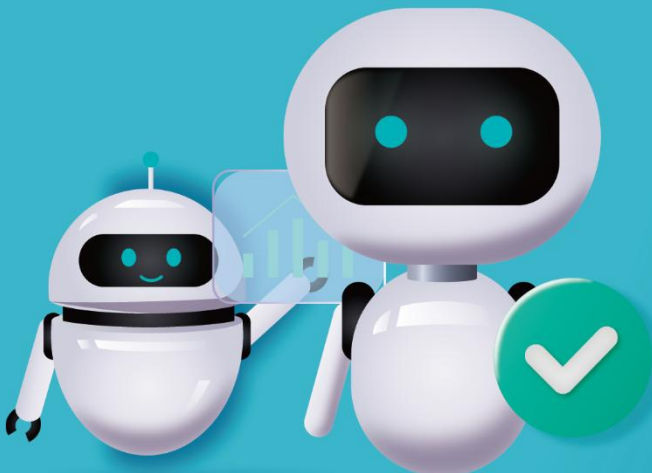


AI로



도움을

받자는 것



[인터넷 / 게임 / AI]
김동우 수석연구원

20210135@iprovest.com

발간일자 2026.04.14

CONTENTS

- 3 Summary
- 4 Key Chart
- 9 1. 데이터로 보는 AI 산업의 수익화 요소
 - 1-1. 토큰 수요 증가 = 수익화 요소 = 컴퓨팅 수요
 - 1-2. Case Study: 4개 주요 모델 메이커들의 수익화 현황
 - 1-3. AI로 돈을 버는 3+1 가지 방법: API, 광고, 구독, 그리고 종량제
- 29 2. 국내 AI 인프라 업체들의 성장 기회
 - 2-1. 공공 AI 인프라 사업
 - 2-2. 국내 기업들의 AX와 글로벌 빅테크 투자 증가
 - 2-3. 블록체인: 금융권 백엔드 투자 & 에이전트 결제
- 47 3. 종목분석
 - LG CNS (064400.KS)
 - 삼성에스디에스 (018260.KS)
 - 롯데이노베이트 (286940.KS)
 - NAVER (035420.KS)
 - 카카오 (035720.KS)
 - 카카오페이 (377300.KS)
 - NHN (181710.KS)
 - NHN KCP (060250.KQ)

Summary

AI로 돈을 번다는 것

모델 메이커들의 BM 지속 가능성에 대해, 1) Agentic AI 발달에 따라 고부가가치 토큰 호출량 증가, 2) 경량화/저비용 모델의 발달, 그리고 이들을 혼합한 Orchestration의 고도화로 총 토큰 생성량의 대규모 증가가 모델 메이커들의 수익 요소로 작용할 것이라고 판단. 구체적으로 유저 이용 행태에 적합한 BM 개발 (API 호출 수수료, 광고, 종량제 도입, 구독 Tier 구분)을 통해 중기적으로 매출 고성장뿐 아니라 수익성 확보도 가능할 것이라고 전망. (Anthropic, OpenAI, Alphabet, MiniMax BM에 대한 4가지 Case Study 참고)

국내 AI 인프라 업체들의 성장 기회

이러한 토큰 생성량 및 컴퓨팅 수요 급증 추이 속에서 국내 AI 인프라 업체들은 중장기적 수혜 가능할 것이라고 판단. 대규모의 컴퓨팅 투자 필요로 하는 모델 메이커들의 이익 및 현금흐름은 BM 최적화를 통해 개선될 것으로 전망하며, 투자의 주체가 되고 있는 주요 빅테크들의 Free Cash Flow는 CapEx 급증에도 불구하고 균형을 이루고 있음. 이 상황 하에서 주요 빅테크 혹은 신규 AI 사업자들의 국내 및 아시아 지역 데이터센터 투자가 증가하고 있으며, 이는 국내 SI 업체들의 전반적인 DBO 및 MSP 사업 수요 증가로 이어질 것으로 전망.

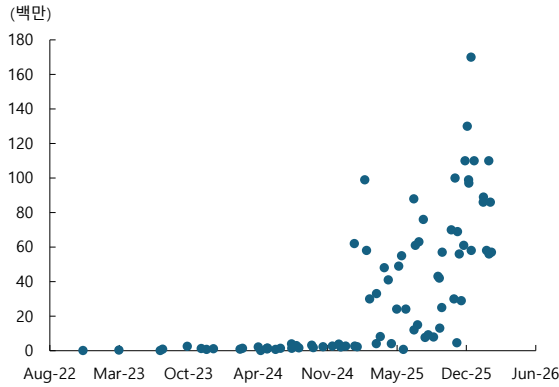
또, 중장기적으로 금융권 백엔드 인프라로서의 RWA 도입은 LG CNS, 삼성 SDS 등 SI 업체들에게 모멘텀으로 작용할 것으로 전망. RWA의 금융권 백엔드 도입은 재조정, 상대방 위험과 재조달 비용 위험을 감소시키고, 기존에 처리하던 자산 서비스 업무를 조건 충족시 자동 실행되는 코드로 대체 가능하며, 자산을 토큰화해 비현금 담보의 유연한 사용으로 금융기관의 유동성 개선 가능. 또한, 영업시간, 국가별 시차 및 환변동과 관계없이 24/7 처리와 실시간 크로스보더 결제가 가능해 국내 금융권에서도 도입 유인이 큼. 미국의 경우 SEC가 법적 틀 안에서 토큰화 증권의 허용 스탠스를 보이고, DTCC가 2H26부터 예탁 증권 토큰화 서비스를 돌아옴하겠다고 밝혀 모멘텀을 형성할 것으로 전망. 국내에서도 2026년 1월 분산원장을 법적 효력이 있는 증권 발행, 유통 기록 수단으로 인정하고 투자계약증권의 증권사 유통을 허용하는 전자증권법 및 자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과해 2H26부터 금융권 블록체인 백엔드 구축 시장이 개화할 것으로 기대. LG CNS 및 삼성 SDS 수혜 기대.

AI 에이전트 결제에 있어서는 추론형 모델, 자율형 에이전트 급부상에 더해 에이전트형의 결제 및 인증 프로토콜의 구비로 에이전트 결제 생태계가 빠르게 형성되고 있음. NAVER는 디지털 네이티브 결제(API 호출, 데이터 구매, 톨 사용료, 초소형 결제)와 실생활 상품 결제 모두 담당 가능한 완결된 결제 사업자가 될 것으로 전망. 카카오페이는 카카오펀드 내에서의 결제 에이전트 역할과 카카오페이 자체의 소비 및 자산관리, 투자, 보험 등 금융서비스 에이전트를 우선 도입하고 있으나 향후 디지털 네이티브 결제 분야에서도 대응 가능 판단. NHN KCP는 Google의 AP2 협력사로 채택되면서 PSP/정산 인프라 사업자로 기능 가능할 것.

Top Picks: LG CNS, NAVER

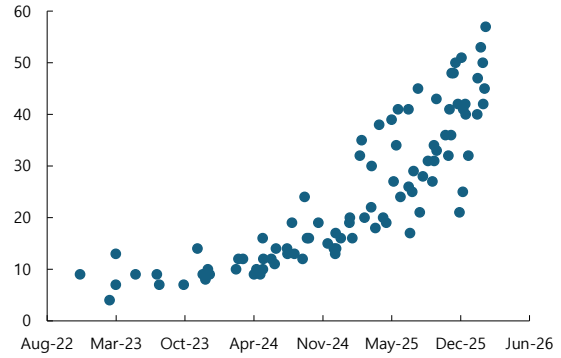
Key Chart

[도표 1] 출시 시기별 주요 Frontier Model 들의 Verbosity 추이



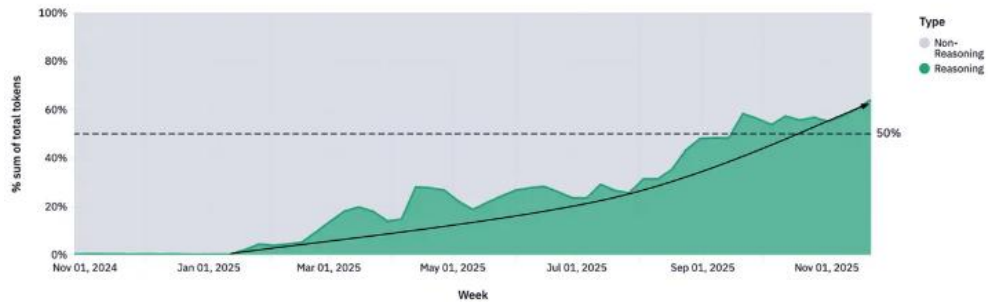
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 출시 시기별 주요 Frontier Model Intelligence Index 추이



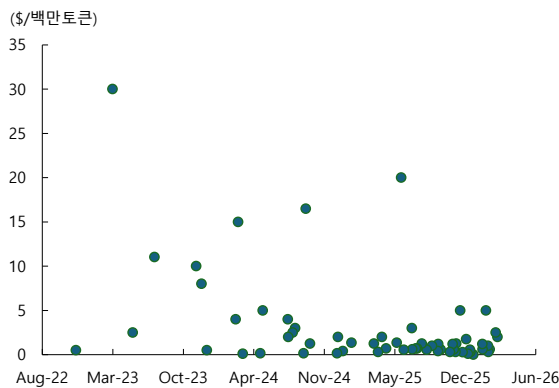
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 추론 vs 비추론 토큰 사용량 비중 추이



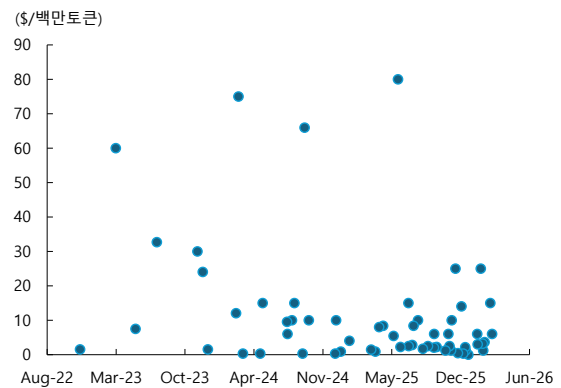
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

[도표 4] Flagship / Ultra Tier API(Input) 비용



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 5] Flagship / Ultra Tier API(output) 비용



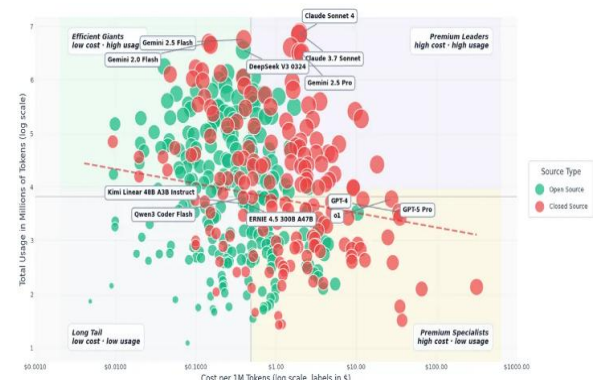
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 카테고리별 비용-토큰 사용량 분포 (2025년)



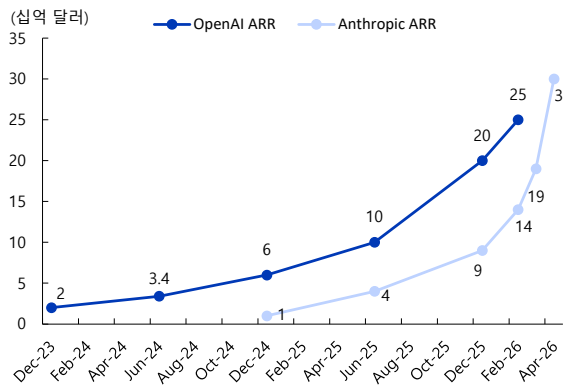
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 카테고리, 폐쇄형/오픈소스 모델별 비용-토큰 사용량



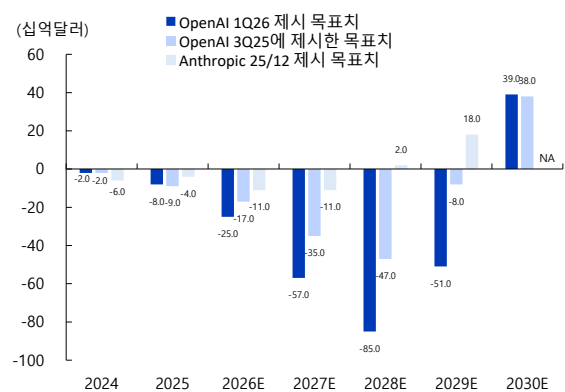
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 8] OpenAI vs Anthropic ARR 추이 및 목표치



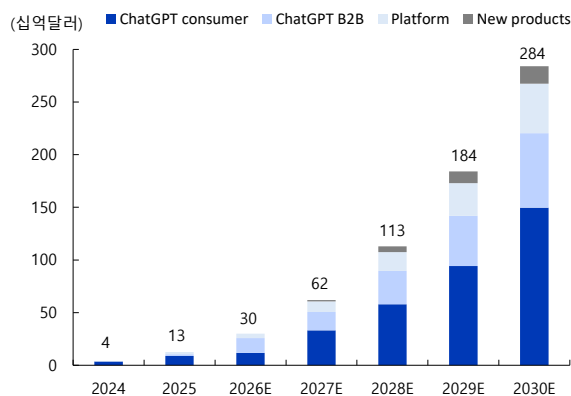
자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 9] OpenAI vs Anthropic Cash Flow 추이 및 목표치



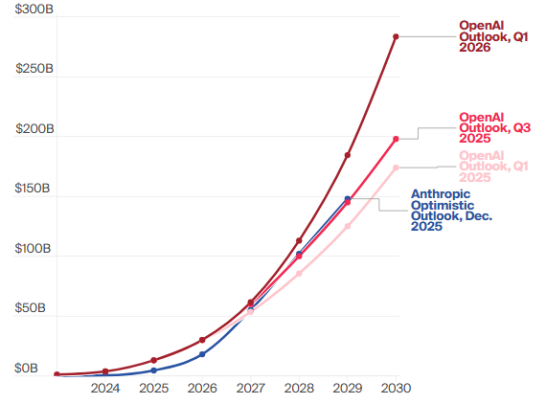
자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 10] OpenAI의 매출 추이 및 목표치



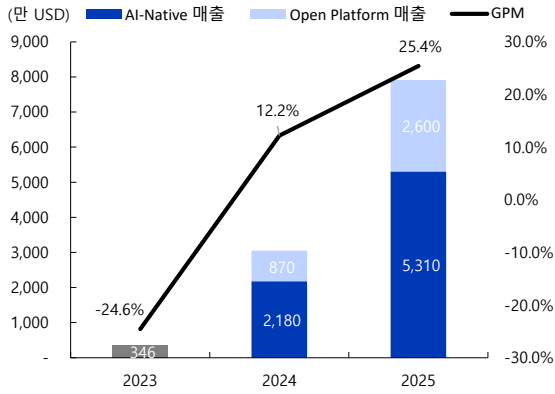
자료: OpenAI, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 11] OpenAI vs Anthropic 매출 전망치 상향 조정 추이



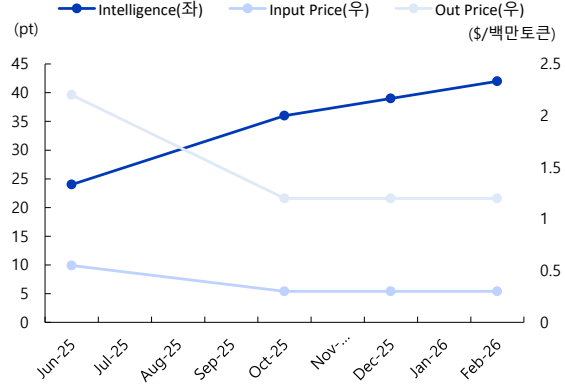
자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 12] MiniMax 부분별 매출 및 GPM 추이



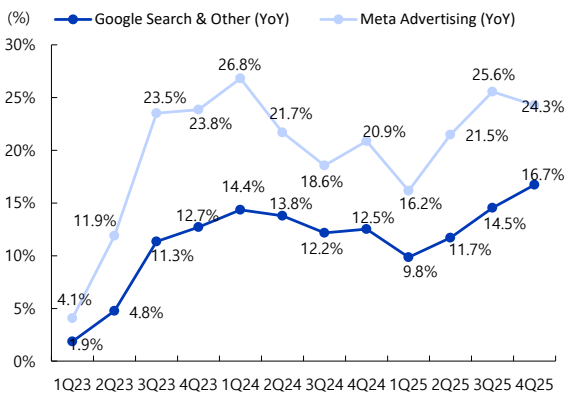
자료: MiniMax, 교보증권 리서치센터

[도표 13] MiniMax 모델별 종합 벤치마크 & 토큰 호출 비용 추이



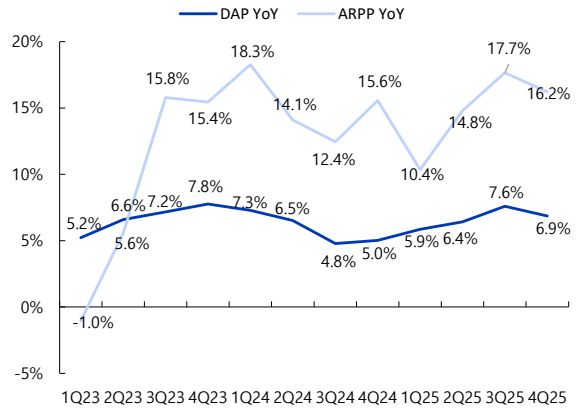
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 14] Alphabet & Meta 광고 매출 성장률(YoY) 추이



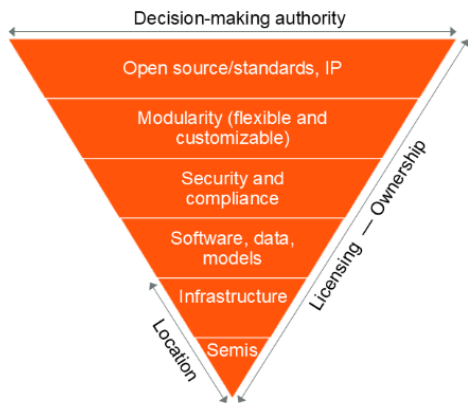
자료: Meta, Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 15] Meta DAP & ARPP YoY 성장률 추이



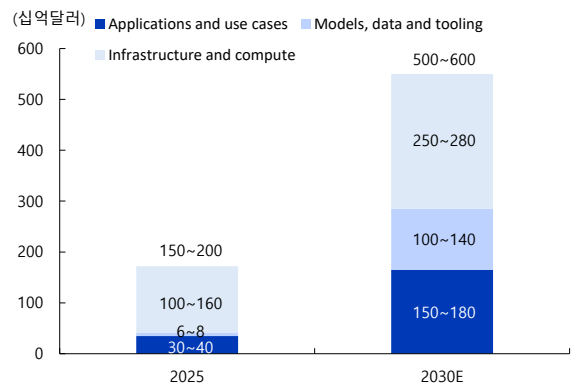
자료: Meta, 교보증권 리서치센터

[도표 16] AI Sovereignty 스택 (Gartner)



자료: Gartner, 교보증권 리서치센터

[도표 17] Sovereign AI 분야별 TAM 규모 25년 추정치 및 30년 전망



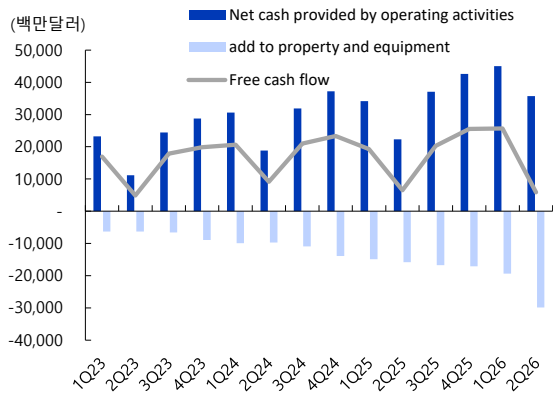
자료 McKinsey & Company, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 대한민국 인공지능 행동계획(2026년 2월) 3대 정책축 및 12개 전략분야

정책축 (3개)	세부 전략분야 (12개)	주요 목표 및 내용
AI 혁신 생태계 조성	AI 고속도로, 차세대 기술 선점, 인재 확보, AI 모델 확보, 규제 혁신	인프라 및 원천기술: 2028년까지 첨단 GPU 5만 장 확보, 국산 AI 반도체 도입 확대, AI 기본법 제정
범국가 AI 기반 대전환(AI)	산업 AI, 공공 AI, 지역 AI, 문화 강국, 국방 강국	현장 적용: 제조·금융·의료 등 전 산업의 AI화, AI 정부 서비스 구현, K-콘텐츠 AI 결합
글로벌 AI 기본사회 기여	AI 기본사회 실현, 글로벌 이니셔티브 강화	상생과 규범: AI 혜택의 보편적 확산, 글로벌 AI 거버넌스 주도, 딥페이크 등 부작용 대응

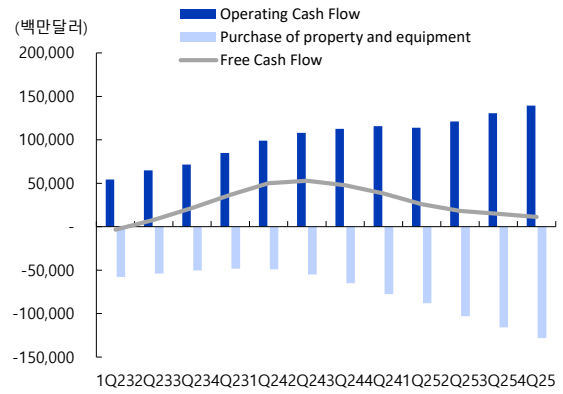
자료: 국가인공지능전략위원회, 교보증권 리서치센터.

[도표 19] Microsoft Free Cash Flow 추이



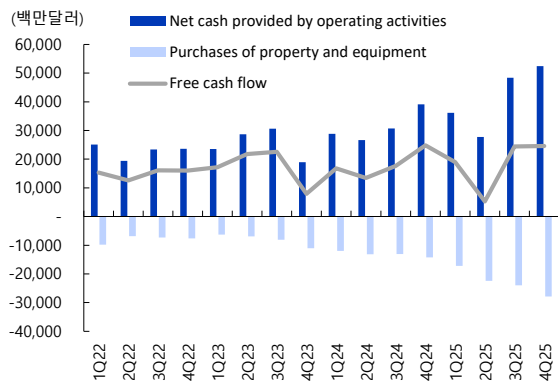
자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터

[도표 20] Amazon Trailing 12 Months Free Cash Flow 추이



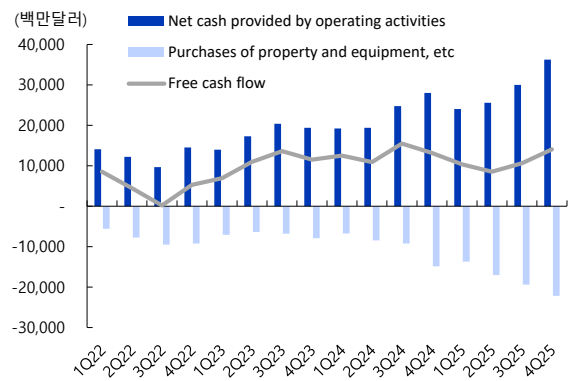
자료: Amazon, 교보증권 리서치센터

[도표 21] Alphabet Free Cash flow 추이



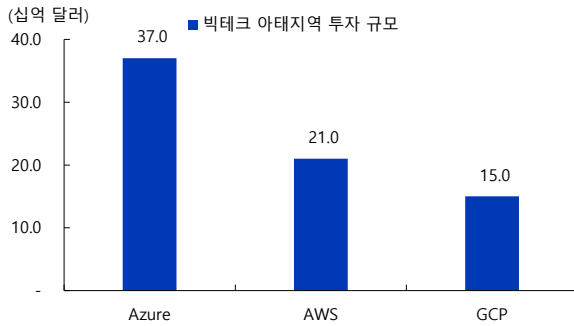
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 22] Meta Free Cash Flow 추이



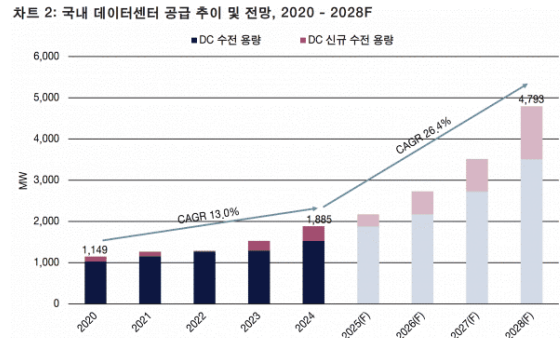
자료: Meta, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 주요 CSP 3사 아시아 지역 투자 규모 (진행/건설중)



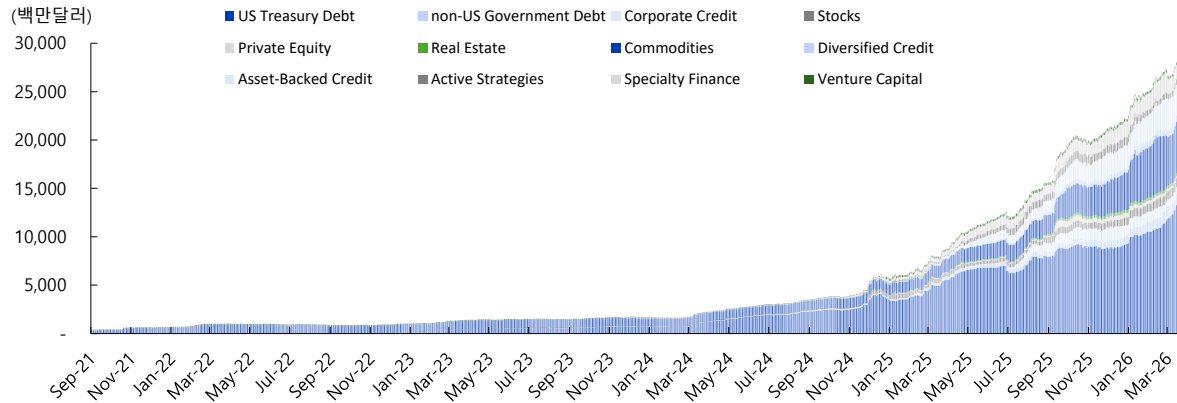
자료: 언론기사 취합, 교보증권 리서치센터. 주: 현재 진행/건설중인 프로젝트 기준

[도표 24] 국내 데이터센터 공급 추이 및 전망



자료: 세빌스코리아, 2025년 한국 데이터센터 보고서, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 자산군별 글로벌 RWA 시가총액 추이 (스테이블코인 제외 기준)



자료: rwaxyz, 교보증권 리서치센터

1. 데이터로 보는 AI 산업의 수익화 요소

1-1. 토큰 수요 증가 = 수익화 요소 = 컴퓨팅 수요

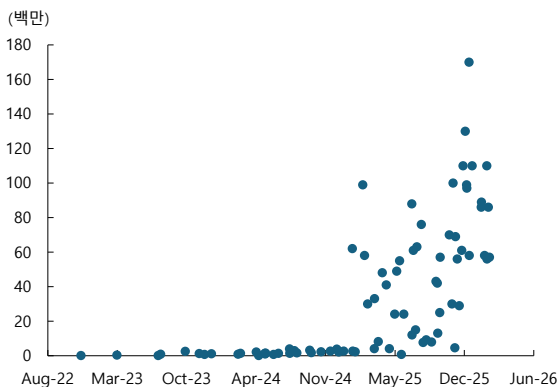
AI 기반 기술과 관련한 시장의 가장 큰 우려는 천문학적인 자본적 지출에 상응한 수익화가 가능한지 여부다. 결국 이미 Free Cash Flow 상에서 균형을 이루고 있는 CSP사들의 클라우드 서비스 매출뿐 아니라, 그 인프라를 바탕으로 파운데이션 모델을 훈련시키고 추론에 활용하는 모델 메이커들의 비즈니스 모델이 지속 가능한지가 핵심적인 질문일 것이다.

이에 대해 당사는 1) 실제로 사용되기 시작한 Agentic AI의 발달에 따른 고부가가치 토큰 호출량 증가, 2) 경량화/저비용 모델의 발달, 그리고 이를 혼합한 Orchestration의 고도화로 총 토큰 생성량의 대규모 증가가 모델 메이커들의 수익 요소로 작용한다고 판단한다. 모델메이커들은 모델 별 유저 이용 행태에 적합한 BM의 개발(API, 광고, 구독, 종량제 도입 등)을 통해 중기적으로 매출 고성장뿐 아니라 수익성 확보도 가능할 것이라고 전망한다.

NVIDIA가 4Q25 실적발표 QnA에서 향후 컴퓨팅 투자 수요의 지속 가능성에 대한 투자자 우려에 대해 “우리는 Agentic AI의 변곡점과 전 세계의 기업에서 에이전트의 유용성을 목격했다. 이 새로운 AI 세상에서 컴퓨팅은 곧 수익이다. 컴퓨팅 없이는 토큰을 생성할 수 없고, 토큰 없이는 수익을 늘릴 수 없다.”라고 표현한 것과 일맥상통한다.

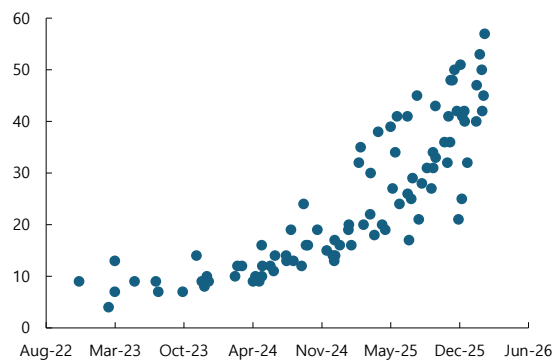
실제로 Artificial Analysis 데이터에 따르면, 다단계 사고에 기반한 추론을 수행하는 o1 출시 이후 추론 모델이 다수 출시 및 채택되고 Agentic AI가 본격적으로 부각되면서 1H25부터 모델들의 Verbosity와 Intelligence Index는 급격히 상승하였으며 2개의 지표는 대체로 양의 상관관계를 보인다. 추론 능력에 대한 집중적인 투자를 통해 1H25를 기점으로 선두 AI 모델들의 성능(벤치마크 점수)이 증가하고, 그와 더불어 일정 성능을 내기 위해 투입되는 토큰량도 증가한 것이다.

[도표 26] 출시 시기별 주요 Frontier Model들의 Verbosity 추이



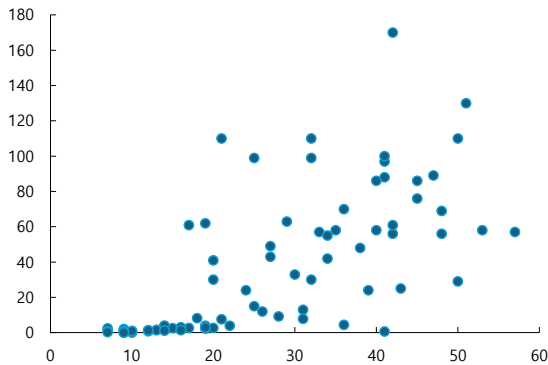
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 출시 시기별 주요 Frontier Model Intelligence Index



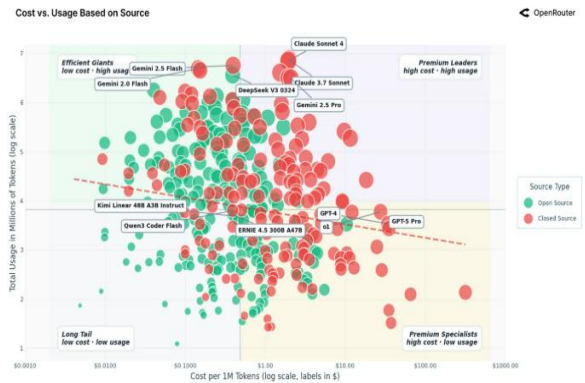
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 28] Intelligence Index - Verbosity 관계



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 오픈소스 vs 폐쇄형 모델 이용 행태

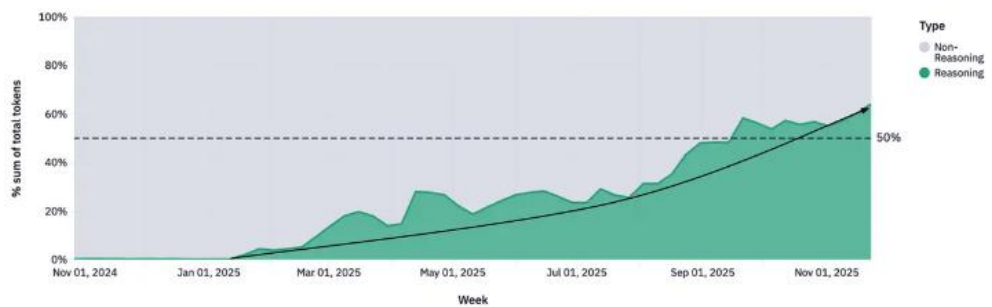


자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

그렇다면 AI 모델의 API 이용자들은 실제로 AI 모델을 어떻게 활용하고 있을까? OpenRouter의 100조 토큰 규모의 실증 연구(State of AI: An Empirical 100 Trillion Token Study with OpenRouter)에 따르면 가장 본질적이고 중요한 변화는 에이전트 추론 모델의 부상이다. 이는 모델이 단순히 텍스트, 이미지, 영상을 생성하는 데 그치지 않고 1) 계획을 수립하고, 2) 외부 도구를 호출하며, 3) 확장된 문맥에서 상호작용하는 것을 의미하며 여러 단계를 거치는 작업, 도구의 통합 사용, 추론 집약적 작동을 그 특징으로 한다.

2025년을 거치면서 추론에 최적화된 모델을 통해 처리된 토큰 비중은 50% 이상으로 급격히 증가했다. GPT-5, Claude 4.5, Gemini 3 등의 고성능 추론 모델의 공급으로 이용자의 활용 범위가 넓어졌기 때문이다.

[도표 30] 추론 vs 비추론 토큰 사용량 비중 추이

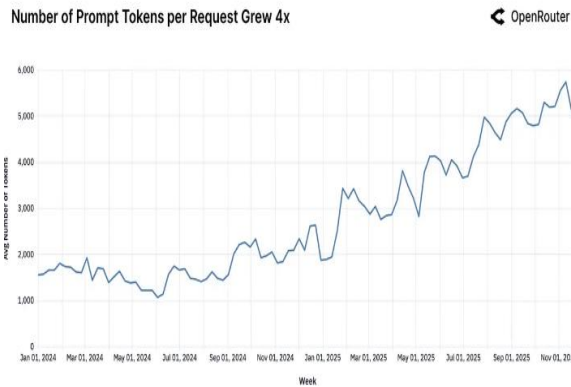


자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

Agentic AI 활용 증가의 가장 뚜렷하고 직접적인 결과는 토큰 수요의 폭발적인 증가이다. 투입 정보가 많이 필요한 작업 부하 증가로 2025년 말 요청당 평균 입력 프롬프트 토큰은 약 2024년 초 1,500개에서 2025년 말 6,000개 이상으로 4배 수준으로 늘어났으며, 같은 기간 더 복잡하고 자세한 응답의 생성으로 출력 토큰은 150개에서 400개로 증가했다. 이러한 토큰 수요 폭증의 주 원인은 프로그래밍 작업에의 활용이다. 코드 이해, 디버깅 및 코드 생성 관련 요청은 2만 개 이상의 입력 토큰을 생성하며, 결과값도 길게 나타난다.

즉, 토큰 수요의 폭증은 외부 도구 호출, 상태에 대한 추론, 더 긴 컨텍스트에 걸쳐 입/출력되는 에이전틱 추론 모델 사용 증가에 따른 것이며, 주로 프로그래밍 사용에 활용됨으로써 이루어진다. 실제로 전체 LLM의 활용 카테고리 중 프로그래밍 관련 요청은 2025년 초 전체 토큰량의 11%에 불과했으나, 2025년 말에 이르러서는 50% 이상을 점유한다. 기존의 탐색 혹은 대화형의 사용에서 코드 생성, 디버깅, 데이터 스크립팅 등 응용 작업으로 유저 이용 행태가 크게 변화했음을 의미한다.

[도표 31] 건당 평균 입력 토큰 수 추이 (2년간 약 4배 증가)



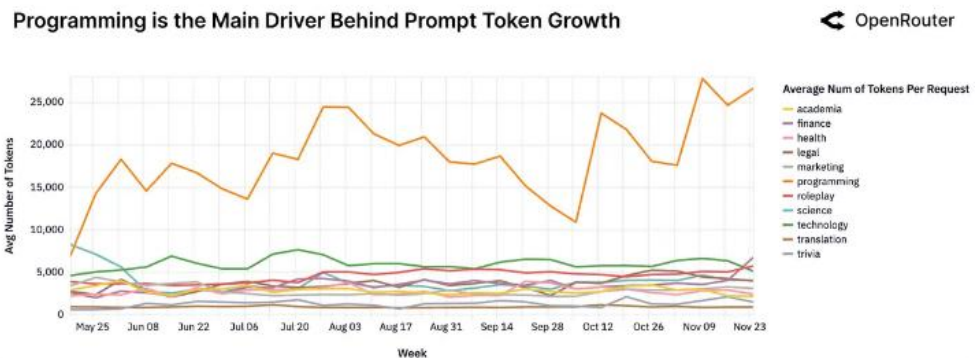
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 건당 평균 출력 토큰 수 추이 (2년간 약 3배 증가)



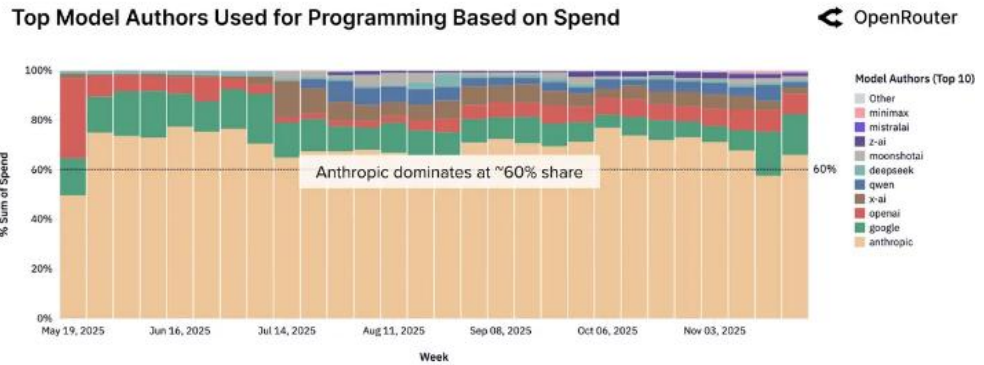
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 토큰 수요 폭증의 주요 원인은 프로그래밍에의 활용



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

[도표 34] 모델 메이커별 프로그래밍 요청 MS-Anthropic 60% 이상, Google, OpenAI, MiniMax 등이 뒤를 이음



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

업체별로 보면 25년 중 대부분의 기간동안 Anthropic의 Claude 시리즈가 프로그래밍 요청의 60% 이상을 점유했으며, Google의 Gemini는 15% 수준을 안정적으로 유지한 것으로 나타난다. 그 외 Z.AI, Qwen, Mistral AI, MiniMax 등의 오픈소스 모델들의 점유율 합계가 확대된 것으로 파악된다.

