

THE DYNAMITE

AI/인터넷 Overweight



2025.05.28 | 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권

2025년 5월 28일 | Indepth

AI/인터넷 Overweight

THE DYNAMITE(AI 에이전트가 가져올 구조적 변화)

Summary

- ✓ B2B: 스테로이드 혹은 위고비
- ✓ B2C: 플랫폼 위의 플랫폼
- ✓ Top Pick: NAVER, 차선회주: 삼성에스디에스

Top Picks 및 관심종목

기업명	투자의견	목표주가(12M)	현재주가(5월27일)
네이버 (035420)	BUY	270,000원	183,800원
카카오 (035720)	BUY	50,000원	40,950원
삼성에스디에스 (018260)	BUY	190,000원	133,700원
엠로 (058970)	Not Rated	-	48,750원

목차

1. AI 에이전트의 대두	6
1) AI 에이전트의 정의	6
2) AI 에이전트를 위한 기술	9
3) B2B: 혁명은 이미 시작	11
4) B2C: B2B보다는 시간이 걸릴 것	12
5) 폼팩터 혁신까지 동반된다면	13
2. B2B: 스테로이드 혹은 위고비	14
1) 이미 시작된 움직임	14
2) AI 에이전트 수혜 찾기	15
3) 클라우드 산업 성장 촉진	20
4) 국내 B2B 시장 전망	22
3. B2C: 플랫폼 위의 플랫폼	25
1) 플랫폼 구조 파괴	25
2) 에이전트 플랫폼 시대 BM 점검	27
3) 콘텐츠 플랫폼에 쏠리는 눈	30
4) 국내 플랫폼 시장 전망	31
기업분석	37
네이버 (035420)	37
카카오 (035720)	42
삼성에스디에스 (018260)	46
엠로 (058970)	51

2025년 5월 28일 | 산업분석_Indepth

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 5월 27일

NAVER (035420)

BUY | TP 270,000원 | CP 183,800원

카카오 (035720)

BUY | TP 50,000원 | CP 40,950원

삼성엑스디에스 (018260)

BUY | TP 190,000원 | CP 133,700원

엠로 (058970)

Not Rated | CP 48,750원



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

AI/인터넷

THE DYNAMITE(AI 에이전트가 가져올 구조적 변화)

AI 에이전트, 이 시대의 다이내마이트

다이내마이트의 아버지 노벨은 산업용으로 개발한 다이내마이트가 전쟁 무기로 쓰인 이후, 이를 생애 가장 후회하는 발명이라고 말했다. AI 분야에서 딥러닝 혁명을 이끈 힌트 교수 역시, AI가 산업혁명에 버금가는 막대한 영향력을 행사할 것이지만 동시에 통제 불가능한 위협을 초래할 수 있다고 경고했다. 다이내마이트와 AI는 인류의 발전과 가치 증진이라는 선한 목적에서 출발했지만, 예상치 못한 위험을 내포하고 있음이 명백하다. 다만 분명한 사실은 이들이 가져올 효과가 폭발적일 것이라는 점이다. 2025년 AI의 핵심 키워드는 에이전트다. 에이전트가 인간의 기능을 대체한다는 방향은 정해졌고, 실제 사례로도 확인되고 있다. 이번 보고서에서는 우선 소프트웨어와 플랫폼 산업을 중심으로, 에이전트가 어떤 변화를 가져올지 예측해보고자 한다.

B2B: 스테로이드 혹은 위고비

기업들의 AI 에이전트 도입은 이미 시작되었다. 생산성 향상, 비용 절감, 수익성 개선이라는 명확한 경제적 동기가 있는 만큼, 도입은 앞으로 더욱 가속화될 것으로 전망된다. 올해 들어 소프트웨어 업종을 중심으로 실제 생산성 향상이 관측되고 있으며, 일부 기업들은 인력 일부를 대체하거나 리소스를 전략적으로 재배치하겠다는 계획을 공식화하고 있다. B2B AI 에이전트 시장이 본격 개화함에 따라, 인프라부터 서비스까지 내재화한 빅테크 기업들이 가장 빠른 성장을 보일 가능성이 높다. 아울러 클라우드를 포함한 AI 에이전트 밸류체인 전반에 걸쳐 다양한 기업들의 수혜가 기대된다. AI 에이전트 도입에 따른 생산성 향상과 비용 효율화는 글로벌 및 국내 시장 모두에서 점차 가시화되고 있으며, 향후 피지컬 시로 진화할 경우 제조업까지도 확장될 수 있다. 다만 초기에는 개발, 아트워크, 고객지원(CS) 등 인적 리소스 의존도가 높은 소프트웨어 업종에서 먼저 변화가 확인될 것이다.

B2C: 플랫폼 위의 플랫폼

AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼으로 자리 잡을 가능성이 높다 B2B 영역보다 대중화에는 시간이 다소 걸리겠지만, 결국 PC나 모바일에서 별도로 구동되던 모든 기능들은 AI 에이전트라는 새로운 UI 체계로 통합 재편될 가능성이 크다. 기존의 플랫폼들은 2가지 선택권을 갖게 된다. AI 에이전트 플랫폼으로 진화하거나 API 제공 사업자가 되는 것이다. AI 에이전트 플랫폼은 사용자 의사 결정까지 대신하며 API 제공 사업자의 트래픽을 흡수한다. 기존 플랫폼보다 높은 지배력을 가지며, 강한 락인 효과를 통해 하위 플랫폼의 광고·서비스 수익까지 확보할 가능성이 크다. 결국 향후 플랫폼 경쟁력은 AI 에이전트를 자체적으로 내재화할 수 있는지 여부에 따라 좌우될 것이다. 국내 플랫폼사(네이버, 카카오)의 경우 글로벌 플랫폼사와 달리 일상 서비스(모빌리티, 핀테크, 지도) 등을 모두 내재화했고, 이미 높은 점유율을 갖고 있기 때문에 AI 에이전트를 갖추기만 한다면 국내에서 현재 위치를 유지할 수 있다. 하위 플랫폼들의 트래픽과 거래액까지 확보할 경우 추가적인 성장 가능성도 열려 있다.

Top Pick: NAVER, 차선후주: 삼성에스디에스

Top Pick: NAVER 유지

NAVER를 인터넷 산업 Top pick으로 유지한다. 네이버의 강점은 검색 엔진, 자체 AI 모델, 커머스, 핀테크, 페이, 콘텐츠, 클라우드를 모두 갖추고 있으며 해당 데이터를 에이전트 고도화에 사용할 수 있다는 점이다. 네이버가 보유한 검색, 블로그/카페(UGC), 커머스는 국내외 사업자가 갖출 수 없는 대체 불가능한 개인화 데이터다. 이를 바탕으로 에이전트에서 사실상 모든 일상의 기능을 맞춤형으로 제공할 가능성이 높다.

연내 쇼핑 AI 에이전트 출시 이후 2026년부터 검색, 금융을 시작으로 버티컬 AI 에이전트 출시 예상한다. 향후 통합 에이전트로 구축된다면 국내에서 높은 점유율 가져갈 수 있다고 판단한다. 통합 에이전트의 점유율 확대로 하위 플랫폼형 온라인 광고들을 모두 흡수하여 현재 연간 10% 내외의 광고 성장을 재가속할 것으로 전망한다. 또한 커머스 내 지배력 역시 강화되어 국내 온라인 커머스 GMV 내 공격적인 점유율 확대도 기대한다.

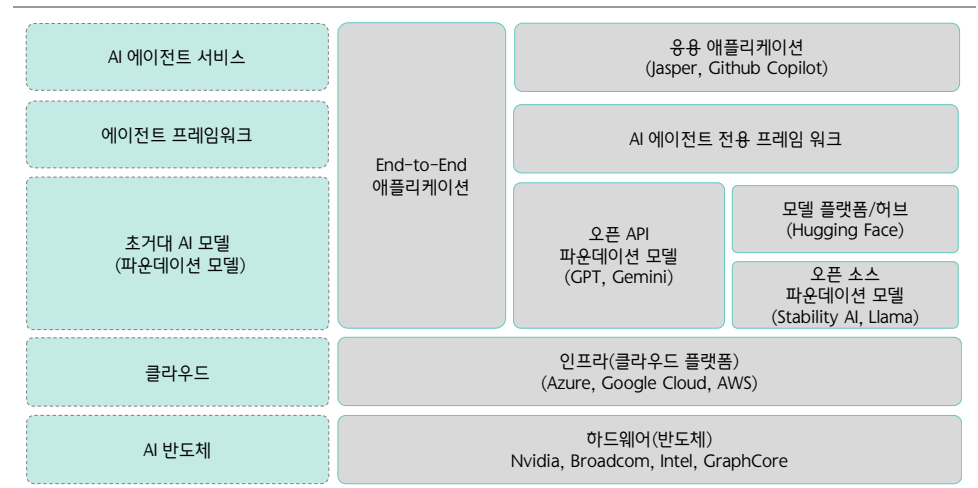
광고, 커머스 성장으로 이익 성장의 가시성이 높다. 실적 성장은 EPS 증가로, 에이전트 서비스 출시를 멀티플 디레이팅 방어로 이어질 전망이다. Key factor는 실적이라 판단, 추가 하방 압력 제한적이기에 매수 접근 유효하다.

삼성에스디에스 차선후주 제시

삼성에스디에스를 인터넷 산업 차선후주로 제시한다. 삼성에스디에스는 패브릭스를 통해 AI 에이전트를 기업에 공급할 수 있는 기업이다. 퍼블릭/온프레미스 클라우드 모두 제공하고 있다. 최근 삼성에스디에스는 행정안전부 추진 사업 '범정부 초거대 공통기반 구현' 사업에서 우선협상대상자로 선정되었다. 또한 국가AI컴퓨팅센터 사업의 유력 후보로도 떠오르고 있다. 생성형 AI, AI 에이전트 보급이라는 시대의 흐름은 삼성에스디에스에 유리하다. 민간 기업, 공공 기관들의 AI 에이전트 도입 사례가 증가로 클라우드 부문의 탄력적 성장 기대한다.

현재 보유한 6조원의 현금 활용에 대한 로드맵 연내 제시될 것으로 기대한다. 작년 11월 매입한 구미 토지에는 GPU 중심 IDC 건설을 계획하고 있는 것으로 파악된다. 장기적으로 국내 CSP 수요에 대응하기 위한 투자로 예상하며 캡티브 중심 클라우드 전환 이후에도 성장 동력을 확보할 수 있을 것이다. 현재 12MF PER 12.2배, PBR 1.0배 수준에서 거래되고 있다. 매수 가능한 밸류라 판단한다.

AI 에이전트 밸류체인



자료: PwC, 하나금융연구소, 하나증권

AI 에이전트, AI 어시스턴트 차이

항목	AI 에이전트	AI 어시스턴트
목적	특정 목표를 달성하기 위해 작업을 자율적으로 관리하고 최적화하도록 개발	사용자와 직접적인 상호작용을 통해 특정 작업을 수행할 수 있도록 설계
상호작용 스타일	선제적 -목표와 맥락을 이해하여 조치 시작.	반응형 -사용자의 지시가 있을 때만 작동
자율성 수준	높음 -직접적인 감독 없이도 결정을 내리고 행동	낮음 -사용자의 명확한 지침을 따르는 것으로 제한
작업 복잡성	적응형 대응 필요한 복잡하고 여러 단계로 이루어진 작업 관리	알림이나 정보 조회와 같은 간단한 규칙 기반의 작업 처리
실제 세계의 예	고객 서비스 분야의 AI 챗봇, 자율 거래 봇, 물류 관리자	시리, 구글 어시스턴트, 아마존 알렉사
능력	프로세스를 최적화, 필요 사항 예측, 작업 자율적으로 실행	직접 입력을 기반으로 답변 제공, 알림 설정, 스마트 기기 제어
학습과 적응	과거의 결과로부터 배우고 변화하는 상황에 동적 적응	사용자 선호도에 따른 개인화 제한적
일반적인 사용 사례	전체 워크플로, 의사 결정 프로세스 자동화하고 동적 환경 처리	직접적인 업무별 작업으로 사용자 일상 업무 간소화

자료: Kanerika, 오픈AI, 앤트로픽, 하나증권

채용, 구조조정에 AI 영향을 공식화한 기업

기업명	조치
Salesforce	2025년 소프트웨어 엔지니어 신규 채용 중단. AI 플랫폼 'Agentforce' 도입으로 생산성 30% 향상
Shopify	AI로 대체할 수 없는 역할에 대해서만 신규 채용 진행. 모든 신규 채용 요청 전에 해당 역할이 AI로 대체 불가능한지 증명
Duolingo	AI로 대체 가능한 계약직 인력의 점진적 감축. 번역가 및 콘텐츠 작성자 등 일부 계약직 인력을 AI로 대체하기 시작
Fiverr	AI를 적극적으로 활용하는 지원자만 채용. AI 도구를 능숙하게 사용하는 인재만을 채용하겠다는 방침
Klarna	AI 도입으로 인한 채용 중단 후, 고객 서비스 품질 유지를 위해 채용 재개. AI 챗봇이 700명의 고객 서비스 직원을 대체
IBM	AI 도입으로 수백 명의 인사 부서 직원 대체. 절감된 자원을 소프트웨어 엔지니어 및 영업 인력 채용에 재투자
CrowdStrike	AI 통합을 통한 운영 효율성 향상으로 500명 감원. 전체 직원의 약 5%에 해당
Amazon	창고 자동화 및 AI 도입으로 향후 10년간 채용 곡선 완화 계획. 'Vulcan'과 같은 터치 감지형 창고 로봇 도입. 운영 효율성 향상
Microsoft	2025년 5월, 전 세계 직원의 약 3%인 6,000명 감원. AI 도입으로 인한 조직 재편 및 관리 계층 축소

자료: Upstage, 하나증권

국내 인터넷/게임 기업 수익성 개선 예시

(단위: 십억원, %)

		NAVER	카카오	삼성에스디에스	SOOP	크래프톤
영업수익	2026F	12,818.2	8,401.1	14,598.8	521.8	3,610.8
	2027F	13,751.9	8,869.0	15,278.5	567.0	4,046.0
기존 영업비용	2026F	10,099.9	7,720.4	13,557.1	385.9	2,061.1
	2027F	10,776.5	8,058.3	14,112.9	421.0	2,375.4
인건비 고정 영업비용	2026F	9,960.7	7,683.9	13,409.8	378.8	1,934.9
	2027F	10,489.9	7,978.1	14,017.0	407.4	2,097.6
기존 영업이익	2026F	2,718.3	680.7	1,041.7	135.9	1,549.8
	2027F	2,975.4	810.7	1,165.6	146.0	1,670.6
인건비 고정 영업이익	2026F	2,857.5	717.2	1,189.0	143.0	1,676.0
	2027F	3,262.0	890.9	1,261.6	159.6	1,948.3
영업이익 증감	2026F	5.1%	5.4%	14.1%	5.2%	8.1%
	2027F	9.6%	9.9%	8.2%	9.3%	16.6%
영업이익률	2026F	21.2%	8.1%	7.1%	26.0%	42.9%
	2027F	21.6%	9.1%	7.6%	25.8%	41.3%
인건 고정 영업이익률	2026F	22.3%	8.5%	8.1%	27.4%	46.4%
	2027F	23.7%	10.0%	8.3%	28.2%	48.2%
영업이익률 증감	2026F	1.1%	0.4%	1.0%	1.4%	3.5%
	2027F	2.1%	0.9%	0.6%	2.4%	6.9%

주: 비용 중 인건비 항목만 2025년 예상치로 고정

자료: 하나증권

AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

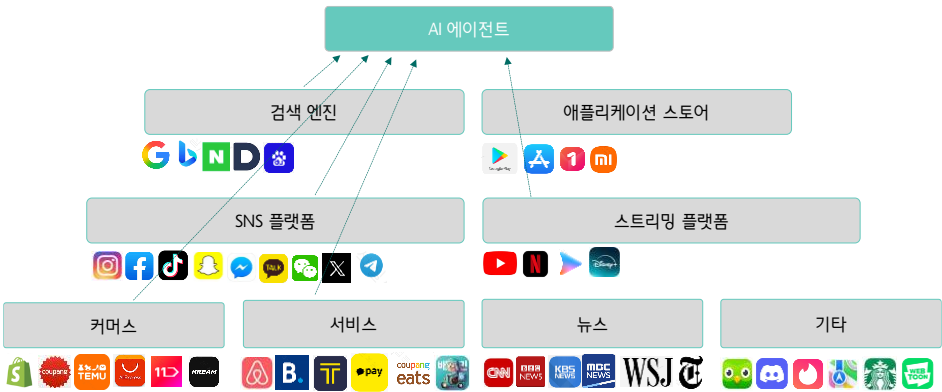
API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

1. AI 에이전트의 대두

1) AI 에이전트의 정의

2025년, AI 에이전트 시대

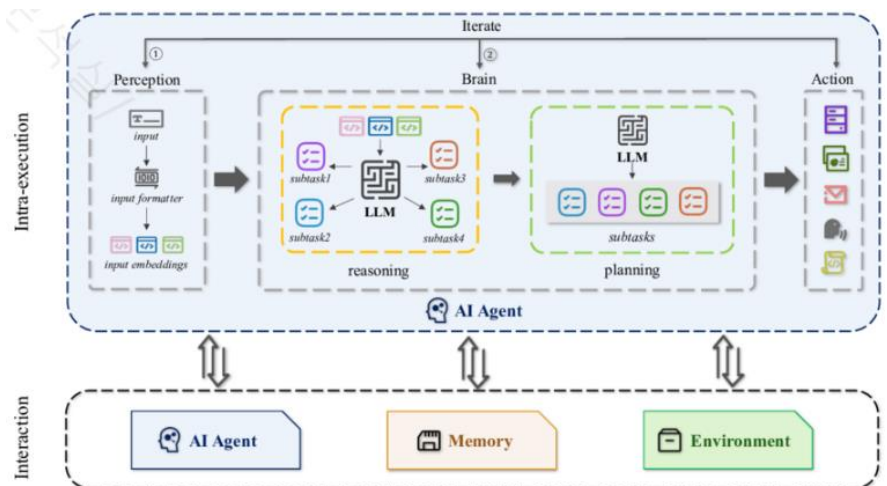
2025년 AI의 핵심 키워드는 단연 에이전트다. 에이전트는 2024년 오픈AI의 GPT-4o 공개, 구글의 I/O, 애플의 WWDC에서 주요 서비스로 제시되었으며, 2025년 모든 AI 기업들이 약속이나 한 것처럼 에이전트를 강조하고 서비스를 출시하고 있다.

AI 에이전트 정의

AI 에이전트에 대한 정의는 기술 기업마다 차이가 있다. 마이크로소프트의 창립자 빌게이츠는 1995년 저서 'The Road Ahead'에서 에이전트를 '마치 인격과 의지를 가지고 있는 것처럼 보이는 필터', 'PC 인터페이스를 개선할 소셜 인터페이스' 라고 설명하며 탐색지원의 마지막 유형으로 제안했다. IBM은 AI 에이전트를 자체 워크플로를 직접 설계하고, 사용 가능한 도구를 활용하여 사용자와 시스템을 대신하여 자율적으로 완료할 수 있는 시스템 혹은 프로그램으로 정의하고 있다.

AI 에이전트는 결국 자율성, 복잡성을 바탕으로 사용자, 시스템의 능동적 행위를 온전히 대체할 수 있을 정도의 서비스다. 이는 기존의 사용자 지시를 받아 특정 작업을 수행했던 어시스턴트와 구분된다.

도표 1. AI 에이전트 워크플로



, 자료: Deng et al. 2024, 하나증권

도표 2. AI 에이전트, AI 어시스턴트 차이

항목	AI 에이전트	AI 어시스턴트
목적	특정 목표를 달성하기 위해 작업을 자율적으로 관리하고 최적화하도록 개발	사용자와 직접적인 상호작용을 통해 특정 작업을 수행할 수 있도록 설계
상호작용 스타일	선제적 - 목표와 맥락을 이해하여 조치 시작.	반응형 - 사용자의 지시가 있을 때만 작동
자율성 수준	높음 - 직접적인 감독 없이도 결정을 내리고 행동	낮음 - 사용자의 명확한 지침을 따르는 것으로 제한
작업 복잡성	적응형 대응 필요한 복잡하고 여러 단계로 이루어진 작업 관리	알림이나 정보 조회와 같은 간단한 규칙 기반의 작업 처리
실제 세계의 예	고객 서비스 분야의 AI 챗봇, 자율 거래 봇, 물류 관리자	시리, 구글 어시스턴트, 아마존 알렉사
능력	프로세스를 최적화, 필요 사항 예측, 작업 자율적으로 실행	직접 입력을 기반으로 답변 제공, 알림 설정, 스마트 기기 제어
학습과 적응	과거의 결과로부터 배우고 변화하는 상황에 동적 적응	사용자 선호도에 따른 개인화 제한적
일반적인 사용 사례	전체 워크플로, 의사 결정 프로세스 자동화하고 동적 환경 처리	직접적인 업무별 작업으로 사용자 일상 업무 간소화

자료: Kanerika, 오픈AI, 앤트로픽, 하나증권

2025년 AI 에이전트 다수 출시

미국과 중국에서 2025년부터 본격적으로 AI LLM과 에이전트가 쏟아져 나오고 있다. AI 패권을 갖기 위해 경쟁적인 개발이 이뤄지고 있으며 이외 국가와의 격차는 점점 더 벌어지는 모습이다. 에이전트는 AI 서비스에서도 가장 전방에 존재하여 AI 밸류체인 전체 성장을 이끌 것으로 예상된다.

오픈AI

미국의 오픈AI는 2024년 5월 'GPT-4o' 모델을 출시하며 실시간 멀티모달 AI의 포문을 열었다. 1월에는 AI 에이전트 'Operator'를, 5월에는 코딩 에이전트 'CODEX'를 선보였다. xAI는 올해 2월 'Grok 3'를 선보이며 향상된 추론 능력과 DeepSearch 기능으로 주목받았다.

엔트로픽

엔트로픽은 지난 10월 오픈AI에 앞서 에이전트 'Computer use'을 출시했다. 또한 MCP를 표준화하며 생태계 확장에 기여하고 있다. 2월 Claude 3.7 Sonnet을 공개했으며 확장된 추론 모드로 복잡한 작업에 강점을 보여 다양한 플랫폼으로 제공하고 있다.

딥시크

중국의 딥시크는 올해 1월 V3, R1이라는 저비용 모델로 글로벌 프론티어 AI 모델에 준하는 성능을 보여 세상에 충격을 안겼다. 딥시크는 오픈 소스 방식으로 제공되어 연구자와 개발자가 자유롭게 사용, 수정할 수 있어 이후 모델들의 효율적인 성능 개선에도 도움을 줬다. 딥시크가 사용한 MoE(Mixture of Experts), 증류 방식을 메타의 'Llama 4'도 채택했다.

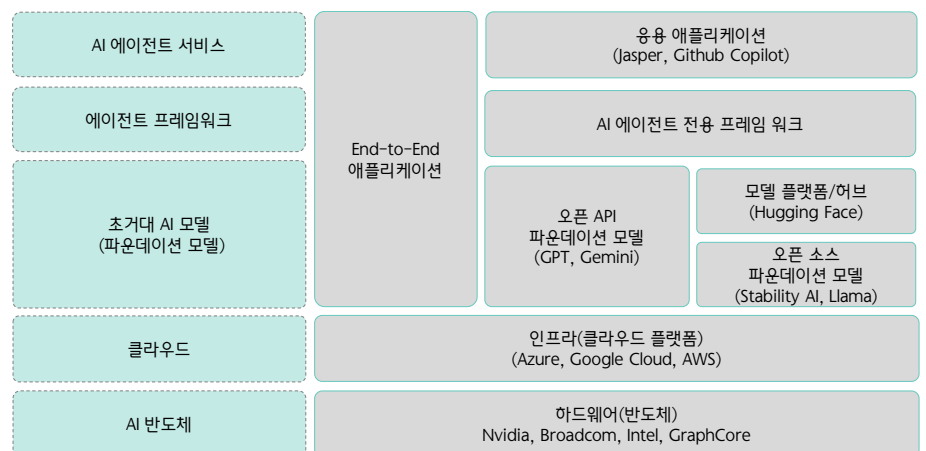
모니카

모니카는 3월 에이전트 'Manus'를 출시했다. 엔트로픽의 Claude 3.5 Sonnet을 기반으로 구축한 완전 자율형 AI 에이전트로 인간의 고차원적 의도를 실제 행동으로 전환시키는 것을 목표로 한다. 초반에는 초대 기반으로 제한적으로 제공되었으나 5월 12일부터 전체 출시되었다.

알리바바

알리바바는 3월 에이전트 'Quark'를 출시, 중국 내 AI 앱 1위에 등극했다. 4월 'Qwen 3' 모델을 출시하며 LLM 개발 속도에도 박차를 가하고 있다. MoE 구조를 채택했으며 119개 언어 지원으로 글로벌까지 확보하려는 모습이다.

