능 차이는 있지만, 점점 더 그 격차가 줄어들고 있어, 한 모델이 독보적 위치를 차지하는 것은 점점 어려워지고 있다고 판단한다.

미국의 SEO 분석 사이트인 First Page Sage에 따르면, 2025년 3월 기준으로 가장 높은 시장 점유율을 보유한 생성형 AI 챗봇은 여전히 ChatGPT이다. 그러나 경쟁이 심화되면서 이 점유율은 점차 감소하는 추세이다. 그럼에도 불구하고, OpenAI는 시장 선점효과(first-mover advantage)를 활용하여 빠르게 사용자를 확보하였으며, 2024년 12월에는 더 높은 가격(월 200달러)의 프리미엄 구독 서비스를 공개하였다. 반면, 비교적 늦게 생성형 AI 모델을 공개한 기업들은 제한적으로 AI 서비스를 무료로 제공하고 있으며, 이는 사용자 확보와 더 많은 데이터 수집을 위한 전략으로 판단한다. 그러나 장기적으로는 서버 및 운영 비용으로 인해 유료화될 가능성이 있다.

플랫폼 사업자들은 기존의 구독 서비스나 인앱 구매 등에서 새로운 수익 모델을 발전시키기보다는, 기존 사업에 생성형 AI를 완전히 통합하기 시작했다. 이전에는 기존 서비스의 일부에 생성형 AI를 도입하여 서비스를 고도화했다면, 이제는 사업 전반에 생성형 AI를 통합하는 것이다.

예를 들어, 구글은 검색에 생성형 AI를 완전히 통합하였다. 검색 결과로 AI가 생성하는 답변을 제공하고 있으며, 2024년 10월에는 미국 내에서 AI가 생성한 답변 부분에 새로운 광고 지면을 확장하기 시작하였다. 구글 렌즈의 경우, 텍스트 기반 검색이 아닌 이미지 검색이 구현되도록 했는데, 언론 보도에 따르면, 구글 렌즈의 검색 건수는 2023년 2월 기준 월 100억건이었으나, 2025년 2월 기준 월 200억 건 이상으로 증가했다. 이에 따라, 구글은 기존과 유사한 검색 광고 매출 성장률을 견조하게 유지하고 있으며, 처음 ChatGPT가 공개됐을 당시 우려되던 구글의 검색엔진 점유율 감소는 거의 확인되지 않고 있다.

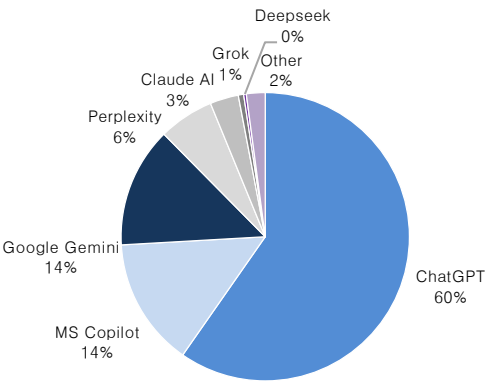
아마존 역시 고객 서비스를 위한 생성형 AI 챗봇 활용에서 벗어나, 커머스 전반에 걸쳐 생성형 AI를 적극적으로 통합하고 있으며, Meta, TikTok 등도 모두 생성형 AI를 기존 서비스 전반에 통합하여 광고 단가 상승을 경험한 바 있다. 이러한 흐름은 생성형 AI가 단순한 부가 기능을 넘어, 기업의 핵심 비즈니스 모델과 운영 방식에 깊숙이 통합되고 있음을 의미한다.

표 2. 생성형 AI 모델의 B2C 수익 모델 변화

시기 구분	Gen AI 모델 주요 사건	B2C 수익 모델	내용
2H24~ (AI 모델의 경쟁 심화, 플랫폼 통합)	- 2024 Gemini 1.5(2월), Claude3(2월), LlaMA 3(4월), GPT 4o(5월), Claude3.5(6월), Sora(12월) 공개	- 구독 서비스 확대	- 기존 B2C 플랫폼에 생성형 AI 통합 (ex. Meta의 인스타그램/페이스북 등의 AI 타게팅 광고 및 콘텐츠 생성 강화 등)
	- 2025.01 딥시크의 R1 모델 공개	- 인앱 결제	
	- 2025.02 xAI의 Grok3, OpenAI의 GPT4.5 공개	- 플랫폼 통합	- 생성형 AI 모델의 경쟁 심화
			- 생성형 AI 모델별 특화된 서비스 제공

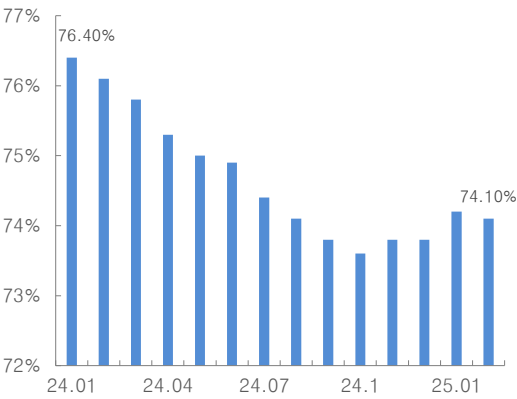
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. Gen AI 챗봇의 시장 점유율



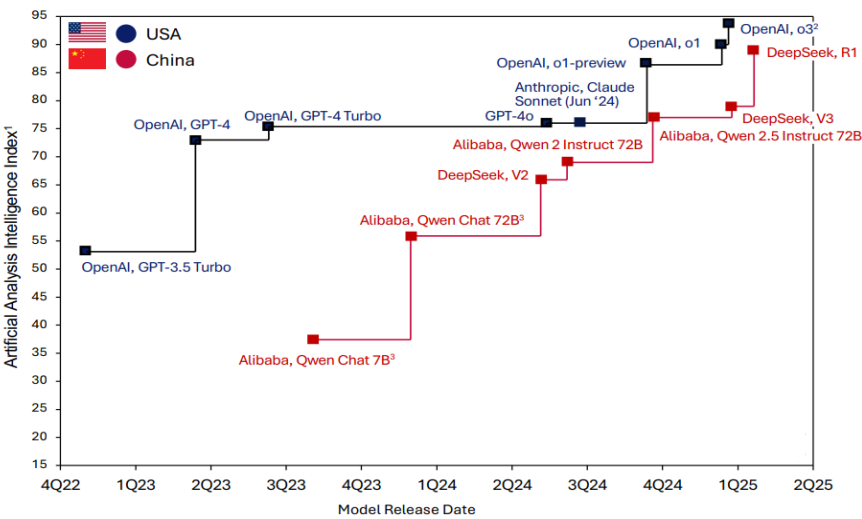
자료: Firstpagesage, 대신증권 Research Center
주: 2025년 3월 기준

그림 9. ChatGPT(Copilot 포함) 점유율 추이



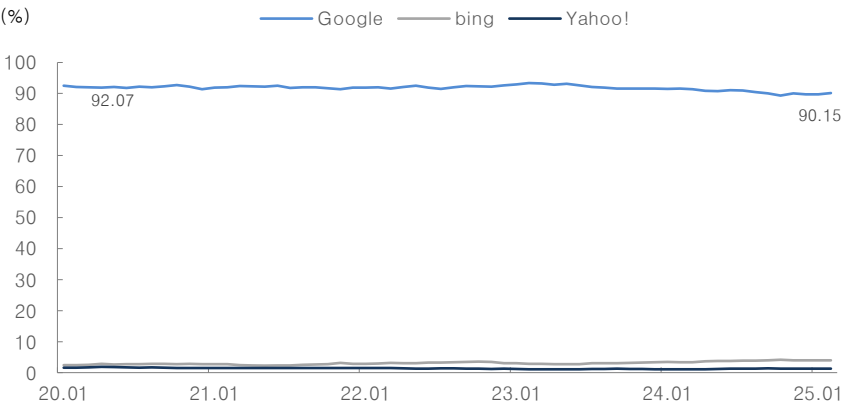
자료: Firstpagesage, 대신증권 Research Center

그림 10.미국, 중국의 주요 LLM 모델



자료: Artificial Analysis, 대신증권 Research Center

그림 11.구글 검색엔진 점유율 추이



자료: statcounter, 대신증권 Research Center

II. 개인화가 아닌 초개인화

개인화는 그룹 vs. 초개인화는 개인

생성형 AI 통합 이후, 개인화 전략에서 초개인화 전략으로 발전

개인화는 유사한 개인의 그룹을 타겟하는 반면, 초개인화는 각 개인을 타겟

B2C 기업들은 생성형 AI를 기존 B2C 서비스에 완전히 통합하기 시작했다. 과거에도 광고, 커머스, 금융, 콘텐츠 등과 같은 B2C 사업을 영위하던 기업들은 추천, 예측형 AI를 활용하여 소비자 각 개인에 초점을 맞춰 개인화 서비스를 개선시켜왔다. 하지만, 생성형 AI의 통합 이후, 기업들은 ‘초개인화’를 핵심 키워드로 강조하기 시작했다. 초개인화와 개인화에는 정도의 차이를 넘어선 개념과 기술 차이가 존재한다.

개인화의 경우, 기업은 사용자의 과거 행동(검색, 클릭, 구매 등)과 인구통계학적 정보(연령, 성별, 거주 지역 등)의 데이터를 기반으로 다수의 사용자들을 유사 그룹(segmentation)으로 분류한다. 그리고 이렇게 분류한 그룹을 타겟팅하는 것이 개인화 방식이다. 즉, 라이프 스타일, 취향, 특성 등이 유사한 사용자들을 타겟팅하는 것이다. 이 과정에서 AI가 활용되는데, 이때 활용된 AI는 생성형 AI가 아닌, 예측 기반 머신러닝의 추천시스템(협업 필터링, 콘텐츠 기반 필터링)이다. 협업 필터링(Collaborative Filtering)은 비슷한 선호도와 행동을 가진 다른 사용자들이 해당 항목과 상호 작용한 방식을 기반으로 사용자에게 항목을 추천하는 방식이다. 콘텐츠 기반 필터링(Content Based Filtering)은 사용자가 특정 아이템을 선호하는 경우, 그 아이템과 비슷한 콘텐츠를 가진 다른 아이템을 추천해주는 방식이다. 이 둘 중 추천 결과가 좋은 방식은 협업 필터링으로, 결국 사용자들을 그룹화하는 방식이다.

커머스 기업에서 협업 필터링 기반 추천 시스템의 사례를 자주 볼 수 있다. 예를 들어, 쿠팡에서 물건을 구매할 때, 쿠팡은 특정 사용자에게, 그 사용자와 같은 그룹으로 분류된 다른 사용자들이 구매한 제품을 끊임없이 추천한다. ‘다른 고객이 함께 본 상품’과 같은 대체제 혹은 ‘다른 고객이 함께 구매한 상품’과 같은 보완재를 추천하는 문구를 본 경험이 있을 것이다.

그림 12.개인화 추천 방식 - 협업 필터링

그림 13.협업 필터링의 예시 - 커머스

다른 고객이 함께 구매한 상품

보주 닥터비 간염좋은 밀크씨슬 프리미엄, 135g, ... 21,900원 로켓배송 (1정당 146원) ★★★★★ (390)	셀티바 [감사특가] 모유유래 유산균 분사 프로바이... 84,900원 ★★★★★ (84)	고려인삼유통 아로니아 가득 담은 6년근 통삼스틱 ... 18,900원 로켓배송 (1세트당 18,900원) ★★★★★ (231)

자료: Spot Intelligence, 대신증권 Research Center

자료: 쿠팡, 대신증권 Research Center

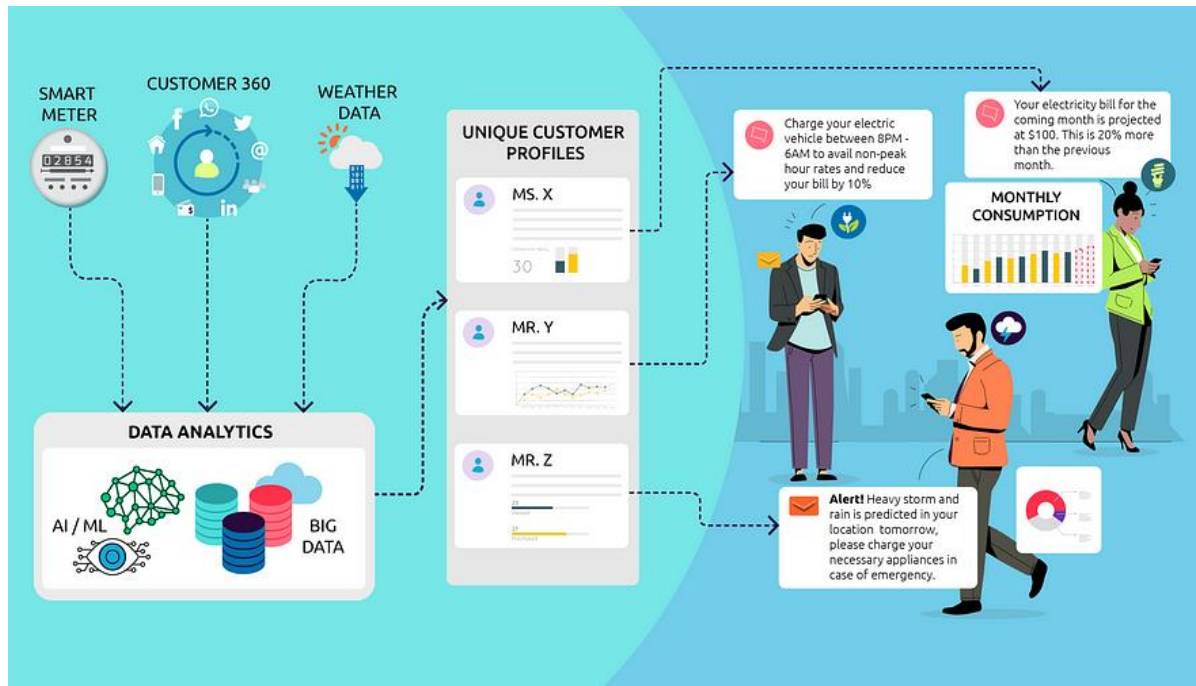
11

초개인화 전략은 동적이고, 실시간으로 진행 → 고객 충성도 및 구매 전환율 상승은 필연적

초개인화는 그룹이 아닌 개별 사용자의 모든 데이터를 파악하는 것에서 시작하여 궁극적으로 고객의 니즈를 사전에 충족할 수 있도록 하는 것이다. 첫번째로 인구통계학적 정보와 심리적 정보(선호도, 관심사, 가치관 등)을 통해 고객의 기본 정보를 파악한다. 두 번째로 거래 이력(구매 이력/빈도, 평균 지출액, 구매한 제품/서비스 유형 등)과 행동 데이터(검색 기록, 클릭 패턴, 방문 빈도, 페이지 체류 시간, 장바구니 추가/제거 항목, 제품 리뷰 등)를 통해 생성형 AI는 사용자가 향후 필요한 제품이나 미래 행동을 예측하여 광고 등의 콘텐츠를 제시한다. 마지막으로 고객이 브랜드와 소통한 정보(고객 문의, SNS 게시물, 리뷰, 기타 피드백 등)를 기반으로 브랜드는 자사 제품 및 서비스의 이미지 혹은 평판 관리가 가능하다. 이러한 일련의 과정이 생성형 AI를 통해 실시간으로 진행된다.

초개인화 전략은 동적이고, 실시간으로 진행되어야 한다. 단순히 제품 광고를 넘어서, 실시간으로 각 소비자의 눈에 띄 수 있게 배치되고, 각 소비자 취향에 맞게 이미지가 수정되는 작업, 각 소비자에 알맞은 가격 할인율 제시 등을 수반한다. 이는 당연히 그룹을 타겟팅하는 개인화에 전략에 비해 고객 충성도와 만족도를 향상시키고, 구매 전환율을 제고할 수 밖에 없다.