자연어 프로그래밍의 시대: Vibe Coding과 Agent Engineering까지

Agentic AI에서의 토큰 수요는 2026년 들어 더욱 급격히 확대되었을 것으로 추정되는데, Claude Code, OpenAI Codex와 같은 AI 코딩 도구의 비약적인 발전과 OpenClaw(전 Clawdbot, Moltbot), OpenCanvas 등 에이전트 플랫폼의 발달로 유저들의 이용성이 급격히 확장되었기 때문이다.

AI 코딩의 급격한 이용성 확대는 벤치마크로 나타나는 1) 추론 능력 등 기능이 더 개선되었을 뿐 아니라, 2) 에이전트가 외부 툴 활용을 넘어 컴퓨터의 마우스와 키보드를 직접 제어할 수 있는 컴퓨터 사용 능력이 도입되는 등 에이전트의 적용 범위가 빠르게 확대되었으며 3) 입력 프롬프트의 증가(수천개→수백만개)와 컨텍스트 압축 기능을 통해 그 규모와 기간 면에서 더욱 아키텍처 전체를 고려하는 코딩 프로젝트를 안정적으로 수행하도록 발전하고, 4) MCP 기술의 표준화로 기업들이 MCP 서버를 열어두면 각 모델들이 해당 기업의 데이터와 도구에 즉시 연결할 수 있는 환경이 마련되었기 때문이다.

특히 OpenClaw는 사용자가 제어권을 넘겨줄 경우 능동적으로 컴퓨터 내의 파일을 읽거나 브라우저를 직접 찾아보고 테스트를 진행하는 등 실질적인 작업을 수행해 '응답'이 아닌 '액션'에 초점을 맞춘 Agentic AI의 개념에 부합한 모습을 보이며 크게 바이럴되었다.

실제로 2025년부터 기존 코딩 지식과 기술을 갖추지 못한 비개발자들도 AI 코딩 도구와 에이전트 플랫폼을 함께 활용해 업무에 활용하는 바이브 코딩(Vibe Coding) 움직임이 크게 나타나고 있다. 바이브 코딩은 개발자가 로직을 한 줄씩 짜는 대신, 구현하고자 하는 기능의 의도와 느낌을 자연어로 전달하면 AI 툴이 이를 실행 가능한 소프트웨어로 구현하는 방식으로, Cursor,

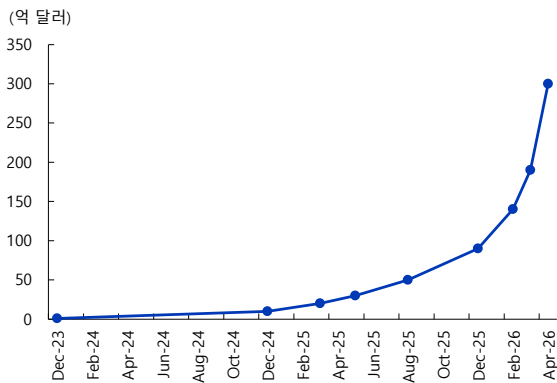
WindSurf, Claude Code 등 자연어 지시만으로 앱 전체를 개발할 수 있는 에이전트 기반 도구의 사용이 늘고 있다. 2026년 들어서는 AI 툴이 사용자가 요청한 소프트웨어를 구현하는 수준을 넘어서서, AI 에이전트가 여러 개의 AI 모델과 외부 API가 얽힌 워크플로우를 스스로 설계하고 구현해 사용자의 문제를 해결할 수 있는 수준의 자율성 설계를 의미하는 Agent Engineering을 지향하는 움직임이 나타난다. 관한 위임에 근거한 OpenClaw의 이용 증가가 그 대표적인 사례이다.

이와 같은 추이와 관련해 Deloitte는 ‘Deloitte’s Tech Trends 2026’에서 소프트웨어 애플리케이션 개발 능력을 갖춘 인력이 현재 약 3천만명에서 2028년에는 1억 명 이상의 ‘시민 개발자’로 증가해 프로그래밍 관련 AI 토큰을 필요로 하는 참여자 풀 자체가 근본적으로 확대될 것이라고 전망한다.

또, 글로벌 시장조사기관들은 AI 코딩 도구 시장이 2030년까지 CAGR +25.2%~27.1%로 성장할 것으로 전망한다. 실제로 이를 상회하는 모델 메이커 혹은 AI 코딩 플랫폼들의 재무적 성과가 나타나고 있는데, Anthropic의 Claude Code는 출시 이후 폭발적인 이용 증가로 2026년 2월 기준 Claude Code 단독 기능으로만 25억 달러의 ARR을 기록한 것으로 추산된다. 같은 시기 Anthropic 전체 ARR은 API 매출 증가로 140억 달러, 2026년 3월에는 190억 달러, 4월에는 300억 달러로 증가한 것으로 추정한다. 참고로 25년 말 ARR은 90억 달러로 추산된다.

Cursor의 경우 2026년 초 ARR이 20억 달러로 추산되며, 이는 2H25의 10억 달러 수준 ARR에서 2배 가까이 성장한 규모다. 스웨덴의 AI 기반 Vibe Coding 스타트업 Lovable도 25년 7월 1억 달러, 11월 2억 달러에 이어 26년 3월 3억 달러의 매출을 기록한 바 있다.

[도표 35] Anthropic ARR 추정치 추이



자료: Anthropic, Sacra, Deep Research Global, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 시장조사기관별 AI 코딩 도구 시장 규모 성장 전망

조사 기관	현 규모	2030년 예상 규모	CAGR
Grandview Research	\$48.6억 (2023년)	\$260.3억	27.1%
ResearchAndMarkets	\$67.0억 (2024년)	\$257.0억	25.2%
Mordor Intelligence	\$73.7억 (2025년)	\$239.7억	26.6%

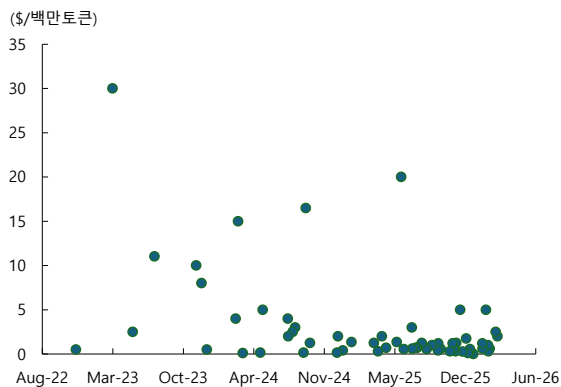
자료: Grandview Research, ResearchAndMarkets, Mordor Intelligence, 교보증권 리서치센터

토큰 호출 비용 추이와 사용자들의 비용 최적화 행태

그렇다면 사용자들의 부담 요소로 작용하는 토큰 호출 비용은 어떤 추이를 보이고 있을까? 2022년 11월 30일~2026년 3월 18일의 주요 Frontier Model 97개의 백만토큰당 API 입/출력 비용을 비교해본 결과, 1) Flagship / Ultra Tier 모델들의 API 입/출력 비용은 현격한 감소세를 보였다. 또한 2) Small / Flash Tier 모델들의 비용은 입력 기준 0.1~0.8달러/백만토큰, 출력 기준 0.4~4 달러/백만토큰 수준으로 낮게 형성되고 있으며, 3) Mid-range / Pro Tier 모델들의 입/출력 비용도 상승 혹은 하락의 뚜렷한 방향성은 보이지 않으나 입력 기준 0.1~3 달러/백만토큰, 출력 기준 0.2~15 달러/백만토큰 수준으로 Flagship / Ultra Tier군 대비해서는 낮게 형성된 가격대를 보이고 있다는 점을 알 수 있다.

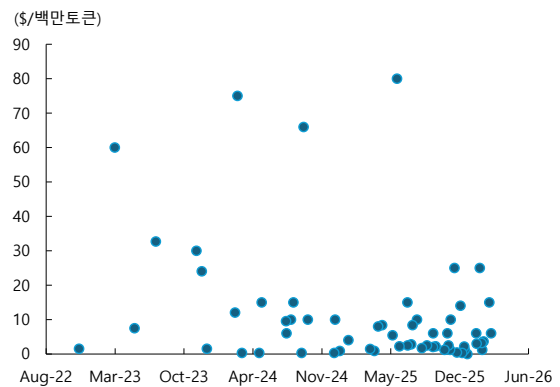
추론 기반의 Agentic AI에 가장 많이 활용되는 Flagship / Ultra Tier의 가격이 낮아져 동일 토큰당 유저 부담은 낮아지고 있으며, 기능마다 적합한 성능과 비용의 모델을 활용하는 Model Orchestration 적용시 Mid~Small Tier의 모델을 적재적소에 활용해 사용자의 비용 부담을 줄일 수 있다.

[도표 37] Flagship / Ultra Tier API(Input) 비용



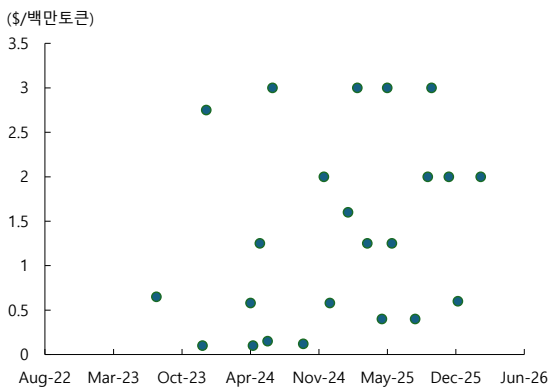
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 38] Flagship / Ultra Tier API(output) 비용



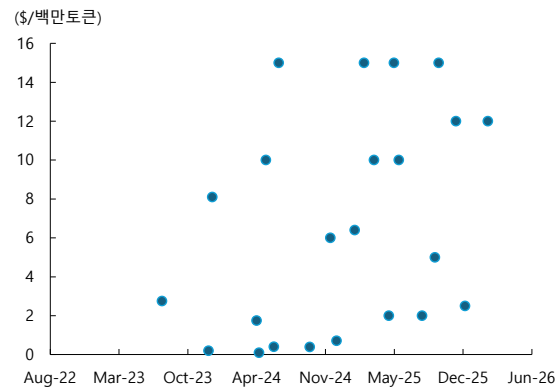
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 39] Mid-range / Pro Tier API(Input) 비용



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 40] Mid-range / Pro Tier API(output) 비용



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

이용자들은 API 토큰 호출의 전체 사용량 측면에서 봤을 때, 분야에 따라 성능과 안정성, 비용을 고려해 적합한 모델을 활용하며 여러 모델들을 통합해 활용하는 Model Orchestration을 수행하고 있는 것으로 보인다.

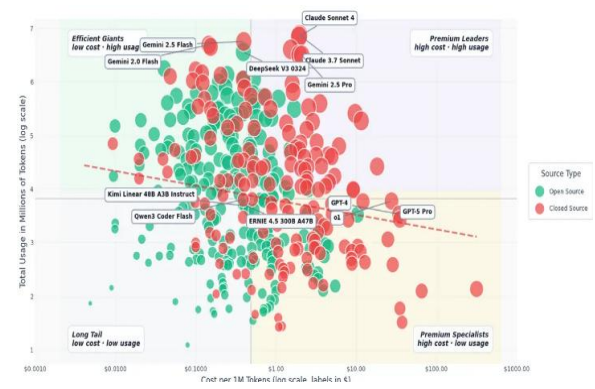
구체적으로 ‘기술’과 ‘과학’분야는 비싼 가격에도 불구하고 가장 많은 사용량을 보이는 분야 중 하나로 가격 비탄력적인 프리미엄 이용자의 행태를 보이며, ‘프로그래밍’ 영역에서는 이용자들이 가장 많은 토큰 사용량을 보이는 동시에 최적화된 중간 수준의 비용을 감수한다. ‘롤플레이’은 명확한 저비용-대용량 사용 행태를 보인다. 특히 롤플레이의 경우 오픈소스 모델이 비용이 저렴할 뿐 아니라 창의성을 발휘하는 데 적합하고 무엇보다 콘텐츠 필터의 제약이 적어 검열의 영향에서 자유로워 많이 사용되며, 코딩 등 프로그래밍 영역에서는 오픈 소스 모델의 코딩 능력이 과거 대비 개선되고, 폐쇄 모델에 비해 API 비용 절감이 가능하기 때문에 많이 활용되고 있다.

[도표 41] 카테고리별 비용-토큰 사용량 분포 (2025년)



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 카테고리, 폐쇄형/오픈소스 모델별 비용-토큰 사용량



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

이를 구체적으로 모델별, 폐쇄형/오픈소스형 모델로 구별했을 때 이용자의 비용 최적화 행태를 잘 확인할 수 있다. Anthropic과 OpenAI 등의 고비용 폐쇄형 모델은 ‘기술’과 같은 고비용-고사용량 영역에서 주로 사용되며, DeepSeek, Mistral, Qwen과 같은 오픈소스 모델은 저비용-고사용량 영역에서 많은 토큰 호출수를 보인다. ‘기술’ 영역에서의 실사용이 복잡한 시스템 설계, 아키텍처 설계 등 고차원의 개발 영역에 해당한다는 점을 고려시 추론 능력을 기반으로 한 에이전트의 개발능력에 명확한 프리미엄을 가진 것으로 판단된다.

2025년 기준으로 Claude 3.7 Sonnet, Claude Sonnet 4 등의 선두 프리미엄 모델은 100만 토큰 당 비용이 높은 축에 속했음에도 우수한 추론 능력과 안정성을 바탕으로 높은 사용량을 보였으며, DeepSeek V3 0324를 비롯한 저비용 오픈소스 모델은 대용량, 장기 컨텍스트 워크로드에 많이 활용되었음을 알 수 있다.

영역별로 명확한 가격 비탄력성의 차이가 있음을 확인 가능하며, 가격 비탄력적이면서도 사용량이 많은 ‘기술’, ‘과학’ 분야에서는 성능 우위에 기반한 고단가 전략에 따른 마진 확보가 가능하고 가격 탄력적이고 사용량이 많은 ‘롤플레이’, ‘프로그래밍’ 등의 영역에서는 오픈소스 모델들의 ‘박리다매’ 전략이 수익 확보의 근간이 될 것임을 암시한다.

1-2. Case Study: 4개 주요 모델 메이커들의 수익화 현황

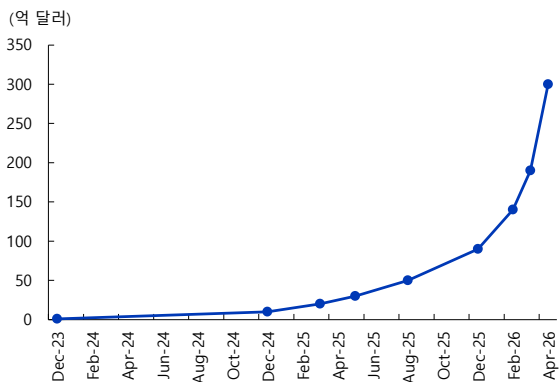
①Anthropic: 확실한 소구점을 바탕으로 한 API 매출 성장

Anthropic은 Claude 3.5 Sonnet(24년 6월) 이후 코딩 및 논리 추론 분야에서 압도적인 경쟁력을 보이며 개발자들의 주력 엔진으로 채택되기 시작했고, 25년 Claude 4 Sonnet(25년 5월), Claude 4.5 Sonnet(25년 9월)의 출시로 토큰 호출량과 ARR은 급격한 성장세를 보였다. 프로그래밍 시장에서 50% 이상의 점유율을 점유하고, 매출의 약 75%가 B2B API 호출 수수료에서, 나머지는 구독 및 기업 계약에서 발생하는 것으로 파악된다.

23년 중 ARR 1억 달러, 24년 중 10억 달러, 4Q25 90억 달러를 달성하였으며 25년 실제 연간 매출은 45억 달러, EBITDA는 -52억원을 기록했을 것으로 추산한다. 참고로 25년 말 ARR은 90억 달러로 추산되며, 2026년 2월 140억 달러, 2026년 3월에는 190억 달러, 4월에는 300억 달러로 증가했다. 클라우드 인프라(AWS, Google Cloud) 사용료와 모델 훈련을 위한 컴퓨팅 자원 확보 비용으로 절대적인 EBITDA 적자 수준은 2년 연속 유사하게 유지된 것으로 추정되지만 매출의 급증으로 매출 총이익률은 24년 -94%에서 25년 40% 수준으로 개선되었다. 모델 효율성 개선과 전용 칩 최적화를 통한 단위당 추론 비용 감소, 매출 증가에 따른 규모의 경제 실현으로 2027년 GPM 70% 달성(출처: The Information), 2028년 EBITDA 흑자 전환(시리즈 G 펀딩 관련 가이드스)을 목표로 하고 있다. 이는 OpenAI의 흑자 전환 목표 시기(2029~2030년)보다 빠른 것으로, OpenAI 대비 활성이용자수는 적지만 구독보다는 API BM에 집중해 이용자들의 사용량에 따라 매출이 빠르게 증가할 수 있는 구조이기 때문이다.

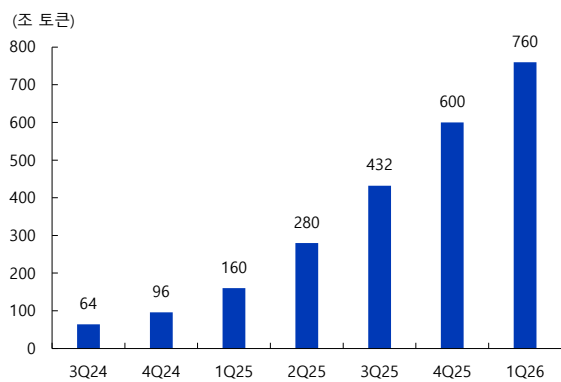
Opus, Sonnet, Haiku 등 모델의 규모의 차등은 있지만 종합 벤치마크 점수는 신규 모델의 출시 때마다 지속적인 개선을 보이고 있으며, 프로그래밍 수요 급등의 원인이 된 Sonnet 라인업의 경우에는 Artificial Analysis의 Intelligence Index 기준 1년 만에 큰 폭(14~43)의 상승에도 불구하고 백만토큰 당 가격은 상승하지 않고 유지되었으며, 가장 상위 라인업인 Opus의 경우 백만 토큰당 입, 출력 호출 비용 모두 1/3 수준으로 감소했다. 25년 5월 Claude 4 라인업 출시와 함께 에이전틱 코딩 도구인 Claude Code가 정식 서비스가 시작되었고, 26년 2월 Claude Code의 ARR은 출시 9개월만에 25억 달러로 증가하며 파괴적인 성장을 구가하고 있다. 이는 Anthropic이 고부가가치 B2B 코딩 API 시장을 선점하였음을 의미한다.

[도표 43] Anthropic ARR 추정치 추이



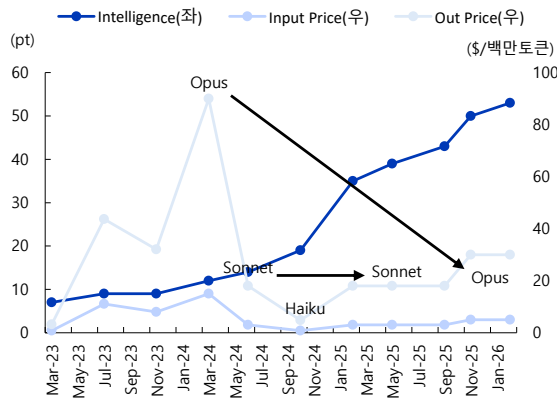
자료: Anthropic, Sacra, The Information, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 44] Anthropic API 토큰 호출량 추정치 추이



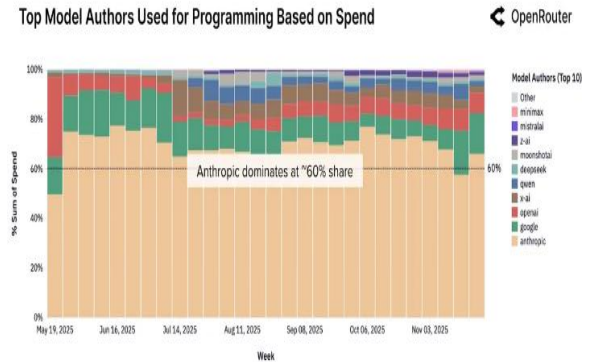
자료: Anthropic, 교보증권 리서치센터. 토큰 호출량 추정치는 교보증권 추정치

[도표 45] Anthropic 모델별 종합 벤치마크 & API 토큰 호출 비용



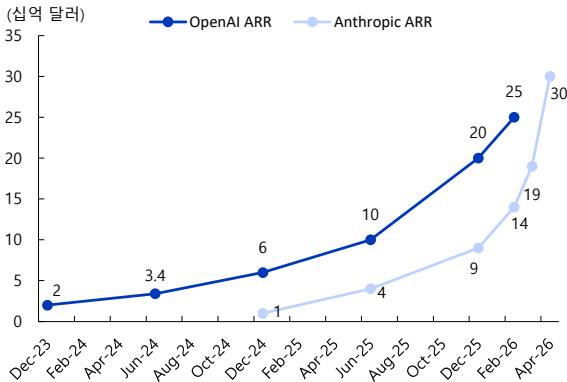
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 46] Anthropic은 프로그래밍 시장의 50% 이상 점유



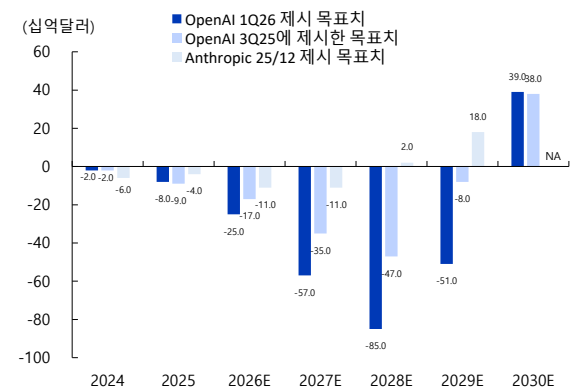
자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

[도표 47] OpenAI vs Anthropic ARR 추이 및 목표치



자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 48] OpenAI vs Anthropic Cash Flow 추이 및 목표치



자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

©Google: 광고와 API, 클라우드, 구독 매출 All-Rounder

동사는 AI의 수익화와 관련해 1) 컴퓨팅 인프라에 해당하는 클라우드 매출, 2) 광고 매출 성장률 제고, 3) Gemini의 API 호출 수수료, 4) 구독 BM을 통한 OPM 확장을 이루고 있다. 이를 통해 매출 성장이 견조하게 이루어질 뿐 아니라 CapEx가 크게 증가한 상황에서도 Free Cash Flow는 균형 상태를 유지하고 있다.

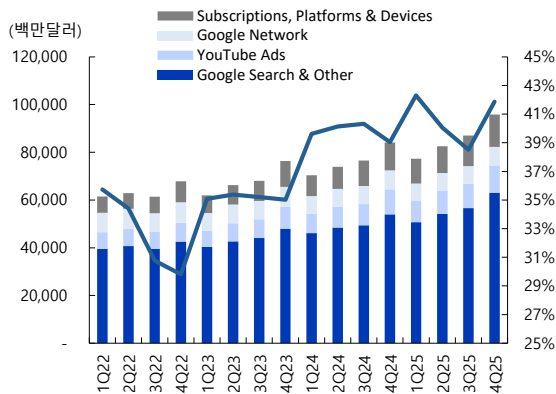
1) 클라우드 매출 관련해 Alphabet의 4Q25 클라우드 매출은 177억 달러(YoY +48%), 영업이익률은 영업레버리지 발생에 따라 30.1%로 YoY +12.6%p 확장되었을 뿐 아니라 기업들의 AI 수요와 고객 장기 계약에 힘입어 4Q25말 기준 수주잔고는 2,400억 달러로 YoY 2배 이상, QoQ +55% 증가했다.

신규 고객 확보율 증가(4Q25 말 신규 고객 확보 속도는 1Q25 대비 2배로 증가)와 대규모 고객 증가(2025년 10억 달러 이상 규모 계약 건수는 지난 3년간의 합산 건수를 넘어섬), 기존 고객과의 계약 규모 확대를 통해 GCP(Google Cloud Platform)의 고성장이 나타나고 있다. AI 고객은

그렇지 않은 고객보다 1.8배 많은 제품을 사용하며, AI 기반 클라우드 솔루션에 대한 초과 수요가 나타나고 있다.

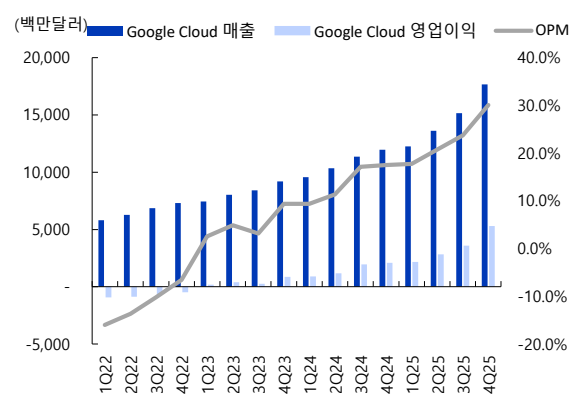
GCP는 타사의 모델뿐 아니라 Gemini를 포함한 AI 모델을 자사 클라우드 모델에게 제공하는데, 25년 12월 한 달간 1,000억 개 이상의 토큰을 처리한 고객사는 약 350개, 4Q25에는 Google의 생성형 AI 모델 기반 제품 매출이 YoY +400% 증가했다.

[도표 49] Alphabet Google Services 부문 매출 및 OPM 추이



자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 50] Google Cloud 매출 & 영업이익 추이



자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

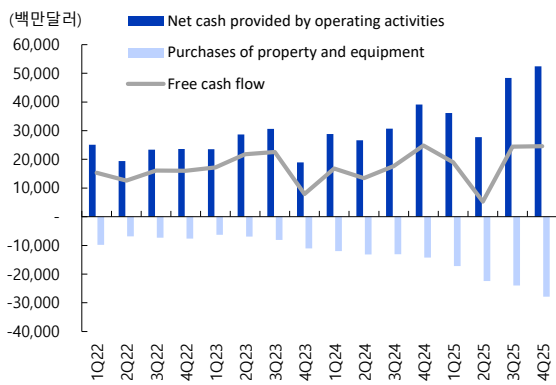
2) 광고 사업에 있어서는 4Q25 Google Search & Other 매출이 631억 달러(YoY +16.7%) 성장했으며, 해당 매출 및 Youtube, 네트워크 광고, 구독 매출을 포함한 Google Services 부문의 영업이익률은 41.9%로 YoY +2.9%p 확장되었다. Gemini 3를 Google 검색의 AI Mode 및 AI Overview에 통합 적용한 결과 일일 AI Mode 검색 횟수는 2배로 증가했으며, AI Overview 성과도 더욱 개선되었다. AI Mode 검색 시간은 기존의 검색보다 3배 길며, 대화형 검색이므로 상당수의 쿼리가 후속 질문으로 이어진다. 또한 AI 모드 검색의 1/6이 음성, 이미지를 활용한 비텍스트 검색으로 기존 검색의 매출 잠식은 관측되지 않고 있다.

오히려 Gemini 도입은 Google 광고 매출 성장률의 상방 요인으로 작용하고 있다. 1) Gemini의 의도 이해 능력으로 기존에는 수익화가 어려웠던 길고 복잡한 검색어를 대상으로도 광고 게재가 가능해졌으며, 2) 텍스트뿐 아니라 다양한 형태(이미지, 음성 등)의 검색에 대해 광고를 게재할 수 있는 여력이 확대되었고, 3) 다국어 검색어 이해가 수월해져 기업 광고주가 해외 광고 게재를 더 쉽게 할 수 있게 되었다. 또 4) Gemini의 콘텐츠 생성 능력은 AI 기반 광고 및 크리에이티브 자산 생성 도구 AI Max를 통해 광고주들의 부담을 줄이고 있다.

AI에 기반한 새로운 사용자 경험을 광고 및 수수료 수익으로 전환하기 위한 준비도 이루어지고 있는데, 4Q25 실적 발표에서 AI Mode 및 AI Overview 하단에 광고를 게재하는 수익화 모델에 대한 테스트를 진행하고 있으며 Google Ads 파일럿 프로그램에서는 구매 희망 이용자에게 AI Mode 창에서 바로 특별 프로모션을 제공할 수 있는 기능을 발표하였고, 에이전트 기반 상거래를 위한 개방형 표준인 UCP(Universal Commerce Protocol)을 발표하는 등 새로운 BM으로의 확장을 준비하고 있다.

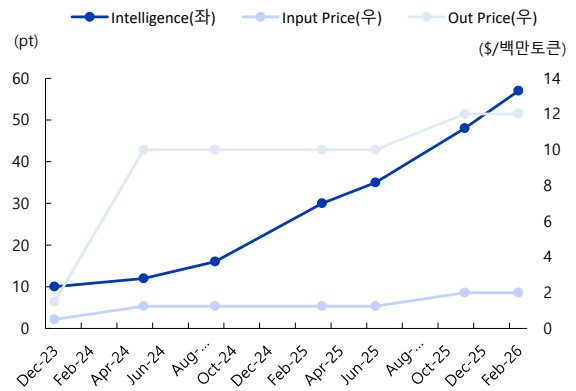
3) 한편 Gemini의 사용량이 급격히 증가함에 따라 API 토큰 호출 매출과 구독 매출에 기여하고 있다. Alphabet에 따르면 Gemini 3 Pro는 2.5 Pro 대비 일일 토큰 처리량이 3배 증가했으며, Gemini의 직접 API 호출 토큰 처리량은 4Q25 분당 100억 개 수준으로 이는 3Q25 70억 개 대비 +42.8% 증가한 수치이다. 모델의 사전 학습, 사후 학습, Test Time Computing 등 모델의 성능 개선과 추론 능력의 향상에 따른 것이며, 멀티모달 및 에이전트 기능의 확장과 코딩 성능 개선을 통해서 API 호출량은 성장을 빠른 성장을 지속할 것으로 전망한다. 한편 2025말 Gemini 별도 앱의 사용자도 7억 5천만 명 수준이며, 사용자 수뿐 아니라 활성 사용량과 강도, 리텐션율 등 사용자의 참여 지표도 성장세를 보이고 있다. 이에 따라 Alphabet의 구독, 플랫폼 및 기기 매출은 Google One의 성장세에 힘입어 YoY +17% 성장했다.

[도표 51] Alphabet Free Cash Flow 추이: 균형



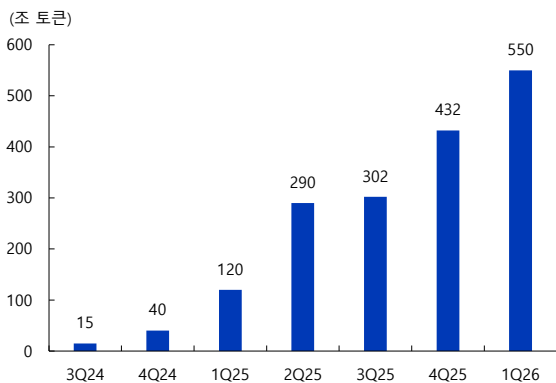
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 52] Gemini 모델별 종합 벤치마크 & API 토큰 호출 비용



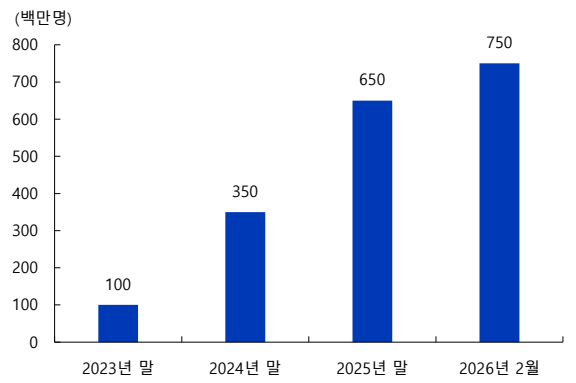
자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 53] Gemini API 토큰 호출량 추정치 추이



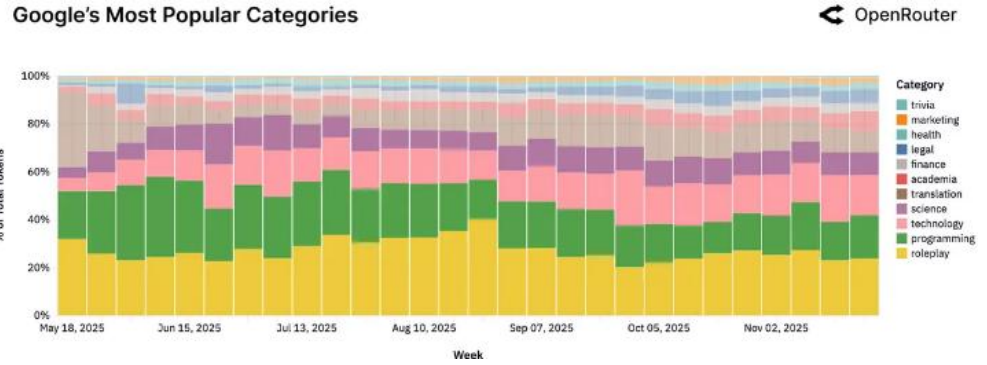
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터. 토큰 호출량은 교보증권 추정치

[도표 54] Gemini 앱 월간 활성자수 추이



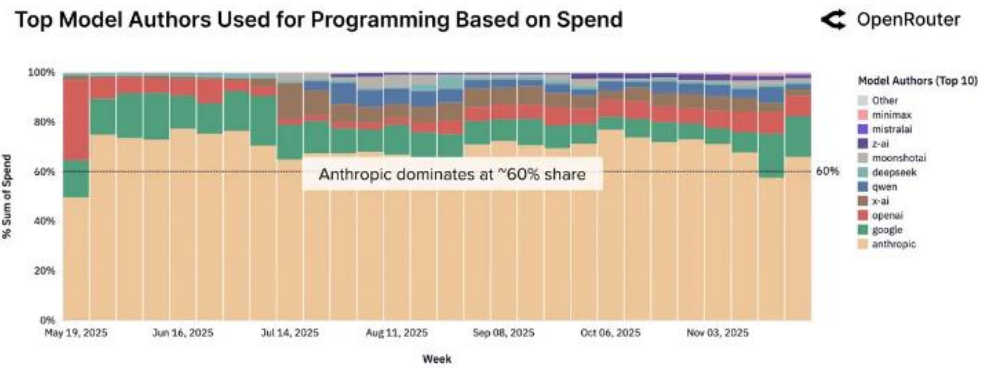
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 55] Google API 호출량 분류 - 프로그래밍, 기술, 과학, 롤플레잉, 법률, 일반 지식 등 광범위한 사용



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

[도표 56] 2025 모델 메이커별 프로그래밍 요청 점유율 추이 - Anthropic 60% 이상, Google 이 그 뒤를 이음



자료: OpenRouter, 교보증권 리서치센터.

◎OpenAI: B2C 이용자 확보 측면에서는 최강. BM 확장이 관건

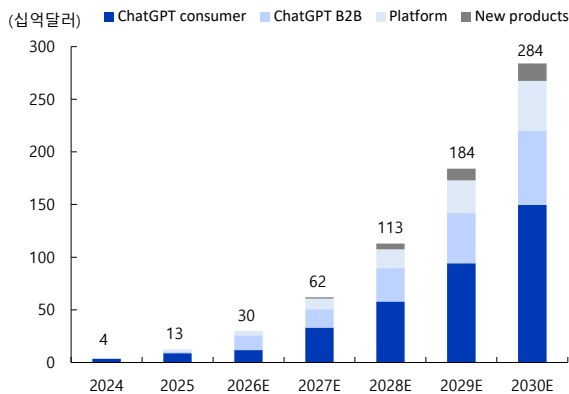
OpenAI의 경우 26년 2월 기준 WAU 9.1억 명으로, B2C 시장에서의 소비자 기반은 가장 넓다. 한편 BM에 있어서는 아직까지 광고 매출 혹은 B2B, API 매출의 비중이 낮아 유저 기반 대비 매출 전환 및 수익성 확보 정도는 코딩 수요 폭증에 따라 API 매출을 중심으로 고성장을 보이고 있는 Anthropic이나, 광고/API/클라우드/구독 매출 모두 호실적을 보이고 있는 Google, 사용자 기반과 API 매출 모두 고성장중인 MiniMax 등에 비해서는 낮은 상황이다.

구독 BM은 1) 전체 트래픽에 비례해 수익화가 가능한 광고 매출에 비해 유료 이용자(ChatGPT WAU 대비 약 5% 추정)만을 대상으로 하며, 2) 사용량에 비례한 종량제 매출이 발생하는 모델 API 제공 매출에 비해서 이용자 당 창출되는 매출이 고정되어 있다는 한계가 있다.

25년 기준 매출은 131억 달러(YoY +225%)로 크게 성장했지만, 그 중 구독제 중심의 개인 소비자향 매출이 69% 수준을 차지하는 것으로 추정한다. 한편 유료 이용자 대상의 추론 비용 증가와 모델 학습을 위한 컴퓨팅 비용 증가로 25년 GPM은 24년 대비 -7%p 하락한 33%를 기록, 80억 달러의 현금을 소진했다.

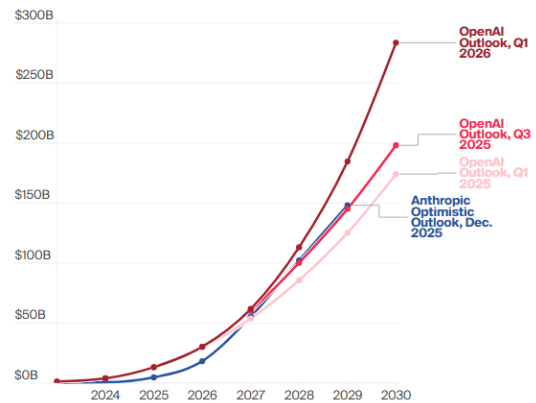
The Information에 따르면, OpenAI는 2030년 2,840억 달러 매출 달성과 현금 순유입 전환 목표를 가지고 있는 것으로 파악된다. 이를 위해서 1) B2C 영역에 있어 유료 구독자로 제한되는 매출원을 트래픽 전반(26년 2월 기준 WAU 9.1억 명)으로 확대하기 위해 무료(Free) 및 저가형(Go) 모델에 대해 광고 모델을 도입하고, 2) B2B 부문에서 기업용 에이전트 판매, 기업용 구독 확대를 추진, 플랫폼 부문에서는 추론 및 코딩 성능 향상에 기반한 API 매출 증가(Microsoft Azure를 통한 API 매출 포함)를 목표로 하고 있다.