도표 3. AI 에이전트 밸류체인



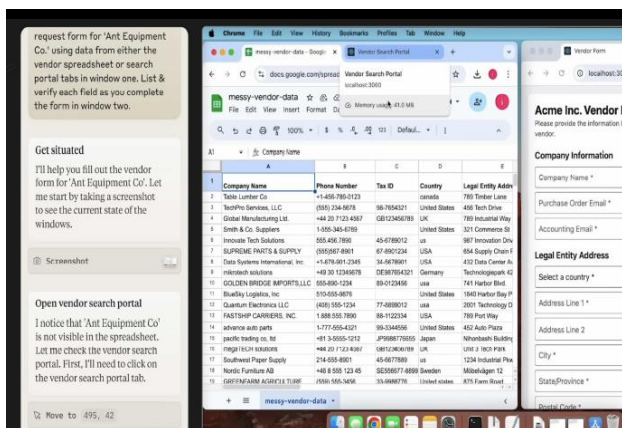
자료: PwC, 하나금융연구소, 하나증권

도표 4. 국내외 주요 AI 에이전트 개발 동향

분야	기업	서비스명칭	사용 모델	주요 특징
빅테크 (LLM 보유)	Google(美)	Agent Space	Gemini(자체)	안드로이드 운영체제 및 자사 LLM 모델인 Gemini를 통합해 스마트폰 기반의 일상 AI 에이전트를 구현
	OpenAI(美)	Operator	ChatGPT(자체)	ChatGPT기반으로 웹 브라우저 내에서 키보드 입력, 마우스 클릭 등 인간처럼 작업을 수행, 웹페이지제어
	Anthropic(美)	Computer Use	Claude(자체)	자사 LLM인 Claude가 화면의 텍스트, 이미지 등을 분석하고 컴퓨터 전반을 제어
	네이버	-	하이퍼클로바X(자체)	하이퍼클로바X를 기반으로 검색, 커머스 분야에서 발견-탐색-거라까지 연결시키는 서비스 출시 예정
	Microsoft(美)	365 Copilot	ChatGPT	문서 작성, 프레젠테이션 제작에 특화된 에이전트, 직원 복지 휴가 신청을 처리하는 에이전트 등 다양한 기능 통해 업무 생산성 제고
응용서비스	Salesforce(美)	Agentforce	ChatGPT, Claude, Gemini	BYO LLM 기능 통해 다양한 LLM 모델 활용 가능. 영업 마케팅, 세일즈 등 CRM 전반에서 업무 자동화와 고객 대응 수준 향상
	Monica(中)	Manus	ChatGPT, Claude, Claude3	다수위 LLM을 적용해 멀티 에이전트 협업 시스템 구축한 완전 자율형 AI 에이전트
	SKT	에이닷	ChatGPT, Claude, Perplexity, AX(자체)	GPT, Claude, Perplexity, 자체 모델까지 지원
	KT	-	ChatGPT	마이크로소프트와 협업으로 미디어 AI 에이전트를 지니TV에 도입할 계획
	삼성 SDS	Brity Copilot	ChatGPT, 하이퍼클로바X	일정관리, 데이터분석 등 업무 자동화를 위한 개인 맞춤형 서비스. 업무시간 절감 효과 (기존 대비 75%, 66% 절감)
	Hippocratic AI(美)	-	Polaris(자체)	의료 특화 에이전트
	Norm AI(美)	-	오픈소스 LLM	컴플라이언스 및 법률 특화 에이전트
	Uniqum(瑞)	-	ChatGPT, Claude, LLAMA	금융 특화 에이전트

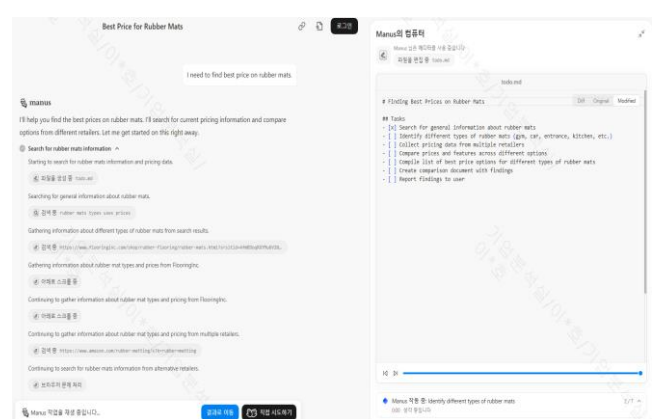
자료: 하나금융연구소, 하나증권 재구성

도표 5. 엔트로픽의 Computer Use



자료: Anthropic, 하나증권

도표 6. 모니카의 Manus

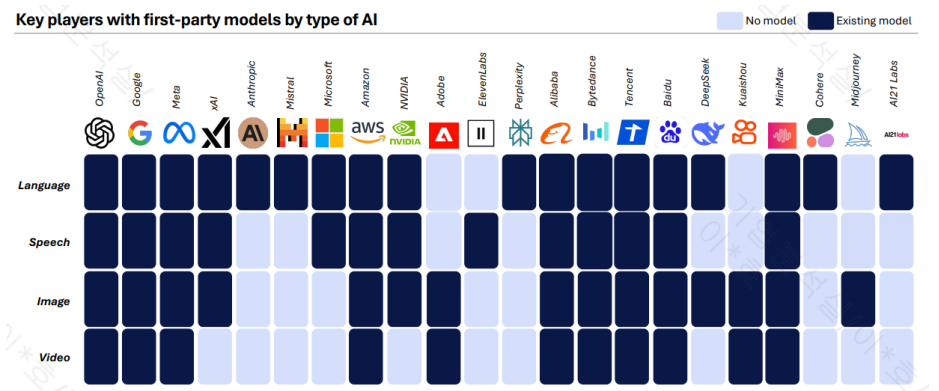


자료: Monica, 하나증권

2) AI 에이전트를 위한 기술

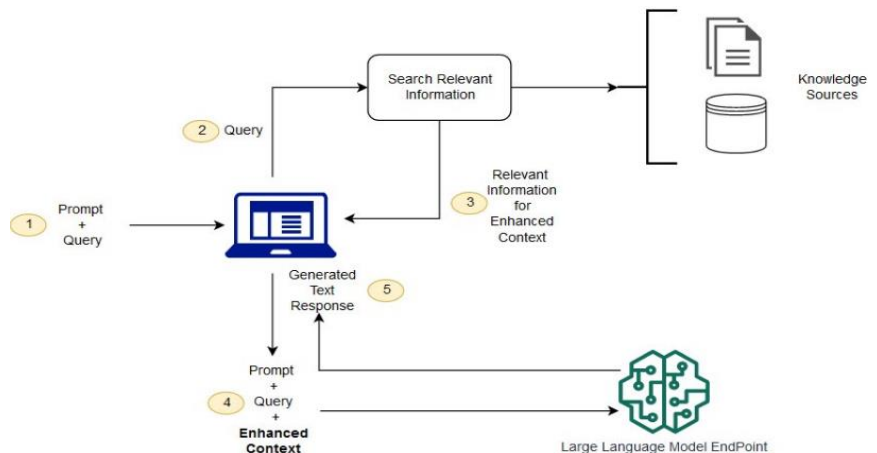
- LLM** 대규모 언어 모델(Large Language Model, LLM)과 검색 증강 생성(Retrieval Augmented Generation, RAG)은 AI 에이전트의 중요한 기술적 토대다. LLM은 구글의 트랜스포머 아키텍처를 기반으로 설계된 초대형 딥러닝 모델을 의미한다. 대량 텍스트 데이터 기반으로 패턴을 학습하여 입력 문장을 처리하고 연관된 텍스트를 생성하여 원하는 답변을 제공한다. 오픈AI의 GPT, 알파벳의 Gemini, 메타의 Llama, 엔트로픽의 Claude가 대표적이다.
- RAG** ChatGPT를 시작으로 본격화된 LLM의 서비스 과정에서 할루시네이션, 최신 정보 미반영 등이 한계점으로 부각되었다. 이를 보완하기 위해 RAG(Retrieval Augmented Generation)가 도입되었다. RAG는 외부 데이터 검색 기능을 LLM에 통합하여 결과를 보다 정확하게 만들어 기존의 한계를 극복하도록 한다. ChatGPT, 퍼플렉시티 뿐만 아니라 다수의 사용자를 확보하고 있는 대부분의 AI 서비스에 RAG가 활용되고 있다.

도표 7. AI LLM 주요 플레이어



자료: artificialanalysis, 하나증권

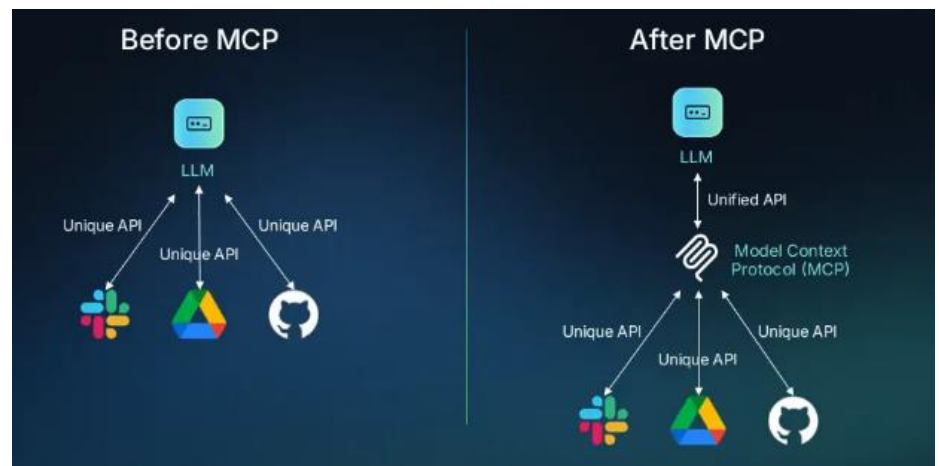
도표 8. LLM, RAG 플로우



자료: AWS, 하나증권

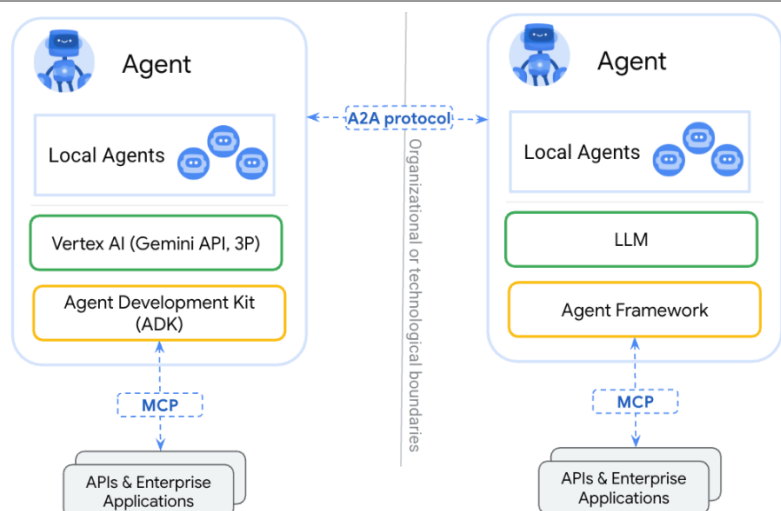
MCP	MCP(Model Context Protocol)는 LLM과 외부 프로그램을 연결해주는 개방형 표준 프로토콜이다. 엔트로픽이 2024년 11월 오픈 소스로 공개했고 오픈AI, 구글이 채택하며 업계 표준으로 자리잡고 있다. 흔히 USB-C 포트로 비유되는데, 어떤 기기든 케이블 하나로 연결할 수 있는 것처럼 LLM과 다양한 외부 서비스를 쉽게 연동시켜 활성화할 수 있도록 한다.
MCP의 효용	MCP의 표준화는 AI 에이전트 생태계 활성화에 기폭제로 작용하고 있다. 과거 개별 API 방식은 맞춤형 개발을 필요로 한다. MCP는 이러한 절차를 하나로 통합하여 개별 API와 LLM 간의 연결을 간소화한다. 또한 다수의 메인 플레이어들이 MCP를 채택함으로써 API 제공자들은 손쉽게 GPT, Claude에 연동시킬 수 있게 되었다.
A2A x MCP	또한 이러한 표준의 형성은 A2A(Agent to Agent)의 활용도를 극대화한다. 구글이 오픈소스로 공개한 A2A 프로토콜은 에이전트 간의 협업을 가능하게 한다. 기능별 에이전트간의 협업은 전문가 집단의 협업과 같다. 멀티 AI 에이전트가 인간의 조직까지 대체하는 미래가 더욱 가까워지고 있다.

도표 9. MCP 적용 플로우



자료: descope, 하나증권

도표 10. A2A x MCP 플로우



자료: devocean, 하나증권

3) B2B: 혁명은 이미 시작

B2B 영역 AI 에이전트 시대 시작

B2B 영역에서는 AI 에이전트의 활용이 이미 눈에 띄게 나타나고 있다. 기업들은 에이전트 도입을 통해 생산성 향상, 비용 절감, 수익성 개선이라는 명확한 경제적 유인을 가지고 있으며, 이를 실행에 옮기고 있다. 올해 들어 특히 소프트웨어 업종을 중심으로 실제 생산성 개선이 확인되었고, 일부 기업들은 이를 근거로 인력 일부를 대체하거나, 핵심 부문에 리소스를 집중하겠다는 전략을 공식화하고 있다.

세일즈포스

세일즈포스는 2025년 소프트웨어 엔지니어를 고용하지 않겠다고 밝혔다. AI 도입으로 엔지니어링 팀의 생산성이 30% 이상 증가했고, 더 이상 해당 인력은 필요하지 않다는 설명이다. 대신 고객에게 AI를 설명하기 위한 영업 조직을 증대시키겠다는 계획도 함께 발표했다.

쇼피파이

쇼피파이는 코파일럿, 커서, 클로드 등 훌륭한 AI 에이전트들이 대부분의 업무를 해결할 수 있기에 AI로 대체할 수 없는 분야에서만 채용을 진행하겠다는 사내 메모를 전달했다. 팀이 인력 충원을 요청하고 싶다면 AI로 해당 작업을 할 수 없다는 이유를 설명하라는 것이다.

듀오링고

듀오링고 역시 마찬가지다. 듀오링고는 앞으로 AI가 처리 가능한 업무에 외주업체를 점차 배제할 예정이며 전반적인 업무에서 AI를 우선시하는 방향으로 전환할 것이라고 밝혔다. 또한 AI 우선 전략을 통해 기존 업무에 AI를 부분적으로 도입하여 보조 도구로 사용하는 게 아니라 회사 운영 방식 전반을 AI 중심으로 재설계하는 작업을 진행하고 있음을 강조했다.

효율화와 외형 성장 동시
확인된다면 AI 에이전트
도입 확산 빨라질 것

해당 기업들이 AI로 운영을 효율화했음에도 외형 성장까지 이루는 모습이 숫자로 확인된다면, 그때부터 글로벌 기업들의 AI 에이전트 도입은 견잡을 수 없는 속도로 빠르게 확산될 것으로 예상된다. 「2. B2B: 스테로이드 혹은 위고비」에서 에이전트 도입의 효과와 산업 전반의 영향을 후술했다.

도표 11. 채용, 구조조정에 AI 영향을 공식화한 기업

기업명	조치
Salesforce	2025년 소프트웨어 엔지니어 신규 채용 중단. AI 플랫폼 'Agentforce' 도입으로 생산성 30% 향상
Shopify	AI로 대체할 수 없는 역할에 대해서만 신규 채용 진행. 모든 신규 채용 요청 전에 해당 역할이 AI로 대체 불가능한지 증명
Duolingo	AI로 대체 가능한 계약직 인력의 점진적 감축. 번역가 및 콘텐츠 작성자 등 일부 계약직 인력을 AI로 대체하기 시작
Fiverr	AI를 적극적으로 활용하는 지원자만 채용. AI 도구를 능숙하게 사용하는 인재만을 채용하겠다는 방침
Klarna	AI 도입으로 인한 채용 중단 후, 고객 서비스 품질 유지를 위해 채용 재개. AI 챗봇이 700명의 고객 서비스 직원을 대체
IBM	AI 도입으로 수백 명의 인사 부서 직원 대체. 절감된 자원을 소프트웨어 엔지니어 및 영업 인력 채용에 재투자
CrowdStrike	AI 통합을 통한 운영 효율성 향상으로 500명 감원. 전체 직원의 약 5%에 해당
Amazon	창고 자동화 및 AI 도입으로 향후 10년간 채용 곡선 완화 계획. 'Vulcan'과 같은 터치 감지형 창고 로봇 도입. 운영 효율성 향상
Microsoft	2025년 5월, 전 세계 직원의 약 3%인 6,000명 감원. AI 도입으로 인한 조직 재편 및 관리 계층 축소

자료: Upstage, 하나증권

4) B2C: B2B보다는 시간이 걸릴 것

B2C는 침투 시간이 걸릴 것

B2C에서 AI는 흔히 모바일 혁명과 비교된다. 모바일 전환과 같은 혁명을 일으키기까지는 다소 시간이 필요할 것으로 전환 과정에서는 현재의 모바일 UI/UX와 AI 에이전트가 일정 기간 공존하는 시기가 이어질 것으로 전망한다. AI 에이전트는 B2C 환경에서 주요 UI/UX 자체를 대체할 수 있는 가능성을 갖고 있어 파급력은 분명 크다. 하지만 이번 변화는 기존에 대중화된 기술 간의 결합으로 촉발된 모바일 혁명과는 성격이 다르다

모바일 혁명과 다른 이유

모바일, 즉 스마트폰의 보급은 전화+PC라는 이미 상용화된 팩터 둘의 결합이었기에 파괴적인 침투가 가능했다. 반면 AI 에이전트는 이미 높은 사용 편의성을 갖춘 스마트폰 UI/UX를 사용자를 설득해 음성 기반, 자동화 기반 인터페이스로 전환시켜야만 완전히 대체할 수 있다. 실제로 2010년대부터 시리(Siri), 빅스비(Bixby), 알렉사(Alexa) 등 음성 어시스턴트가 등장했지만, 스마트폰 내 기존 UI/UX가 갖는 편의성의 벽을 넘지 못하며 완전한 상용화에는 이르지 못했다.

B2C AI 에이전트 고도화 사례

B2C AI 에이전트에서 주로 드는 예시는 쇼핑 또는 일정 예약이다. 쇼핑 사례를 들어보자. 사용자가 흰색 반팔티를 사는 상황을 현재 방식과 AI 에이전트 기반 방식으로 비교해본다.

현재: 쇼핑 앱 접속 → 흰색 반팔티 검색 → 디자인/가격 검토 → 리뷰 확인 → 결제 → 구매완료 → 배송

AI 에이전트: 흰색 반팔티 구매 요청(텍스트/음성) → 답변 확인 → 디자인, 가격 검토 → 결제 → 구매완료 → 배송

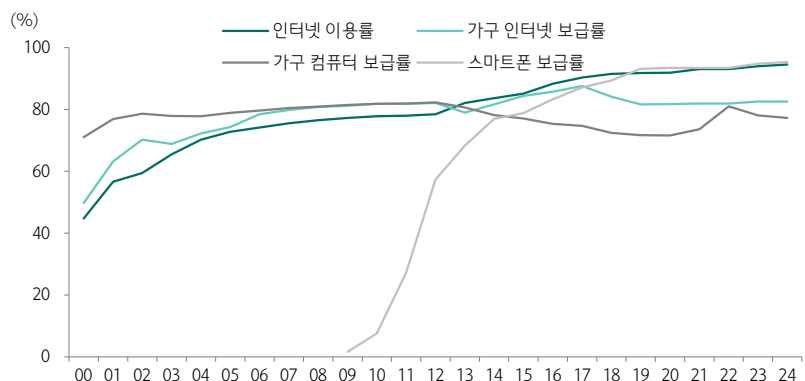
단계 수만 놓고 보면 현재 방식이 복잡해 보이지만, 이미 스마트폰의 UI/UX에 익숙한 사용자 입장에서는 에이전트를 활용하는 것보다 훨씬 빠르고 확실하게 원하는 제품을 찾을 가능성이 높다. 그만큼 현재 스마트폰의 UI/UX가 제공하는 편의성과 직관성은 이미 높은 수준이며, 이를 완전히 대체하기 위해서는 AI 에이전트의 고도화가 선행되어야 한다.

AI 에이전트(고도화): 흰색 반팔티 구매 요청(텍스트/음성) → 구매완료 → 배송

즉, AI 에이전트가 사용자의 기호를 충분히 학습해, 사용자가 별도 검토 없이 에이전트의 판단을 그대로 신뢰하고 결제까지 완료할 수 있을 정도가 되어야만 진정한 의미의 전환이 가능해진다. 이는 기술의 발전뿐 아니라 사용자의 인식 개선과 신뢰 형성이라는 심리적 전환이 함께 이뤄져야 함을 의미하며, 따라서 B2C 전환에는 시간과 설득의 과정이 필연적으로 동반될 수밖에 없다.

도표 12. 국내 인터넷, PC, 스마트폰 보급률

스마트폰은
2009년 11월 아이폰 출시
이후 파괴적 침투



자료: 티나라지표, 방송통신위원회, 하나증권 일부 추정

5) 폼팩터 혁신까지 동반된다면

메인은 20년 가까이 스마트폰

2007년 아이폰 1 공개 이후 스마트폰은 글로벌 메인 폼팩터가 되었다. 20년이 가까운 시간이 지났지만 여전히 스마트폰은 자리를 놓치지 않고 있다. 스마트폰 이후 수많은 웨어러블 디바이스가 출시되었다. 스마트 워치, VR/XR 등이다. 다만 이들은 스마트폰의 보조 장치에서 벗어나지 못했다.

새로운 폼팩터 개발 가속화
메타가 이끄는 스마트 글래스

AI 에이전트의 출시로 새로운 폼팩터에 대한 개발이 재차 가속화되는 모습이다. 현재 강력한 후보는 AI 스마트 글래스다. 메타는 다른 빅테크들이 스마트 글래스에 대한 개발을 중단했던 시기에도 지속해서 투자를 집행했다. 메타는 2024년 레이밴 메타에 MetaAI를 적용했다. 'Hey Meta'라는 호출로 AI 서비스를 사용할 수 있으며 미국을 시작으로 서비스 국가를 확대하고 있다. 올해 500만대 판매를 목표로한다. 2025년에는 내장형 디스플레이까지 탑재된 고급형 모델 하이퍼노바를 출시할 예정이며 2027년을 목표로 AR/XR 스마트 글래스인 Orion AR 글래스를 개발하고 있다. 스마트폰의 다음 폼팩터가 스마트 글래스라는 강한 확신을 보이는 모습이다.

알파벳, 애플도 출시 예정

알파벳과 애플도 다시 스마트 글래스에 참전했다. 알파벳은 구글 글래스를 2013년 출시했으나 높은 가격, 프라이버시 등을 문제로 단종되었다. 이번 5월 I/O 행사에서 공개한 Android XR 글래스는 메타의 스마트 글래스와 같이 Gemini를 탑재, AI 서비스를 제공한다. 젠틀몬스터, 워비파커와 같은 안경 브랜드들과 협업하여 제품을 출시할 계획이다. 애플은 2026년 말 스마트 글래스 출시를 계획하고 있는 것으로 알려졌다. 연내 시제품 생산 예정으로 시리와 연동한 AI 서비스 예상한다.

새로운 폼팩터까지 동반되면 AI 에이전트 침투 속도 빨라질 전망

AI 스마트 글래스가 스마트폰의 보완재에 그칠지, 혹은 스마트폰에 버금가는 새로운 주력 폼팩터로 자리잡을지는 아직 미지수다. 그러나 시가 탑재된 새로운 폼팩터의 확산은 곧 AI 에이전트의 보급률과 지배력을 끌어올리는 동력이 될 것이다. 장기적으로 AI 에이전트가 중심이 되어 다양한 폼팩터로 구현된다면, 현재의 모바일 UI/UX 생태계가 완전히 대체될 가능성도 충분히 존재한다.

도표 13. 메타 X 레이밴



자료: Meta, 하나증권

도표 14. 구글 Android XR 예시



자료: Google, 하나증권

2. B2B: 스테로이드 혹은 위고비

1) 이미 시작된 움직임

현재 AI 개발의 한계

허깅페이스의 공동 창립자 토마스 올프는 AI가 현재의 개발 패러다임에서 획기적인 진전을 이루지 못한다면, 노벨상 수상이나 아인슈타인급 창의성 문제를 해결할 수 있는 수준의 AI는 불가능할 것이라고 지적했다. 현재 대부분의 LLM은 구글이 제안한 트랜스포머 아키텍처를 기반으로 개발되었는데, 이 구조는 결국 자연어 간의 맥락을 통계적으로 예측해 정답을 도출하는 방식이기 때문에 본질적으로 창의성과 추론력에는 한계가 있다는 비판도 제기되고 있다. 이를 극복하기 위해 확산모델 기반 DLM(Diffusion-based Language Model) 등 기존 방식과 다른 접근도 확인되고 있다.

