

2025-03-18

인터넷(비중확대)

AI, 지치지시간 없이 달려!

SK증권 인터넷/게임, 남효지



인터넷

AI, 지 chill 시간 없이 달려!

SK증권 리서치센터


Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

글로벌 사례를 통해 상상해보는 네카오의 AI 서비스

네이버, 카카오는 올해부터 본격적으로 AI 서비스들을 공개한다. AI 투자의 절대 규모 측면에서는 글로벌 빅테크와 비교하기 어렵지만 매출액대비 R&D 비용의 비중을 비교해보면 네이버 18.2%, 카카오 18.6% 로 빅테크 평균 14.1%대비 높다.

네이버와 카카오는 핵심 사업에서 압도적인 점유율을 가지며 국내 유저들에 대한 방대한 데이터를 보유하고 있어, 이를 기반으로 한 K-AI 서비스를 잘 구현할 수 있을 것이다. 아직까지 구체적인 정보 공개가 제한적인 가운데, 글로벌 빅테크들의 서비스 단에서의 AI 적용 사례를 통해 국내 플랫폼들의 AI 서비스들이 어떻게 전개될지 가늠해보았다.

네이버, 생각보다 큰 커머스 수수료 개편 효과

네이버는 커머스에서의 AI 도입 성과가 나타나기 시작할 것이다. 3/12 AI 기반 개인 맞춤형 쇼핑 서비스 '네이버 플러스스토어'를 별도 앱으로 출시했다. 이와 함께 6/2 부터 수수료를 개편을 발표, blended take rate 은 약 1%p 상승 효과가 기대된다. 작년 온플랫폼 상품 거래액은 약 31 조원 수준으로 추정, 수수료를 개편에 따른 매출 증가 효과는 하반기 약 1,600 억원 수준으로 예상된다. 배송 경쟁력 강화에 따른 카테고리 확장 효과까지 감안한다면 온플랫폼 거래액 증가 속도는 작년보다 더욱 가팔라지며 25E +10.0%, 26E +12.4%로 전망한다. 기존 추정치대비 커머스 매출을 상향(25E +6.3%, 26E +12.7%)하며 목표주가를 30 만원으로 상향한다. 작년 낮은 거래액 성장률에 대한 우려로 주가 퍼포먼스는 저조했으나 올해 거래액 성장을 두 자리 수 회복으로 주가는 점진적 우상향세를 보일 것으로 기대된다.

카카오, 웰메이드 AI 서비스 구현이 올해 가장 큰 과제

연내 'AI 메이트', '카나나', AI agent 의 공개를 앞두고 있다. 그 중 가장 기대가 높은 것은 OpenAI 와의 협력을 통해 개발되는 한국형 AI agent 이다. 유사한 사례로는 알리바바와 Meta 의 AI 서비스가 있다. 알리바바는 별도 AI 앱을 통해 그룹 생태계 내 금융, 쇼핑, 지도, 물류 서비스를 연계했다는 점과 유사하고, Meta 와는 메신저에 개인화된 디지털 비서를 적용해 브랜드-소비자간 소통을 원활하게 한다는 점에서 유사하다고 볼 수 있다. 올해 공개되는 다양한 서비스들을 통해 앱 체류시간 증가에 성공한다면 그 동안 카카오가 받아왔던 challenge 가 해소될 것이다.

Contents

1. NAVER: 자체 모델 기반 On-Service AI 전략	5
(1) 검색과 광고	6
(2) 커머스	10
2. 카카오: 빅테크와 협력 통해 AI 대중화	20
(1) AI 서비스	21
(2) 글로벌 AI agent 사례	27
3. 종목 분석	
NAVER	35
카카오	42

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 09일 기준)

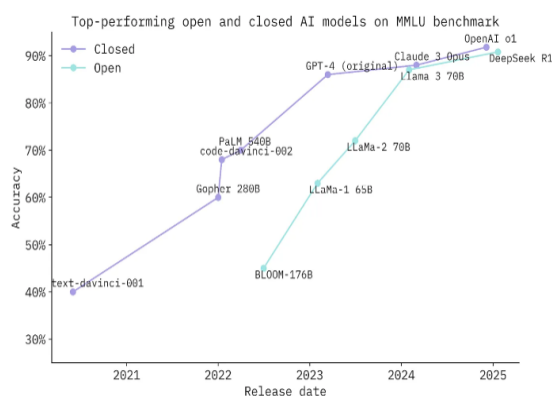
매수	93.18	중립	6.82	매도	0.00
----	-------	----	------	----	------

AI 서비스가 점점 중요해진다

AI 기술의 빠른 발전은 산업 전반에 걸쳐 수십년에 한 번 나올까 말까 한 산업 전환의 기회를 제공하고 있다. 고성능 모델의 개발로 검색, 데이터 분석, 콘텐츠 생성 등 다양한 응용 사례가 확장되며 새로운 비즈니스 기회를 창출하고 있다. 연초 Deepseek의 공개는 후발주자가 빠르게 모델의 성능 격차를 좁히며 AI 기술이 높은 수준에서 수렴되고 있음을 방증했다. 이제는 단순히 모델 성능 향상이 아닌 AI를 실제 서비스에 효과적으로 적용해 고객 가치를 창출하는 것이 중요해지고 있다. 기업들은 비용 효율적인 모델을 선택해 핵심 사업의 경쟁력을 높일 수 있게 되었다.

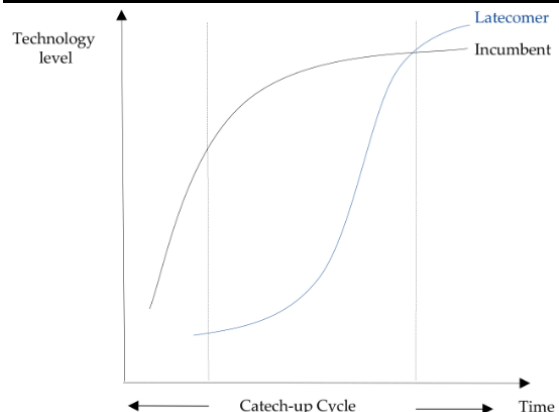
빅테크 기업들은 AI 기술 개발에 막대한 금액을 투자하고 있고, 이미 서비스 단에서 그 효과를 입증하고 있다. 국내 기업들도 AI 기술 고도화와 신규 서비스 개발을 위해 적극적인 투자를 전개하고 있다. 당연히 절대 금액 측면에서는 글로벌 빅테크 기업들과 비교하기 어렵지만, R&D 비용의 매출액대비 비중을 비교해보면 25E 네이버 18.2%, 카카오 18.6% 수준으로 빅테크(구글 14.4%, MS 11.2%, 아마존 12.9%, 메타 23.9%)들의 평균 수준인 14.1% 대비 높은 편이다.

빠르게 간극이 좁혀지고 있는 AI 모델들의 성능 차이



자료: epoch.ai, SK 증권

후속주자의 catch-up 사이클

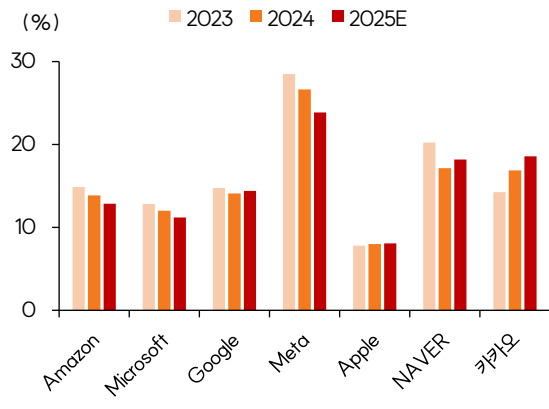


자료: MDPI, SK 증권

네이버, 카카오는 서비스 전반에 AI 를 확대 적용하며 올해가 AI 에 따른 서비스의 본격적인 수익화가 시작될 것이다. 먼저 네이버는 3/12 '네이버플러스스토어' 출시를 시작으로 Ad Voost, AI 브리핑 등 연중으로 핵심 사업인 검색, 광고, 커머스에 AI 적용을 확대해나간다. 카카오는 AI 메이트(쇼핑, 로컬 등), 카나나, OpenAI 와 협업을 통해 한국형 AI agent 를 개발 중이다.

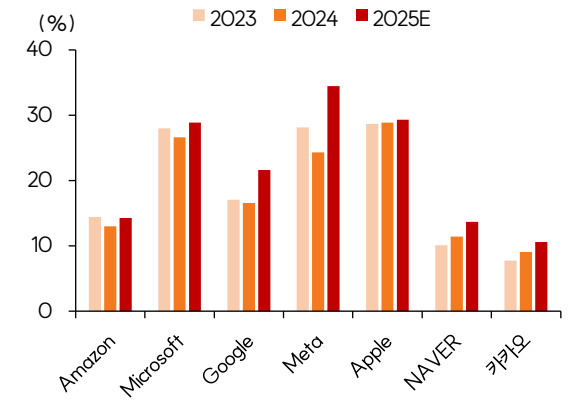
네이버와 카카오가 AI 서비스에서 강점을 가질 수 있는 부분은 그 동안 각자의 핵심 사업부문인 검색 엔진과 메신저에서 국내에서 압도적인 지위를 가지며 국내 유저들에 대한 방대한 데이터를 보유하고 있어 이를 기반으로 한 국내 특화, K-AI 를 잘 구현해낼 수 있을 것이다.

매출액대비 R&D expense 비중 비교



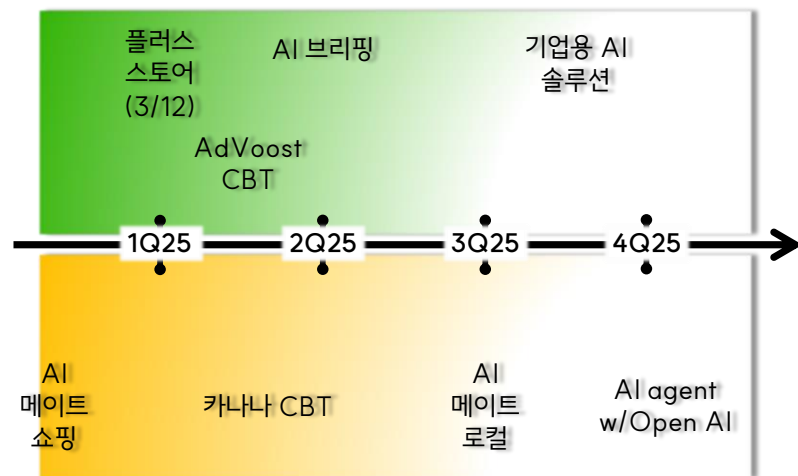
자료: Bloomberg, SK 증권

매출액대비 CAPEX 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

네이버, 카카오 AI 서비스 현황



자료: SK 증권

주: 서비스 일정은 SK 증권 예상으로 향후 변동 가능성 有

1. NAVER: 자체 모델 기반 On-Service AI 전략

NAVER 는 AI 기술을 핵심 성장 동력으로 삼고 이를 기반으로 전사적 전략을 수립하고 생태계 전반에 AI 도입을 확대하고 있다. 자체 AI 모델을 보유하고 있고, 21년 '하이퍼클로바', 23년 '하이퍼클로바 X'를 공개했다. 지난 달 신규 업데이트를 통해 기존 모델의 40% 수준의 파라미터로 운영비용을 50% 줄여 저비용 고성능 AI 모델로 개선했다.

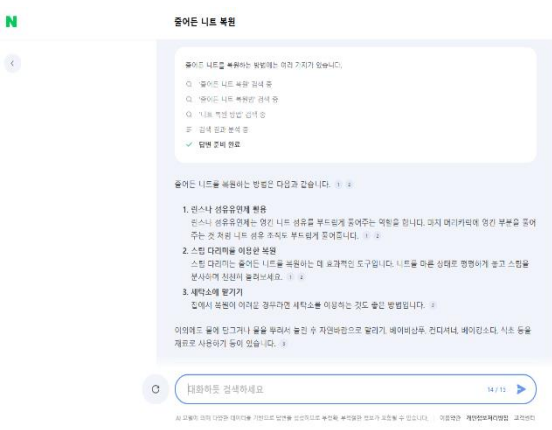
NAVER 는 서비스 전반에 AI 기술을 적용하는 'On-Service AI' 전략을 추진하고 있다. 검색, 광고, 플레이스, 쇼핑 전반에 AI 를 적용하고 상반기부터 다양한 서비스를 선보이며 사용자 경험을 개선하는 데 집중한다.

DAN24에서 On-Service AI 전략 발표



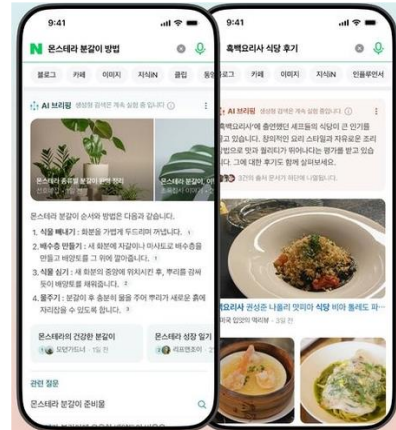
자료: 언론 보도, SK 증권

Cue 검색



자료: SK 증권

AI 브리핑 예시



자료: 언론 보도, SK 증권

(1) 검색과 광고

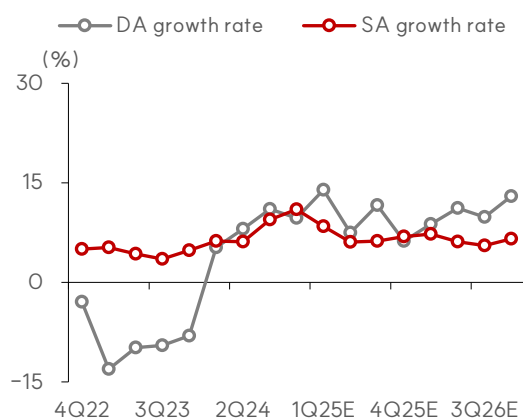
> 검색

네이버는 검색 내 생성형 AI를 적용한 'AI 브리핑'의 출시를 앞두고 있다. AI 브리핑은 HyperCLOVA X 기반으로 사용자의 검색 의도를 분석해 요약된 정보를 제공하는 서비스로, 개인화 피드, 추천 등을 결합해 답변을 제공한다. 이를 통한 검색 기능 확장을 통해 네이버 생태계 내 콘텐츠와 커머스를 연계한다. 사용자가 질문을 하면 답변을 제공하고 관련 출처를 블로그, 카페 게시글에 대한 링크를 제공한다. 쇼핑 관련 질문의 경우 상품 추천까지 이어진다. 향후 검색뿐만 아니라 향후 블로그, 카페, 커머스 등의 서비스에도 적용할 계획이다.