[도표 57] OpenAI의 매출 추이 및 목표치



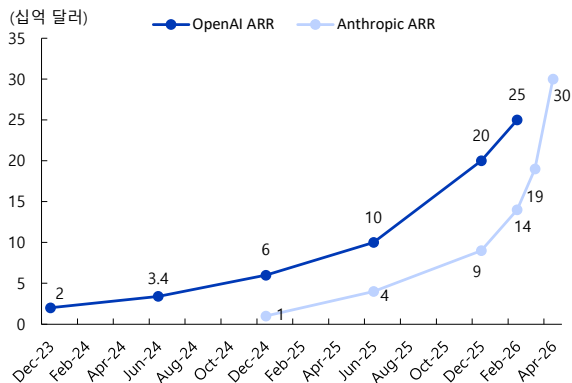
자료: OpenAI, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 58] OpenAI vs Anthropic 매출 전망치 상향 조정 추이



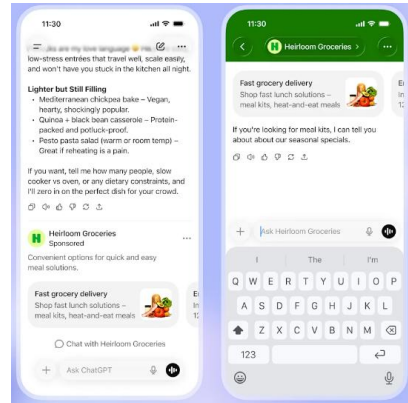
자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 59] OpenAI vs Anthropic ARR 추이



자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 60] Chat GPT Free & Go 요금제 내 광고 도입 예시



자료: OpenAI, 교보증권 리서치센터

1) 광고 BM에 있어서는 26년 2월부터 미국 내 광고 도입을 진행하고 있다. ChatGPT Go 및 Free 요금제 이용자와의 대화 관련된 스폰서 상품 혹은 서비스가 있을 경우 답변 하단에 광고를 표시한다. 답변 품질 저하를 막기 위해 일반 답변과 분리되어 제공되며, 광고임이 명확하게 표시된다.

B2C 영역에서 OpenAI는 2030년 약 1,500억 달러의 Consumer 매출(전체 매출 중 비중 52.7%) 달성을 목표로 하고 있으며, 그 대부분의 기여(1,229억원)는 광고 BM에 기인할 것으로 예상된다. 물론, 사용량이 많거나 고도의 추론 기능을 사용하는 이용자에게는 사용량에 기반한 요금을 부과하는 종량제 과금 체계를 도입할 경우 B2C 매출은 광고에 대해 무리한 가정을 하지 않고서도 목표치를 달성할 수 있다. 요금제에 대한 보수적인 가정 하에 2025년 연말 기준 9.1억명의 WAU를 기반으로 5%의 구독률에서 발생하는 구독 매출이 약 90억 달러인 것으로 추정되며, OpenAI는 2030년까지 WAU를 27.5억 명으로 확장할 목표를 가지고 있기에 구독률 및 요금제가 현재와 동일한 수준으로 유지될 것으로 가정한다면 2030년 예상 구독 매출은 271억 수준에 불과하다. 나머지 1,229억 달러는 광고 매출에 기인한 것으로 역산할 수 있다.

모델 메이커 간 치열한 경쟁 상황을 고려해 개인 이용자에 대해 종량제 전환을 하지 않는다는, 요금제에 대한 보수적인 가정을 하더라도 OpenAI의 목표대로 WAU가 27.5억 명(현재 9.1억 명) 수준으로 확장된다고 가정한다면, 2030년 연간 1,229억 달러의 광고 매출은 매우 공격적이지만 불가능한 수준은 아니다. Meta의 경우 4Q25 기준 35.8억명의 DAP(Daily Active People)를 기반으로 연간 1,970억 달러의 광고 매출을 창출하고 있으며, Alphabet은 2025년 기준 약 45~50억 명(추정치)의 Google 검색 MAU를 바탕으로 연간 2,350억 달러의 '구글 검색 및 기타 부문' 광고 매출을 창출하고 있기 때문이다. (YouTube 광고 매출은 27억 명 MAU 기반으로 연간 450억 달러)

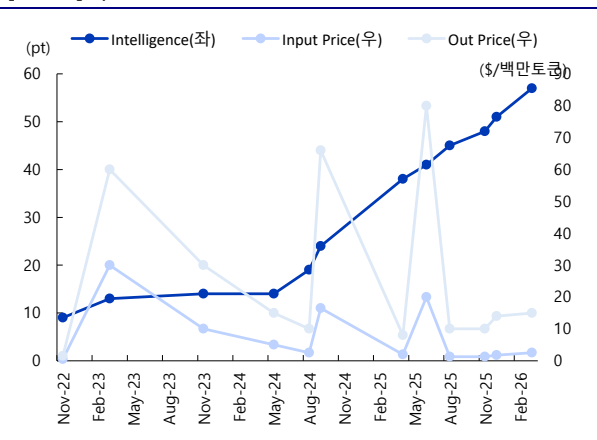
2) 기업 대상 사업에 있어 OpenAI는 2026년 기업향 에이전트 계약 증가에 따라 B2B 매출을 약 3배 증가하여 80억 달러를 기록, 2030년에는 700억 달러(매출 비중 24.9%)를 목표로 하고 있으며, API 매출은 2026년 50억 달러, 2027년 105억 달러에 이어 2030년 500억 달러(매출 비중 17%)로 확대할 목표를 가지고 있는 것으로 파악된다.

이를 위해서 OpenAI는 Agentic AI를 지원하기 위한 추론 및 코딩 성능 개선을 지속하고 있다. 본격적인 추론 경쟁의 시대를 열었던 OpenAI의 strawberrry 프로젝트의 결과물이었던 o1(24년 9월)과 o3(25년 4월)은 기존 생성형 AI의 직관적 사고를 넘어서 추론에 시간을 들이는 Test Time Computing을 도입해 추론 능력을 비약적으로 향상시켰다. 이후 Anthropic이 Claude 3.7 Sonnet을 통해 추론 시장에서의 승기를 잡은 것처럼 보이지만, 학습 및 추론 과정에의 대규모 컴퓨팅 자원 투자를 통해 OpenAI의 성능 개선은 지속되고 있다.

먼저 반복적인 강화학습을 통해 ‘Chain of Thought’를 내재화해 답변 전 스스로 검토하고 오류를 수정해 기업의 데이터 분석 혹은 법률/금융 문서 검토에서의 오답률을 낮췄다. 또한 Codex가 별도의 서비스로 제공될 뿐 아니라 범용 모델인 GPT-5 시리즈의 역량으로 통합되어 에이전트가 받은 요청에 따라 스스로 Python 코드를 짜고 실행할 수 있다. 이에 따라 코딩 지식이 부족한 업무 담당자도 자연어로 업무 로직을 설명시 AI가 코드를 생성하고 사용할 수 있는 수준에 이르렀다. 그 결과 OpenAI 출시 모델들의 벤치마크는 꾸준히 향상되었으며, 2026년 3월 5일 출시된 GPT-5.4 (xhigh)는 Artificial Intelligence의 종합 벤치마크 기준으로 본격적인 추론 모델 경쟁의 시대를 열었던 o1(24년 9월), o3(25년 4월) 대비해서 큰 성능 향상을, 심지어는 Anthropic의 Claude Opus 4.6(2026년 2월 5일)에 비해서도 향상된 성능을 보인다.

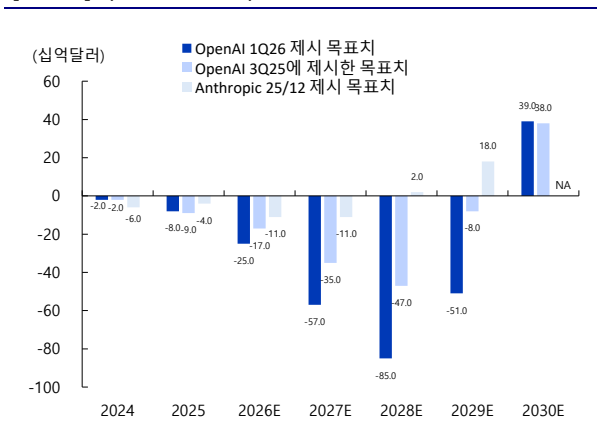
이와 같은 성능 경쟁은 대규모 투자를 수반하고 있으며, 이에 따라 종량제의 API 매출이 주요 매출 성장 동력으로 작용하고 있는 Anthropic(2028년 양의 현금 창출 전망)에 비해 늦은 시기인 2030년 양의 현금흐름을 창출할 것으로 예상된다. 당사는 2H26 혹은 2027년 IPO를 목표로 준비하고 있는 것으로 알려져 있다.

[도표 61] OpenAI 모델별 종합벤치마크 & API 호출비용 추이



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 62] OpenAI vs Anthropic Cash Flow 추이 및 목표치



자료: OpenAI, Anthropic, The Information, 교보증권 리서치센터

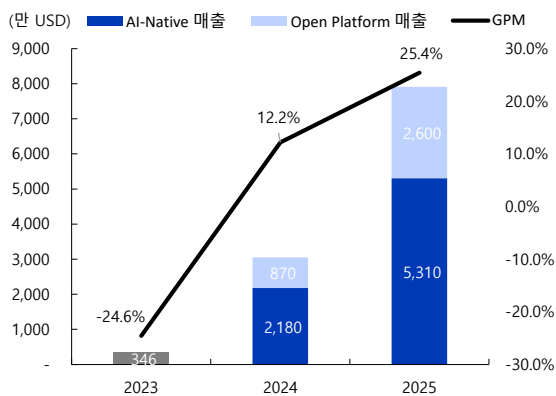
④MiniMax: 사용자 기반과 API 성장 모두 우수

MiniMax는 M(추론 및 코딩 위주 LLM), Hailuo(영상), Speech/Audio(소리) 등 복수 모달리티에서의 브랜드 모델 라인업을 갖추고 있는 모델 개발사이자 AI 서비스 제공사이다. 낮은 지연시간과 높은 비용 효율성에도 뛰어난 성능을 보이면서 1) 자체 서비스 Talkie, Hailuo AI, MiniMax Audio 등을 기반으로 2.36억 명의 이용자층을 보유하는 동시에 2) 21.4만 명의 개발자 및 기업 고객을 보유해 AI 에이전트들의 채택으로 높은 API 매출 성장을 보이고 있다. ChatGPT와 같은 범용 모바일 AI 어플리케이션 영역에서는 경쟁하지 않고 모델의 빠른 반복 개발과 각 모달리티에서의 모델 개선에 집중하는 점이 특징적이다.

OpenClaw로 대표되는 전문 개발자들이 비용 대비 성능의 우위로 MiniMax의 모델을 채택하고 있으며, 에이전트들의 사용량 급증 등 코딩 수요 증가로 2026년 1~2월 M2의 토큰 소비량은 2025년 12월 대비 6배로 증가하였다. Google Vertex AI, Microsoft Azure AI Foundry, Fireworks AI, Nebula AI 등 글로벌 클라우드 제공사들도 동사의 모델을 고객들에게 제공하고 있다. 빠른 반복 개발을 통해 토큰 호출비용 하락과 성능 개선을 이뤄 경쟁력을 확보하고 있으며, 모달리티끼리의 통합이 지능의 혁신을 이끌 것이라는 가정 하에 Cross-Modality 개발에 집중하고 있다. M2(25년 10월)와 M2.5(26년 2월), M2.7(26년 3월)에 이어 2H26 M3를 출시할 예정이다.

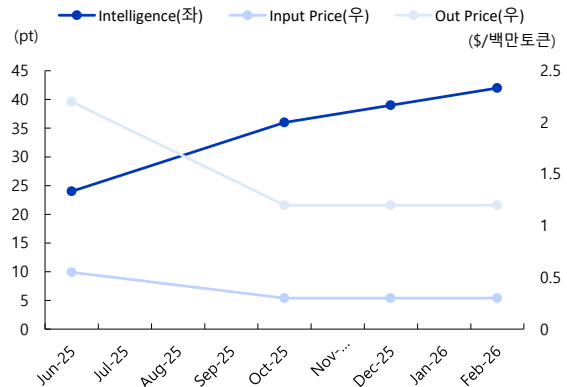
25년 매출은 AI-Native(구독, 매출 비중 67.2%) YoY +143.6%, Open Platform(API, 매출 비중 32.8%) +198.9% 모두 높은 성장을 보이며 YoY +159.0% 성장했으며, 매출총이익은 YoY +439.8%로 매출 성장 이상의 개선을 보였다. 판매 및 마케팅 비용은 YoY -40% 감소한 반면 연구 개발비는 YoY +33.8% 증가했지만 매출 증가율 대비 낮은 수준을 기록하고 있어 조정 순손실률은 -482%p 감소했다. M1에서 M2.5에 이르기까지 성능 벤치마크 점수는 지속적인 개선을 이루는 동시에 단위당 API 토큰 호출 비용은 입/출력 모두에서 절반 수준으로 감소했기 때문에 Agentic AI에서의 MiniMax 모델 채택률은 증가하고 있는 추세이고, Open Platform 부문의 26년 2월 신규 사용자 등록 수는 25년 12월 대비 4배 이상 증가, 1~2월의 M2 라인 토큰 소비량은 전년 말 대비 6배 증가하며 2026년 2월 MiniMax의 ARR은 이미 1.5억 달러를 기록했다. (25년 실제 연간 매출 7,900만 달러)

[도표 63] MiniMax 부문별 매출 및 GPM 추이



자료: MiniMax, 교보증권 리서치센터

[도표 64] MiniMax 모델별 종합 벤치마크 & 토큰 호출 비용 추이



자료: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

1-3. AI로 돈을 버는 3+1가지 방법: API, 광고, 구독과 종량제

앞서 살펴본 바와 같이 모델 메이커의 수익화 BM 중 현재 유의미한 매출 기여를 하고 있는 것은 1) (개인 혹은 기업 대상의) 구독 및 정기 계약과 2) API 수수료, 그리고 3) 광고이며, 4) B2C 고객 대상의 종량제 모델 도입이 모델 메이커들의 매출 성장을 가속화할 것으로 전망한다.

1) 구독제

이 중 기존의 1) 정액 기반의 구독 모델의 경우 다수의 이용자를 대상으로 수익화가 용이하지만 OpenAI의 사례에서 볼 수 있듯 전체 이용자들 중 일부에 해당하는 유료 구독자 대상으로만 매출이 창출될 뿐 아니라, 다수의 모델이 성능 및 가격 경쟁을 하고 있는 상황 하에서 구독 가격을 적극적으로 업셀링하기 어렵다는 제약이 있었다. 따라서 현재 빠른 매출 성장을 통해 GPM 개선을 이루고, 컴퓨팅 자원에 대한 대규모 투자에도 불구하고 손실 수준이 커지지 않거나 이익 개선을 이루고 있는 기업들의 경우 Anthropic, Alphabet, MiniMax와 같이 API 호출 수수료, 광고 등의 BM이 긍정적으로 작용하고 있거나, 클라우드 서비스 제공을 통한 수익화까지 겸하고 있다.

2) B2C 종량제 모델 도입 확산을 통한 ARPU 제고 진행중

한편 B2C 대상의 구독제에 있어서도 이용자층을 세분화하는 동시에 종량제 요금제를 도입하고자 하는 움직임이 나타나고 있다. 과거에는 단일 구독제(\$20) 구조가 주였으나, 현재는 대부분의 B2C AI 서비스가 이용 패턴에 따라 3~4단계의 요금제를 제공하며 헤비 유저에 대한 업셀링(Pro, Max, Ultra 요금제)을 진행하고 있다. 이에 더해, 최근에는 엔드 유저 대상의 서비스에서도 부분 종량제(Top-up) 모델을 도입하고 있다. 컴퓨팅 자원 소모량에 따른 정교한 과금 체계를 B2C 모델에 이식하고 있는 것이다.

Top-up 모델은 구독 기반의 추가 구매 형식을 의미하며, 주로 개발자층을 대상으로 한 API에 비해서 엔드 유저들은 예측 가능한 지출을 선호하기 때문에 완전 종량제보다는 구독료를 기본으로 하고 초과분을 결제하는 하이브리드 방식을 채택하고 있다. 구체적으로 Quota Refill, Credit-based System 등의 방식을 혼합해 활용하며, 백엔드에서는 사용자 질문의 난이도에 따라 모델을 스위칭하여 비용 효율을 극대화한다.

Quota Refill(할당량 충전 및 티어 세분화)는 초고가 티어를 신설하거나, 부족한 사용량을 소액결제로 채우는 방식이다. 대표적으로 Perplexity는 일 600개 이상의 검색 쿼리를 사용하는 개인 유저를 위해 Enterprise Max(\$325) 요금제를 제안하며, 이용자의 사용으로 쿼리가 부족해지면 다음날까지 기다리지 않고 즉시 충전하는 옵션을 제공한다. OpenAI도 일반 Plus 유저는 한도 초과 시 사용이 제한되나, Refill 기능을 통해 \$5 내외로 특정 모델의 메시지 쿼리를 추가 구매할 수 있는 기능을 도입 중이다.

Credit-based System(크레딧 기반 종량제)는 구독료의 일부를 크레딧의 형태로 환산해주고 컴퓨팅 사용량에 따라 차등 차감하는 방식이다. Gemini AI Ultra 요금제에서는 매달 일정량의 AI Compute Credits를 제공한다. 단순 텍스트 응답은 크레딧이 소모되지 않지만 동영상 생성, 대규모

모 데이터 분석, Deep Research 등은 크레딧이 차감되는 형식이다. Perplexity 또한 검색 외 이미지 생성이나 Pages 서비스 내 복잡한 에셋 생성시 월별 할당 크레딧이 소진되며, 그 이상을 이용하고자 할 때 이용 추가 크레딧 팩을 구매해야 한다.

3) API 호출 수수료: 컴퓨팅 자원 활용량에 비례한 과금이 가능

API 호출 수수료 BM은 이용자의 행태에 따라 Claude와 같이 추론 및 코딩 등의 확실한 성능상의 소구점이 있을 경우 가격 탄력성이 작으며, MiniMax와 같은 가성비 모델들의 경우 저가격-고볼륨 판매를 통한 매출 고성장도 가능하다. 이는 같은 이용자 수 기반으로도 이용량에 따라 더 많은 매출을 올릴 수 있는 종량제 BM이기 때문이다. 도입 초기에 있는 B2C 종량제 모델은 이용자 특성을 고려하여 분석 건수, 생성 건수 등 단위에 따라 과금이 되는 반면, API 호출 수수료 BM은 컴퓨팅 자원 활용량에 완전 비례한 과금이 가능하다.

4) 광고: 비구독 트래픽으로부터도 매출을 창출하는 방법

한편 기존의 구독제가 이용자 중 일부인 유료 구독자로부터만 매출이 발생한다면, 광고의 경우 B2C 서비스를 이용하는 대다수의 트래픽으로부터 매출이 창출된다는 점에서 대규모의 사용자 기반이 오히려 컴퓨팅 부담으로 작용하고 있는 기업에게 유력한 BM이다.

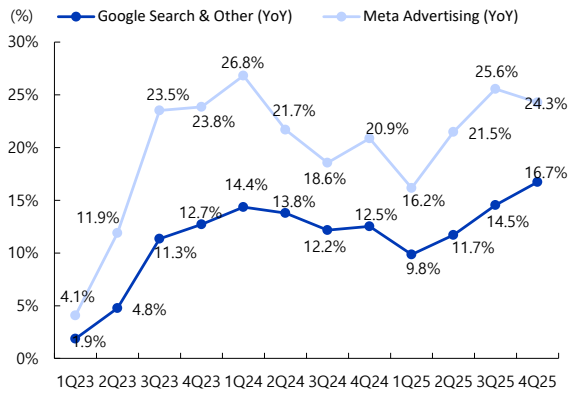
아직 초기이기는 하지만 26년 3월 27일 OpenAI는 Free 및 GO 사용자를 대상으로 한 미국 내 ChatGPT 광고 파일럿 테스트 시작 이후 6주간 1억 달러의 매출을 올렸다고 밝힌 바 있다. 해당 광고 파일럿 프로그램의 에드테크 파트너인 Criteo에 따르면, ChatGPT 등 LLM 플랫폼을 통해 유입된 사용자의 구매 전환율은 타 채널 평균 대비 1.5배 높은 것으로 나타난다. 대화 맥락 속에서 구체적인 이용자의 목적을 파악 후 제시한 광고를 통해 유입된 이용자들에게 높은 구매 의도를 가지고 있기 때문이다. 이에 따라 ChatGPT가 광고 도입 전 제시한 CPM(1,000회 노출당 비용)은 Meta의 3배인 약 60달러 수준으로 알려져 있다.

한편 기존 광고 사업을 주요 BM으로 영위하고 있었던 업체들(Meta, Alphabet)에게서는 이미 AI 도입을 통한 광고 매출 성장률 제고가 나타나고 있다. Meta의 경우 1) Instagram, Facebook 등 개별 서비스나 지면별로 파편화되었던 광고 추천 모델을 통합하고, 통합 AI 런타임 모델 도입을 통해 4Q25 광고 클릭수(YoY +3.5%) 및 전환율(YoY +3%p)이 개선되었으며, 2) 추천 알고리즘 정교화를 통해 체류시간 증대(Reels 시청시간 YoY +30%, 페이스북 비디오 시청 시간 YoY 두자릿수 성장)가 이루어졌다. 또한 3) AI 기반으로 비디오, 이미지 생성 및 텍스트 최적화를 통해 광고주의 광고 집행 장벽을 낮추고, 4) Click-to-Message(비즈니스 메시징) 광고에 있어 AI 에이전트가 고객 문의에 즉각 대응함으로써 4Q25 미국 내 Click-to-Message 광고 매출은 YoY +50% 이상 성장했다. 결과적으로 4Q25 Meta의 전체 광고 노출 수는 YoY +18%, 광고당 평균 단가는 YoY +6% 상승했으며, DAP(YoY +16.2%) 및 ARPP (YoY +6.9%)은 1H25 및 2024년 대비 높은 성장률을 기록하고 있다.

Meta에게 2025년이 AI를 통한 추천 및 랭킹 최적화의 해였다면, 2026년은 Llama 4를 기반으로 광고주 전용 AI 에이전트 서비스를 본격화할 예정이다. 대표적으로 광고주 대상의 대화형 광고

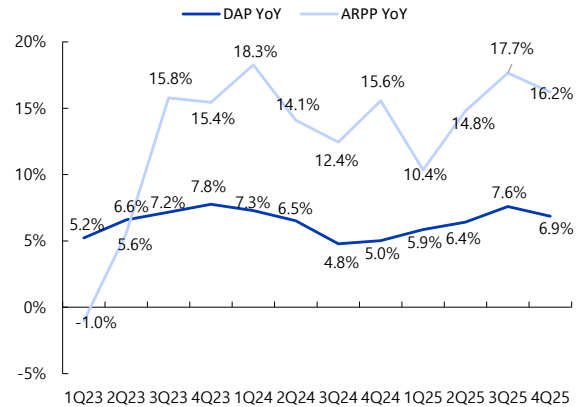
관리 엔진인 AI Business Assitant 도입을 예정하고 있는데, 전략 제안 및 예산 최적화, 성과 분석 리포트 자동 생성을 지원하며 이에 따라 **SMB 광고의 리텐션 강화** 효과를 예상한다. **고객 대상으로는 자율 상담 및 결제 에이전트**가 WhatsApp 혹은 Messenger 내에서 고객 취향을 분석 후 제품을 추천하고, 즉시 결제까지 처리하도록 해 2025년에도 고성장을 기록했던 Click-to-Messege 등 **비즈니스 메시징 매출 성장률을 제고할 것으로** 전망한다.

[도표 65] Alphabet & Meta 광고 매출 성장률(YoY) 추이



자료: Meta, Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 66] Meta DAP & ARPP YoY 성장률 추이



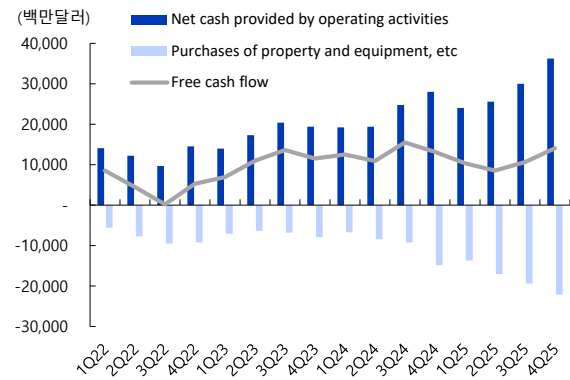
자료: Meta, 교보증권 리서치센터

[도표 67] Llama 4 기반 AI 에이전트 서비스 도입 예정 내용

영역	주요 기능 및 2026년 로드맵	기대 효과 및 관련 지표
AI Business Assistant	대화형 광고 관리 엔진: 전략 제안, 예산 최적화, 배분, 성과 분석 리포트 자동 생성	SMB 광고주 리텐션 강화; 복잡한 UI 제거로 중소 광고주 이탈률 감소
Agentic Shopping	자율 상담 및 결제 에이전트: WhatsApp/Messenger 내에서 고객 취향 분석 후 제품 추천 및 즉시 결제 처리	메시징 매출 가속화; 유료 메시징 연간 실행률(Run-rate) 증가; 4Q25에 \$20억 달성
Full-Funnel 자동화	실시간 맞춤형 비디오 생성: Llama 4를 활용하여 사용자 성향별 광고 영상/카피 실시간 조합 및 송출	콘텐츠 생산성 증대; 비디오 광고 생성 도구 매출 증가 및 광고 집행 장벽 낮아지는 효과
Agentic Targeting	의도(Intent) 기반 매칭: 과거 행동을 넘어 사용자의 현재 문맥과 '개인 초지능' 정보를 결합한 초정밀 타겟팅	수익성 개선: 광고당 평균 단가 상승; 3Q25 YoY +10%, 4Q25 +6% 상승하였음
CapEx	2026년 CAPEX 가이드라인 \$115B-\$135B	차세대 AI(Llama 4) 학습 및 추론을 위한 데이터 센터 인프라 확충

자료: Meta, 교보증권 리서치센터

[도표 68] Meta Free Cash Flow 추이



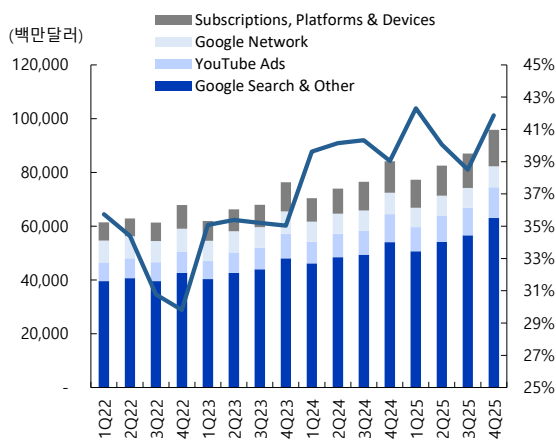
자료: Meta, 교보증권 리서치센터

Google의 경우에도 Gemini 도입은 Google 광고 매출 성장률의 상방 요인으로 작용하고 있다. 1) Gemini의 의도 이해 능력으로 기존에는 수익화가 어려웠던 길고 복잡한 검색어를 대상으로도 광고 게재가 가능해졌으며, 2) 텍스트뿐 아니라 다양한 형태(이미지, 음성 등)의 검색에 대해 광고를 게재할 수 있는 여력이 확대되었고, 3) 다국어 검색어 이해가 수월해져 기업 광고주가 해외 광고 게재를 더 쉽게 할 수 있게 되었다. 또 4) Gemini의 콘텐츠 생성 능력은 AI 기반 광고 및 크리에이티브 자산 생성 도구 AI Max를 통해 광고주들의 부담을 줄이고 있다.

그 결과 4Q25 Google Search & Other 매출이 631억 달러(YoY +16.7%) 성장했으며, 해당 매출 및 Youtube, 네트워크 광고, 구독 매출을 포함한 Google Services 부문의 영업이익률은 41.9%로 YoY +2.9%p 확장되었다. Gemini 3를 Google 검색의 AI Mode 및 AI Overview에 통합 적용한 결과 일일 AI Mode 검색 횟수는 2배로 증가했으며, AI Overview 성과도 더욱 개선되었다. AI Mode 검색 시간은 기존의 검색보다 3배 길며, 대화형 검색이므로 상당 수의 쿼리가 후속 질문으로 이어진다. 또한 AI 모드 검색의 1/6이 음성, 이미지를 활용한 비텍스트 검색으로 기존 검색의 매출 잠식은 관측되지 않고 있다. Google은 독립 Gemini 서비스에서 Google 서비스와 별도의 광고 노출을 할 계획은 없는 것으로 파악되나, Gemini 기반 위에서 활용되는 Google AI Overview(2024년 10월~) 및 AI Mode(2025년 11월~)에는 답변과 함께 광고를 제공하고 있다. 별도의 광고 설정 없이도 'AI Max' 등의 자동화 도구를 통해 기존의 검색 광고 및 쇼핑 광고가 AI 검색 영역에 자동으로 배치된다.

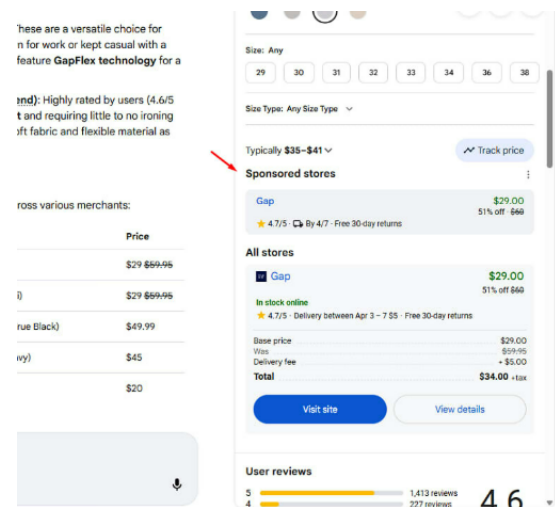
AI 검색은 기존 키워드 검색 기반의 광고 매출을 잠식하지 않을 뿐 아니라 길고 복잡하거나 텍스트가 아닌 형태의 검색으로도 범위를 확장해 주었고, 질문과 이어지는 후속 질문 하에서 이용자의 의도를 기존 검색 대비 정확하게 파악할 수 있기에 26년 광고 매출 성장률을 제고할 것으로 전망한다.

[도표 69] Alphabet Google Services 매출 및 OPM 추이



자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 70] Google AI Mode 답변과 제공되는 Sponsored Stores



자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

2. 국내 AI 인프라 업체들의 성장 기회

2-1. 공공 AI 인프라 사업

소버린 AI 부문은 향후 가장 높은 글로벌 성장이 전망되는 시장

소버린 AI는 국가 또는 조직이 자국의 법·규제와 지리적 경계 내에서 AI의 개발, 배포, 운영 방식을 독립적으로 통제할 수 있는 역량을 의미하며, 해당 시장은 국가적 데이터 주권과 안보의 중요성이 커지면서 전세계적으로 가장 빠르게 성장할 분야 중 하나이다.

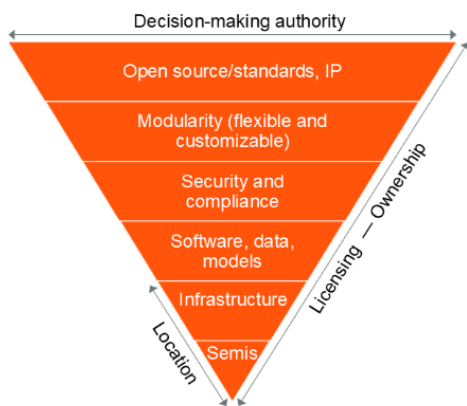
이에 대해 NVIDIA는 소버린 AI의 성장 기여 확대를 수차례 강조한 바 있다. NVIDIA는 4Q26FY 실적 발표에서 FY2026 NVIDIA의 소버린 AI 사업 매출이 전년비 3배 이상 성장한 300억 달러 이상을 기록하였다고 언급한 바 있으며, 장기적으로 하이퍼스케일러를 넘어선 성장 기회를 시사한다고 전망하였다.

2026년 3월의 GTC 기조연설에서는 국가가 자체 데이터를 AI로 전환하기 위해서는 직접 데이터센터를 소유해야 한다고 주장하였는데, 이는 과거의 퍼블릭 클라우드 의존에서 벗어나 국가별 자체 인프라를 구축하는 흐름을 의미한다. 특히 단순한 챗봇 수준을 넘어 국방, 기상 예측, 공공 행정에 투입되는 자율형 AI 에이전트 수요 증가로, 이를 뒷받침할 컴퓨팅 파워가 공공 부문의 필수 자산이 될 것으로 전망한다.

이에 대해 Gartner는 'Predicts 2026: AI Sovereignty'에서 2027년까지 전세계 국가의 35%는 독자적인 상황별 데이터를 사용하는 지역별 AI 플랫폼을 활용하게 될 것이며, 2029년까지 독자적인 AI 스택을 구축하려는 국가는 GDP의 최소 1%를 AI 인프라에 투자해야 할 것이라고 분석한 바 있다.

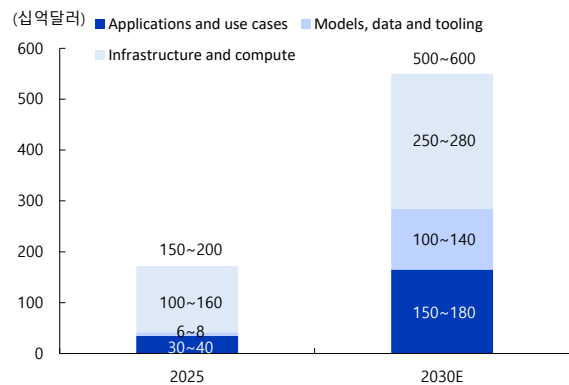
외국 플랫폼이나 공급업체에 의존하지 않고 독립적으로 AI 시스템을 개발하고 통제하기 위해, 각국 정부는 민간 업체와의 협력 하 데이터센터와 컴퓨팅 자원 투자를 단행하고 해당 스택을 장악한 각국 기업들은 이익 및 기업 가치 성장 기회를 잡을 수 있을 것으로 예상된다.

[도표 71] AI Sovereignty 스택 (Gartner)



자료: Gartner, 교보증권 리서치센터

[도표 72] Sovereign AI 분야별 TAM 25년 추정치 및 30년 전망



자료: McKinsey & Company, 교보증권 리서치센터

한국의 소버린 AI 전략: AI 고속도로 구축과 독자 파운데이션 모델 사업을 중심으로

한국은 '대한민국 인공지능 행동계획'(2026년 2월)을 통해 1) AI 혁신 생태계 조성, 2) 범국가 AI 기반 대전환, 3) 글로벌 AI 기본사회 기여라는 3가지 축을 중심으로 12개의 세부 전략분야를 설정했으며, 2026년 기준 9.9조원의 AI 예산이 편성되어 있다. 해당 12개 세부 전략분야 중 SI 및 인터넷 섹터 기업들에게 중기적으로 직접적인 성장 요소로 작용할 전략분야는 ① AI 고속도로 구축, ② AI 모델 확보 및 ③ 공공 AX이다.

[도표 73] 대한민국 인공지능 행동계획(2026년 2월) 3대 정책축 및 12개 전략분야

정책축 (3개)	세부 전략분야 (12개)	주요 목표 및 내용
AI 혁신 생태계 조성	AI 고속도로, 차세대 기술 선정, 인재 확보, AI 모델 확보, 규제 혁신	인프라 및 원천기술: 2028년까지 첨단 GPU 5만 장 확보, 국산 AI 반도체 도입 확대, AI 기본법 제정
범국가 AI 기반 대전환(AX)	산업 AX, 공공 AX, 지역 AX, 문화 강국, 국방 강국	현장 적용: 제조·금융·의료 등 전 산업의 AI화, AI 정부 서비스 구현, K-콘텐츠 AI 결합
글로벌 AI 기본사회 기여	AI 기본사회 실현, 글로벌 이니셔티브 강화	상생과 규범: AI 혜택의 보편적 확산, 글로벌 AI 거버넌스 주도, 딥페이크 등 부작용 대응

자료: 국가인공지능전략위원회, 교보증권 리서치센터.

① AI 고속도로 구축: 1) GPU 등 컴퓨팅 인프라 확충, 2) 데이터센터 생태계 구축

'AI 고속도로 구축'에 있어서는 1) GPU, NPU 등 핵심 AI 컴퓨팅 인프라 확충, 2) 지속가능한 AI 데이터센터 생태계 구축이 주요 성장 요소로 작용할 항목이다.

1) 'GPU, NPU 등 핵심 AI 컴퓨팅 인프라 확충'은 2030년까지 최소 5만 장 이상의 GPU를 일단 확보하고 장기적으로 AI 컴퓨팅 인프라 내재화를 위해서 국산 NPU를 도입하겠다는 계획이다. 2025년 1차 GPU 확보 구축 운용 지원 사업에서 1조 4,000억원을 투입해 1.3만 장(NHN 클라우드, 네이버클라우드, 카카오)을 확보한 데 이어, 2026년에는 약 2조 805억원을 투입하는 AI컴퓨팅자원 활용기반 강화사업을 통해 추가로 블랙웰~베라루빈급의 최신 GPU 물량을 확보하고 대규모의 클러스터 구축과 연내 서비스 개시를 추진한다. 민관 협력 하에 첨단 GPU와 통합 운영환경을 확보하는 것이 목적이다.

[도표 74] 1차 GPU 확보, 구축, 운용 지원 사업 GPU 확보 물량 (2025년)

총 GPU 확보물량	
B200 10,080장, H200 3,056장	
정부 활용분 B200 8,160장, H200 2,296장	민간 자체활용분 B200 1,920장, H200 760장
<ul style="list-style-type: none"> B200 510노드(4,080장) * NHN클라우드 B200 255노드(2,040장) * NHN클라우드 B200 255노드(2,040장) * 카카오 H200 255노드(2,040장) * 네이버클라우드 H200 32노드(256장) * 네이버클라우드 	<ul style="list-style-type: none"> (네이버클라우드) H200 760장 (NHN클라우드) B200 1,536 (카카오) B200 384장

자료: 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터.

1, 2차 사업 모두 확보 물량 중 정부 활용분은 정부 판단 하에 산학연에 공급되며, 민간 자체활용분은 외부 공급하거나 자체 서비스에 활용할 수 있다. 1차 사업에서 NHN클라우드는 민간 활용분(B200 1,536장)의 외부 공급으로 5년간 약 3,000억원의 매출을 창출할 것으로 전망하며, 네이버 클라우드 및 카카오는 민간 자체활용분을 자체 서비스에 적용해 컴퓨팅 자원 확보 비용 감축에 활용하고 있는 것으로 파악된다.