그림 14.초개인화 전략의 핵심 - 실시간, 동적 데이터 제공



자료: 대신증권 Research Center

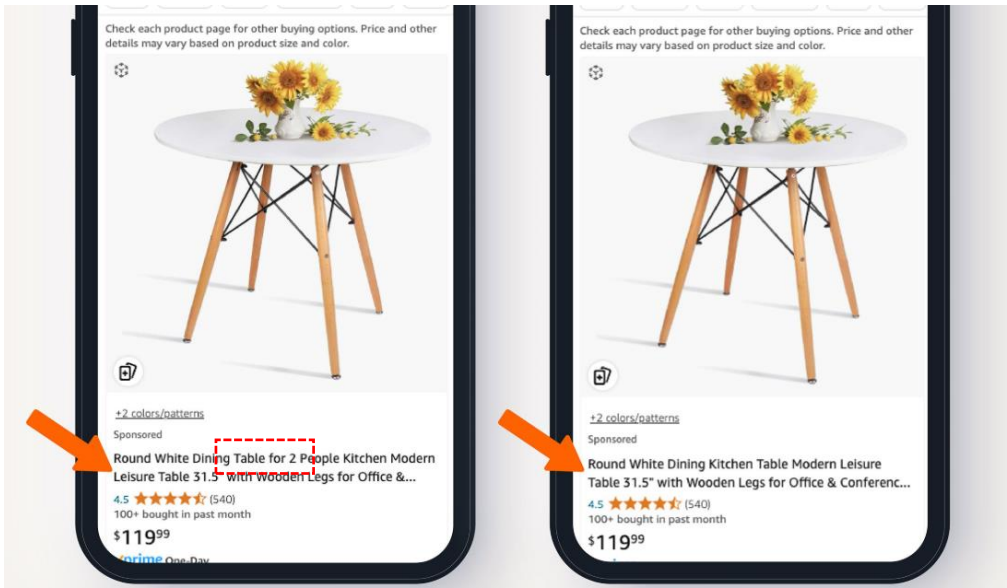
아마존의 초개인화 쇼핑

아마존, 생성형 AI 기반의 초개인화 전략을 상품 검색, 구매, CS 등 전반에 도입

아마존 역시 수년 동안 머신러닝과 기존 AI 추천 시스템을 통해 개인화 마케팅 전략을 사용해왔지만, 2024년 하반기부터 생성형 AI를 통해 초개인화 전략을 진행하고 있다. 예를 들어, 그림 15와 같이, 한 고객이 ‘2인용 테이블(table for 2)’을 키워드로 상품 검색을 한다면, 생성형 AI는 검색 결과에 표시되는 제품들의 설명에서 ‘table for 2’라는 용어를 더욱 눈에 띄게 배치한다. 만일 제품 설명의 맨 끝에 해당 용어가 포함되어 있더라도, AI가 이를 강조하여 고객이 쉽게 인식할 수 있도록 해주는 것이다. 즉, 생성형 AI 기반의 초개인화 기술은 고객의 특정 요구에 맞는 제품을 더욱 쉽게 발견할 수 있도록 돕는다.

또한 아마존은 primary LLM과 evaluator LLM을 활용해 각 고객의 실시간 쇼핑에 가장 중요한 특징을 강조하는 방식으로 상품명을 편집한다. 만약 primary LLM이 생성한 상품 설명이 지나치게 일반적이거나 특정 고객에게 중요한 핵심 특징을 강조하지 못하면, evaluator LLM이 이를 감지하고, 다시 정교화하는 작업을 진행한다. 이러한 과정을 지속하면서, 고객이 가장 정확하고 유용한 상품 설명을 확인할 수 있도록 한다.

그림 15. Amazon 초개인화 검색 결과 예시. 각각 2인용 테이블과 테이블의 크기로 검색했을 경우 결과

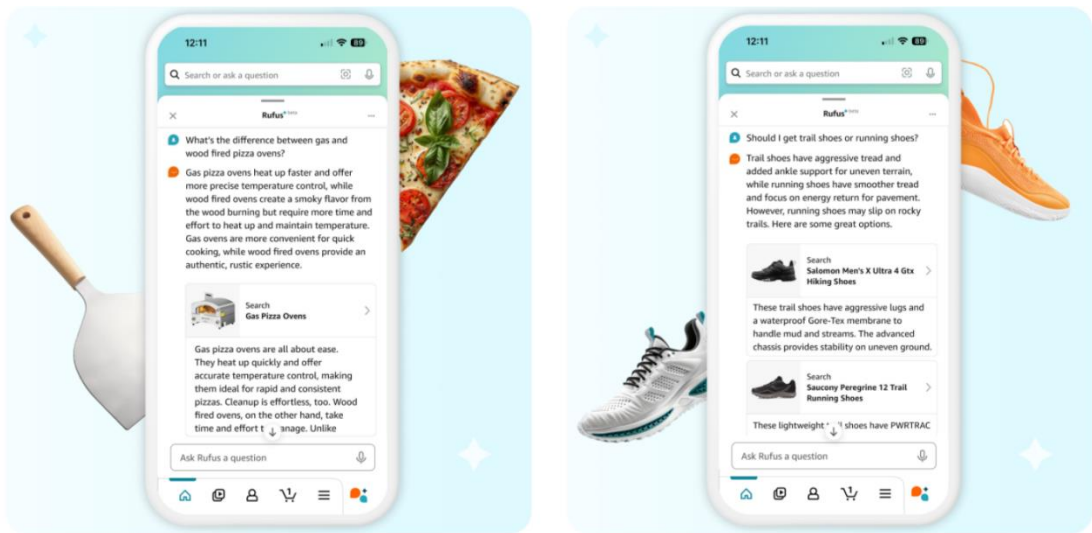


자료: amazon, 대신증권 Research Center

아마존 쇼핑 전문 챗봇 ‘Rufus’ 역시 초개인화 쇼핑을 경험하게 하는 생성형 AI 중 하나이다. 2024년 2월 출시한 Rufus는 아마존의 제품 카탈로그, 고객 리뷰, QnA 등 다양한 정보를 학습한 생성형 AI로 고객의 쇼핑 관련 질문에 답변하고, 제품 비교 및 추천 서비스를 제공함으로써 고객이 보다 쉽고 빠르게 원하는 제품을 찾을 수 있도록 돕는다. 고객은 광범위한 쇼핑 질문부터 특정 제품에 대한 세부적인 질문까지 오프라인 매장에서 직원과 하는 듯한 대화를 Rufus와 실시간으로 할 수 있다.

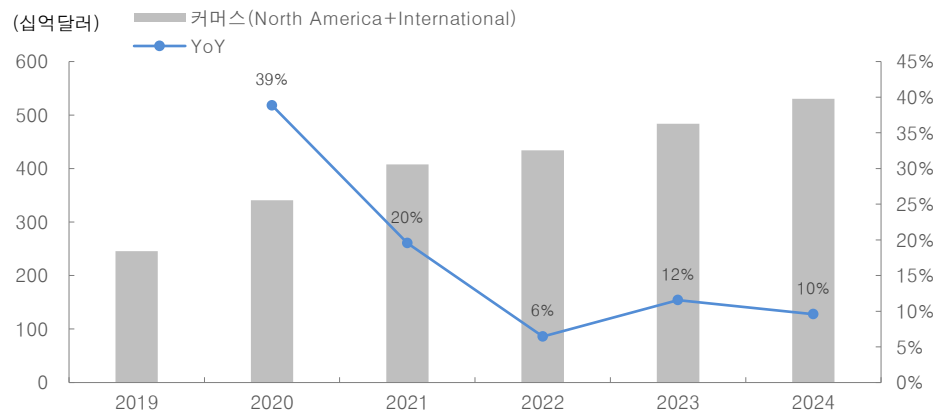
아마존이 커머스 매출 증가에 생성형 AI 기여분을 구체적으로 구분해주고 있지는 않지만, 펜데믹 이후 둔화됐던 커머스 매출 성장률이 다시 반등하는데 일부 기여했을 것으로 판단한다.

그림 16.Rufus의 개인 맞춤 상담



자료: amazon, 대신증권 Research Center

그림 17.아마존 커머스(North America, International) 연간 매출 추이



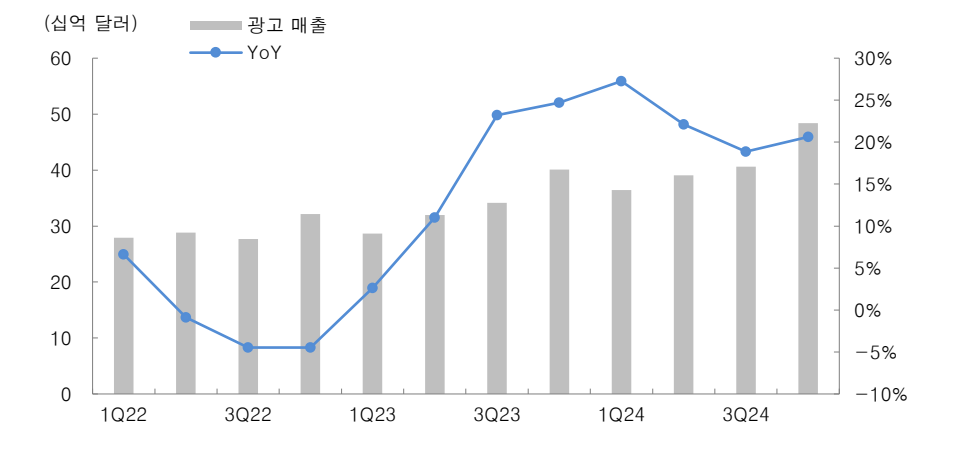
자료: amazon, 대신증권 Research Center

Meta의 초개인화 광고

Meta, 생성형 AI를
광고 전반에 도입하
여 광고 매출 반등,
광고 노출 수 증가,
광고 단가 상승
경험

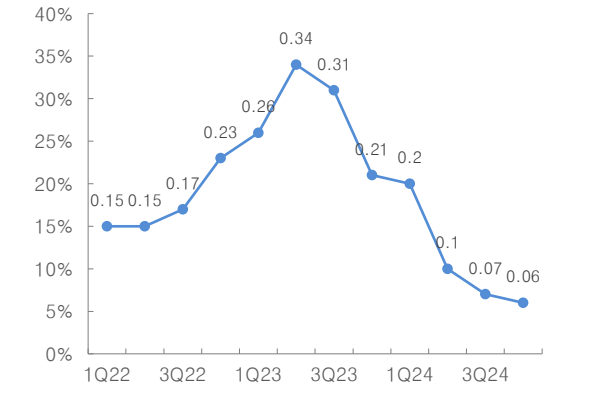
2022년까지 역성장을 지속하던 Meta의 광고 매출은 2023년부터 반등하기 시작하여 현재까지 매 분기 약 20% 수준의 YoY 성장률을 유지하고 있다. 숏폼 Reels 광고 성장과 함께 2022년말부터 도입한 생성형 AI 기반 광고 덕분이다. 2023년 광고 노출 수는 급격히 증가했으며, 8개 분기 연속 지속적으로 감소해오던 광고 평균 단가는 2023년 4분기부터 증가세로 돌아섰을 뿐만 아니라, 4Q24까지 증가율 조차 지속적으로 증가했다.

그림 18.Meta 광고 매출 추이



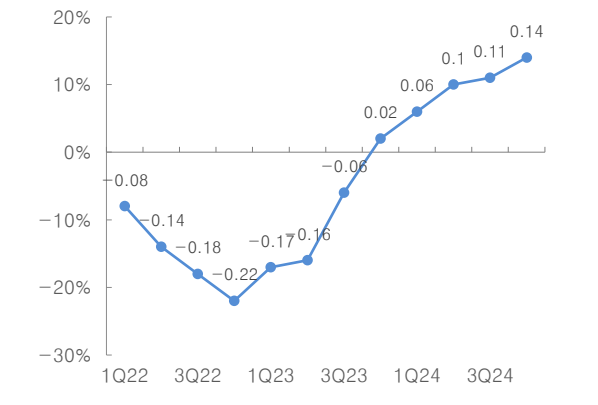
자료: Meta, 대신증권 Research Center

그림 19.Meta 광고 노출 수 YoY 증가율 추이



자료: Meta, 대신증권 Research Center

그림 20.Meta 광고 평균 단가 YoY 증가율 추이



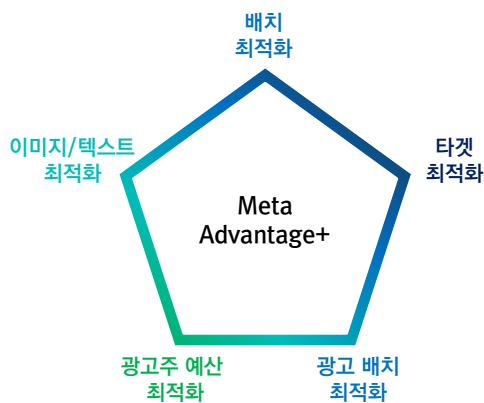
자료: Meta, 대신증권 Research Center

Meta가 생성형 AI를 광고에 활용한 것(기존에 있던 추천, 예측 AI 상품은 제외)은 크게 2가지다. 1) Advantage+ 광고 상품과 2) 비즈니스 메시지이다.

첫번째 Advantage+는 2022년에 처음 공개한 Meta의 광고 자동화 솔루션으로 머신러닝을 활용해 쇼핑 광고의 기획부터 소비자를 타겟팅하여 광고 노출까지 전 과정을 지원한다. 2023년 하반기부터 Meta는 생성형 AI를 Advantage+에 적극 적용하기 시작하여, 초개인화 광고로 강화하였다. 예를 들어, 광고주가 기본적인 브랜드 정보와 제품 카탈로그를 업로드하면, AI가 최적의 이미지, 텍스트, 배경 등을 조합하여 쇼핑 광고를 제작한다. 이후, 광고주가 특정 고객층을 지정하지 않아도, AI가 최적의 타겟을 자동으로 찾아 광고를 노출시킨다. 이 때 AI는 실시간으로 고객 행동 데이터를 분석하여 광고 성과가 높은 잠재 고객에게 광고를 자동으로 노출한다. 마지막으로 AI는 ‘광고 노출 이후 고객의 구매 전환’이라는 성과를 실시간으로 분석하여 광고 예산을 합리적으로 배분할 뿐 아니라, 문구, 이미지, 노출 위치 등을 지속적으로 최적화한다. 결과적으로 광고주는 광고 제작, 운영 부담이 최소화되는 동시에 성과는 극대화시킬 수 있다.

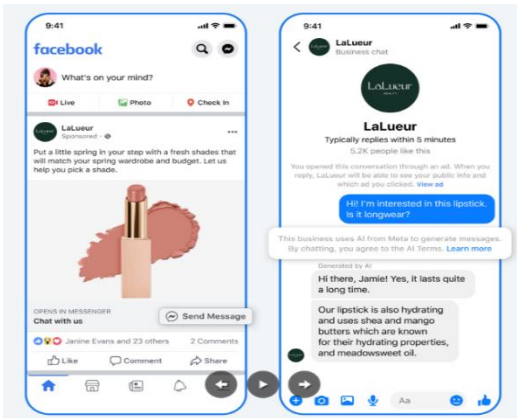
두번째는 비즈니스 메시지다. 비즈니스 메시지는 CTM(click-to-message) 광고와 WhatsApp 비즈니스 API(기업이 고객에게 광고 메시지 발송)로 구성되는데 이 상품 역시 기존부터 있던 상품이었으나 최근 생성형 AI를 도입하여 추가 수익을 창출하고 있다. 이를 테면, 고객이 광고를 클릭하면 자동으로 광고주와의 메시지를 할 수 있는 환경으로 연결된다. 여기서 고객은 광고주와 대화하며 제품을 문의하거나 구매가 가능한데, 이때 고객과 대화하는 광고주가 바로 생성형 AI 챗봇이다. AI 챗봇은 주문 확인, 고객 지원, 추천 제품 제공 등 24시간 운영이 가능하다. 이외 기업이 고객에게 개인화된 맞춤형 마케팅 메시지를 발송하는 것 역시 가능하다. AI의 응답이나 마케팅 메시지 발송 빈도가 증가하면서 Meta는 추가 과금을 창출한다. Meta가 비즈니스 메시지의 구체적인 광고 매출을 공개한 적은 없지만, 2024년 매분기 실적 발표에서 CTM 광고 매출이 빠르게 성장 중인 것으로 언급한 바 있다.

그림 21. Meta, Advantage+ + 생성형 AI



자료: 대신증권 Research Center

그림 22. Meta, CTM 광고에 Gen AI 챗봇 도입



자료: Meta, 대신증권 Research Center

III. 네이버, 카카오가 그리는 초개인화

네이버의 초개인화 쇼핑 ‘네이버플러스 스토어’

네이버, 초개인화
쇼핑 ‘네이버플러스
스토어’ 출시. 개별
선호도를 반영한
키워드 강화, 판매
자 가이드라인 강화
등 소비자 친화적
플랫폼으로의 발전
시도

글로벌 빅테크 기업들이 초개인화 전략을 통해 실적 성장을 이어가는 가운데, 국내 인터넷 업체들의 대응이 주목된다. 그동안 여러 차례 초개인화의 중요성을 강조해 온 국내 기업들은 2025년에 이르러서야 본격적으로 하나 둘씩 사업 내용을 공개하고 있다. 특히 네이버와 카카오는 생성형 AI를 기반으로 한 초개인화 전략을 통해 새로운 변화를 모색하고 있다.