글로벌 기업, AI 생산성 향상 인정

중요한 점은 대부분의 업무 환경은 아인슈타인을 필요로 하지 않는다는 것이다. 2025년 글로벌 기업들은 AI의 생산성 향상을 인정하고 있다. 2025년 현재, 글로벌 기업들은 AI가 실질적인 생산성 향상을 가져오고 있음을 인정하고 있다. 4월 마이크로소프트의 CEO 나델라는 사내에서 생성되는 코드의 30%가 AI에 의해 작성되고 있음을 밝혔다. 알파벳의 CEO 순다르 피차이 역시 실적발표에서 신규 코드의 30% 이상을 AI가 생성하고 있다고 발표했다. 회사 내부의 개발 환경에서도 AI 코딩 프로세스를 인정하고 적극적으로 활용하여 혁신을 추구하고 있음을 공식화한 것이다. 초기에는 기존 업무 방식에 AI를 접목하는 형태로 사용하겠지만, 장기적으로는 모든 워크플로우가 AI-Native로 재구성될 가능성이 높다.

모든 산업으로 확산될 것

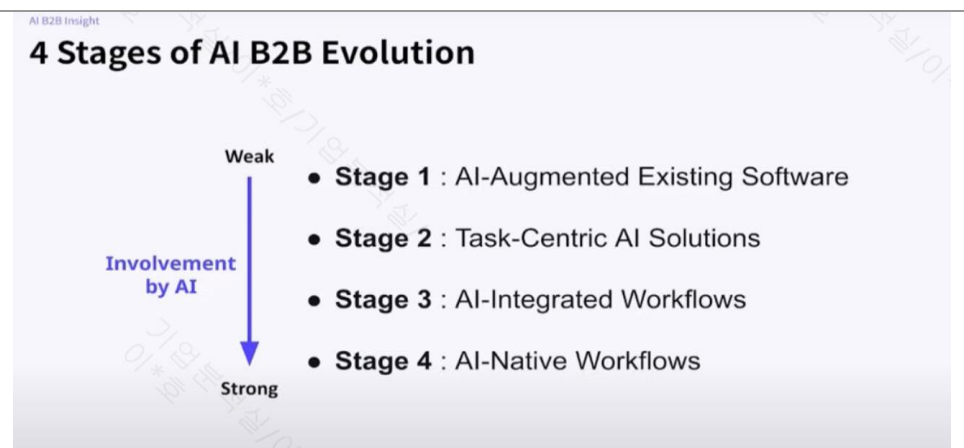
이러한 변화는 단지 개발자에 그치지 않고 모든 산업에 확산될 것으로 예상된다. AI 에이전트의 확산은 아트웍, 고객지원(CS) 등 다양한 직무에까지 파고들고 있으며 이는 곧 중간 관리자의 역할 감소로 이어진다. 향후 피지컬 AI가 도입되면, 생산직의 축소→관리자 감소라는 구조 역시 반복될 가능성이 높다. 결국 산업과 무관하게, 대부분의 기업들은 보다 효율적이고 축소된 조직 구조로 재편될 수밖에 없을 것이다.

AI 에이전트 도입은 시작 단계. 몇 년 내로 눈에 띄게 확인 될 것

아직 AI 에이전트의 발전은 끝나지 않았고 기업들의 도입 역시 시작 단계다. AI를 활용한 기업들이 폭발적인 생산성을 갖출 수 있는 시기다. 우리는 그 혁신의 초입 구간을 지켜보고 있다. 이 과정에서 1) 현재 인력과 비슷한 수준을 유지하며 높은 생산성을 바탕으로 고속 성장할 지, 2) 현재 인력을 점차 AI로 대체해가며 수익성을 향상 시킬지, 3) 혹은 두마리 토끼를 다 잡을 수 있을지가 확인될 것이다. 그 결과는 몇 년 안에 드러날 것이다.

도표 15. AI B2B 혁신 4단계

마지막 4단계는
AI-Native 워크플로



자료: Upstage, 하나증권

2) AI 에이전트 수혜 찾기

AI 에이전트 시장 전망

AI 에이전트 시장은 2023년 36억 6천만달러에서 2030년 1,391억달러로 연평균 44% 성장이 전망된다. 기관에 따라 2034년 2,360억달러, 연평균 45% 이상으로 성장할 것이라는 전망도 존재한다. AI 에이전트의 적용 범위와 활용 방식에 따라 세부 전망에는 편차가 존재하지만 기업 구조 전반에 파괴적인 변화를 일으킬 잠재력에는 이견이 없다. 그리고 그 변화를 가능토록 하는 기술과 인프라를 공급하는 기업들의 막대한 이익 성장이 예상된다.

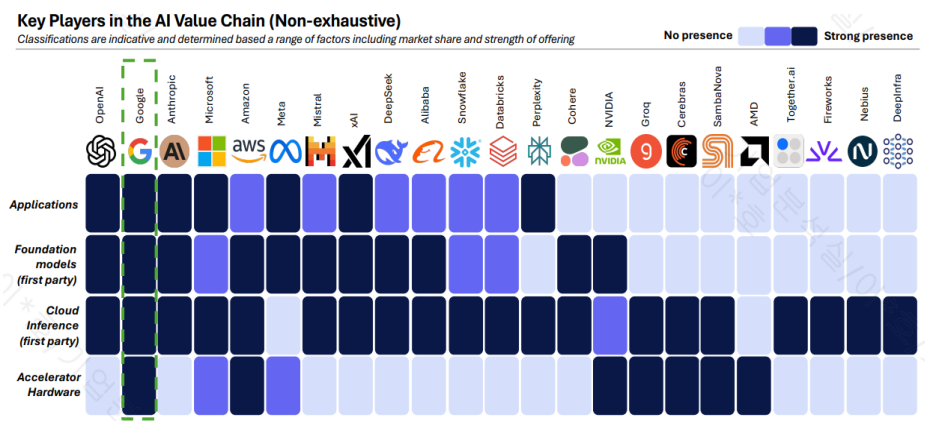
최대 공급자는 빅테크

산업에서의 수혜는 크게 1) AI 에이전트의 공급자, 2) AI 에이전트의 사용자로 분류할 수 있다. 1) 공급자에 해당하는 기업들의 매출은 향후 가파른 성장이 예상된다. AI 에이전트의 제1 공급자는 당연히 글로벌 빅테크다. 알파벳, 메타, 마이크로소프트, 아마존 등은 이미 막대한 CapEx를 투입하여 클라우드부터 AI 모델까지 모든 밸류체인을 내재화했다. 최근 미국발 관세 이슈로 CapEx 투자 지연에 대한 이슈가 있으나, 이는 빅테크에 국한된 사항이 아닌 산업 전반의 비용 이슈에 가까우며 이미 대규모 인프라를 갖추고 있는 빅테크가 오히려 개발에서 앞서 나갈 수 있는 환경이 조성되고 있다.

멀티 에이전트 가능성 높음.
국내 삼성에스디에스, LG CNS
제공중

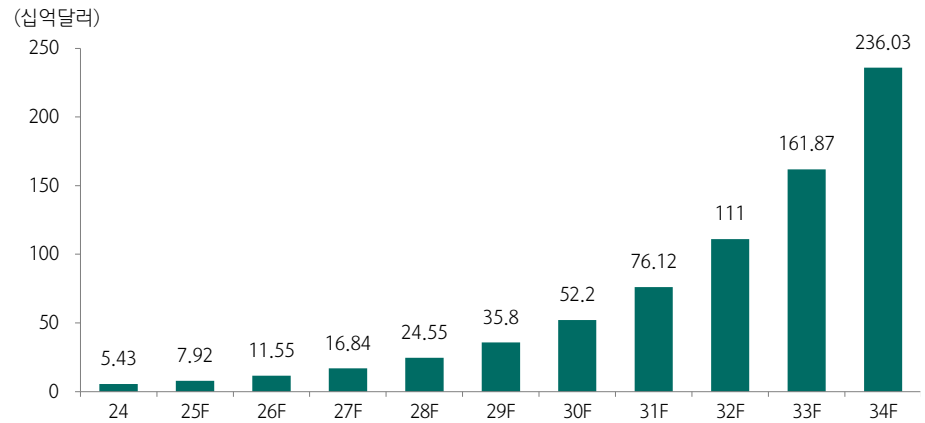
다만 AI 에이전트가 단일화되지는 않을 가능성이 높다. 국가별, 사용자 기업 규모별, 기능별로 다양한 에이전트가 공존할 가능성이 높다고 판단한다. 글로벌 빅테크뿐만 아니라 한국, 중국 등 로컬라이제이션이 중요한 국가에서 각자의 빅테크가 일정 부분의 점유율을 갖추게 될 것이다. 또한 국내에서는 삼성에스디에스, LG CNS와 같은 기업들이 자체 혹은 글로벌 빅테크의 AI 에이전트를 기업 맞춤형으로 튜닝하여 제공하는 역할을 하고 있다. 또한 CSP/MSP 역량 보유하고 있기에 AI 에이전트 시장 확장과 함께 실질적인 수혜 충분히 가능하다.

도표 16. AI 에이전트 밸류체인 주요 플레이어



자료: artificialAnalysis, 하나증권

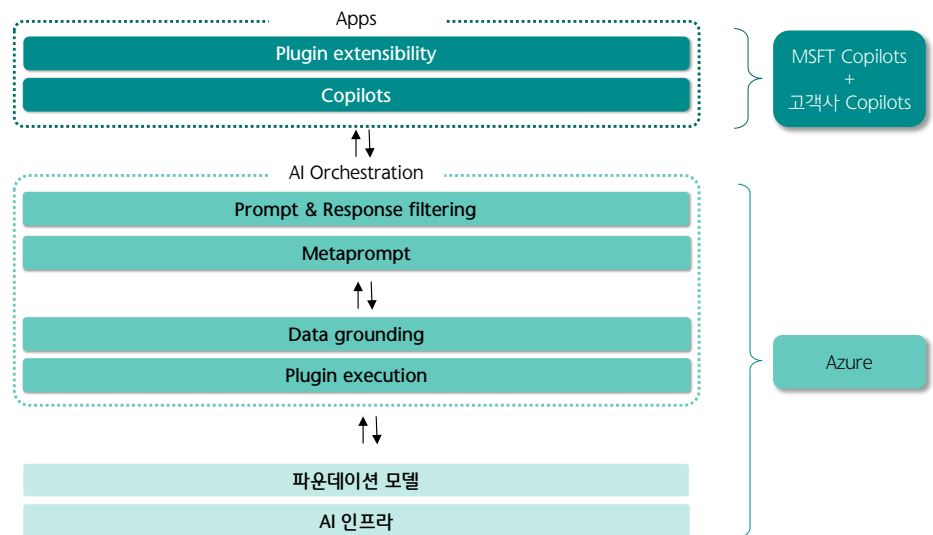
도표 17. AI 에이전트 시장 규모 예상



자료: precedenceresearch, 하나증권

도표 18. 마이크로소프트: Copilot stack

생성 AI 기술을 바탕으로
앱 개발에 필요한 수직적 stack
구축

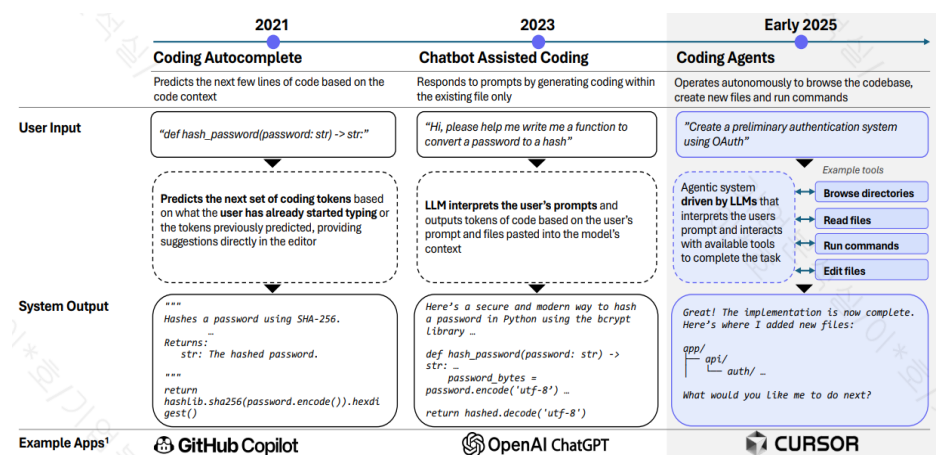


자료: 마이크로소프트, 하나증권

사용자는 소프트웨어/콘텐츠
기업에서 단기간 수혜 확인 가능

2) 사용자는 산업에 따라 시차를 두고 수혜가 예상된다. 우선 AI 활용도가 높은 개발자, 아트워크, CS 부문 노출이 높은 소프트웨어/콘텐츠 기업이 비교적 단기간에 영향이 나타날 가능성이 크다. 특히 사업 확장기에 있는 기업은, 현재 인력 수준을 유지하면서 최소한의 채용만으로도 높은 생산성을 확보할 수 있어 고정비를 최소화하면서도 큰 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 반대로, 업황이 좋지 않아 인력을 축소해 온 기업의 경우에도 AI 에이전트를 적극적으로 도입한다면 현재의 생산성을 일정 수준 유지할 수 있어 조기 턴어라운드를 실현할 가능성이 높아진다.

도표 19. 코딩 에이전트 발전



자료: artificialanalysis, 하나증권

도표 20. 부문별 생성형 AI 활용 툴 예시

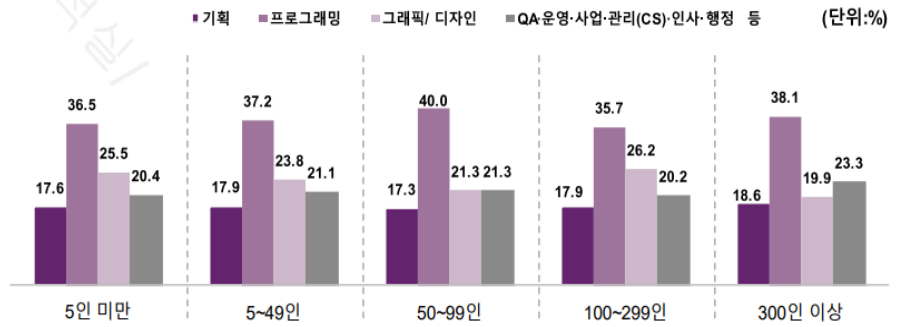
창작 부분 전반에 생성형 AI 툴
활성화되고 있음

CREATIVE APPLICATION	EXAMPLE USE CASES	EXAMPLE TOOLS
ART	Creating detailed digital sketches	Adobe Firefly, DALL-E 3
	Creating film posters or album cover artwork	Midjourney, Playground
AUDIO	Creating background music for a song	Google MusicLM, Soundful
	Voice cloning enabling digital voice generation	Murf.AI, Listnr
	Voices optimized to read different genres of audiobooks	LOVO, WellSaid
INSPIRATION	Generating an outline for online courses	Kajabi, Jasper
	Generating a list of ideas and prompts for content creation	ChatGPT, Bing Chat
	Generating images as a starting point for artistic creations	Make-A-Scene, Tome
VIDEO	Removing filler words	Descript, Filmora
	Generating visuals to complement audio files	Gen-2, Synthesia
	Dubbing a video in different languages	Wombo, Dubverse
	Clipping long-form videos into shorter videos	vidyo.ai, Opus

자료: WSJ Tech, Activate Consulting, 하나증권

도표 21. 게임 기업 종사자 별 직군 비중

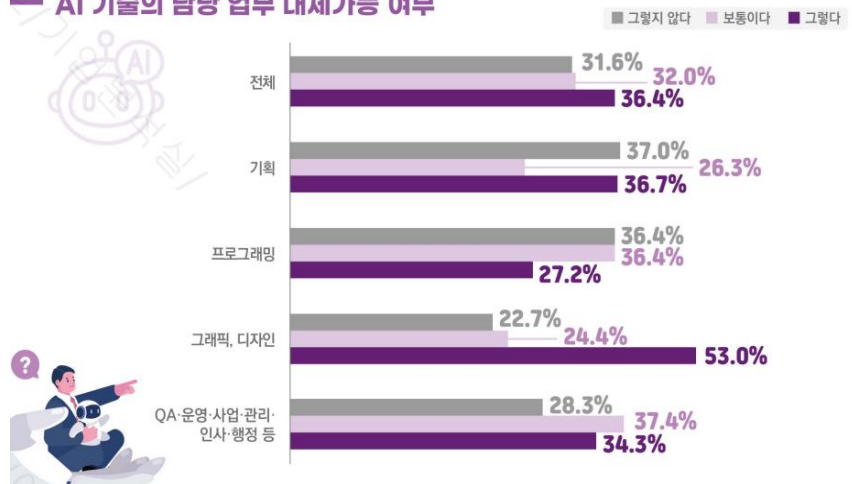
프로그래밍 인력 비중 높음



자료: 한국콘텐츠진흥원, 하나증권

도표 22. 게임 산업 AI 기술 업무 대체 가능 여부

— AI 기술의 담당 업무 대체가능 여부



자료: 한국콘텐츠진흥원, 하나증권

직원 50명 이하 기업 등장

AI를 내재화해 슬림한 조직 구조로 매출을 극대화하는 기업들이 등장하고 있다. 앞으로 이들은 지속적으로 높은 성과를 입증할 것이다. 결국 기존의 전통 기업들 또한 유사한 구조로 전환할 가능성이 높다.

도표 23. AI Company 리더보드

회사명	설명	위치	연매출	직원수	연매출/직원수	이익 여부	자금 조달액	Valuation	Valuation/Emp	설립연도
Telegram	Messaging	Dubai	\$1,000,000,000	30	\$33,333,333	Yes	\$3,200,000,000	\$30,000,000,000	\$1,000,000,000	2013
Midjourney	Image Generation	San Francisco	\$500,000,000	40	\$12,500,000	Yes	\$0	\$10,000,000,000	\$250,000,000	2021
Anysphere (Cursor)	AI Code Editor	San Francisco	\$100,000,000	20	\$5,000,000	Yes	\$173,400,000	\$2,600,000,000	\$130,000,000	2022
Cal.ai	AI Calorie Tracker	New York	\$10,000,000	4	\$2,500,000	No	\$0	\$0	\$0	2022
Mercor	Talent Marketplace + Data	San Francisco	\$75,000,000	30	\$2,500,000	Yes	\$135,600,000	\$2,000,000,000	\$66,666,667	2022
Chai Research	Social AI Platform	Palo Alto	\$30,000,000	12	\$2,500,000	Yes	\$10,000,000	\$450,000,000	\$37,500,000	2021
Eleven Labs	AI Voice, Text-to-Speech	New York	\$100,000,000	50	\$2,000,000	Yes	\$208,000,000	\$3,300,000,000	\$66,000,000	2022
Stackblitz (Bolt.new)	AI Code Editor	San Francisco	\$70,000,000	20	\$3,500,000	Yes	\$87,900,000	\$700,000,000	\$35,000,000	2017
Lalal.ai	Generative media platform	San Francisco	\$4,000,000	2	\$2,000,000	Yes	\$7,200,000	\$0	\$0	2020
Lovable	AI Code Editor	Stockholm	\$30,000,000	18	\$1,666,667	No	\$0	\$0	\$0	2023
Markable AI	AI Creator Marketing	Seattle	\$30,000,000	20	\$1,500,000	Yes	\$17,000,000	\$0	\$0	2017
OpenArt	AI for Image and Video	San Francisco	\$12,000,000	8	\$1,500,000	No	\$5,000,000	\$0	\$0	2022
Socradidy AI	AI for Homework	-	\$10,000,000	4	\$2,500,000	Yes	\$1,700,000	\$10,000,000	\$2,500,000	2023
Oliveya	AI Consumer Portfolio	New York	\$4,000,000	4	\$1,000,000	Yes	\$600,000	\$10,000,000	\$2,500,000	2023
Develop Health	AI for Prescribers	San Francisco	\$6,000,000	5	\$1,200,000	Yes	\$3,200,000	\$0	\$0	2021
Aragon AI	AI Avatar Generation	San Francisco	\$10,000,000	9	\$1,111,111	Yes	\$2,000,000	\$100,000,000	\$11,111,111	2022
BoldVoice	AI Communication Feedback	New York	\$8,500,000	8	\$1,062,500	Yes	\$600,000	\$0	\$0	2020
Relē AI	AI Voice	San Francisco	\$7,200,000	7	\$1,028,571	Yes	\$4,275,000	\$0	\$0	2023
Photoroom	Image Editing	Paris	\$50,000,000	50	\$1,000,000	Yes	\$2,600,000	\$5,000,000,000	\$100,000,000	2019
AKOOL	AI Video Generation	Santa Clara	\$5,000,000	6	\$833,333	Yes	\$6,000,000	\$60,000,000	\$10,000,000	2022
Gamma	AI for Presentations	San Francisco	\$20,000,000	28	\$714,286	Yes	\$19,000,000	\$0	\$0	2021
Praktika.ai	AI Avatars for Learning	Remote	\$20,000,000	30	\$666,667	Yes	\$36,600,000	\$0	\$0	2021

주: 직원 50명 이하, 매출 500만달러 이상 AI 스타트업

자료: leanalleaderboard, 하나증권

3) 클라우드 산업 성장 촉진

클라우드 동반 성장 기대

기업들의 AI 에이전트 채택이 증가함에 따라 클라우드 산업 역시 동반 성장할 것으로 예상된다. 글로벌 클라우드 AI 시장은 2024년 803억달러에서 2029년 3,271억달러로 연평균 +32.4% 성장이 전망된다. AI 에이전트는 대규모 데이터 처리와 복잡한 연산을 수행하며, 향후에는 다수의 에이전트가 협업하는 멀티 에이전트 시스템이 보편화 될 것이기에 클라우드 인프라의 중요성은 더욱 부각될 것으로 전망한다.

빅테크, 클라우드 성장에 AI 기여 이미 확인중

1) AI 에이전트의 공급자인 빅테크들은 클라우드 AI 인프라를 갖추기 위해 막대한 CapEx를 지출하는 중이다. 작년부터 AI에 기인한 클라우드 매출 성장을 설명하고 있다. 대표적으로 마이크로소프트는 매분기 실적발표에서 Azure 성장 내 AI 기여도를 발표하고 있다. 4월 3분기 실적발표에서는 Azure의 성장 중 +16%p가 기여했다. 매 분기 확대되는 모습을 보이고 있음(최근 4개 분기 +11%p/+12%p/+13%p/+16%p)에도 공급이 수요를 따라가지 못하고 있다고 설명하고 있기에 AI로 인한 클라우드 서비스 수요가 점점 더 빠르게 성장하고 있음을 알 수 있다. 이는 알파벳의 실적발표에서도 확인된다. 현재 AI 수요가 강하게 성장하고 있어 공급이 부족한 상황이며 분기별 매출 변동이 있을 수 있으나 하반기부터 많은 서버가 할당될 것이라고 밝혔다.

중국 알리바바도 투자 집중

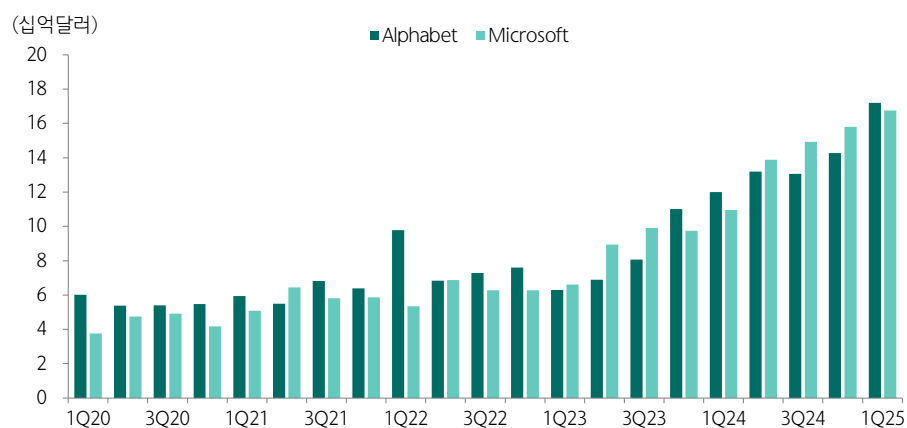
중국의 알리바바 역시 마찬가지다. 알리바바는 AI 관련 매출이 7개 분기 연속 세자릿수 성장하고 있으며 AI 인프라에 적극적으로 투자할 계획이다. 이미 지난 2월 실적발표에서 향후 3년간 클라우드와 AI 인프라에 대한 CapEx가 지난 10년 치를 상회할 것임을 예고한 상황으로 클라우드 AI 시장의 성장에 대한 자신감을 확인할 수 있다.