2차 사업은 2026년 4월까지 공모 접수를 거쳐 5월 사업수행기관을 확정할 예정이며, GPU 확보뿐 아니라 공급, 운영, 지원이 결합된 상시 GPUaaS 체계를 구축하는 것이 목적이므로 1차 선정 사업자들(NHN, 네이버, 카카오)뿐 아니라 삼성SDS, KT클라우드 등의 CSP 사업자 혹은 GPU 운용 역량을 키우고 있는 통신사업자들이 공모에 참여할 것으로 예상된다.

[도표 75] AI 컴퓨팅자원 활용기반 강화사업 (1, 2차)



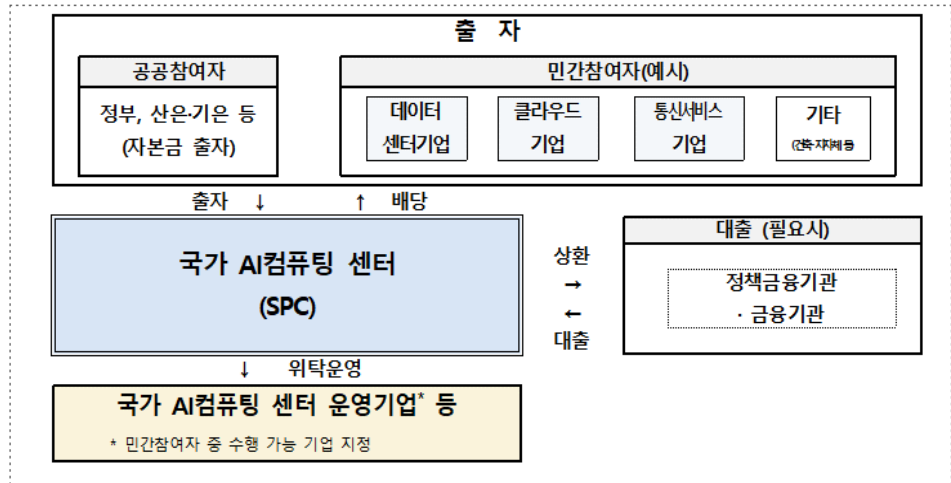
자료: 과학기술정보통신부, NIPA 공모 안내서(2026.03.12) 교보증권 리서치센터 재구성.

2) '지속가능한 AI 데이터센터 생태계 구축'은 다량의 전력 공급이 가능한 지역에 지어야 하는 대형 AI 데이터센터와 지역 분산 구축되어 지역 중소기업과 의료기관 등에 AI 서비스를 제공하는 강소형 AI 데이터센터를 확보하기 위한 방향성을 보이며, 다수의 사업들이 계획되고 있어 국가의 공공 AI 인프라 건설에 대한 지원책에 따른 국내 데이터센터 건설 증가가 CSP, DBO 사업 등 AI 인프라 기업들의 중기 성장요소로 작용할 것임을 알 수 있다. 정부의 AI 행동계획에 재정경제부 협력 하 AI 데이터센터 민간투자 촉진을 위한 세제 혜택 방안 마련 등이 명시되어 있기 때문이다.

정책에 따른 보다 직접적인 영향과 관련해서는 2028년 구축 완료 목표인 해남 국가 AI 컴퓨팅 센터(SDS 컨소시엄 주관)와 2023년 완공 이후 가동중인 광주 AI 데이터센터(NHN 주관)를 주목할 필요가 있다.

[도표 76] 국가 AI 컴퓨팅센터 (3Q26 착공, 2028년 구축 완료 목표)- 삼성 SDS 컨소시엄이 우선협상대상자

7. 추진 체계(안)



자료: 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터.

국가 AI 컴퓨팅 센터는 과학기술정보통신부의 주도로 인공지능 연구 및 산업 생태계 지원을 위해 비수도권에 대규모 AI 학습 인프라를 구축하는 프로젝트이다. 국가 AI 컴퓨팅 센터를 통해 중소기업 및 연구소에 GPU 자원을 저렴하게 제공할 예정이다. 2030년까지 건설 및 고성능 GPU 5만 장(2028년 까지 1.5만 장 이상) 관련 단계적 투자를 통해 총 2조 5천억원 규모의 사업비가 투입될 것으로 예상되며, 최대 120MW 수전용량의 대규모 데이터센터가 건립될 것으로 예상된다.

구성에 있어서는 정부와 민간(민간 지분율 70% 이상)이 공동 출자한 SPC를 설립하여 구축되며, 컨소시엄은 삼성SDS(주관), 네이버클라우드, 삼성물산, 카카오, 삼성전자, 클러쉬, KT, 전라남도, 서남해안기업도시개발이 컨소시엄으로 단독 입찰했다.

삼성SDS는 가장 높은 비중의 지분율을 차지할 컨소시엄의 주관사로서 전체 사업 관리 및 인프라 운영을 총괄하며, 데이터센터 설계와 클라우드 운영 및 인공지능 연산 인프라 관리를 담당한다. 삼성SDS를 포함한 삼성 그룹이 민간 지분율의 상당 부분을 점유하여 참가할 것으로 예상하며 삼성물산은 데이터센터의 물리적 구축을, 삼성전자는 국산 AI 반도체(NPU) 및 고대역 폭메모리(HBM) 등 첨단 AI 반도체와 서버 인프라 기술 협력을 담당할 것으로 전망한다.

네이버클라우드는 단독 참여사 기준으로는 삼성SDS 다음으로 가장 높은 수준의 지분을 확보하며, 기술적 파트너로 참여 예상된다. 구체적으로 하이퍼클로바X와 클라우드 기술력을 바탕으로 기업 및 연구소 대상 AI 모델링 및 서비스 개발을 지원할 것으로 전망한다. 국내 주요 CSP인

KT클라우드는 전국 단위 통신 인프라와 결합된 클라우드 기술 지원을, 카카오는 사용자 친화적인 AI 서비스 모델 제안 및 서비스 연계를 담당할 것으로 전망한다.

산업은행(국민성장펀드)과 기업은행의 최종 출자 승인 절차를 거쳐 실시협약을 체결하고 최종 사업자를 확정된 뒤 3Q26 착공할 것으로 예상된다. 이후 2028년 구축 완료 및 1차 가동시 발생한 이익이 어떻게 재무적으로 반영될지 밝혀진 바는 없으나, 출자 지분에 비례한 지분법이익으로 반영될 것으로 가정한다.

[도표 77] 국가 AI 컴퓨팅센터 민간 참여자별 역할 예상

기업명	주요 역할
삼성SDS	데이터센터 설계, 클라우드 운영, 인공지능 연산 인프라 관리 및 서비스 모델 수립 등 운영 총괄
네이버클라우드	하이퍼클로바X와 클라우드 기술력을 바탕으로 기업 및 연구소 대상 AI 모델링 및 서비스 개발 지원
삼성전자	NPU, HBM 등 첨단 AI 반도체와 서버 인프라 기술 지원
삼성물산	데이터센터의 물리적 구축, 하이퍼스케일 데이터센터 건설 역량 바탕으로 친환경, 고효율 인프라 설비 구축
KT	전국 단위 네트워크 및 통신 인프라와 결합된 클라우드 기술 지원. 안정적 데이터 전송 환경 제공.
카카오	플랫폼 기반의 AI R&D 역량 결합. 사용자 친화적인 AI 서비스 모델 제안 및 서비스 연계 역할
클러쉬	GPUaaS 솔루션에 특화되어, 실제 컴퓨팅 자원을 사용자에게 효율적으로 배분하는 운영 레이어 역할 담당

자료: 언론자료 취합, 교보증권 리서치센터.

한편 광주 AI 데이터센터는 CSP사인 NHN클라우드 주관으로 2023년 10월 정식 개소되어 운영 중이며, 국내 AI 기업과 연구기관의 성장을 지원하고 있다. 엔비디아 H100을 포함한 대규모 GPU 팜을 통해 약 88.5PF의 연산이 가능하며, 107PB의 데이터 저장 능력을 보유하고 있다. 개소 이후 현재(26년)까지 GPU 인프라를 구축하기 어려운 중소기업, 스타트업, 대학 및 연구기관에 연산 자원을 제공해왔으며, 2025년 국무회의에서 의결된 'AI 2단계 사업'에 따라, 2026년부터 5년간 총 6,000억원을 투입해 실제 산업에 적용(AX)하는 단계에 진입한다.

이는 기존의 인프라 구축 중심에서 벗어나 AI 기술을 산업에 직접 적용하는 AI 전환에 초점을 둔 변화다. 위에서 설명한 국가 AI 컴퓨팅센터가 학습 단계에 초점을 맞춘다면 광주 AI 데이터센터는 AX 실증에 집중하는 분업 구조를 가지게 된다. 이를 통해 정부는 소버린 클라우드 육성을 통해 국가 데이터 주권을 유지하며, NHN은 AI 데이터센터 민간 사업자에 대한 임대를 통해 운영 수익을 수취할 수 있는 구조이다. 민간 기업들에 최적화된 AI 모델 추론 환경을 제공하고 기술 지원을 담당한다.

한편 광주 AI 데이터센터는 'K-클라우드 프로젝트'의 기반이 되는 NPU 팜의 역할을 해 장기적으로 국산 AI 반도체(NPU) 생태계 개발을 지원할 예정이다. 정부의 연산 능력 확충 방향성은 중기적으로는 엔비디아 등 글로벌 기업의 GPU를 확보해 공급하고, 장기적으로는 국산 NPU 개발을 통해 글로벌 기업 GPU에 대한 의존도를 낮추는 것이다.

정부의 직접적인 지원을 받은 상기 2개의 사업 외에도, 컴퓨팅 자원 수요 증가와 정부 장려에 따라 7조원 규모의 울산 SK-AWS AI DC(27년 40MW, 2029년 100MW 규모 전망), 포항 글로벌 AI 데이터센터를 포함한 다수의 AI DC 건설 프로젝트가 이미 착공되었거나 계획되고 있다.

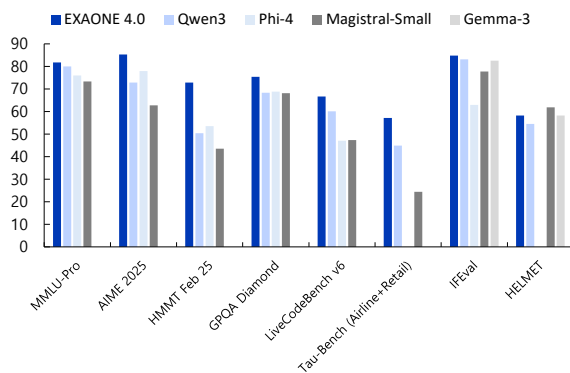
② AI 모델 확보: 독자 파운데이션 모델 확보 사업

‘AI 모델 확보’와 관련해서는 독자 파운데이션모델 확보 사업이 주축이다. 정부는 해외 AI 모델에 대한 의존도를 낮추고 AI 주권을 확보하기 위해 독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트를 추진 중이다. 글로벌 Top-tier 모델 대비 95% 이상의 성능을 갖춘 한국형 독자 모델 확보를 목표로 2027년까지 약 5,300억원의 예산을 투입해 고성능 GPU 등 인프라를 제공하고, 양질의 한국어 및 전문 분야 학습 데이터를 지원할 예정이다.

초기 15개 컨소시엄에서 2026년 1월 LG AI 연구원, SKT, 업스테이지 3개 팀이 우수한 성적으로 2차 평가로 진출하였으며, 2026년 2월 모티프테크놀로지스팀이 합류해 4파전으로 굳혀진 상태이다. 4개팀은 7월 말까지 모델 고도화를 마친 후 8월 초 실제 산업 현장의 AX 확장성에 초점을 맞춘 2차 단계평가를 치르고 2026년 말 최종 결과 및 수상 팀을 발표할 예정이다. 2개의 최종 수상팀은 ‘국가대표 AI 파운데이션 모델’로 공식화돼 이후 정부의 GPU, 데이터, 인재, 공공, 해외 연계 등에서 큰 지원을 받게 될 뿐 아니라, 그 자체로 레퍼런스로 작용해 공공사업 수주에 있어서 우위를 가지게 될 것으로 전망한다.

LG AI 연구원의 EXAONE 4.0의 경우 [도표 78]에서 확인할 수 있듯 일반이해/수리/과학/코딩/도구 이용/긴 문맥 이해 등의 영역에서 글로벌 주요 오픈소스 모델들에 버금가는 벤치마크 점수를 나타내며 강력한 우승 후보로 예상된다. 2026년 말 최종 수상팀으로 선정될 경우, 공공 MSP 및 SI 수요 증가 요소로 작용할 것으로 전망한다.

[도표 78] LG AI 연구원 Exaone 4.0 및 글로벌 모델 벤치마크 비교



자료: LG AI 연구원, 교보증권 리서치센터

[도표 79] 독자 AI 파운데이션 모델 주요 타임라인



자료: 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터

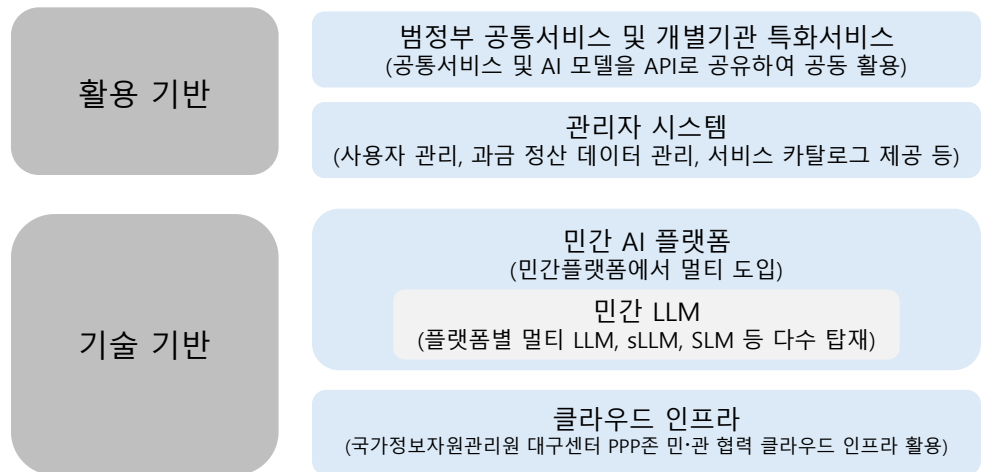
③ 공공 AX: 1) 범정부 AI 공통기반, 2) 업무관리 플랫폼 구축, 3) 정보화 사업의 민간 클라우드 전환

대한민국 인공지능 행동 계획 전략분야 중 '공공 AX'는 공공부문이 AI를 선도적으로 도입해 행정 효율을 높이는 것을 목표로 하며, 범정부 AI 공통 기반 구축, AI 업무관리 플랫폼 구축, 공공 정보화 사업의 민간 클라우드 전환 등이 주요 과제이다.

1) 범정부 AI 공통 기반 구축은 정부 내부망에서도 보안 우려 없이 민간의 초거대 AI 기술을 쓸 수 있도록 하는 보안 기반 플랫폼을 구축하는 프로젝트이다. 중복과 파편화를 예방하기 위해 부처마다 상이한 플랫폼을 도입하는 것이 아니라 민간, 국산 LLM을 통합 게이트웨이 형태로 연결해 각 부처가 자율적으로 서비스를 확장하고 특정 모델 의존성을 없애 언제든지 AI 모델을 갈아 끼울 수 있는 구조를 지향한다. 각 기관 어디든 표준화된 방식으로 원하는 AI를 가져다 쓸 수 있는 공통 엔진을 마련하는 것이다.

해당 사업은 2025년 5월 삼성SDS 컨소시엄이 우선협상대상자로 선정되어 사업을 주도하고 있으며, 1) AI 인프라 및 플랫폼을 구축하고 2) 공통 서비스(공통 학습 데이터, AI 모델 및 API 관리 체계)를 제공하며, 3) 강력한 보안 가이드라인이 적용된 AI 환경을 구현한다. 주관사인 삼성 SDS는 자사 생성형 AI 서비스 플랫폼인 FabriX를 SaaS 형태로 제공하며, 전체 시스템 통합을 담당한다. 참여사인 네이버클라우드는 한국어 특화 초거대 LLM인 하이퍼클로바X를 제공해 AI 서비스의 엔진 역할을 수행한다.

[도표 80] 범정부 초거대AI 공통기반 구성도



자료: 한국지능정보사회진흥원(NIA), 교보증권 리서치센터.

범정부 AI 공통 기반 구축에 있어 1차년도(25년 6~12월)은 약 90억원 규모 예산으로 핵심 공통 기반 구축에 집중해 공통 AI 인프라를 조성하고 일부 부처를 대상으로 파일럿 서비스를 실시했다면, 2차년도(26년)는 서비스 고도화 및 중앙 부처 확산의 시기로 1차년도에 구축된 기반을 토대로 더 많은 부처가 AI 서비스를 활용할 수 있도록 기능을 확장하고 있다. 27년부터는 지자체 및 공공기관 전면 확산의 시기로, 전 부처와 지자체까지 AI 공통 기반을 활용하는 범정부 AX 완성을 목표로 한다. 1차년도에는 초기 구축과 파일럿 서비스 실시의 시기로 매출 기여가 제한적이었으나, 중앙 및 지자체, 공공기관 확산이 진행되면서 삼성SDS의 수혜는 확장될 것으로 전망한다.

[도표 81] 범정부 초거대 AI 공통기반 구축 사업 삼성 SDS 컨소시엄 내 기업별 담당 분야

참여사	주요 역할 및 담당 분야
삼성SDS	사업 총괄 및 플랫폼 제공. 생성형 AI 서비스 플랫폼 FabriX를 SaaS 형태로 제공하며, 전체 시스템 통합 담당
네이버클라우드	거대언어모델(LLM) 공급. 한국어 특화 초거대 AI인 하이퍼클로바X를 제공해 AI 서비스 핵심 엔진 역할 수행
세림TSG	시스템 구축 및 서비스 운영. 공공 SI 분야 경험을 바탕으로 실제 행정 현장에 맞는 서비스 구현과 운영 지원 담당
투이컨설팅	데이터 거버넌스 및 컨설팅. AI 학습을 위한 데이터 설계와 공공 AI 도입을 위한 전략 수립 및 프로세스 설계 지원

자료: 언론 기사 취합, 교보증권 리서치센터.

2) 범정부 초거대 AI 공통기반과 밀접하게 연계된 'AI 업무관리 플랫폼 구축'은 모든 공문서의 자료 저장 및 업무 활용 체계를 전면적으로 클라우드 기반으로 전환하고, AI가 모든 공문서를 활용할 수 있는 환경을 구축하는 사업이며 삼성SDS가 주축이 되고 있는 '온-나라 시스템 고도화' 사업(결재 및 문서 관리 시스템인 '온-나라'의 Cloud 및 AI 네이티브 전환) 및 NHN의 '두레이 AI'(지능형 업무관리 플랫폼) 도입 등이 대표적이다.

온-나라 시스템 고도화 사업에 있어서는 삼성SDS가 행정안전부의 온나라시스템 클라우드 네이티브 전환 사업을 수주하였으며, SCP(Samsung Cloud Platform) 기반으로 기존 온-나라 시스템의 주요 시스템을 클라우드 네이티브로 전환하고 안정적인 운영을 지원한다. 또 Brity Works와 Brity Copilot을 제공해 AI 기반의 SaaS형 업무 플랫폼으로 전환하는 역할을 한다.

NHN의 두레이 AI는 메일, 메신저, 프로젝트, 드라이브, 위키 등 협업 기능에 LLM 기반 AI를 붙인 SaaS 협업툴로, 이를 통해 자료 조사, 메일 초안 작성, 번역, 규정 질의 응답 등의 반복 업무를 줄이는 방향을 강조한다. 약 150개 공공기관을 확보한 공공 레퍼런스 기반과 CSAP 인증으로 높은 신뢰도를 갖추고 있으며, 2026년에는 국정자원 대구센터 PPP 행정망존을 통해 행정기관 공급이 가능해져 1H26 공공기관의 내부 행정망 내 침투가 가능해졌다.

3) ‘공공 정보화 사업의 민간 클라우드 전환’은 NHN, 삼성SDS, KT클라우드 등 국내 주요 CSP사들의 클라우드 매출 성장률을 제고할 사업이다. 기존 온프레미스 중심의 정보화 체계는 확장성과 유연성이 낮고 부처별로 분산된 시스템의 유지비 부담이 컸으며, 2025년 9월 대전 국가정보자원관리원 화재 이후 민간 중심의 클라우드 전환 필요성이 더욱 부각되었다.

한국 정부는 보안이 중요한 중요한 공공 데이터를 다루기 위해 민관협력형(Public Private Partnership, PPP) 클라우드 도입 활성화를 추진하고 있다. 즉, 정부가 서버와 스토리지 등 보안을 갖춘 클라우드 공간을 제공하고, 민간 사업자가 이를 임대해 보유한 클라우드 시스템을 구축 및 제공하는 방식이 채택되고 있다. 민간 IDC에서도 보안 등급 ‘상’에 해당하는 시스템 수용이 가능하도록 규제가 완화되고, 특정 CSP 독점을 막기 위한 멀티 클라우드 도입이 권장되면서 주요 CSP사들의 클라우드 매출 성장률 증가를 전망한다.

특히 해당 변화의 가장 큰 수혜업체는 NHN이다. 국가정보자원관리원은 대전 화재 이후 전소된 96개 업무시스템을 대구 센터에 입주해있는 PPP인 NHN클라우드에 이전하면서 이를 재설치하고 수용하기 위한 국유재산 임대형 인프라 이전 사업자로 NHN클라우드를 단독 선정하였으며, 2025년 행정안전부 주관의 ‘클라우드 네이티브 전환 사업’ 대상인 7개 공공기관 중 5개 기관(한국교통안전공단, 대구광역시, 국토지리정보원 등)의 인프라 공급권을 따낸 바 있다. 또, 단순 서버 이전이 아니라 MSA(Micro Service Architecture) 기반의 고난도 전환 사업에서 수량 기준 약 71%의 점유율을 기록한 바 있다. (대구 PPP 센터 내 3개 구역 확보)

삼성SDS의 경우 GPUaaS와 보안 등급이 높은 핵심 시스템을 타겟팅하고 있다. 대구 PPP 센터 9개 상면 중 3개를 확보하였으며, 앞서 언급한 범정부 초거대 AI 공통기반 구현 사업뿐 아니라 고용노동부 근로감독관 AI 지원 시스템, 국토교통부 민원 처리 AI 시스템, 건강보험공단의 클라우드 네이티브 기반 앱 전환 사업 등 AI 연산 기반의 PPP 사업을 수주하고 있다.

KT클라우드의 경우에도 대구 PPP 센터 내 3개 구역을 확보해 운영 중이며, 국방 및 대형 행정망 위주의 PPP 사업에서 안정적 성과를 내고 있다.

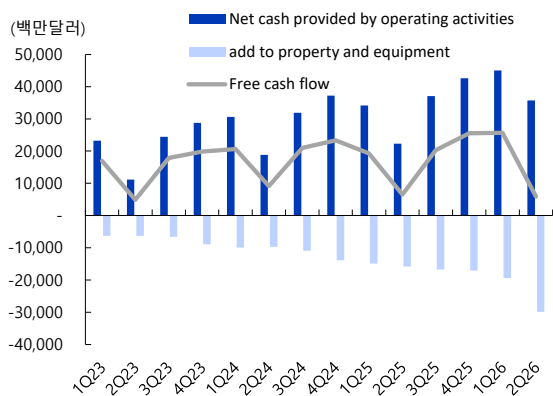
2-2. 국내 기업들의 AX와 글로벌 빅테크 투자 증가

DBO 수요 증가요인: 1) 모델메이커의 이익 개선 전망, 2) 빅테크의 현금흐름 균형

1장에서 살펴보았듯, 대규모의 컴퓨팅 투자를 필요로 하는 모델 메이커들의 이익 및 현금흐름은 1) API 호출 수수료, 2) 광고, 3) B2C 중량제 요금제 도입, 4) 구독 Tier 구분 등 BM을 통해 개선될 것으로 전망하며, 아래 도표 [82~85]에서 확인할 수 있듯 투자의 주체가 되는 주요 빅테크들의 Free Cash Flow는 CapEx 급증에도 불구하고 균형을 이루고 있다. 구체적으로 1) 클라우드 사업(Microsoft, Amazon, Alphabet)에서 AI향 수요 증가로 이익 개선과 성장이 나타나고 2) 광고 사업(Meta, Alphabet)에 대한 AI 적용으로 광고 사업 이익도 개선되었기 때문이다.

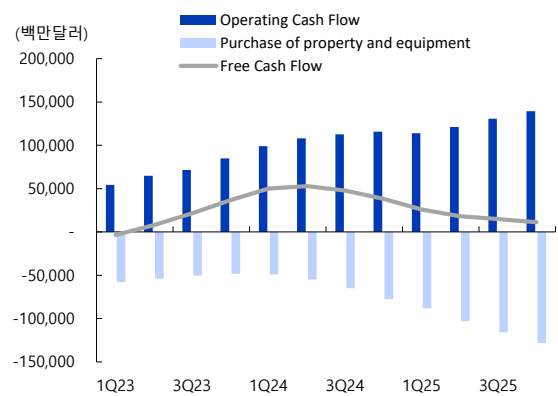
따라서 글로벌 빅테크들의 데이터센터 및 컴퓨팅 자원에 대한 자본적 지출은 더욱 확대될 것으로 전망하며, 전방 사업의 이익 및 현금흐름 개선으로 지속 가능하다고 예상한다. 이러한 흐름이 국내 및 아시아 지역 데이터센터 투자로 이어짐에 따라, DBO 사업시 입주 수요가 확보되고 있다고 판단한다.

[도표 82] Microsoft Free Cash Flow 추이



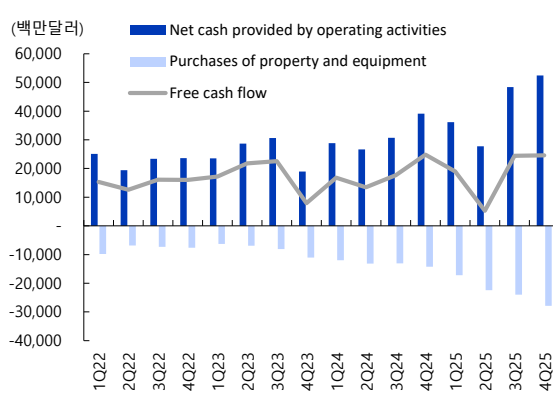
자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터

[도표 83] Amazon Trailing 12 Months Free Cash Flow 추이



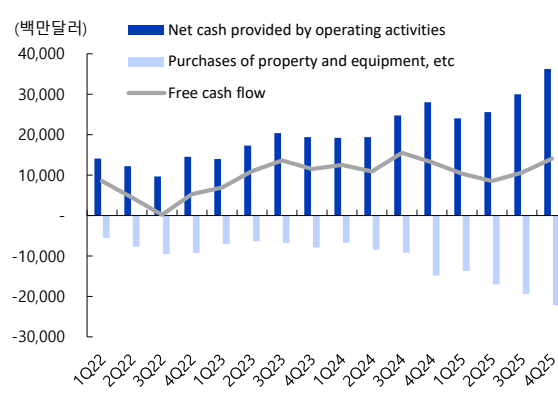
자료: Amazon, 교보증권 리서치센터

[도표 84] Alphabet Free Cash flow 추이



자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

[도표 85] Meta Free Cash Flow 추이



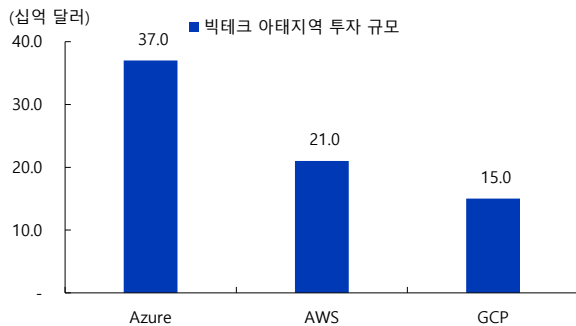
자료: Meta, 교보증권 리서치센터

빅테크의 아시아/국내 지역 데이터센터 투자 증가로 DBO 및 MSP 사업 수혜 예상

실제로 주요 빅테크 혹은 OpenAI 등 신규 AI 사업자들의 국내 및 아시아 지역 데이터센터 투자는 증가하고 있으며, 이는 국내 SI 업체들의 DBO(Design-Build-Operate) 사업에 대한 수요 증가로 이어질 것으로 전망한다. 이에 따라 범용적인 기술, 운영 스택과 빅테크들과의 파트너십을 바탕으로 2025년 기준 국내 DBO 시장 내 약 60%의 점유율을 보이고 있고 자카르타 등 해외 AI DC 레퍼런스도 확보하고 있는 LG CNS의 가장 큰 수혜가 예상된다. AWS의 대규모 투자 확대에 따라서는 울산 AI Zone 데이터센터 건설 관련 협력이 공식화된 SK AX의 가장 직접적인 수혜가 예상된다. 한편, 2026년부터 DBO 시장에 진출하는 삼성SDS 및 롯데이노베이트의 중장기적 매출원 확장을 전망한다.

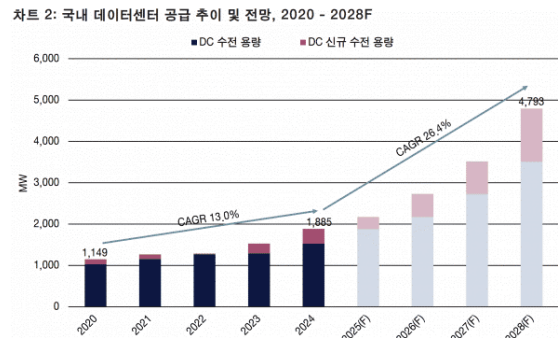
특히 삼성SDS의 경우 OpenAI와 AI 데이터센터 공동 개발, 기업용 AI 서비스 제공에 대한 파트너십을 맺은 만큼 첨단 데이터센터 기술을 바탕으로 기존의 Chat GPT Enterprise 파트너십 기반의 리셀러(MSP) 사업뿐 아니라, AI 데이터센터의 설계, 구축, 운영 분야 협업이 커질 것으로 예상된다.

[도표 86] 주요 CSP 3사 아시아 지역 투자 규모 (진행/건설중)



자료: 언론기사 취합, 교보증권 리서치센터. 주: 현재 진행/건설중인 프로젝트 기준

[도표 87] 국내 데이터센터 공급 추이 및 전망



자료: 세빌스코리아, 2025년 한국 데이터센터 보고서, 교보증권 리서치센터

구체적으로 하이퍼스케일러 중 아마존 웹 서비스(AWS)는 2031년까지 약 90억 달러(13.7조원)을 한국에 투자하겠다고 발표한 바 있으며, 2025~2031년 사이 50억 달러(7.6조원)의 투자와 기존 투자 40억 달러(6.1조원)를 합친 금액이다. 대표적으로 AWS는 SK 그룹과의 공동 설립을 통해 약 50억 달러를 투입하여 울산 지역에 하이퍼스케일(50MW 이상)급 AI 데이터센터를 설립 예정이다. 2025년 3분기 착공하여 2027년 11월 41MW 1단계 가동 후 2029년 2단계로 103MW 전체 시설 가동을 목표로 하며, 향후 GW급으로 확대 예정이다. 해당 프로젝트에서 SK AX는 AWS의 인프라 위에서 고객들이 AX를 실제로 구현할 수 있도록 돕는 AI 클라우드 운영 및 관리를 담당한다. 산업별 데이터 구조, 보안 요구, 운영 방식 차이를 반영한 산업형 AI 클라우드 스택을 설계 및 제공하고, 실제 운영 환경에서 검증되는 실행형 모델을 제시한다. AWS 클라우드 인프라와 AI 서비스를 안정적으로 공급하면서 클라우드 관리 노하우를 축적해 MSP 경쟁력을 강화하는 전략이다.

구글 클라우드의 경우 클라우드 사업 확장을 위해 서울을 포함한 동아시아 전역의 AI 인프라 확장(Vertex AI, Gemini 지원)에 속도를 내고 있으며, 서울 데이터센터를 설립하겠다는 계획을 파트너사들에게 공유한 것으로 알려져 있다. 이전까지는 한국 내 자체 데이터센터 구축에 신중했으나, 고정밀 한국 지도 데이터 활용을 위한 국내 서버 설치 조건 충족과 클라우드 및 AI 서비스 고도화를 위한 투자 필요성이 영향을 미친 것으로 추정한다. 국내 규제 대응과 시설 관리 효율화를 위해 구글이 직접 구축하기보다는 국내 DBO 업체가 설계, 구축, 운영을 담당하게 될 것으로 예상된다.

당사자에 의해 정식으로 인정된 바는 없으나 26년 3월 24일 주주총회에서 ‘데이터센터 설계·구축·운영(DBO)’을 사업 목적에 추가한 LG유플러스가 유력한 DBO 사업자로 거론되고 있다. 해당 사업을 LG 유플러스가 수주하게 된다면, 이미 구글 클라우드와 디지털 전환 파트너십(DTP)을 체결하고 아태 지역 AX 사업에서 구글과 협력중인 LG CNS는 데이터센터 내부의 AI 최적화 인프라 구축, 클라우드 관리 서비스(MSP), AI 에이전트 및 서비스 구현 등 소프트웨어와 상위 인프라 계층 기술 지원을 담당하게 될 것으로 예상된다. ‘One LG’ 전략 하에서도 기존 LG유플러스가 운영중인 7개의 IDC에서도 AI DC로 전환하는 과정에서 LG CNS의 디지털 전환 역량이 투입되고 있다. LG유플러스가 부지 확보, 전력 및 통신 인프라 구축, 센터 전반의 운영 및 고객 유치를 담당한다면 LG CNS는 데이터센터 설계, DX 기반의 운영 플랫폼 구축, 서버 및 클라우드 관리 서비스(MSP)를 제공하는 협력 구조다. 특히 LG CNS는 LG 유플러스 IDC 입주 고객사들에게 구글 클라우드와의 파트너십을 활용한 기술 컨설팅과 AI 서비스 구현(Vertex AI 활용 등)을 지원하는 등의 지원을 담당해온 바 있다.

마이크로소프트 Azure는 2025~2026년에 걸쳐 말레이시아, 인도네시아, 대만, 인도 등에 새로운 Azure 리전을 개설하고 있을 뿐 아니라, 한국이 포함된 동아시아 리전의 용량을 대폭 확장하여 차세대 네트워킹과 AI 인프라를 보강하고 있다.

OpenAI의 경우 각국 정부 및 현지 기업과 협력해 현지에 데이터센터를 구축하고, 그 인프라를 바탕으로 현지에 맞춤형한 ChatGPT를 제공하는 방식을 추구한다. 삼성SDS 및 SK텔레콤 등 국내 기업이 참여하는 JV 방식이 검토되고 있으며, 초기에는 20MW급 2곳 수준 규모가 논의되고 있는 것으로 알려져 있다.

2-3. 블록체인: 금융권 백엔드 투자 & 에이전트 결제

금융사 블록체인 백엔드로서의 RWA: 2H26 미국을 시작으로 모멘텀으로 작용할 것

중장기적으로 금융권 백엔드 인프라로서의 RWA(Real World Asset, 실물 기반 토큰화 자산) 도입은 LG CNS, 삼성SDS 등 SI 업체들에게 모멘텀으로 작용할 것으로 예상된다. RWA는 채권, 부동산, 원자재, 주식, 사모대출, 현금 등 현실의 자산을 블록체인 기술을 활용해 디지털 토큰으로 변환한 것을 의미한다. 기존 중간 절차가 많은 상기 자산들에 대해서, 금융 백엔드에서의 블록체인 도입은 1) 재조정 비용 절감, 2) 결제 속도 단축과 결제 리스크 감소, 3) 이자, 배당, 상환, 담보 관리 자동화, 4) 담보 이동성 개선과 유동성 효율 향상, 5) 24/7 처리와 크로스보더 결제 효율화를 이뤄 금융사들의 도입 유인이 크다.

먼저 1) 블록체인의 단일 공유 상태가 재조정 비용을 줄인다. BIS에 따르면 기존 금융 시스템이 거래소, 청산기관, 수탁기관, 은행 등이 각자 장부를 들고 거래 후 대조하는 방식이었다면, 블록체인 기반 구조에서는 참여자들이 같은 상태를 공유하기 때문에 사후 대사, 매칭, 정합성 확인 업무가 줄어들게 된다. 엑셀 파일 여러 개를 맞춰보는 일이 하나의 공동 원본을 공유하는 과정으로 바뀌기 때문이다.

또 2) 블록체인에서는 자산 이전과 현금 이전을 동시에 묶어 처리하기 때문에(DvP/PvP: Delivery versus Payment & Payment versus Payment) 한쪽만 먼저 주고 나중에 못 받는 상대방위험과, 그로 인해 자산을 다시 재조달하는 재조달비용 위험을 줄일 수 있다(BIS). 돈과 증권이 같은 흐름 안에서 바로 교환되기에 시간 지연에서 생기는 불확실성이 줄어들는데, 실제로 홍콩금융관리국(HKMA)의 토큰화 채권 사례에서는 결제기간이 기존 T+5에서 T+1로 단축된 바 있다.

한편 3) 기존 사람이 중간에서 처리하던 자산 서비스 업무를 블록체인 도입시 스마트컨트랙트 기반으로 조건 충족시 자동 실행되는 코드로 바꿀 수 있다. 즉, 채권의 이자 지급, 펀드나 주식의 배당 처리, 만리 원리금 상환, 담보 교체 및 이동과 같은 사후 업무를 규칙에 따라 자동 실행하는 것이 가능하다. HKMA는 토큰화 채권에서 이표 지급과 만기 상환까지 플랫폼 내 처리가 가능함을 보여준 바 있으며, SEC는 토큰화가 매수, 이전, 배당, 담보 활용 등의 과정을 자동화할 수 있다고 설명한 바 있다.