네이버의 경우, 2025년 AI브리핑, Ad부스트 등 생성형 AI를 접목한 다양한 상품을 선보일 예정이지만, 무엇보다 시장의 관심이 높은 부분은 초개인화된 쇼핑 플랫폼인 ‘네이버플러스 스토어’ 출시다. 네이버가 그리는 네이버플러스 스토어는 스마트스토어, 브랜드스토어 판매자 대상으로 한정하여, 상품 추천뿐만 아니라, 혜택과 프로모션, 트렌드 정보 등을 제공해 초개인화된 쇼핑 경험을 할 수 있는 독립적인 공간이다. 스마트스토어, 브랜드스토어로 한정된 것은 네이버 커머스 생태계를 강화하려는 전략으로 판단한다.

단, 네이버가 초개인화 전략을 강조하게 된 배경을 단순히 생성형 AI의 등장만으로 설명하기는 어렵다. 국내 이커머스 시장에서 양강 체제를 이루는 쿠팡과 네이버를 비교해 보면, 쿠팡은 상대적으로 소비자 친화적인 플랫폼으로, 네이버는 판매자 친화적인 플랫폼으로 자리 잡아왔다. 그러나 네이버는 2025년 핵심 사업 방향으로 초개인화 커머스를 내세우며, 판매자뿐만 아니라 소비자에게도 더욱 친화적인 플랫폼으로 발전하려는 전략으로 판단한다.

네이버는 2024년 10월 네이버플러스 스토어 베타서비스를 시작하여 2025년 3월 12일 별도 앱으로 정식 출시했다. 소비자 친화적인 플랫폼으로 거듭나기 위해 초개인화를 강조하는 네이버플러스 스토어는 기존 네이버 쇼핑의 핵심이었던 가격 비교 방식과 비교해 보면, 중요한 변화가 있다.

판매자들은 자신의 상품을 상위에 노출시킴으로써 판매량을 증가시키는 것이 목표인데, 이를 위해 판매자들은 ‘키워드’에 집중한다. 그런데, 네이버는 플러스 스토어를 출시하면서 ‘키워드’의 상위 노출 알고리즘을 바꿨다.

그림 23을 보면, 기존 네이버 쇼핑에서는 네이버 상위 노출 알고리즘은 ‘적합도 x 인기도 x 신뢰도’로 구성되었다. 1) 적합도는 이용자가 입력한 검색어가 상품명, 카테고리, 제조사/브랜드, 속성/태그 등 상품 정보의 어떤 필드와 연관도가 높은지, 검색어와 관련하여 어떤 카테고리의 선호도가 높은지 산출하여 반영한다. 2) 인기도는 해당 상품이 가지는 클릭수, 판매실적, 구매평수, 최신성, 배송 유형 및 정보 등의 고유한 요소를 카테고리 특성을 고려하여 반영한다. 3) 신뢰도는 네이버 쇼핑 패널티, 상품평 SEO(검색 엔진 최적화) 등의 요소를 통해 해당 상품이 이용자에게 신뢰를 줄 수 있는지를 산출하여 반영한다. 위 3가지는 판매자가 통제 가능한 항목들이다.

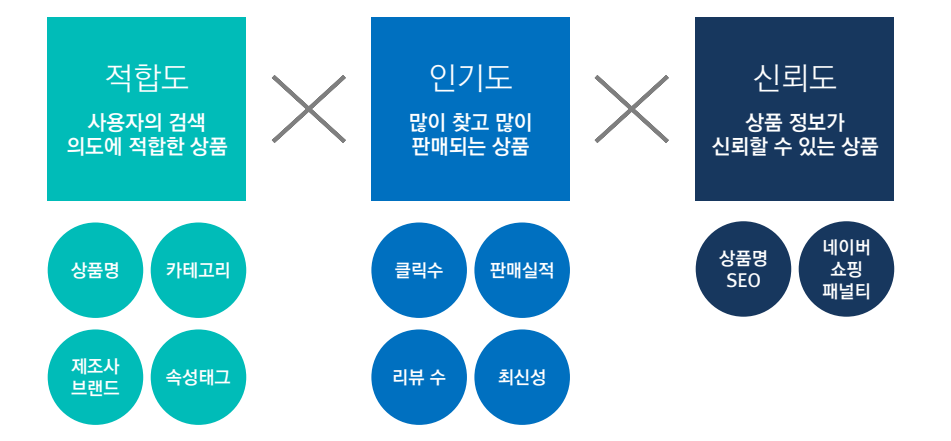
반면, 그림 24를 보면, 플러스 스토어에서 상위 노출 알고리즘은 ‘적합도 x 인기도 x 신뢰도 x 선호도’로 바뀌면서 개인 선호도 항목이 추가되었다. 4) 선호도는 사용자의 쇼핑 이력과 관심 상품을 분석하여 개인 맞춤형 상품을 노출하고자 한다. 선호도 부분은 판매자가 실질적으로 통제하기 어려운 부분인데, 소비자의 성별, 연령 등의 기본 정보 외에 상품 클릭, 구매, 찜 등의 행동 데이터를 분석하여 파악한다.

네이버는 소비자 선호도를 반영하는 데 그치지 않고, 판매자에 대한 가이드라인도 한층 강화했다. 일부 판매자들이 자사 제품을 상위에 노출시키기 위해 조희수를 인위적으로 증가시키거나, 가짜 리뷰를 활용하는 등의 부정행위를 하는데, 이를 ‘어뷰징’이라고 한다. 네이버는 기존에도 이러한 행위에 대한 모니터링을 지속해 왔으나, 앞으로 이를 더욱 강화할 계획이다. 또한, 고객 응대(CS)가 미흡한 판매자들에게도 불이익이 있을 것이라고 공지했다.

또한 네이버가 제시한 키워드 가이드라인을 준수하지 않을 경우 어뷰징으로 간주되어 노출 순위에서 불이익을 받을 수 있다. 예를 들어, 상품명에는 색상, 용량, 사이즈 등 간략한 속성만 포함되어야 하며, 과도한 수식어나 이벤트성 키워드의 사용은 제한된다. 또한, 카테고리를 잘못 설정하는 것 역시 불이익을 받을 수 있다. 상품 대표 이미지 역시 고해상도 이미지를 사용할 것을 권장하며, 저품질 이미지는 어뷰징으로 판단될 가능성이 있다.

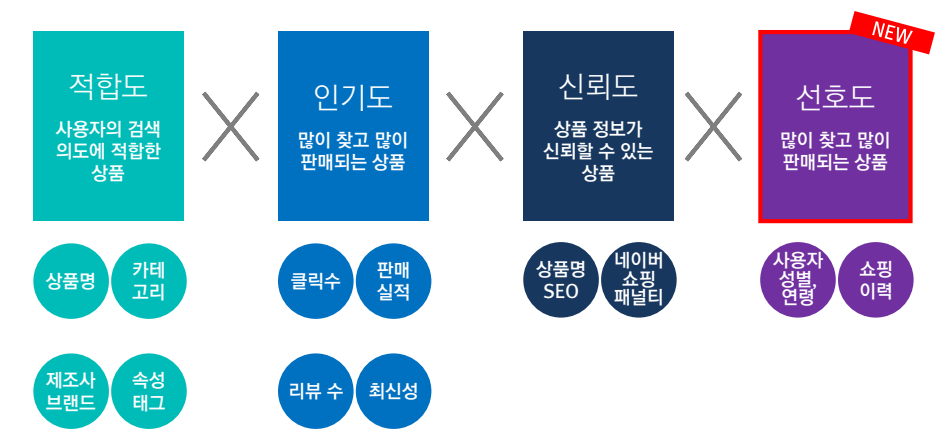
이처럼 네이버가 판매자 가이드라인을 강화하는 것은 궁극적으로 소비자 친화적인 플랫폼으로 거듭나고, 초개인화 쇼핑물로 발전하려는 방향과 맥락을 같이한다.

그림 23.기존 네이버 쇼핑의 '가격비교' 검색 랭킹 구성 요소'



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

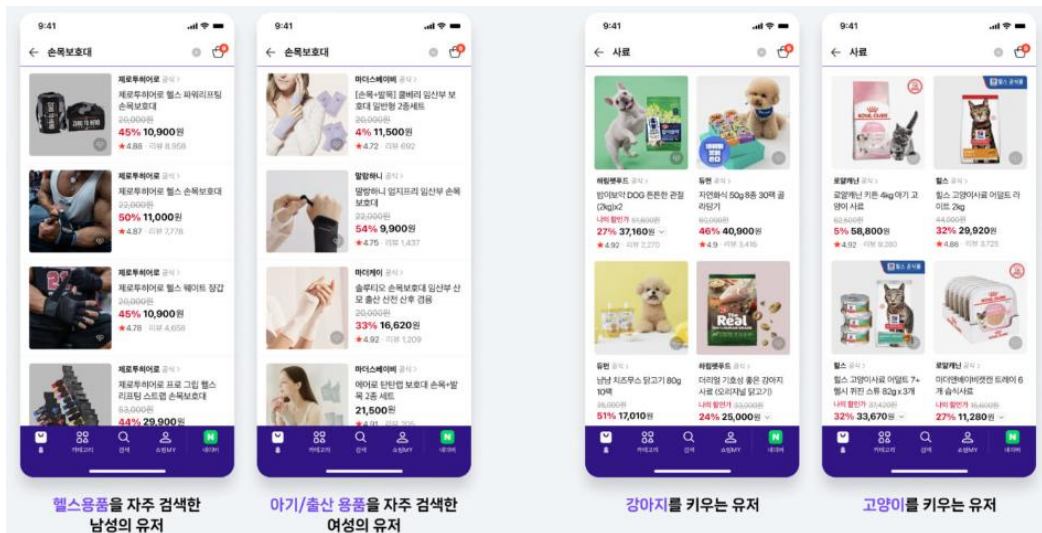
그림 24. '네이버 플러스 스토어' 검색 알고리즘



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

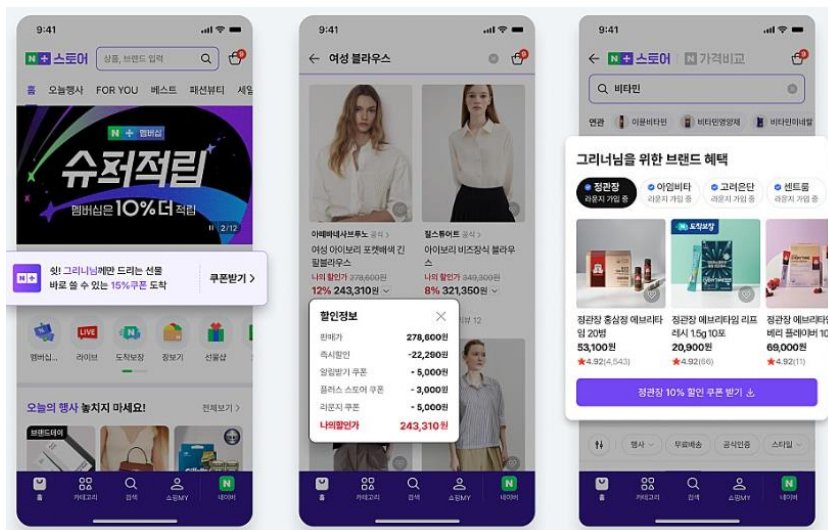
검색 알고리즘에 선호도 항목이 추가되면서 소비자도 쇼핑 경험의 변화가 생겼다. 각 소비자마다 같은 검색어에도 다른 검색 결과가 노출된다. 뿐만 아니라, 쇼핑 첫 화면은 각 사용자마다 다르며, 개인별 취향, 선호도, 관심사 등을 반영된 화면이 제공된다. 사용자별 받을 수 있는 할인 혜택도 자동으로 적용된다.

그림 25.네이버플러스 스토어의 초개인화. 동일한 검색어에도 유저의 관심사에 따라 다른 검색 결과가 나타남



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 26.네이버플러스 스토어의 초개인화. 사용자마다 다르게, 자동으로 적용되는 '나의 할인가'



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

네이버플러스 스토어 출시 배경. 1) 쿠팡 따라잡기

네이버의 쿠팡 따라잡기. 배송 속도, 멤버십 혜택에 이어 UI까지 소비자 편의성 개선

네이버가 네이버플러스 스토어를 출시하면서 소비자 친화적인 플랫폼으로 성장하고자 초개인화를 강조하고 있는 것은 이해했으나, 기존 앱의 한 부분이 아닌, 별도의 앱으로 까지 선보이게 된 배경에 대해 고민해 볼 필요가 있다. 핵심 목적은 두 가지로 판단한다. 1) 쿠팡 따라잡기와 2) 커머스 광고 매출 성장이다.

10월 30일 베타 서비스를 시작한 네이버플러스 스토어의 UI는 쿠팡과 놀라울 정도로 상당히 유사하다. 홈 화면부터 구조가 거의 동일하다. 홈 화면 상단에 가장 큰 배너 광고가 위치하고, 그 아래에는 커머스 생태계를 구성하는 다양한 버티컬 서비스 및 솔루션들이 블록 모양으로 배치되어 있다. 화면 하단에는 ‘홈’, ‘카테고리’, ‘검색’, ‘마이쇼핑’ 메뉴 역시 동일한 형태와 위치로 배치되어 있어 마치 같은 플랫폼을 이용하는 듯하다.

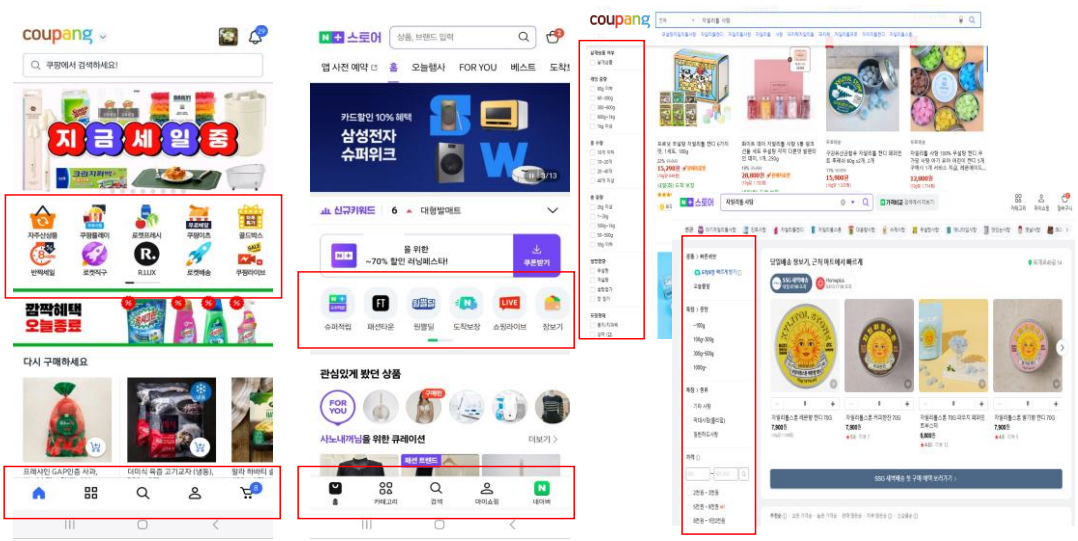
홈 화면뿐만 아니라 다른 페이지에서도 이러한 유사성은 지속적으로 확인된다. PC 화면에서도 마찬가지로, 상품 검색 시 좌측에 위치한 필터링 기능의 구성과 배치가 쿠팡과 거의 흡사하다.

앞서 언급했듯이, 쿠팡은 소비자 친화적 플랫폼으로 자리잡았다. 반면, 네이버는 경쟁 이 커머스 플랫폼 대비 낮은 중개 수수료를 강점으로 판매자들에게 기본적인 선택지가 되어 왔지만, 쿠팡에 비한 불편한 UI와 상대적으로 느린 배송 속도 등을 이유로 소비자 선호도에서는 다소 뒤처지는 모습을 보였다.