도표 24. 글로벌 클라우드 AI 시장 생태계



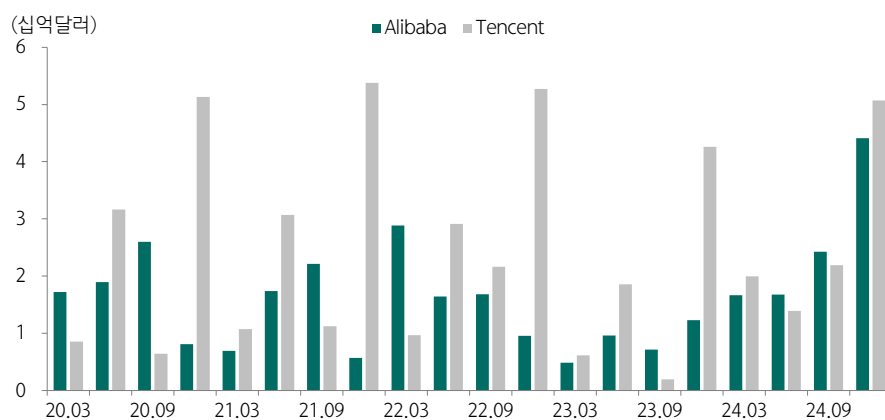
자료: marketsandmarkets, 하나증권

도표 25. 마이크로소프트, 알파벳 CapEx 추이



자료: 각 사, 하나증권

도표 26. 알리바바, 텐센트 CapEx 추이



자료: 각 사, 하나증권

4) 국내 B2B 시장 전망

국내,
B2B AI 에이전트 당위성 충분

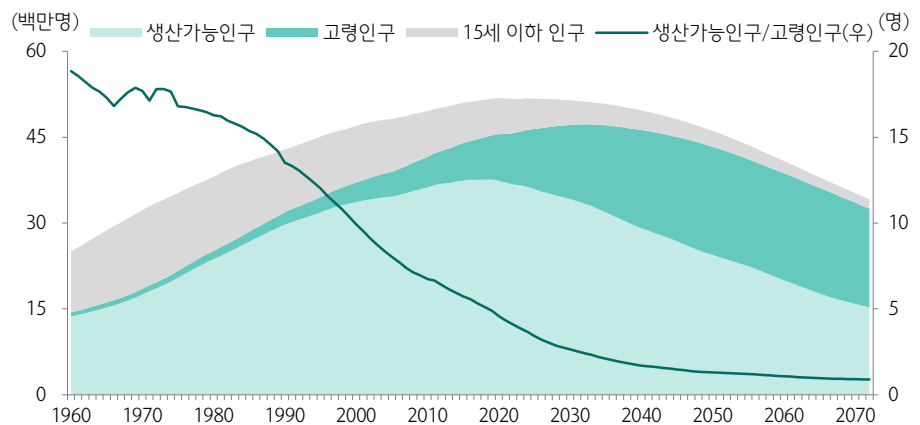
한국은 기업뿐 아니라 국가 차원에서도 AI 에이전트를 적극적으로 도입할 당위성이 충분하다. 그 이유는 단순히 기술 트렌드 때문이 아니라, 저출산과 생산가능인구 감소라는 구조적 위기에 직면해 있기 때문이다. 한국은 생산가능인구의 감소가 확정된 상황이며 AI 에이전트는 생산성 공백을 메울 수 있는 현실적인 대안이 될 수 있다. 물론 AI 에이전트가 결국 인력을 대체할 것임은 불편한 진실이나, 절대적인 생산가능인구가 부족한 현실에서 이를 적극적으로 개발하고 채택하는 것이 경제 규모를 유지/성장 시킬 수 있는 방법이다. 대부분의 인구 추계 시나리오는 OECD 수준으로 출산율(1.5) 반등을 가정하고 있지만 한국은 최근 0.7 수준을 유지하고 있다. 이미 저출산 국면으로 들어선 지 20년이 지났기에, 출산을 단기 반등이 온다고 해도 인구 감소와 그에 따른 구조 변화는 피할 수 없다.

생산가능인구 감소는 정해진 미래

현재 출산율 유지 가정 시 2062년 한국의 인구는 3,000만명대로 떨어지게 된다. 1984년 4,000만명 이상을 달성한 지 약 80년만에 다시 돌아가는 것이다. 이러한 인구의 감소 자체가 사회적, 문화적, 경제적 변화를 야기하겠으나 더욱 치명적인 것은 바로 생산가능인구/고령인구의 감소다. 생산가능인구/고령인구는 1960년 19명이었으나 2024년 4명으로 감소했다. 2063년에는 1명 이하로 줄어든 전망이다. 사회 전반의 생산성을 담당하는 인구가 은퇴를 앞두고 있는, 혹은 이미 은퇴하여 복지를 누리는 고령 인구보다 적어진다

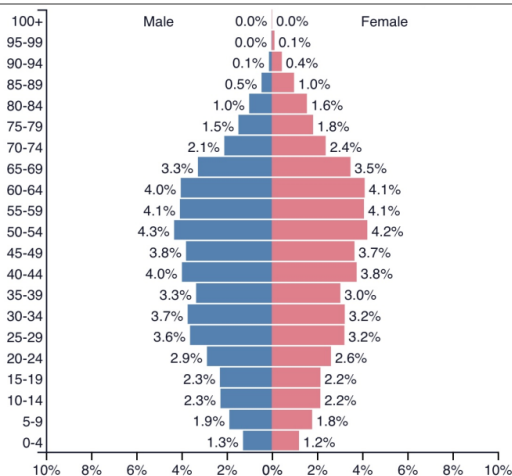
도표 27. 대한민국 인구 구조 변화(2022년 출산율 유지 가정)

2063년 고령인구>생산가능인구



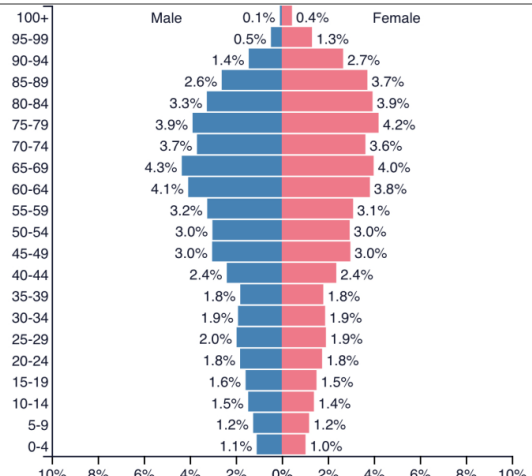
자료: 통계청, 하나증권

도표 28. 2024년 한국 인구 분포



자료: Statista, 하나증권

도표 29. 2060년 한국 인구 분포



자료: Statista, 하나증권

국내 AI B2B 기업

국내 기업 중에는 삼성에스디에스, LG CNS, 엠로 등이 생성형 AI를 활용한 B2B 서비스를 적극적으로 전개하고 있다. 특히 국내 AI 에이전트 사용 수요 증가에 동반해 삼성에스디에스, LG CNS의 클라우드 사업은 탄력적인 성장 가능할 것으로 전망한다. 현재는 두 기업 모드 캡티브에서 대부분의 매출이 발생하고 있으나, 향후 대외 사업자의 수요가 점차 증가할 것으로 예상된다. 또한 정부, 공공기관 AI 전환 과정에서도 이들의 역할이 필수적이기에 유의미한 매출 기여 가능하다.

삼성에스디에스

삼성에스디에스는 2024년 브리티 코파일럿, 패브릭스를 출시하여 기업용 생성형 AI 서비스를 보급하고 있다. 브리티 코파일럿은 협업 솔루션 브리티웍스에 생성형 AI 기술을 적용한 서비스다. 회의 중 다중음성 통역, 자막 스크립트, 회의록 작성 등이 가능하여 효율성을 높인다. 패브릭스는 기업에 맞춤형으로 생성형 AI 모델을 제공하는 서비스다. 패브릭스를 통해 원하는 에이전트를 연결하여 업무 환경에 적용할 수 있다.

LG CNS

LG CNS는 지난 3월 코히어와 파트너십을 체결, 국내 기업 맞춤형 AI 에이전트 개발을 시작했다. 코히어는 자체 LLM과 AI 에이전트 솔루션을 기반으로 다양한 산업 영역에서 AX 사업을 진행하고 있다. LG CNS와의 파트너십에 앞서 캐나다 RBC, 일본 후지프, 사우디아라비아 STC 그룹과도 파트너십을 체결했다. LG CNS가 강점이 있는 금융 기업을 중심으로 시작하여 점차 영역을 확대해갈 계획이다

엠로

엠로는 구매 공급망관리 SaaS에 AI 에이전트를 입히기 위한 개발을 진행하고 있다. 현재 케이던시아를 북미 3개사와 공급 계약을 체결했으며 연내 5~6개사를 추가 확보를 목표로 한다. AI 에이전트 도입으로 케이던시아가 고객사에 제공하는 효율성이 더욱 높아진다면 추가 모듈 계약, 고객사 확보가 용이해져 탄력적인 수주 증가가 예상된다.

도표 30. 삼성에스디에스 패브릭스



자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 31. LG CNS - 코히어 파트너십



자료: LGCNS, 하나증권

국내 인터넷/게임 기업 수익성
개선 효과 가시화 전망

국내 인터넷/게임 기업들의 경우, AI 에이전트 도입을 통한 수익성 개선 효과도 점차 가시화될 전망이다. B2B AI 에이전트를 적극 도입했을 때의 영업이익률 개선폭을 추정해보았다. 커버리지 내 대상 기업으로는 네이버, 카카오, 삼성에스디에스, SOOP, 크래프톤을 선정했다. 타 게임사들의 경우 2027년 실적 가시성이 높지 않아 제외했다. 비용 가정은 1) 비용 항목 중 인건비만 2025년 예상치를 적용했고 2) 이외에 모든 비용(마케팅비, 외주용역비, 매출원가 등은 기존 2026년, 2027년 예상치로 적용했다. 그 결과 5개사 평균 영업이익 증감률은 2026년 +7.6%, 2027년 +10.7% 증가한다. 이는 인위적인 구조조정 없이도 AI 에이전트 도입만으로 수익성이 개선될 수 있음을 보여주는 수치다.

해당 가정치는 비용 내에서 마케팅비, 외주용역비, 매출원가 등으로 분류되어 있는 인건비의 효율화는 반영되지 않은 수치다. 그렇기에 실제 수익성 개선 폭은 이보다 클 것으로 예상한다. 물론 B2B AI 에이전트의 도입으로 당장 2026년부터 2025년과 같은 인건비가 유지된다는 가정은 공격적이다. 그러나 이미 글로벌 소프트웨어 기업들이 AI 도입을 인정하고 채용 축소 및 조직 슬림화를 실현 중이라는 점을 고려하면, 그리 먼 미래로 보기는 어렵다.

한 가지는 분명하다. AI 에이전트로 인한 생산성 향상과 비용 구조의 효율화는 글로벌과 국내 모두에서 가시화될 것이며, 그 시작점은 소프트웨어 업종이 될 것이다.

도표 32. 국내 인터넷/게임 기업 수익성 개선 예시

(단위: 십억원, %)

		NAVER	카카오	삼성에스디에스	SOOP	크래프톤
영업수익	2026F	12,818.2	8,401.1	14,598.8	521.8	3,610.8
	2027F	13,751.9	8,869.0	15,278.5	567.0	4,046.0
기존 영업비용	2026F	10,099.9	7,720.4	13,557.1	385.9	2,061.1
	2027F	10,776.5	8,058.3	14,112.9	421.0	2,375.4
인건비 고정 영업비용	2026F	9,960.7	7,683.9	13,409.8	378.8	1,934.9
	2027F	10,489.9	7,978.1	14,017.0	407.4	2,097.6
기존 영업이익	2026F	2,718.3	680.7	1,041.7	135.9	1,549.8
	2027F	2,975.4	810.7	1,165.6	146.0	1,670.6
인건비 고정 영업이익	2026F	2,857.5	717.2	1,189.0	143.0	1,676.0
	2027F	3,262.0	890.9	1,261.6	159.6	1,948.3
영업이익 증감	2026F	5.1%	5.4%	14.1%	5.2%	8.1%
	2027F	9.6%	9.9%	8.2%	9.3%	16.6%
영업이익률	2026F	21.2%	8.1%	7.1%	26.0%	42.9%
	2027F	21.6%	9.1%	7.6%	25.8%	41.3%
인건 고정 영업이익률	2026F	22.3%	8.5%	8.1%	27.4%	46.4%
	2027F	23.7%	10.0%	8.3%	28.2%	48.2%
영업이익률 증감	2026F	1.1%	0.4%	1.0%	1.4%	3.5%
	2027F	2.1%	0.9%	0.6%	2.4%	6.9%

주: 비용 중 인건비 항목만 2025년 예상치로 고정
자료: 하나증권

3. B2C: 플랫폼 위의 플랫폼

1) 플랫폼 구조 파괴

플랫폼 생태계 위기로 부각

2025년 1월 오픈AI의 오퍼레이터 출시로 플랫폼 생태계에 대한 위기가 급부상했다. AI 서비스의 선두 주자인 ChatGPT는 최고 WAU 8억명을 돌파하며 사용자와의 접점을 늘리고 있다. 현재 PC/모바일에서 별도 서비스로 구동되는 모든 기능들은 AI 에이전트라는 새로운 UI/UX 체계에서 재편될 가능성이 높다. 물론 전술한 내용처럼 모바일 전환과 같은 혁명을 일으키기까지는 다소 시간이 필요할 것이며 침투 시기 동안 현 모바일 UI/UX와 공존하는 시기가 지속될 것으로 보인다. 그럼에도 새로운 구조로의 변화는 점차 눈으로 확인될 것이다. 이번 장에서는 기존의 서비스 구조가 아닌 AI 에이전트 시대에서 플랫폼의 구조 변화를 전망하고자 한다.

AI 에이전트, 플랫폼 위의 플랫폼

AI 에이전트는 플랫폼 위의 플랫폼으로 자리 잡고 질서를 재정의할 가능성이 높다고 판단한다. 기존 앱/서비스가 트래픽을 확보하는 과정은 사용자의 검색→탐색→클릭이다. 에이전트는 직접 사용자의 요청을 이해하고 결정짓기 때문에 해당 과정 자체 생략되며 앱/서비스의 주도권은 사라질 수 있다. 이렇게 된다면 기존의 플랫폼들은 2가지 선택권을 갖게 된다. 1) AI 에이전트를 기존 플랫폼에 내재화(AI 에이전트 플랫폼), 하거나 2) 에이전트에 API를 제공(API 제공 사업자)하거나 둘 중 하나다.

AI 에이전트 플랫폼화

선택지 1번인 AI 에이전트 플랫폼은 새로운 헤게모니에서도 기존 메인 플랫폼 지위를 유지하고자 하는, 충분한 기술력과 자본력 그리고 사용자를 확보하고 있는 기업이 택할 수 있다. 구글, 메타, 아마존 등 글로벌 빅테크가 대표적이다. 국내에서 네이버, 카카오가 연내 AI 에이전트 서비스 출시를 목표하는 이유기도 하다. 이는 단지 새로운 서비스를 내놓기 위한 움직임이 아니라 현재의 기업 가치를 지키고, 향후 AI 에이전트 생태계에서 온전한 수혜를 확보하기 위한 필수 조건이다.

API 제공 사업자

선택지 2번인 API 제공 사업자는 특정 서비스에 특화된 대부분의 앱과 플랫폼이 선택하게 될 방향이다. AI 에이전트 중심의 생태계로 이동함에 따라 이들은 자체적인 사용자 확보가 아닌, 에이전트의 추천을 통해 유입되는 트래픽에 의존하는 구조로 바뀌게 된다. 특히 시장 점유율이 낮은 사업자일수록 빠르게 API를 개방하고 에이전트 기반 추천 트래픽의 수혜를 선점하려는 전략이 유효할 수 있다. 이는 새로운 AI 트래픽 생태계 내에서 후발주자가 성장할 수 있는 기회의 창이 열리고 있음을 의미함과 동시에 에이전트를 내재화할 역량이 부족한 플랫폼에겐 구조적 위기가 도래하고 있음을 의미한다.

이 구조 변화는 단기적 혼란을 동반하겠지만, AI 에이전트를 내재화할 수 있는가 여부가 플랫폼 기업의 장기 경쟁력을 좌우할 핵심 기준이 될 것이다.

도표 33. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에서 자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

아직 개화되지 않은 시장

물론 아직까지 AI 에이전트에 API를 전적으로 제공하는 플랫폼들은 나타나지 않고 있다. 오픈시가 1월 오퍼레이터를 출시하며 국내에서 야놀자, 카카오 선물하기가 연동되었으나 API를 연결한 형태는 아니다. 이들은 오퍼레이터가 웹에 접근할 수 있도록 허용해줬을 뿐이다. 이유는 1) 아직까지 에이전트 서비스가 개발 초기기에 사용성이 떨어지고 2) 월 200달러인 pro 사용자만 접근할 수 있기에 트래픽이 적기 때문이라고 해석한다. 에이전트 서비스가 고도화되고 가격 접근성이 높아져 대다수의 사용자들이 활용하게 된다면 자연스럽게 API를 제공하는 기업들이 나타날 수밖에 없다. 먼저 에이전트의 추천을 받게 된다면 AI 에이전트의 트래픽 증가에 따른 수혜를 온전히 받을 수 있기 때문이다.

MCP 표준화로 가까워질 미래

MCP의 표준화는 이러한 시대를 앞당길 전망이다. 아직까지 커머스 기업들의 연동은 가시화되지 않고 있으나 결제 업체들의 연동은 이미 시작되었다. 퍼플렉시티는 5월 14일페이팔과 파트너십을 발표했다. 퍼플렉시티 프로 전반에 에이전트 커머스를 지원, 올 여름부터 소비자들이 상품 검색, 여행 예약, 티켓 구매를 요청할 때 페이팔과 벤모로 즉시 결제를 할 수 있도록 할 예정이다. 커머스 기업들의 API까지 연결된다면 에이전트 내에서 쇼핑과 결제가 모두 이뤄지는 모습을 올해 확인할 수 있게 된다.

자체 에이전트 출시 기업 증가.
에이전트 플랫폼은
내재화 시도할 것

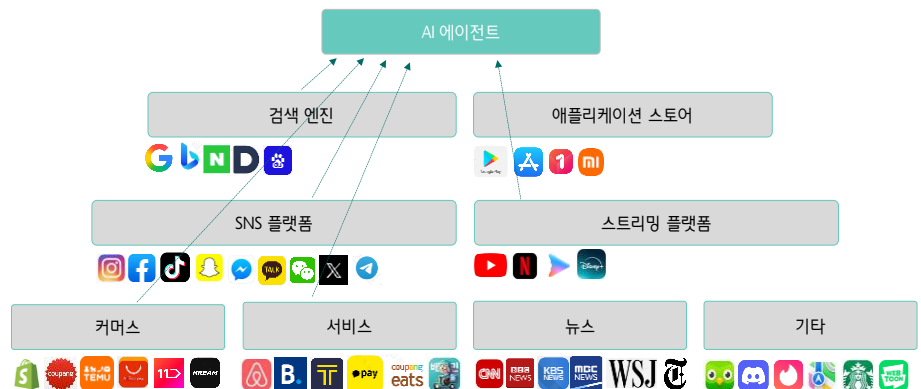
물론 커머스를 비롯한 플랫폼들이 API 제공에 부정적으로 반응할 가능성도 존재한다. 쇼피파이, 아마존, 부킹닷컴은 자체적으로 에이전트를 출시하여 선택지 1번을 택했다. 국내에서는 쿠팡이 이를 택할 것으로 예상된다. 이런 상황이 지속될 경우 에이전트를 보유한 플랫폼들은 하위 플랫폼들을 직접 M&A하여 내재화할 가능성이 높다.

도표 34. Operator x 카카오톡 선물하기. 선크림 구매 요청



자료: Operator, 하나증권

도표 35. AI 에이전트 내재화 시도



자료: Operator, 하나증권

2) 에이전트 플랫폼 시대 BM 점검

새로운 시대, 새로운 BM

에이전트 플랫폼 시대에서는 기존 플랫폼의 BM 체계 역시 재정의된다. 구조가 바뀌는 만큼 BM의 종류에 따라 크고 작은 변화가 불가피하다. 플랫폼의 BM은 크게 2가지다. 첫 번째는 플랫폼에 광고를 넣어 광고주로부터 얻는 광고 수익이다. 광고 수익은 사용자 수 * 체류 시간으로부터 발생하는 트래픽에 비례한다. 두 번째는 제공하는 서비스에 대한 대가로 사용자에게 수취하는 서비스 수익이다. 서비스 수익의 예로는 네이버스토어에서 물건을 판매할 때 발생하는 수수료, 넷플릭스와 같은 OTT 시청을 하기 위한 구독료, 카카오택시를 부르는 이 용료가 있다.

(1) 광고, 메인 에이전트에 집중 전망

광고 시장 매년 성장

글로벌 광고 시장은 매년 성장 중이며, 그중 온라인 채널이 가장 빠르게 시장을 확장하고 있다. 특히 검색 엔진(구글, 네이버)과 SNS(인스타그램, 카카오 등)처럼 서비스의 첫 입구 역할을 하는 플랫폼이 중심이 되어 광고 매출을 늘려왔다. 이외에도 커머스, 예약 플랫폼 등 하위 서비스들도 자체 트래픽을 기반으로 광고 매출을 창출해 왔다.

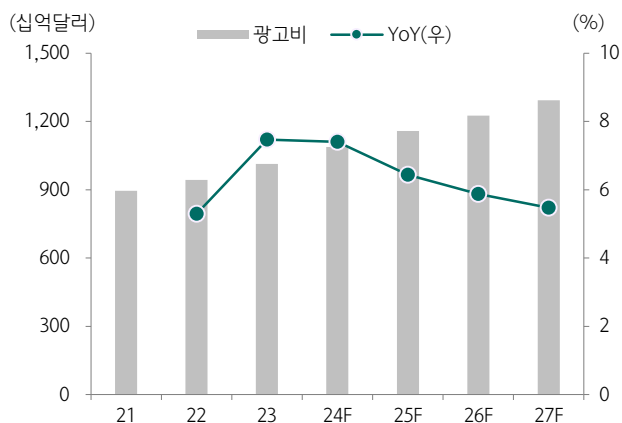
맨 위의 플랫폼이 광고 독식

앞서 말했듯 에이전트 플랫폼은 기존 플랫폼위의 플랫폼이다. 당연히 광고비는 가장 전방에 있는 플랫폼에게 쏠린다. 어떻게 광고를 집행할 지, 어디에 광고를 넣을 지는 사실 중요하지 않다. 트래픽이 곧 광고 채널로써의 가치다. 심지어 에이전트는 기존 플랫폼, 검색 엔진의 탐색 경험을 최소화하고 직접 추천과 결정을 진행하기 위해 하위 플랫폼들이 보유한 트래픽을 모두 흡수해버리는 구조다. 이번 재편은 최상위의 에이전트 플랫폼이 하위 서비스들에게도 분포되어 있는 광고비 예산까지 모두 손 안에 넣는 결과로 이어질 가능성이 높다.

오픈AI 2029년 전망. 광고 포함

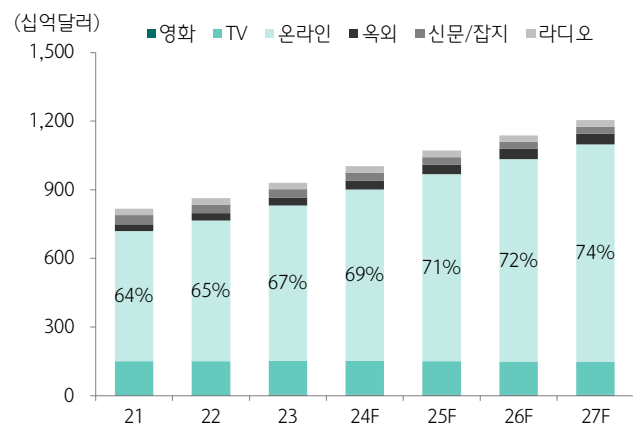
오픈AI는 2029년 매출액 1,250억달러(약 175조원)를 목표하고 있는 것으로 알려졌다. 그 중에서 무료 사용자, 기타 서비스 매출을 1/5 수준인 250억달러(약 35조원)이며 대부분 광고 수익일 것으로 예상한다. 2024년 구글의 유튜브 광고 매출이 362억달러였음을 감안하면 광고 시장 내 존재감 확대를 가정한 전망치라 해석되며 실제 AI 에이전트의 상용화 속도, 그리고 오픈AI의 점유율에 따라 이를 상회할 가능성도 있다고 판단한다.

도표 36. 글로벌 광고비 추이



자료: Statista, Kobaco, 하나증권

도표 37. 글로벌 채널별 광고비 추이



자료: Statista, Kobaco, 하나증권

(2) 광고 BM 변화 예상

광고 BM 변화 예상

AI 에이전트 내에서 기존의 광고 BM 역시 변화가 예상된다. 전통적인 온라인 광고 BM은 검색 광고와 디스플레이 광고로 나뉜다. 검색 광고는 CPC(Cost Per Click) 방식으로 클릭 당 비용을 부과하는 방식(네이버 파워링크)이다. 디스플레이 광고는 플랫폼 메인에 광고하여 정가를 수취하는 CPT(Cost Per Time), 노출 성과에 따라 부과하는 CPM(Cost Per Mile)로 나뉜다.