> 광고

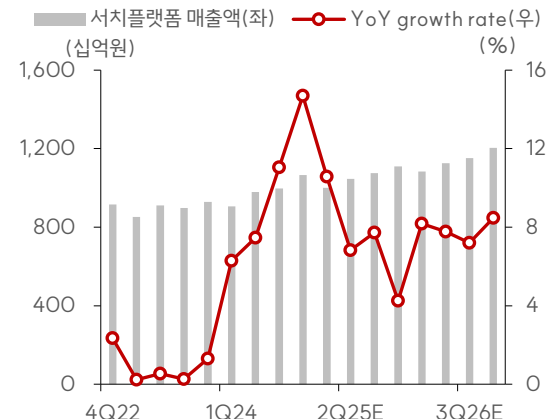
네이버는 광고 효율 개선을 위해 AI를 활용해 광고주의 광고 소재 관리와 광고 집행 운영을 돕는 플랫폼인 'ADVoost'를 구축했다. 데이터 분석을 통해 타겟팅을 고도화해 광고주는 최적화된 광고 솔루션을 활용할 수 있고, 사용자는 관련성 높은 광고를 받을 수 있다. 'ADVoost'를 홈페이지에 적용한 후 CTR은 기존대비 약 40% 증가, CPC는 28% 절감되어 최종 광고 효율이 30%이상 향상된 결과를 보였다.

네이버 SA, DA growth rate



자료: NAVER, SK 증권

네이버 서치플랫폼 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

> 구글 사례와 비교: 새로운 방식의 검색 증가

네이버의 검색/광고 사업의 변화를 구글의 사례와 비교해볼 수 있다. 구글도 작년부 터 검색 기능에 변화를 도입했다. 작년 5월 14일에 처음 공개된 AI Overview라는 기능으로 이용자의 질문에 대한 간략한 요약を提供한다. 이 기능은 Gemini 모델을 기반으로 해 간단한 요약뿐만 아니라 복잡한 질문에 대한 처리와 다단계 추론까지 가능하다. AI Overview는 이용자가 필요한 답변을 빠르고 정확하게 제공해 검색에 대한 경험과 효율성을 높인다. AI Overview는 답변에 링크를 제공해 추가적인 정보와 높은 퀄리티의 콘텐츠 제공을 위해 웹페이지로 유입 시킬 수 있다. 이를 통해 최근 AI 기반 검색 플랫폼 ChatGPT, Perplexity 등을 통한 검색 수요가 높아지고 있는데 구글도 검색 기능에 AI를 적용시켜 사용자 이탈을 방어한다.

구글은 4Q24 실적 컨퍼런스 콜에서 AI Overview 도입 후 젊은 사용자층의 검색 빈도가 높아지고 있다고 언급했다. 검색에 대한 사용자 만족도와 검색 사용량을 동시에 높이며 최근 미국에서는 모바일 환경의 AI Overview에 광고를 본격적으로 도입, 기존 검색 엔진과 유사한 수준의 수익을 내고 있다. 향후 더욱 나은 AI 모델을 도입해 멀티모달 검색을 더욱 고도화할 계획이다. 구글 렌즈, Circle to Search, Project Astra, Gemini Deep Research에서처럼 검색이 작동할 수 있는 사용 사례를 확장한다.

AI Overview 예시

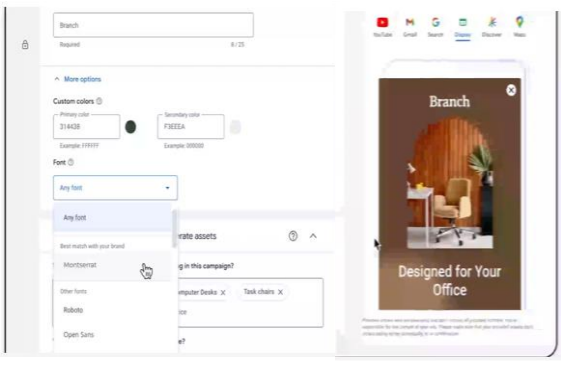
The screenshot shows a Google search result for the query "how to restore shrunken wool sweater". The AI Overview feature is prominently displayed, providing a concise summary of the solution: "To restore a shrunken wool sweater, soak it in lukewarm water with hair conditioner or baby shampoo, gently stretch it back to its original size while wet, and then air dry it flat." Below this, a detailed guide is provided, including steps for preparing the solution, soaking and stretching the sweater, and drying it. The guide also includes tips for success, such as using mild detergent and avoiding over-stretching. On the right side, there are several related search suggestions, including "How to Unshrink Wool: Restore Your Favourite Clothes", "How to Shrink and How to Unshrink Wool", and "How to save a wool garment that was shrunk in the wash". At the bottom, there is a user comment from Reddit stating, "I did a dumb thing & shrank an incredibly nice wool... My more drastic solution is to get the sweater wet and force dry it with an iron by pulling both the iron across the fabric AND the fabric as..."

자료: Google, SK 증권

구글은 Gemini 기반 AI 기술을 활용해 멀티모달 콘텐츠 생성 기능을 강화하며 광고 효율성을 크게 개선하고 있다. 광고 플랫폼인 Performance Max 를 통해 제품 URL 만 입력하면 다양한 광고 캠페인을 자동으로 생성하고, 실시간 A/B 테스트를 통해 최적화한다. 이를 통해 광고 제작 시간이 80% 단축되었고, 전환율은 6%p 상승하는 효과를 보였다. YouTube 에서도 AI 기반 영상 캠페인이 일반 캠페인대비 광고 지출이 17% 이상 높게 나타났다.

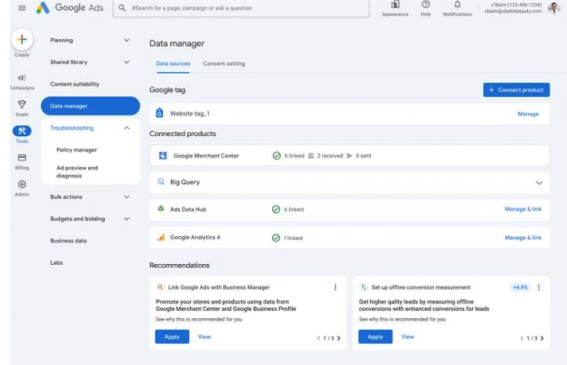
광고에 AI 도입을 통해 타겟팅 정밀도를 높이고 비용을 절감함으로써 전반적인 광고 효율성을 향상시키고 있다. 또한, 광고에서 중요한 고객과의 소통도 AI 를 활용해 효과적으로 지원하며 서비스 규모가 확대되더라도 추가 인력 없이 운영 가능하게 만들어 비용 효율성을 개선할 수 있다.

구글 광고 소재 제작 지원



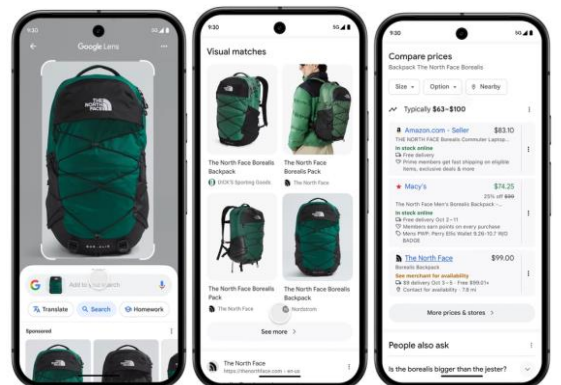
자료: Google, SK 증권

구글 Ads 데이터 관리 도구



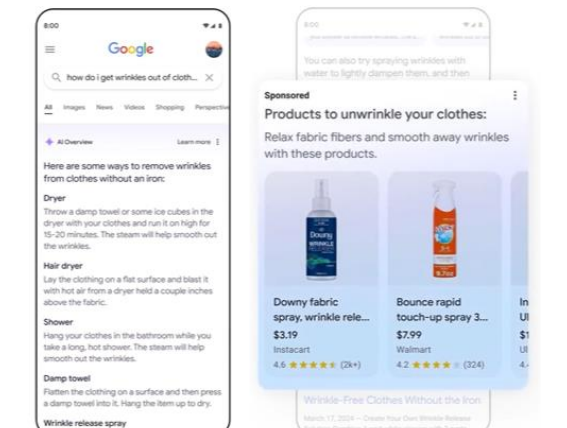
자료: Google, SK 증권

구글 렌즈 통한 검색의 20%가 쇼핑과 관련



자료: Google, SK 증권

AI Overview->제품 추천으로 쇼핑까지 연계



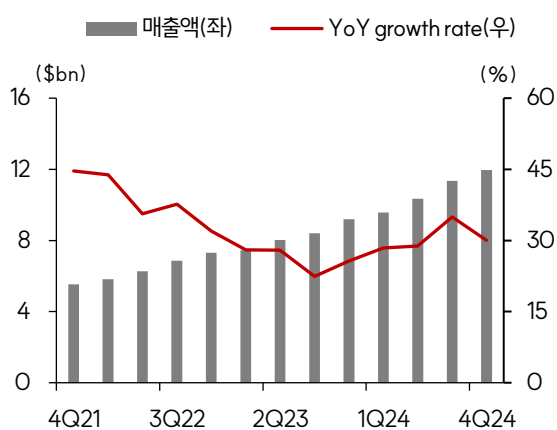
자료: Google, SK 증권

구글은 AI 기술을 활용해 쇼핑 경험도 개선하고 있다. 4Q24 에 출시된 구글 쇼핑 AI 는 쇼핑 경험을 전면적으로 개편했다. 새로운 쇼핑 페이지는 사용자의 검색 의도를 파악해 제품 정보를 간략히 요약하고 가격 비교, 추적 기능 등을 통합적으로 제공해 쇼핑 과정을 단순화하고 개인화한다. 24년 12월 미국 구글 쇼핑 DAU는 YoY +13% 증가했다.

특히 구글 렌즈는 비주얼 검색의 핵심 도구로 자리 잡고 있다. 매월 약 200 억 건 이상의 검색이 렌즈를 통해 이뤄지고, 이 중 약 20%는 쇼핑과 직접적으로 관련된 검색이다. 렌즈를 활용해 제품 사진을 찍으면 제품에 대한 정보를 확인할 수 있고 관련 상품의 리뷰 조회, 가격 비교, 구매처 등을 표시해 쇼핑 전환율을 높일 수 있다. 3Q24 에 발표한 데이터에 따르면 렌즈 검색의 약 25%가 실제 구매로 이어질 가능성이 있고, 렌즈를 통한 검색량이 증가하고 있어 수익화 측면에서 중요한 역할을 하고 있다.

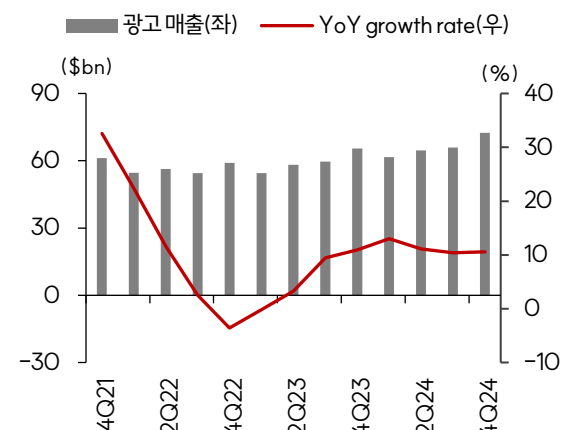
구글은 사업 전반으로 AI 의 영향력이 확대되고 있다. 특히 검색과 클라우드 실적에서 긍정적인 성과를 내고 있다. 작년 구글의 광고 매출은 광고 효율성 개선에 따라 +13.2% 증가했고, 클라우드 부문은 가파른 AI 수요로 'Vertex AI'와 같은 생성형 AI 도구에 대한 수요가 높아지며 높은 클라우드 성장률(24년 +30.6%)이 지속되고 있다.

구글의 검색광고 매출 및 성장률 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

구글 클라우드 부문 성장률

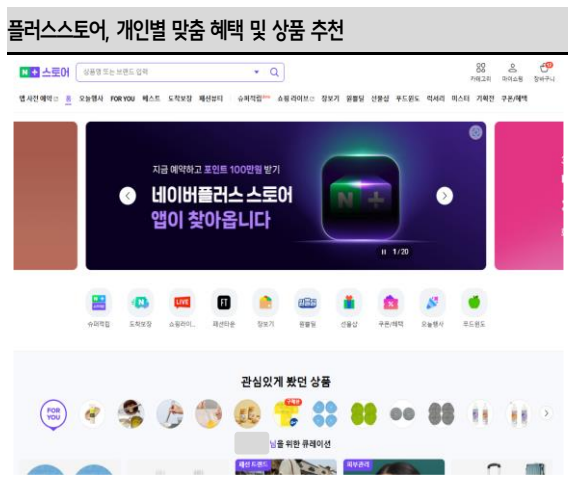


자료: Bloomberg, SK 증권

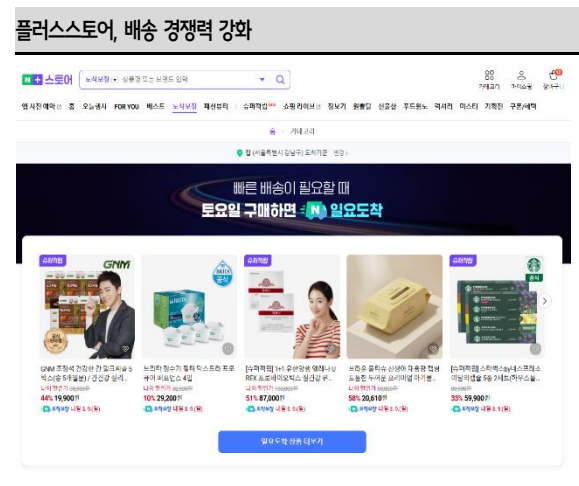
(2) 커머스

AI는 쇼핑 경험을 혁신할 수 있는 강력한 도구이다. 네이버는 3/12 AI 기반 개인 맞춤형 쇼핑 서비스 '네이버 플러스스토어'를 별도 앱으로 출시했다. 기존의 네이버 쇼핑이 목적을 가지고 검색을 통해 쇼핑으로 이어졌다면 플러스스토어를 통해 탐색/발견형 쇼핑으로 진화하는 것이 목표다. 이를 위해 생성 AI를 기반으로 사용자의 쇼핑 이력, 최근 관심사 등을 종합적으로 분석해 상품을 추천하고 그에 맞는 프로모션과 맞춤형 혜택을 제공한다. 상품 검색, 탐색, 비교, 주문, 결제, 배송, 리뷰 등 쇼핑의 모든 프로세스에 AI가 관여한다. 점차 AI를 활용하는 거래 비중이 높아짐에 따라 별도 앱으로 분리했고 더욱 고도화된 AI 기술을 적용할 계획이다.