이에 대응해 네이버는 2024년 하반기부터 쿠팡 멤버십 생태계(쿠팡플레이, 쿠팡이츠)에 맞서 넷플릭스, 요기요 등의 혜택을 네이버 멤버십에 추가했다. 또한, 쿠팡의 강점인 빠른 배송 서비스에 대응하기 위해 네이버 풀필먼트 얼라이언스의 파트너사들과 협력하여 배송 속도 역시 상당히 개선하였다.

이번 UI 개편은 그동안 소비자들이 불편함을 느꼈던 사용성을 개선하는 동시에, 본격적으로 쿠팡과의 경쟁에 나서겠다는 의지를 반영한 것으로 해석된다.

그림 27. 쿠팡과 네이버플러스 스토어 모바일, PC 화면 비교



자료: 쿠팡, NAVER, 대신증권 Research Center

네이버플러스 스토어 출시 배경. 2) 커머스 광고 성장

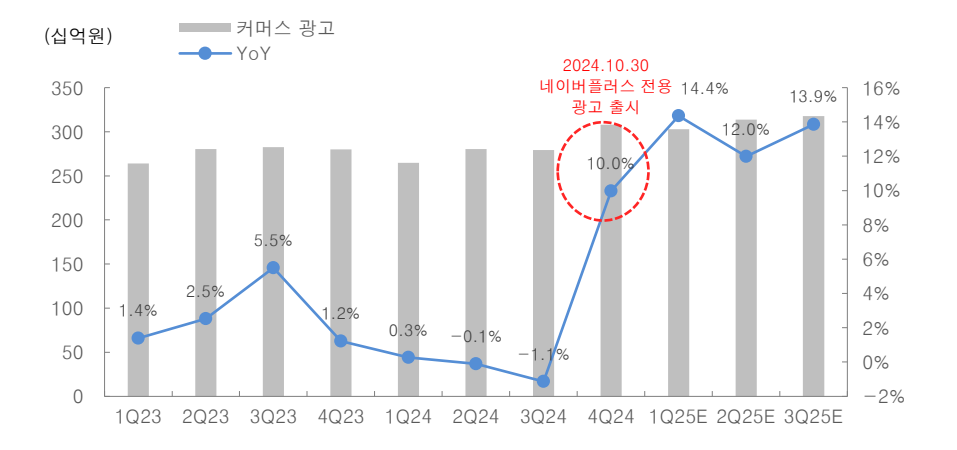
커머스 광고 성장
가능 요인. 1) 쇼핑
앱 출시로 커머스
광고 슬롯 확장

4Q24 네이버 쇼핑 실적에서 역성장까지 하던 커머스 광고 매출이 YoY 10%로 반등한 것에 주목할 필요가 있다. 소비자에게 초개인화된 쇼핑 서비스를 제공한다는 것은, 바꿔 말하면 판매자 입장에서 개인화 광고의 중요성이 높아졌다는 것을 의미한다. 플러스 스토어가 공개되면서, 광고 슬롯이 훨씬 더 많아졌을 뿐만 아니라, ‘네이버플러스 스토어 전용 광고 상품’이 새롭게 출시되었다. 네이버는 실적 발표에서 커머스 광고의 반등 요인을 쇼핑 검색 UI 개선, 개인화 광고 확대 등을 언급했으나, 신규 광고 지면 확장 및 신규 광고 상품 출시가 4분기 커머스 광고 매출 반등의 주요 요인이었을 것으로 판단한다.

기존 가격 비교에서는 사용자가 검색을 하면, 상위에 ‘파워링크’ 광고 상품이 우선적으로 노출되고, 그 아래에는 쇼핑 검색 광고 제품들이 노출된다. 그리고 마지막으로 광고가 아닌 제품들이 공개된다. 그렇기 때문에 네이버 쇼핑에 입점한 판매자들은 자신의 판매 상품을 상위 혹은 첫 화면에 노출하기 위해 CPC 광고 등에 비용을 투자한다. 문제는 이 때 상위에 노출되는 광고 제품의 개수가 제한적이라는 점이다.

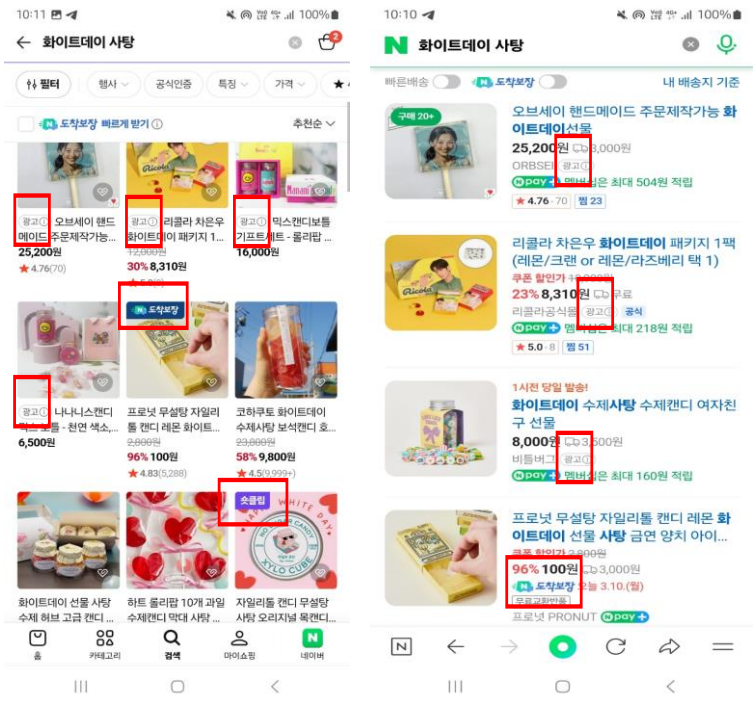
만면 그림 30에서 확인 가능하듯, 네이버플러스 스토어에서는 한 화면에 들어오는 광고 수가 많아졌다. 우선 ‘홈’ 화면의 ‘관심있게 봤던 상품’ 페이지에서 페이지 당 추천 광고 2개씩 노출이 기본이지만, 이력 상품이 과거에 클릭했던 광고상품인 경우 페이지 전체에 광고가 노출된다. 이 경우 모바일은 6개, PC는 10개의 광고가 노출되는데, 기존 쇼핑검색에서 4개의 상품이 모바일 한 페이지에 노출되고, 그 중에 광고가 2~3개였던 것에 비하면 광고가 많이 확장된 것을 알 수 있다. 이 외에도 네이버플러스 스토어는 초개인화에 초점을 맞추어 페이지를 세분화해 광고를 곳곳에 배치하였다.

그림 28.네이버, 커머스 광고 매출 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 29.가격비교 vs. 플러스 스토어 광고 노출 비교



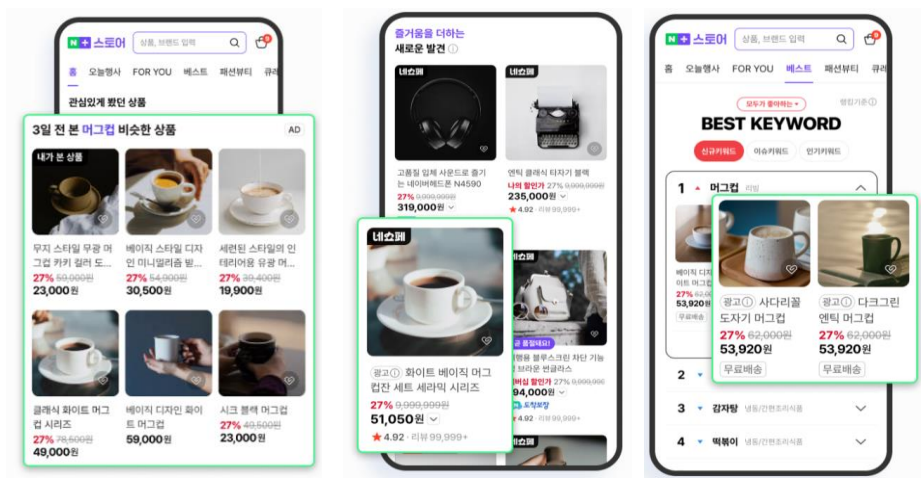
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 3. 네이버플러스 스토어 홈화면 광고 구성

탭	화면 배치	내용	광고 특징
홈 탭	관심있게 봤던 상품	유저 이력 기반의 연관 광고 상품 추천	- 페이지 당 추천 광고 2개씩 추천 - 단, 이력 상품이 과거에 클릭했던 '광고 상품'인 경우 페이지 전체에 광고 노출
	개인화 광고 블록 (이런 xxx를 찾으셨나요?)	유저 이력 기반으로 추천한 태그의 연관 광고 상품 추천	- 광고 상품으로만 구성, 페이지당 6개(모바일) 또는 10개(PC) 광고 노출
	하단 피드	유저의 이력 및 베스트 상품의 연관 광고 상품 추천	- 총 40개의 광고가 일반 상품과 섞여 노출
	쇼핑베스트 차트	쇼핑베스트 차트 검색어에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 쇼핑 베스트 차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출
베스트 탭	베스트 키워드/브랜드 차트	쇼핑베스트 차트 검색어/브랜드에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 베스트키워드차트(신규/이슈/인기 키워드)에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출 - 베스트브랜드차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 30.플러스 스토어 광고 지면 확대



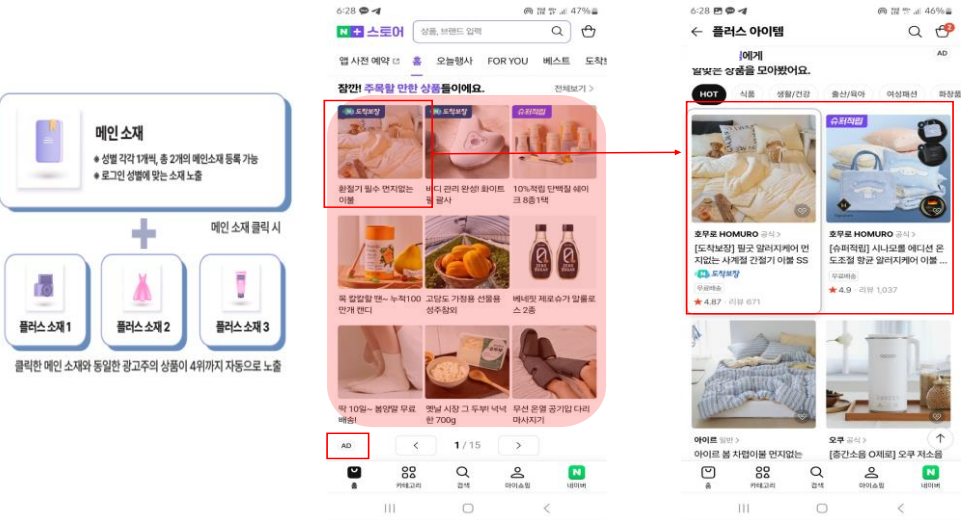
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

커머스 광고 성장
가능 요인.
2) 플러스 스토어
전용 광고 상품
출시

네이버플러스 스토어의 베타 출시와 함께 새롭게 출시한 네이버플러스 스토어 전용 광고 상품은 판매자가 더욱 다양하고 많은 상품을 광고하는 것이 가능하도록 설계되었다. 이 광고는 메인 소재와 플러스 소재로 구성되어 있다. 메인 소재는 판매자의 전략 상품을 광고하는 곳이다. 타겟하는 소비자 여성, 남성 각각 한 개씩, 총 2개의 메인 소재 등록이 가능하며, 카테고리 제한없이 다양하고 자유로운 광고 소재로 운영이 가능하다. 광고 메인 영역에 노출된 이후, 소비자가 메인 소재를 클릭하면, 메인 소재와 동일한 광고주의 상품이 상단 1~4위에 고정 노출된 리스팅 페이지가 노출된다.

기존 광고와의 차이점은, 기존에는 광고 상품을 클릭하면 해당 상품 페이지로 이동했지만, 네이버플러스 전용 광고는 메인 상품 클릭 시 추가적으로 플러스 소재에 해당하는 광고주의 다른 상품들이 노출된다.

그림 31.플러스 스토어 전용 광고 상품 출시



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

하는 김에 중개 수수료 인상까지

6/2 중개 수수료율
인상. 하반기
수수료율 매출 성장
전망

커머스 광고 성장 전략에 이어, 네이버는 최근 중개 수수료 정책 변경 계획까지 발표했
다. 6/2부터 반영되는 수수료 정책 변경안은 수수료 인상, 거래액 증가, 광고 상품 판매
촉진 등이 핵심으로, 향후 네이버 쇼핑의 중개 매출 성장을 기대해볼 수 있다.

기존 네이버 쇼핑의 수수료 정책은 **페이 수수료**와 **유입 수수료**로 구분되었다. 이 중 네이
버 쇼핑의 중개 및 판매 매출에 반영되는 것이 유입 수수료다. 유입 수수료의 경우, 네이
버 쇼핑에 노출되는 판매 상품 구매 시 거래액의 2%를 수수료로 과금했으며, 외부 유입
으로 들어오는 상품 구매 건에 대해서는 수수료를 부과하지 않았다. 변경된 수수료 정책
은, 기존 유입 수수료를 폐지하고, 신규 **판매 수수료**를 새로 설정하였는데, 판매 수수료는
모든 거래에 수수료가 거래액의 1~4% 수준으로 부과된다. 단, 판매자 마케팅(광고를 하
는 경우) 적용 시 수수료율은 2%p 인하해준다. 이때 광고는 네이버 광고 상품일 필요는
없다. 다만, 네이버 광고 상품을 적용한 구매 건에 대해서는 자동으로 수수료가 인하되지
만, 네이버 광고 상품이 아닌, 외부 SNS, 블로그 등의 광고 상품을 적용했을 때에는 판매
자가 광고 상품을 적용한 거래라는 것을 자체적으로 인증해야한다. 전반적으로 1) 수수료
율을 인상하는 수수료 매출 성장, 2) 판매자들에게 광고 상품 활용 촉진, 그리고 외부 광
고까지 허용함으로써 3) 거래액 성장을 도모하는 전략으로 판단한다.

이번 수수료 개편을 통해 네이버 쇼핑의 평균 중개 수수료율을 기존 2%로 추정했으나,
2.8%까지 인상될 것으로 예상한다. 그동안 거래액 성장률이 둔화되며 네이버 쇼핑의 매
출 성장에 대한 우려가 있었으나, 앞으로는 중개 수수료율 인상에 따라 커머스 사업의 매
출 성장이 기대된다. 또한 커머스의 이익 비중은 전사 대비 약 50% 수준으로 추정하는
데, 중개 수수료율의 인상으로 인한 매출 증가는 그대로 이익으로도 반영되기 때문에, 동
사 전체 영업이익률도 개선될 것으로 전망한다.

추가로 이번 수수료율 개편과 함께 버티컬 서비스(쇼핑 라이브, 원뿔딜, 도착보장 등)의
사용료를 기존 대비 2%p 인하하고, 솔루션 사용료(정기구독, 렌탈 등)를 기존 대비 3%p
인하했다. 참고로 버티컬 서비스, 솔루션이 적용된 상품은 광고 상품과 함께 화면 상위에
노출되는데, 사용료까지 인하되면서 네이버 커머스 생태계를 적극적으로 활성화하려는
전략으로 판단한다.

표 4. 중개 수수료율 정책 변경. 기존) 네이버 쇼핑 유입 수수료 폐지

구매 경로	수수료율 (VAT 포함)
외부 유입	X
네이버 쇼핑을 통한 구입	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 5. 중개 수수료율 정책 변경. 신규) 네이버 쇼핑 판매 수수료 부과
(모든 판매 적용, 판매자 마케팅 시 수수료 2% 인하)

스토어 구분	마케팅 사용 여부	수수료율 (VAT 포함)
스마트 스토어	판매자 마케팅 미사용	3%
	판매자 마케팅 사용	1%
브랜드 스토어	판매자 마케팅 미사용	4%
	판매자 마케팅 사용	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

주: 판매자 마케팅이란, 네이버 내부 (쇼핑검색광고, 파워링크 등) 또는 외부 광고 및 개별 홍보(외부 SNS, 블로그 등)를 통해 유
입시킨 유저에게 상품을 판매한 경우를 의미

쿠팡과 비교해도 부담스럽지 않은 수수료율

경쟁사와 비교해도 여전히 낮은 수수료율

네이버가 최근 몇 년간 커머스 사업을 확장해오면서 수수료를 큰 폭으로 인상한 것은 이례적인 일이다. 그러나 이러한 인상에도 불구하고, 네이버의 수수료는 여전히 경쟁사인 쿠팡보다 낮은 수준을 유지하고 있다.