4) 국채나 MMF 수익증권 등 자산을 토큰화해 비현금 담보의 유연한 사용으로 금융기관의 유동성을 개선할 수 있다. 국채 및 MMF 수익증권 등의 자산 토큰화시 굳이 현금으로 바꿨다가 다시 담보로 넣지 않아도 온체인 상에서 바로 이전, 재배치할 수 있기 때문에 운영 부담을 줄이고 시장 효율성을 높일 수 있다.(CFTC, SEC)

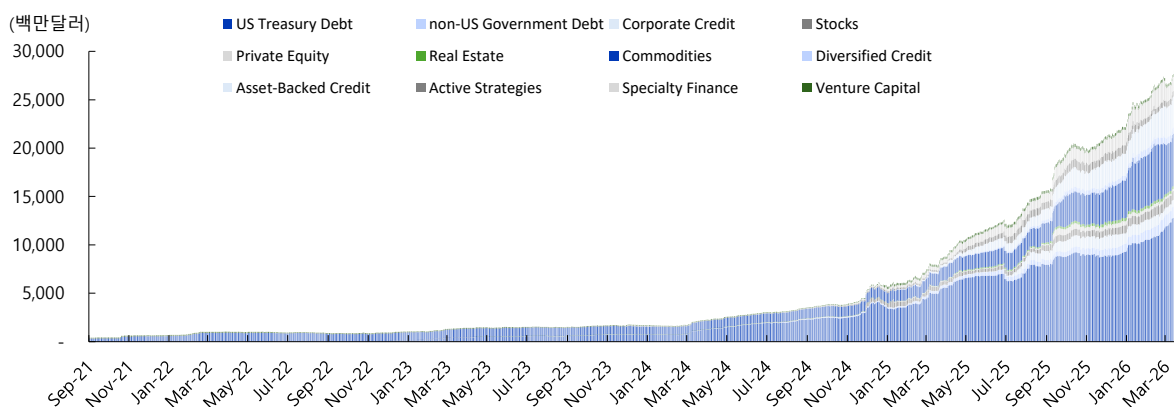
5) 영업시간, 국가별 시차, 중개기관 운영시간에 관계없이 24/7 처리와 실시간 크로스보더 결제가 가능해져 유사시를 위한 지역별 현금 예치 필요성을 줄일 수 있다. 토큰화된 예금, 채권, 펀드, 은행부채가 서로 다른 시스템을 이어 붙여서 맞추는 방식이 아니라 디지털 레일의 동일 규격 위에서 움직이며, 사람이 개입하지 않아 영업시간이라는 제약이 없기 때문이다. 관련해 싱가포르 통화청(MAS)의 Project Guardian은 토큰화된 자산, 은행부채, 다중통화 구조를 연결해 국경 간 발행, 거래, 결제의 상호운영성을 시험하고 있다.

요약하자면 블록체인 백엔드의 도입으로 기존 금융 백엔드의 여러 중간 단계를 줄이고, 자산과 돈의 이동을 같은 장부 위에서 자동, 동기적으로 처리하게 만들어 비용, 시간, 리스크 절감이 가능하다.

국가별로 규제 정립 및 금융기관의 RWA 실질 도입 속도는 차이가 있으나, 2026년은 미국, 유럽, 아시아 주요 금융권이 토큰화를 실제 금융 상품 구동에 적용하는 원년이라고 판단한다. rwa.xyz에 따르면 스테이블코인을 제외한 RWA 시가총액은 2025년말 기준 213.6억 달러로 YoY +276.7%를 기록했으며, 2026년 들어서도 4월 4일 기준 280억 달러 수준으로 성장을 지속(YTD +31.2%)하고 있다. 자산군별 비중은 미 국채(47.4%), 미국 외 정부 부채(4.2%), 자산담보부대출(11.3%), 회사채(2.5%) 등 채권자산 비중이 67.8%로 큰 비중을 차지하며, 원자재 등 commodity가 19.0%, 주식이 3.3%를 점유한다.

이와 같은 성장세는 미국이 주도하는 자산 토큰화 시장 확장 움직임의 영향으로, 블랙록의 BUIDL, 서클의 USYC, 프랭클린 템플턴의 BENJI 등 달러 단기금리형/국채형 상품이 제도권 신뢰를 끌어올렸으며 이를 기반으로 한 담보 재사용, 24/7 이전, 즉시 소유권 기록, 초단위 수익 계산, 일 단위 수익 분배 등 실제 금융 백엔드에서의 수요가 형성된 영향이 크다. 미국 국채, MMF 등 안전자산을 기반으로 한 토큰화 증권이 수익을 직접 지급하며, KYC/AML 참여자만 쓸 수 있는 제도권 내의 채권형 상품이 토큰화되어 공급되었고, 블랙록과 프랭클린템플턴과 같은 전통 자산 운용사 브랜드의 토큰화 자산이었기에 실제로 금융기관이 사용할 수 있는 자산이 공급된 것이다. 특히, 재무/운용/담보관리 부서가 실제로 사용할 수 있는 백엔드 레일의 공급이었기에 시장의 빠른 형성이 가능했다.

[도표 88] 자산군별 글로벌 RWA 시가총액 추이 (스테이블코인 제외 기준)



자료: rwa.xyz, 교보증권 리서치센터

규제 관점에서 2026년 들어서는 미국 증권거래위원회(SEC)가 1월 토큰화 증권 관련 공식 입장에서 “토큰화된 주식, 채권도 기존 연방 증권법이 동일하게 적용된다”고 정리하며 법적 틀 안에서의 허용 스텠스를 보이고, 3월 SEC Staff가 일부 토큰화 증권의 제한적 거래를 가능하게 하는 혁신 규제 면제를 검토 중이라고 언급하며 규제 틀 안에서의 토큰화 증권의 실제 거래 및 결제를 시험하는 단계로 나아가는 진전을 보이고 있다.

2H26 이러한 제도적 진전은 주식 등을 포함한 고유동성 자산의 토큰화의 본격적인 확산으로 이어질 것으로 전망한다. 2025년 12월 SEC가 No-Action Letter를 통해 미국 DTCC(증권예탁결제원)가 자회사 DTC를 통해 추진하게 될 예탁 증권의 토큰화 서비스 운영과 관련해 해당 서비스 운영에 대해 관련 규정 위반을 이유로 위원회에 법 집행 조치를 권고하지 않겠다는 비조치(No-Action) 의견을 회신하였고, DTCC는 이 서비스를 2H26부터 단계적으로 돌아옴 하겠다고 밝힌 바 있다. 2026년 Nasdaq 또한 DTC 파일럿에 연결된 참가자가 주문 입력 시 토큰화 플래그를 붙이면, 사후적으로 DTC에 이를 전달해 토큰화된 형태로 청산 및 결제를 시도할 수 있도록 규정을 변경했다. 완전 온체인 증권시장 개설이 아닌, 기존 시장 인프라에 토큰화 결제 레일을 꽂는 형태다.

[도표 89] RWA 도입으로 얻는 백엔드단 이익

효율화 항목	기존 방식	RWA/블록체인 방식	실제 수혜 주체
제조정 비용 절감	기관마다 장부 대조	공유 상태/토큰 보유기록	운용사, 수탁사, 예탁기관, 회계감사
결제시간 단축	T+1~T+5, 영업시간 의존	더 짧은 결제, 경우에 따라 원자적 DvP 가! 채권발행자, 브로커, 예탁결제 인프라	
자산 서비스 자동화	배당·쿠폰·상환 수작업/배치 처리	스마트컨트랙트·자동 규칙 실행	운용사, transfer agent, 자산서비스팀
담보 이동성 개선	담보 이동·대체에 시간/현금 전환 필요	비현금 담보 직접 이전·재사용	프라임브로커, 파생딜러, treasury desk
24/7 운용	장시간·국가별 cut-off 제약	지갑 기반 연속 처리	거래은행, 결제·현금관리 부서

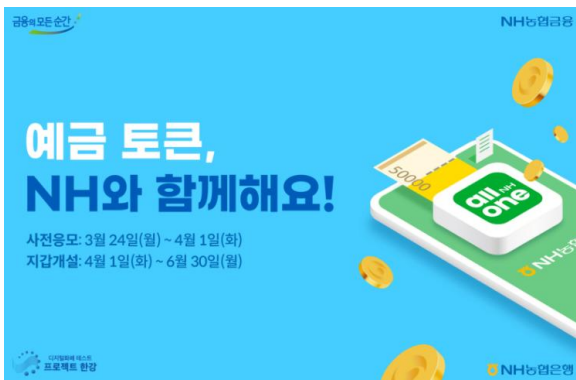
자료: BIS, Franklin Templeton, CFTC, 교보증권 리서치센터.

관련해서 한국에서도 상대적으로 느리지만 증권형 RWA의 제도권 편입이 진행되고 있다. 2026년 1월 15일 분산원장을 법적 효력이 있는 증권 발행, 유통 기록 수단으로 인정하고 투자계약증권의 증권사 유통을 허용하는 내용의 전자증권법 및 자본시장법 개정안이 국회 본회의를 통과했으며, 약 1년 후인 2027년 2월 4일 시행 예정에 맞춰 준비중이다. 또한 토큰증권 협의체를 만들고 ① 기술인프라, ② 발행, ③ 유통, ④ 결제 4개 분과를 통해 세부 제도를 설계한다. 이 중 ① 기술인프라 분과의 논의 주제로는 블록체인 기술 요건, 스마트 컨트랙트 활용, 기존 증권시스템 연계, 결제 효율성을 핵심으로 다루고 있다. 이와 같은 입법 상황에 따라 국내 기업들의 실질 수혜는 스테이블코인보다 RWA향 금융 인프라에서 먼저 가시화될 것으로 예상된다.

국내 IT 인프라 업체 중에서는 LG CNS 및 삼성 SDS가 2027년 금융권 블록체인 인프라 시장 개화의 수혜를 볼 것으로 예상된다. LG CNS는 증권사, 은행, 예탁원 등 시스템 통합 사업 수주가 높다고 판단한다. 오랫동안 대형 금융 및 공공 시스템 구축을 해온 SI로서 단순 블록체인 개발사 대비 레거시 코어뱅크, 증권 백오피스, 회계, 감사 체계와 안전한 연동이 가능하다. 또한 LG CNS의 Web3 블록체인 솔루션은 DID(탈중앙화 신원인증) 및 디지털 자산 서비스를 지원하며, 변조 방지형 공공 전자문서 및 신원 서비스를 포함한 디지털 신뢰 인프라를 강조한다. 기존 금융권 IT 인프라 구축을 주도해온 레퍼런스와 Web 3 요소기술의 확보로 블록체인 플랫폼인 Monachain 등을 통해 증권사/은행용 토큰증권 발행 및 유통 백엔드 구축, 발행인 계좌관리기관용 권리기록 시스템, DID/KYC와 스마트컨트랙트 연결, 예탁/결제/감사 로그를 포함한 엔드투엔드 통합 SI, 금융기관 대상 MSP 및 운영 아웃소싱 등의 수주가 가능할 것으로 예상된다.

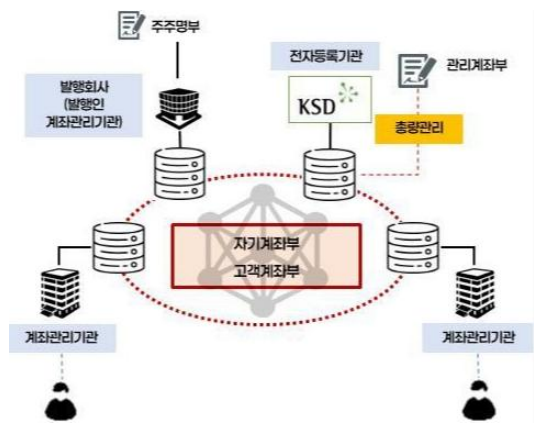
특히 LG CNS는 한국은행, 은행권, 한국예탁결제원 블록체인에 대한 직접적인 레퍼런스를 가지고 있다. 한국은행과 함께 ‘프로젝트 한강’의 일환으로 에이전틱 AI 기반 디지털화폐 자동결제 시스템을 국내 최초로 실증했으며, 블록체인 관련 기술 개발과 디지털화폐 플랫폼 구축을 담당했고, 7개 참가은행 고객 약 8만명 대상 실거래 테스트를 진행한 바 있다. 신한은행 CBDC POC 구축, 우리은행 블록체인 도입 및 CBDC 시스템 구축, 농협은행 CBDC 시범사업 협력 등 시중은행의 블록체인 대응 시스템 경험을 쌓아왔으며, ‘프로젝트 한강’의 2차 주사업자로 선정되어 예금 토큰 기반 결제 상용화 검증을 담당한다.

[도표 90] NH농협은행 ‘프로젝트 한강’ 디지털화폐 테스트



자료: NH농협은행, 교보증권 리서치센터

[도표 91] 한국예탁결제원 '토큰증권 테스트베드 플랫폼'



자료: 한국예탁결제원, 교보증권 리서치센터

삼성SDS 또한 4Q25 실적 발표 컨퍼런스콜에서 토큰 증권 제도화와 스테이블코인 입법화 흐름에 맞춰 관련 디지털 금융 혁신 사업에 적극 참여하겠다는 의지를 밝혔으며, 2026년 경영 전략으로 금융 부문의 핵심 시스템 고도화를 주요 과제로 꼽은 바 있다. 동사 역시 한국예탁결제원 토큰증권 테스트베드 플랫폼 구축 사업 수주에 대한 레퍼런스가 있다. 구체적으로 예탁원 업무시스템(e-SAFE)와 분산원장을 연계하고, 총량관리노드 관리 시스템, 총량관리 업무 시스템, 실증용 자체 분산원장 시스템을 구축하였다.

대형 금융사, 보험사, 그룹계 금융사, 정책금융형 플랫폼 구축에서 수혜를 볼 수 있을 것으로 예상하며, 구체적으로 Nexledger(삼성SDS의 블록체인 솔루션) 기반 허가형 블록체인 구축, 금융기관용 디지털 ID, 월렛, 페이먼트 및 RWA 백엔드 통합 패키지, 금융 클라우드 전환과 RWA 시스템 동시 구축 사업 등을 수주 가능할 것으로 예상된다.

AI 에이전트 결제: 영역에 따라 다른 방식의 수혜 기대

1장에서 언급했던 1) 추론형 모델, 2) 자율형 에이전트의 등장에 더해 3) 에이전트향의 결제 및 인증 프로토콜의 구비로 에이전트 결제 생태계가 빠르게 형성되고 있다. 권한을 위임받은 자율형 에이전트가 실제 경제주체로 행동하기 위해서 필요한 결제 및 인증 프로토콜은 서로 다른 문제를 푸는 여러 계층으로 구성된다.

먼저 결제 전에 에이전트가 누구인지를 증명하며 신원, 보안, 인증을 담당하는 기능이 필요하다. 크게 특정 회사가 운영하는 Skyfire 등의 제품형 인프라(서비스)와 ERC-8004로 대표되는 신원, 신뢰, 검증 계층을 만드는 프로토콜로 구분될 수 있다. 그 중 ERC-8004 등의 프로토콜은 이더리움을 기반으로 '에이전트가 누구인지, 평판이 어떤지, 검증을 받았는지'를 공개적으로 증명하는 신뢰 표준이라고 할 수 있다. Skyfire가 에이전트를 검증된 고객으로 받아들이고, 가입-인증-결제 까지 바로 쓰게 해주는 서비스형 제품이라면, ERC-8004(신뢰 프레임워크)는 누가 만든 에이전트든 공개 네트워크에서 공통된 방식으로 식별, 평가, 검증하는 표준이라는 차이가 있다. 이는 단독으로 쓰이기보다는 보통 ENS(에이전트의 이름), EAS(제3자가 서명한 검증 정보), SIWE(주소의 통제권 인증), ERC-8126(사기방지 등 위험성 평가 계층) 등과 조합되어 활용된다.

두번째는 Google의 AP2로 대표되는 권한, 진위, 감사추적 프로토콜이다. 'Mandate'라는 서명된 디지털 계약 개념을 통해 사용자가 어떤 의도를 쫓고 어떤 결제를 승인했는지를 남겨 부인 불가능한 기록을 남긴다. 'AI 마음대로 샀다'라는 분쟁을 줄이기 위한 분쟁을 줄이기 위한 법적, 기술적 증빙 장치다. '정말로 사용자의 지시였는가?'를 다루는 프로토콜이다.

세번째는 결제 단계 프로토콜로 Coinbase의 x402와 Stripe의 Machine Payments가 대표적이다. x402는 에이전트나 프로그램이 HTTP 요청 단위로 자동 결제할 수 있게 하는 프로토콜이다. 서버가 "이 요청은 유료야"(HTTP 402 Payment Required)라고 알려주면 클라이언트가 결제 페이로드를 보내고, 검증이 끝나면 바로 리소스를 받는다. AI에이전트 경제에서 가장 중요한 API, 데이터, 도구, 콘텐츠의 초소액/사용량 기반 결제를 담당한다. x402가 결제 언어로서 결제를 요청한다면, Stripe의 Machine Payments는 그 언어를 기업이 실제 운영에 붙일 수 있게 하는 실제 세계에서의 상업 인프라를 담당한다.

위에서 서술한 다수의 계층 구비로 AI 에이전트는 개별 건에 대한 인간의 개입 없이도 외부 에이전트 및 외부 틀에 대한 사용료를 지불하며 상호작용하며 생태계를 형성할 수 있게 되었고, 실제 상거래도 가능하게 발전했다. 블록체인 및 스테이블코인은 에이전트가 행동하는 데 필요한 API 호출, 데이터 구매, 톨 사용료, 에이전트 간 거래(A2A), 초소액 결제, 24시간 글로벌 정산 등 digital-native 결제에 가장 적합하며, 커머스 영역의 쇼핑 최종 결제, 환불, 세금, 후불, 카드 혜택을 포함한 상거래에서는 카드/계좌/PG 등 기존 결제 수단 인프라의 중요성이 유지될 것으로 예상된다.

따라서 국내 주요 핀테크 및 플랫폼 기업들은 서로 다른 방식의 수혜를 입게 될 것으로 예상된다. 네이버(두나무)는 네이버의 검색/커머스/결제 접점과 두나무의 암호자산 거래/지갑/on&off ramp 관련 역량을 갖추고 있어 블록체인 기반 AI 에이전트 결제의 직접 수혜 가능성이 가장 크다고 판단한다. 국내에서 AI가 커머스 플랫폼에서 물건을 찾고, 지갑에서 결제하는 실생활에서의 상품 결제뿐 아니라, 블록체인을 통한 에이전트의 디지털 네이티브 결제(API 호출, 데이터 구매, 톨 사용료, 초소액 결제 등)까지 모두 담당할 수 있는 완결된 전체 체인을 만들 수 있는 국내 가장 유력한 플레이어라고 판단한다. 특히, 두나무 자회사 램다 256은 자사 블록체인 인프라 플랫폼 노딧에 코인베이스 AI 에이전트 결제 프로토콜 x402을 국내 인프라/클라우드 기업 중 최초로 도입했다. 네이버파이낸셜-두나무의 포괄적 지분교환이 가상자산 관련 입법 과정 등 규제와 심사 과정을 거쳐야 하며, 실제 서비스의 통합까지 이르러야 한다는 점은 리스크 요소로 작용한다.

한편 카카오페이는 1차적으로는 에이전트끼리의 디지털 네이티브 결제보다는 1) 카카오 생태계 내에서의 결제 에이전트 역할과 2) 카카오페이 자체의 소비 및 자산관리(26년 6~7월 전망), 투자, 보험 등 금융서비스 전용 에이전트를 우선적으로 도입 및 준비하고 있는 것으로 파악된다. 1Q26 정식 런칭한 카카오의 온디바이스 기반 자체 AI 에이전트인 Kanana in Kakaotalk, 그리고 OpenAI 협업하 4Q25 런칭한 ChatGPT for Kakao의 결제 완결성은 이용자들이 아웃링크로 빠지지 않도록 하는데 있어서 필수인 요소이다. Kanana in Kakaotalk은 1H26 내 유의미한 대형 외부 파트너사와의 연동을 통해 이용자의 문제를 해결하는 AI 에이전트로 발전할 것으로 예상하며, ChatGPT for Kakao의 경우에도 2026년 3월말 개편으로 '카카오 톨즈'를 통해 올리브영, 무신사, 현대백화점, 삼짍삼, 마이리얼트립, 사람인, 우리의 식탁 등 외부 파트너 서비스와 연동되어 정보 제공 및 예약/쇼핑 기능을 갖추고 있다. 아직 명확한 방향성을 밝힌 바는 없지만, 4월 초 카카오페이가 국내 유일하게 x402(에이전트나 프로그램이 웹 상호작용에 결제 기능을 내장할 수 있게 하는 프로토콜) 재단의 출범 멤버로 참여하였기 때문에 향후 디지털 네이티브 결제 분야에서도 대응 가능할 것으로 전망한다.

NHN KCP는 에이전트 결제에 있어서 Google의 개방형 에이전트 결제 표준 AP2의 협력사로 채택되며 한국 결제 생태계에서의 PSP(다양한 결제 수단의 대금을 수집하여 판매자에게 통합 지급하는 과정)/정산 인프라 사업자로서 기능하려는 방향성을 보인다. Stripe가 프로토콜과 실제 상업 생태계를 연결하는 결제 인프라로 기능하는 것과 같은 맥락이다. 에이전트 결제에 있어 블록체인에 있어서는 NHN 계열사인 NHN 클라우드가 Avalanche 개발사 Ava Labs 및 블록체인 MSP 기업 블로코와 블록체인 기술 협력 및 생태계 확장 MOU를 체결한 만큼, Avalanche의 블록체인 솔루션을 포함한 AI 에이전트 결제 정산 인프라 구축도 가능할 것으로 전망한다.



기업분석

종목명

LG CNS	064400.KS	DBO 사업과 금융사 블록체인 백엔드 기대
삼성에스디에스	018260.KS	장기적 성장 요소들을 바라본다면
롯데이노베이트	286940.KS	신규 IDC 건설, DBO 진출, 자회사 적자 축소
NAVER	035420.KS	에이전트간 디지털 네이티브 결제 영위 전망
카카오	035720.KS	카나나의 외부 생태계 연결 시작
카카오페이	377300.KS	건조한 성장 가운데 결제 에이전트로 진화
NHN	181710.KS	2Q26부터 본격 성장 재개
NHN KCP	060250.KQ	에이전트 결제를 통한 새로운 성장 기대

Company Analysis

LG CNS 064400

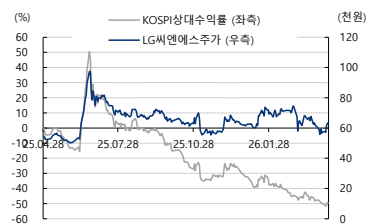
Apr 14, 2026

DBO 사업과 금융사 블록체인 백엔드 기대

Buy 신규
 TP 89,000 원 신규

Company Data	
현재가(04/13)	60,900 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	97,400 원
52 주 최저가(보통주)	48,350 원
KOSPI (04/13)	5,808.67p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	520 억원
시가총액	59,004 억원
발행주식수 (보통주)	9,689 만주
발행주식수 (우선주)	0 만주
평균거래량 (60 일)	45.9 만주
평균거래대금 (60 일)	283 억원
외국인지분 (보통주)	5.80%
주요주주	
LG 외 5인	47.09%
국민연금공단	5.05%

Price & Relative Performance



추가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.3	-4.5	30.9
상대주가	-5.9	-41.2	-45.4

DBO 매출 성장 및 금융 차세대 백엔드 구축, 공공 수요 기대

- 1)동사는 국내 데이터센터 DBO 시장 점유율 60%(설계 및 컨설팅 기준)의 선두 사업자이며 국내 SI 업체 중 최초로 아시아권 해외 AI 데이터 구축 사업을 수주한 사업자. 이러한 축적 레퍼런스 역량을 바탕으로 국내 및 아시아권 데이터센터 건설 증가 수혜를 크게 받을 것으로 예상
- 2)금융 업종에서 많은 레퍼런스를 축적한 SI 업체로 금융권 차세대 전산 시스템 구축 시기가 도래해 DBS 사업부 매출 성장을 제고될 것으로 전망하며, 블록체인 기반 금융 기관 백엔드 구축에 있어 핵심 역할을 하게 될 것으로 전망
- 3)독자 파운데이션 모델 사업에서 LG AI 연구원의 Exaone은 글로벌 주요 오픈소스 모델에 버금가는 벤치마크 점수를 나타내며 강력한 우승후보로 거론. 26년 말 LG AI 연구원이 최종 수상팀으로 선정될 경우, 공공 AX 및 SI 수요 증가 요인 작용 기대
- 4)미국 AI 로봇 기업 Skild AI와 협업 하 로봇 파운데이션 모델 기반의 산업용 AI 휴머노이드 로봇 솔루션 개발중. 향후 휴머노이드 등 Physical AI의 제조, 물류 분야 도입 본격화시 수혜 예상

투자의견 Buy, 목표주가 89,000원으로 커버리지 개시. IT 인프라 업종 내 Top-Pick

LG CNS 2026년 지배주주순이익 추정치 5,002억원 및 글로벌 peer IT 서비스사 (IBM, Accenture, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 17.2배를 target PER로 적용하여 목표주가를 89,000원으로 산정하고, 매수 투자의견을 제시하며 커버리지 개시. IT 인프라 업종 내 최선호주로 제시

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	5,983	6,130	6,576	7,163	7,835
YoY(%)	6.7	2.5	7.3	8.9	9.4
영업이익(십억원)	513	552	622	684	757
OP마진(%)	8.6	9.0	9.5	9.5	9.7
순이익(십억원)	365	439	501	548	603
EPS(원)	4,180	4,548	5,162	5,650	6,217
YoY(%)	9.7	8.8	13.5	9.5	10.0
PER(배)	0.0	13.5	12.3	11.2	10.2
PCR(배)	0.0	8.2	7.9	7.4	6.9
PBR(배)	0.0	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	0.0	7.4	6.0	5.2	4.4
ROE(%)	18.3	17.3	16.2	15.9	15.7



인터넷/게임 김동우
 3771-9249,
 20210135@iprovest.com

1. LG CNS 기업 개요

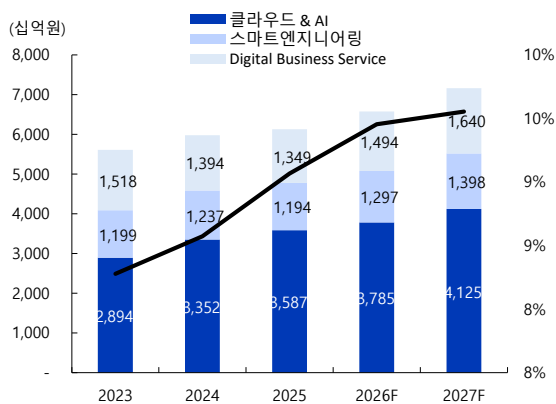
동사는 LG 그룹의 SI/AX 기업으로 사업은 크게 1) 클라우드&AI(25년 매출 비중 58.5%), 2) 스마트 엔지니어링(19.5%), 3) Digital Business Service(22.0%)으로 구성된다. 25년 거래금액 중 해외 고객 비중은 38.6%로 국내 SI사들 중 높은 수준이다.

1) 클라우드 & AI 부문(58.5%)에서는 MSP(Managed Service Provider) 및 데이터센터 DBO(Design, Build, Operate) 사업, AI 전환 사업을 주로 영위한다. 컨설팅부터 클라우드 전환/구축, MSP, 애플리케이션에 대한 최신 기술과 AI 모델을 활용한 기업 맞춤형 AI 서비스를 제공한다.

MSP 사업에 있어서 글로벌 3대 CSP(AWS, Google, Microsoft)의 최고 등급 파트너십을 모두 확보하였으며 기업용 소프트웨어 생태계(SAP, Salesforce, ServiceNow), 그리고 최근에는 OpenAI의 ChatGPT Enterprise 등 기업향 AI 파트너십까지 포괄해 도입, 구축, 운영, 최적화를 제공한다. 2026년 3월 팔란티어와 전략적 파트너십 계약을 맺어, Foundry(기업 내 분산된 데이터를 통합 및 정제해 데이터 기반 운영 체계 구축), AIP(통합된 데이터 환경에 생성형 AI를 결합해 기업의 의사결정을 실시간으로 지원)를 국내 기업에게 도입하면서 MSP 역량이 확장될 것으로 전망한다.

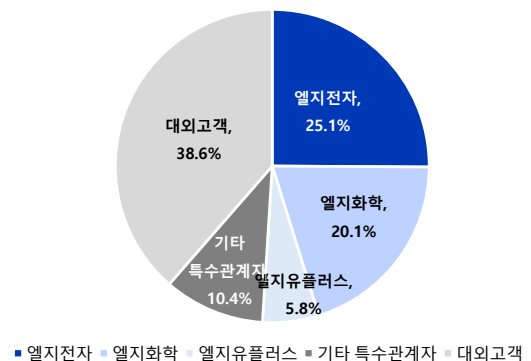
데이터센터 DBO 사업에 있어서는 국내 최초로 DBO 사업을 시작한 국내 최대 데이터 오퍼레이터로서, 설계 및 컨설팅 기준 국내 약 60% 점유율을 확보하고 있는 것으로 파악된다. 수전용량 기준 330MW의 데이터센터가 LG CNS에 의해 운영되고 있으며, 110MW가 건설 중인 것으로 파악된다. 특히 자산운용사들을 대상으로 초기 단계인 설계 및 컨설팅과 이후 입주사(CSP사 등) 운영 수주까지 연결하는 구조에서 강점을 보인다. 2025년 8월에는 인도네시아 수도 자카르타에 약 1,000억원(수전용량 기준 30MW) 규모 AI 데이터센터를 수주하여, 국내 SI 기업 최초로 해외 AI 데이터센터 구축 사업을 따냈다. LG전자의 냉각 기술, LG에너지솔루션의 배터리 솔루션 등 그룹 역량을 기반으로 고효율 냉각, 전력 시스템, 인프라 이중화, 망중립 환경을 아우르는 패키지형 접근을 통해 국내 및 아시아권 데이터센터 건설 증가에 따른 수혜를 전망한다.

[도표 92] LG CNS 부문별 매출 & OPM 추이 및 전망



자료: LG CNS, 교보증권 리서치센터

[도표 93] LG CNS 2025년 주요 매출처 거래금액 비중



자료: DART, LG CNS, 교보증권 리서치센터

[도표 94] LG CNS 상장 이후 주요 수주공시 (시간 역순)

계약일	계약명	계약금액	계약기간	계약 상대	특이사항
2026-04-01	삼승 데이터센터 Co-location 서비스 계약	603,000,000,000	2026-07-01~2035-05-31	네이버클라우드주식회사	월단위 지급
2026-04-01	고양 삼승 데이터 센터 위탁운영	182,034,798,000	2026-03-01~2035-05-31	주식회사 우리은행 외 1	프로젝트 진행에 따라 청구 및 지급
2026-02-12	고양 삼승 IT플랫폼 센터 2단계 구축공사	240,877,169,000	2025-12-18~2027-05-31	주식회사 우리은행 외 1	
2025-12-29	25년 N-ERP 확산 계약(차세대 ERP 구축 통합테스트 및 확산)	226,178,000,000	2025-01-01~2026-12-31	LG전자	
2025-12-29	■ERP 구축 SI인건비 계약	242,151,000,000	2024-01-01~2026-12-31	LG전자	
2025-12-26	「프로젝트 NEO」계정계 차세대 구축	-	2026-01-05~2028-04-04	■H농협은행	NH농협은행 '프로젝트 NEO' 계정계 차세대 구축 사업의 우선협상대상자로 선정
2025-11-25	클라우드운영실 클라우드 인프라 통합운영 계약	■47,462,730,000	2025-07-01~2028-07-31	LG전자	월단위 지급
2025-06-20	죽전 데이터센터 Co-location 서비스 계약서	-	2025-06-01~2033-05-31	네이버클라우드주식회사	월단위 지급

자료: DART, LG CNS, 교보증권 리서치센터

2) 스마트 엔지니어링 부문(19.5%)은 스마트 제조, 물류, 시티 영역으로 구분되며 생산, 물류, 생활 현장에서의 IT 신기술 적용 및 DX/RX 적용을 하는 부문이다. 산업용 로봇 기술 고도화를 통해 기존 제조 물류 사업의 확장을 추진하는 동시에 차세대 로봇을 활용한 신규 시장 개척으로 매출 성장률 제고를 목표로 하고 있다. 미국 AI 로봇 기업 Skild AI와 협력하여 로봇 파운데이션 모델(RFM) 기반의 산업용 AI 휴머노이드 로봇 솔루션을 개발중이다. LG CNS의 제조, 물류 자동화 기술과 Skild AI의 로봇 두뇌를 결합하여 위험한 작업을 수행하거나 물건을 피킹, 적재하는 등 AI 휴머노이드 로봇 솔루션 및 로봇 통합 운영 플랫폼을 구축하는 것을 목표로 하며, 연내 10건 이상의 휴머노이드 기반 고객 POC를 추진해 레퍼런스를 확보할 계획이다.

3) Digital Business Service 부문(22.0%)은 전통적인 SI/SM과 블록체인 인프라 구축을 영위한다. 금융, 공공, 통신 등 산업에서의 IT 인프라 구축 및 통합, AI 적용이 여기에 포함된다. 특히 신뢰도가 중시되는 금융 영역에서는 경쟁사들 대비 오랫동안 형성된 레퍼런스를 가지고 있으며, 2026년 국내 주요 금융업권 고객사들의 차세대 사업 발주가 예상되어 DBS 부문의 매출 성장에 기여할 것으로 예상하며, 블록체인 기반의 백엔드 구축 사업에서도 우위를 가질 것으로 전망한다. 한편 공공 영역에서는 LG AI 연구원의 Exaone을 비롯한 다양한 외부 AI 모델 기반의 오픈링을 계속하고 있으며, 한국 독자형 파운데이션 모델 사업에서 최종사업자로 선정시 국내 공공 영역에서의 AX 수주가 확대될 것으로 예상된다.

이의 측면에 있어서는 GDN과 AIND를 통한 이익 구조 고도화를 꾀하고 있으며, 중장기적으로 10%를 상회하는 OPM 달성을 목표로 하고 있다. GDN(Global Delivery Network)은 해외의 전문 개발 거점과 인력을 연결해 생산 효율성 증대 및 비용 상승 억제를 하는 것을 의미하며, AIND(AI Native Development)는 고객사향 소프트웨어 개발 과정을 AI 중심으로 재설계해 생산성을 증대시키는 방법이다.

2. 2026년 실적 추이 및 전망

2026년 매출은 6,58조원(YoY +7.3%), 영업이익은 6,217억원(YoY +12.7%, OPM 9.5%)를 기록할 것으로 전망한다. 클라우드 & AI 부문은 AIDC 대규모 구축 사업 지속 확보와 ChatGPT Enterprise 및 Palantir 등 파트너십에 기반한 AX 프로젝트 수주, 클라우드 인프라 프로젝트 수주를 통해 YoY +5.5% 성장 전망하며, 주요 AX 프로젝트 매출이 램프업되는 2027년에 성장률이 YoY +9.0%로 더 높아질 것으로 전망한다. Digital Business Service는 전년말 수주한 금융권 차세대 시스템 구축 프로젝트에 더해 공공 수요 확대에 YoY +10.8% 성장할 것으로 전망한다. 스마트엔지니어링 부문은 계열사형 captive 매출의 안정화에 더해 조선, 방산 분야 수요 타겟한 서비스 공급으로 YoY +8.7% 성장을 전망한다. AIND 및 GDN 고도화에 따른 생산성 증대로 매출 대비 낮은 비용 증가율을 보이며 OPM은 9.5%로 YoY +0.4%p 확장, 영업이익은 622억원(YoY +12.7%)를 기록할 것으로 전망한다.

[도표 95] LGCNS 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,314	1,582	1,617	2,063	5,983	6,130	6,576	7,163
성장률(YoY %)	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.5%	8.4%	6.2%	6.6%	6.7%	2.5%	7.3%	8.9%
클라우드 & AI	717	872	880	1,118	767	924	921	1,173	3,352	3,587	3,785	4,125
스마트엔지니어링	206	267	306	414	225	297	314	461	1,237	1,194	1,297	1,398
Digital Business Service	288	321	337	404	321	362	382	430	1,394	1,349	1,494	1,640
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,337	1,366	1,692	5,051	5,177	5,529	6,023
매출총이익	158	239	212	343	180	245	251	371	931	952	1,047	1,141
GPM(%)	13.1%	16.4%	13.9%	17.7%	13.7%	15.5%	15.5%	18.0%	15.6%	15.5%	15.9%	15.9%
판매비와관리비	79	98	92	127	86	106	98	135	418	400	425	456
영업이익	79	141	120	216	94	139	153	236	513	552	622	684
성장률(YoY %)	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.2%	-1.4%	27.0%	9.4%	10.5%	7.6%	12.7%	10.1%
OPM(%)	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	8.8%	9.4%	11.4%	8.6%	9.0%	9.5%	9.6%
당기순이익	57	99	105	181	78	98	131	194	365	439	501	548
NPM(%)	4.7%	6.8%	6.9%	9.3%	5.9%	6.2%	8.1%	9.4%	6.1%	7.2%	7.6%	7.7%

자료: LGCNS, 교보증권 리서치센터

3. Valuation & 투자포인트

LG CNS 2026년 지배주주순이익 추정치 5,002억원 및 글로벌 peer IT 서비스사(IBM, Accenture, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 17.2배를 target PER로 적용하여 LG CNS 목표주가를 89,000원으로 산정하고, '매수' 투자 의견을 제시한다. IT 인프라 업종 내 최선호주로 제시하며, 투자포인트는 다음과 같다.

1) 동사는 국내 데이터센터 DBO 시장 점유율 60%(설계 및 컨설팅 기준)을 점유하고 있는 선두 사업자이자 국내 SI 업체 중 최초로 아시아권 해외 AI 데이터센터 구축 사업을 수주한 사업자이다. 이러한 축적 레퍼런스와 역량을 바탕으로 국내 및 아시아권 데이터센터 건설 증가 수혜를 크게 받을 것으로 예상된다.

2) 금융 업종에서 많은 레퍼런스를 축적한 SI 업체로 차세대 전산 시스템 구축 사업 시기가 도래해 DBS 사업부의 매출 성장률이 제고될 것으로 전망하며, 중장기적으로 블록체인 기반 금융기관 백엔드 구축에 있어서 핵심적인 역할을 하게 될 것으로 전망한다.

3) 2026년 말 최종 수상자가 결정되는 독자 파운데이션 모델 사업에서 LG AI 연구원의 Exaone은 일반이해/수리/과학/코딩/도구 이용/긴 문맥 이해 등 영역에서 글로벌 주요 오픈소스 모델에 버금가는 벤치마크를 나타내며 강력한 우승 후보로 거론된다. 2026년 말 LG AI 연구원이 최종 수상팀으로 선정될 경우, 공공 AX(클라우드 & AI) 및 SI(DBS) 수요 증가 요인으로 작용할 것으로 기대한다.

4) 동사는 미국 AI 로봇 기업 Skild AI와 협력하여 로봇 파운데이션 모델(RFM) 기반의 산업용 AI 휴머노이드 로봇 솔루션을 개발 중이다. LG CNS의 제조, 물류 자동화 기술과 Skild AI의 로봇 두뇌를 결합하여 AI 휴머노이드 로봇 솔루션 및 로봇 통합 운영 플랫폼을 구축하고 있어, 향후 휴머노이드 등 Physical AI의 제조, 물류 분야 도입 본격화시 수혜가 예상된다.