디스플레이 광고 유지 가능.
검색 광고 개인화, 세분화 전망

디스플레이 광고는 일부 유지될 가능성이 있다. AI 에이전트 UI/UX 메인, 혹은 검색 결과 과정에 디스플레이 광고는 의지에 따라 충분히 넣을 수 있다. 물론 AI 에이전트가 음성 기반으로 이전될 경우 현재와 같은 지위는 유지하기 어려울 가능성도 존재한다

검색 광고는 현재보다 개인화되고 세분화될 것으로 전망한다. AI 에이전트 사용 과정에서 모든 결정을 위탁하지 않고 ChatGPT 수준의 검색이 발생할 경우 파워링크와 유사하게 광고 결과를 우선 노출할 수 있다. 구글은 AI Overview에 이와 같은 방식의 광고를 작년 10월부터 도입했다. 또한 대화 과정 혹은 일정을 수행하고 있을 때 자연스럽게 광고를 추천해 줄 수 있다.

AI 에이전트 광고 예시

예를 들어 아래와 같은 형태다.

사용자: "오후 1시 일정이 끝나고 3시까지 신논현에 있어야 하는데 머무를 곳이 있을까?"

에이전트: "도보로 5분 거리에 있는 AAA로 안내하겠습니다. 공간이 넓고 현재 시간엔 붐비지 않아 오래 머무를 수 있어요. 메뉴는 시그니처 라떼가 유명한데, 괜찮으시면 미리 주문해 놓을게요"(광고)

보다 능동적인 설정이라면 아래와 같은 예도 가능하다

에이전트: "오후 1시부터 다음 일정한 3시까지 일정이 없으시네요. 평소처럼 잠시 머무를 곳을 안내할까요?"

사용자: "좋아. 저번에 갔던 가게와 비슷한 곳으로 안내해줘."

에이전트: "AAA는 현재 위치에서 너무 멀어서 도보 5분 거리인 BBB로 안내하겠습니다. 시그니처로 주문했습니다."(광고)

이처럼 AI 에이전트는 사용자와 밀접하게 연결되어 초개인화된 정보를 다루고 예약, 배달, 모빌리티 등 모든 서비스를 제공할 수 있기에 광고를 넣을 수 있는 방식은 무궁무진하다.

도표 38. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

(3) 서비스 수익 BM 변화 예상

서비스 BM 예상

서비스 수익 BM은 크게 두 가지다. 1) 판매 수수료, 2) 구독료다. 광고는 최상위 AI 에이전트에 집중되었으나 서비스 수익은 API 제공 사업자도 누릴 수 있다. 따라서 두 사업자의 케이스를 나눠서 파악해보고자 한다.

AI 에이전트 사업자

AI 에이전트 사업자는 기존의 플랫폼들의 BM과 크게 다르지 않다. 1) 판매 수수료 BM은 AI 에이전트 내에서 이뤄진 쇼핑, 예약, 서비스에 대해 일정 수수료를 수취하는 방식 예상한다. 2) 구독료 BM은 이미 시행되고 있다. AI 에이전트가 쇼핑, 예약 등을 총괄하는 허브가 되어 주체적으로 개인화된 서비스를 제공화될 것이기에 이전 플랫폼보다 훨씬 높은 락인 효과를 지닐 것으로 예상한다. 오픈AI는 GPT PLUS/PRO를 월 20달러/200달러에 제공하고 있다. 이는 기존에 구독료 BM의 대표 주자인 넷플릭스, 유튜브 프리미엄보다 높은 가격이다. 향후 AI 모델의 가격 하락이 예상되지만 이미 소비자들이 해당 가격에 동의하고 있는 만큼 지금과 같은 수준 유지, 혹은 물가에 따라 인상될 가능성 높다고 판단한다

API 제공 사업자

API 제공 사업자의 경우 상위에 기존 플랫폼보다 높은 지배력이 들어섬에 따라 수익 구조 변경이 불가피하다. 1) 판매 수수료 BM의 경우 거래액에 비례하여 수익을 얻는 것은 똑같으나 상위에 있는 AI 에이전트 사업자에게 일정 부분 수수료를 지급해야한다. 2) 구독료 BM은 연동된 API를 바탕으로 사용자에게 따라 차별화된 서비스를 제공할 수 있기에 유지될 가능성이 크다.

다만 결국 대부분의 트래픽이 AI 에이전트 사업자로 이전되고, 행동의 결정권도 사용자가 아닌 에이전트가 대행하는 비중이 증가함에 따라 API 제공 사업자는 락인 효과를 점차 누릴 수 없게 되어 AI 에이전트 사업자에게 높은 수수료를 지급해야하고 구독료 수익도 감소할 가능성이 있다.

도표 39. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 40. 글로벌 구독 요금제 현황

서비스	제공 기업	월 요금 (USD)
ChatGPT Plus	OpenAI	20
ChatGPT Pro	OpenAI	200
Claude Pro	Anthropic	20
Perplexity Pro	Perplexity	20
Google AI pro	Google	19.99
Google AI Ultra	Google	250
YouTube Premium	Google	13.99
Netflix Standard	Netflix	17.99

자료: 하나증권

3) 콘텐츠 플랫폼에 쏠리는 눈

콘텐츠 플랫폼 가치 부각

AI 에이전트 플랫폼으로 구조가 재편되는 과정에서 콘텐츠 플랫폼의 가치가 높아질 것으로 전망한다. AI 에이전트가 초개인화, 맞춤형 정보를 제공하기 위해서는 사용자의 취향을 반영하는 밀접한 데이터가 필요하다. 콘텐츠 플랫폼이 보유하고 있는 독점적 데이터는 우회 혹은 복제하기 어렵다. 현재 AI 에이전트의 개념에는 네트워크 효과를 낼 수 있는 요소가 제한적이다. 기존 검색 시간이 단축됨에 따라 사용자들이 콘텐츠에 할애할 시간이 증가하며 이들이 보유한 데이터의 가치가 부각될 수 있다.

콘텐츠 플랫폼, AI 에이전트 구축

글로벌의 메인 콘텐츠 플랫폼인 유튜브, 인스타그램/페이스북/왓츠앱, X는 자체적으로 AI 에이전트를 구축하여 미래를 대비하고 있다. 알파벳은 유튜브에 Gemini를 메타 역시 인스타그램/페이스북/왓츠앱에 Meta AI를 적용했으며 X는 Grok을 탑재했다. 향후 이들의 AI 에이전트가 차별화된 사용자 경험을 제공할 가능성이 높다. 넷플릭스, 틱톡은 에이전트는 아직 아니지만 생성형 AI를 활용하여 알고리즘을 개선하고 맞춤형 콘텐츠를 제공 중이며 유튜브, 인스타그램 등과 마찬가지로 독점적 콘텐츠 데이터를 에이전트에 공급하지 않고 대등한 관계를 유지할 가능성이 높다.

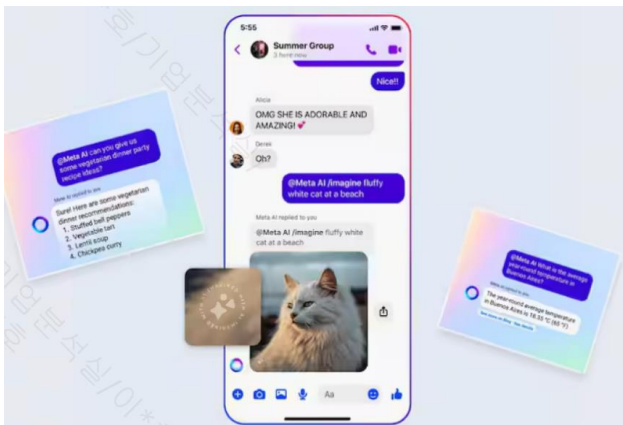
오픈AI, SNS 서비스 개발

이에 대응하기 위해 오픈AI도 'yeet'이라는 내부 프로젝트로 SNS 서비스를 개발하고 있는 것으로 파악된다. AI 에이전트의 기술력이 충분히 고도화되는 시점에서는 독자적으로 사용자의 개인화 데이터를 확보할 수 있는 콘텐츠 플랫폼의 유무가 서비스 품질을 좌우할 것이기 때문이다.

피드형 광고를 위해서라도 필요

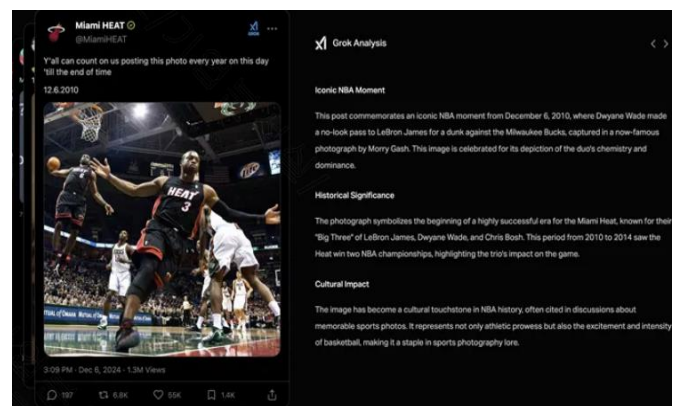
상기한 사유 이외에 피드형 광고 지면 확보를 위해서라도 필요하다. 광고 BM의 주요 상품인 피드형 광고는 체류 시간과 비례하는데, 숏폼 위주의 콘텐츠 시장에서 리타겟팅 역량만큼 중요한 것이 콘텐츠의 절대적인 양이다. 생성형 AI 제작 콘텐츠가 증가하고 사용자들이 많이 소비할수록 체류 시간은 함께 늘어난다. 광고 수익은 당연히 따라서 성장한다. 결국 오픈AI뿐만 아니라 클로드, 퍼플렉시티 등을 포함한 에이전트 사업자들은 콘텐츠 플랫폼 시장에 진출할 가능성이 높다.

도표 41. 인스타그램-MetaAI 예시



자료: Meta, 하나증권

도표 42. X-Grok 예시



자료: X, Grok, 하나증권

4) 국내 플랫폼 시장 전망

(1) AI 에이전트 개발, 콘텐츠 플랫폼으로 진화를 통해 디레이팅 해소

네이버, 카카오 AI 에이전트
출시 예정

글로벌 AI 에이전트의 침투가 국내 플랫폼 사업자의 지위를 약화시킬 것이라는 우려가 주가의 디레이팅 요인으로 작용하고 있다. 이는 근본적으로 국내의 AI 에이전트가 경쟁력을 갖추지 못할 것이라는 비관론에 기초한다. 국내 대표 플랫폼인 네이버, 카카오 모두 연내 AI 에이전트 출시를 공식화했다. 두 기업은 검색 엔진과 메신저라는 독자적 영역 그리고 모빌리티, 핀테크, 콘텐츠 등 대체 불가능한 로컬 데이터와 버티컬 서비스를 내재화하고 있기에 향후 기능들을 통합하는 에이전트로 증명한다면 충분히 디레이팅을 해소할 수 있다.

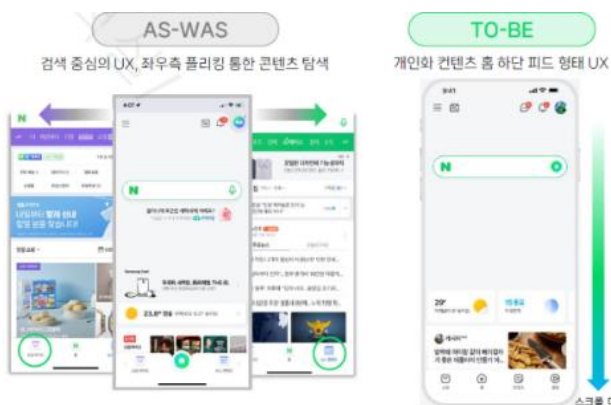
콘텐츠 플랫폼 진화 도모

또한 이들은 콘텐츠 플랫폼으로 진화를 도모하고 있다. 네이버는 기존에 강점이 있었던 블로그, 카페를 바탕으로 2023년 11월 홈페이지를 개편했다. 이후 앱 전반에 피드를 적용하고 있고, 향후 검색 결과에도 도입할 계획이다. UGC(User Generated Contents)의 활성화는 에이전트 플랫폼 하에서도 경쟁력을 유지할 것이다. 카카오는 하반기 카카오톡 세번째 탭을 발견형 피드로 개편할 예정이다. 메신저라는 목적성 트래픽을 넘어 비목적성 트래픽까지 장기간 유지하기 위함이다. 전 국민이 이미 사용하고 있기에 글로벌 SNS 플랫폼 대비 차별성을 보여 트래픽을 확보할 수 있다면 변화하는 시대에서도 강점 유지할 수 있다.

멀티플 방어 가능.
고 멀티플 회귀는 어려움

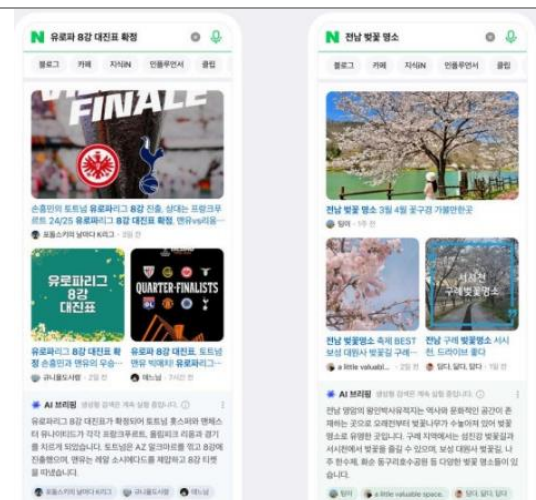
다만 현재 확인되는 전략은 결국 글로벌이 아닌 국내 시장의 M/S 방어, AI 에이전트 시장 성장에 대한 수혜를 우선으로 하고 있다. AI 에이전트 내재화, 콘텐츠 플랫폼 활성화가 이뤄진다고 하더라도 과거와 같은 고 멀티플로의 회귀는 어렵다. AI 에이전트 플랫폼 시대에서도 트래픽 확보를 통한 광고, 커머스 시장 M/S 변화, 새로운 BM 창출이 결국 주가 흐름을 결정할 전망이다. 네이버, 카카오가 AI 에이전트를 내재화에 성공한다는 전제하에 국내 플랫폼 생태계의 장기적인 구조 변화를 전망해보고자 한다.

도표 43. 네이버 홈페이지 개편(2023년)



자료: NAVER, 하나증권

도표 44. 네이버 검색 결과 AI 브리핑, 피드형으로 제공



자료: NAVER, 하나증권

(2) 국내 플랫폼 생태계 구조 변화 예측

메인 AI 에이전트가 트래픽 독식.
네이버가 현재는 우위라고 판단

국내에서 메인 AI 에이전트 플랫폼이 되는 기업이 더욱 많은 트래픽을 확보할 것이다. 반대로 에이전트를 내재화하지 못하는 플랫폼들은 장기적으로 API 제공 사업자로 사업을 영위할 가능성이 높다. AI 에이전트 플랫폼들은 하위 플랫폼에 집행되던 광고비를 확보하고, 강력한 인으로 높은 구독료를 수취할 수 있게 된다. 네이버, 카카오, 쿠팡 등 기존 메인 플랫폼들이 지배력을 지속할 수도 있고 뽀빠리와 같은 신생 플랫폼이 새롭게 올라올 수도 있다. **현 시점에서 기존 플랫폼들이 갖추고 있는 시장 지배력, 서비스, 데이터, 전략을 고려했을 때, 장기적으로 네이버가 우위를 점해 고성장할 가능성이 높다고 전망한다.**

국내 경쟁 심화 예상

현재 시점에서 국내에서 AI 에이전트 내재화할 수 있는 기존 플랫폼 사업자는 네이버, 카카오, 쿠팡 정도다. 각자 검색 엔진, 메신저, 커머스에서 1위 플랫폼을 영위하고 있으며 AI 기술 내재화를 위한 지속적인 R&D 투자를 집행하고 있다. 상기한 3개 사업자의 영향력이 지금보다 확대될 것이며 광고, 커머스를 비롯한 전체 사업의 M/S 확보를 통한 이익 성장이 가속화가 예상된다. 다만 이 과정에서 플랫폼 간 경쟁은 필연적으로 심화될 수밖에 없다.

이미 시작된 경쟁

출시 초기에는 기존 앱 서비스와 병렬적으로 사용되며 각자 현재의 매출 수준에서 안정적인 성장을 이룰 것으로 예상한다. 다만 AI 에이전트의 점유율 침투에 따라 사업 부문의 접점은 늘어날 수 밖에 없다. 사용자들은 지금과 같이 파편화된 서비스를 각각 실행시키는 방식이 아니라 메인 AI 에이전트에 기능을 요청하고, 해당 에이전트가 선택하는 서비스를 수용하게 된다. 카카오는 지난 4분기 실적발표에서 이미 하반기 카카오톡 내에 AI 검색을 탑재할 계획을 밝혔고 네이버는 모빌리티 부문 강화를 위해 우버와 협업을 검토하고 있다. 송금, 결제와 같은 핀테크 사업도 모두 영위하고 있으며 웹툰을 중심으로 한 콘텐츠는 이미 국내, 일본에서 경쟁 구도에 돌입했다.

도표 45. 네이버 생태계



자료: NAVER, 하나증권

도표 46. 카카오 비즈니스 생태계



자료: 카카오, 하나증권

네이버가 우위인 이유

네이버의 강점은 검색 엔진, 자체 AI 모델, 커머스, 핀테크, 페이, 콘텐츠, 클라우드를 모두 갖추고 있으며 해당 데이터를 에이전트 고도화에 사용할 수 있다는 점이다. 네이버가 보유한 검색, 블로그/카페(UGC), 커머스는 국내외 사업자가 갖출 수 없는 대체 불가능한 개인화 데이터다. 이를 바탕으로 에이전트에서 사실상 모든 일상의 기능을 맞춤형으로 제공할 가능성이 높다.

네이버는 3월 주주총회에서 연내 쇼핑 AI 에이전트를 우선적으로 출시할 것이라 발표했다. 이후 검색 AI 에이전트, 금융 AI 에이전트 등을 출시하여 이를 하나의 통합 에이전트로 묶는 방식을 예상한다. 자체 AI 모델 전략을 지속하는 것이 약점으로 꼽히긴 하지만, 이는 선택의 문제라고 판단한다. 장기적으로 에이전트를 구축하는 과정에서 필요하다면 기능에 따라 외부 AI를 사용할 것으로 예상한다. 이미 실적발표에서 서비스에 맞춰 외부 AI 모델도 사용할 가능성을 열어둔 바 있다. 물론 최종적으로 AI 에이전트 자체를 구축하지 못한다면 경쟁력이 약해질 우려가 있으나, 출시만 한다면 충분히 글로벌, 국내 경쟁에서 우위를 점할 수 있다.

카카오가 우위를 점하기 위한 요건

카카오도 메신저, 커머스, 핀테크, 모빌리티, 콘텐츠를 모두 갖추고 있다. 차이점이 있다면 독보적인 강점을 가진 카카오톡 내 개인 대화들을 데이터로 학습시킬 수 없다는 점이다. 5월 CBT를 시작한 카나나로 트래픽이 전환된다면 가능하다. 카나나는 AI 메이트라는 기능으로 대화 내용과 AI를 결합하여 제공한다. 카나나 내 대화는 향후 AI 에이전트 출시 후 개인화에 도움을 줄 수 있다. 또한 하반기 카카오톡 세번째 탭을 발견형 피드로 개편할 예정이다. 유의미한 트래픽을 확보한다면 사용자의 개인화 데이터를 확보할 수 있게 된다.

카카오는 오픈AI 등 외부 AI를 적극적으로 활용하는 오케스트레이션 전략으로 서비스를 개발하고 있다. 오픈AI와의 협업을 통해 연내 AI 에이전트 출시 예정이다. 카카오가 가진 모든 기능들을 통합한 에이전트를 예상한다. 카카오가 1) 카나나 활성화, 2) 발견형 피드 트래픽 확보하고 3) AI 에이전트 시장을 선점할 수 있다면 경쟁력을 갖출 수 있다.

예외 상황도 가능하다. 카카오가 오픈AI에 API를 제공하는 방식이다. 이렇게 되면 카카오는 API 제공 사업자가 되며 오픈AI의 점유율 확대에 따라 커머스, 핀테크, 모빌리티, 콘텐츠 사업에서 수혜를 볼 수 있다. 단번에 국내 주요 사업들을 제공할 수 있게 됨으로써 오픈AI의 국내 경쟁력이 대폭 상승하게 된다. **다만 해당 시나리오의 가능성은 낮다고 판단한다.** API 제공 사업자가 된다면 플랫폼 자체로의 경쟁력이 약해져 광고 매출의 감소가 불가피하며, 장기적으로 사업 전체에 주도권을 잃을 가능성이 있기 때문이다.

쿠팡 존재감 지속 전망

쿠팡은 공식적으로 AI 에이전트 도입 계획을 발표하지는 않았으나, 아마존과 비슷한 형태를 준비할 것으로 예상된다. 주요 투자자인 소프트뱅크가 오픈AI와 긴밀한 협업을 진행하고 있기에 GPT를 활용한 방식이 예상된다. 쿠팡의 경우 대체 불가능한 자체 풀필먼트를 구축하고 있기에 AI 에이전트 플랫폼 시대에서도 존재감을 유지할 가능성 높다고 판단한다. 다만 장기적 관점에서 커머스, 콘텐츠(쿠팡 플레이) 외 사용자 점점 데이터가 부족하기에 에이전트 경쟁력 확보를 위해 추가 M&A를 통한 플랫폼 확보나 신사업 진출의 가능성이 높다.

(3) 국내 광고, 커머스 시장 점검

광고 시장

2024년 국내 광고 시장 규모는 17조원으로 추정되고 그 중 온라인 광고는 10.1조원으로 60%를 차지한다. 2024년 기준 네이버/카카오의 광고 매출은 5조원/1.6조원으로 각각 50%/16%를 점유하고 있다. 글로벌 빅테크인 알파벳, 메타, 넷플릭스 등의 불투명한 매출 공개로 이들의 수치가 정확하게 반영되어있지 않을 가능성이 높으며 남은 3.5조원 중 일부는 하위 플랫폼에 발생하는 광고 매출로 추정한다. 향후 메인 에이전트 플랫폼으로 자리잡으면 이 매출을 모두 흡수할 가능성이 높다.

또한 타 플랫폼의 온라인 광고 매출뿐 아니라 온라인 외(2024년 기준 6.9조원)에서 온라인으로 전환되는 매출도 확보할 수 있는 환경이 조성된다. 경기에 관계 없이 광고 매출의 고 성장을 기대할 수 있다.

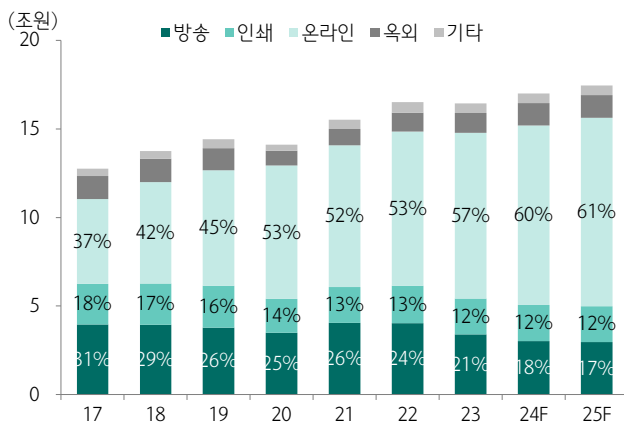
커머스 시장

2024년 국내 온라인 쇼핑 거래액은 약 260조원이고 주요 사업자는 쿠팡(55조원), 네이버(48조원), 이베이코리아(14조원), 카카오(10조원)이다. 1위인 쿠팡의 점유율이 21% 수준으로 광고 대비 다각화되어 있는 편이다.