플러스스토어의 주요 기능 중 하나는 'AI 구매 가이드'이다. 'AI 구매 가이드'를 통해 제품 구매 시 필요한 정보를 요약하고 인기 제품을 추천한다. 1분기에는 베타 버전으로 출시되고 향후 디지털/가전 카테고리부터 확장해 나간다.



자료: NAVER, SK 증권



자료: NAVER, SK 증권

네이버플러스스토어, 사용자별로 다른 홈화면 적용



자료: 언론 보도, SK 증권

이에 맞춰 6/2 부터 수수료 과금 체계도 개편된다. 그 동안 검색에 의해 이용자가 스토어에 유입되는 경우 유입수수료 1.81%를 부과했으나 별도 앱 출시 이후에는 유입 여부와 관계없이 네이버쇼핑에서 판매되는 거래액에 판매수수료를 책정하는 정책이 도입된다. 자체 마케팅을 통해 거래가 발생했을 때 스마트스토어 0.91%, 브랜드스토어 1.82%의 판매수수료가 적용되고, 플러스스토어를 통한 거래액은 스마트스토어 2.73%, 브랜드스토어 3.64%의 수수료율이 적용된다. 기존 수수료율 체계대비 레인지가 확대되며 blended take rate은 약 1%p 상승 효과가 나타난다. 그럼에도 불구하고 아직까지 대부분의 이커머스 업체대비 수수료율이 낮기 때문에 셀러 이탈은 제한적일 것으로 예상된다.

플러스스토어, 입점수수료 폐지→ 판매수수료 2% 부과

스마트스토어
수수료체계가
변경됩니다.

*2020년 6월 2일 부터 적용

올라간 쇼핑 환경이 변화함에 따라 네이버 쇼핑 서비스도 새로운 변화를 시작합니다. 네이버스토어들은 기존 '가게'라고 서비스의 카탈로그 기능을 발전시키고, 새 기반 추진 할 계획. 발전 기능을 강화한 '네이버플러스 스토어' 앱을 오는 3월 중 출시할 예정입니다.

이번 개편을 통해 판매자의 부담이 더 많은 이용자에게 노출되고, 추천 기회도 확대될 예정입니다. 이를 위해 기존 유입수수료를 폐지하고, 보다 명확한 판매수수료 체계를 적용하여, 판매자님들께 더 유리한 환경을 제공하고자 합니다.



N+ 스토어

네이버 쇼핑은 판매자의 상품에 보다 많은 네이버 이용자에게 노출될 수 있도록, 상품 전시, 추천, 탐색 영역을 강화하여 더욱 확장된 판매 기회를 제공합니다.

모든 스마트스토어 및 브랜드스토어 판매자의 상품은 기존의 '네이버 가게'로 서비스했던 예와 같이, 네이버플러스 스토어 앱에 노출될 수 있도록 강화하여 노출됩니다. 또한, 검색엔진 최적화와 제품 서비스 도구를 제공하여 기존 유입 수수료율 대비 또는 폐지되고, 물품 및 마케팅 활동에 따른 새로운 판매수수료 체계로 변경됩니다.

이
네이버 쇼핑의
유입수수료는 폐지되며,
판매수수료가 도입됩니다.

스마트스토어 (판매자 마케팅)	브랜드스토어 (판매자 마케팅)	스마트스토어 (판매자 마케팅)	브랜드스토어 (판매자 마케팅)
0.91%	1.82%	2.73%	3.64%

- 기존 네이버쇼핑 노출 연동 시 부과된 유입수수료(약 1.81%)는 폐지되며, 네이버에서 판매는 모든 거래액에 대해 스마트스토어 2.73%, 브랜드스토어 3.64%의 판매수수료가 부과됩니다. (부가가치세 제외)
- 이번 변경을 통해 모든 스토어는 네이버플러스 스토어 앱과 네이버가게(카탈로그 서비스)에 추가 노출되어 노출되며, 일부 마케팅 상품 및 솔루션 사용에는 무료화되거나 인하됩니다. (예, 쇼핑라이브, 한글집, 평가구독 등)
- 수수료율은 소수점 셋째 자리에서 올림하여 표기되었습니다.

02

판매자가 직접 마케팅을
진행할 경우,
낮은 요율의 '판매자 마케팅
수수료'가 적용됩니다.

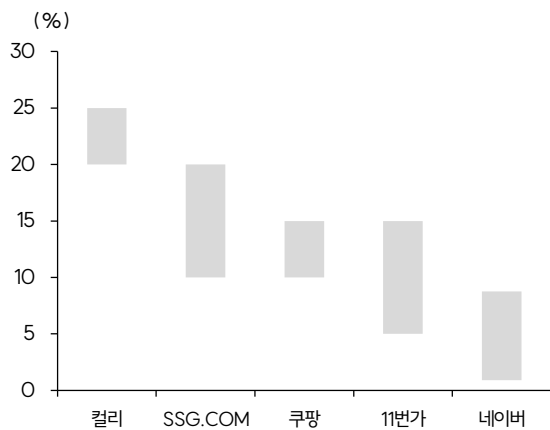
구분	예시	적용방법
네이버 내부 마케팅	쇼핑검색광고, 파워링크 등	자동
외부 마케팅	링크, 카페, SNS 등 다양한 링크 사용	판매자 수동 적용 필요

- 판매자 마케팅 수수료 적용을 통해 마케팅 비용의 부담을 줄이고, 더 많은 고객을 유입할 수 있도록 지원합니다.
- 내부에 내부 마케팅 (쇼핑광고, 파워링크 등)을 통해 스토어에 유입되는 상품 페이지에 유입되어 판매가 된 상품의 경우 저율로 낮은 수수료율이 적용됩니다.
- 외부 링크 및 물품을 활용하는 경우, 판매자센터에서 정식 마케팅 링크를 발급받아 적용할 수 있으며, 스마트스토어는 0.91%, 브랜드스토어는 1.82%의 판매수수료(MV) 제도가 적용됩니다. 자세한 사용 방법은 추후 별도 공지될 예정입니다.

자료: NAVER, SK 증권

또한 플러스스토어 출시와 함께 물류 경쟁력을 강화하여 배송 포트폴리오를 '지금배송', '새벽배송', '오늘배송', '내일배송', '휴일배송', '희망일배송' 등 고객의 니즈에 맞게 세분화한다. 기존의 '네이버도착보장'을 '네이버배송'으로 개편한다. 네이버플러스스토어 출시와 배송 경쟁력이 뒷받침되며 거래액 증가 시너지가 기대된다. '네이버배송'을 활용한 이용자 데이터를 바탕으로 배송 방식과 상품 데이터를 분석해 배송 예측력을 높인다. 멤버십과의 연계도 강화, 네이버플러스 멤버십 회원은 1만원 이상 구매시 무료 배송, 무료 반품/교환 서비스를 제공한다.

쿠팡, 쉐리, 11번가, SSG, 플러스스토어 수수료를 비교



자료: 언론 보도, SK 증권

도착보장->네이버배송으로 개편

배송 종류	특징
오늘배송	오전 0시~11시까지 상품 주문 시 오늘 도착 보장
내일배송	오전 11시~24시까지 주문 시 다음날 도착 보장
일요일배송	토요일 오전 11시~24시 주문 시 일요일 도착 보장
희망일배송	구매자가 직접 배송 희망일 지정
새벽배송(예정)	저녁 시간대 주문하면 다음날 새벽에 수취
지금배송(예정)	주문 1시간 내외로 배송

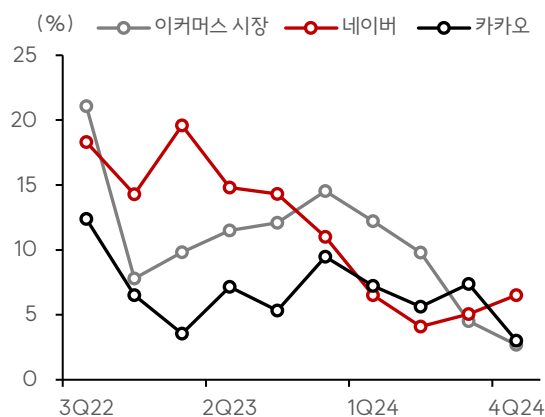
자료: 언론 취합, SK 증권

플러스스토어 출시와 함께 물류 파트너사 확충, 배송 경쟁력을 강화하며 그 동안 네이버 쇼핑이 약했던 카테고리에서의 거래액 증가도 기대해볼 수 있다.

작년 국내 이커머스 시장은 7.1% 성장했다. 경기 부진, 소비심리 악화 등 영향으로 분기별 성장률은 1Q24 12.2%→2Q24 9.8%→3Q24 4.5%→4Q24 2.7%로 낮아졌다.

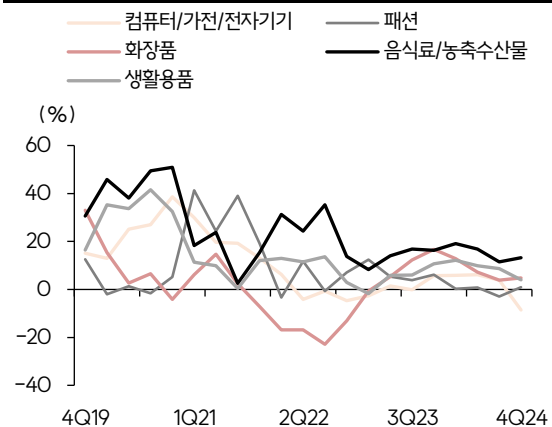
카테고리별로 나눠보면 컴퓨터/가전/전자기기 1.5%, 패션 -0.1%, 화장품 7.1%, 음식료/농축수산물 15.0%, 생활용품 8.5%로 식음료품의 성장이 전체 시장의 성장을 견인하고 있다.

국내 이커머스 시장 성장률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

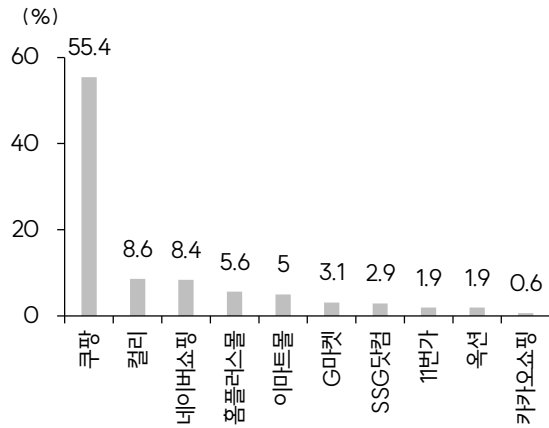
국내 이커머스 시장 카테고리별 성장률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

식음료품과 생활용품은 반복구매가 잦은 영역이고 아직 타 카테고리대비 온라인 침투율도 낮아 여전히 성장 여력이 높다. 소비자들이 식료품을 구매할 때 주로 이용하는 온라인 플랫폼은 쿠팡, 컬리, SSG 닛컴으로 이들 모두 새벽 배송을 지원한다. 식료품 구매 시 가격 외 중요한 요소로 꼽히는 것이 빠른 배송 여부이다.

주 이용 온라인 식료품 구매처



자료: opensurvey, SK 증권

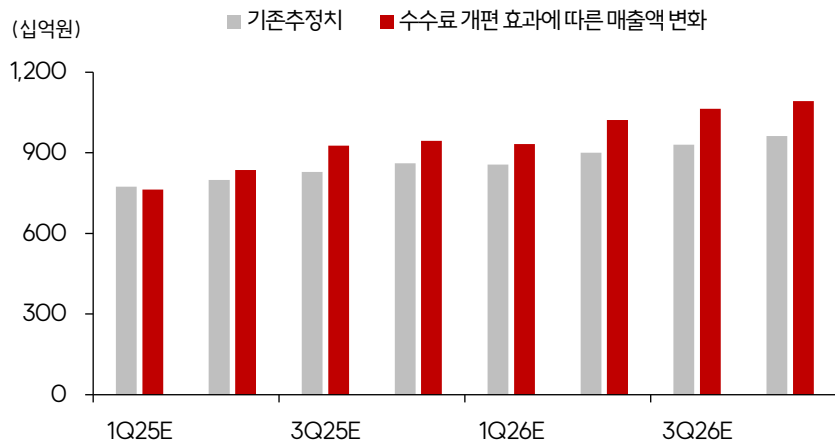
쿠팡, 네이버 주요 판매 품목, 만족 요소 비교

	쿠팡	네이버 쇼핑
자주 구매하는 식료품	1) 생수/커피/음료 2) 간편식 - 밥/도시락류 3) 라면/면류	생수/커피/음료 쌀/잡곡/견과류 과자/초콜릿/스낵
플랫폼 만족 요소	1) 빠른 배송 2) 합리적인 교환/환불/보상 3) 포장/배송 상태 양호	편리한 결제 편리한 앱/웹 사용 다양한 이벤트/프로모션
플랫폼 불만족 요소	1) 이벤트/프로모션 부족 2) 멤버십 등급별 혜택 부족	독점 상품 없음 수입 상품 구매 어려움

자료: opensurvey, SK 증권

네이버의 작년 온플랫폼 상품 거래액은 약 31 조원 수준으로 추정되며, 수수료를 개편에 따른 매출 증가 효과는 하반기 약 1,600 억원 수준으로 전망된다. 배송 경쟁력 강화에 따른 카테고리 확장 효과까지 감안하면 온플랫폼 거래액 증가 속도는 작년보다 더욱 가팔라지며 25E +10.0%, 26E +12.4%, 27E +16.4% 수준으로 전망한다. 금번 수수료 개편 효과로 커머스 매출을 기존 추정치대비 상향(25E +6.3%, 26E +12.7%)했다.