[도표 96] LG CNS Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	500	
target PER	17.2	IBM, Accenture, TCS 26F PER 평균
적정시가총액	8,603	
발행주식수	96,886	
적정주가	88,800	
목표주가	89,000	
현재주가	60,900	
상승여력	46.1%	

자료: 교보증권 리서치센터.

[LG CNS 064400]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,576	7,163	7,835
매출원가	5,051	5,177	5,554	6,050	6,618
매출총이익	931	952	1,022	1,113	1,217
매출총이익률 (%)	15.6	15.5	15.5	15.5	15.5
판매비와관리비	418	400	400	429	460
영업이익	513	552	622	684	757
영업이익률 (%)	8.6	9.0	9.5	9.6	9.7
EBITDA	617	686	757	817	887
EBITDA Margin (%)	10.3	11.2	11.5	11.4	11.3
영업외손익	-27	41	41	41	41
관계기업손익	5	16	16	16	16
금융수익	39	62	62	62	62
금융비용	-30	-34	-34	-34	-34
기타	-42	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	485	593	663	726	799
법인세비용	121	154	162	178	196
계속사업순이익	365	439	501	548	603
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	365	439	501	548	603
당기순이익률 (%)	6.1	7.2	7.6	7.6	7.7
비지배지분순이익	0	1	1	1	1
지배지분순이익	365	438	500	547	602
지배지분이익률 (%)	6.1	7.1	7.6	7.6	7.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	20	4	4	4	4
포괄순이익	385	443	505	552	607
비지배지분포괄이익	0	1	1	2	2
지배지분포괄이익	384	442	504	551	606

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	715	418	520	540	577
당기순이익	365	439	501	548	603
비현금항목의 가감	353	285	275	281	288
감가상각비	86	119	127	125	124
외환손익	-24	4	0	0	0
지분법평가손익	-5	-16	-16	-16	-16
기타	296	179	165	172	181
자산부채의 증감	121	-206	-130	-154	-169
기타현금흐름	-124	-100	-126	-135	-145
투자활동 현금흐름	-13	-530	-582	-587	-593
투자자산	-25	-16	-2	-2	-2
유형자산	-31	-44	-44	-44	-44
기타	42	-469	-536	-542	-548
재무활동 현금흐름	-141	174	-324	-152	-152
단기차입금	3	-5	-5	-5	-5
사채	0	-160	20	20	20
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	600	0	0	0
현금배당	-133	-219	-179	-179	-179
기타	-10	-42	-159	13	13
현금의 증감	572	64	513	272	305
기초 현금	505	1,077	1,141	1,654	1,926
기말 현금	1,077	1,141	1,654	1,926	2,231
NOPLAT	385	408	469	517	572
FCF	580	292	431	451	488

자료: LG CNS, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,435	3,965	4,192	4,683	5,237
현금및현금성자산	1,077	1,141	1,654	1,926	2,231
매출채권 및 기타채권	1,714	1,708	1,822	1,976	2,153
재고자산	46	61	65	71	78
기타유동자산	599	1,055	651	711	776
비유동자산	1,069	1,320	1,333	1,320	1,310
유형자산	545	536	559	554	550
관계기업투자금	124	145	147	148	150
기타금융자산	79	108	108	108	108
기타비유동자산	321	532	519	509	502
자산총계	4,505	5,285	5,525	6,003	6,547
유동부채	1,852	1,861	1,732	1,790	1,857
매입채무 및 기타채무	1,255	1,119	1,167	1,231	1,304
차입금	6	0	-5	-11	-16
유동성채무	202	333	161	161	161
기타유동부채	390	409	409	409	409
비유동부채	529	483	530	580	633
차입금	0	0	-1	-1	-2
사채	389	160	180	200	220
기타비유동부채	140	323	351	382	415
부채총계	2,382	2,344	2,262	2,370	2,490
지배지분	2,115	2,933	3,254	3,622	4,045
자본금	47	52	52	52	52
자본잉여금	35	624	624	624	624
이익잉여금	2,003	2,221	2,542	2,910	3,333
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	8	9	10	11	12
자본총계	2,123	2,941	3,263	3,633	4,057
총차입금	694	772	641	686	734

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	4,180	4,548	5,162	5,650	6,217
PER	0.0	13.5	12.3	11.2	10.2
BPS	24,257	30,270	33,582	37,382	41,750
PBR	0.0	2.0	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	7,073	7,123	7,817	8,429	9,153
EV/EBITDA	0.0	7.4	6.0	5.2	4.4
SPS	68,610	63,667	67,876	73,935	80,866
PSR	0.0	1.0	0.9	0.9	0.8
CFPS	6,654	3,034	4,448	4,651	5,040
DPS	1,672	1,850	1,850	1,850	1,850

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	6.7	2.5	7.3	8.9	9.4
영업이익 증가율	10.5	7.6	12.7	10.1	10.6
순이익 증가율	9.8	20.3	14.0	9.5	10.0
수익성					
ROIC	48.5	48.4	50.4	50.9	51.7
ROA	8.5	8.9	9.3	9.5	9.6
ROE	18.3	17.3	16.2	15.9	15.7
안정성					
부채비율	112.2	79.7	69.3	65.2	61.4
순차입금비율	15.4	14.6	11.6	11.4	11.2
이자보상배율	19.2	21.3	30.2	32.5	35.2

Company Analysis

삼성에스디에스 018260

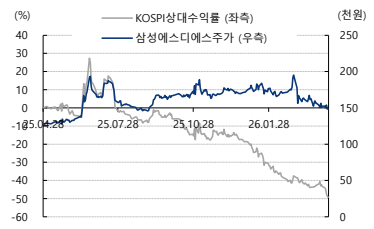
Apr 14, 2026

장기적 성장 요소들을 바라본다면

Buy 신규
TP 200,000 원 신규

Company Data	
현재가(04/13)	148,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	195,000 원
52 주 최저가(보통주)	113,200 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	387 억원
시가총액	115,061 억원
발행주식수(보통주)	7,738 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	16.6 만주
평균거래대금(60 일)	258 억원
외국인지분(보통주)	21.62%
주요주주	
삼성전자 외 11 인	48.92%
국민연금공단	8.70%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.5	-12.3	31.4
상대주가	-13.6	-45.9	-45.2

중장기 호황 접근시 보이는 투자포인트들

2026년은 4Q25 이루어졌던 IT서비스 수주 이연 영향이 상반기까지 지속되고, 물류 부문에서 지정학적 이슈 발생에 따라 매출 및 영업이익 성장 제한적일 것으로 예상하나, 다음과 같은 중장기 투자포인트는 유효

1)2H26부터 본격 반영될 GPUaaS 매출 반영에 따른 CSP 매출 성장률 제고, OpenAI 및 SAP 협업 하의 MSP 매출 성장률 제고로 클라우드 매출 성장은 2H26부터 가속화 될 것으로 전망

2)동사가 2026년부터 진출하는 DBO 사업은 글로벌 빅테크들의 국내 및 아시아 데이터센터 투자 증가 따라 수주 기회 확대될 것으로 예상하며, 2H27부터 의미있는 성과 반영 전망. 특히 OpenAI와 전략적 파트너십을 바탕으로 첨단 DC 기술 기반 AI 데이터센터 설계, 구축, 운영 분야 협력에 대한 가시적 성과 나타날 경우 주가 리레이팅 이루어질 것

3)공공 AI 인프라 사업에 가장 적극적으로 참여하는 사업자로서, 국가 AI 컴퓨팅센터, 범정부 AI 공통기반 구축의 우선협상대상자로 공공형 클라우드 사업 수주 확대 전망하며, 온나라 시스템 클라우드 네이티브 전환 사업 및 공공 정보화 사업의 민간 클라우드 전환 담당해 공공 부문 입지 확대 기대

4)1Q26 동탄 서관, 2028년 해남 국가 AI 컴퓨팅센터, 2029년 3월 구미 데이터센터 완공에 따라 동사의 GPUaaS 등 CSP 역량 크게 증가 전망. 각 부지 초기 건설 규모만으로도 2029년 기준 2025년의 2배 이상의 CSP 역량 확보 예상

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

2026년 지배주주순이익 추정치 8,178억원 및 글로벌 Peer IT 서비스사(IBM, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 18.9배를 target PER로 적용하여 동사 목표주가를 200,000원으로 산정하고, '매수' 투자의견을 제시하며 커버리지 개시.

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	13,828	13,930	14,080	14,777	15,592
YoY(%)	4.2	0.7	1.1	5.0	5.5
영업이익(십억원)	911	957	918	1,067	1,147
OP마진(%)	6.6	6.9	6.5	7.2	7.4
순이익(십억원)	790	783	826	941	1,003
EPS(원)	9,783	9,816	10,569	11,797	12,569
YoY(%)	9.2	0.3	7.7	11.6	6.5
PER(배)	13.1	17.5	14.1	12.6	11.8
PCR(배)	6.0	7.9	6.8	6.3	6.0
PBR(배)	1.1	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.4	5.1	3.7	3.1	2.6
ROE(%)	8.4	7.9	8.0	8.4	8.4



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

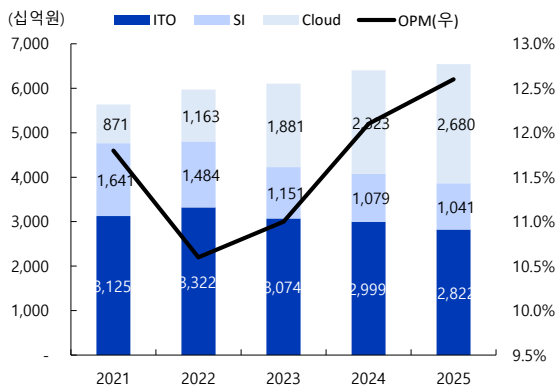
1. 삼성 SDS 기업 개요

동사는 삼성 그룹의 SI/AX/물류 기업으로 사업은 크게 1) IT서비스(25년 매출 비중 47.0%), 2) 물류(53.0%) 부문으로 구성된다. IT서비스는 다시 클라우드(CSP, MSP, SaaS 영위), SI(IT System 컨설팅 및 구축 서비스), ITO(IT 아웃소싱 서비스)로 구분되며, 기업 및 공공의 AX 및 클라우드 사용 확대되면서 IT서비스 부문 내 클라우드 비중(25년 기준 41.0%)이 커지고 있다. 물류 부문(대외 비중 17% 추정)은 글로벌 네트워크와 IT 플랫폼을 통한 종합 물류 서비스로, 디지털 포워딩을 제공한다. 공장에서부터 상점까지 항공/해상 혹은 내륙/창고 운송 시행사에 대한 포워딩을 해주는 비즈니스로 이해할 수 있다. 2025년 기준 IT 서비스와 물류 부문의 OPM은 각각 12.6%, 1.8%를 기록했다.

IT서비스 중 매출 성장을 견인하고 있는 클라우드 부문은 CSP(40.4%), MSP(44.3%), SaaS(15.3%) 사업을 영위한다. CSP 사업은 자체 클라우드를 기반으로 클라우드 인프라 서비스(SCP)를 제공하는 구독형 리저링 사업이다.(대외 비중 10% 추정) 26년 4월 현재 18개(국내 6개, 해외 12개)의 데이터센터를 운영하고 있으며, 1Q26 동탄 서관 개소로 B300을 포함한 GPUaaS 사업 랩업이 이루어지는 2H26부터 성장률 제고 예상된다. 28년 국가 AI 데이터센터(대외향), 구미 AI 데이터센터(관계사향)의 완공을 목표로 하고 있어 2029년부터 본격적인 성장이 예상된다. 중기적으로는 GPUaaS 및 2026년부터 새로 진입하는 대외향 DBO(Design, Build, Operate) 사업의 성공 여부가 CSP 사업의 성장성을 결정할 것으로 전망한다.

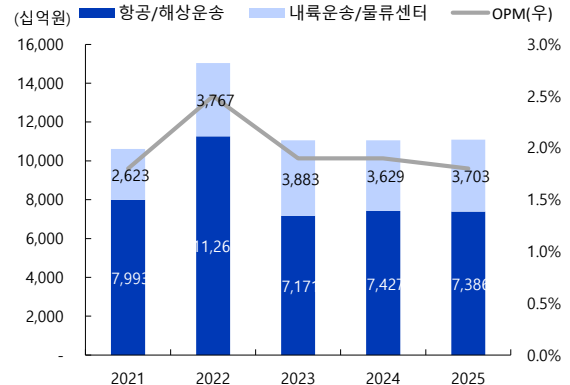
MSP 사업은 고객사들의 클라우드 전환, 구축, 운영을 통합해 도와주는 서비스로, SI 및 ITO를 내/외부 클라우드 상에서 수행하는 사업이다.(대외 비중 20% 추정) 주요 6개 CSP사, IBM, OpenAI, SAP, ServiceNow, Workday 등과의 파트너십을 통해 멀티 및 하이브리드 클라우드 기반과 그 위에서의 기업 맞춤형 AI 에이전트 및 소프트웨어 구축과 운영을 돕는다.

[도표 97] 삼성 SDS IT 서비스 부문 매출 및 OPM 추이



자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 삼성 SDS 물류 부문 매출 및 OPM 추이



자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

2. 2026년 실적 추이 및 전망: 2H26부터 성장 재개

2026년 매출은 14.1조원(YoY +1.1%), 영업이익은 9,176억원(YoY -4.1%, OPM 6.5%)를 기록할 것으로 전망한다. 해당 이익 추정치에는 1분기 상여 관련 일회성 비용 400억원이 반영되어 있다.

클라우드 부문은 1Q26 동탄 서관에서 NVIDIA B300을 포함한 GPUaaS 서비스 런칭 이후 램프업이 되는 2H26부터 성장세를 회복해 상저하고의 모습을 보이며, 연간 클라우드 매출은 YoY +16.7% 성장한 3.1조원을 기록할 것으로 전망한다. 그 중 MSP 사업은 ChatGPT 엔터프라이즈 파트너십, SAP 파트너십 등을 기반으로 YoY +19.2%로 전체 클라우드 부문 매출 성장 견인할 것으로 전망한다. CSP 사업은 1H26는 고객사 수주 지연 영향을 받았지만 2H26 GPUaaS 사업 램프업에 따라 연간 YoY +14.1% 성장을 전망한다. 시장 전반적인 클라우드 전환이 지속됨에 따라 SI, ITO 매출은 각각 -0.6%, -1.0%로 소폭 하락할 것으로 전망하며, IT서비스 사업부문 연간 매출은 7조원(YoY +6.3%)을 기록할 것으로 추정한다. 동 부문의 OPM은 대외 사업 수주를 위한 R&D 및 마케팅 투자 증가에 따라 연간 12.0%(YoY -0.6%p)를 기록할 것으로 전망한다. DBO 사업의 경우 2H27 이후부터 의미있는 재무적 기여를 예상한다.

물류 부문 매출은 중동 지정학적 이슈에 따른 물동량 감소로 7.1조원(YoY -3.6%)를 기록할 것으로 예상하며, OPM은 1.7%를 기록할 것으로 전망한다.

[도표 99] 삼성에스디에스 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,354	3,469	3,527	3,729	13,828	13,930	14,080	14,777
성장률(YoY %)	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	-1.2%	4.0%	5.4%	4.2%	0.7%	1.1%	5.0%
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,622	1,710	1,752	1,873	6,402	6,544	6,956	7,528
SI	236	318	241	246	237	265	259	274	1,079	1,041	1,035	1,047
ITO	712	695	680	735	684	700	690	721	2,999	2,822	2,794	2,816
Cloud	653	665	675	688	701	746	802	878	2,324	2,680	3,127	3,664
CSP	267	265	280	271	295	300	315	326	866	1,083	1,235	1,444
MSP	284	297	294	311	302	327	364	422	1,062	1,187	1,415	1,674
SaaS	102	103	100	105	104	119	124	129	396	410	476	546
물류	1,889	1,834	1,796	1,868	1,733	1,759	1,775	1,856	7,427	7,386	7,123	7,249
영업이익	269	230	232	226	164	239	256	258	911	957	918	1,067
성장률(YoY %)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-38.8%	3.7%	10.3%	14.2%	12.7%	5.0%	-4.1%	16.3%
OPM(%)	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	4.9%	6.9%	7.3%	6.9%	6.6%	6.9%	6.5%	7.2%
IT서비스	226	204	197	200	178	210	221	228	773	827	838	929
OPM(%)	14.1%	12.1%	12.4%	12.0%	11.0%	12.3%	12.6%	12.2%	12.1%	12.6%	12.0%	12.3%
물류	43	27	35	26	26	28	36	30	139	130	120	138
OPM(%)	2.3%	1.4%	2.0%	1.4%	1.5%	1.6%	2.0%	1.6%	1.9%	1.8%	1.7%	1.9%
상여 관련 퇴직금 적립액(천사)					-40							-40
당기순이익	217	191	186	196	218	176	201	188	790	783	826	941
NPM(%)	6.2%	5.4%	5.5%	5.5%	6.5%	5.1%	5.7%	5.0%	5.7%	5.6%	5.9%	6.4%

자료: 삼성에스디에스, 교보증권 리서치센터

3. Valuation & 투자포인트

삼성SDS 2026년 지배주주순이익 추정치 8,178억원 및 글로벌 peer IT 서비스사(IBM, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 18.9배를 target PER로 적용하여 삼성SDS 목표주가를 200,000원으로 산정하고, '매수' 투자의견을 제시한다.

[도표 100] 삼성 SDS Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	818	
target PER	18.9	IBM, TCS 26F PER 평균
적정시가총액	15,456	
발행주식수	77,378	
적정주가	199,745	
목표주가	200,000	
현재주가	148,700	
상승여력	34.5%	

자료: 교보증권 리서치센터.

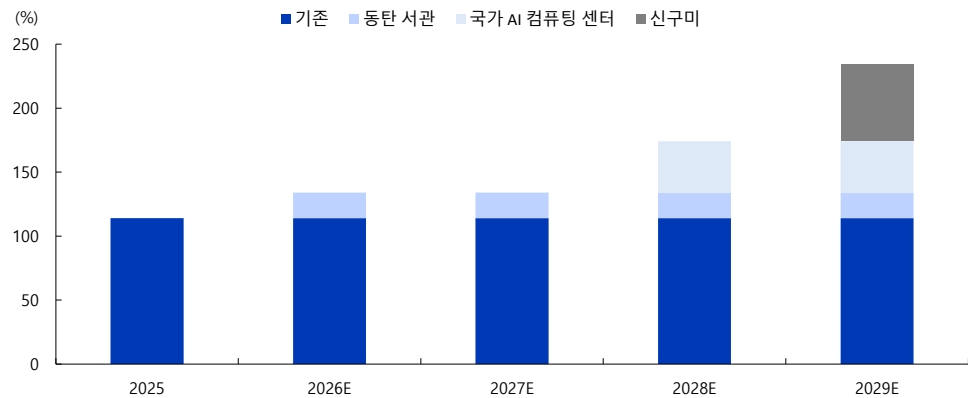
2026년은 4Q25 이루어졌던 IT서비스 수주 이연 영향이 상반기까지 지속되고, 물류 부문에서 중동 지정학적 이슈 발생으로 매출 및 영업이익의 성장이 제한될 것으로 예상하나, 중장기 호흡으로 접근할 때의 투자포인트는 여전히 유효하다.

1) 2H26부터 본격 반영될 GPUaaS 매출 반영에 따른 CSP 매출 성장률 제고, OpenAI 및 SAP 협업 하의 MSP 매출 성장률 제고로 클라우드 매출 성장은 2H26부터 가속화될 것으로 전망한다. 특히 ChatGPT Enterprise Reseller Partner(판매), ChatGPT Enterprise Delivery Partner(기술지원)으로서, OpenAI의 기업고객향 매출 제고 시도가 이어짐에 따라 수혜를 볼 수 있을 것으로 기대한다.

2) 동사가 2026년부터 진출하는 DBO 사업은 글로벌 빅테크들의 국내 및 아시아 데이터센터 투자 증가에 따라 동사의 수주 기회는 확대될 것으로 전망하며, 2H27부터 의미있는 성과가 반영될 것으로 전망한다. 특히 동사는 OpenAI와 전략적 파트너 LOI(2025년 10월)을 바탕으로 첨단 DC 기술 기반 AI 데이터센터의 설계, 구축, 운영 분야 협력에 대한 가시적 성과가 나타날 경우 주가는 리레이팅 가능성이 높다고 판단한다.

3) 공공 AI 인프라 사업에 가장 적극적으로 참여하는 사업자로서, 국가 AI 컴퓨팅센터, 범정부 AI 공통 기반 구축의 우선협상 대상자로서 공공형 클라우드 사업 수주가 확대될 것으로 전망하며, 온나라 시스템 클라우드 네이티브 전환 사업 및 공공 정보화 사업의 민간 클라우드 전환을 담당해 공공 부문에서의 입지가 확대될 것으로 기대한다.

[도표 101] 삼성 SDS 데이터센터 수전용량 기준 규모 추정



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 기존 규모 및 향후 확대 규모는 교보증권 추정치

4) 1Q26 동탄 서관, 2028년 해남 국가 AI 컴퓨팅센터, 2029년 3월 구미 데이터센터 완공에 따라 동사의 CSP 역량은 크게 증가할 것으로 전망한다. 각 부지에서의 초기 건설 규모만으로도 2029년에는 2025년의 2배 이상의 CSP 역량을 확보할 것으로 전망된다. GPUaaS 등 민간, 공공, 금융 분야에서의 컴퓨팅 수요에 대응하며 중장기적인 고성장이 가능할 것으로 전망한다.

[삼성에스디에스 018260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,080	14,777	15,592
매출원가	11,816	11,850	11,977	12,570	13,264
매출총이익	2,012	2,080	2,102	2,207	2,328
매출총이익률 (%)	14.6	14.9	14.9	14.9	14.9
판매비와관리비	1,101	1,123	1,185	1,140	1,181
영업이익	911	957	918	1,067	1,147
영업이익률 (%)	6.6	6.9	6.5	7.2	7.4
EBITDA	1,518	1,587	1,555	1,711	1,795
EBITDA Margin (%)	11.0	11.4	11.0	11.6	11.5
영업외손익	192	119	155	155	155
관계기업손익	3	6	5	5	5
금융수익	329	279	304	304	304
금융비용	-155	-161	-158	-158	-158
기타	15	-6	4	4	4
법인세비용차감전순손익	1,103	1,076	1,073	1,222	1,302
법인세비용	313	293	247	281	300
계속사업순손익	790	783	826	941	1,003
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	783	826	941	1,003
당기순이익률 (%)	5.7	5.6	5.9	6.4	6.4
비지배지분순이익	33	23	8	28	30
지배지분순이익	757	760	818	913	973
지배지분이익률 (%)	5.5	5.5	5.8	6.2	6.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	145	38	34	34	34
포괄순이익	934	821	860	975	1,037
비지배지분포괄이익	32	15	16	18	19
지배지분포괄이익	902	806	844	957	1,018

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,238	1,203	1,374	1,447	1,503
당기순이익	790	783	826	941	1,003
비현금항목의 가감	891	920	869	913	938
감가상각비	553	599	613	624	631
외환손익	-32	13	5	5	5
지분법평가손익	-3	-6	-5	-5	-5
기타	373	315	256	289	307
자산부채의 증감	-252	-347	-216	-264	-274
기타현금흐름	-191	-153	-106	-143	-163
투자활동 현금흐름	-1,069	-824	-1,251	-1,306	-1,367
투자자산	-1	-2	0	0	0
유형자산	-475	-315	-700	-700	-700
기타	-593	-506	-551	-606	-667
재무활동 현금흐름	-423	-509	-785	-523	-523
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-216	-233	-247	-247	-247
기타	-208	-276	-538	-276	-276
현금의 증감	-119	-110	-381	-87	-69
기초 현금	1,788	1,669	1,559	1,178	1,091
기말 현금	1,669	1,559	1,178	1,091	1,022
NOPLAT	652	696	707	822	883
FCF	533	664	428	501	557

자료: 삼성에스디에스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,004	9,406	9,552	10,117	10,777
현금및현금성자산	1,669	1,559	1,178	1,091	1,022
매출채권 및 기타채권	2,534	2,595	2,605	2,686	2,782
재고자산	19	15	16	16	17
기타유동자산	4,782	5,236	5,752	6,323	6,955
비유동자산	4,235	4,048	4,117	4,180	4,238
유형자산	1,774	1,752	1,838	1,915	1,984
관계기업투자금	111	113	119	126	132
기타금융자산	45	52	52	52	52
기타비유동자산	2,304	2,131	2,107	2,087	2,069
자산총계	13,238	13,454	13,669	14,297	15,015
유동부채	2,495	2,332	2,076	2,105	2,139
매입채무 및 기타채무	1,703	1,603	1,609	1,639	1,673
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	267	262	0	0	0
기타유동부채	526	467	467	467	467
비유동부채	1,037	859	739	648	581
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,037	859	739	648	581
부채총계	3,533	3,191	2,815	2,754	2,721
지배지분	9,333	9,916	10,487	11,153	11,879
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,995	8,530	9,101	9,767	10,493
기타자본변동	61	63	63	63	63
비지배지분	372	347	367	390	415
자본총계	9,705	10,263	10,854	11,543	12,295
총차입금	984	817	429	332	257

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,783	9,816	10,569	11,797	12,569
PER	13.1	17.5	14.1	12.6	11.8
BPS	120,618	128,152	135,532	144,140	153,521
PBR	1.1	1.3	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	19,619	20,511	20,094	22,112	23,203
EV/EBITDA	3.4	5.1	3.7	3.1	2.6
SPS	178,711	180,024	181,958	190,972	201,505
PSR	0.7	1.0	0.8	0.8	0.7
CFPS	6,886	8,583	5,526	6,480	7,200
DPS	2,900	3,190	3,190	3,190	3,190

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.2	0.7	1.1	5.0	5.5
영업이익 증가율	12.7	5.0	-4.1	16.3	7.5
순이익 증가율	12.6	-0.9	5.5	13.9	6.5
수익성					
ROIC	20.7	20.3	19.8	22.5	23.5
ROA	5.9	5.7	6.0	6.5	6.6
ROE	8.4	7.9	8.0	8.4	8.4
안정성					
부채비율	36.4	31.1	25.9	23.9	22.1
순차입금비율	7.4	6.1	3.1	2.3	1.7
이자보상배율	18.2	18.9	26.6	31.0	33.3

Company Analysis

롯데이노베이트 286940

Apr 14, 2026

신규 IDC 건설, DBO 진출, 자회사 적자 축소

Buy 신규
TP 26,000 원 신규

Company Data	
현재가(04/13)	21,450 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	26,700 원
52 주 최저가(보통주)	17,140 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	756 억원
시가총액	3,245 억원
발행주식수(보통주)	1,513 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	2.9 만주
평균거래대금(60 일)	6 억원
외국인지분(보통주)	1.22%
주요주주	
롯데지주 외 7인	66.22%
	%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	-2.6	21.4
상대주가	-8.2	-40.0	-49.4



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

신사업(DBO) 진출, 자체 IDC 역량 강화, 칼리버스 적자 축소 예상

1)2026년부터 진출한 DBO 사업에서 이미 일부 고객사를 확보한 것으로 파악되어, 글로벌 빅테크 사의 국내 데이터센터 입주 수요 증가와 기업들의 AX 수요 증가에 따른 수혜가 점진적으로 확대될 것으로 기대

2)2027~2028년 착공이 예상되는 자체 데이터센터를 통해 2030년부터는 자체 IDC 기반 매출도 2025년의 2배 수준으로 증가할 것으로 예상

3)칼리버스, EVSIS 적자폭 감소를 통해 매출 성장 대비 빠른 영업이익의 성장 예상. 2026년 기준 자회사 적자폭 54억원 감소 전망. 전기차 충전 사업의 경우 보수적으로 2025년과 유사한 수준 적자폭 예상하지만, 환경부 전기차 충전 기반시설 확충 사업 수주 성과에 따라 적자폭 감소도 가능할 것으로 전망

투자의견 Buy, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

롯데이노베이트 2026년 지배주주순이익 추정치 229억원 및 글로벌 peer IT 서비스사 (IBM, Accenture, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 17.2배를 target PER로 적용하여 롯데이노베이트 목표주가를 26,000원으로 산정하고, '매수' 투자 의견을 제시하며 커버리지 개시

2026년 매출은 1.2조원(YoY +2.5%), 영업이익은 401억원(YoY +27.9%, OPM 3.3%)를 기록할 것으로 전망. SM 매출은 YoY +5.2% 성장 전망, SI 매출은 용인 4 데이터센터 입주 증가 바탕으로 한 IDC 매출 증가와 클라우드 매출 성장영향을 칼리버스 등 자회사 사업 축소 영향이 상쇄하며 YoY +1.9% 기록 전망. 별도 기준 영업이익 614억원 (YoY +5.7%), 자회사 EVSIS 적자폭은 -60억원으로 유지, 칼리버스 적자는 -140억원 수준으로 54억원 개선 가정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	1,180	1,170	1,199	1,250	1,313
YoY(%)	-1.4	-0.9	2.5	4.2	5.0
영업이익(십억원)	26	31	41	51	59
OP마진(%)	2.2	2.6	3.4	4.1	4.5
순이익(십억원)	7	4	22	30	36
EPS(원)	845	657	1,511	2,055	2,445
YoY(%)	-69.0	-22.2	130.1	35.9	19.0
PER(배)	22.9	29.5	13.8	10.1	8.5
PCR(배)	2.5	2.3	2.7	2.7	2.6
PBR(배)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	4.5	3.7	3.2	2.8	3.0
ROE(%)	3.1	2.4	5.3	6.9	7.8

1. 롯데이노베이트 기업 개요

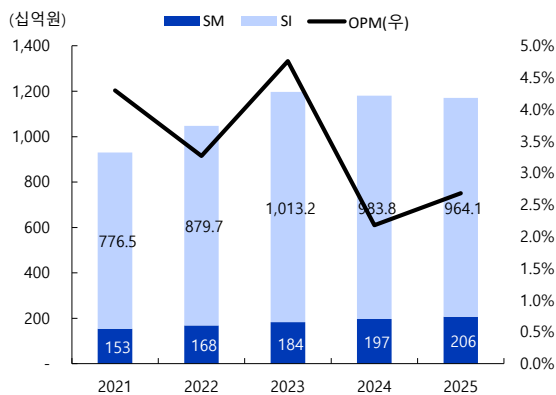
동사는 롯데 그룹의 SI/AX 기업으로 사업은 크게 1) SM(25년 매출 비중 17.6%), 2) SI(82.4%) 부문으로 구성된다. SM 부문은 고객 요청에 따라 기업 정보시스템과 관련된 설비, 인력, 하드웨어 등을 관리, 운영하는 사업을 영위한다. 주로 인력 파견을 통한 그룹사 대상 소프트웨어 개발을 담당하며, 매출의 큰 변동 없이 인건비 상승분 정도의 매출 성장이 꾸준히 이루어진다.

SM에서 개발이 완료되어 운영계로 전환되면 해당 사업은 SI로 전환된다. SI 사업은 고객에게 필요한 정보시스템 구축계획 수립, 운영전략 기획, 시스템 설계 및 개발을 지원하며 기존 SI 사업과 더불어 데이터센터, 클라우드(CSP 및 MSP), AI, 메타버스 사업 등이 포함되어 있다. 데이터센터 사업은 현재 4개 데이터센터를 운영중이다. 구체적으로 서울 1센터(그룹향), 대전 2센터(재해복구), 용인 3센터(글로벌 CSP사 및 금융사 입주 상태), 용인 4센터(글로벌 클라우드 센터)로 구성되는데, 이 중 용인 4센터는 2025년 기준 입주를 71%로 고객사 선확보에 따라 점진적 풀 캐파 도달로 IDC 매출 증가가 예상된다. 4센터를 통한 IDC 매출 증가는 2026년부터 신규 진입하는 DBO 사업, 신규 데이터센터 건설(2027~28년 착공 예상)과 함께 SI 매출 성장을 견인할 것으로 전망한다. DBO 사업의 경우 대형 글로벌 클라우드사가 요구하는 글로벌 스탠다드를 만족시켜 IDC를 구축, 운영해본 경험을 레퍼런스로 이미 일부 고객사를 확보한 것으로 파악된다.

전기차 충전 사업은 종속회사 EVSIS를 통해 충전기 판매 및 운영 사업을 영위하며, 판매 사업의 경우 충전기 풀 라인업 제조 역량을 보유하고 있고, 운영사업은 충전 관련 플랫폼 EVSIS를 2022년 8월 런칭하여 운영중이다. 사업적으로는 SM, SI 사업과 구분되나 매출 구분상으로는 SI 매출에 포함된다.

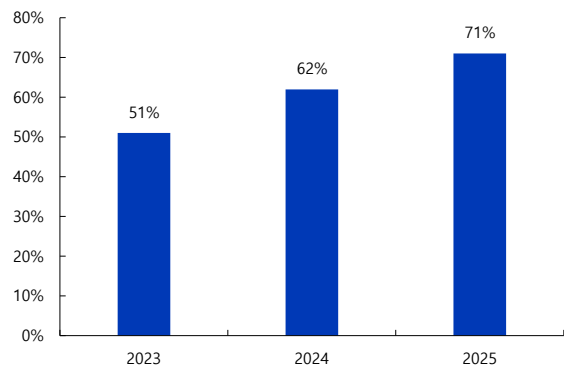
2025년 별도 기준 581억원의 견조한 영업이익(OPM 5.6%, YoY +10.3%)을 기록했으나, 자회사 EVSIS(약 -60억원 추정) 및 칼리버스(약 -200억원 추정) 적자 영향으로 연결 기준 영업이익은 314억원(OPM 2.7%)이다. 4Q25부터 칼리버스 일부 인력 감축 등 적자 축소 노력을 기울이고 있어 매출 대비 빠른 이익 증가가 예상된다.

[도표 102] 롯데이노베이트 부문별 매출 및 OPM 추이



자료: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

[도표 103] 롯데이노베이트 용인 4 센터 입주율 추이



자료: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

2. 26년 실적 추이 및 전망: IDC 매출 성장, 자회사 적자 감소 예상

2026년 매출은 1.2조원(YoY +2.5%), 영업이익은 401억원(YoY +27.9%, OPM 3.3%)를 기록할 것으로 전망한다. SM 매출은 YoY +5.2%의 매출 성장을 보일 것으로 전망하며, SI 매출은 용인 4 데이터센터의 입주 증가를 바탕으로 한 IDC 매출 증가와 클라우드 매출 증가 영향을 칼리버스 등 자회사 사업 축소 영향이 상쇄하며 YoY +1.9% 성장 예상.

상기 영업이익 추정치를 분류별로 보면 별도 기준 영업이익 614억원(YoY +5.7%)으로 견조한 성장을 보이고 자회사인 EVSIS 적자 폭은 약 -60억원으로 유지, 칼리버스 적자는 -140억원 수준으로 약 54억원 개선될 것으로 가정한 수치이다.

DBO 사업은 초기 1년간 설계 단계보다는 이후 구축 및 운영 단계에서의 매출 인식이 큰 만큼 2027년부터 일부 재무적 기여가 시작될 것으로 전망하며, 수요 측면에서는 대형 글로벌 클라우드사가 요구하는 글로벌 스탠다드를 만족시켜 IDC를 구축, 운영해본 경험을 레퍼런스로 이미 의미 있는 고객사를 확보한 것으로 파악된다. 점진적인 매출 반영을 통해 2027년 이후부터는 매출 성장이 가속화될 것으로 전망하며, 2030년 기준 현재 자체 IDC 기반 매출의 2배 수준 용량을 운영하게 될 것으로 가정한다.

[도표 104] 롯데이노베이트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	284.8	280.8	277.5	327.3	281.5	289.6	291.1	337.1	1,197	1,180	1,170	1,199	1,250
성장률(YoY %)	3.0%	-2.0%	-3.7%	-0.6%	-1.2%	3.1%	4.9%	3.0%	14.2%	-1.4%	-0.9%	2.5%	4.2%
SM	51.2	51.8	51.7	51.6	53.4	55.4	54.0	54.4	183.5	196.6	206.3	217.1	223.6
SI	233.6	229.0	225.8	275.6	228.2	234.2	237.1	282.8	1,013.2	983.8	964.1	982.2	1,026.1
매출원가	260.3	252.8	252.5	296.9	254.9	261.7	263.7	306.7	1,071.6	1,074.2	1,062.5	1,087.1	1,133.3
매출총이익	24.5	27.9	25.0	30.4	26.6	27.9	27.3	30.4	125.1	106.2	107.8	112.2	116.4
GPM(%)	8.6%	10.0%	9.0%	9.3%	9.4%	9.6%	9.4%	9.0%	10.5%	9.0%	9.2%	9.4%	9.3%
SM	13.6	14.2	14.9	11.7	14.1	14.6	14.0	13.8	40.7	41.0	54.4	56.5	58.1
GPM(%)	26.6%	27.5%	28.8%	22.6%	26.4%	26.3%	26.0%	25.3%	22.2%	20.9%	26.4%	26.0%	26.0%
SI	10.9	13.7	10.1	18.7	12.5	13.3	13.3	16.7	84.4	65.1	53.4	55.7	58.2
GPM(%)	4.6%	6.0%	4.5%	6.8%	5.5%	5.7%	5.6%	5.9%	8.3%	6.6%	5.5%	5.7%	5.7%
판매비와관리비	17.6	20.0	18.4	20.0	18.3	19.1	16.8	17.4	69.4	80.7	76.0	71.6	65.1
영업이익	7.0	8.0	6.6	9.8	8.3	8.8	10.6	12.5	56.9	25.7	31.4	40.1	50.9
성장률(YoY %)	-22.3%	37.3%	-20.2%	271.7%	18.9%	10.3%	59.6%	27.3%	66.3%	-54.8%	22.0%	27.9%	26.9%
OPM(%)	2.4%	2.9%	2.4%	3.0%	2.9%	3.1%	3.6%	3.7%	4.8%	2.2%	2.7%	3.3%	4.1%
SM	5.1	5.2	5.1	5.1	5.3	5.5	5.4	5.4	18.7	19.6	20.5	21.6	22.2
OPM(%)	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%	10.2%	10.0%	9.9%	9.9%	9.9%
SI	1.9	2.8	1.5	4.7	3.0	3.3	5.2	7.1	38.3	6.1	10.9	18.6	28.7
OPM(%)	0.8%	1.2%	0.7%	1.7%	1.3%	1.4%	2.2%	2.5%	3.8%	0.6%	1.1%	1.9%	2.8%
당기순이익	3.4	2.6	4.0	7.0	5.2	4.1	7.5	5.4	40.2	7.2	3.1	22.2	30.3
NPM(%)	1.2%	0.9%	1.5%	-2.1%	1.8%	1.4%	2.6%	1.6%	3.4%	0.6%	0.3%	1.9%	2.4%

자료: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

3. Valuation & 투자포인트

롯데이노베이트 2026년 지배주주순이익의 추정치 229억원 및 글로벌 peer IT 서비스사(IBM, Accenture, TCS) 2026년 순이익 기준 PER 평균 17.2배를 target PER로 적용하여 롯데이노베이트 목표주가를 26,000원으로 산정하고, '매수' 투자 의견을 제시한다.