쿠팡의 수수료는 크게 상품 판매 수수료와 입점 수수료로 나뉜다. 상품 판매 수수료는 카테고리에 따라 다르며, 거래액의 ‘4.0%~10.8%’가 부과된다. 다만, 4%에 해당하는 상품은 극히 일부에 불과하며, 쿠팡의 주력 상품으로 알려진 신선식품의 경우 대개 7% 이상의 수수료율이 적용된다.

입점 수수료는 네이버 쇼핑에는 없는 구조로, 월 매출이 일정 기준을 초과하면 별도로 부과된다. 구체적으로, 월 매출이 ‘100만 원 이상(가전/디지털 카테고리는 500만 원 이상)’일 경우, 월 5만 5천 원의 입점 수수료가 발생한다.

이러한 점을 고려할 때, 네이버는 여전히 경쟁사 대비 추가적인 수수료 인상 여력이 있는 것으로 판단된다.

그림 32.쿠팡 판매 수수료율 4%~10.8%

가전/디지털	기본 수수료	-	7.80%	기본 수수료	-	7.80%	문구/사무용품	기본 수수료	-	10.80%
		게임	성인용게임(19)		6.80%	기본 수수료		-	10.80%	
	냉난방가전	휴대용게임	6.80%	공구/헬물/DIY	균연용품(19)	10.80%	출산/유아	문구/편시용품	광학용품	8.80%
		PC게임	6.80%		환자보조용품	10%		사무용지류	포토전용지	7.80%
	카메라/카메라용품	TV/비디오게임	6.80%	생활용품	흡연용품(19)	10.80%	스포츠/레저용품	기본 수수료	-	10%
		냉난방에어컨	5.80%		간헐지/중간지	10.80%		기차귀/물티슈	기차귀크림/파우더	9.80%
	태블릿PC/엑세서리	멀티형에어컨	5.80%	조명/배선/전기코드류	건축/도장재료	10.80%	자동차용품	영유아물티슈	영유아물티슈	8.20%
		벽걸이형에어컨	5.80%		가스부품	10.80%		영유아식물	-	7.80%
	컴퓨터/게임	스탠드형에어컨	5.80%	방향/탈취/살충제	공구세트	10.80%	주방용품	분유	유아분유	6.40%
		이동식 스탠드형에어컨	5.80%		공구함	10.80%		기차귀	배변훈련팬티	6.40%
	영상가전	기타카메라	6%	수납/정리압화	기타공구및헬물용품	10.80%	패션	수정필기/가짜	6.40%	
		카메라	디지털카메라		5.80%	대공용품		10.80%	일회용품/기차귀	6.40%
	컴퓨터주변기기	초소형/미소카메라	6%	의류위생/보조용품	목장갑	10.80%	가정/생활용품	천기차귀	6.40%	
		빌/프론트	5.80%		보호복/작업복	10.80%		기본 수수료	-	10.80%
	가전/디지털	캠코더/세디오카메라	6%	청소/세탁/육상용품	수공구	10.80%	주방용품	골프용품	골프거리측정기/GPS	7.60%
		태블릿PC	5%		수도부품	10.80%		골프클럽	7.60%	
	완구/취미	태블릿PC	5%	의류위생/보조용품	안전용품	10.80%	패션	골프용품세트	7.60%	
		생활가전	냉장고		5.80%	자물쇠/보조키/도어락		10.80%	자전거용품	성인용자전거
	가전/디지털	빌/프론트	5.80%	방향/탈취/살충제	철물용품	10.80%	주방용품	아동용자전거	7.60%	
		영상가전	영상색세서리		5.80%	축척용공구		10.80%	스포츠의류	-
	가정/생활용품	빌/프론트	5.80%	수납/정리압화	손전등	10.80%	주방용품	스포츠신발	-	10.50%
		컴퓨터/게임	TV		5.80%	전구		10.80%	기본 수수료	-
	가정/생활용품	VTR/DVD플레이어	5.80%	안전용품	전선/브라켓	10.80%	패션	차량정비용품	타이어용품	9.60%
		컴퓨터	컴퓨터		5%	LED패널		10.80%	필/필악세서리	9.60%
	가정/생활용품	3D프린터	5.80%	방향/탈취/살충제	모기퇴치용품	10%	주방용품	캠보기/스마트키	7.80%	
		기타프린터	5.80%		기타가정용품	10.80%		차량용전자기기	스마트기기용품	7.80%
가정/생활용품	레이저복합기	5.80%	수납/정리용품	수납/정리용품	10.80%	주방용품	차량용음향기기	7.80%		
	레이저복합기	5.80%		압축백/커버	10.80%		후방카메라/감지기	7.80%		
가정/생활용품	모니터	4.50%	청소/세탁/육상용품	옷걸이/백걸이	10.80%	주방용품	오토바이용품	-	7.60%	
	복사기	5.80%		가정/생활안전용품	10.80%		방향제/디퓨저	차량방향발향제	7.80%	
가정/생활용품	스캐너	5.80%	방향/탈취/살충제	안전사고방지용품	10.80%	주방용품	세정제/세정기	7.80%		
	링크복합기	5.80%		-	10.80%		달력제/세정제	7.80%		
가정/생활용품	링크복합기	5.80%	방향/탈취/살충제	살충/방충용품	10%	주방용품	내비게이션	6.80%		
	포토프린터	5.80%		성인용품(19)	9.60%		차량가정용품	블랙박스	6.80%	
가정/생활용품	마우스/키보드	6.50%	방향/탈취/살충제	의료위생/보조용품	10.80%	주방용품	하미엑스	6.80%		
	유무선공유기	6.50%		간헐지(19)	10.80%		기본 수수료	-	10.80%	
가정/생활용품	태블릿/노트북/엑세서리	6.40%	방향/탈취/살충제	양양제	유아건강식품	7.60%	주방용품	조리보조도구	제면기	7.80%
	기타	6.40%		채소류	감자/고구마	7.60%		기본 수수료	-	10.50%
가정/생활용품	기본 수수료	-	방향/탈취/살충제	신선식품	할인국류	5.80%	주방용품	주말리	순금/골드바/물변지	4%
	RC완구	RC완구		면/자면	10.90%	패션의류		-	10.50%	
가정/생활용품	기본 수수료	-	방향/탈취/살충제	기본 수수료	-	주방용품	패션잡화	-	10.50%	
	가정/생활용품	기본 수수료		-	기본 수수료		-	10.80%		

자료: Coupang, 대신증권 Research Center

카카오, 생성형 AI 서비스 출시로 카카오톡의 초개인화 전략 공개 예정. 유저 지표 개선을 통한 카카오톡 내 매출 성장 시 플랫폼 가치 재평가 가능

카카오톡, 메신저를 넘어선 초개인화 플랫폼으로의 진화

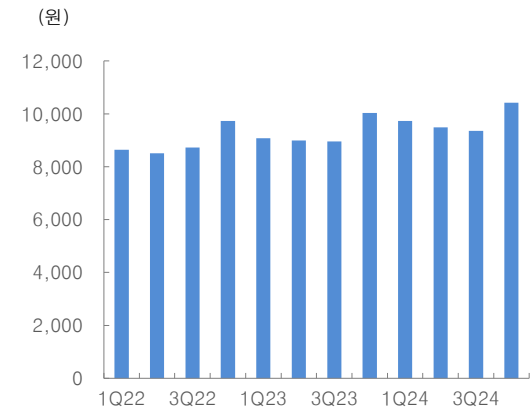
카카오가 2025년 선보일 생성형 AI 서비스는 카카오톡 내 1) AI 검색과 2) AI 메이트, 별도의 앱으로 출시하는 3) 카나나, 그리고 4) OpenAI와의 공동 개발 프로덕트다. 이 4가지 전략을 통해 카카오는 초개인화를 중심으로 사용자의 일상과 밀접하게 연결된 맞춤형 경험을 제공하고자 한다. 특히, 초개인화 전략은 AI 메이트와 카나나에서 두드러질 것으로 예상된다.

카카오톡에 통합될 AI 메이트는 사용자의 채팅 기록과 감정 데이터를 학습해 개인화된 서비스를 제공할 예정이다. 다만, 구체적인 구현 방식은 아직 공개되지 않았다. OpenAI와의 협력을 통해 ChatGPT와 같은 챗봇이 카카오톡 내에서 하나의 탭으로 추가될 수도 있으며, 사용자가 간단한 프롬프트를 입력하면 카카오 생태계 내 모빌리티, 금융, 콘텐츠 등의 서비스가 ‘애플스(apples)’ 형태로 제공할 수도 있다. 또한, AI 메이트는 대화 내용과 지인들과의 관계 및 정보를 학습해, 카카오의 선물하기 기능을 발전시켜, 초개인화된 커머스 생태계를 구축하는 데 활용될 수도 있다.

카카오톡이 그릴 생성형 AI 기반의 초개인화 서비스는 여전히 불확실성이 크지만, 만약 AI 메이트의 도입이 긍정적인 결과를 가져온다면, 유저 체류시간 및 리텐션 등의 지표가 개선되면서, 유저 1인당 카카오톡 내 매출이 증가할 수 있을 것으로 기대한다. Meta 역시 기존 앱들의 트래픽 성장 둔화에도 불구하고, 광고 상품에 생성형 AI를 도입하면서 광고 노출 수 증가, 광고 단가 상승, 커머스 구매 전환율 개선 등의 효과를 경험한 바 있다. 카카오 또한 AI 메이트를 활용해 맞춤형 광고, 쇼핑 추천을 강화할 가능성이 크다.

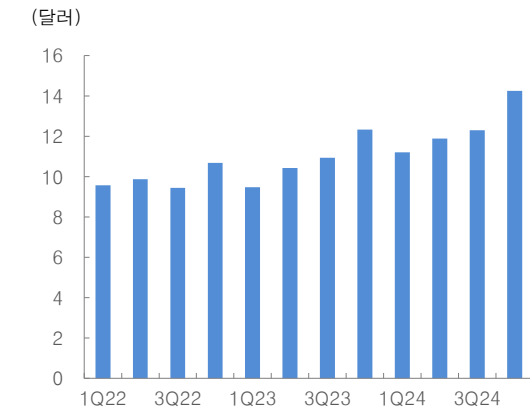
그동안 카카오는 친구탭의 기능 추가, 커머스 개편, 오픈채팅탭 개설 등을 통해 채팅탭에만 편중되어 있던 트래픽을 다양한 탭에서도 활성화하기 위해 지속적으로 노력해왔다. 그러나 이러한 시도들이 항상 기대만큼의 성과를 거둔 것은 아니었다. 이러한 맥락에서 AI 메이트의 도입을 통해 카카오톡 내 유저 지표를 개선한다면, 광고, 커머스의 실적 개선으로도 자연스럽게 이어질 수 있을 것으로 기대한다.

그림 33.카카오톡 1인당 발생하는 광고+커머스 매출 추이



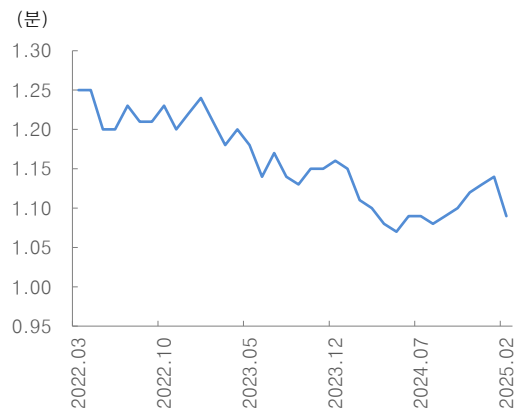
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 34.Meta, Family of Apps, 1인당 발생 매출 추이



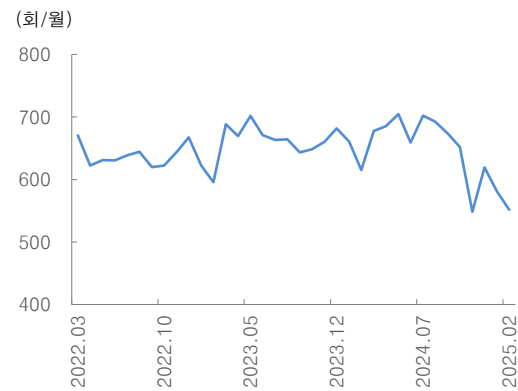
자료: Meta, 대신증권 Research Center

그림 35.카카오톡 실행당 평균 이용 시간(분)



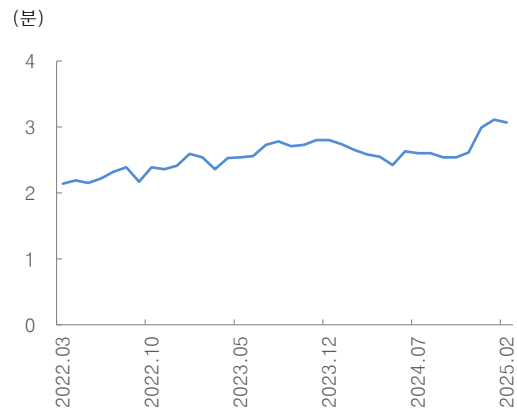
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

그림 36.카카오톡 월 평균 실행횟수



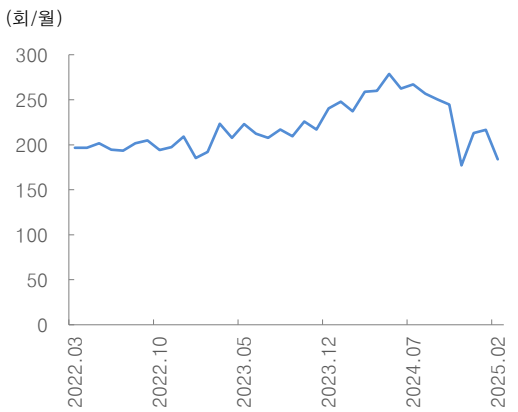
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

그림 37.인스타그램 실행당 평균 이용 시간(분)



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

그림 38.인스타그램 한달 평균 실행횟수



자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

기업분석

NAVER
(035420)

이지은 Jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

280,000

목표주가

유지

현재주가

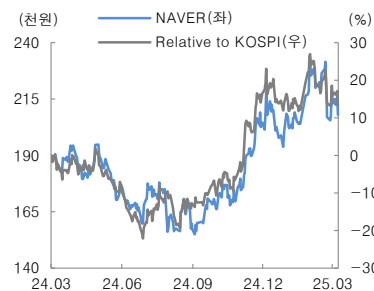
209,000

(25.03.18)

인터넷업종

KOSPI	2612.34
시가총액	33,113십억원
시가총액비중	1.54%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,773억원
외국인지분율	48.50%
주요주주	국민연금공단 8.44% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-1.6	30.5	13.5
상대수익률	-5.5	-6.5	28.7	16.7



기업분석

초개인화 커머스가 시작됐다

- 3/12 초개인화 커머스 앱 ‘네이버플러스 스토어’ 출시
- 2025년 커머스 광고, 중개 수수료 매출 모두 성장 가능 전망
- 이익 성장이 전망되면서 낮아진 밸류 부담. 인터넷 업종 탐픽 추천

투자의견 매수, 목표주가 280,000원, 인터넷 Top-pick으로 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 11.9조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.7조원, 6) LY 지분가치 6.3조원 등

1H25엔 커머스 광고, 2H25엔 수수료 매출이 커머스 실적 견인할 것

3/12 초개인화 커머스를 겨냥한 ‘네이버+스토어’ 앱 출시. 1) 이에 따라 광고 슬롯 확대 외에 ‘+스토어 전용 광고’ 상품 또한 새롭게 출시. 1Q25부터는 광고 지면 확장 및 신규 광고 상품 출시 효과가 온기로 반영되면서 매 분기 10% 초반의 성장을 유지 전망. 2) 6/2부터 중개 수수료율 정책 변경 계획. 이에 따라 네이버 쇼핑의 평균 수수료율은 기존 2%에서 2.8%로 상승 추정. 중개 수수료율 인상에 따라 커머스 중개 매출은 2025년 YoY 24% 증가 전망. 또한 이는 이익으로 그대로 반영되는 효과. 공격적인 마케팅에도 ‘25E, ‘26E OPM 19.7%(YoY 1.1%p), 21.1%(YoY 1.4%p) 예상