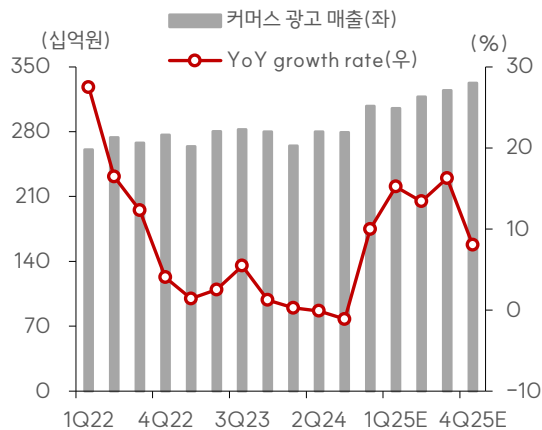
수수료 개편에 따른 커머스 매출 추정치 변화



자료: SK 증권

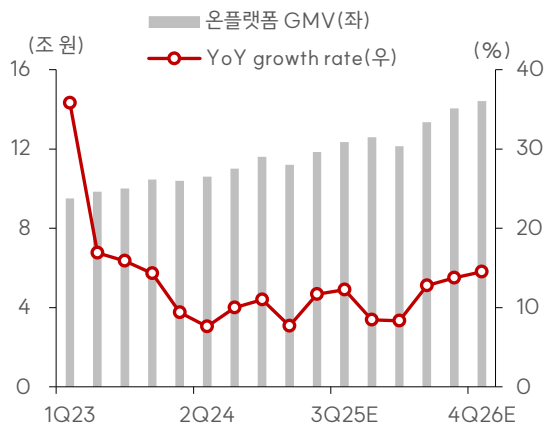
작년 네이버의 커머스 매출액은 2.9 조원이었다. 개인화된 쇼핑 경험 제공, 타겟팅 강화로 거래액 증가뿐만 아니라 6/2 부터 수수료율 개편 효과에 따라 커머스 매출 증가 속도는 가팔라진다. 2025 년 커머스 매출은 3.5 조원으로 전년대비 +18.7% 성장할 것으로 예상되고, 상반기는 앱 출시 관련 프로모션 및 마케팅 진행으로 마케팅비 증가 영향이 있겠지만 하반기에는 본격적으로 수수료 상승 효과가 반영되며 전사 마진 개선에 기여할 것이다.

커머스 광고, 9개 분기만에 두 자리 수 성장률 회복



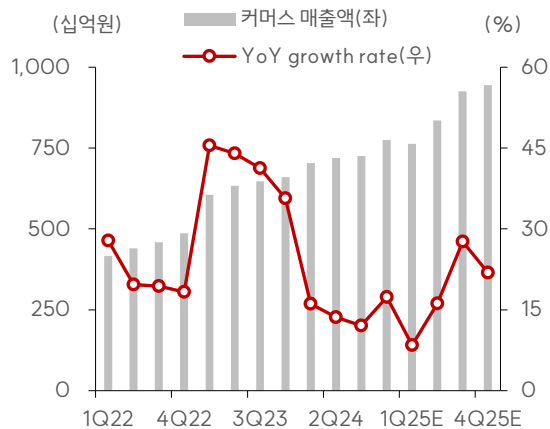
자료: NAVER, SK 증권

온플랫폼 GMV 성장 가속화 전망



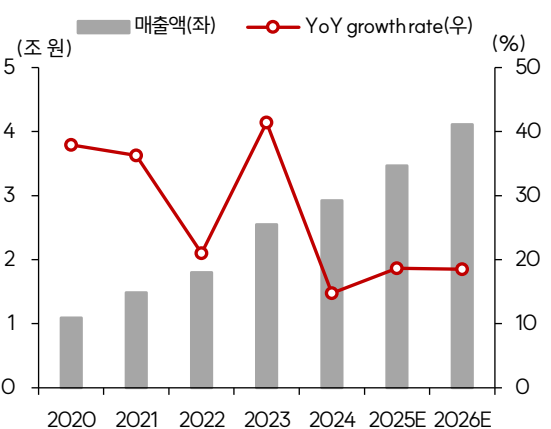
자료: NAVER, SK 증권

분기 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

> 글로벌 기업들의 초개인화 쇼핑 서비스 제공 사례

1) 아마존

이미 많은 글로벌 커머스 기업들이 AI를 활용해 쇼핑 경험을 개인화하고 있고, 이는 고객 만족도, 매출, 전환율 등 다양한 지표를 통해 성과가 입증되고 있다.

아마존은 AI 기반 추천 엔진을 통해 고객의 검색 기록, 구매 이력, 장바구니 데이터를 분석해 맞춤형 상품을 추천한다. 실시간으로 고객의 관심사에 맞춰 바뀌는 쇼핑 홈 화면인 '다이나믹 홈'을 제공하고, 이를 통해 진입한 고객이 상품을 탐색하는 과정에서 생성형 AI 쇼핑 어시스턴트인 '루퍼스'가 제품 비교와 추천을 제공해준다. 루퍼스는 고객의 의도를 파악해 질문을 제안하고 고객의 답변에 맞는 상품을 추천한다. 작년 블랙 프라이데이 행사에서 루퍼스를 이용해 구매한 비율이 19%를 차지했다.

이에 더해 음성인식 AI를 통해 고객의 쇼핑 패턴을 학습하고 개인화된 추천 및 구매 알림을 제공한다. 기존 알렉사에게 엔트로픽의 Claud와 아마존의 Nova를 탑재한 알렉사+를 공개했다. 알렉사+는 음성 인식을 통해 식품품 주문, 콘서트 티켓 구매, 저녁 식사 예약 등을 할 수 있다. 루퍼스와 알렉사+는 프라임 멤버십 가입자나 유료 구독료(\$19.99/월)를 내는 이용지만 사용할 수 있다. 아마존은 이를 통해 쇼핑 매출 증대, AI 음성비서 시장 점유율 상승을 노리고 있다.

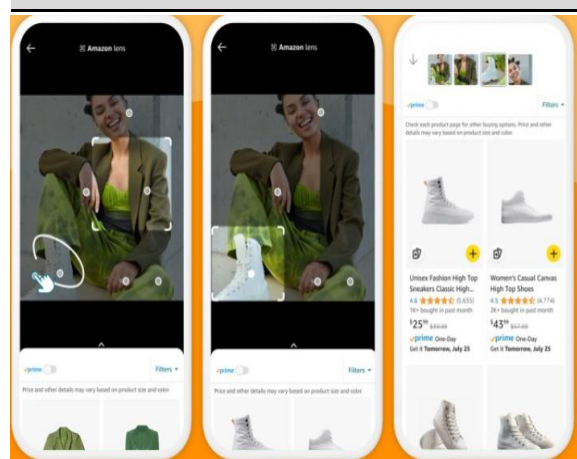
아마존은 전체 매출의 약 35%가 AI 기반 추천 시스템에서 발생하고 있고, 개인화된 추천 상품은 일반 상품대비 전환율이 약 5배 높았다고 언급했다. 또한 고객 유지율도 기존대비 약 20% 증가했다.

아마존, 개인화된 쇼핑 화면 제공



자료: Amazon, SK증권

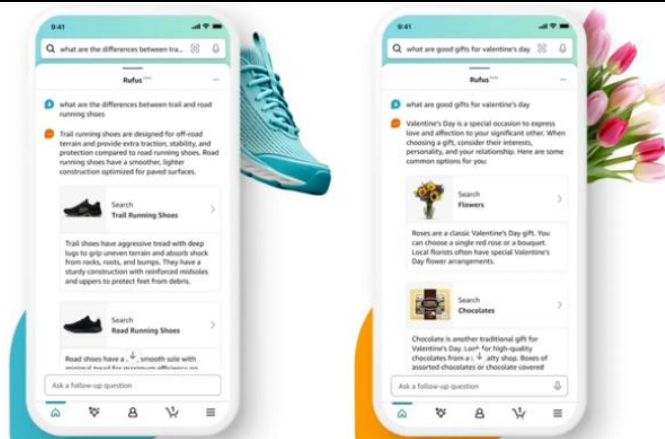
Circle to search 기능 도입



자료: Amazon, SK증권

아마존의 Amazon Personalization 2.0 도입으로 고객의 실시간 행동 데이터(검색, 장바구니, 마우스 호버링)를 0.1 초 내 분석해 상품을 추천하고, 구매 주기를 예측해 재구매 알림을 발송하는 등의 서비스를 제공한 결과, 기존대비 재구매율이 22% 증가하고 추천을 통해 매출이 발생하는 비중이 38%로 전년대비 +3%p 증가했다.

아마존의 생성형 AI 쇼핑 어시스턴트 'Rufus'



자료: Amazon, SK 증권

2) 알리바바 그룹

알리바바는 타오바오, 티몰에서 고객의 클릭, 검색, 구매 이력을 분석해 초개인화된 상품을 추천한다. 상품 검색창에 고객이 관심을 가질만한 키워드를 다양하게 제안하고, 최근 살펴본 상품 중심으로 검색 결과를 내놓는다.

AI 쇼핑 어시스턴트의 도입을 통해 24 시간 실시간 고객 상담, 다국어 자동 번역, 상품 진위 판별 등의 서비스 지원을 통해 더욱 편리한 쇼핑 경험을 제공한다. AI 챗봇이 고객 선호도 학습 후 맞춤형 상품을 제안하기도 한다. 개인화된 추천 시스템 도입 이후 구매 전환율 20% 상승, 고객 이탈률은 15% 감소하는 효과가 나타났다. 23년 광군제 기간 AI 추천으로 발생한 매출 비중은 약 60%로 나타났다.

타오바오, 티몰 그룹은 고객 경험 혁신, 플랫폼 체류 시간 증대를 위해 UI/UX 최적화, AI 기반 추천 시스템 개선, 사용자 맞춤형 콘텐츠 제공에 투자하고 있다. 또한 결제 처리 수수료 도입, 핵심 사용자 그룹인 88VIP 프로그램 확대를 통해 수익성을

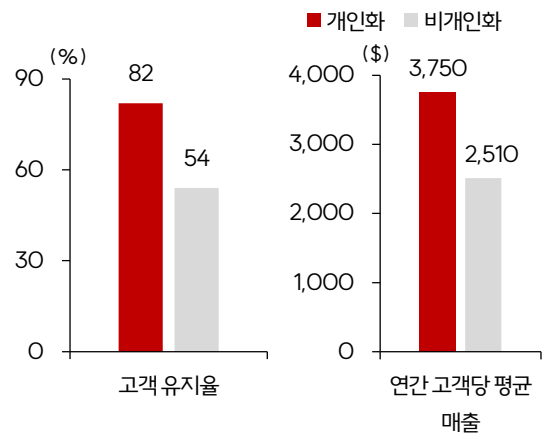
높이고 있다. 물류 부문 혁신도 꺾이고 있다. AI 가 배송 경로를 예측해 배송 시간을 단축하고 물류시스템을 자동화해 비용을 절감한다. 재고 관리로 과잉 재고나 품질 가능성도 줄이고 있다.

알리바바그룹 88VIP 멤버십에 대한 혜택 강화



자료: 언론 보도, SK 증권

월마트 개인화 쇼핑 서비스 성과



자료: 언론 보도, SK 증권

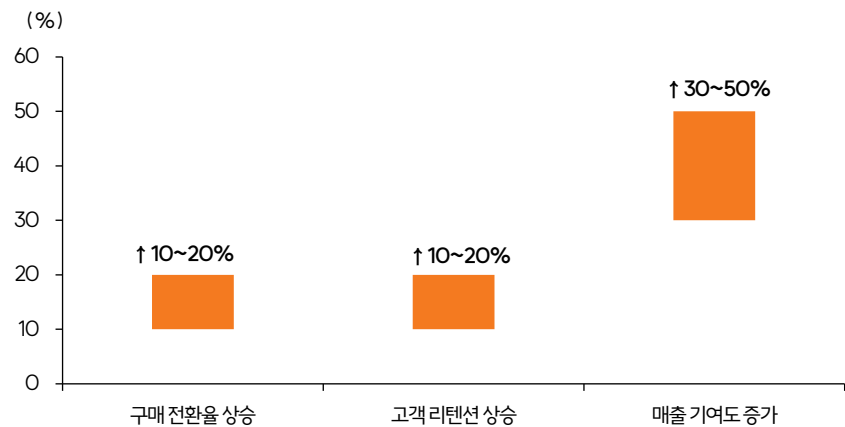
3) 월마트

월마트도 AI 기술을 적극적으로 도입해 맞춤형 쇼핑 서비스를 제공한다. 'Store No.8' 전략 하에 고객 데이터 기반의 개인화 추천 시스템을 운영한다. 각 고객마다 다른 홈페이지를 제공해 과거 구매 이력, 검색 패턴, 계절적 요소, 지역 선호도 등을 반영한 상품을 노출한다. 또한 고객의 식품 구매 패턴을 학습해 재구매 가능성이 높은 상품을 선제적으로 제안해 재구매율을 높인다. 그 결과 1Q24 개인화 추천 전환율은 24.7%로 일반 추천대비 11.3%p 높게 나타났고, 개인화 추천을 클릭한 고객의 평균 주문 가치는 \$42.85로 미이용 고객대비 28% 높았다.

2024년 월마트는 AI 추천 시스템을 통해 발생한 매출이 전체의 35%라고 밝혔다. 월마트는 AI 도입 확대를 통해 시스템을 고도화하여 25년부터 초개인화된 쇼핑 서비스를 구현할 계획이다. 이를 통해 1) 디지털 트윈: 각 고객의 디지털 페르소나를 생성해 선호도와 행동패턴을 정확히 모델링하고, 2) 고객의 건강 목표와 활동 데이터에 기반한 식품과 건강 제품 추천, 3) 온/오프라인 매장과 음성 쇼핑의 모든 데이터를 통합해 완전한 고객 이해를 통해 차별화된 가치를 창출할 목표를 가지고 있다.