동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 1) 2026년부터 진출한 DBO 사업에서 이미 일부 고객사를 확보한 것으로 파악되어, 글로벌 빅테크 사의 국내 데이터센터 입주 수요 증가와 기업들의 AX 수요 증가에 따른 수혜가 점진적으로 확대될 것으로 전망한다.

2) 2027~2028년 착공이 예상되는 자체 데이터센터를 통해 2030년부터는 자체 IDC 기반 매출도 2025년의 2배 수준으로 증가할 것으로 기대한다.

3) 칼리버스, EVSIS의 적자폭 감소를 통해 매출 성장 대비 빠른 영업이익의 성장이 예상된다. 2026년 기준 자회사 적자폭이 54억원 감소할 것으로 전망한다. 전기차 충전 사업의 경우 보수적으로 2025년과 유사한 수준의 적자폭을 예상하지만, 환경부 전기차 충전 기반시설 확충 사업 수주 성과에 따라 적자폭 감소도 가능할 것으로 전망한다.

[도표 105] 롯데이노베이트 Valuation Table

항목	가치산정	비교
26F 지배주주순이익	22.9	
target PER	17.2	IBM, Accenture, TCS 26F PER 평균
적정시가총액	393	
발행주식수	15,129	
적정주가	25,997	
목표주가	26,000	
현재주가	21,450	
상승여력	21.2%	

자료: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

[롯데이노베이트 286940]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,180	1,170	1,199	1,250	1,313
매출원가	1,074	1,063	1,087	1,133	1,191
매출총이익	106	107	112	116	122
매출총이익률 (%)	9.0	9.2	9.4	9.3	9.3
판매비와관리비	80	76	72	65	63
영업이익	26	31	41	51	59
영업이익률 (%)	2.2	2.7	3.4	4.1	4.5
EBITDA	86	96	91	92	92
EBITDA Margin (%)	7.3	8.2	7.6	7.4	7.0
영업외손익	-9	-11	-11	-11	-11
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	5	5	5	5
금융비용	-12	-13	-13	-13	-13
기타	-1	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	17	21	30	41	49
법인세비용	9	17	8	11	13
계속사업순이익	7	4	22	30	36
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	4	22	30	36
당기순이익률 (%)	0.6	0.3	1.9	2.4	2.7
비지배지분순이익	-6	-6	-1	-1	-1
지배지분순이익	13	10	23	31	37
지배순이익률 (%)	1.1	0.8	1.9	2.5	2.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	8	8	8	8
포괄순이익	12	13	30	38	44
비지배지분포괄이익	-6	-5	-12	-15	-17
지배지분포괄이익	17	17	42	53	61

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	51	92	65	63	60
당기순이익	7	4	22	30	36
비현금항목의 가감	104	120	94	88	84
감가상각비	47	48	39	32	26
외환손익	-1	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	58	72	54	55	57
자산부채의 증감	-50	-20	-41	-42	-43
기타현금흐름	-10	-11	-10	-13	-17
투자활동 현금흐름	-78	-53	-16	-26	-45
투자자산	-1	-1	0	0	0
유형자산	-63	-35	0	0	0
기타	-15	-17	-16	-26	-45
재무활동 현금흐름	15	-34	-79	-6	-6
단기차입금	-5	7	7	7	7
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-11	-11	-11	-11
기타	-35	-35	-80	-8	-8
현금의 증감	-11	5	12	15	-50
기초 현금	117	106	111	123	139
기말 현금	106	111	123	139	89
NOPLAT	11	6	30	38	44
FCF	-42	16	39	37	34

자료: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	394	394	397	475	553
현금및현금성자산	106	111	123	139	89
매출채권 및 기타채권	184	176	192	229	313
재고자산	29	18	19	20	21
기타유동자산	75	89	62	87	131
비유동자산	556	528	478	437	403
유형자산	378	348	309	277	251
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	18	18	18	18	18
기타비유동자산	160	162	150	141	134
자산총계	951	922	874	911	957
유동부채	309	333	269	280	293
매입채무 및 기타채무	162	149	152	157	163
차입금	9	16	22	29	36
유동성채무	42	73	0	0	0
기타유동부채	96	95	94	94	93
비유동부채	191	137	140	145	150
차입금	132	83	89	94	99
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	53	52	51	50
부채총계	501	470	409	425	442
지배지분	419	426	438	459	485
자본금	76	76	76	76	76
자본잉여금	312	312	312	312	312
이익잉여금	129	136	148	169	195
기타자본변동	-97	-97	-97	-97	-97
비지배지분	30	26	26	28	29
자본총계	450	452	465	487	515
총차입금	191	175	112	124	136

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	845	657	1,511	2,055	2,445
PER	22.9	29.5	13.8	10.1	8.5
BPS	27,718	28,166	28,978	30,333	32,077
PBR	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	5,634	6,335	6,005	6,096	6,102
EV/EBITDA	4.5	3.7	3.2	2.8	3.0
SPS	77,588	77,321	79,269	82,601	86,767
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
CFPS	-2,766	1,055	2,602	2,422	2,243
DPS	700	700	700	700	700

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-1.4	-0.9	2.5	4.2	5.0
영업이익 증가율	-54.8	22.0	29.2	26.6	15.1
순이익 증가율	-82.2	-43.6	444.5	35.9	19.0
수익성					
ROIC	2.4	1.3	7.1	9.6	10.5
ROA	1.4	1.1	2.5	3.5	4.0
ROE	3.1	2.4	5.3	6.9	7.8
안정성					
부채비율	111.3	104.1	88.1	87.3	86.0
순차입금비율	20.0	19.0	12.9	13.6	14.2
이자보상배율	3.0	3.4	6.7	7.6	8.0

Company Analysis

NAVER 035420

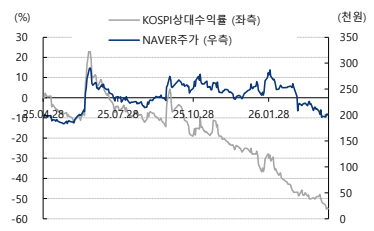
Apr 14, 2026

에이전트 간 디지털 네이티브 결제 영위 전망

Buy 유지
 TP 350,000 원 유지

Company Data	
현재가(04/13)	199,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	290,500 원
52 주 최저가(보통주)	182,700 원
KOSPI (04/13)	5,858.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	165 억원
시가총액	312,137 억원
발행주식수(보통주)	15,685 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	66.5 만주
평균거래대금(60 일)	1,383 억원
외국인지분(보통주)	38.00%
주요주주	
국민연금공단	9.33%
BlackRock Fund Advisors 외 13	6.12%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-24.5	9.8
상대주가	-13.5	-53.5	-54.2

1Q26 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

매출 3.1조원(YoY +12.2%), 이익은 5,424원(+7.3%)로 컨센서스(매출 3.15조원, 이익 5,630억원) 부합 예상. 커머스 매출(+33.1%)은 플러스스토어 앱 이용자 성장과 멤버십/배송 강화에 따른 스마트스토어 거래액 성장, 25년 6월부터 적용된 take rate 인상 및 C2C 매출 성장에 따라 증개/판매매출(+42.5%), AI 기반 추천 광고 고도화와 ADVoost 기반 지면 최적화에 따라 커머스 광고(+22.9%, 네이버 통합 광고 매출 +5.9%) 모두 견조 성장 예상. 서치플랫폼(+0.7%)은 AI 브리핑 도입 쿼리 확대, 피드 지면 확대 및 타케팅 고도화 가운데 커머스 광고(커머스 부문으로 분류)로 집행 집중됨에 따라 +0.7% 전망. 핀테크 매출은 스마트스토어 성장 및 외부결제 증가로 +15.7%, 엔터프라이즈 매출은 GPUaaS 및 사우디 슈퍼앱, 디지털트윈 사업 매출과 한국은행, 한수원향 매출 반영으로 YoY +15.0% 전망.

영업비용은 2.58조원(YoY +13.3%), OPM 17.3% 기록 전망. 개발/운영비는 신규 인력 채용에 따른 인원 증가로 YoY +11.6%, 마케팅비는 커머스 부문 전략적 마케팅 강화 및 매출 증가에 따른 포인트 적립 비용 증가로 YoY +12.9% 집행 예상. 인프라비는 GPU 등 신규 자산 취득 영향으로 YoY +15.6% 전망.

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 350,000원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 350,000원 유지. 2026년은 자체 서비스 역량 강화를 위한 투자 증가와 배송 역량 강화를 위한 마케팅비 투입 영향으로 OPM이 -0.3%p 축소가 예상되나, 코어비즈니스에 대한 AI 버티컬 서비스 도입으로 수익 성장이 진행되고 있다는 점을 긍정적으로 판단. 제 2차 가상자산 법안 입법이 2H26으로 늦어진 것으로 파악되나, 두나무와의 지분교환 이후 협력 본격화시 블록체인을 통한 AI 에이전트 간 디지털 네이티브 결제(API 호출, 데이터 구매, 초소액 결제 등)를 담당하며 양사 모두에게 새로운 사업포트폴리오를 확보할 것으로 전망.

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	10,738	12,035	13,401	14,846	16,398
YoY(%)	11.0	12.1	11.3	10.8	10.5
영업이익(십억원)	1,979	2,208	2,412	2,621	2,896
OP마진(%)	18.4	18.3	18.0	17.7	17.7
순이익(십억원)	1,932	1,819	2,067	2,225	2,433
EPS(원)	11,913	12,376	13,180	14,188	15,510
YoY(%)	92.8	3.9	6.5	7.7	9.3
PER(배)	16.7	19.6	15.3	14.2	13.0
PCR(배)	11.0	11.5	8.7	8.1	7.5
PBR(배)	1.2	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	11.2	11.8	8.4	7.2	6.1
ROE(%)	7.9	7.4	7.3	7.4	7.6



인터넷/게임 김동우
 3771-9249,
 20210135@iprovest.com

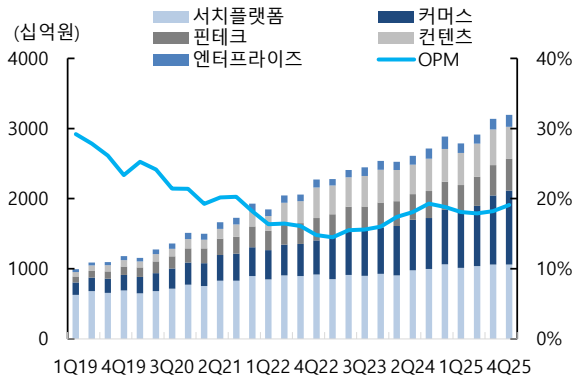
[도표 106] NAVER 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,127	3,275	3,417	3,582	9,671	10,738	12,035	13,401
성장률(YoY %)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	12.2%	12.4%	8.9%	12.1%	17.6%	11.0%	12.1%	11.3%
서치플랫폼	1,013	1,037	1,060	1,060	1,020	1,086	1,093	1,122	3,589	3,946	4,169	4,320
커머스	788	861	986	1,054	1,048	1,094	1,111	1,162	2,547	2,923	3,689	4,415
핀테크	393	412	433	453	455	478	503	514	1,355	1,508	1,691	1,949
콘텐츠	459	474	509	457	450	458	534	585	1,733	1,796	1,899	2,027
엔터프라이즈	134	132	150	172	154	160	175	199	447	564	588	689
영업비용	2,282	2,394	2,567	2,584	2,584	2,701	2,788	2,916	8,182	8,759	9,827	10,989
개발&운영	688	699	750	759	768	791	789	821	2,573	2,665	2,896	3,169
파트너	974	1,014	1,097	1,114	1,094	1,146	1,196	1,254	3,534	3,790	4,200	4,690
인프라	189	198	219	205	219	229	239	251	596	705	811	938
마케팅	430	482	502	506	503	534	564	591	1,480	1,599	1,920	2,192
영업이익	505	522	571	611	542	575	629	666	1,489	1,979	2,208	2,411
성장률(YoY %)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.3%	10.2%	10.2%	9.0%	14.1%	32.9%	11.6%	9.2%
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	17.3%	17.5%	18.4%	18.6%	15.4%	18.4%	18.3%	18.0%
당기순이익	424	497	735	165	617	737	857	530	985	1,932	1,820	2,742
NPM(%)	15.2%	17.1%	23.4%	5.2%	19.7%	22.5%	25.1%	14.8%	10.2%	18.0%	15.1%	20.5%

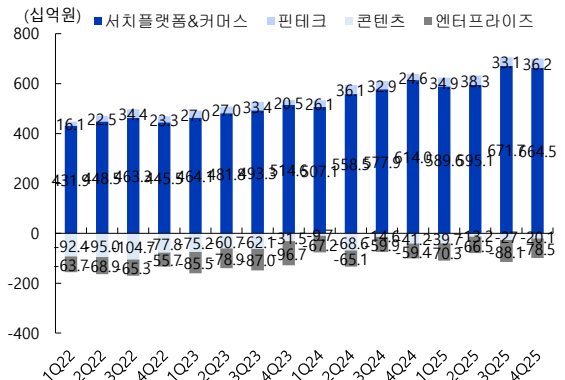
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 2Q25부터 서치플랫폼 매출에 대한 세부 수치(검색/디스플레이) 구분 공개 없음. 2026년 알리팝 인수 영향 반영된 수치.

[도표 107] NAVER 사업부별 매출 & 영업이익률 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 108] NAVER 부문별 손익 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,401	14,846	16,398
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,401	14,846	16,398
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,758	9,827	10,989	12,224	13,502
영업이익	1,979	2,208	2,412	2,621	2,896
영업이익률 (%)	18.4	18.3	18.0	17.7	17.7
EBITDA	2,653	2,953	3,295	3,620	3,990
EBITDA Margin (%)	24.7	24.5	24.6	24.4	24.3
영업외손익	343	212	330	330	330
관계기업손익	145	495	393	393	393
금융수익	633	807	808	808	808
금융비용	-579	-562	-569	-569	-569
기타	144	-528	-301	-301	-301
법인세비용차감전순손익	2,322	2,420	2,742	2,952	3,226
법인세비용	390	601	674	726	794
계속사업순손익	1,932	1,819	2,067	2,225	2,433
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	2,067	2,225	2,433
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	15.4	15.0	14.8
비지배지분순이익	9	-134	0	0	0
지배지분순이익	1,923	1,953	2,067	2,225	2,433
지배순이익률 (%)	17.9	16.2	15.4	15.0	14.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	699	119	-565	-565	-565
포괄순이익	2,631	1,938	1,502	1,660	1,868
비지배지분포괄이익	70	-150	-116	-128	-145
지배지분포괄이익	2,561	2,087	1,618	1,789	2,012

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	3,595	3,865	4,163
당기순이익	1,932	1,819	2,067	2,225	2,433
비현금항목의 가감	1,003	1,362	1,596	1,710	1,813
감가상각비	609	680	824	943	1,041
외환손익	135	-15	-61	-61	-61
지분법평가손익	-145	-495	-393	-393	-393
기타	404	1,192	1,225	1,220	1,225
자산부채의 증감	152	462	430	426	422
기타현금흐름	-497	-547	-498	-496	-504
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-673	-749	-811
투자자산	1,280	169	636	636	636
유형자산	-554	-1,235	-1,500	-1,500	-1,500
기타	-2,066	322	191	116	54
재무활동 현금흐름	-770	-524	-2,051	-528	-528
단기차입금	-463	-200	21	21	21
사채	-51	0	0	0	0
장기차입금	105	26	26	26	26
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-168	-394	-393	-393
기타	-242	-182	-1,705	-182	-182
현금의 증감	619	1,788	-85	2,093	2,359
기초 현금	3,576	4,196	5,984	5,899	7,992
기말 현금	4,196	5,984	5,899	7,992	10,351
NOPLAT	1,647	1,659	1,818	1,976	2,184
FCF	1,918	1,632	1,631	1,901	2,199

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	10,491	12,311	14,463
현금및현금성자산	4,196	5,984	5,899	7,992	10,351
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,688	1,763	1,843
재고자산	22	20	23	25	28
기타유동자산	3,570	3,308	2,882	2,531	2,242
비유동자산	28,793	30,156	30,628	30,984	31,246
유형자산	2,910	3,608	4,283	4,840	5,299
관계기업투자금	17,406	16,649	16,508	16,368	16,228
기타금융자산	3,504	4,745	4,745	4,745	4,745
기타비유동자산	4,973	5,154	5,091	5,031	4,974
자산총계	38,168	41,084	41,119	43,296	45,710
유동부채	6,092	8,019	6,110	6,162	6,217
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	4,238	4,238	4,238
차입금	135	132	154	175	196
유동성채무	200	1,597	74	74	74
기타유동부채	1,891	2,051	1,644	1,674	1,709
비유동부채	5,075	4,113	4,299	4,501	4,718
차입금	863	874	900	926	952
사채	2,007	382	382	382	382
기타비유동부채	2,204	2,856	3,017	3,193	3,385
부채총계	11,167	12,131	10,409	10,663	10,936
지배지분	25,460	27,582	29,256	31,088	33,127
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	25,965	27,626	29,299	31,131	33,171
기타자본변동	-639	-452	-452	-452	-452
비지배지분	1,541	1,371	1,454	1,545	1,647
자본총계	27,001	28,953	30,710	32,633	34,774
총차입금	4,170	4,376	2,995	3,148	3,310

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	11,913	12,376	13,180	14,188	15,510
PER	16.7	19.6	15.3	14.2	13.0
BPS	160,694	175,846	186,516	198,197	211,198
PBR	1.2	1.4	1.1	1.0	1.0
EBITDAPS	16,432	18,714	21,004	23,080	25,438
EV/EBITDA	11.2	11.8	8.4	7.2	6.1
SPS	66,511	76,258	85,436	94,648	104,547
PSR	3.0	3.2	2.4	2.1	1.9
CFPS	11,883	10,339	10,397	12,123	14,021
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	11.0	12.1	11.3	10.8	10.5
영업이익 증가율	32.9	11.6	9.2	8.7	10.5
순이익 증가율	96.1	-5.9	13.7	7.7	9.3
수익성					
ROIC	49.2	49.3	49.7	46.0	45.2
ROA	5.2	4.9	5.0	5.3	5.5
ROE	7.9	7.4	7.3	7.4	7.6
안정성					
부채비율	41.4	41.9	33.9	32.7	31.4
순차입금비율	10.9	10.7	7.3	7.3	7.2
이자보상배율	18.9	20.3	35.5	37.8	41.0

Company Analysis

카카오 035720

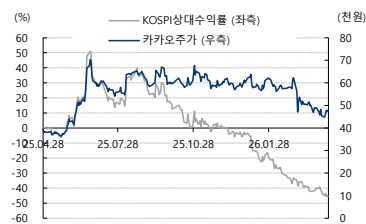
Apr 14, 2026

카나나의 외부 생태계 연결 시작

Buy 유지
TP 76,000 원 유지

Company Data	
현재가(04/13)	47,000 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	70,400 원
52 주 최저가(보통주)	36,450 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	443 억원
시가총액	208,210 억원
발행주식수(보통주)	44,158 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	134.7 만주
평균거래대금(60 일)	648 억원
외국인지분(보통주)	29.57%
주요주주	
김범수 외 75인	24.08%
국민연금공단	6.39%

Price & Relative Performance



추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.9	-23.2	19.3
상대주가	-13.0	-52.7	-50.2

1Q26 Preview: 매출 및 영업이익 컨센서스 부합 예상

1Q26 매출은 2.0조원(YoY +7.3%), 영업이익은 1,715억원(YoY +49.2%)으로 컨센서스(매출 2.0조원, 이익 1,749억원) 부합 전망. 특비즈 광고·구독 매출은 1, 3분기 개편 이후 광고 지면 확대 및 중소형 광고주 유입 이루어지고, 브랜드 메시지 고성장 유지되며 3,608억원(+26.1%), 거래형 매출은 명절 및 연말 성수기 효과 증첩되었던 전분기 효과 제거되며 2,517억원(-5.8%) 기록 전망. 플랫폼 기타 매출은 결제, 금융 및 플랫폼 서비스 성장 따른페이 매출 고성장, 주차 및 쿼 서비스 외형 성장 따른 모빌리티 매출 지속 증가로 4,707억원(+29.9%) 예상. 게임 매출은 신작 부재 가운데 기존작 매출 하향으로 914억원(YoY -37.0%), 뮤직 매출은 카카오엔터테인먼트 산하 IP 성과 저조로 4,684억원(+7.0%) 기록 추정.

영업비용 중 인건비는 보수적인 인력 채용 기조 유지로 YoY +3.2%, 매출연동비는 콘텐츠 매출 감소로 YoY +1.9%, 매출 대비 매출연동비 비중은 35.6%(QoQ -0.4%p, YoY -1.9%p)에 그쳤을 것으로 전망. 마케팅비는 YoY +8.5%(매출 대비 4.7%로 YoY flat) 기록 전망.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 76,000원 유지

투자의견 매수 및 목표주가 76,000원 유지. 동사는 1Q26 '카나나 인 카카오톡'의 정식 런칭을 시작으로 카카오톡 기반의 AI 에이전트 도입을 시작. 1H26 내 3개의 외부 대형 파트너사와 협력 하에 카카오톡 내에서 액션이 완결되는 에이전트 커머스를 선보일 예정. 또, ChatGPT for Kakao에는 카카오 톨즈를 통해 올리브영, 무신사, 더현대, 삼점삼 등 버티컬 서비스가 연계되어 외부 3rd party 생태계에서 생성된 답변을 가져올 수 있게 되어 기존 당사 예상보다 외부 생태계 확보 속도가 빠른 것으로 판단. 또한 카카오게임즈, AXZ(다음 운영사) 등 비핵심 사업 영위 법인의 매각이 예정되어 있어 딜 완료 시 이익 추정치 상향 예상.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	7,864	8,099	8,773	9,467	10,178
YoY(%)	4.1	3.0	8.3	7.9	7.5
영업이익(십억원)	495	732	951	1,185	1,434
OP마진(%)	6.3	9.0	10.8	12.5	14.1
순이익(십억원)	-162	518	810	1,008	1,218
EPS(원)	124	1,110	1,745	2,175	2,629
YoY(%)	흑전	791.9	57.2	24.6	20.9
PER(배)	306.9	54.1	27.3	21.9	18.1
PCR(배)	11.2	17.7	10.6	9.5	8.6
PBR(배)	1.7	2.4	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	11.9	15.1	10.0	8.4	7.1
ROE(%)	0.6	4.6	6.6	7.7	8.6



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

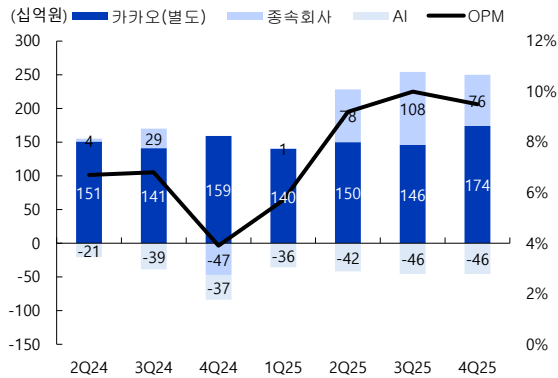
[도표 109] 카카오 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	1,860.6	2,024.2	2,081.2	2,133.2	1,996.9	2,127.7	2,239.4	2,409.1	7,557.0	7,868.0	8,099.1	8,773.1
성장률(YoY %)	-6.4%	1.0%	8.3%	9.2%	7.3%	5.1%	7.6%	12.9%	11.1%	4.1%	2.9%	8.3%
플랫폼부문	989.9	1,051.1	1,054.6	1,222.6	1,149.6	1,188.3	1,229.4	1,334.6	3,554.4	3,897.0	4,318.2	4,901.9
특비즈	553.3	542.2	534.4	627.1	612.5	607.9	631.7	688.8	1,982.2	2,100.1	2,257.0	2,541.0
포털비즈	74.1	78.3	72.7	71.7	66.4	69.5	62.5	67.6	344.3	332.2	296.8	265.9
캐주얼 게임	362.4	430.6	447.4	523.9	470.7	510.8	535.2	578.3	1,227.9	1,464.7	1,764.3	2,095.0
콘텐츠부문	870.7	973.1	1,026.6	910.6	847.3	939.5	1,010.0	1,074.5	4,002.6	3,971.0	3,781.0	3,871.2
뮤직	437.9	517.2	564.5	525.1	468.4	546.3	551.6	572.8	1,723.9	1,920.0	2,044.6	2,139.0
스토리	212.6	219.0	211.8	191.8	203.2	201.7	200.6	189.9	922.1	864.3	835.3	795.3
게임	145.2	142.6	154.4	97.9	91.4	99.4	163.1	214.0	1,009.5	873.2	540.1	567.9
미디어	75.1	94.2	95.8	95.8	84.3	92.2	94.7	97.8	347.0	313.8	360.9	369.0
영업비용	1,745.7	1,828.9	1,862.8	1,929.8	1,825.5	1,911.8	1,985.1	2,100.0	7,096.1	7,397.2	7,367.1	7,822.4
인건비	472.1	482.5	471.1	497.4	487.3	487.2	483.8	497.7	1,860.2	1,909.0	1,923.1	1,956.0
매출연동비	697.5	713.0	742.0	768.0	710.9	757.9	799.9	860.9	2,986.4	3,014.9	2,920.5	3,129.6
인프라비	204.9	232.2	259.4	250.0	233.0	251.7	266.9	283.9	834.9	878.4	946.5	1,035.5
마케팅비	86.5	87.3	100.6	116.3	93.9	102.7	110.9	120.0	405.8	405.4	390.7	427.5
상각비	204.9	221.2	207.7	204.3	220.6	227.2	234.0	241.1	750.9	861.2	838.0	922.9
기타	79.8	92.8	82.1	93.7	79.9	85.1	89.6	96.4	258.0	328.2	348.4	350.9
영업이익	114.9	195.3	218.4	203.4	171.5	215.9	254.3	309.1	460.9	470.8	732.0	950.7
성장률(YoY %)	-4.5%	45.8%	67.3%	136.4%	49.2%	10.5%	16.4%	51.9%	-19.1%	2.2%	55.5%	29.9%
OPM(%)	6.2%	9.6%	10.5%	9.5%	8.6%	10.1%	11.4%	12.8%	6.1%	6.0%	9.0%	10.8%
지배주주순익	171.9	161.2	124.9	42.8	208.4	181.2	242.3	148.1	1,012.6	55.3	500.8	780.0
NPM(%)	9.2%	8.0%	6.0%	2.0%	10.4%	8.5%	10.8%	6.1%	-13.4%	0.7%	6.2%	8.9%

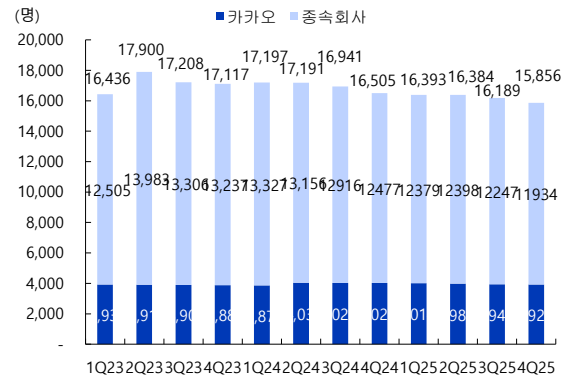
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터. 주: 매각 예정인 카카오게임즈 및 AXZ(다음 운영사)를 아직 제외 하지 않은 수치

[도표 110] 카카오 사업부별 영업손익 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 카카오 분기별 인원 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[카카오 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	7,864	8,099	8,773	9,467	10,178
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	7,864	8,099	8,773	9,467	10,178
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	7,369	7,367	7,822	8,282	8,744
영업이익	495	732	951	1,185	1,434
영업이익률 (%)	6.3	9.0	10.8	12.5	14.1
EBITDA	1,331	1,572	1,786	2,030	2,280
EBITDA Margin (%)	16.9	19.4	20.4	21.4	22.4
영업외손익	-446	-111	18	18	18
관계기업손익	56	90	90	90	90
금융수익	405	393	392	392	392
금융비용	-368	-398	-385	-385	-385
기타	-539	-195	-79	-79	-79
법인세비용차감전순손익	50	622	969	1,203	1,452
법인세비용	160	95	150	186	225
계속사업순손익	-111	527	819	1,016	1,227
중단사업순손익	-51	-9	-9	-9	-9
당기순이익	-162	518	810	1,008	1,218
당기순이익률 (%)	-2.1	6.4	9.2	10.6	12.0
비지배자분순이익	-217	26	38	47	57
지배자분순이익	55	491	772	960	1,161
지배자이익률 (%)	0.7	6.1	8.8	10.1	11.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	359	788	-68	-68	-68
포괄순이익	197	1,306	742	940	1,150
비지배자분포괄이익	-190	-17	-10	-13	-15
지배자분포괄이익	387	1,324	752	952	1,166

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,250	1,405	1,706	1,913	2,124
당기순이익	0	0	810	1,008	1,218
비현금항목의 가감	1,462	1,014	1,226	1,260	1,281
감가상각비	576	583	641	678	703
외환손익	-22	4	-1	-1	-1
지분법평가손익	-54	-90	-90	-90	-90
기타	962	517	677	673	669
자산부채의 증감	-4	-106	-225	-226	-227
기타현금흐름	-207	497	-104	-128	-148
투자활동 현금흐름	10	-478	-691	-697	-703
투자자산	129	343	57	57	57
유형자산	-380	-479	-750	-750	-750
기타	261	-342	2	-4	-10
재무활동 현금흐름	-521	-708	-63	-362	-362
단기차입금	-364	-561	79	79	79
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	225	360	60	60	60
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-43	-39	-33	-33	-33
기타	-339	-468	-168	-468	-468
현금의 증감	781	204	899	891	1,187
기초 현금	5,389	6,170	6,374	7,272	8,163
기말 현금	6,170	6,374	7,272	8,163	9,351
NOPLAT	-1,105	620	803	1,001	1,212
FCF	-654	875	663	870	1,081

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,722	12,374	13,492	14,612	16,039
현금및현금성자산	6,170	6,374	7,272	8,163	9,351
매출채권 및 기타채권	1,255	1,396	1,485	1,577	1,672
재고자산	81	77	83	89	96
기타유동자산	3,215	4,528	4,652	4,782	4,919
비유동자산	15,051	15,409	15,481	15,545	15,608
유형자산	1,363	1,557	1,666	1,738	1,785
관계기업투자금	2,923	2,517	2,677	2,838	2,998
기타금융자산	2,827	3,549	3,549	3,549	3,549
기타비유동자산	7,939	7,787	7,588	7,420	7,276
자산총계	25,773	27,784	28,972	30,157	31,647
유동부채	8,545	8,780	9,113	9,157	9,210
매입채무 및 기타채무	5,310	6,193	6,212	6,232	6,252
차입금	1,458	938	1,017	1,095	1,174
유동성채무	0	0	300	300	300
기타유동부채	1,776	1,648	1,584	1,530	1,485
비유동부채	3,285	3,779	3,638	3,526	3,439
차입금	328	991	1,051	1,111	1,172
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,957	2,788	2,587	2,415	2,268
부채총계	11,830	12,559	12,750	12,683	12,650
지배자분	10,141	11,276	12,015	12,942	14,070
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	8,911	8,803	8,803	8,803	8,803
이익잉여금	1,943	2,685	3,423	4,350	5,478
기타자본변동	-34	-82	-82	-82	-82
비지배자분	3,802	3,949	4,207	4,532	4,927
자본총계	13,943	15,225	16,222	17,474	18,997
총차입금	4,005	3,679	3,907	3,864	3,846

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	124	1,110	1,745	2,175	2,629
PER	306.9	54.1	27.3	21.9	18.1
BPS	22,858	25,483	27,208	29,308	31,863
PBR	1.7	2.4	1.8	1.6	1.5
EBITDAPS	2,997	3,552	4,040	4,598	5,164
EV/EBITDA	11.9	15.1	10.0	8.4	7.1
SPS	17,710	18,296	19,846	21,438	23,048
PSR	2.2	3.3	2.4	2.2	2.1
CFPS	-1,472	1,977	1,501	1,971	2,448
DPS	68	75	75	75	75

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.1	3.0	8.3	7.9	7.5
영업이익 증가율	7.5	47.8	29.9	24.6	21.0
순이익 증가율	적지	흑전	56.3	24.5	20.9
수익성					
ROIC	-40.3	34.2	54.5	68.5	83.8
ROA	0.2	1.8	2.7	3.2	3.8
ROE	0.6	4.6	6.6	7.7	8.6
안정성					
부채비율	84.8	82.5	78.6	72.6	66.6
순차입금비율	15.5	13.2	13.5	12.8	12.2
이자보상배율	2.4	4.1	4.5	5.4	6.3

Company Analysis

카카오페이 377300

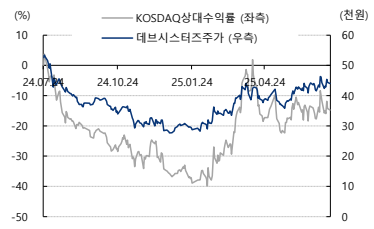
Apr 14, 2026

견조한 성장 가운데 결제 에이전트로 진화

Trading Buy 유지
TP 76,000 원 유지

Company Data	
현재가(04/13)	51,300 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	93,800 원
52 주 최저가(보통주)	27,950 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	676 억원
시가총액	69,381 억원
발행주식수(보통주)	13,525 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	42.7 만주
평균거래대금(60 일)	234 억원
외국인지분(보통주)	27.97%
주요주주	
카카오 외 2인	46.20%
Alipay Singapore Holding Pte. Ltd	27.05%

Price & Relative Performance



추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	43.8	-13.6
상대주가	-1.9	29.2	-8.0



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q26 Preview: 견조한 성장세 유지

1Q26 매출은 2,730억원(YoY +28.8%), 영업이익은 169억원(YoY +282.4%)으로 견조한 성장세를 유지했을 것으로 전망. 결제서비스 매출은 오프라인 및 크로스보더 결제액 성장에 따라 1,415억원(+15.8%) 기록 전망. 국내외 주식거래대금 증대 및 ISA/연금지축 판매 증가에 따른 투자서비스 매출과 상품 포트폴리오 및 판매채널 다각화, 보험 DB 판매 확대 따른 보험서비스 매출 성장으로 금융서비스 매출은 1,151억원(+43.6%) 추정.

영업비용은 YoY +23.4% 증가한 2,561억원 기록 예상. 지급수수료는 머니 결제 비중 증가 등 비용효율화 통한 지급수수료율 감소(YoY -3.9%p)로 1,079억원(YoY +17.2%)에 그쳤을 것으로 전망하며, 광고선전비는 전략 제휴사 공동 마케팅 및 결제 리워드 프로그램 강화로 267억원(+47.7%) 기록 예상. 인건비는 전년도 사업 확장예 따른 인원 충원으로 영향으로 718억원(YoY +28.5%) 예상.

투자의견 Trading Buy, TP 76,000원 유지.