커머스 실적 모멘텀 본격화 전망

1분기는 광고 비수기 영향과 커머스 사업 확장에 따른 마케팅비 증가로 인해 실적 모멘텀은 다소 부족 예상. 단, 커머스 사업 개편으로 2H25, 2026년 수익성 강화 전망. 특히 광고, 커머스 산업 전반이 부진한 상황에서 자체적 사업 개편을 통해 실적 성장을 이끌어내고 있는 점은 긍정적. 커머스로 인한 이익 성장이 기대되면서 현 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 16배 수준으로 밸류 부담도 낮아짐. 2024년 하반기는 광고 실적 개선이 주가 상승을 견인했다면, 2025년엔 커머스 실적 성장이 확인되면서 주가 상승 흐름 지속될 것으로 전망. 이에 따라 인터넷 업종 내 최 선호주로 추천

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
영업이익	1,489	1,996	2,391	2,813	3,139
세전순이익	1,481	2,263	2,604	3,054	3,380
총당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
지배지분순이익	1,012	1,879	1,979	2,321	2,569
EPS	6,180	11,567	12,184	14,292	15,818
PER	36.2	16.2	17.2	14.6	13.2
BPS	141,671	153,503	164,784	177,958	192,657
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	4.4	7.8	7.7	8.3	8.5

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

표 6. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용		주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,329.1	당사 추정
	12MF 영업이익	1,515.2	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,151.5	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.0x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,879.2	
(2) 커머스	12MF 매출액	3,472.6	당사 추정
	12MF 영업이익	1,041.8	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	791.8	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	15.0x	글로벌 peer 12MF PER 대비 20% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	11,876.3	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금	82,313	
	Target EV/거래대금	0.02	카카오페이 2024년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	1,135.9	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.17	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	1,698.3	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	645.0	
(5) 클라우드	12MF 매출액	664.4	
	Target PSR	4.0x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	2,650.9	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	3,402.2	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	32,457.0	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	6,299.9	
(7) 기타	순차입금 (g)	863.0	3Q24 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) - (g) + (h)		43,624.2	
주식 수(천주)		158,437.0	
적정 주가(원)		275,341	
목표 주가(원)		280,000	반올림 적용
현재 주가(원)		209,000	
상승 여력		34.0%	

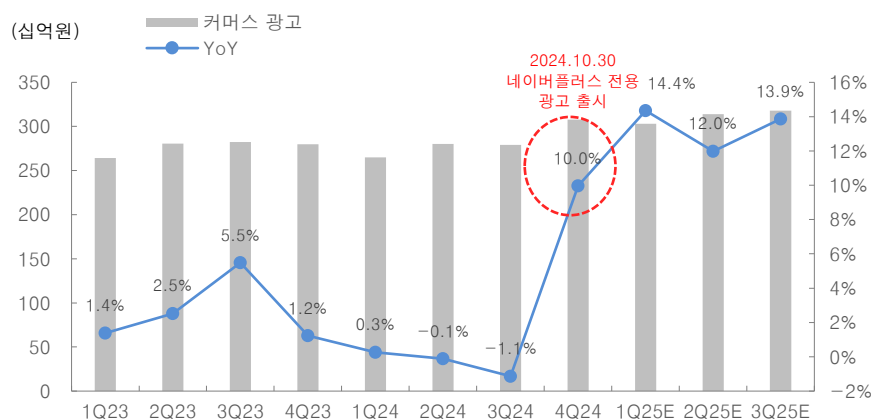
자료: 대신증권 Research Center

표 7. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,627.1	2,715.6	2,885.6	2,824.1	2,959.8	3,093.1	3,269.5	10,754.3	12,146.5	13,356.5
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,013.6	1,082.5	1,096.0	1,137.0	3,946.2	4,329.1	4,738.1
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	773.0	811.9	828.6	845.2	2,949.5	3,258.7	3,552.0
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	228.7	258.5	252.5	278.5	918.9	1,018.1	1,133.3
기타	6.6	12.0	14.8	44.3	11.9	12.1	14.9	13.3	77.7	52.2	52.8
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	771.3	831.5	910.9	958.9	2,922.9	3,472.6	3,859.8
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	302.9	313.8	317.9	338.6	1,132.1	1,273.2	1,349.7
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	413.8	462.2	536.5	562.8	1,595.8	1,975.4	2,270.6
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	54.6	55.5	56.5	57.4	195.2	224.0	239.4
핀테크	353.9	385.1	385.1	400.9	430.5	445.8	452.6	482.0	1,525.0	1,810.9	2,082.1
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	477.5	460.2	462.3	469.6	1,796.4	1,869.6	1,878.4
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	425.3	422.7	423.1	429.6	1,544.6	1,700.8	1,707.6
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	35.9	22.5	21.3	26.1	160.2	105.7	106.8
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	16.4	15.0	17.8	13.9	62.3	63.0	64.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	131.2	139.8	171.3	222.1	563.8	664.4	798.1
YoY Growth rate	10.8%	9.1%	11.1%	13.7%	11.8%	12.7%	13.9%	13.3%	11.2%	12.9%	10.0%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	12.0%	10.6%	9.9%	6.8%	10.0%	9.7%	9.4%
검색	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	8.2%	10.5%	9.0%
디스플레이	5.3%	8.1%	11.0%	9.7%	13.0%	10.0%	10.0%	10.5%	8.6%	10.8%	11.3%
기타	73.7%	215.8%	311.1%	592.2%	80.0%	1.0%	1.0%	-70.0%	341.5%	-32.8%	1.0%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	9.6%	15.6%	25.6%	23.7%	14.8%	18.8%	11.1%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	14.4%	12.0%	13.9%	10.0%	2.3%	12.5%	6.0%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	6.0%	18.1%	34.1%	36.0%	25.8%	23.8%	14.9%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	13.7%	17.1%	22.3%	7.2%	14.2%	14.8%	6.9%
핀테크	11.2%	13.4%	13.0%	12.6%	21.6%	15.8%	17.5%	20.2%	12.6%	18.7%	15.0%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	7.0%	9.6%	-0.1%	0.5%	3.7%	4.1%	0.5%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	12.1%	12.2%	18.5%	25.1%	26.1%	17.8%	20.1%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,310.8	2,395.3	2,449.8	2,600.0	8,758.6	9,755.8	10,544.0
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	671.4	702.3	691.6	723.3	2,664.5	2,788.6	2,944.2
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	991.2	1,033.0	1,068.4	1,128.0	3,790.0	4,220.6	4,609.4
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	196.3	198.3	207.2	212.5	704.8	814.3	914.6
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	451.9	461.7	482.5	536.2	1,599.3	1,932.3	2,075.9
영업이익	439.1	489.3	525.3	542.0	513.3	564.5	643.4	669.5	1,995.7	2,390.7	2,812.5
영업이익률	17.4%	18.6%	19.3%	18.8%	18.2%	19.1%	20.8%	20.5%	18.6%	19.7%	21.1%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	416.4	458.1	473.3	631.0	1,878.0	1,978.8	2,321.2
순이익률	20.2%	12.9%	19.2%	17.6%	14.7%	15.5%	15.3%	19.3%	17.5%	16.3%	17.4%

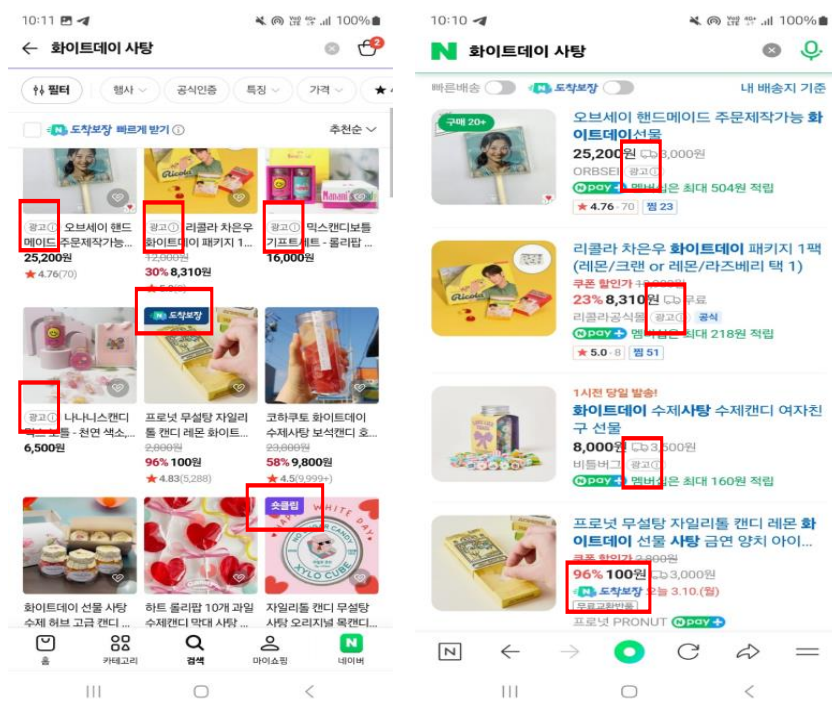
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 39.네이버, 커머스 광고 매출 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 40. 가격비교 vs. 플러스 스토어 광고 노출 비교



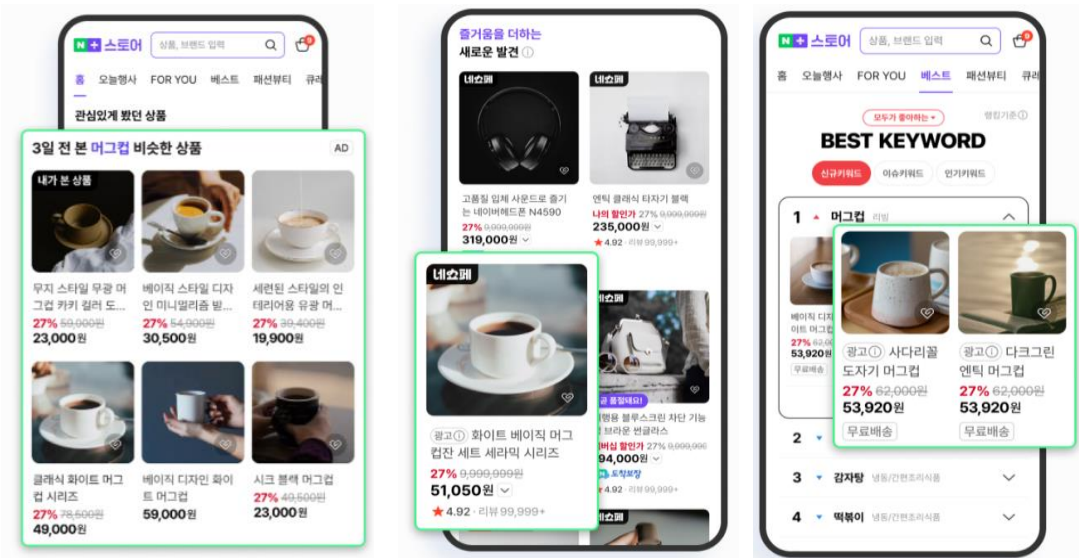
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 8. 네이버플러스 스토어 홈화면 광고 구성

탭	화면 배치	내용	광고 특징
	관심있게 봤던 상품	유저 이력 기반의 연관 광고 상품 추천	- 페이지 당 추천 광고 2개씩 추천 - 단, 이력 상품이 과거에 클릭했던 '광고 상품'인 경우 페이지 전체에 광고 노출
	개인화 광고 블록 (이런 xxx를 찾으셨나요?)	유저 이력 기반으로 추출한 태그의 연관 광고 상품 추천	- 광고 상품으로만 구성, 페이지당 6개(모바일) 또는 10개(PC) 광고 노출
홈 탭	하단 피드	유저의 이력 및 베스트 상품의 연관 광고 상품 추천	- 총 40개의 광고가 일반 상품과 섞여 노출
	쇼핑베스트 차트	쇼핑베스트 차트 검색어에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 쇼핑 베스트 차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출
베스트 탭	베스트 키워드/브랜드 차트	쇼핑베스트 차트 검색어/브랜드에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 베스트키워드차트(신규/이슈/인기 키워드)에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출 - 베스트브랜드차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출

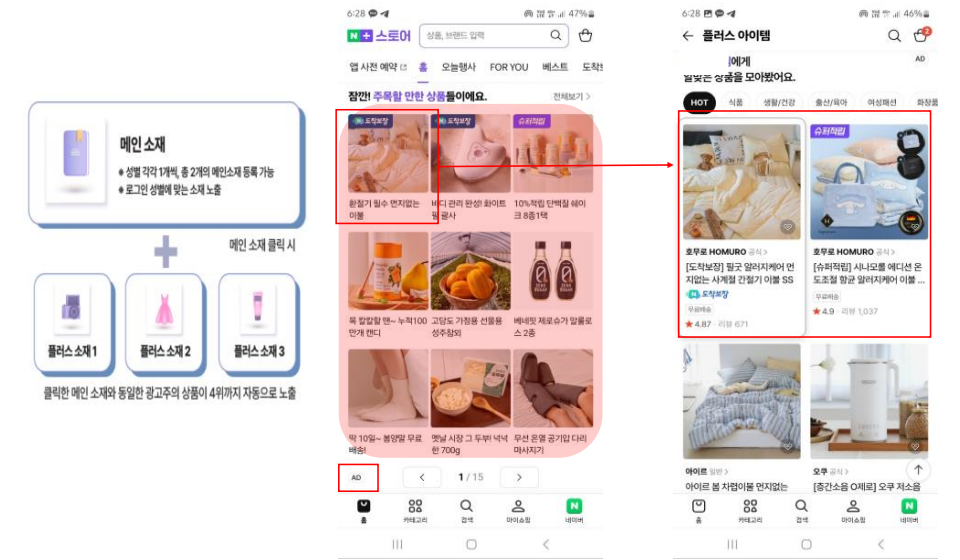
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 41. 플러스 스토어 광고 지면 확대



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 42.플러스 스토어 전용 광고 상품 출시



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 9. 중개 수수료를 정책 변경. 기존) 네이버 쇼핑 유입 수수료 폐지

구매 경로	수수료를 (VAT 포함)
외부 유입	X
네이버 쇼핑을 통한 구입	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

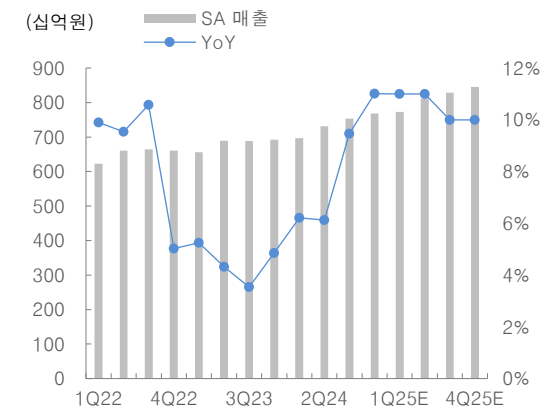
표 10.중개 수수료를 정책 변경. 신규) 네이버 쇼핑 판매 수수료 부과
(모든 판매 적용, 판매자 마케팅 시 수수료 2% 인하)

스토어 구분	마케팅 사용 여부	수수료를 (VAT 포함)
스마트 스토어	판매자 마케팅 미사용	3%
	판매자 마케팅 사용	1%
브랜드 스토어	판매자 마케팅 미사용	4%
	판매자 마케팅 사용	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

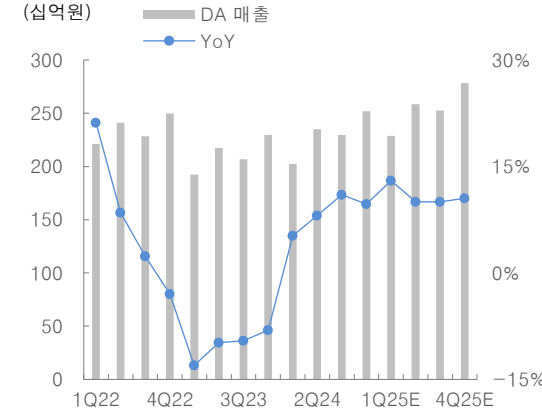
주: 판매자 마케팅이란, 네이버 내부 (쇼핑검색광고, 파워링크 등) 또는 외부 광고 및 개별 홍보(외부 SNS, 블로그 등)를 통해 유입시킨 유저에게 상품을 판매한 경우를 의미

그림 43.SA 매출 추이 전망



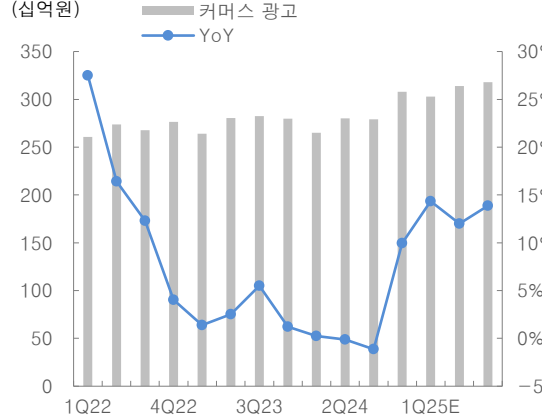
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 44.DA 매출 추이 전망