글로벌 커머스 기업들의 사례를 보면 적극적인 AI 도입과 활용을 통해 초개인화된 쇼핑 경험을 제공함으로써 고객 만족도 향상뿐만 아니라 공통적으로 전환율 상승(평균 10~20%), 고객 리텐션 상승(평균 10~20% 개선), 매출 기여도 증가(전체 매출의 약 30~50%가 AI 기반 개인화 시스템에서 발생) 효과를 보이며 장기 성장의 안정적인 기반을 만들고 있다.

글로벌 커머스 기업들의 초개인화 쇼핑 경험 제공에 따른 효과



자료: 각 사 자료 취합, SK 증권

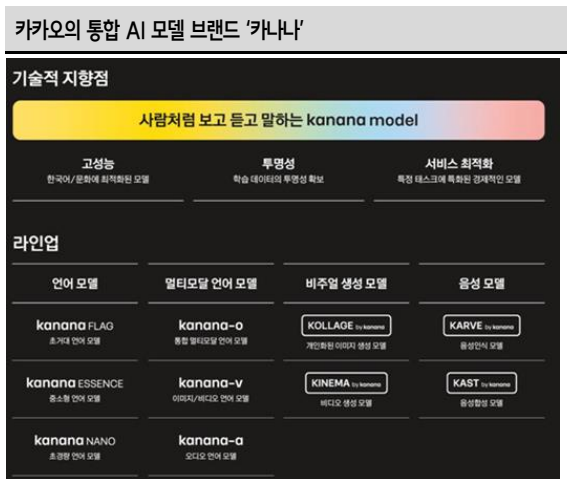
2. 카카오: 빅테크와 협력 통해 AI 대중화

카카오는 다양한 AI 모델을 서비스에 맞게 선택적으로 활용하는 AI 모델 오케스트레이션 전략을 취한다. 지금까지는 카카오프레인이 자체 LLM 개발에 몰두했다면 이제 개발비용과 서비스 요금이 저렴한 SLM 을 개발한다. 자체 언어 모델뿐만 아니라 오픈소스, 글로벌 LLM의 API를 조합해 효율적인 생성 AI를 구축한다.

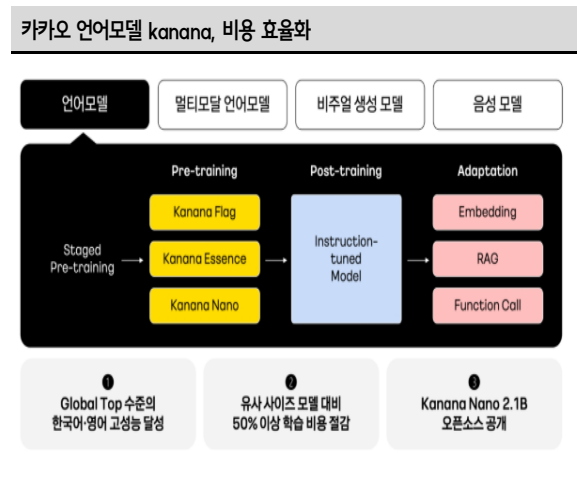
카카오는 작년 개발자 컨퍼런스에서 카나나 언어모델의 전체 라인업을 구축했다고 언급했다. Kanana Flag 모델은 유사 사이즈 모델대비 50% 이상 비용을 절감하면서 글로벌 수준의 한국어와 영어 성능을 입증했다.

작년부터 메타의 Llama 등 다양한 오픈소스 모델을 파인튜닝해 내재화를 진행하고 있고, '카나나 플렉스 모델'이 그 결과로 탄생한 LLM 이다. 카카오는 작년 1,010 억 원 CAPEX 중 GPU 투자에 550 억원을 집행했고 올해도 작년과 유사한 수준일 것이라고 언급했다.

이처럼 다양한 모델들을 바탕으로 MAU 4,900 만명 수준인 카카오 생태계 내 서비스들과 잘 연계해 웹메이드 AI 서비스를 내놓는 것이 올해 카카오의 가장 큰 과제일 것이다.



자료: 언론 보도, SK 증권



자료: 언론 보도, SK 증권

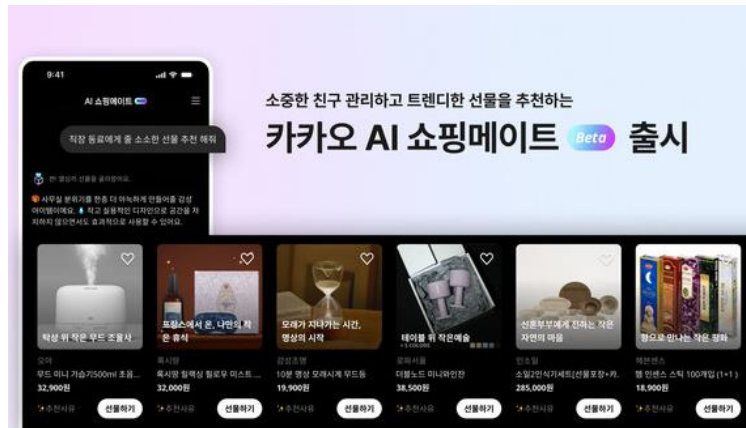
(1) AI 서비스

>선물하기와 연계한 AI 서비스 1) AI 메이트

카카오 선물하기에서는 그 동안 다양한 AI 기능들을 출시해왔다. 2023 년 'AI 선물 탐험', 2024 년 'AI 와인 추천', 2025 년 'AI 메이트 쇼핑', '카쇼라 AI' 등으로 커머스는 AI가 가장 잘 적용될 수 있는 서비스다.

상반기부터 카카오톡에 'AI 메이트'가 도입된다. AI 메이트는 이용자와의 상호작용을 통해 카카오의 서비스와 연결해주는 역할을 한다. 현재 'AI 메이트 쇼핑'이 특채널 형태로 베타 서비스 중이고, 연내 쇼핑과 로컬 서비스에 도입하는 것을 시작으로 다양한 버티컬 서비스에 AI 메이트 탑재를 확장해나간다. 'AI 메이트 쇼핑'은 카카오톡 친구 생일 알림, 맞춤형 선물 추천 등 초개인화된 쇼핑 콘텐츠 추천을 통해 선물 하기의 구매 전환율을 높이는 데 기여한다. 또한 카카오톡에서는 이용자 요청과 맥락에 맞는 최적의 장소를 추천하는 'AI 메이트 로컬' 서비스도 연내 공개 예정이다. 향후 버티컬 서비스에 AI 메이트 적용을 확대해나간다.

AI 메이트 쇼핑



자료: 언론 보도, SK 증권

AI 메이트 쇼핑 예시 - 친구 생일 알림, 선물 추천



자료: SK 증권

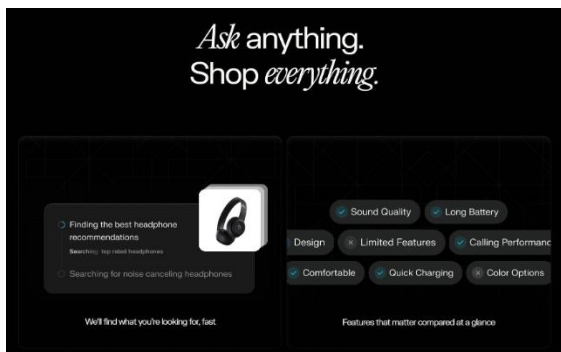
>선물하기와 연계한 AI 서비스 2) OpenAI Operator

최근 AI 검색 플랫폼들이 기존 검색 기능을 넘어서 쇼핑 서비스까지 제공하고 있다. 퍼플렉시티는 프로 사용자를 위해 'Buy with Pro'를 도입했다. 사용자 질문에 대한 답변을 통해 상품 추천, 구매 링크, 결제 방법까지 제안한다.

OpenAI 도 오퍼레이터 기능을 통해 검색, 예약, 결제까지 수행하는 AI 에이전트를 도입했다. 오퍼레이터 기능은 쇼핑 검색과 추천 기능을 더한 생성형 AI 검색이다. 구매와 예약 기능을 쇼핑, 여행 등의 플랫폼과 협력해 구현한다. 한국에서의 파트너는 야놀자와 카카오가 있다. 2월 오퍼레이터에 선물하기 서비스를 연동되었는데, AI가 직접 선물하기 서비스에 접속해 맞춤형 상품을 추천한다.

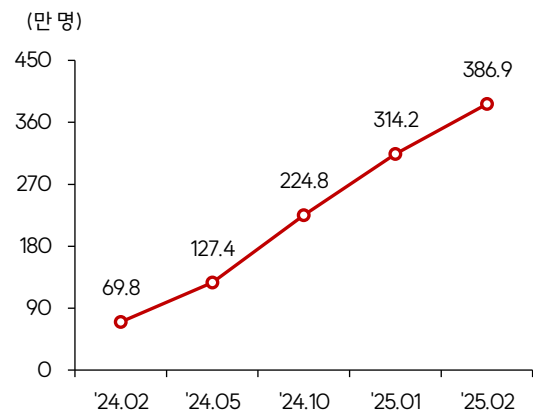
유사한 서비스로는 월마트의 'Shop with friends', 퍼플렉시티의 'Shop with pro', 알리바바의 'Pic Copilot' 등이 사용자 개인화 경험을 넓히며 맞춤형 상품을 추천하는 AI 서비스다.

퍼플렉시티, 'Buy with Pro' 구축



자료: 언론 보도, SK 증권

chatGPT 모바일 버전 국내 MAU 추이

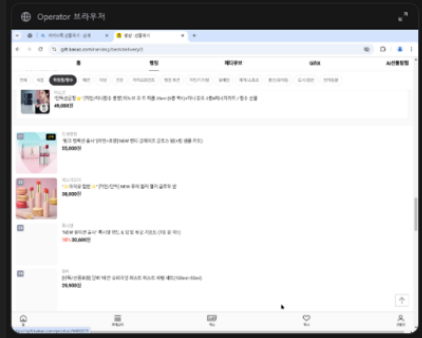


자료: mobile index, SK 증권

OpenAI 오퍼레이터, 선물하기와 연동

카카오톡 선물하기에서 제일 팔팔리는 핸드크림 3개를 추천해줘

1분 동안 작업



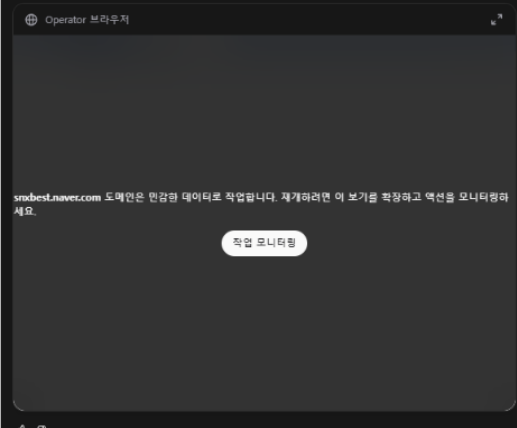
카카오톡 선물하기에서 인기있는 핸드크림 3가지 추천해드릴게요:

1. 조말론관단 단독구성 핸드 크림 30ML
2. 담배다즈 '빈백수작' (단독/선물포장) 비누 핸드크림
3. 옥시랑 NEW 문장관 출시 옥시랑 핸드 크림 100g 듀오 세트

이 제품들은 인기 순위에서 높은 순위를 차지하고 있어요. 도움이 되었길 바랍니다

네이버쇼핑에서 핸드크림 채워 잘 팔리는것 3개를 알려줘

16초 동안 작업



snxbest.naver.com 도메인은 민감한 데이터로 작업됩니다. 제거하려면 이 보기를 확장하고 역선을 모니터링하세요.

작업 모니터링

자료: OpenAI Operator, SK 증권

>생성형 AI 검색

또한 카카오는 샵(#) 검색에 AI 를 적용하는 방안을 검토하고 있다. 샵 검색은 카카오톡 채팅 대화 입력창에서 # 버튼을 누르면 키워드를 입력해 검색 결과를 확인하고 친구와 공유할 수 있는 기능이다. 여기에 AI 기술을 도입해 사용자가 요청한 내용의 문맥까지 추론해 최적의 답변을 요약하고 정리해 내놓는 콘텐츠를 준비 중이다. 기존 카카오의 광고 비즈니스는 DA 중심이었는데, 샵 검색 기능이 성공적으로 자리 잡는다면 검색 광고에 대한 수익까지도 창출될 수 있다.

>카나나

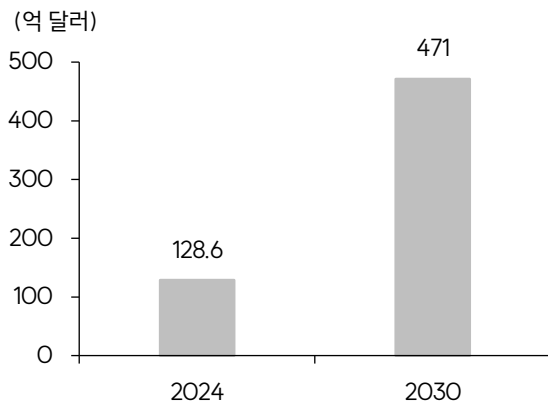
작년 개발자 컨퍼런스에서 카나나에 대한 정보를 공개했다. 카나나는 오픈 AI 의 GPT 모델 기반의 AI 메신저로 그룹 채팅 환경에서 다중 사용자와 상호작용이 가능하다. 기존 AI 비서와 다른 점은 대화의 맥락과 감정을 이해할 수 있고, AI 가 직접 앱을 작동시켜 원하는 작업을 대신해줄 수 있다. 상반기에 일부 이용자를 대상으로 시범적으로 운영하고, 연내 정식 출시할 것으로 예상된다.

> Open AI와의 협업을 통해 개발 중인 AI agent

가장 기대가 높은 AI 서비스는 OpenAI와의 협력을 통해 개발되는 한국형 AI agent이다. OpenAI의 최신 API 기술과 고성능 모델을 카카오의 다양한 서비스(메신저, 커머스, 모빌리티, 콘텐츠, 금융 등)에 접목해 한국형 AI 서비스를 공동으로 개발한다. 단순히 LLM을 통한 소통뿐만 아니라 카카오의 서비스를 function call을 통해 호출할 수 있도록 준비 중이다.