투자의견 Trading Buy & TP 76,000원 유지. 동사는 1) 카카오 생태계 내에서의 결제 에이전트 역할과 2) 카카오페이 자체의 소비 및 자산관리, 투자, 보험 등 금융서비스 전용 에이전트를 우선적으로 도입 및 준비하고 있는 것으로 파악. Kanana in Kakaotalk, ChatGPT for Kakao의 결제 완결성은 이용자들이 카카오 생태계 외 아웃링크로 빠지지 않게 하는 데 있어서 필수 요소. Kanana in Kakaotalk은 1H26 내 유의미한 3개 이상의 대형 외부 파트너사 연동이 예정되어 있으며 ChatGPT for Kakao 경우에도 카카오톨즈를 통해 올리브영, 무신사, 현대백화점 등 외부 파트너 서비스와 연동. 한편, 카카오페이가 x402 재단의 출범 멤버로 참여한 점을 근거로 동사가 향후 에이전트 간의 디지털 네이티브 결제 분야에서도 대응 가능한 결제 플레이어가 되기 위한 준비를 하고 있는 것으로 추정.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	766	958	1,164	1,351	1,558
YoY(%)	24.5	25.1	21.4	16.1	15.3
영업이익(십억원)	-57	50	85	125	181
OP마진(%)	-7.4	5.2	7.3	9.3	11.6
순이익(십억원)	-22	56	91	123	169
EPS(원)	-102	335	547	742	1,014
YoY(%)	적전	흑전	63.0	35.7	36.7
PER(배)	-257.4	146.4	97.1	71.6	52.4
PCR(배)	137.8	168.8	86.8	67.7	49.0
PBR(배)	1.9	3.5	3.6	3.5	3.2
EV/EBITDA(배)	-45.2	26.7	26.9	20.9	15.1
ROE(%)	-0.7	2.4	3.8	5.0	6.4

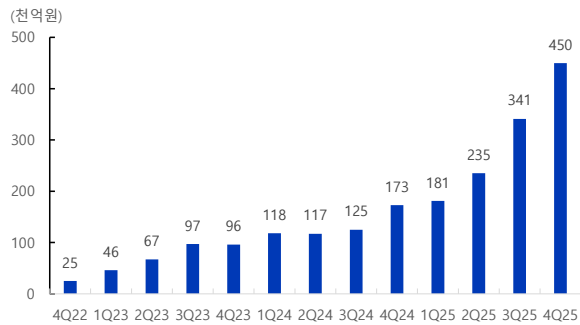
[도표 112] 카카오페이 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026E
매출액	211.9	238.3	238.4	269.8	273.0	284.5	297.9	308.6	615.4	766.2	958.4	1,163.9
성장률(yoy %)	20.2%	28.5%	28.0%	23.7%	28.8%	19.4%	25.0%	14.4%	18.0%	24.5%	25.1%	21.4%
결제서비스	122.2	125.1	129.7	141.1	141.5	144.7	149.5	156.6	443.4	490.0	518.1	592.3
금융서비스	80.2	100.3	94.7	112.8	115.1	122.6	130.5	133.5	142.8	244.1	388.0	501.8
플랫폼서비스	9.5	12.9	14.0	15.9	16.4	17.1	17.9	18.5	29.1	32.1	52.3	69.8
영업비용	207.5	229.0	222.5	249.0	256.1	266.3	272.6	283.8	672.0	823.7	908.0	1,078.8
지급수수료	92.1	96.9	98.4	97.0	107.9	110.5	114.4	116.3	318.0	360.2	384.4	449.2
인건비	58.4	63.5	66.3	71.8	75.0	79.2	79.5	84.0	203.1	215.4	260.0	317.7
광고선전비	18.1	20.7	24.3	31.7	26.7	28.7	31.2	32.5	56.5	65.5	94.8	119.1
상각비	12.2	12.1	12.5	12.7	12.8	12.8	12.9	13.0	46.6	52.5	49.5	51.4
지급임차료	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	6.3	6.2	6.1	6.1
기타	25.2	34.3	19.5	34.2	32.2	33.5	33.1	36.5	41.4	123.8	113.2	135.2
영업이익	4.4	9.3	15.8	20.8	16.9	18.2	25.3	24.8	56.6	57.5	50.4	85.2
OPM(%)	2.1%	3.9%	6.6%	7.7%	6.2%	6.4%	8.5%	8.0%	-9.2%	-7.5%	5.3%	7.3%
자배주주순익	13.3	12.7	15.2	4.1	21.6	19.0	21.7	11.6	2.5	13.7	45.2	73.9
자배순이익률(%)	6.3%	5.3%	6.4%	1.5%	7.9%	6.7%	7.3%	3.7%	0.4%	-1.8%	4.7%	6.3%

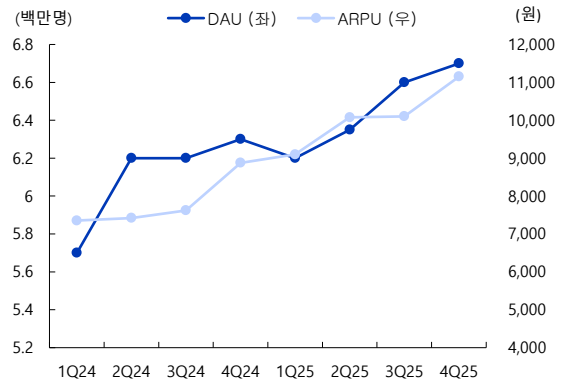
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 카카오페이증권 분기별 주식 거래액 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 카카오페이 DAU & ARPU 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[카카오페이 377300]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	766	958	1,164	1,351	1,558
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	766	958	1,164	1,351	1,558
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	824	908	1,079	1,226	1,377
영업이익	-57	50	85	125	181
영업이익률 (%)	-7.5	5.3	7.3	9.3	11.6
EBITDA	-5	100	117	147	196
EBITDA Margin (%)	-0.7	10.4	10.1	10.8	12.6
영업외손익	52	27	27	27	27
관계기업손익	5	2	3	3	3
금융수익	66	51	52	52	52
금융비용	-6	-9	-9	-9	-9
기타	-13	-18	-18	-18	-18
법인세비용차감전순이익	-5	77	112	152	208
법인세비용	16	22	21	29	40
계속사업순이익	-22	56	91	123	169
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-22	56	91	123	169
당기순이익률 (%)	-2.8	5.8	7.8	9.1	10.8
비지배지분순이익	-8	10	17	23	32
지배지분순이익	-14	45	74	100	137
지배지분이익률 (%)	-1.8	4.7	6.4	7.4	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	-24	54	89	121	166
비지배지분포괄이익	-8	10	17	23	31
지배지분포괄이익	-16	43	72	98	135

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	127	119	-15	7	45
당기순이익	0	0	91	123	169
비현금항목의 가감	39	-6	9	6	9
감가상각비	30	31	17	9	5
외환손익	-2	-1	0	0	0
지분법평가손익	-5	-2	-3	-3	-3
기타	16	-33	-5	-1	7
자산부채의 증감	37	-11	-141	-140	-141
기타현금흐름	50	136	26	18	8
투자활동 현금흐름	191	-54	-84	-88	-91
투자자산	-9	-8	-2	-2	-2
유형자산	-9	-15	0	0	0
기타	210	-30	-82	-85	-89
재무활동 현금흐름	-12	3	-28	-28	-28
단기차입금	0	38	8	8	8
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-12	-36	-36	-36	-36
현금의 증감	307	67	7	20	47
기초 현금	1,257	1,564	1,631	1,639	1,659
기말 현금	1,564	1,631	1,639	1,659	1,706
NOPLAT	-230	36	69	101	147
FCF	-149	59	-40	-18	21

자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,908	4,813	4,919	5,042	5,198
현금및현금성자산	1,564	1,631	1,639	1,659	1,706
매출채권 및 기타채권	437	645	680	717	756
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	1,906	2,536	2,600	2,666	2,736
비유동자산	507	527	504	491	486
유형자산	39	38	21	12	7
관계기업투자금	45	50	55	60	65
기타금융자산	39	48	48	48	48
기타비유동자산	384	390	379	371	366
자산총계	4,415	5,340	5,422	5,533	5,683
유동부채	2,381	3,266	3,276	3,286	3,296
매입채무 및 기타채무	2,301	3,115	3,115	3,115	3,115
차입금	0	39	47	55	63
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	80	112	114	116	118
비유동부채	123	122	119	117	116
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	123	122	119	117	116
부채총계	2,504	3,389	3,395	3,403	3,413
지배지분	1,861	1,900	1,974	2,075	2,212
자본금	67	68	68	68	68
자본잉여금	1,818	1,808	1,808	1,808	1,808
이익잉여금	-184	-139	-65	36	173
기타자본변동	168	174	174	174	174
비지배지분	50	50	52	55	59
자본총계	1,911	1,951	2,027	2,130	2,271
총차입금	97	129	130	132	135

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-102	335	547	742	1,014
PER	-257.4	146.4	97.1	71.6	52.4
BPS	13,824	14,062	14,599	15,340	16,354
PBR	1.9	3.5	3.6	3.5	3.2
EBITDAPS	-37	740	865	1,084	1,449
EV/EBITDA	-45.2	26.7	26.9	20.9	15.1
SPS	5,696	7,104	8,606	9,991	11,518
PSR	4.6	6.9	6.2	5.3	4.6
CFPS	-1,107	438	-296	-131	153
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	24.5	25.1	21.4	16.1	15.3
영업이익 증가율	적지	흑전	69.1	47.1	44.7
순이익 증가율	적지	흑전	63.4	35.7	36.7
수익성					
ROIC	15.0	-1.8	-2.9	-4.3	-6.2
ROA	-0.3	0.9	1.4	1.8	2.4
ROE	-0.7	2.4	3.8	5.0	6.4
안정성					
부채비율	131.0	173.7	167.5	159.8	150.3
순차입금비율	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
이자보상배율	-10.9	12.1	19.1	26.3	35.8

Company Analysis

NHN 181710

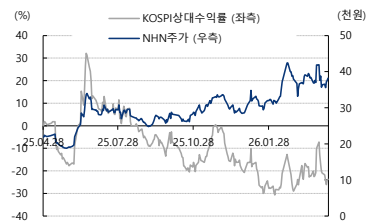
Apr 14, 2026

2Q26부터 본격 성장 재개

Buy 유지
TP 49,000 원 상향

Company Data	
현재가(04/13)	38,550 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	42,400 원
52 주 최저가(보통주)	18,770 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	188 억원
시가총액	12,626 억원
발행주식수(보통주)	3,275 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.6 만주
평균거래대금(60 일)	33 억원
외국인지분(보통주)	14.26%
주요주주	
이준호 외 16인	56.80%
국민연금공단	7.81%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	37.2	87.3
상대주가	-1.8	-15.5	-21.9



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q26 Preview: 매출 & 영업이익 컨센서스 부합 예상

1Q26 매출은 6,488억원(YoY +8.1%), 영업이익은 322억원(YoY +16.4%)을 기록, 컨센서스(매출 6,405억원, 영익 325억원) 부합 예상. 게임 매출은 26년 2월부터 적용된 웹보드 월 결제 한도 상향 영향과 'DISSIDIA DUELLUM FINAL FANTASY'(3월 24일 출시) 매출 일부 반영으로 1,366억원(YoY +14.2%) 전망. 결제 매출은 기존 국내/해외 가맹점 고른 거래액 증가와 전분기 유통업종 신규 가맹점 확보로 인한 NHN KCP 매출 성장에 따라 3,232억원(YoY +11.3%), 기술 매출은 광주 국가 AI 데이터센터 GPU 매출, 민간향 AI GPU 매출 증가, 통합 메시지 플랫폼 noti피케이션 사용자 증가로 1,208억원(YoY +14.4%) 추정

영업비용은 6,166억원(+7.7%), OPM은 5.0% 기록 예상. 광고선전비는 퍼즐스타출시 마케팅 및 웹보드 마케팅 집행으로 YoY +35.3%, 지급수수료는 결제 및 커머스 비수기 영향으로 YoY +8.3%, QoQ -5.8%, 매출 대비 66.0% 예상. 인건비는 상여 반영에도 불구하고 보수적인 채용 기조로 QoQ +9.1%, YoY +1.8% 예상

투자의견 Buy 유지, 목표주가 49,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 49,000원으로 +19.5% 상향(기존 41,000원). 목표주가 상향은 주로 SOTP Valuation을 적용함에 있어 아시아 지역 데이터센터 구축 증가 및 공공 AX 확대에 따라 기존 NHN클라우드뿐 아니라 NHN테코러스(일본 MSP), NHN드레이(SaaS)를 포함한 기술 부문 전체의 가치를 인식함에 따름. 해당 가치는 1.06조원으로 기존 인식했던 7,340억원 대비 +44.6%. 동사는 GPU 확보·구축·운영 사업(2Q26부터 반영) 및 크래프톤 초거대 GPU 클러스터 사업(2H26부터 반영), 광주 AI 데이터센터 정상화, 재해 복구 사업 참여로 2026년 YoY +19.1%의 기술 매출 성장 전망

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	2,456	2,516	2,853	3,158	3,462
YoY(%)	8.2	2.4	13.4	10.7	9.6
영업이익(십억원)	-33	132	173	212	253
OP 마진(%)	-1.3	5.2	6.1	6.7	7.3
순이익(십억원)	-193	52	130	160	190
EPS(원)	-3,904	954	3,663	4,487	5,346
YoY(%)	적지	흑전	283.8	22.5	19.1
PER(배)	-4.5	30.4	10.4	8.5	7.1
PCR(배)	1.8	4.0	4.4	4.1	3.8
PBR(배)	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.1	-0.8	-0.4	-1.2	-1.7
ROE(%)	-8.6	8.6	7.9	9.0	9.8

[도표 115] NHN 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.7	648.8	702.7	724.3	777.0	2,269.6	2,456.1	2,516.3	2,852.8
성장률(YoY %)	-0.7%	0.9%	2.8%	6.5%	8.1%	16.2%	15.8%	13.3%	7.3%	8.2%	2.5%	13.4%
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	136.6	148.2	149.7	151.4	446.2	459.8	478.9	585.9
PC	45.3	43.3	41.7	44.0	47.1	47.5	48.7	48.0	162.9	173.0	174.3	191.4
모바일	74.3	71.7	76.6	82.2	89.5	100.6	101.0	103.4	283.3	286.9	304.7	394.6
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	323.2	358.6	370.9	387.0	1,065.5	1,183.7	1,272.7	1,439.7
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	120.8	125.8	135.5	167.0	236.5	243.3	460.9	549.1
기타	84.6	76.1	68.3	74.9	88.6	90.0	88.3	91.6	368.0	414.3	303.8	358.4
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.6	616.6	662.6	680.3	720.3	2,214.0	2,488.7	2,384.0	2,679.8
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.5	428.2	474.3	488.9	524.5	1,490.6	1,647.1	1,680.9	1,915.9
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	115.9	110.7	110.8	110.6	458.9	438.7	436.0	448.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	24.7	26.7	27.5	29.5	78.3	67.1	86.8	108.4
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	28.1	29.5	31.0	32.6	93.9	104.5	103.4	121.3
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.7	4.0	4.0	4.1	15.7	14.7	14.8	15.8
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	16.0	17.4	18.0	19.0	76.6	216.7	62.1	70.4
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.1	32.2	40.1	44.0	56.7	55.6	32.6	132.4	173.0
성장률(YoY %)	1.3%	-23.0%	후자전환	120.5%	16.4%	83.0%	59.3%	2.8%	42.4%	적자전환	후자전환	30.7%
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.0%	5.0%	5.7%	6.1%	7.3%	2.4%	-1.3%	5.3%	6.1%
순이익	-	0.2	11.2	18.0	21.5	31.5	41.6	35.9	23.1	185.2	57.7	130.4
NPM(%)	0.0%	1.9%	2.9%	4.2%	3.3%	4.5%	5.7%	4.6%	-1.0%	-7.5%	2.3%	4.6%

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[도표 116] NHN Valuation Table

부문	단위	25F	가치 산정	비고
게임 부문 가치	십억원		363	
	십억원	26F 게임 NOPLAT	41.0	영업이익률 10%, 법인세율 30% 가정
	배	target PER	8.9	글로벌 게임사 peer 26F PER 평균 50% 할인
기술 부문 가치	십억원		1,061	
	십억원	26F 기술 매출	549.1	NHN클라우드, NHN테크코스, NHN두레이 등 통합
	배	target PSR	2.8	글로벌 게임사 peer 26F PSR 평균 50% 할인
		할인율	30%	자회사 30% 할인
자산 가치			180	
페이코 가치	십억원	부문 가치	40	
	십억원	기업 가치	209	페이코 26년 매출 추정치 및 간편결제 global peer PSR 적용
	%	지분율	48%	
	%	할인율	60%	자회사 및 NHN KCP 가치 반영 할인 60% 적용
NHN KCP	십억원	지분 가치	140	
	십억원	시가총액	659	
	%	지분율	42.6%	
	%	할인율	50%	상장자회사 50% 할인
적정시가총액	십억원		1,604	
발행주식수	천 주		32,753	
적정주가	원		48,971	
목표주가	원		49,000	
현재주가	원		38,550	
상승여력	%		27.1%	

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

[NHN 181710]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,853	3,158	3,462
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,456	2,516	2,853	3,158	3,462
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,489	2,384	2,680	2,946	3,209
영업이익	-33	132	173	212	253
영업이익률 (%)	-1.3	5.3	6.1	6.7	7.3
EBITDA	72	236	258	284	313
EBITDA Margin (%)	2.9	9.4	9.0	9.0	9.1
영업외손익	-97	-1	1	1	1
관계기업손익	-11	-5	-7	-7	-7
금융수익	92	75	75	75	75
금융비용	-69	-51	-51	-51	-51
기타	-109	-21	-16	-16	-16
법인세비용차감전순이익	-130	131	174	213	254
법인세비용	63	79	43	53	63
계속사업순이익	-193	52	130	160	190
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	130	160	190
당기순이익률 (%)	-7.8	2.1	4.6	5.1	5.5
비지배지분순이익	-60	20	10	13	15
지배지분순이익	-133	32	120	147	175
지배순이익률 (%)	-5.4	1.3	4.2	4.7	5.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-5	-1	-1	-1
포괄순이익	-180	47	130	159	190
비지배지분포괄이익	-59	17	10	13	15
지배지분포괄이익	-121	29	119	146	174

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	47	374	223	242	261
당기순이익	-193	52	130	160	190
비현금항목의 가감	468	211	163	158	155
감가상각비	86	86	72	60	50
외환손익	-3	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	7	7	7
기타	385	124	83	90	98
자산부채의 증감	-168	163	-25	-22	-22
기타현금흐름	-61	-52	-45	-54	-63
투자활동 현금흐름	-50	13	-15	-16	-17
투자자산	44	48	-6	-6	-6
유형자산	-48	-61	0	0	0
기타	-46	25	-8	-9	-10
재무활동 현금흐름	-149	554	582	608	608
단기차입금	6	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0	0
현금배당	-21	-18	-15	-15	-15
기타	-153	553	579	605	605
현금의 증감	-150	942	242	268	276
기초 현금	772	622	1,564	1,806	2,074
기말 현금	622	1,564	1,806	2,074	2,350
NOPLAT	-48	52	130	159	190
FCF	-160	258	190	209	228

자료: NHN, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,387	2,621	2,880
현금및현금성자산	622	1,564	1,806	2,074	2,350
매출채권 및 기타채권	516	407	358	332	321
재고자산	49	26	29	32	36
기타유동자산	232	206	194	183	173
비유동자산	1,774	1,649	1,565	1,495	1,439
유형자산	701	685	613	553	502
관계기업투자금	163	170	177	183	190
기타금융자산	311	294	294	294	294
기타비유동자산	599	501	481	466	454
자산총계	3,193	3,851	3,952	4,117	4,319
유동부채	878	1,545	1,527	1,537	1,549
매입채무 및 기타채무	648	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	65	51	65	79	94
유동성채무	31	29	2	2	2
기타유동부채	134	110	104	100	97
비유동부채	549	536	528	523	521
차입금	176	153	158	162	167
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	374	383	370	360	354
부채총계	1,428	2,081	2,055	2,060	2,069
지배지분	1,451	1,463	1,568	1,699	1,859
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	734	866	1,026
기타자본변동	-133	-112	-112	-112	-112
비지배지분	314	308	330	357	391
자본총계	1,765	1,771	1,897	2,057	2,250
총차입금	326	271	252	263	276

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-3,904	954	3,663	4,487	5,346
PER	-4.5	30.4	10.4	8.5	7.1
BPS	42,986	44,671	47,864	51,880	56,756
PBR	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	2,117	7,014	7,883	8,667	9,568
EV/EBITDA	6.1	-0.8	-0.4	-1.2	-1.7
SPS	72,355	74,833	87,101	96,423	105,710
PSR	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	-4,700	7,679	5,802	6,368	6,961
DPS	500	500	500	500	500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	8.2	2.4	13.4	10.7	9.6
영업이익 증가율	적전	흑전	30.7	22.6	19.2
순이익 증가율	적지	흑전	151.3	22.5	19.1
수익성					
ROIC	-5.1	10.8	-1,319.1	-129.9	-93.0
ROA	-4.0	0.9	3.1	3.6	4.2
ROE	-8.6	2.2	7.9	9.0	9.8
안정성					
부채비율	80.9	117.5	108.3	100.2	92.0
순차입금비율	10.2	7.0	6.4	6.4	6.4
이자보상배율	-1.1	5.1	6.9	7.9	8.8

Company Analysis

NHN KCP 060250

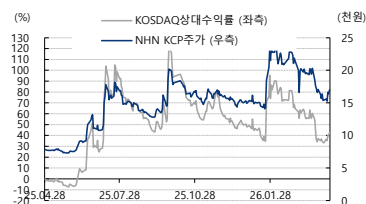
Apr 14, 2026

에이전트 결제를 통한 새로운 성장 기대

Buy 유지
TP 20,000 원 상향

Company Data	
현재가(04/13)	16,640 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	23,800 원
52 주 최저가(보통주)	7,330 원
KOSPI (04/13)	5,808.62p
KOSDAQ (04/13)	1,099.84p
자본금	201 억원
시가총액	6,683 억원
발행주식수(보통주)	4,016 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	86.3 만주
평균거래대금(60 일)	150 억원
외국인지분(보통주)	6.75%
주요주주	
엔에이치엔페이코 외 6인	42.77%

Price & Relative Performance



추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.7	-7.5	123.1
상대주가	-12.3	-27.3	39.1



인터넷/게임 김동우
3771-9249,
20210135@iprovest.com

1Q26 Preview: 영업이익 컨센서스 부합 전망

NHN KCP 1Q26 PG 총 거래대금 13.8조원(YoY +16.1%), 매출은 3,297억(YoY +17.3%), 영업이익은 124억원(YoY +14.1%, OPM 3.8%)로 컨센서스(매출 3,149억원, 영업이익 123억원)에 부합할 것으로 전망. 1) 수입차 등 대형 가맹점들의 견조한 성장 지속되는 가운데 2) 유통, 배달 등 가맹점 런칭 효과 반영, 3) 클라우드 마켓플레이스의 거래액 확대에 따라 전분기에 이어 견조한 외형 성장을 기록했을 것으로 전망. 카드거래 위주 가맹점 증가로 GPM은 QoQ -0.4%p 축소 예상하며, 판관비는 정기 상여금 반영에 따라 180억원 기록 추정.

2Q26 수입차, 유통 카테고리 대형 가맹점 런칭하고, 클라우드 마켓플레이스 거래액 지속 증가로 온라인결제 사업의 견조한 성장은 지속될 것으로 전망. 2026년 매출 1,42조 원(YoY +14.7%), 영업이익 609억원(YoY +11.4%, OPM 4.3%) 전망.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 20,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 20,000원으로 +25.0% 상향(종전 16,000원). 목표주가 상향은 1) 기존 가맹점의 견조한 거래대금 추이와 신규 대형 가맹점 효과를 반영해 2026년 지배순이익 추정치를 523억원으로 +13.7% 상향하고(종전 460억원), 2) AI 에이전트 결제 참여를 통한 신규 성장 동력 마련 기대감에 따라 target PER를 2022년 종가 및 EPS 기준 PER인 15.4배로 상향(기존 13.9배)함에 따름.

동사는 에이전트 결제에 있어서 Google의 에이전트 결제 표준 AP2의 협력사로 채택되며 한국 결제 생태계에서의 PSP/정산 인프라 사업자로서 가능하려는 방향성을 보임. 블록체인에 있어서는 계열사인 NHN 클라우드가 Avalanche 개발사 Ava Labs 및 블록체인 MSP 기업 블로코와 블록체인 기술 협력 및 생태계 확장 MOU를 체결한 바가 있어, 그룹사 협력에 기반한 Avalanche 블록체인 솔루션을 포함한 AI 에이전트 결제 정산 인프라 구축도 가능할 것으로 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
매출액(십억원)	1,105	1,235	1,416	1,603	1,794
YoY(%)	13.7	11.7	14.7	13.2	11.9
영업이익(십억원)	44	55	61	71	82
OP 마진(%)	4.0	4.5	4.3	4.4	4.6
순이익(십억원)	45	46	53	61	69
EPS(원)	1,126	1,128	1,308	1,500	1,699
YoY(%)	28.1	0.2	15.9	14.7	13.3
PER(배)	6.3	13.2	13.0	11.3	10.0
PCR(배)	4.9	9.4	9.2	8.2	7.3
PBR(배)	1.1	2.0	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA(배)	1.2	3.0	3.3	2.3	1.4
ROE(%)	18.7	16.3	16.6	16.6	16.3

[도표 117] NHN KCP 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F
매출액	281.1	300.7	317.5	335.6	329.7	348.6	360.9	377.0	972.0	1,105.3	1,234.9	1,416.2
성장률(YoY %)	4.8%	9.0%	16.5%	16.2%	17.3%	15.9%	13.7%	12.3%	18.1%	13.7%	11.7%	14.7%
온라인결제	251.6	269.5	285.3	303.7	299.8	315.0	326.7	342.2	909.2	1,034.0	1,110.1	1,283.6
오프라인 VAN	25.9	27.4	28.3	28.1	25.9	29.4	30.0	30.4	45.1	56.1	109.7	115.7
프로젝트	3.6	3.8	3.9	3.9	3.9	4.2	4.3	4.5	17.7	15.2	15.1	16.9
매출원가	253.4	272.9	284.5	303.3	299.2	315.7	326.9	341.6	879.6	1,006.9	1,114.1	1,283.4
매출총이익	27.7	27.8	33.0	32.4	30.5	32.9	34.0	35.4	92.4	98.5	120.8	132.8
성장률(YoY %)	13.4%	18.6%	40.4%	19.2%	10.2%	18.4%	3.1%	9.4%	2.1%	6.6%	22.7%	9.9%
GPM(%)	9.8%	9.2%	10.4%	9.6%	9.2%	9.4%	9.4%	9.4%	9.5%	8.9%	9.8%	9.4%
판매관리비	16.7	15.4	17.2	16.7	18.0	17.1	18.7	18.0	50.4	54.7	66.1	71.9
인건비	11.7	10.7	12.2	11.5	12.5	11.5	12.8	11.8	32.3	37.4	46.1	48.6
기타	5.0	4.7	5.3	6.0	5.5	5.7	5.9	6.2	18.1	17.3	21.1	23.3
영업이익	10.9	12.4	15.8	15.6	12.4	15.8	15.3	17.4	42.0	43.8	54.7	60.9
성장률(YoY %)	-2.3%	6.2%	79.4%	28.5%	14.1%	27.5%	-3.1%	11.4%	-5.2%	4.3%	24.9%	11.4%
OPM(%)	3.9%	4.1%	5.0%	4.7%	3.8%	4.5%	4.2%	4.6%	4.3%	4.0%	4.4%	4.3%
당기순이익	9.9	9.5	13.8	12.5	11.5	12.6	14.0	14.7	35.2	45.3	45.8	52.8
NPM(%)	3.5%	3.2%	4.3%	3.7%	3.5%	3.6%	3.9%	3.9%	3.6%	4.1%	3.7%	3.7%

자료: NHN KCP, 교보증권 리서치센터.

[도표 118] Google AP2 협력사로 채택된 NHN KCP



자료: Google, 교보증권 리서치센터

[도표 119] NHN 클라우드 - Avalanche 블록체인 기술 협력



오후 7:00 · 2025년 6월 19일 · 3.1만 조회수

자료: Ava Labs, 교보증권 리서치센터.

[도표 120] NHN KCP Valuation Table

(단위: 억원, 배, 주)

항목	가치산정	비고
2026 추정 지배지분순이익	522.8	
target PER	15.4	2022년 EPS 기준 PER(22년 마지막 종가 기준)
적정 시가총액	8,051	
발행주식수	40,160,611	
적정주가	20,047	
목표주가	20,000	
현재주가	16,640	
상승여력	20.2%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NHN KCP 060250]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,105	1,235	1,416	1,603	1,794
매출원가	1,007	1,114	1,283	1,453	1,625
매출총이익	98	121	133	151	169
매출총이익률 (%)	8.9	9.8	9.4	9.4	9.4
판매비와관리비	55	66	72	80	87
영업이익	44	55	61	71	82
영업이익률 (%)	4.0	4.4	4.3	4.4	4.5
EBITDA	48	61	68	78	89
EBITDA Margin (%)	4.4	5.0	4.8	4.9	5.0
영업외손익	15	7	7	7	7
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	12	9	9	9	9
금융비용	0	-1	-1	-1	-1
기타	3	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	59	61	68	78	88
법인세비용	14	15	15	17	19
계속사업순이익	45	46	53	61	69
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	46	53	61	69
당기순이익률 (%)	4.1	3.7	3.7	3.8	3.8
비지배지분순이익	0	0	1	1	1
지배지분순이익	45	45	53	60	68
지배지분이익률 (%)	4.1	3.7	3.7	3.8	3.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	44	47	54	62	70
비지배지분포괄이익	0	0	1	1	1
지배지분포괄이익	44	47	54	61	69

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	-61	200	203	211	219
당기순이익	45	46	53	61	69
비현금항목의 가감	13	19	22	24	25
감가상각비	4	5	5	6	6
외환손익	-1	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	-1	0	0	0	0
기타	11	13	17	18	19
자산부채의 증감	-116	143	140	140	140
기타현금흐름	-3	-7	-13	-14	-15
투자활동 현금흐름	-27	28	3	-2	-5
투자자산	1	6	0	0	0
유형자산	-2	-5	-8	-8	-8
기타	-26	27	12	6	3
재무활동 현금흐름	-8	-13	39	-11	-11
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-8	-4	-9	-9	-9
기타	0	-9	49	-1	-1
현금의 증감	-95	216	107	58	63
기초 현금	255	159	375	482	540
기말 현금	159	375	482	540	603
NOPLAT	34	41	48	56	64
FCF	-80	186	187	195	203

자료: NHN KCP, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	480	578	671	723	783
현금및현금성자산	159	375	482	540	603
매출채권 및 기타채권	35	35	39	42	45
재고자산	5	3	4	4	5
기타유동자산	280	165	147	137	131
비유동자산	90	81	83	84	86
유형자산	34	34	37	39	41
관계기업투자금	1	2	2	3	4
기타금융투자자산	19	12	12	12	12
기타비유동자산	36	33	31	30	29
자산총계	570	660	754	808	869
유동부채	298	354	406	408	410
매입채무 및 기타채무	286	340	342	344	346
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	50	50	50
기타유동부채	11	14	14	14	14
비유동부채	8	5	4	3	3
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	5	4	3	3
부채총계	305	359	410	411	413
지배지분	260	295	338	388	447
자본금	20	20	20	20	20
자본잉여금	40	40	40	40	40
이익잉여금	244	287	330	381	440
기타자본변동	-45	-52	-52	-52	-52
비지배지분	5	6	7	8	9
자본총계	265	301	345	397	457
총차입금	2	1	51	50	50

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	1,126	1,128	1,308	1,500	1,699
PER	6.3	13.2	13.0	11.3	10.0
BPS	6,467	7,335	8,408	9,673	11,137
PBR	1.1	2.0	2.0	1.8	1.5
EBITDAPS	1,204	1,526	1,694	1,949	2,212
EV/EBITDA	1.2	3.0	3.3	2.3	1.4
SPS	27,523	30,749	35,263	39,923	44,672
PSR	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4
CFPS	-1,984	4,622	4,645	4,845	5,050
DPS	100	250	250	250	250

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	13.7	11.7	14.7	13.2	11.9
영업이익 증가율	4.3	24.9	11.9	16.3	14.5
순이익 증가율	28.5	1.2	15.9	14.7	13.3
수익성					
ROIC	-49.9	-52.3	-31.6	-37.5	-43.8
ROA	8.3	7.4	7.4	7.7	8.1
ROE	18.7	16.3	16.6	16.6	16.3
안정성					
부채비율	115.1	119.4	118.9	103.7	90.4
순차입금비율	0.4	0.2	6.7	6.2	5.8
이자보상배율	515.6	362.5	8.8	10.2	11.7

LG CNS 최근 2년간 목표주가 변동추이



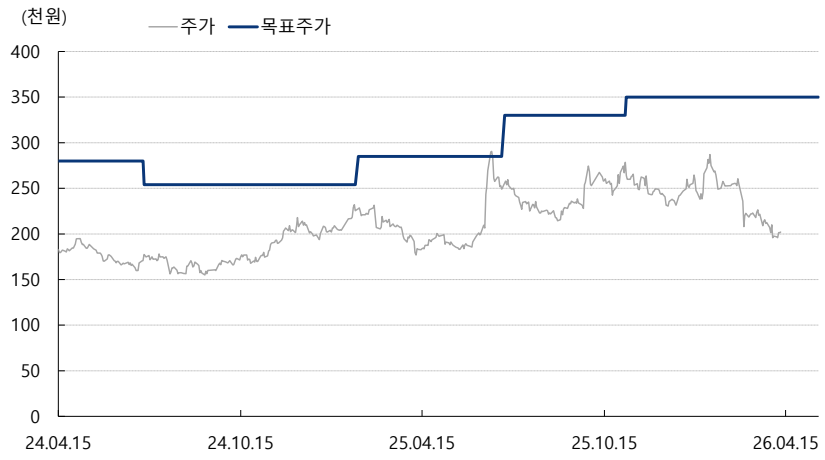
삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



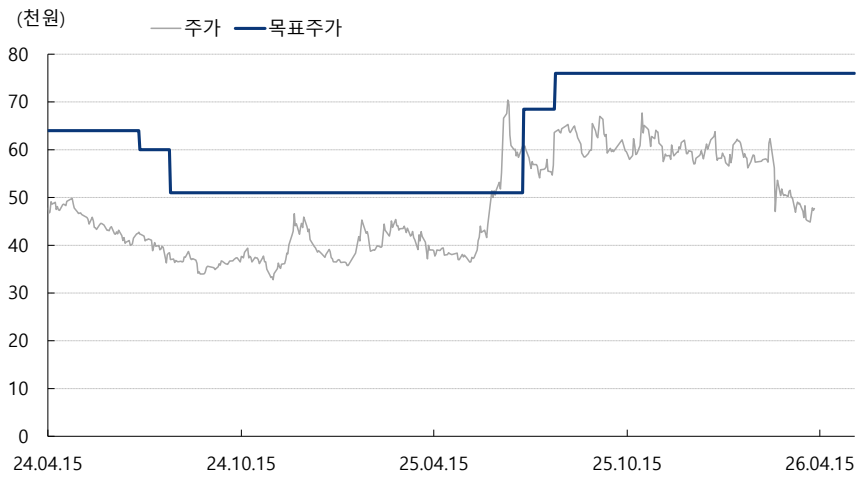
롯데이노베이트 최근 2년간 목표주가 변동추이



NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



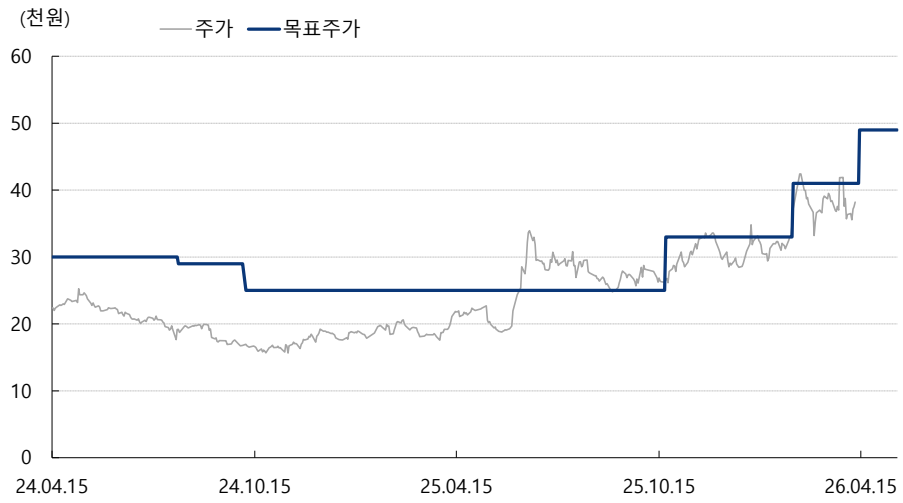
카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



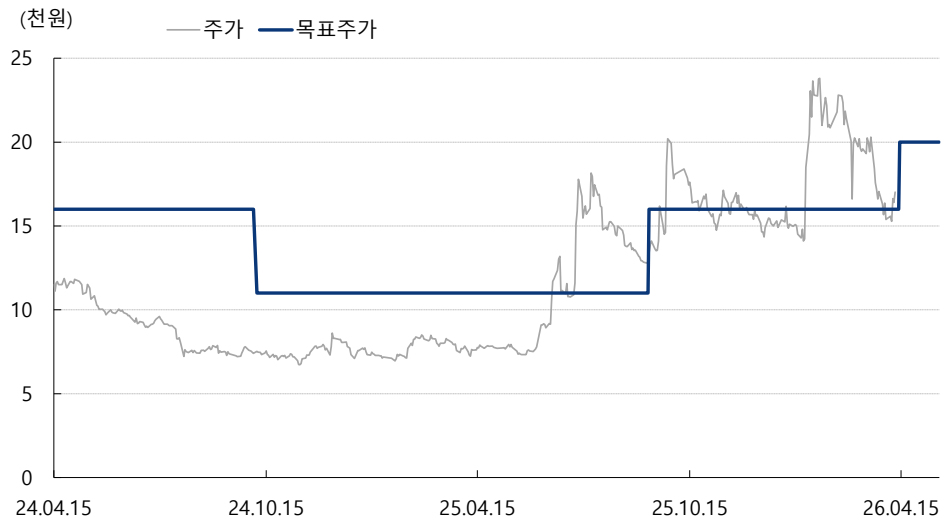
카카오페이 최근 2년간 목표주가 변동추이



NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



NHNKCP 최근 2년간 목표주가 변동추이



LGCNS 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.04.14	매수	89,000							

자료: 교보증권 리서치센터

삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.04.14	매수	200,000							

자료: 교보증권 리서치센터

롯데이노베이트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2026.04.14	매수	26,000							

자료: 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.16	매수	280,000	(52.7)	(43.9)	2025.08.11	매수	330,000	(39.9)	(20.2)
2024.05.07	매수	280,000	(60.7)	(43.7)	2025.10.21	매수	330,000	(27.3)	(18.5)
2024.07.10	매수	254,000	(48.4)	(42.7)	2025.11.06	매수	350,000	(40.3)	(31.8)
2024.08.12	매수	254,000	(56.0)	(48.6)	2026.01.15	매수	350,000	(34.4)	(22.0)
2024.10.07	매수	254,000	(46.9)	(41.3)	2026.02.09	매수	350,000	(55.5)	(34.4)
2024.11.11	매수	254,000	(26.5)	(16.5)	2026.04.14	매수	350,000		
2025.01.16	매수	254,000	(18.9)	(9.5)					
2025.02.10	매수	285,000	(31.1)	(23.1)					
2025.03.25	매수	285,000	(48.5)	(37.3)					
2025.05.12	매수	285,000	(52.8)	(13.6)					
2025.07.07	매수	330,000	(37.4)	(27.2)					

자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.16	매수	64,000	(32.4)	(28.5)	2025.09.24	매수	76,000	(26.3)	(20.3)
2024.05.10	매수	64,000	(48.0)	(36.8)	2025.10.21	매수	76,000	(21.3)	(12.3)
2024.07.11	매수	60,000	(50.1)	(41.7)	2025.11.10	매수	76,000	(27.1)	(18.6)
2024.08.09	매수	51,000	(41.0)	(31.8)	2026.01.20	매수	76,000	(28.0)	(22.2)
2024.10.07	매수	51,000	(32.8)	(9.4)	2026.02.13	매수	76,000	(48.6)	(22.0)
2025.01.16	매수	51,000	(28.3)	(12.6)	2026.04.14	매수	76,000		
2025.02.14	매수	51,000	(27.9)	(18.9)					
2025.03.25	매수	51,000	(29.0)	(18.9)					
2025.05.09	매수	51,000	(2.5)	27.6					
2025.07.09	매수	68,500	(19.8)	(7.7)					
2025.08.08	매수	76,000	(20.8)	(13.4)					

자료: 교보증권 리서치센터

카카오페이 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.08	Trading Buy	60,000	(119.3)	(66.9)					
2024.10.07	Trading Buy	31,000	(26.8)	(19.2)					
2024.11.06	Trading Buy	31,000	(17.4)	7.3					
2025.02.05	Trading Buy	33,000	(6.7)	(5.2)					
2025.05.08	Trading Buy	35,000	39.3	62.7					
2025.08.06	Trading Buy	76,000	(35.2)	(12.6)					
2025.11.05	Trading Buy	76,000	(45.2)	(7.2)					
2026.02.06	Trading Buy	76,000	(30.1)	(11.3)					
2026.04.14	Trading Buy	76,000							

자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)					
2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)					
2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)					
2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)					
2025.02.17	매수	25,000	(35.7)	2.8					
2025.10.21	매수	33,000	(16.1)	(7.3)					
2025.11.11	매수	33,000	(4.9)	5.7					
2026.02.13	매수	41,000	(7.8)	3.3					
2026.04.14	매수	49,000							

자료: 교보증권 리서치센터

NHN KCP 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.05.20	매수	16,000	(85.0)	(47.6)					
2024.10.07	매수	11,000	(44.2)	(27.8)					
2025.04.29	매수	11,000	8.2	39.4					
2025.09.10	매수	16,000	(7.3)	32.8					
2026.04.14	매수	20,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

 기준일자_2026.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	2.7%	1.4%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 약화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하