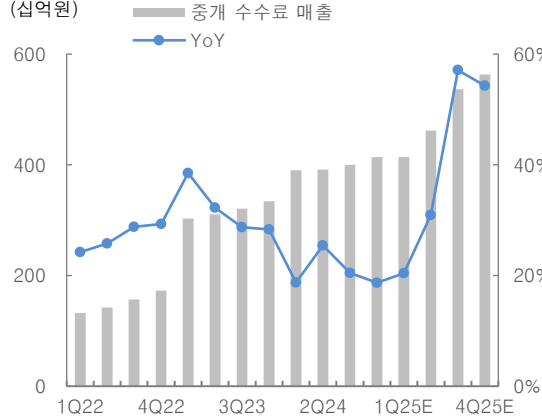
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 45.커머스 광고 매출 추이 전망



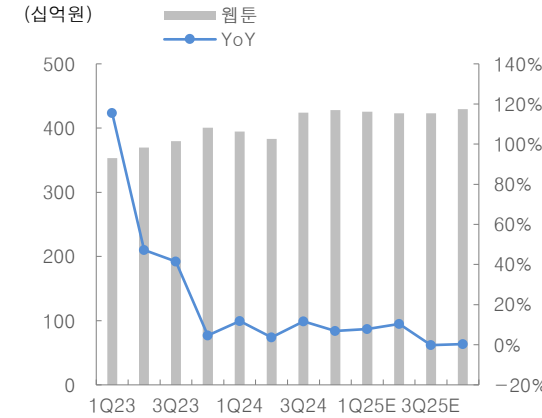
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 46.중개 및 판매 수수료 매출 추이 전망



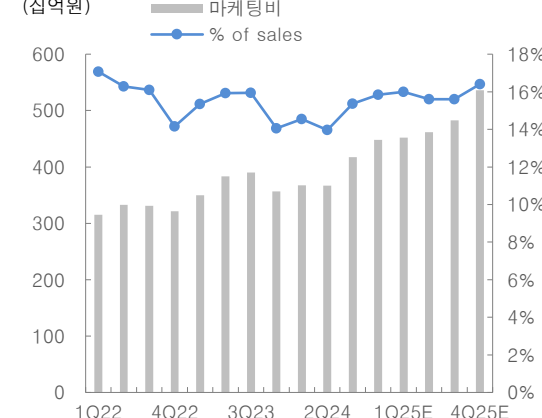
자료: WBTV, 대신증권 Research Center

그림 47.웹툰 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 48.마케팅비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
판매비와관리비	8,182	8,759	9,756	10,544	11,163
영업이익	1,489	1,996	2,391	2,813	3,139
영업이익률	15.4	18.6	19.7	21.1	21.9
EBITDA	2,071	2,545	2,960	3,398	3,737
영업외손익	-7	267	213	242	242
관계기업손익	267	145	275	286	286
금융수익	603	558	582	606	606
외환관련이익	62	62	62	62	62
금융비용	-683	-580	-623	-629	-629
외환관련손실	53	53	53	53	53
기타	-195	144	-21	-22	-22
법인세비용차감전순이익	1,481	2,263	2,604	3,054	3,380
법인세비용	-496	-384	-625	-733	-811
계속사업순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
당기순이익률	10.2	17.5	16.3	17.4	18.0
비배지분순이익	-27	0	0	0	0
지배지분순이익	1,012	1,879	1,979	2,321	2,569
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	-26	-26	-26	-26
포괄순이익	724	1,618	1,718	2,061	2,308
비배지분포괄이익	-24	0	0	0	0
지배지분포괄이익	749	1,618	1,718	2,061	2,308

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,567	12,184	14,292	15,818
PER	36.2	16.2	15.4	13.1	11.8
BPS	141,671	153,503	164,784	177,958	192,657
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	12,644	15,673	18,224	20,920	23,007
EV/EBITDA	18.0	11.5	10.1	8.1	6.7
SPS	59,039	66,218	74,790	82,240	88,062
PSR	3.8	2.8	2.8	2.5	2.4
CFPS	14,117	19,888	21,304	24,108	26,195
DPS	1,205	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.6	11.2	12.9	10.0	7.1
영업이익 증가율	14.1	34.0	19.8	17.6	11.6
순이익 증가율	46.3	90.7	5.3	17.3	10.7
수익성					
ROIC	20.4	27.8	30.1	35.2	39.2
ROA	4.3	5.4	6.1	6.8	7.1
ROE	4.4	7.8	7.7	8.3	8.5
안정성					
부채비율	47.4	45.1	43.5	41.8	40.2
순차입금비율	-0.9	-9.0	-15.9	-22.8	-29.2
이자보상배율	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,359	11,844	14,701	17,819
현금및현금성자산	3,576	5,845	8,251	11,038	14,100
매출채권 및 기타채권	1,706	1,773	1,856	1,930	1,991
재고자산	15	16	19	20	22
기타유동자산	1,731	1,725	1,719	1,713	1,707
비유동자산	28,710	28,420	28,256	28,114	28,000
유형자산	2,742	2,876	2,988	3,082	3,160
관계기업투자금	17,589	17,200	16,941	16,693	16,445
기타비유동자산	8,379	8,344	8,327	8,339	8,396
자산총계	35,738	37,779	40,100	42,814	45,820
유동부채	6,306	6,115	6,093	6,140	6,219
매입채무 및 기타채무	3,873	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	333	336	340	343	347
유동상채무	443	175	69	27	11
기타유동부채	1,657	1,731	1,811	1,897	1,989
비유동부채	5,194	5,625	6,055	6,487	6,920
차입금	2,649	3,044	3,439	3,833	4,228
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,580	2,617	2,654	2,691
부채총계	11,500	11,740	12,148	12,627	13,139
자배지분	23,206	24,930	26,762	28,902	31,289
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,270	1,305	1,305	1,305
이익잉여금	24,544	26,242	28,039	30,178	32,566
기타지분변동	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597
비배지분	1,032	1,109	1,190	1,285	1,391
자본총계	24,238	26,039	27,952	30,187	32,681
순차입금	-218	-2,347	-4,453	-6,876	-9,548

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,797	2,770	3,127	3,402
당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
비현금항목의 가감	1,327	1,351	1,481	1,594	1,685
감가상각비	582	550	569	585	598
외환손익	-30	43	43	43	43
지분법평가손익	-267	-145	-275	-286	-286
기타	1,042	904	1,144	1,252	1,331
자산부채의 증감	360	-84	-101	-91	-77
기타현금흐름	-670	-349	-589	-697	-776
투자활동 현금흐름	-950	-1,541	-1,806	-1,883	-1,766
투자자산	603	365	220	183	141
유형자산	-633	-633	-753	-793	-633
기타	-919	-1,273	-1,274	-1,274	-1,274
재무활동 현금흐름	-110	-96	74	103	128
단기차입금	-371	3	3	3	3
사채	177	177	177	177	177
장기차입금	218	218	218	218	218
유상증자	0	27	35	0	0
현금배당	-62	-181	-182	-182	-182
기타	-71	-339	-177	-113	-88
현금의 증감	852	2,268	2,406	2,787	3,062
기초 현금	2,724	3,576	5,845	8,251	11,038
기말 현금	3,576	5,845	8,251	11,038	14,100
NOPLAT	990	1,657	1,817	2,138	2,385
FCF	881	1,566	1,626	1,923	2,343

카카오

(035720)

이지는

Jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

50,000

상향

현재주가

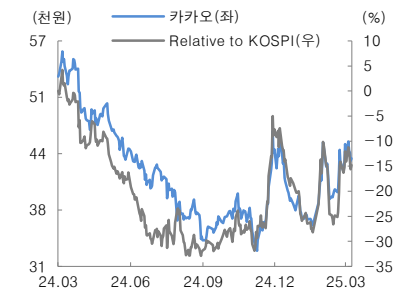
(25.03.18)

44,000

인터넷업종

KOSPI	2612.34
시가총액	19,524십억원
시가총액비중	0.91%
자본금(보통주)	44십억원
52주 최고/최저	54,900원 / 32,800원
120일 평균거래대금	1,106억원
외국인지분율	27.74%
주요주주	김범수 외 92 인 24.21% MAXIMO PTE 6.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.0	1.4	23.6	-17.0
상대수익률	13.6	-3.6	21.8	-14.6



기업분석

초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

- 향후 생성형 AI를 도입한 4가지의 신규 서비스 런칭 예정
- 카카오톡 내 유저 지표 개선을 통한 1인당 매출 증가 기대 가능
- 이후 초개인화 플랫폼의 경쟁력 증명 시 플랫폼 가치 재평가 가능

투자 의견 BUY, 목표주가 50,000원으로 기존 대비 4.2% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 카카오의 본사 사업가치는 8.2조원으로 산출. 주요 자회사(게임즈, 뱅크, 페이 등) 지분가치는 현재 시장가치를 반영하여 총 자회사 지분가치 13.9조원으로 산출. 목표주가 상향은 AI 신규 사업 기대감을 반영하여 특 비즈니스 사업가치 산정에 적용한 멀티플 할인율을 축소(30%→20%)한 영향

초개인화 전략 이후 유저 지표 개선 시, 플랫폼 가치 재평가 가능

카카오가 앞으로 선보일 생성형 AI 서비스는 4가지. 카카오톡 내 1) AI 검색과 2) AI 메이트 공개, 별도 앱으로 출시하는 3) 카나나, 그리고 4) OpenAI와의 공동 개발 프로젝트 출시 예정

이 중 가장 빠르게 공개되는 것은 상반기 공개 예정인 AI 메이트와 AI 검색으로, AI 메이트는 카카오톡 내에 독채널 형태로 출시될 예정. 다만, 아직 공개된 정보가 제한적이라, AI 메이트가 어떻게 구현될지는 구체적으로 알 수는 없지만, 사용자의 일상과 밀접하게 연결된 맞춤형 경험을 제공할 수 있다. 카카오톡 내의 체류 시간, 리텐션율 등 유저 지표는 개선될 것으로 예상. 이에 따라 유저 1인당 카카오톡 내 매출은 증가 가능할 것으로 기대. Meta 역시 기존 앱들의 트래픽 성장이 정체됐음에도 불구하고, 광고 상품에 생성형 AI를 도입하면서 광고 노출 수 증가, 광고 단가 상승, 커머스 구매 전환율 개선 등의 효과를 경험한 바 있음

그동안 카카오는 친구탭의 기능 추가, 커머스 개편, 오픈채팅탭 개설 등을 통해 채팅탭에만 집중했던 트래픽을 다양한 탭에서도 활성화하려는 노력을 지속해왔으나 기대만큼의 성과를 확인하긴 어려웠음. 이번 AI 메이트, AI 검색 도입을 통해 카카오톡 내 유저 지표가 개선되고, 광고, 커머스의 실적 성장으로 자연스럽게 이어진다면, 카카오톡의 플랫폼 가치 재평가 가능 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	7,954	8,399	8,863
영업이익	461	460	524	687	760
세전순이익	-1,648	-95	414	572	595
총당기순이익	-1,817	-253	315	435	452
지배지분순이익	-1,013	19	346	479	497
EPS	-2,276	43	781	1,080	1,122
PER	NA	1,257.9	56.3	40.7	39.2
BPS	21,951	21,982	22,734	23,754	24,816
PBR	2.5	2.5	1.9	1.9	1.8
ROE	-10.3	0.2	3.5	4.6	4.6

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

표 11. 카카오 목표주가 산출 (단위: 십억원)

1) 사업 가치						
(12MF 기준)	매출액	영업이익	NOPLAT	Multiple	적정 가치	비고
특 비즈니스	2,217.2	776.0	620.8	13.3x	7,549.0	OPM 35% 가정, 글로벌 Peer 의 12MF 평균 PER 대비 20% 할인
포털 비즈니스	293.3	88.0	70.4	9.5x	668.6	OPM 30% 가정, 글로벌 Peer 의 12MF 평균 PER 대비 50% 할인
사업 가치 합계 (a)					8,217.6	
2) 자회사 지분 가치						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		비고
카카오 게임즈	1,354.0	41.2%	40.0%	334.7		현재 주가 기준
카카오엔터테인먼트	11,605.8	66.0%	30.0%	5,361.9	2023.01 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오 모빌리티	7,779.2	57.2%	30.0%	3,114.8	2023.03 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
카카오 페이	4,166.9	46.3%	40.0%	1,157.6		현재 주가 기준
카카오 재팬(픽코마)	959.4	72.9%	30.0%	489.6	China Literature, Webtoon 의 12MF PSR 평균 2x 적용	
카카오뱅크	11,185.1	27.2%	40.0%	1,825.4		현재 주가 기준
카카오엔터프라이즈	2,584.8	85.1%	40.0%	1,319.8	2022.06 유상증자 시 평가받은 기업가치 적용	
에스엠	2,134.5	21.0%	40.0%	268.9		현재 주가 기준
지분 가치 합계 (b)					13,872.7	
3) 주요 투자자산 지분가치 (c)						
	적정 가치	지분율	할인율	지분 가치		
두나무(c)	6,164.9	10.6%	40.0%	392.1		
4) 순차입금 (d)					156.9	3Q24 별도 기준
총 합계 (a) + (b) + (c) - (d)					22,272.5	
주식 수(천주)				443,662		
적정 주가(원)				50,207		
목표 주가(원)				50,000		반올림 적용
현재 주가(원)				44,000		
상승 여력				13.6%		

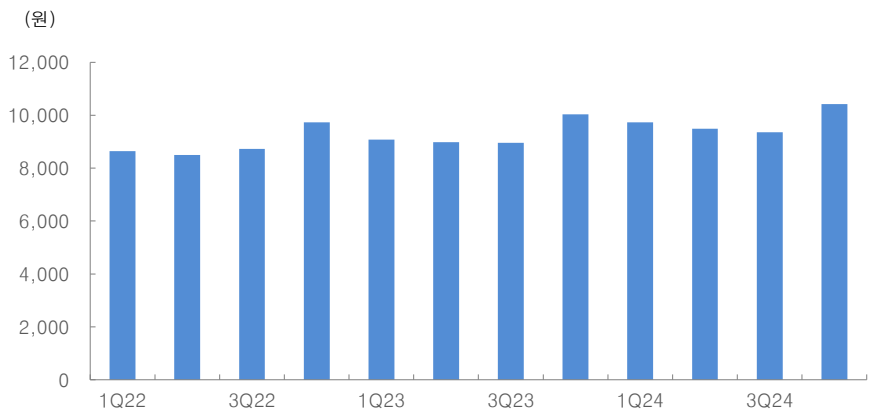
자료: 대신증권 Research Center

표 12.카카오 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024P	2025E	2026E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,911.7	1,920.0	1,947.1	2,175.4	7,871.7	7,954.3	8,399.4
플랫폼 부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	1,018.2	1,022.0	1,026.6	1,094.9	3,900.7	4,161.8	4,400.2
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	538.8	539.1	540.5	598.8	2,106.1	2,217.2	2,359.8
광고형 커머스	279.0	307.0	292.0	321.0	290.4	326.0	316.8	351.4	1,199.0	1,284.6	1,406.4
거래형 커머스	244.0	207.0	215.0	242.0	248.4	213.0	223.7	247.4	908.0	932.5	953.4
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	79.0	75.1	71.3	67.8	332.2	293.3	264.4
기타	348.0	353.5	359.8	401.2	400.4	407.9	414.8	428.3	1,462.5	1,651.4	1,776.0
콘텐츠 부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	893.5	898.0	920.5	1,080.5	3,971.0	3,792.5	3,999.2
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	175.6	161.5	197.9	283.4	873.2	818.4	864.5
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	410.8	457.6	462.1	519.8	1,920.0	1,850.3	1,994.3
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	230.9	207.3	203.0	202.7	864.4	843.9	857.7
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	76.2	71.7	57.4	74.7	313.4	279.9	282.7
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,798.7	1,816.9	1,828.7	1,986.0	7,411.5	7,430.3	7,712.5
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	479.5	481.6	461.6	481.4	1,916.6	1,904.1	1,965.9
매출연동비	819.9	796.8	747.7	654.0	641.9	632.8	649.9	736.8	3,018.4	2,661.5	2,729.6
외주/인프라	202.4	195.6	194.1	287.6	291.0	294.5	298.0	301.6	879.6	1,185.1	1,236.9
마케팅	89.3	108.2	105.5	103.5	85.8	92.2	101.2	113.1	406.4	392.3	413.8
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	223.9	236.8	243.0	255.2	861.8	958.9	1,019.9
기타 영업비용	79.7	82.5	73.9	92.7	76.6	79.0	74.9	97.9	328.7	328.4	346.4
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	113.0	103.1	118.4	189.4	460.3	523.9	686.8
영업이익률	6.1%	6.7%	6.8%	3.9%	5.9%	5.4%	6.1%	8.7%	5.8%	6.6%	8.2%
지배주주 귀속 순이익	73.7	101.3	105.8	-261.7	71.8	63.4	75.9	135.1	19.1	346.1	478.6
순이익률	3.7%	5.1%	5.5%	-13.4%	3.8%	3.3%	3.9%	6.2%	0.2%	4.4%	5.7%