시장조사기관에 따르면 글로벌 AI agent 시장은 2024년 128.6억 달러(약 18조 원)→2030년 471억 달러(약 68조 원)까지 성장할 것으로 전망되고 있어 국가별 AI agent를 선점하는 기업에게는 서비스 및 수익 측면에서 효과가 상당할 것이다.

글로벌 AI agent 시장 규모



자료: 리서치앤드마켓, SK증권

카카오 x OpenAI, 한국형 AI agent 개발 목표

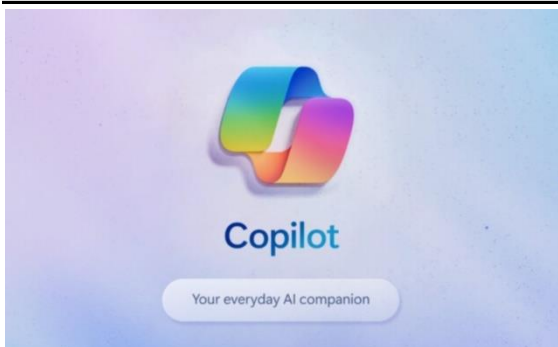


자료: 언론 취합, SK증권

(2) 글로벌 AI agent 사례

AI 모델의 역량이 빠르게 발전하며 에이전틱 활용 사례가 늘어나고 있다. AI 에이전트의 활용을 통해 기존에 해결하기 어려웠던 문제나 새로운 사용 사례로 확장될 수 있다. 대표적으로는 업무의 생산성을 높일 수 있는 마이크로소프트의 Copilot 과 기업이 필요로 하는 AI 기능을 직접 설계할 수 있도록 지원하는 아마존 Bedrock, 구글의 Gemini 2.0 을 기반으로 한 다양한 에이전트들이 있다.

마이크로소프트 Copilot



자료: 언론 취합, SK 증권

아마존 Bedrock



자료: 언론 취합, SK 증권

카카오가 목표하는 AI 에이전트는 위의 케이스와는 다르다. 메신저, 금융, 모빌리티, 콘텐츠 등 다양한 서비스를 제공하고 있는 만큼, 일상생활에서의 편리함을 높일 수 있는, 일상 속에 자연스럽게 스며드는 AI 에이전트를 목표하고 있을 것이다.

1) 알리바바

글로벌 기업들의 사례로는 알리바바와 메타의 케이스가 있다. 먼저 알리바바는 AI 어시스턴트 앱 '지샤오바오'(Zhixiaobao)를 출시했다. 지샤오바오는 알리페이와 연동되는 독립형 AI 앱으로 일상 업무를 처리할 수 있는 개인화된 AI 에이전트이다. 모바일 앱을 다운로드하거나 알리페이 앱에서 사용할 수 있다.

'Alllife companion'을 비전으로 삼고 일상생활에서 필요한 서비스를 제공한다. 사용자는 지샤오바오로 음성 프롬프트를 통해 식사 주문, 택시 호출, 티켓 예약 등 일상 업무를 처리할 수 있다. 앤트 그룹의 모델 Bailing 을 기반으로 구축되었고, 결제 플랫폼인 알리페이가 제공하는 8,000 개 이상의 디지털 라이프 서비스와 400 만개 이상의 미니 앱을 이용할 수 있다는 것이 특징이다. 음식 배달 주문, 월간 지출 분석을 위한 파이 차트 생성, 모바일 충전, 택배 배송 상태 확인, 병원 예약 등의 명령을 다양한 알리바바 서비스를 통해 실행할 수 있다. 쇼핑 플랫폼 타오바오(Taobao), 물류 서비스 카이니아오(Cainiao), 음식 배달 서비스 엘리미(Ele.me), 온라인 지도 서비스 가오디(Gaode) 등이 연계된다.

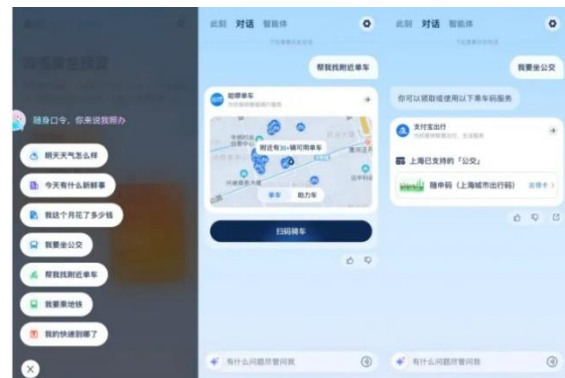
앱은 크게 세가지 섹션으로 나뉘는데, 현재 섹션에는 날씨, 택배 배송 현황, 음식 배달, 차량 호출 등 즉각적인 정보가 필요한 서비스가 표시되고, 클릭하면 미니 프로그램으로 연동된다. Intelligent agents 섹션에는 항공사, 영양사, 피트니스 코치 등 전문 영역의 AI 비서가 개인화된 조언을 제공한다. 지샤오바오는 알리바바 생태계 내 서비스들을 지원해 알리페이 중심의 서비스를 더욱 강화할 수 있다는 것이 특징이다. 아직까지는 부정확한 답변을 제공하기도 하고, 외부 서비스와는 연동이 제한되어 있는 등의 한계점도 존재하지만 AI 앱을 통해 알리바바 그룹 생태계 전반의 서비스를 연계해 중국 AI agent 시장을 선점한다는 데 의미가 있다.

지샤오바오 레이아웃



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 자주 쓰는 영역



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 영역별 AI 비서 서비스 제공



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 채팅을 통한 질문에 대한 답변 제공



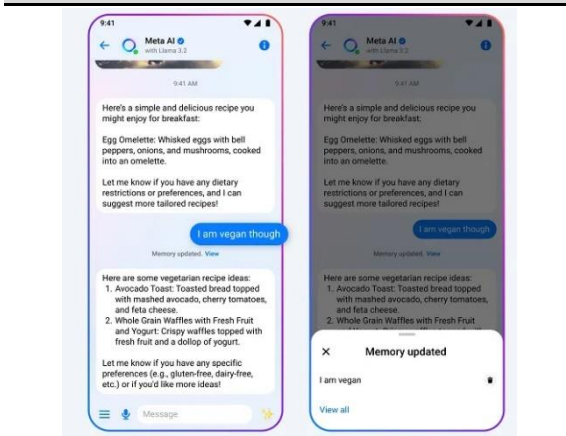
자료: technode, SK 증권

2) 메타

메타는 Llama4 와 Meta AI 를 통해 대규모 언어 모델과 가상 비서 서비스를 강화하고 있다. Meta AI 는 페이스북, 인스타그램, 왓츠앱에 통합된 개인화된 디지털 비서로 기업을 대신해 고객과 24 시간 내내 실시간으로 소통 가능한 서비스를 제공한다. 브랜드 광고에 비즈니스 AI 를 띄우고, 사용자는 광고 페이지에서 실시간으로 질문할 수 있고 AI 에이전트는 기업의 이전 게시물 및 고객 서비스 메시지 분석을 통해 답변한다. 뿐만 아니라 반품 및 교환 관리, 제품 추천 제공, 구매 처리 등 다양한 작업을 수행할 수 있다.

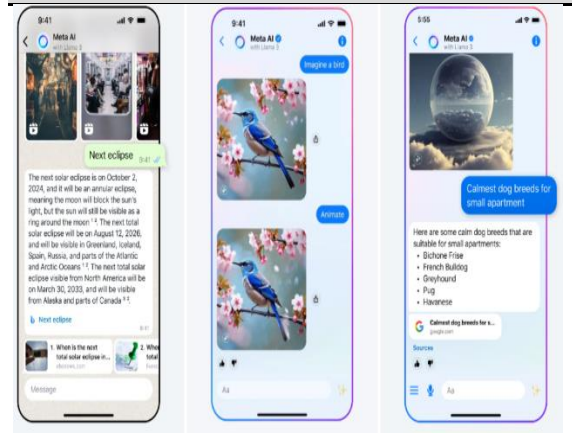
작년 말부터 왓츠앱과 메신저에서 1:1 채팅을 통해 공유한 특정 세부 정보를 메타 AI 가 기억할 수 있는 새로운 기능을 출시하기 시작했다. 사용자의 프로필, 조회한 릴스, 1:1 대화 등에서 사용자의 특징을 파악하고 이에 맞춰 사용자 선호도에 따라 응답을 구체화한다. 이를 통해 향후 답변을 개인화하여 더욱 관련성 높은 답변을 제공할 수 있다.

Meta AI, 사용자 정보 기억



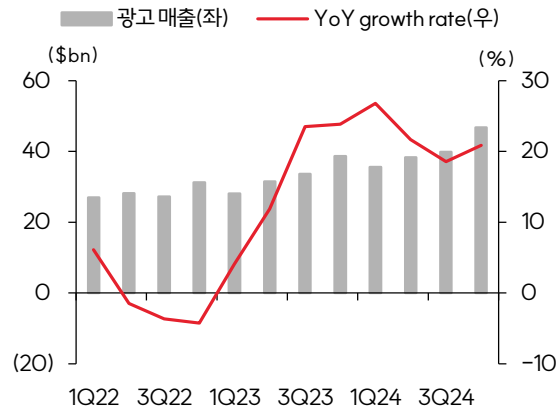
자료: 언론 취합, SK 증권

멀티모달 질의에도 적절한 답변 제공



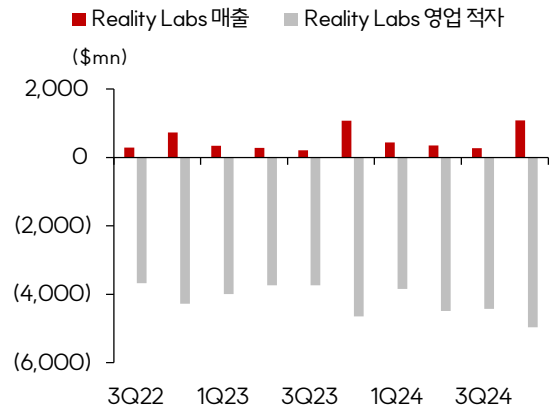
자료: 인크로스, SK 증권

META 광고 매출



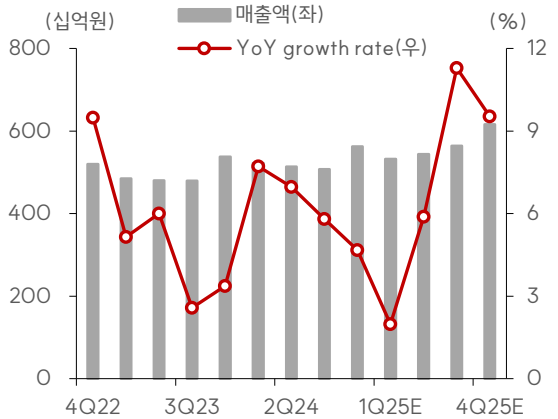
자료: Bloomberg, SK 증권

META Reality Labs 손익



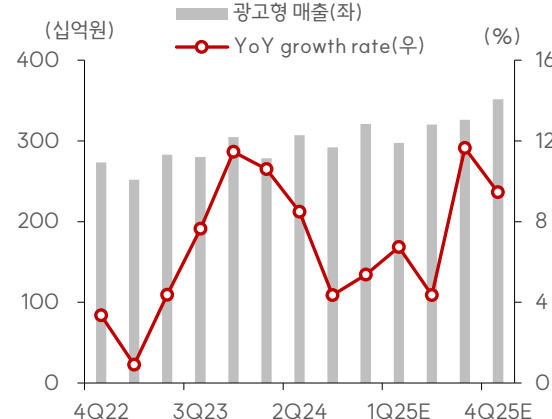
자료: Bloomberg, SK 증권

카카오 특비즈 매출



자료: 카카오, SK 증권

카카오 광고 매출 추이 및 전망



자료: 카카오, SK 증권

플랫폼 peers valuation table (1)

		NAVER	카카오	Alphabet	Meta	Amazon	Microsoft	Paypal
총가		208,000	43,450	162.8	590.6	193.9	378.8	66.9
시가총액		32,954.9	19,279.7	1,995.7	1,496.5	2,054.8	2,815.8	66.2
주가수익률(%)	1M	-5.9	12.1	-12.1	-19.8	-15.2	-7.3	-14.2
	3M	-1.0	-5.3	-14.3	-4.8	-14.8	-15.3	-26.5
	YTD	4.6	13.7	-14.0	0.9	-11.6	-10.1	-21.6
PER(x)	2023	33.6	-	22.8	20.7	51.9	34.8	16.5
	2024	15.7	113.9	23.9	24.3	39.0	37.8	18.5
	2025E	16.9	48.1	17.8	22.6	27.7	28.8	13.3
	2026E	14.7	37.2	15.4	19.6	23.0	25.2	11.9
PBR(x)	2023	1.5	2.4	6.1	5.9	7.8	12.3	3.1
	2024	1.2	2.4	7.1	8.1	8.1	12.4	4.2
	2025E	1.2	1.8	4.8	6.3	5.5	8.2	3.0
	2026E	1.1	1.7	3.9	4.9	4.4	6.6	2.6
PSR(x)	2023	3.5	3.1	5.7	6.8	2.7	12.0	2.3
	2024	2.8	2.2	6.7	9.0	3.6	13.5	2.8
	2025E	2.8	2.3	5.8	7.9	2.9	10.2	2.0
	2026E	2.5	2.2	5.4	7.0	2.7	8.9	1.9
ROE (%)	2023	4.4	-10.2	27.4	28.0	17.5	38.8	20.5
	2024	7.9	-10.2	32.9	37.1	24.3	37.1	20.0
	2025E	7.2	3.8	29.8	31.0	20.8	30.9	23.5
	2026E	7.7	4.8	27.0	27.3	19.7	28.4	25.0
매출액	2023	9,670.6	7,557.0	307.4	134.9	574.8	211.9	29.8
	2024	10,737.7	7,873.8	350.0	164.5	638.0	245.1	31.8
	2025E	11,953.5	8,228.9	343.7	188.7	699.3	276.8	33.0
	2026E	13,168.5	8,883.3	368.6	214.6	771.7	314.7	35.2
영업이익	2023	1,488.8	460.9	84.3	46.8	36.9	88.5	5.0
	2024	1,979.3	491.5	112.4	69.4	68.6	109.4	5.3
	2025E	2,307.2	553.8	128.8	74.8	80.8	123.7	6.3
	2026E	2,653.1	671.6	141.9	85.6	98.6	140.6	6.8
순이익	2023	1,012.3	-1,012.6	73.8	39.1	30.4	72.4	4.2
	2024	1,923.2	149.0	100.1	62.4	59.2	88.1	4.1
	2025E	1,906.7	398.6	115.1	65.3	77.0	98.2	4.9
	2026E	2,192.8	517.4	129.6	75.7	93.5	112.1	5.3
OPM(%)	2023	15.4	6.1	27.4	34.7	6.4	41.8	16.9
	2024	18.4	6.2	32.1	42.2	10.8	44.6	16.7
	2025E	19.3	6.7	37.5	39.7	11.6	44.7	19.1
	2026E	20.1	7.6	38.5	39.9	12.8	44.7	19.3
매출액 성장률 (%)	2023	17.6	6.3	8.7	15.7	11.8	6.9	8.2
	2024	11.0	4.2	13.9	21.9	11.0	15.7	6.8
	2025E	11.3	4.5	-1.8	14.7	9.6	12.9	3.9
	2026E	10.2	8.0	7.3	13.8	10.3	13.7	6.5
영업이익 성장률 (%)	2023	14.1	-20.7	12.6	61.5	200.9	6.2	31.0
	2024	32.9	6.6	33.3	48.4	86.1	23.6	5.9
	2025E	16.6	12.7	14.6	7.8	17.8	13.0	18.2
	2026	15.0	21.3	10.2	14.5	22.1	13.7	7.7