커머스 GMV M/S 침투 여력 존재

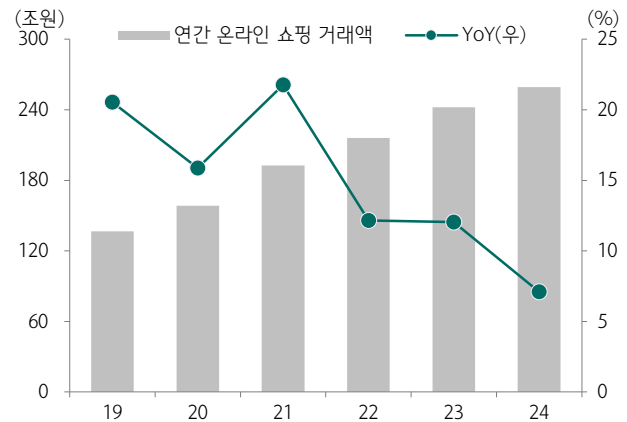
AI 에이전트 플랫폼 시대에서 이러한 구조는 바뀔 것으로 예상된다. 초기에는 에이전트가 하위 플랫폼에게 API 호출에 기반한 비용을 제공할 가능성이 높다. 최대한 많은 사업자들을 에이전트에 참여시켜야 데이터를 축적할 수 있고 사용자에게 적합한 선택지를 제공할 수 있기 때문이다. 다만 장기적으로 에이전트의 트래픽이 증가하고 의사 결정 빈도가 높아질수록 상황은 역전될 것이다. 하위 커머스 플랫폼들은 그대로 판매자에게 거래액 대비 수수료를 수취하겠으나 거래액 기반으로 에이전트 플랫폼에 일정 수수료를 제공하게 될 것이다. 이렇게 된다면 메인 AI 에이전트는 케이스에 따라 효율은 다르겠지만 사실상 국내에서 발생하는 모든 거래액에 대한 수수료 수취가 가능해진다. 결국 광고 시장처럼 상위 플랫폼이 높은 점유율을 갖추게 될 전망이다.

도표 47. 국내 광고 시장 추이



자료: Kobaco, 하나증권

도표 48. 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이



자료: 통계청, 하나증권

(4) 구독료 BM**구독료 BM 강화 예상**

네이버, 카카오도 AI 에이전트 출시 후 구독료 BM을 채택할 가능성이 높다. 글로벌 기업들은 월 20달러(약 2만 8천원) 수준으로 가격을 책정하고 있으나 국내 플랫폼의 현실적인 가격은 1만원 수준이라 판단한다. 1) 글로벌 대비 경쟁력 있는 가격으로 접근해야 초기 이용자를 빠르게 확보할 수 있고 2) 기존 멤버십, 독서클럽과 결합할 수 있는 가격대기 때문이다. 일본의 라인온은 지난 2월 라인AI어시스턴트를 출시했다. 오픈AI의 API를 활용해 이용자의 질문에 답변, 상담해주는 서비스이며 월 990엔(약 1만원)이다. 장기적으로는 인상될 가능성이 높지만 초기에는 운영 비용, API 비용을 부담하는 정도가 될 것으로 예상한다.

장기적으로 연간 4조 이상 시장

국내에서 가장 많은 유료 가입자를 보유한 플랫폼은 넷플릭스(1,000만명+), 쿠팡(800만명+)으로 추정된다. 향후 AI 에이전트가 필수 UX로 자리잡는다면 시장은 생산가능인구 수준까지 확대할 수 있다고 전망한다. 2024년 기준 15~64세 인구는 3,600만명이다. 월 1만원으로 가정하면 연간 4조 3,200억원의 시장이다. 현재 네이버, 카카오의 매출 규모에서 무시할 수 없는 규모이며 M/S, 침투율에 따라 달라지겠지만 유의미한 실적 기여 가능하다고 판단한다.

네이버 멤버십 강화

네이버는 지난 10월 플러스스토어 출시를 기점으로 멤버십 활성화를 위한 움직임을 보이고 있다. 작년 넷플릭스 광고 요금제 연동 이후 신규 가입자 1.5배 증가했다. 현재 월 구독자는 500만명을 상회하는 것으로 추정된다. 3월 플러스스토어 별도 앱 출시 이후 멤버십 중심으로 커머스 혜택을 집중하여 충성 고객을 확보하고 있다. 네이버의 내부/외부 서비스들을 멤버십 생태계에 참여시켜 락인 효과를 강화하는 모습이다. AI 에이전트 연동은 가입자 수를 한 번 더 증가 시킬뿐만 아니라 멤버십 가격 인상, 에이전트 트래픽 유입 모두 누릴 수 있기에 필수적이라고 생각한다.

카카오 구독료 BM 필수

카카오는 독서클럽, 이모티콘 플러스 등 다양한 구독 요금제를 제공하고 있다. 독서클럽은 200만명, 이모티콘 플러스는 250만명이 넘는 가입자를 보유한 것으로 추정된다. 오픈AI 등 외부 AI 모델을 서비스하는 방식을 택하고 있기 때문에 API 비용 부담이 있다. 이를 구독료 BM으로 충당할 것으로 예상한다. 기존 구독 요금제와 별개로 AI 구독 요금제를 도입할 가능성이 높으며 가격은 역시 1만원 수준이 합리적이라 판단한다.

기업분석

네이버 (035420)	37
카카오 (035720)	42
삼성에스디에스 (018260)	46
엠로 (058970)	51

2025년 5월 28일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

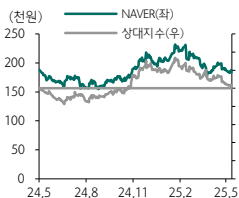
목표주가(12M) 270,000원
현재주가(5.27) 183,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	232,000/155,000
시가총액(십억원)	29,120.7
시가총액비중(%)	1.35
발행주식수(천주)	158,437.0
60일 평균 거래량(천주)	575.7
60일 평균 거래대금(십억원)	114.1
외국인지분율(%)	48.67
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.24
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.05

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	11,884.1	12,999.1
영업이익(십억원)	2,274.3	2,600.0
순이익(십억원)	1,884.7	2,179.7
EPS(원)	11,946	13,750
BPS(원)	184,880	201,080

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,885.0	12,818.2
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,406.2	2,718.3
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,589.2	2,839.0
순이익	1,012.3	1,923.2	2,007.6	2,236.5
EPS	6,180	11,913	12,671	14,116
증감률	33.36	92.77	6.36	11.40
PER	36.25	16.70	14.51	13.02
PBR	1.51	1.20	1.01	0.94
EV/EBITDA	17.96	11.27	6.28	6.77
ROE	4.41	7.90	7.51	7.70
BPS	148,137	166,221	182,358	195,409
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

NAVER (035420)**에이전트 시대에도 경쟁력 유효****AI 에이전트 시대에서도 강점 유지**

네이버의 강점은 검색 엔진, 자체 AI 모델, 커머스, 핀테크, 페이, 콘텐츠, 클라우드를 모두 갖추고 있으며 해당 데이터를 에이전트 고도화에 사용할 수 있다는 점이다. 네이버가 보유한 검색, 블로그/카페(UGC), 커머스는 국내외 사업자가 갖출 수 없는 대체 불가능한 개인화 데이터다. 이를 바탕으로 에이전트에서 사실상 모든 일상의 기능을 맞춤형으로 제공할 가능성이 높다. 연내 쇼핑 AI 에이전트 출시 이후 2026년부터 검색, 금융을 시작으로 버티컬 AI 에이전트 출시 예상된다. 향후 통합 에이전트로 구축된다면 국내에서 높은 점유율 가져갈 수 있다고 판단한다. 통합 에이전트의 점유율 확대에 하위 플랫폼을 온라인 광고들을 모두 흡수하여 현재 연간 10% 내외의 광고 성장을 재가속할 것으로 전망한다. 또한 커머스 내 지배력 역시 강화되어 국내 온라인 커머스 GMV 내 공격적인 점유율 확대도 기대한다.

광고와 커머스, 둘 다 든든

네이버는 2025년 연결 기준 영업수익 11조 8,850억원(+10.7%YoY), 영업이익 2조 4,062억원(+21.6%YoY, OPM 20.2%)을 기록할 것으로 전망한다. 네이버의 온라인 광고 경쟁력은 매 분기 확인될 것이다. ADVoost 기능 확대되고 있어 전체 광고 효율성 증가 예상된다. 네이버 플러스 스토어 출시로 체류 시간, 지면 모두 확보해가고 있어 긍정적이다. 전체 광고 매출(SA, DA, 커머스 광고)은 2025년 5조 4,602억원(+9.2%YoY)으로 추정한다. 커머스는 멤버십과 연계한 가격 프로모션 강화하여 충성 고객을 늘려가고 있다. 넷플릭스의 광고 요금제 인상(5,500원→7,000원)이 확정됨에 따라 네이버 멤버십 가입 수요 증가 예상하며 커머스 활성화로 이어지길 기대한다. 또한 연내 컬리 제휴를 통한 신선 식품 라인업 갖출 계획 이기에 하반기로 갈수록 GMV 성장 예상된다. 쇼핑 AI 에이전트 출시 이후 멤버십 가격 인상도 충분히 검토될 수 있기에 잠재적인 실적 성장 요소로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 270,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 270,000원, 인터넷 산업 내 Top Pick 유지한다. 광고, 커머스 성장으로 이익 성장의 가시성이 높다. 실적 성장은 EPS 증가로, AI 에이전트 서비스 출시를 멀티플 디레이팅 방어로 이어질 전망이다. Key factor는 실적이라 판단, 주가 하방 압력 제한적이기에 매수 접근 유효하다. 다만 현재까지 확인되는 전략은 결국 글로벌이 아닌 국내 시장의 M/S 방어, AI 에이전트 시장 성장에 대한 수혜를 우선으로 하고 있다. 통합 에이전트로의 전환은 시간이 필요할 것이다. 단기적으로 버티컬 서비스에 AI 에이전트 내재화, 콘텐츠 플랫폼 활성화가 이뤄진다고 하더라도 과거와 같이 글로벌 Peer 대비 높은 멀티플을 부여받긴 어려울 것이라 전망하며, 추가 M&A 혹은 서비스로 글로벌을 타겟해야만 탄력적인 리레이팅이 가능할 것으로 예상된다.

도표 1. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 2. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

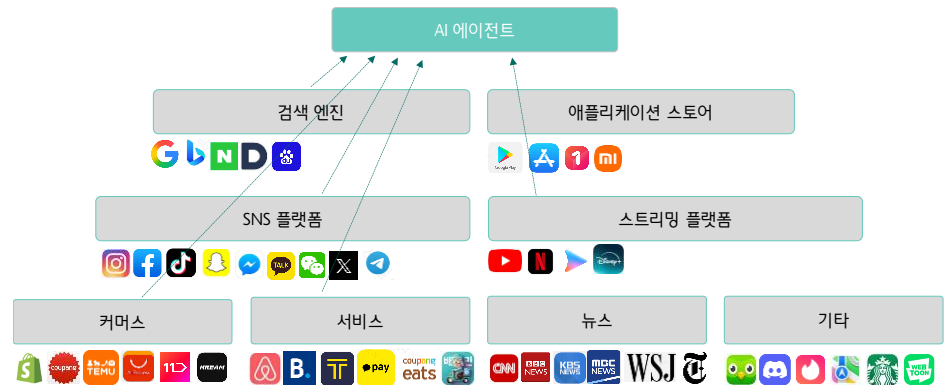
도표 3. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 4. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 5. 네이버 생태계



자료: NAVER, 하나증권

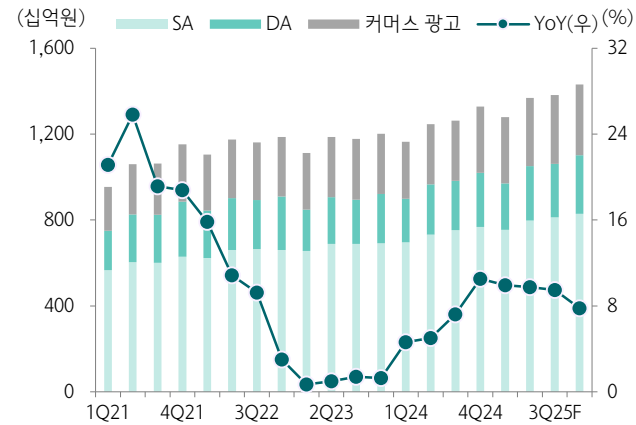
도표 6. 네이버 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,904.7	3,048.2	3,145.3	10,737.7	11,885.0
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.3	12.2	9.0	11.0	10.7
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,076.0	1,085.9	1,125.2	3,946.2	4,299.8
YoY(%)	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	10.0	8.8	5.7	9.9	9.0
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	797.2	812.1	828.3	2,949.5	3,191.3
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	253.8	249.3	273.6	918.9	993.8
기타 서비스	6.5	12.1	14.8	44.3	41.8	25.1	24.6	23.3	77.7	114.8
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	822.3	904.1	934.0	2,923.0	3,448.3
YoY(%)	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	14.4	24.6	20.5	14.8	18.0
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	317.1	320.5	329.4	1,132.0	1,275.2
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	448.7	525.9	545.8	1,595.7	1,944.6
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	56.6	57.7	58.8	195.2	228.6
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	410.0	417.8	434.9	1,508.4	1,655.4
YoY(%)	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.3	8.5	8.5	11.3	9.7
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	441.6	481.1	488.9	1,796.4	1,870.8
YoY(%)	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	5.1	4.0	4.6	3.7	4.1
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	406.6	444.8	448.9	1,629.3	1,722.9
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	22.9	22.2	26.8	104.7	95.4
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	12.0	14.1	13.3	62.4	52.5
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	154.9	159.3	162.2	563.7	610.7
YoY(%)	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	24.3	10.2	(8.6)	26.1	8.3
B2B(NCP/웍스)	111.3	118.2	123.1	126.9	119.7	138.4	140.0	141.2	479.5	539.3
기타(클로바/랩스 등)	5.7	6.4	21.5	50.6	14.5	16.5	19.4	21.0	84.3	71.4
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,346.8	2,398.5	2,452.1	8,758.5	9,478.9
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	9.8	9.5	4.6	7.0	8.2
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	695.7	702.4	701.6	2,664.4	2,787.4
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,019.9	1,042.5	1,075.7	3,789.9	4,112.3
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	191.0	207.0	213.6	704.8	801.0
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	440.2	446.6	461.1	1,599.4	1,778.1
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	557.9	649.7	693.2	1,979.3	2,406.2
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	18.0	23.7	27.9	32.9	21.6
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	19.2	21.3	22.0	18.4	20.2
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	404.2	524.9	638.0	1,932.0	1,990.8
YoY(%)	1,173.2	0.2	48.8	72.2	(23.8)	0.2	(1.0)	24.1	96.1	3.0
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	13.9	17.2	20.3	18.0	16.8
지배주주지분 순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	408.3	530.2	644.3	1,923.2	2,007.6
비지배주주지분 순이익	45.2	(6.3)	9.7	(39.9)	(1.2)	(4.0)	(5.2)	(6.4)	8.7	(16.9)

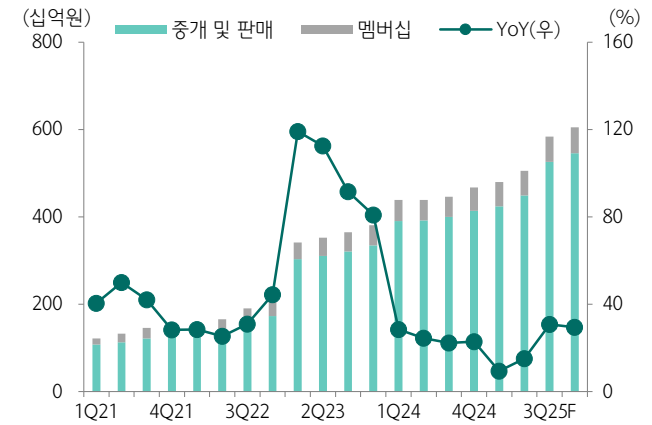
자료: 하나증권

도표 7. 네이버 광고 매출 추이



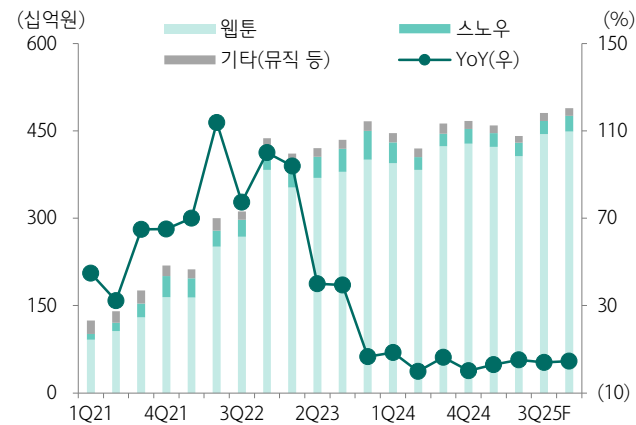
자료: 네이버, 하나증권

도표 8. 네이버 중개 및 판매, 멤버십 매출 추이



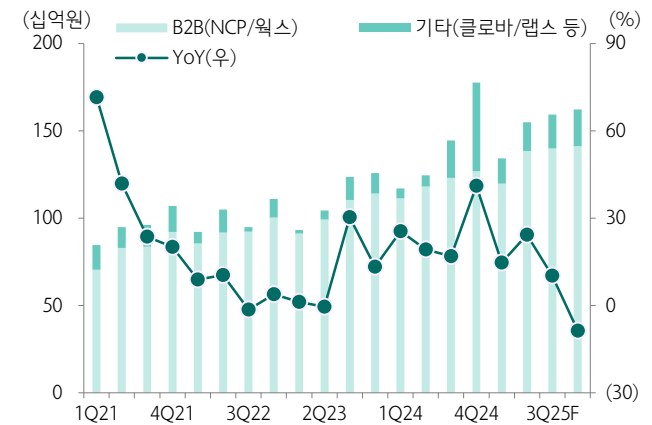
자료: 네이버, 하나증권

도표 9. 네이버 콘텐츠 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

도표 10. 네이버 엔터프라이즈 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,885.0	12,818.2	13,751.9
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,885.0	12,818.2	13,751.9
판매비	8,181.8	8,758.5	9,478.9	10,099.9	10,776.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,406.2	2,718.3	2,975.4
금융손익	(79.5)	54.3	164.5	(34.6)	14.2
종속/관계기업손익	266.5	144.5	199.6	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(181.1)	(139.2)	(90.4)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,589.2	2,839.0	3,193.6
법인세	496.4	390.2	598.5	624.6	702.6
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,990.8	2,214.4	2,491.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,990.8	2,214.4	2,491.0
비지배주주지분 손이익	(27.3)	8.7	(16.9)	(22.1)	(24.9)
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	2,007.6	2,236.5	2,515.9
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	2,663.6	2,177.9	2,449.9
NOPAT	990.0	1,646.7	1,850.0	2,120.3	2,320.8
EBITDA	2,071.2	2,652.8	4,094.3	3,512.7	3,372.9
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	10.68	7.85	7.28
NOPAT증가율	22.16	66.33	12.35	14.61	9.46
EBITDA증가율	11.02	28.08	54.34	(14.21)	(3.98)
영업이익증가율	14.11	32.95	21.57	12.97	9.46
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	4.39	11.40	12.49
EPS증가율	33.36	92.77	6.36	11.40	12.50
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	34.45	27.40	24.53
영업이익률	15.40	18.43	20.25	21.21	21.64
계속사업이익률	10.19	17.99	16.75	17.28	18.11

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	12,671	14,116	15,880
BPS	148,137	166,221	182,358	195,409	210,225
CFPS	14,111	18,180	27,159	23,786	23,225
EBITDAPS	12,644	16,432	25,842	22,171	21,289
SPS	59,039	66,511	75,014	80,904	86,797
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주기지표(배)					
PER	36.25	16.70	14.51	13.02	11.57
PBR	1.51	1.20	1.01	0.94	0.87
PCFR	15.87	10.94	6.77	7.73	7.91
EV/EBITDA	17.96	11.27	6.28	6.77	6.54
PSR	3.79	2.99	2.45	2.27	2.12
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	7.51	7.70	8.05
ROA	2.91	5.20	5.05	5.25	5.56
ROIC	30.40	41.13	60.86	140.58	349.70
부채비율	47.45	41.36	39.82	38.79	37.67
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(21.04)	(25.63)	(28.89)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	23.17	26.08	28.43

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	12,617.5	14,647.4	16,507.1
금융자산	5,100.7	7,535.1	10,613.5	12,508.3	14,224.6
현금성자산	3,576.5	4,195.5	7,010.4	8,688.7	10,174.9
매출채권	491.4	478.0	521.0	556.4	594.0
재고자산	14.8	21.7	23.7	25.3	27.0
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,459.3	1,557.4	1,661.5
비유동자산	28,709.8	28,793.0	28,686.0	29,191.8	30,174.7
투자자산	21,231.1	20,910.2	22,491.3	23,791.5	25,171.9
금융자산	3,642.3	3,504.0	3,518.5	3,530.4	3,543.0
유형자산	2,741.6	2,909.6	1,443.6	821.4	557.3
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,435.1	3,262.9	3,129.5
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,316.0	1,316.0	1,316.0
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,303.5	43,839.2	46,681.8
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,525.8	6,882.4	7,261.1
금융부채	1,465.5	1,104.9	1,123.7	1,139.1	1,155.5
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,402.1	5,743.3	6,105.6
비유동부채	5,194.3	5,074.8	5,236.9	5,370.3	5,511.8
금융부채	3,417.5	3,273.4	3,273.4	3,273.4	3,273.4
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,963.5	2,096.9	2,238.4
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,762.8	12,252.7	12,772.9
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	28,016.5	30,084.5	32,431.8
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,422.7	1,422.7	1,422.7
자본조정	(607.3)	(638.5)	(638.5)	(638.5)	(638.5)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(588.2)	(588.2)	(588.2)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,804.1	29,872.1	32,219.4
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,524.2	1,502.0	1,477.1
자본총계	24,238.0	27,000.9	29,540.7	31,586.5	33,908.9
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(6,216.4)	(8,095.8)	(9,795.7)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,996.9	3,415.4	3,318.4
당기순이익	985.0	1,932.0	1,990.8	2,214.4	2,491.0
조정	656.4	505.6	1,550.3	826.2	429.4
감가상각비	582.3	673.5	1,688.1	794.4	397.5
외환거래손익	(30.5)	135.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(244.3)	(565.2)	(199.6)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	61.8	326.2	326.3
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	455.8	374.8	398.0
투자활동 현금흐름	(949.8)	(1,340.0)	(992.9)	(1,552.2)	(1,645.9)
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(1,381.5)	(1,005.8)	(1,086.1)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	388.6	(546.4)	(559.8)
재무활동 현금흐름	(161.4)	(347.2)	(149.7)	(153.2)	(152.2)
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	18.8	15.4	16.4
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.6)	(168.6)
현금의 증감	891.0	902.6	2,673.5	1,678.2	1,486.2
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	4,303.0	3,768.6	3,679.7
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	3,996.9	3,415.4	3,318.4

2025년 5월 28일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

목표주가(12M) 50,000원
현재주가(5.27) 40,950원

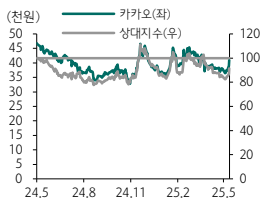
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	46,600/32,800
시가총액(십억원)	18,088.1
시가총액비중(%)	0.84
발행주식수(천주)	441,711.3
60일 평균 거래량(천주)	2,370.2
60일 평균 거래대금(십억원)	96.6
외국인지분율(%)	28.47
주요주주 지분율(%)	
감범수 외 92 인	24.32
MAXMO PTE	6.34

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	7,949.0	8,593.9
영업이익(십억원)	537.5	674.7
순이익(십억원)	490.1	564.3
EPS(원)	1,062	1,237
BPS(원)	24,285	25,694

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	7,557.0	7,871.7	7,892.6	8,401.1
영업이익	460.9	460.2	535.9	680.7
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	416.4	679.8
순이익	(1,012.6)	55.3	330.0	450.7
EPS	(2,276)	124	746	1,021
증감율	적전	흑전	501.61	36.86
PER	(23.86)	308.06	54.89	40.11
PBR	2.47	1.67	1.73	1.66
EV/EBITDA	20.16	12.57	13.49	13.11
ROE	(10.26)	0.56	3.21	4.23
BPS	21,951	22,860	23,651	24,605
DPS	61	68	68	68



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

카카오 (035720)

하반기 카카오톡 개편, 통합 에이전트 성과가 중요

에이전트를 위한 재료는 넘친다

카카오는 오픈시 등 외부 시를 적극적으로 활용하는 오케스트레이션 전략으로 서비스를 개발하고 있다. 오픈시와의 협업을 통해 연내 AI 에이전트 출시 예정이다. 카카이가 가진 모든 기능들을 통합한, 국내 서비스 중에 가장 빠른 에이전트의 출시를 기대한다. 카카이가 1) 카나나 활성화, 2) 발견형 지면 트래픽 확보하고 3) AI 에이전트 시장을 선점할 수 있다면 충분히 경쟁력을 갖출 수 있다. 카카이는 메신저, 커머스, 핀테크, 모빌리티, 콘텐츠를 모두 갖추고 있다. 다만 독보적인 강점을 가진 카카오톡 내 개인 대화들을 데이터로 학습시킬 수 없다는 점이 다소 아쉽다. 이는 5월 CBT를 시작한 카나나가 트래픽을 다수 확보한다면 해소할 수 있다. 카나나는 AI 메이트라는 기능으로 대화 내용과 시를 결합하여 제공한다. 카나나 내 대화는 향후 AI 에이전트 출시 후 개인화에 도움을 줄 수 있다. 또한 하반기 카카오톡 세번째 탭을 발견형 지면으로 개편할 예정이다. 트래픽 확보한다면 사용자의 개인화를 데이터 확보할 수 있게 된다.