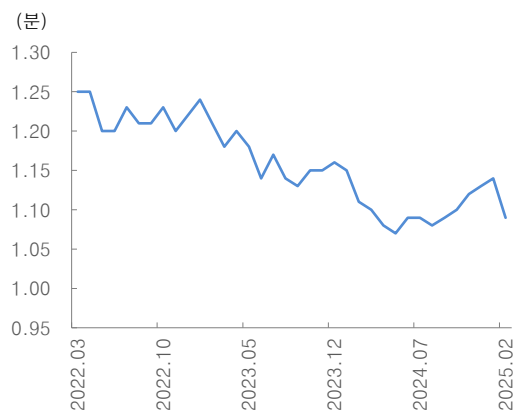
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 49.카카오톡 1인당 발생하는 광고+커머스 매출 추이



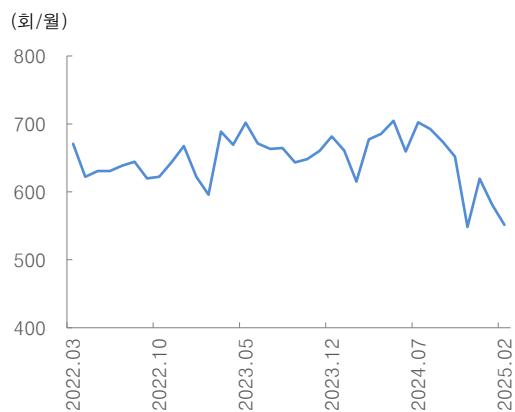
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 50.카카오톡 실행당 평균 이용 시간(분)



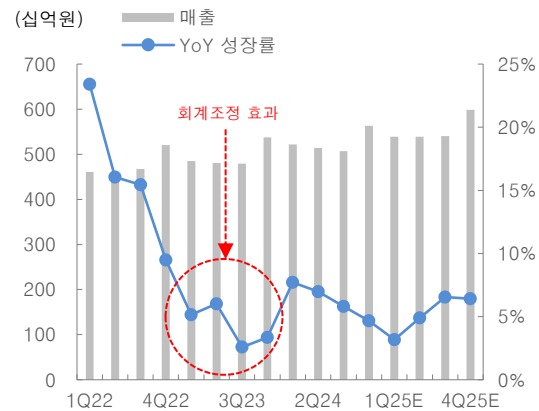
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

그림 51.카카오톡 월 평균 실행횟수



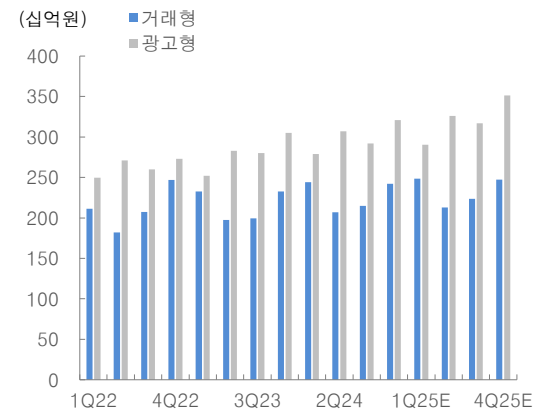
자료: 코리안클릭, 대신증권 Research Center
주: 안드로이드 기준

그림 52.카카오 특비즈 매출 추이 및 전망



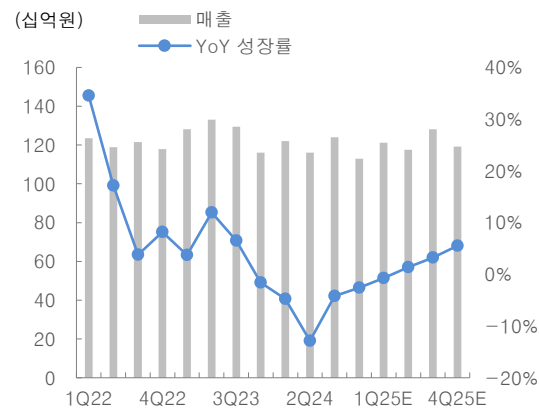
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 53.카카오 광고, 거래 매출 추이 및 전망



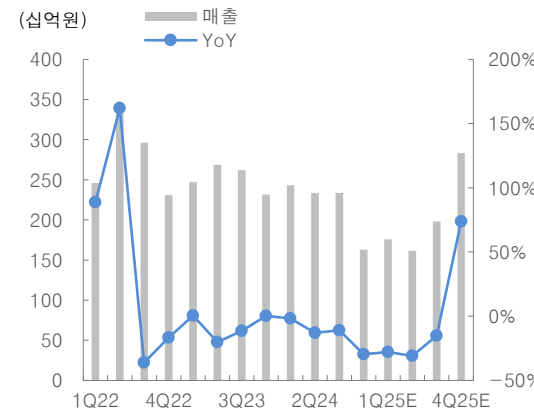
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 54.픽코마 매출 성장 추이 및 전망



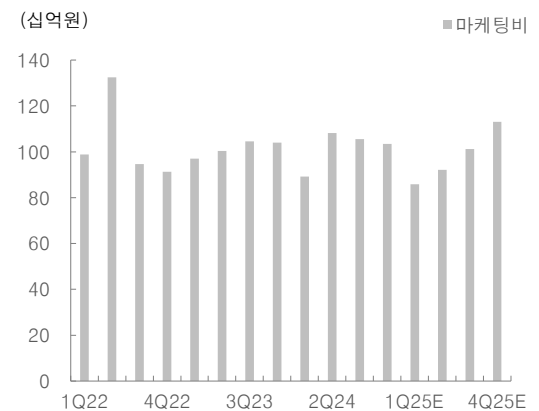
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 55.게임즈 실적 성장 추이 및 전망



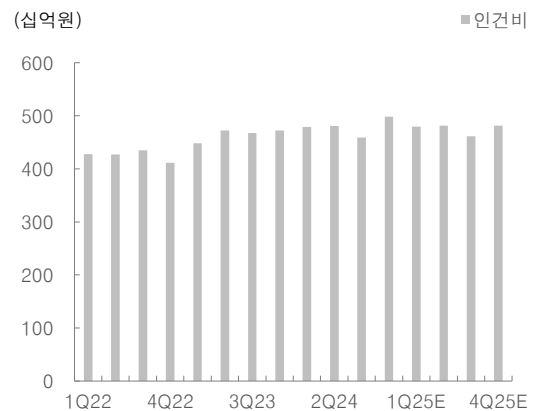
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 56.마케팅비 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

그림 57.인건비 추이 및 전망



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557	7,872	7,954	8,399	8,863
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,557	7,872	7,954	8,399	8,863
판매비와관리비	7,096	7,411	7,430	7,713	8,104
영업이익	461	460	524	687	760
영업이익률	6.1	5.8	6.6	8.2	8.6
EBITDA	1,222	1,135	1,205	1,366	1,432
영업외손익	-2,109	-556	-110	-114	-165
관계기업손익	4	54	52	54	4
금융수익	317	406	325	338	338
외환관련이익	11	10	10	10	10
금융비용	-308	-381	-309	-322	-322
외환관련손실	6	5	5	5	5
기타	-2,122	-634	-178	-185	-185
법인세비용차감전순이익	-1,648	-95	414	572	595
법인세비용	-168	-157	-99	-137	-143
계속사업순이익	-1,817	-253	315	435	452
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,817	-253	315	435	452
당기순이익률	-24.0	-3.2	4.0	5.2	5.1
비지배지분순이익	-804	-272	-31	-44	-45
지배지분순이익	-1,013	19	346	479	497
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10	10	10	10	10
포괄순이익	-1,715	-150	417	537	554
비지배지분포괄이익	-831	-162	-42	-54	-55
지배지분포괄이익	-884	11	458	591	610

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-2,276	43	781	1,080	1,122
PER	NA	1,257.9	69.7	50.4	48.5
BPS	21,951	21,982	22,734	23,754	24,816
PBR	2.5	2.5	1.9	1.9	1.8
EBITDAPS	2,746	2,557	2,718	3,081	3,230
EV/EBITDA	21.0	22.7	17.1	14.5	13.2
SPS	16,990	17,736	17,948	18,952	19,999
PSR	3.2	3.1	2.5	2.3	2.2
CFPS	2,662	6,382	7,555	7,908	7,943
DPS	61	61	61	61	61

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	11.2	4.2	1.0	5.6	5.5
영업이익 증가율	-19.1	-0.1	13.8	31.1	10.6
순이익 증가율	적전	적지	흑전	38.3	3.9
수익성					
ROIC	7.7	16.2	5.2	6.8	7.5
ROA	1.9	1.8	2.1	2.7	2.8
ROE	-10.3	0.2	3.5	4.6	4.6
안정성					
부채비율	81.7	80.1	77.9	76.0	74.8
순차입금비율	-19.1	-18.2	-22.2	-27.7	-33.4
이자보상배율	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 카카오, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,943	8,802	9,417	10,380	11,466
현금및현금성자산	5,269	5,096	5,702	6,621	7,660
매출채권 및 기타채권	1,134	1,160	1,167	1,203	1,241
재고자산	139	144	146	154	163
기타유동자산	2,402	2,402	2,402	2,402	2,402
비유동자산	15,090	14,990	14,884	14,780	14,682
유형자산	1,322	1,441	1,520	1,573	1,608
관계기업투자금	2,941	2,954	2,968	2,981	2,994
기타비유동자산	10,827	10,595	10,396	10,226	10,080
자산총계	25,180	24,939	25,447	26,307	27,295
유동부채	6,245	5,793	5,583	5,485	5,429
매입채무 및 기타채무	3,623	3,633	3,636	3,650	3,665
차입금	1,053	994	935	877	818
유동상채무	0	3	3	3	3
기타유동부채	1,570	1,163	1,009	956	943
비유동부채	3,737	3,959	4,224	4,540	4,916
차입금	846	846	846	846	846
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,892	3,114	3,378	3,694	4,070
부채총계	11,321	11,091	11,146	11,364	11,684
자배지분	9,764	9,756	10,076	10,527	10,998
자본금	45	44	44	44	44
자본잉여금	8,840	8,840	8,840	8,840	8,840
이익잉여금	1,922	1,915	2,234	2,686	3,157
기타지분변동	-1,043	-1,043	-1,043	-1,043	-1,043
비지배지분	4,095	4,092	4,226	4,415	4,613
자본총계	13,859	13,848	14,301	14,943	15,611
순차입금	-2,650	-2,520	-3,172	-4,137	-5,220

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341	2,632	3,222	3,315	3,324
당기순이익	0	-253	315	435	452
비현금항목의 가감	3,001	3,085	3,034	3,070	3,068
감가상각비	761	674	681	679	672
외환손익	-2	6	6	6	6
지분법평가손익	-4	-4	-4	-4	-4
기타	2,247	2,409	2,351	2,389	2,394
자산부채의 증감	248	-73	-57	-82	-83
기타현금흐름	-1,908	-128	-70	-108	-113
투자활동 현금흐름	-1,780	-1,846	-1,846	-1,846	-1,846
투자자산	403	-13	-13	-13	-13
유형자산	-561	-561	-561	-561	-561
기타	-1,622	-1,272	-1,272	-1,272	-1,272
재무활동 현금흐름	1,020	808	805	805	805
단기차입금	-59	-59	-59	-59	-59
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	199	0	0	0	0
유상증자	43	0	0	0	0
현금배당	-55	-27	-27	-27	-27
기타	890	893	890	890	890
현금의 증감	553	-293	606	919	1,039
기초 현금	4,836	5,389	5,096	5,702	6,621
기말 현금	5,389	5,096	5,702	6,621	7,660
NOPLAT	508	1,218	398	522	577
FCF	558	1,318	504	626	674

[Compliance Notice]

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

(담당자:이자은)

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

[투자등급관련사항]

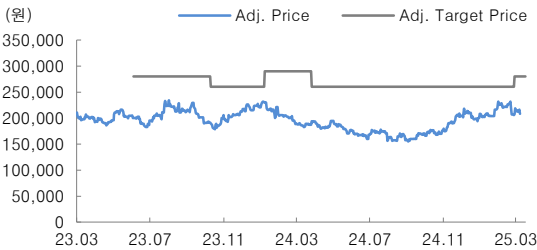
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후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

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

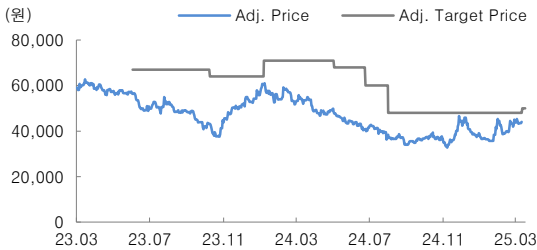
(기준일자: 20250315)

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.18	25.03.05	25.02.09	25.01.14	24.11.18	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균.%)		(23.60)	(22.99)	(24.74)	(26.17)	(32.27)
과리율(최대/최소.%)		(21.79)	(10.77)	(10.77)	(16.15)	(26.62)
제시일자	24.11.10	24.10.10	24.10.01	24.08.11	24.07.01	24.05.06
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000	260,000
과리율(평균.%)	(32.49)	(33.23)	(35.11)	(33.61)	(32.20)	(30.90)
과리율(최대/최소.%)	(26.92)	(30.88)	(33.69)	(25.08)	(25.08)	(25.08)
제시일자	24.04.17	24.04.01	24.02.28	24.02.04	24.01.14	23.12.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	290,000	290,000	290,000	260,000
과리율(평균.%)	(28.54)	(27.56)	(30.75)	(27.70)	(25.53)	(20.36)
과리율(최대/최소.%)	(25.15)	(25.27)	(20.69)	(20.69)	(20.69)	(10.96)
제시일자	23.12.02	23.11.06	23.10.16	23.08.28	23.08.07	23.06.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	260,000	260,000	260,000	280,000	280,000	280,000
과리율(평균.%)	(24.40)	(24.56)	(28.28)	(25.95)	(26.36)	(28.24)
과리율(최대/최소.%)	(19.04)	(20.00)	(22.88)	(16.25)	(16.25)	(16.79)

카카오(035720) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.03.19	25.02.13	25.02.08	25.01.12	24.11.16	24.11.08
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	50,000	48,000	48,000	48,000	48,000	48,000
과리율(평균.%)		(12.29)	(12.73)	(21.22)	(21.50)	(24.29)
과리율(최대/최소.%)		(5.42)	(10.73)	(2.92)	(2.92)	(17.92)
제시일자	24.10.10	24.08.08	24.07.01	24.05.10	24.04.01	24.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	48,000	48,000	60,000	68,000	71,000	71,000
과리율(평균.%)	(23.72)	(24.58)	(32.68)	(35.40)	(25.12)	(22.07)
과리율(최대/최소.%)	(17.92)	(19.38)	(28.75)	(30.88)	(13.94)	(13.94)
제시일자	24.02.23	24.02.15	24.02.03	24.01.14	23.12.02	23.11.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	71,000	71,000	71,000	71,000	64,000	64,000
과리율(평균.%)	(20.43)	(20.51)	(21.29)	(20.46)	(23.74)	(30.69)
과리율(최대/최소.%)	(13.94)	(13.94)	(13.94)	(13.94)	(5.00)	(20.16)
제시일자	23.11.10	23.10.16	23.08.04	23.06.09		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	64,000	64,000	67,000	67,000		
과리율(평균.%)	(32.30)	(36.87)	(26.32)	(23.42)		
과리율(최대/최소.%)	(21.09)	(28.75)	(15.52)	(15.52)		