자료: Bloomberg, SK 증권

플랫폼 peers valuation table (2)

		LY Corp	Alibaba	Tencent	Baidu	쿠팡	Yuewen Group	웹툰엔터
총가		522.5	136.4	526.0	91.9	22.2	26.7	8.3
시가총액		3,737.1	2,592.7	4,828.1	257.8	40.0	27.1	1.1
주가수익률(%)	1M	5.8	9.9	10.8	-4.8	-12.5	-15.9	-21.7
	3M	18.5	59.1	28.4	5.8	-7.2	-4.6	-34.5
	YTD	24.6	65.5	26.1	11.1	0.9	6.0	-38.6
PER(x)	2023	15.6	17.2	21.9	16.5	21.6	33.0	-
	2024	25.7	10.2	21.9	10.2	191.1	33.0	-
	2025E	25.2	15.9	19.6	9.3	60.8	16.5	-
	2026E	22.2	13.8	17.7	8.7	29.3	15.2	27.3
PBR(x)	2023	1.0	1.8	3.1	1.2	7.1	1.4	-
	2024	1.0	1.3	3.1	0.8	9.6	1.4	1.2
	2025E	1.2	2.3	4.0	0.8	7.8	1.2	0.7
	2026E	1.2	2.2	3.4	0.7	6.1	1.1	0.6
PSR(x)	2023	1.7	2.1	4.1	2.2	1.2	3.8	-
	2024	1.6	1.4	4.1	1.6	1.3	3.8	1.2
	2025E	1.9	2.4	6.3	1.7	1.2	3.1	0.7
	2026E	1.8	2.3	5.8	1.7	1.0	2.9	0.6
ROE (%)	2023	6.4	7.5	15.1	8.4	41.8	4.4	-11.0
	2024	3.8	8.1	15.1	9.4	3.8	4.4	-10.6
	2025E	5.2	13.1	20.3	8.0	17.8	6.5	-0.2
	2026E	5.6	13.2	19.3	8.0	24.0	6.6	4.9
매출액	2023	1,672.4	993.9	673.3	148.8	24.4	7.8	1.3
	2024	1,814.7	1,027.4	673.3	144.3	30.3	7.8	1.3
	2025E	1,935.5	1,071.5	767.2	147.2	34.5	8.7	1.5
	2026E	2,072.4	1,135.3	830.5	154.9	39.7	9.2	1.7
영업이익	2023	314.5	114.8	176.4	24.2	0.5	0.6	0.0
	2024	208.2	123.7	176.4	23.1	0.4	0.6	-0.1
	2025E	300.7	150.7	257.0	27.9	1.2	1.2	0.0
	2026E	310.4	179.9	286.0	30.9	1.8	1.4	0.1
순이익	2023	178.9	83.3	127.4	22.5	1.4	0.9	-0.1
	2024	113.2	87.3	127.4	25.8	0.2	0.9	-0.1
	2025E	156.9	165.7	256.0	27.2	0.9	1.6	0.0
	2026E	171.2	183.9	285.5	29.7	1.6	1.8	0.0
OPM(%)	2023	18.8	11.6	26.2	16.2	1.9	7.6	-2.8
	2024	11.5	12.0	26.2	16.0	1.4	7.6	-7.5
	2025E	15.5	14.1	33.5	18.9	3.4	13.5	-0.3
	2026E	15.0	15.8	34.4	19.9	4.6	14.9	3.4
매출액 성장률 (%)	2023	6.7	-4.0	4.3	3.3	18.5	-12.7	18.8
	2024	8.5	3.4	0.0	-3.0	24.1	0.0	5.1
	2025E	6.7	4.3	13.9	2.1	13.9	12.1	9.1
	2026E	7.1	6.0	8.2	5.2	15.1	5.5	16.0
영업이익 성장률 (%)	2023	66.0	35.9	37.8	30.4	흑전	7.4	적지
	2024	-33.8	7.8	0.0	-4.6	-7.8	0.0	적지
	2025E	44.5	21.8	45.7	21.0	166.8	98.4	적지
	2026	3.2	19.4	11.3	10.7	56.9	16.0	흑전

자료: Bloomberg, SK 증권

Company Analysis

NAVER (035420/KS)

커머스 느중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(상향)

현재주가: 211,000 원

상승여력: 42.2%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	15,844 만주
시가총액	33,430 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.44%
BlackRock Fund Advisors(외13)	6.05%

Stock Data

주가(25/03/17)	211,000 원
KOSPI	2,610.69 pt
52주 최고가	232,000 원
52주 최저가	155,000 원
60일 평균 거래대금	180 십억원

주가 및 상대수익률



올해부터 본격적으로 선보이는 B2C AI 서비스

네이버는 그 동안 하이퍼클로바 X 개발, B2B 서비스 제공 등 AI 관련 다양한 행보를 보여왔다. 올해부터는 본격적으로 B2C 단에서 AI 성과가 나타난다. 첫번째로는 커머스 사업에서의 AI 기술 적용이다. 3/12 AI 기반 개인 맞춤형 쇼핑 서비스인 '네이버 플러스스토어'를 별도로 앱으로 출시했다. 기존 네이버 쇼핑은 검색을 통해 쇼핑으로 이어졌다면 플러스스토어는 탐색/발견형 쇼핑으로 진화하는 것이 목표다. 플러스스토어에서는 상품 탐색, 가격 비교, 주문, 결제, 배송, 리뷰 등 쇼핑의 전 과정에 AI가 관여해 더욱 개인화된 쇼핑 경험을 제공한다.

생각보다 큰 수수료 개편 효과

플러스스토어 출시와 함께 수수료 과금 체계도 개편된다. 지금까지는 검색으로 이용자가 스토어에 유입되는 경우 유입수수료 1.81%를 부과했으나 6/2 부터는 유입 여부와 관계없이 네이버쇼핑에서 판매되는 거래액에 판매수수료가 책정된다. 자체 외부 마케팅을 통해 거래가 발생했을 때 0.91%~1.82%, 이 외는 2.73%~3.64%의 수수료율이 적용된다. 금번 개편을 통해 기존 수수료율 체계대비 range가 확대되며 blended take rate은 약 1%p 상승 효과가 나타난다. 네이버의 작년 온플랫폼 상품 거래액은 약 31 조원 수준으로 추정되며, 수수료율 개편에 따른 매출 증가 효과는 하반기 약 1,600 억원 수준으로 예상된다. 배송 경쟁력 강화에 따른 카테고리 확장 효과까지 감안한다면 온플랫폼 거래액 증가 속도는 작년보다 더욱 가팔라지며 25E +10.0%, 26E +12.4%, 27E +16.4%로 전망한다.

목표주가 30 만원으로 상향

플러스스토어 출시와 함께 수수료 개편 효과로 커머스 매출을 기존 추정치대비 상향(25E +6.3%, 26E +12.7%)했다. 이에 따라 목표주가도 기존 27 만원에서 30 만원으로 상향한다. 여전히 타 이커머스 플랫폼대비 낮은 수준이기 때문에 셀러 이탈 가능성은 낮다. 신규 앱에 대한 소비자 인지도 확대를 위해 적극적인 프로모션을 전개함에 따라 상반기는 마케팅비 부담이 있겠으나 하반기부터의 거래액 증가 효과가 기대된다. 작년 낮은 거래액 성장률에 대한 우려로 동사 주가 흐름은 저조했으나 올해는 거래액 성장률이 점진적으로 개선되며 꾸준한 우상향세를 보일 것으로 기대된다.

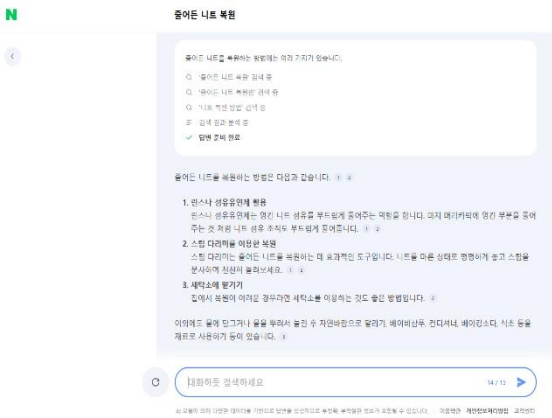
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	8,220	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
영업이익	십억원	1,305	1,489	1,979	2,443	3,039	3,645
순이익(지배주주)	십억원	760	1,012	1,923	2,196	2,653	3,193
EPS	원	4,634	6,233	12,139	13,860	16,746	20,155
PER	배	38.3	35.9	16.4	15.2	12.6	10.5
PBR	배	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	16.1	18.0	11.3	10.0	8.3	6.8
ROE	%	3.3	4.4	7.9	8.3	9.2	10.2

NAVER 목표주가 산출		(단위: 십억원, 원, 배)
항목	비고	
서치플랫폼		
NOPLAT	1,015.4	OPM 32% 가정
Target Multiple	17.1	GOOGL, META 25E P/E 평균 15% 할인 적용
적정 가치	17,396.9	
커머스		
NOPLAT	728.4	OPM 28% 가정
Target Multiple	22.1	CPNG, AMZN 25E P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	16,117.1	
웹툰		
시가총액	2,209.2	WBTN 3개월 평균 시가총액
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	840.4	
핀테크		
25E 거래액	84,448.7	
Target Multiple	0.1	paypalEV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	6,303.4	
클라우드		
25E 매출액	612.2	
Target Multiple	3.4	MSFT, AMZN, GOOGL, META 25E P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,055	
LY		
시가총액	31,329.1	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	6,090.4	
순차입금	952.3	
합산 가치	47,850.5	
주식 수(천 주)	158,437.0	
적정 주가(원)	302,016	
목표 주가(원)	300,000	
현재 주가(원)	211,000	3/17 종가 기준
상승 여력	42.2%	

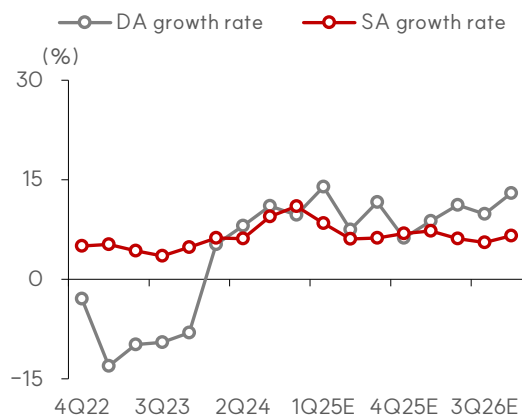
자료: NAVER, SK 증권

Cue 검색



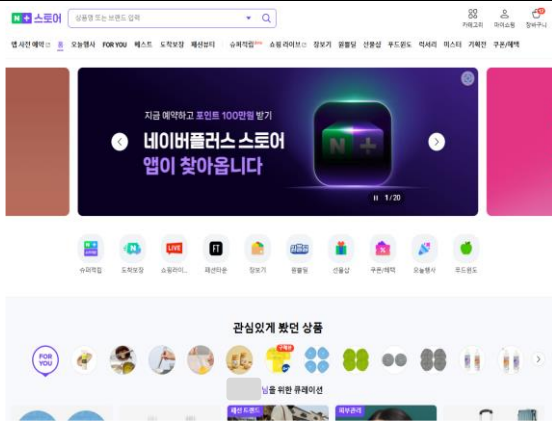
자료: SK 증권

네이버 SA, DA growth rate



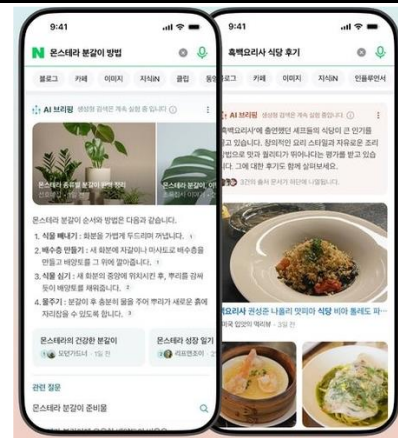
자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 개인별 맞춤 혜택 및 상품 추천



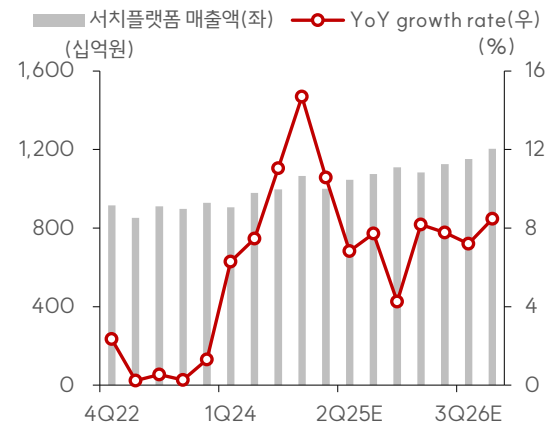
자료: NAVER, SK 증권

AI 브리핑 예시



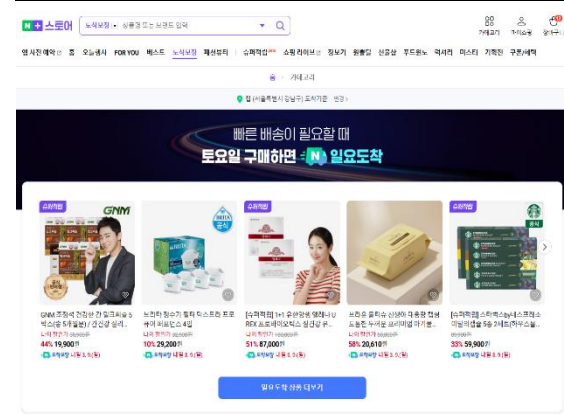
자료: 언론 보도, SK 증권

네이버 서치플랫폼 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 배송 경쟁력 강화



자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 입점수수료 폐지-> 판매수수료 2% 부과

스마트스토어
수수료체계가
변경됩니다.