예외 상황도 가능하다. 카카이가 오픈시에 API를 제공하는 방식이다. 이렇게 되면 카카이는 API 제공 사업자가 되며 오픈시의 점유율 확대에 따른 수혜를 볼 수 있다. 오픈시는 단번에 국내 주요 사업들을 제공할 수 있게 됨으로써 국내 경쟁력이 대폭 상승하게 된다. 다만 해당 시나리오의 가능성은 낮다고 판단한다. API 제공 사업자가 된다면 플랫폼 자체로의 경쟁력이 약해져 광고 매출의 감소가 불가피하며, 장기적으로 사업 전체에 주도권을 잃을 가능성이 있기 때문이다.

하반기 카카오톡 개편 예정

카카오톡은 하반기 2가지 대규모 개편이 예정되어 있다. 1) 발견 지면 도입, 2) AI 검색 도입이다. 카카오톡 내 발견 지면은 인스타그램 피드와 같은 형태로 기존 오픈 채팅 탭을 대체할 예정이다. 트래픽 및 광고 지면 확보를 목표로 한다. 과거 '핑', '카카오 스토리' 등 SNS 기능에서 유의미한 성장을 확인하지 못한 만큼, 기존 서비스와 완전히 차별점을 갖춰야 트래픽 활성화, 광고 실적 기여 가능하다. 글로벌 SNS는 이미 트래픽을 확보했고 충분히 고도화되어있다. 동일한 방식으로 크리에이터에게도, 유저에게도 소구력을 갖기 힘들다. 또한 카카오는 샵검색을 AI 생성형 검색으로 개편할 계획이다. 퍼블렉시티와 같은 형태로 보인다. 추후 구독 BM 도입 및 검색 광고 매출 기대 가능하며 구독료는 라인 어시스턴트와 유사한 1만원 수준을 예상한다. 상기한 2가지 변화로 유의미한 트래픽을 확보해야 이후 통합 에이전트 출시로 성장 가속화가 가능하다. 향후 개편 일정, 성과를 반영하여 추정치 변경 예정이다.

도표 1. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에서 자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 2. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

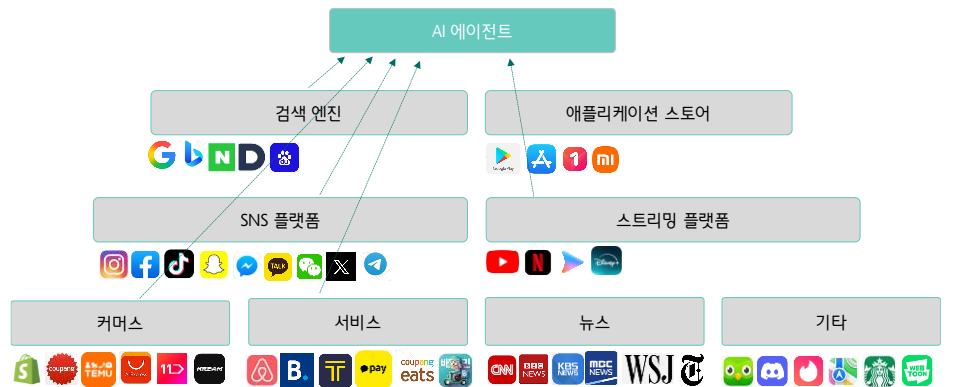
도표 3. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 4. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 5. 카카오 비즈니스, 생태계



자료: 카카오, 하나증권

도표 6. 카카오 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
영업수익	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	1,913.7	1,988.1	2,127.0	7,871.7	7,892.6
YoY(%)	22.5	4.2	(4.5)	(2.1)	(6.3)	(4.5)	3.5	8.7	4.2	0.3
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,000.2	1,016.3	1,110.9	3,900.7	4,120.4
YoY(%)	12.6	9.9	7.2	9.4	4.0	4.7	7.7	6.1	9.7	5.6
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	532.5	543.5	608.9	2,106.1	2,238.1
포털비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	76.9	72.2	78.6	332.2	301.8
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	390.8	400.6	423.3	1,462.5	1,580.4
콘텐츠부문	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	913.5	971.8	1,016.1	3,971.0	3,772.2
YoY(%)	33.3	(0.4)	(13.6)	(12.7)	(15.8)	(13.0)	(0.6)	11.7	(0.8)	(5.0)
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	486.6	534.2	528.6	1,920.0	1,987.2
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	209.2	220.9	207.0	864.3	849.7
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	139.4	140.2	195.6	873.2	620.4
미디어	95.2	89.6	54.7	73.9	75.1	78.2	76.5	85.0	313.4	314.8
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,794.6	1,846.5	1,957.3	7,411.5	7,356.7
YoY(%)	19.7	3.4	(5.1)	2.4	(5.9)	(4.1)	3.1	4.0	4.4	(0.7)
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	482.1	482.0	488.0	1,916.6	1,930.9
매출연동비	819.9	796.8	747.7	653.9	700.6	697.8	747.4	746.3	3,018.4	2,892.0
외주/인프라비	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	205.3	203.8	304.7	879.6	919.9
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	107.1	110.7	104.5	406.4	409.3
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	217.6	221.2	225.5	861.8	869.9
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	21.0	19.6	23.7	77.1	84.2
기타	62.4	65.6	58.9	64.8	60.4	63.5	61.8	64.6	251.6	250.4
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	119.1	141.7	169.7	460.2	535.9
YoY(%)	92.2	18.5	5.0	(53.1)	(12.4)	(11.1)	8.5	124.9	(0.1)	16.4
영업이익률(%)	6.0	6.7	6.8	3.9	5.7	6.2	7.1	8.0	5.8	6.8
당기순이익	67.7	87.1	78.5	(395.2)	191.3	120.1	117.7	(56.0)	(161.9)	373.1
YoY(%)	19.2	58.8	112.0	적지	182.7	37.8	49.9	적지	적지	(330.5)
당기순이익률(%)	3.4	4.3	4.1	(20.2)	10.2	6.3	5.9	(2.6)	(2.1)	4.7

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	7,557.0	7,871.7	7,892.6	8,401.1	8,869.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	7,557.0	7,871.7	7,892.6	8,401.1	8,869.0
판매비	7,096.1	7,411.5	7,356.7	7,720.4	8,058.3
영업이익	460.9	460.2	535.9	680.7	810.7
금융손익	9.0	24.3	(40.8)	(16.7)	123.0
종속/관계기업손익	4.0	53.7	71.6	71.6	71.6
기타영업외손익	(2,122.1)	(541.0)	(150.2)	(55.8)	(24.7)
세전이익	(1,648.2)	(2.8)	416.4	679.8	980.5
법인세	168.4	159.1	43.4	149.6	215.7
계속사업이익	(1,816.7)	(161.9)	373.1	530.2	764.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	373.1	530.2	764.8
비지배주주지분 순이익	(804.1)	(217.1)	43.0	79.5	114.7
지배주주순이익	(1,012.6)	55.3	330.0	450.7	650.1
지배주주지분포괄이익	(883.8)	387.3	24.5	34.8	50.2
NOPAT	508.0	26,465.4	480.0	530.9	632.4
EBITDA	1,221.5	1,295.5	1,209.1	1,176.4	1,180.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.15	4.16	0.27	6.44	5.57
NOPAT증가율	6.10	5,109.72	(98.19)	10.60	19.12
EBITDA증가율	6.14	6.06	(6.67)	(2.70)	0.32
영업이익증가율	(19.06)	(0.15)	16.45	27.02	19.10
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	496.75	36.58	44.24
EPS증가율	적전	흑전	501.61	36.86	44.17
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	16.16	16.46	15.32	14.00	13.31
영업이익률	6.10	5.85	6.79	8.10	9.14
계속사업이익률	(24.04)	(2.06)	4.73	6.31	8.62

투자지표

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(2,276)	124	746	1,021	1,472
BPS	21,951	22,860	23,651	24,605	26,010
CFPS	2,662	2,928	2,063	2,206	3,868
EBITDAPS	2,746	2,918	2,734	2,665	2,673
SPS	16,990	17,728	17,847	19,028	20,087
DPS	61	68	68	68	68
주가지표(배)					
PER	(23.86)	308.06	54.89	40.11	27.82
PBR	2.47	1.67	1.73	1.66	1.57
PCR	20.40	13.05	19.85	18.56	10.59
EV/EBITDA	20.16	12.57	13.49	13.11	12.12
PSR	3.20	2.15	2.29	2.15	2.04
재무비율(%)					
ROE	(10.26)	0.56	3.21	4.23	5.82
ROA	(4.21)	0.22	1.26	1.66	2.32
ROIC	8.31	556.61	15.65	30.21	54.03
부채비율	81.69	84.85	87.33	85.80	84.76
순부채비율	(26.10)	(32.03)	(39.00)	(44.20)	(50.06)
이자보상배율(배)	2.83	2.26	2.66	3.34	3.93

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,988.2	10,958.8	12,255.0	13,282.6	14,655.5
금융자산	8,125.0	8,851.2	9,997.1	10,975.3	12,239.2
현금성자산	5,389.2	6,145.1	7,147.2	8,078.3	9,237.7
매출채권	622.0	537.7	584.4	599.8	633.6
재고자산	138.6	64.9	70.5	72.4	76.5
기타유동자산	1,102.6	1,505.0	1,603.0	1,635.1	1,706.2
비유동자산	15,191.8	14,814.2	14,506.7	14,191.4	14,022.1
투자자산	5,365.0	5,726.3	6,002.1	6,092.5	6,292.7
금융자산	2,423.8	2,805.2	2,827.3	2,834.5	2,850.5
유형자산	1,336.9	1,286.1	931.4	717.8	510.0
무형자산	5,768.9	5,136.8	4,908.2	4,716.0	4,554.4
기타비유동자산	2,721.0	2,665.0	2,665.0	2,665.1	2,665.0
자산총계	25,180.0	25,773.0	26,761.7	27,474.0	28,677.6
유동부채	7,564.1	8,632.7	9,178.2	9,357.2	9,753.2
금융부채	1,928.1	2,338.3	2,378.6	2,391.9	2,421.1
매입채무	241.9	227.3	247.1	253.5	267.9
기타유동부채	5,394.1	6,067.1	6,552.5	6,711.8	7,064.2
비유동부채	3,757.2	3,197.5	3,297.4	3,330.1	3,402.7
금융부채	2,579.2	2,047.1	2,047.1	2,047.1	2,047.1
기타비유동부채	1,178.0	1,150.4	1,250.3	1,283.0	1,355.6
부채총계	11,321.4	11,830.1	12,475.6	12,687.3	13,155.8
지배주주지분	9,763.7	10,141.3	10,441.5	10,862.4	11,482.9
자본금	44.5	44.4	44.4	44.4	44.4
자본잉여금	8,839.9	8,911.0	8,911.0	8,911.0	8,911.0
자본조정	7.6	(34.1)	(34.1)	(34.1)	(34.1)
기타포괄이익누계액	(1,050.4)	(723.6)	(723.6)	(723.6)	(723.6)
이익잉여금	1,922.1	1,943.5	2,243.7	2,664.7	3,285.1
비지배주주지분	4,094.9	3,801.6	3,844.6	3,924.2	4,038.9
자본총계	13,858.6	13,942.9	14,286.1	14,786.6	15,521.8
순금융부채	(3,617.8)	(4,465.8)	(5,571.4)	(6,536.4)	(7,771.0)

현금흐름표

(단위:십억원)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,341.1	1,250.5	1,578.9	1,237.1	2,125.2
당기순이익	(1,816.7)	(161.9)	373.1	530.2	764.8
조정	2,909.8	1,416.7	724.0	548.9	1,010.7
감가상각비	760.7	835.3	673.3	495.8	369.5
외환거래손익	(2.4)	(22.1)	11.4	11.4	(5.2)
지분법손익	135.3	(12.6)	(237.9)	(237.9)	(237.9)
기타	2,016.2	616.1	277.2	279.6	884.3
영업활동 자산부채변동	248.0	(4.3)	481.8	158.0	349.7
투자활동 현금흐름	(1,779.9)	10.4	(346.4)	(64.4)	(61.4)
투자자산감소(증가)	4,691.1	(120.3)	(37.9)	147.4	37.7
자본증가(감소)	(575.1)	(347.7)	(90.0)	(90.0)	0.0
기타	(5,895.9)	478.4	(218.5)	(121.8)	(99.1)
재무활동 현금흐름	1,026.6	(521.3)	(190.7)	(220.0)	(871.9)
금융부채증가(감소)	306.8	(121.9)	40.3	13.2	29.3
자본증가(감소)	723.5	71.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	50.9	(426.9)	(201.1)	(203.5)	(871.5)
배당지급	(54.6)	(43.5)	(29.9)	(29.7)	(29.7)
현금의 증감	587.7	755.9	967.4	931.1	1,159.5
Unlevered CFO	1,184.2	1,300.2	912.3	974.0	1,708.0
Free Cash Flow	765.9	870.8	1,488.9	1,147.1	2,125.2

2025년 5월 28일 | 기업분석_Report

BUY (유지)

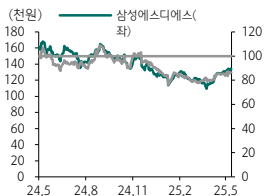
목표주가(12M) 190,000원
현재주가(5.27) 133,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,637.22
52주 최고/최저(원)	166,700/109,600
시가총액(십억원)	10,345.4
시가총액비중(%)	0.48
발행주식수(천주)	77,377.8
60일 평균 거래량(천주)	113.9
60일 평균 거래대금(십억원)	14.0
외국인지분율(%)	19.26
주요주주 지분율(%)	
삼성전자 외 10 인	48.93
국민연금공단	8.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	14,389.7	15,141.7
영업이익(십억원)	982.6	1,058.7
순이익(십억원)	838.0	910.8
EPS(원)	10,581	11,488
BPS(원)	128,476	137,280

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	13,276.8	13,828.2	14,063.0	14,598.8
영업이익	808.2	911.1	990.7	1,041.7
세전이익	985.5	1,102.8	1,138.9	1,224.0
순이익	693.4	757.0	798.4	858.1
EPS	8,962	9,783	10,318	11,090
증감률	(36.95)	9.16	5.47	7.48
PER	18.97	13.06	12.96	12.06
PBR	1.52	1.06	1.04	0.98
EV/EBITDA	6.23	3.44	2.79	2.27
ROE	8.22	8.42	8.29	8.37
BPS	111,913	120,638	128,433	136,624
DPS	2,700	2,900	2,900	2,900



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

삼성에스디에스 (018260)**하반기 차선후주 제시****1Q25 Re: 컨센서스 상회**

삼성에스디에스는 1분기 매출액 3조 4,898억원(+7.5%YoY, -4.2%QoQ), 영업이익 2,685억원(+18.9%YoY, +26.9%QoQ, OPM 7.7%)으로 컨센서스를 상회했다. 주요 요인은 1) 관세에 대비한 항공 물류의 집중과 2) MSP 매출 이연분 인식 및 클라우드 비용 효율화다. 1분기 IT 서비스 부문 매출액은 1조 6,004억원(+3.0%YoY, -1.9%QoQ)을 기록했다. 클라우드 매출 6,529억원(+23.0%YoY, +8.9%QoQ)이며 CSP 2,671억원(+41.8%YoY, +15.7%QoQ), MSP 2,843억원(+11.6%YoY, +7.4%QoQ)이다. CSP의 고성장은 동탄 데이터센터 HPC 서비스 증가, 클라우드 네트워크 서비스 확대에 기인한다. 2분기 클라우드 부문의 연구개발비 재집행 예정이고 MSP 매출 이연분 부재로 1분기 대비 이익 감소가 예상된다. 다만 미국의 글로벌 관세가 90일 유예됨에 따라 2분기까지 물동량 증가 효과가 기대된다. 물류 부문 영업이익률은 2% 내외로 기여도가 낮으나 최근 SCFI 지수까지 반등하고 있어 1분기와 유사한 흐름 가능하다.

AI 에이전트 보급화 수혜 기대

2025년 매출액 14조 630억원(+1.7%YoY), 영업이익 9,906억원(+8.7%YoY, OPM 7.0%)을 기록할 전망이다. IT 서비스 매출액은 6조 6,896억원(+4.5%YoY), 연간 클라우드 매출액은 2조 7,927억원(+20.2%YoY)로 추정한다. 삼성에스디에스는 퍼블릭/온프레미스 클라우드 모두 제공하고 있다. 최근 삼성에스디에스는 행정안전부 추진 사업 '범정부 초거대 공통기반 구현' 사업에서 우선협상대상자로 선정되었다. 또한 국가시큐리티센터 사업의 유력 후보로도 떠오르고 있다. 생성형 AI, AI 에이전트 보급이라는 시대의 흐름은 삼성에스디에스에 유리하다. 민간 기업, 공공 기관들의 AI 에이전트 도입 사례가 증가로 클라우드 부문의 탄력적 성장 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 190,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 190,000원을 유지하고 인터넷 산업 차선후주로 제시한다. 삼성에스디에스는 현재 12MF PER 12.2배, PBR 1.0배 수준에서 거래되고 있다. 매수 가능한 밸류라 판단한다. 현재 보유한 6조원의 현금 활용에 대한 로드맵 연내 제시될 것으로 기대한다. 작년 11월 매입한 구미 토지에는 GPU 중심 IDC 건설을 계획하고 있는 것으로 파악된다. 장기적으로 국내 CSP 수요에 대응하기 위한 투자로 예상하며 캡티브 중심 클라우드 전환 이후에도 성장 동력을 확보할 수 있을 것이라 판단한다.

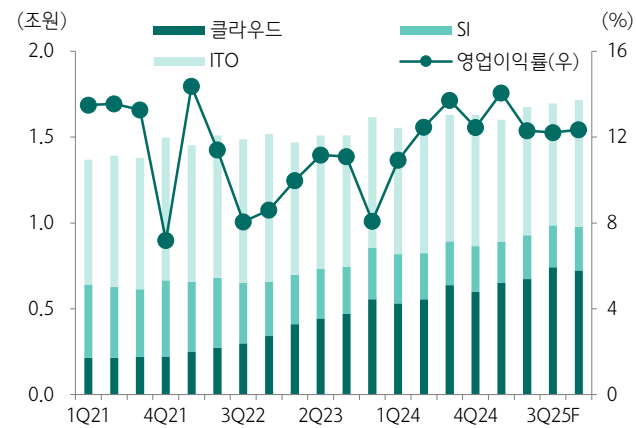
도표 1. 삼성에스디에스 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액	3,247.3	3,369.0	3,569.7	3,642.3	3,489.8	3,499.7	3,492.7	3,580.9	13,828.2	14,063.0
YoY(%)	(4.5)	2.4	11.3	7.9	7.5	3.9	(2.2)	(1.7)	4.2	1.7
IT서비스	1,553.6	1,586.4	1,629.6	1,631.9	1,600.4	1,676.0	1,696.4	1,716.8	6,401.5	6,689.6
YoY(%)	5.7	5.0	8.0	1.0	3.0	5.6	4.1	5.2	4.8	4.5
클라우드	530.8	556.0	637.0	599.7	652.9	673.4	742.1	724.4	2,323.5	2,792.7
YoY(%)	29.5	25.1	35.3	7.9	23.0	21.1	16.5	20.8	23.5	20.2
CSP	188.4	209.5	236.8	230.9	267.1	268.2	284.2	277.1	865.6	1,096.5
MSP	254.7	248.1	294.2	264.6	284.3	291.3	335.2	326.7	1,061.6	1,237.6
SaaS	87.7	98.4	106.0	104.2	101.5	113.9	122.7	120.6	396.3	458.7
SI	288.1	267.8	256.5	266.2	235.6	254.6	243.8	253.0	1,078.6	987.0
ITO	734.7	762.6	736.1	766.0	711.9	748.1	710.5	739.4	2,999.4	2,909.9
물류	1,693.7	1,782.6	1,940.1	2,010.4	1,889.4	1,823.7	1,796.3	1,864.1	7,426.8	7,373.4
YoY(%)	(12.3)	0.1	14.2	14.2	11.6	2.3	(7.4)	(7.3)	3.6	(0.7)
매출총이익	490.3	499.6	515.9	506.6	545.7	528.5	519.8	527.6	2,012.3	2,121.6
YoY(%)	11.4	12.7	16.7	7.6	11.3	5.8	0.8	4.2	12.0	5.4
매출총이익률(%)	15.1	14.8	14.5	13.9	15.6	15.1	14.9	14.7	14.6	15.1
영업이익	225.9	220.9	252.8	211.5	268.5	248.0	234.2	239.9	911.1	990.6
YoY(%)	16.3	7.1	30.9	(1.4)	18.9	12.3	(7.3)	13.4	12.7	8.7
영업이익률(%)	7.0	6.6	7.1	5.8	7.7	7.1	6.7	6.7	6.6	7.0
당기순이익	216.9	190.5	185.8	196.3	217.7	205.2	196.3	202.5	789.5	821.7
YoY(%)	4.1	11.8	5.2	34.4	0.4	7.7	5.7	3.2	12.6	4.1
당기순이익률(%)	6.7	5.7	5.2	5.4	6.2	5.9	5.6	5.7	5.7	5.8
지배주주지분 순이익	210.9	176.6	179.7	189.8	211.5	199.4	190.8	196.8	757.0	798.4
비지배주주지분 순이익	6.0	13.9	6.1	6.5	6.2	5.8	5.6	5.7	32.5	23.3

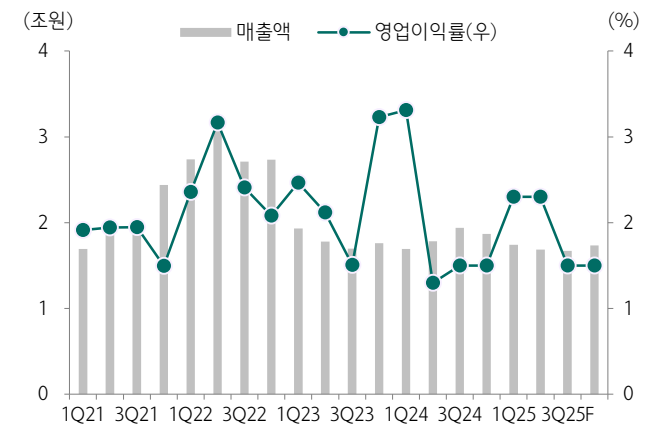
자료: 하나증권

도표 2. IT 서비스 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



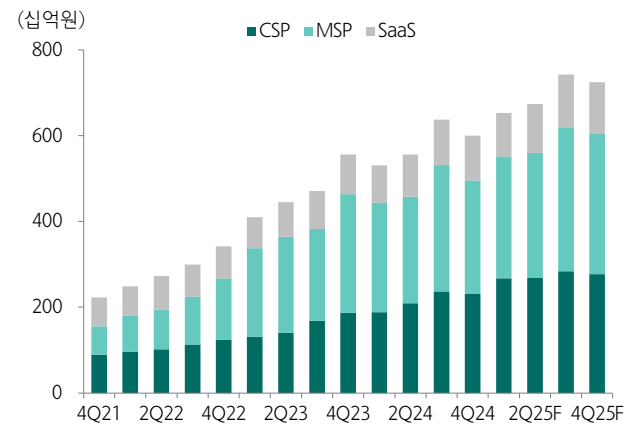
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 3. 물류 부문 분기별 매출, 영업이익률 추이



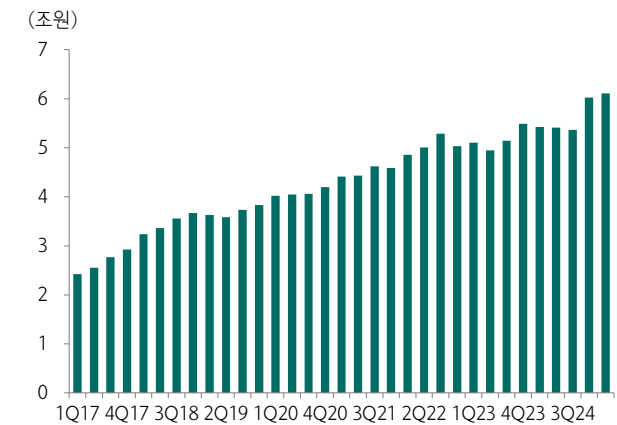
자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 4. 클라우드 부문 분기별 매출 추이



자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 5. 현금 및 현금성자산 보유 추이



주: 현금 및 현금성자산 + 단기금융자산

자료: 삼성에스디에스, 하나증권

도표 6. 삼성에스디에스 고성능 GPU(H100) 제공

H100 GPU 서버 제공

삼성 클라우드 플랫폼 GPU 서버

GPU를 1, 2, 4, 8장 단위로 가상화하여 제공하는 서비스

더 알아보기 >

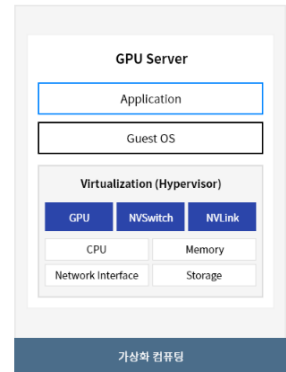
GPU Type NVIDIA A100, H100, L40S GPU 중 원하는 GPU 타입을 1개씩 자유롭게 선택할 수 있습니다.

GPU 가상화 NVIDIA MIG(Multi-Instance GPU) 기능을 통해 하나의 GPU를 최대 7개의 서로 독립된 인스턴스로 분할하여 다양한 워크로드를 동시에 실행하고 자원 간섭을 최소화하여 활용률을 극대화할 수 있습니다.

고성능 통신 8장의 A100 또는 H100 GPU 사용시, NVSwitch 기반으로 GPUDirect P2P를 구성하며 GPU간 병목 없는 고속 통신이 가능합니다.

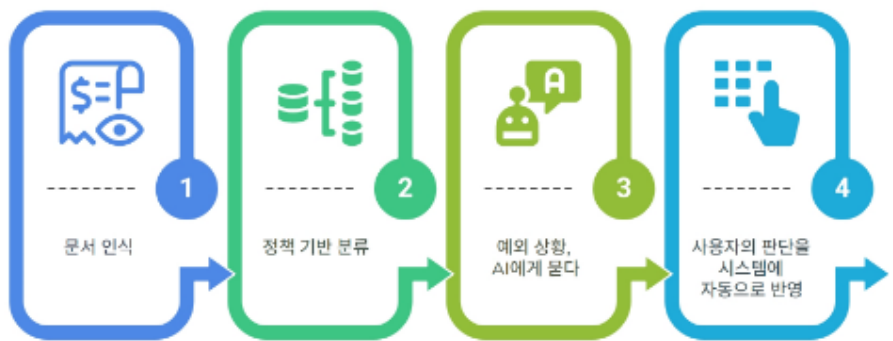
스토리지 GPU 서버는 블록 스토리지(SSD)가 기본 OS용으로 제공되고, 이와 파일 스토리지, 오브젝트 스토리지도 사용 가능합니다.

워크로드 중소 규모 딥러닝/LLM 모델 학습 및 서빙용으로 추천합니다.



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

도표 7. 브리티 오토메이션 자동화 4단계



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

도표 8. Private/Dedicated 클라우드 서비스

Private/Dedicated 클라우드



자료: 삼성에스디에스. 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	13,276.8	13,828.2	14,063.0	14,598.8	15,278.5
매출원가	11,480.7	11,815.9	11,941.4	12,358.0	12,837.5
매출총이익	1,796.1	2,012.3	2,121.6	2,240.8	2,441.0
판매비	987.9	1,101.2	1,130.9	1,199.1	1,275.5
영업이익	808.2	911.1	990.7	1,041.7	1,165.6
금융손익	147.5	173.7	141.5	176.9	208.3
중속/관계기업손익	6.4	3.1	5.5	5.5	5.5
기타영업외손익	23.4	14.9	1.2	0.0	0.0
세전이익	985.5	1,102.8	1,138.9	1,224.0	1,379.3
법인세	284.2	313.3	317.2	340.9	384.1
계속사업이익	701.3	789.5	821.7	883.2	995.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	701.3	789.5	821.7	883.2	995.2
비지배주주지분 손이익	7.9	32.5	23.3	25.0	28.2
지배주주순이익	693.4	757.0	798.4	858.1	967.0
지배주주지분포괄이익	682.3	901.6	830.1	863.5	973.1
NOPAT	575.2	652.3	714.8	751.6	841.0
EBITDA	1,420.8	1,518.1	1,545.1	1,451.1	1,469.6
성장성(%)					
매출액증가율	(22.96)	4.15	1.70	3.81	4.66
NOPAT증가율	(37.10)	13.40	9.58	5.15	11.89
EBITDA증가율	(0.52)	6.85	1.78	(6.08)	1.27
영업이익증가율	(11.78)	12.73	8.74	5.15	11.89
(지배주주)순이익증가율	(36.95)	9.17	5.47	7.48	12.69
EPS증가율	(36.95)	9.16	5.47	7.48	12.69
수익성(%)					
매출총이익률	13.53	14.55	15.09	15.35	15.98
EBITDA이익률	10.70	10.98	10.99	9.94	9.62
영업이익률	6.09	6.59	7.04	7.14	7.63
계속사업이익률	5.28	5.71	5.84	6.05	6.51

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,962	9,783	10,318	11,090	12,497
BPS	111,913	120,638	128,433	136,624	146,222
CFPS	19,509	21,716	20,328	18,753	19,063
EBITDAPS	18,362	19,619	19,969	18,753	18,992
SPS	171,585	178,711	181,745	188,669	197,454
DPS	2,700	2,900	2,900	2,900	2,900
주가지표(배)					
PER	18.97	13.06	12.96	12.06	10.70
PBR	1.52	1.06	1.04	0.98	0.91
PCR	8.71	5.89	6.58	7.13	7.01
EV/EBITDA	6.23	3.44	2.79	2.27	1.56
PSR	0.99	0.72	0.74	0.71	0.68
재무비율(%)					
ROE	8.22	8.42	8.29	8.37	8.84
ROA	5.71	5.92	5.91	6.07	6.46
ROIC	15.84	17.28	20.05	24.15	30.59
부채비율	37.27	36.40	33.29	32.35	31.22
순부채비율	(51.51)	(51.93)	(59.80)	(65.65)	(70.21)
이자보상배율(배)	21.15	18.23	19.75	20.87	23.35

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,160.3	9,003.8	10,049.5	11,228.0	12,413.7
금융자산	5,491.2	6,024.0	7,120.1	8,156.4	9,199.0
현금성자산	1,787.7	1,668.8	2,838.3	3,666.8	4,500.3
매출채권	1,482.4	1,720.3	1,691.3	1,773.3	1,856.0
재고자산	23.5	19.0	18.7	19.6	20.5
기타유동자산	1,163.2	1,240.5	1,219.4	1,278.7	1,338.2
비유동자산	4,160.7	4,234.5	3,709.3	3,305.1	3,006.5
투자자산	144.7	156.3	154.2	159.5	164.8
금융자산	33.5	45.4	45.2	45.2	45.2
유형자산	1,654.4	1,773.9	1,379.1	999.8	724.8
무형자산	818.9	814.1	792.3	762.2	733.2
기타비유동자산	1,542.7	1,490.2	1,383.7	1,383.6	1,383.7
자산총계	12,321.0	13,238.3	13,758.8	14,533.1	15,420.3
유동부채	2,391.9	2,495.4	2,443.5	2,543.6	2,644.5
금융부채	211.3	266.5	269.3	269.3	269.3
매입채무	692.6	707.3	695.4	729.2	763.1
기타유동부채	1,488.0	1,521.6	1,478.8	1,545.1	1,612.1
비유동부채	953.6	1,037.5	993.3	1,008.6	1,023.9
금융부채	656.5	717.0	678.3	678.3	678.3
기타비유동부채	297.1	320.5	315.0	330.3	345.6
부채총계	3,345.5	3,532.9	3,436.7	3,552.2	3,668.4
지배주주지분	8,658.0	9,333.1	9,936.3	10,570.0	11,312.7
자본금	38.7	38.7	38.7	38.7	38.7
자본잉여금	1,297.5	1,297.5	1,297.5	1,297.5	1,297.5
자본조정	78.8	61.1	62.1	62.1	62.1
기타포괄이익누계액	(203.8)	(59.1)	(31.1)	(31.1)	(31.1)
이익잉여금	7,446.9	7,995.0	8,569.1	9,202.9	9,945.6
비지배주주지분	317.6	372.3	385.8	410.9	439.1
자본총계	8,975.6	9,705.4	10,322.1	10,980.9	11,751.8
순금융부채	(4,623.4)	(5,040.5)	(6,172.6)	(7,208.9)	(8,251.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,460.8	1,238.0	1,056.1	1,308.7	1,320.9
당기순이익	701.3	789.5	821.7	883.2	995.2
조정	865.6	700.2	574.5	403.9	303.9
감가상각비	612.6	607.0	554.5	409.4	303.9
외환거래손익	(4.9)	(32.5)	(0.1)	0.0	0.0
지분법손익	(6.4)	(3.1)	(5.5)	(5.5)	0.0
기타	264.3	128.8	25.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(106.1)	(251.7)	(340.1)	21.6	21.8
투자활동 현금흐름	(622.1)	(1,068.8)	25.7	(207.6)	(214.5)
투자자산감소(증가)	329.8	(8.5)	7.6	0.2	(5.3)
자본증가(감소)	(450.7)	(472.9)	(59.7)	0.0	0.0
기타	(501.2)	(587.4)	77.8	(207.8)	(209.2)
재무활동 현금흐름	(248.7)	(423.4)	(54.9)	(224.3)	(224.3)
금융부채증가(감소)	(1.2)	115.8	(36.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(323.4)	205.5	0.0	0.0
배당지급	(247.5)	(215.8)	(224.3)	(224.3)	(224.3)
현금의 증감	590.0	(118.9)	1,348.8	828.5	833.5
Unlevered CFO	1,509.6	1,680.3	1,572.9	1,451.1	1,475.0
Free Cash Flow	1,010.1	763.3	996.2	1,308.7	1,320.9

2025년 5월 28일 | 기업분석_Report

Not Rated

현재주가(5.28) 48,750원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	727.11
52주 최고/최저(원)	83,000/39,100
시가총액(십억원)	601.3
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	12,335.3
60일 평균 거래량(천주)	93.5
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
외국인지분율(%)	4.14
주요주주 지분율(%)	
삼성에스디에스 외 1인	39.89
국민연금공단	7.14

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	92	102
영업이익(십억원)	8	13
순이익(십억원)	6	10
EPS(원)	512	835
BPS(원)	7,758	8,650

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023	2024
매출액	47	59	63	79
영업이익	7	6	5	9
세전이익	7	8	(27)	20
순이익	5	6	(27)	19
EPS	502	578	(2,385)	1,613
증감율	45.5	15.1	적전	흑전
PER	40.5	22.8	(28.9)	40.0
PBR	5.3	2.9	27.3	8.9
EV/EBITDA	21.4	16.4	100.3	66.5
ROE	13.0	12.7	(94.5)	21.0
BPS	3,833	4,519	2,524	7,276
DPS	0	0	0	0



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

엠로 (058970)

하반기 추가 레퍼런스 기대

글로벌 SaaS 기대

엠로는 공급망관리(SRM) AI SW 전문 기업이다. 2024년 연간 매출액은 795억원(+25.8%YoY), 이번 1분기 매출액은 206억원(+41.0%YoY)으로 고성장 시현하고 있다. 1분기 말 기준 주주 잔고는 1,040억원(+41.5%YoY)으로 매출 인식까지 6~8개월 리드 타임이 소요됨을 감안하면 안정적 성장이 보장되어있다. 국내 주요 제조 기업들을 모두 고객사로 보유하고 있으며 국내에서 공급망관리 SaaS 분야를 본격적으로 개척한 결과다. 엠로의 SRM 도입으로 기업들은 구매 원가 3~5% 절감, 업무 시간 50% 감소, 업무 처리비용 30% 절감의 경제적 효과를 누릴 수 있다. 2024년 기준 AI 매출의 비중은 10%이며 2027년까지 20%로 2배 확대를 목표로 한다. 글로벌 SaaS 시장에서 유의미한 성과를 낼 수 있는 국내 유일 SW 기업이며 향후 레퍼런스 가속화와 매출의 고성장을 기대해 볼 수 있는 시점이다.

케이던시아, 3번째 계약 체결

2023년 삼성에스디에스에 피인수되었으며 삼성에스디에스 아메리카가 엠로의 SRM '케이던시아'의 글로벌 영업을 담당하고 있다. 12월 미국 전자 제조회사 플렉서스와 첫 번째 계약을 체결했고 올해 3월 미국 공조 업체 모다인과 두번째 계약을 체결했다. 4월에는 글로벌 탑 PC 제조회사와 계약을 체결하며 손조로운 흐름을 보이고 있다. 초기 모듈 계약 규모가 크지 않고, 계약 후에도 구축/영업에 대해 삼성에스디에스와 수익을 쉐어하는 형태기에 엠로의 매출 성장으로 즉시 이어지진 않을 것으로 예상된다. 다만 국내에서 성장한 방식과 같이 글로벌에서도 레퍼런스를 바탕으로 고객사를 확대해간다면 1) 기존 고객사의 모듈 확대 계약, 2) 신규 고객사 계약이 얹혀지며 가파르게 로열티 수익을 증가시킬 수 있다. 삼성에스디에스, 오나인솔루션즈와 함께 글로벌에서 IT, 방산, 에너지 및 기타 제조 기업을 대상으로 영업을 진행하고 있어 연내 추가 계약 소식이 이어질 것으로 기대한다.

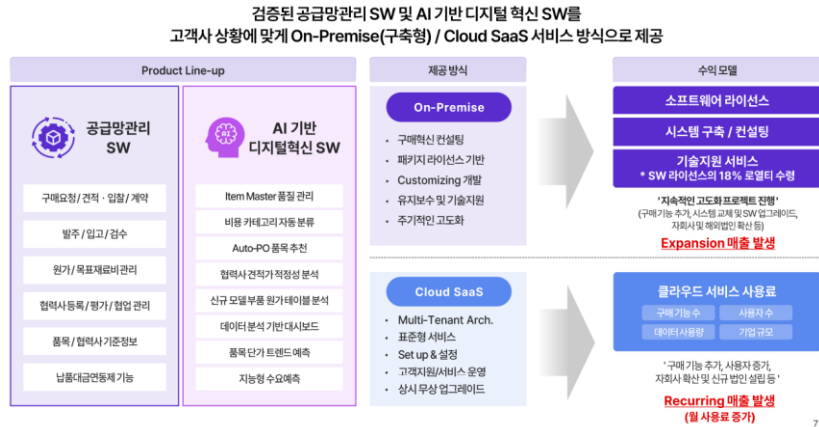
성장과 주가의 트리거는 케이던시아

엠로는 현재 12MF PSR 6.2배, PER 75배로 높은 멀티플을 부여받고 있다. 이미 글로벌 SaaS에 대한 기대감이 주가에 반영되어 있다고 해석하며 추가 상승을 위해서는 시장이 기대하는 이상의 레퍼런스 축적이 확인될 필요가 있다. 2025년 AI 에이전트의 도입은 기업들에게 성장과 동시에 효율성을 추구하도록 하는 계기가 되고 있다. 트럼프 정부가 주도하는 미국의 보호무역주의, 리쇼어링 정책은 엠로에 수혜로 작용할 가능성이 높다. 특히 임금 상승 등 비용 구조 압박을 받는 제조 기업 입장에서 타 부분의 효율화를 통해 비용 증가분을 상쇄하려는 수요가 증가할 것으로 예상된다. 이러한 흐름 속에 케이던시아를 포함한 SRM SW가 대안이 될 수 있다. 현재까지 케이던시아는 글로벌에서 3번째 계약을 체결했으며 향후 추가 수주로 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

도표 5. 엠로 BM

03 | 매력적인 비즈니스 모델

emro



자료: 엠로, 하나증권

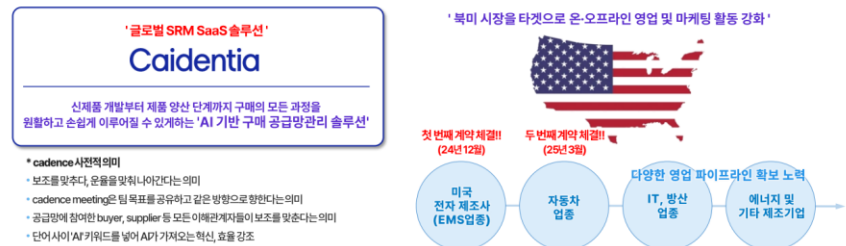
도표 6. 엠로 글로벌 사업 현황

02 | 글로벌 SRM SaaS 플랫폼 사업

emro

글로벌 SRM SaaS 플랫폼 'Caidentia(케이던시아)' 해외 사업 순항 중

- 24년 12월 미국 전자 제조사(EMS 업종, Electronics Manufacturing Service)와 'Caidentia(케이던시아)' 첫 번째 계약 체결, 25년 3월 미국 열 관리 솔루션 업체와 두 번째 계약 체결
- 현재 북미 시장을 타겟으로 온-오프라인 영업 및 마케팅 활동을 강화하며 IT, 자동차, 방산, 에너지 등 그와 제조기업을 중심으로 집중적인 영업 실행 중
- 엠로의 구매 공급망관리 소프트웨어에 대한 글로벌 경쟁력은 의미있게 입증되고 있으며, 25년 다양한 글로벌 고객사 확보를 위해 적극적인 영업·마케팅 활동 진행
 - 25년 5월 '가트너 공급망 심포지엄/엑스포(Gartner Supply Chain Symposium/Xpo)'에 삼성SDS와 함께 참가해 글로벌 영업 리드 발굴 계획



자료: 엠로, 하나증권

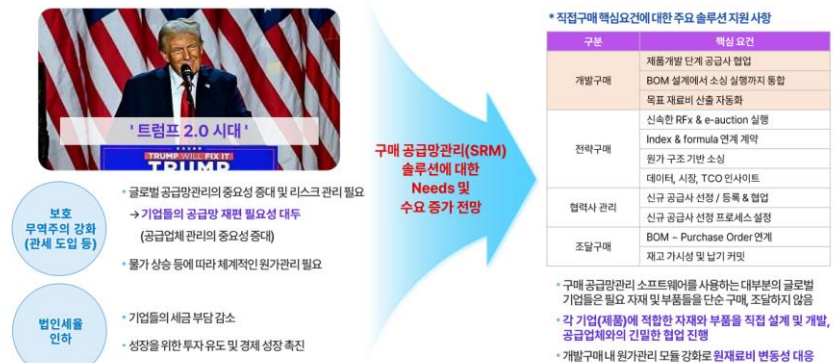
도표 7. 트럼프 보호무역주의, 리쇼어링

04 | 글로벌 구매 공급망관리 솔루션 시장의 환경 변화

emro

구매 공급망관리(SRM) 솔루션 시장의 후호적 환경 조성

- 미국 트럼프 대통령 재선으로 향후 보호무역주의(관세 도입) 강화 및 법인세를 인하 전망 → 글로벌 공급망관리의 중요성 증대 및 리스크 관리 필요, 기업들의 공급망 재편 필요
- 엠로는 소프트웨어 기업으로서 글로벌 관세 분쟁에 따른 직접적인 영향은 없을 것으로 전망



자료: 엠로, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	45	47	59	63	79
매출원가	28	27	36	39	47
매출총이익	17	20	23	24	32
판매비	10	13	16	19	24
영업이익	6	7	6	5	9
금융손익	(3)	(0)	0	(30)	11
종속/관계기업손익	(0)	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	1	(1)	(0)
세전이익	4	7	8	(27)	20
법인세	0	1	1	(1)	1
계속사업이익	4	5	7	(26)	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	4	5	7	(26)	19
비지배주주지분 손이익	0	(0)	0	0	(0)
지배주주순이익	4	5	6	(27)	19
지배주주지분포괄이익	4	7	7	(28)	17
NOPAT	6	5	5	5	8
EBITDA	9	9	10	8	12
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	4.4	25.5	6.8	25.4
NOPAT증가율	N/A	(16.7)	0.0	0.0	60.0
EBITDA증가율	N/A	0.0	11.1	(20.0)	50.0
영업이익증가율	N/A	16.7	(14.3)	(16.7)	80.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	25.0	20.0	적전	흑전
EPS증가율	N/A	45.5	15.1	적전	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	37.8	42.6	39.0	38.1	40.5
EBITDA이익률	20.0	19.1	16.9	12.7	15.2
영업이익률	13.3	14.9	10.2	7.9	11.4
계속사업이익률	8.9	10.6	11.9	(41.3)	24.1

투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
주당지표(원)					
EPS	345	502	578	(2,385)	1,613
BPS	1,523	3,833	4,519	2,524	7,276
CFPS	1,029	1,032	1,086	1,029	1,331
EBITDAPS	903	872	862	722	998
SPS	4,349	4,357	5,275	5,634	6,889
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	17.1	40.5	22.8	(28.9)	40.0
PBR	3.9	5.3	2.9	27.3	8.9
PCFR	5.7	19.7	12.1	67.1	48.5
EV/EBITDA	7.4	21.4	16.4	100.3	66.5
PSR	1.4	4.7	2.5	12.2	9.4
재무비율(%)					
ROE	25.5	13.0	12.7	(94.5)	21.0
ROA	9.6	9.7	8.7	(29.2)	18.2
ROIC	31.2	38.0	10.5	17.6	29.2
부채비율	162.2	33.6	44.6	217.5	15.1
순부채비율	34.2	(46.5)	18.1	129.3	(21.9)
이자보상배율(배)	12.0	22.5	462.4	4.1	8.5

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	16	33	18	27	37
금융자산	5	20	4	11	22
현금성자산	4	19	4	11	22
매출채권	5	8	9	6	7
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	6	5	5	10	8
비유동자산	21	23	56	64	66
투자자산	2	5	4	4	2
금융자산	2	5	4	4	2
유형자산	7	8	39	13	14
무형자산	9	9	8	7	9
기타비유동자산	3	1	5	40	41
자산총계	37	56	74	92	102
유동부채	13	12	11	60	9
금융부채	8	0	3	47	1
매입채무	2	2	3	3	1
기타유동부채	3	10	5	10	7
비유동부채	10	2	11	3	4
금융부채	1	0	10	1	2
기타비유동부채	9	2	1	2	2
부채총계	23	14	23	63	13
지배주주지분	14	42	51	28	88
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	6	22	21	21	66
자본조정	(2)	2	2	7	5
기타포괄이익누계액	0	2	2	2	0
이익잉여금	8	13	20	(7)	11
비지배주주지분	0	0	0	1	1
자본총계	14	42	51	29	89
순금융부채	5	(19)	9	37	(19)

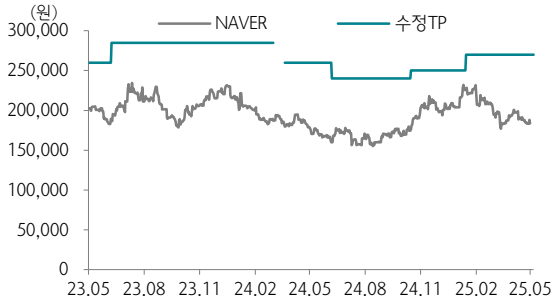
현금흐름표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	6	5	6	7	14
당기순이익	4	5	7	(26)	19
조정	7	6	3	37	(5)
감가상각비	3	3	3	3	3
외환거래손익	0	0	0	0	0
지분법손익	(0)	0	0	0	0
기타	4	3	0	34	(8)
영업활동 자산부채변동	(5)	(6)	(4)	(4)	(0)
투자활동 현금흐름	(1)	(3)	(34)	(3)	(8)
투자자산감소(증가)	(2)	(4)	1	1	2
자본증가(감소)	(1)	(1)	(32)	(1)	(5)
기타	2	2	(3)	(3)	(5)
재무활동 현금흐름	(2)	14	13	3	5
금융부채증가(감소)	9	(9)	12	(29)	(48)
자본증가(감소)	8	17	2	0	45
기타재무활동	(19)	6	(1)	32	8
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	3	16	(16)	7	11
Unlevered CFO	11	11	12	12	15
Free Cash Flow	5	3	(26)	5	9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER

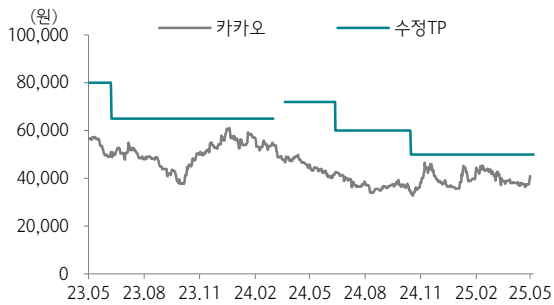


날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.2.10	BUY	270,000		
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%

담당자 변경

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

카카오

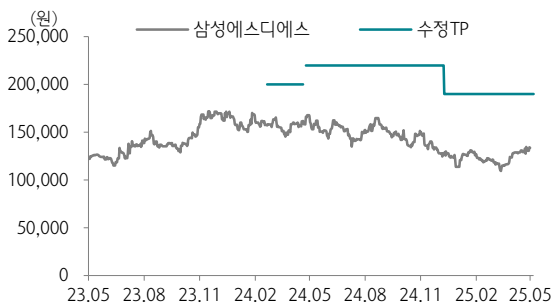


날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.11	BUY	50,000		
24.7.9	BUY	60,000	-37.43%	-28.75%
24.4.16	BUY	72,000	-37.65%	-30.83%

담당자 변경

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성에스디에스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.5	BUY	190,000		
24.5.21	BUY	220,000	-32.64%	-23.64%

담당자 변경

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

엠로



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.3.18	Not Rated	-		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 5월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 5월 28일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 25일