*2025년 6월 2일 부터 적용

온라인 쇼핑 환경이 변화함에 따라 네이버 쇼핑 서비스도 새로운 변화를 시작합니다. 네이버쇼핑은 기존 '가격비교' 서비스의 카탈로그 기능을 발전시키고, AI 기반 추천·탐색·발견 기능을 강화한 '네이버플러스 스토어' 앱을 오는 5월 중 출시할 예정입니다.

이번 개편을 통해 판매자의 상품이 더 많은 이용자에게 노출되고, 추천 기회도 확대될 예정입니다. 이를 위해 기존 유입수수료를 폐지하고, 보다 명확한 판매수수료 체계를 적용하여, 판매자님들께 더 유리한 환경을 제공하고자 합니다.



플러스 스토어

네이버 스토어 판매자의 상품이 보다 많은 네이버 이용자에게 추천될 수 있도록, 상품 전시·추천·탐색 영역을 강화하여 더욱 확장된 판매 기회를 제공합니다.

또한 스마트스토어 및 브랜드스토어 판매자의 상품은 기존의 네이버 가격비교 서비스뿐만 아니라, '네이버플러스 스토어' 앱 등 보다 확장된 영역에서 전시됩니다. 또한, 강력한 행아웃과 배스 서비스 도입에 따라 기존 유입 수수료로 인한 유입 폐지되고, 물건을 더 마케팅 활동에 따른 새로운 판매수수료 체계를 적용합니다.



이
네이버 쇼핑의
유입수수료는 폐지되며,
판매수수료가 도입됩니다.

구분	판매자 마케팅	소통관리비	판매수수료	브랜드스토어
유입수수료	0.81%	1.82%	2.73%	3.64%

- 기존 네이버쇼핑 노출 인형 시 부과된 유입수수료(당 1.81%)는 폐지되며, 네이버에서 판매하는 모든 가품판매자에게 스마트스토어 2.73%, 브랜드스토어 3.64%의 판매수수료가 부과됩니다. (세금 제외)
- 이번 개편을 통해 모든 판매자는 네이버플러스 스토어 앱과 네이버플러스 스토어 앱에 추가 제공되는 AI 추천·탐색·발견 서비스로 인해 유입 폐지되고, 물건을 더 마케팅 활동에 따른 새로운 판매수수료 체계를 적용합니다. (세금 제외)
- 수출물품은 수수료 설정에서 제외되어 표기하지 않습니다.

이

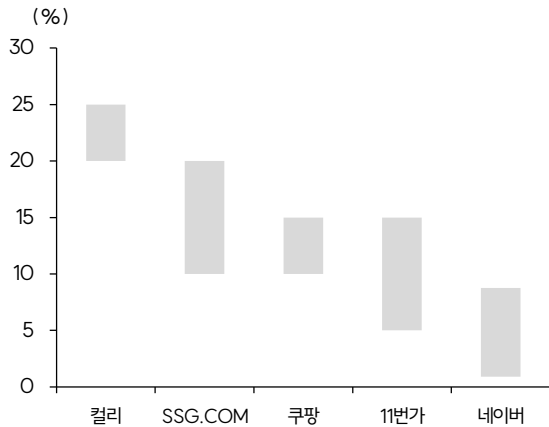
판매자가 직접 마케팅을
진행하실 경우,
낮은 요율의 '판매자 마케팅
수수료'가 적용됩니다.

구분	대상	적용방법
네이버 내부 마케팅	소통관리비, 파워링크 등	지름
외부 마케팅	광고, 카페, SNS 등 마케팅 도구 사용	판매자 수동 적용 필요

- 판매자 마케팅 수수료 적용을 통해 마케팅 비용의 부담을 줄이고, 더 많은 고객을 유입할 수 있도록 지원합니다.
- 네이버 내부 마케팅 (소통관리비, 파워링크 등)을 통해 판매자가 직접 마케팅을 진행하는 경우, 판매자(판매자)에서 판매자 마케팅 링크를 발급받아 적용할 수 있으며, 스마트스토어에는 0.81%, 브랜드스토어에는 1.82%의 판매수수료(세금 제외)가 적용됩니다. 자세한 사용 방법은 추후 별도 공지될 예정입니다.

자료: NAVER, SK 증권

쿠팡, 컬리, 11번가, SSG, 플러스스토어 수수료를 비교



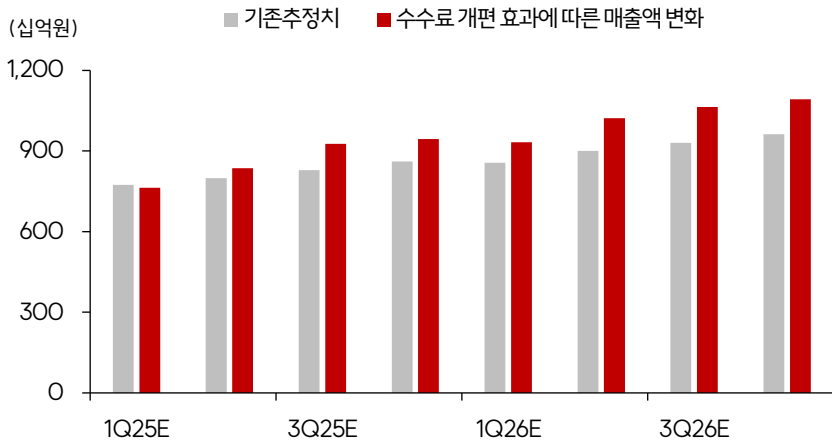
자료: 언론 보도, SK 증권

도착보장->네이버배송으로 개편

배송 종류	특징
오늘배송	오전 0시~11시까지 상품 주문 시 오늘 도착 보장
내일배송	오전 11시~24시까지 주문 시 다음날 도착 보장
일요일배송	토요일 오전 11시~24시 주문 시 일요일 도착 보장
희망일배송	구매자가 직접 배송 희망일 지정
새벽배송(예정)	저녁 시간대 주문하면 다음날 새벽에 수취
지금배송(예정)	주문 1시간 내외로 배송

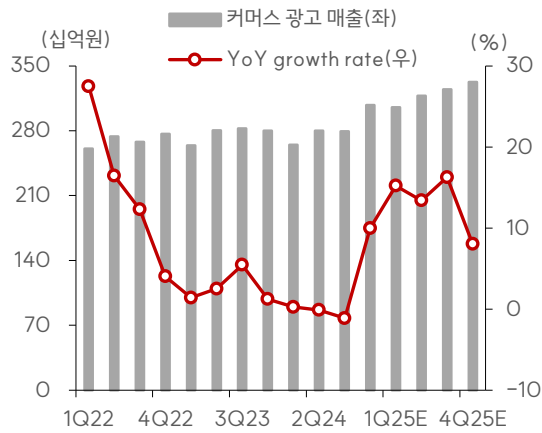
자료: 언론 취합, SK 증권

수수료 개편에 따른 커머스 매출 추정치 변화



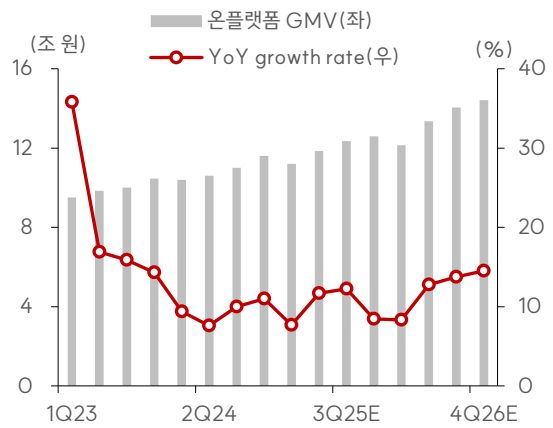
자료: SK 증권

커머스 광고, 9개 분기만에 두 자리 수 성장을 회복



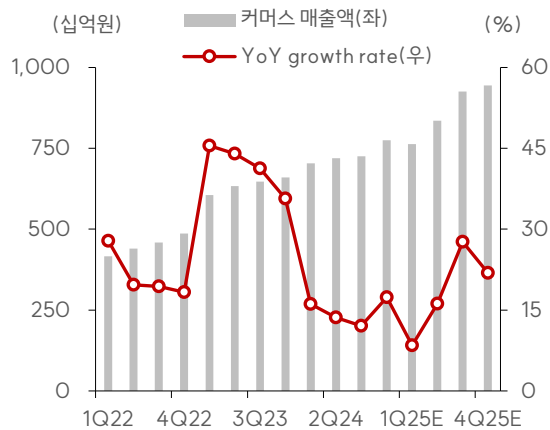
자료: NAVER, SK 증권

온플랫폼 GMV 성장 가속화 전망



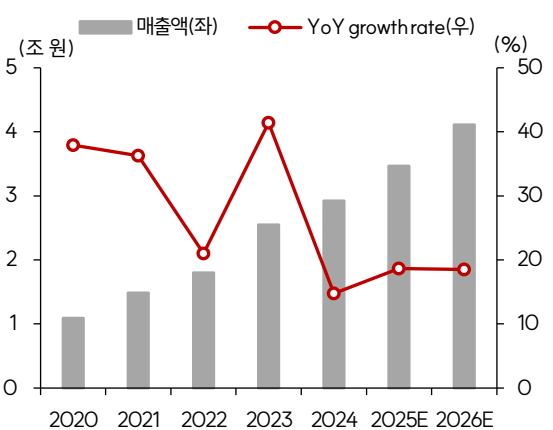
자료: NAVER, SK 증권

분기 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	10,880	11,784	13,629
현금및현금성자산	3,576	4,196	3,635	3,745	4,526
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	2,057	2,297	2,618
재고자산	15	22	26	29	33
비유동자산	28,710	28,793	29,591	31,949	34,134
장기금융자산	3,642	3,504	3,519	3,539	3,567
유형자산	2,742	2,910	2,902	3,130	2,462
무형자산	3,446	3,657	3,641	3,626	3,611
자산총계	35,738	38,168	40,471	43,734	47,762
유동부채	6,306	6,092	6,570	7,227	8,105
단기금융부채	1,011	544	594	664	756
매입채무 및 기타채무	1,313	1,003	4,224	4,717	5,376
단기충당부채	6	4	5	5	6
비유동부채	5,194	5,075	4,908	5,126	5,417
장기금융부채	3,168	3,258	2,932	2,932	2,932
장기매입채무 및 기타채무	103	91	91	91	91
장기충당부채	15	19	21	24	27
부채총계	11,500	11,167	11,477	12,353	13,522
지배주주지분	23,206	25,460	27,487	29,917	32,827
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
기타자본구성요소	-607	-639	-639	-639	-639
자기주식	-853	-876	-876	-876	-876
이익잉여금	24,544	25,965	27,992	30,422	33,332
비지배주주지분	1,032	1,541	1,506	1,464	1,413
자본총계	24,238	27,001	28,993	31,381	34,240
부채와자본총계	35,738	38,168	40,471	43,734	47,762

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002	2,590	2,950	3,866	4,581
당기순이익(손실)	985	1,932	2,161	2,611	3,143
비현금성항목등	1,326	1,003	1,234	1,315	1,402
유형자산감가상각비	528	609	658	672	667
무형자산상각비	54	65	16	15	15
기타	744	329	561	627	719
운전자본감소(증가)	361	152	113	563	752
매출채권및기타채권의감소(증가)	43	-3	-469	-240	-321
재고자산의감소(증가)	-2	-13	-4	-3	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	347	-251	358	493	659
기타	-1,352	-1,105	-1,002	-1,160	-1,361
법인세납부	-682	-608	-444	-537	-646
투자활동현금흐름	-950	-1,340	-1,746	-3,423	-3,370
금융자산의감소(증가)	482	-1,732	-271	-373	-499
유형자산의감소(증가)	-633	-522	-650	-900	0
무형자산의감소(증가)	-51	-24	0	0	0
기타	-748	938	-825	-2,150	-2,871
재무활동현금흐름	-110	-770	-444	-154	-190
단기금융부채의증가(감소)	-371	-463	50	69	93
장기금융부채의증가(감소)	191	-173	-326	0	0
자본의증가(감소)	-314	180	0	0	0
배당금지급	-62	-119	-168	-224	-283
기타	446	-195	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	852	619	-560	109	781
기초현금	2,724	3,576	4,196	3,635	3,745
기말현금	3,576	4,196	3,635	3,745	4,526
FCF	1,369	2,068	2,300	2,966	4,581

자료 : NAVER, SK증권 추정

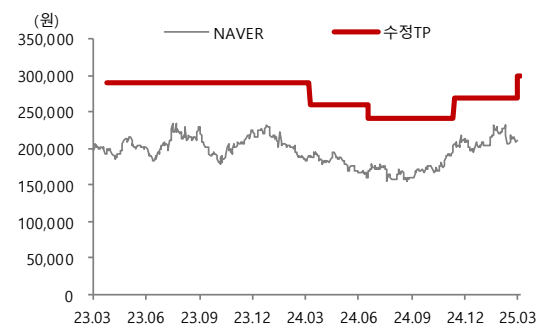
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	8,182	8,758	9,468	10,290	11,190
영업이익	1,489	1,979	2,443	3,039	3,645
영업이익률(%)	15.4	18.4	20.5	22.8	24.6
비영업손익	-7	343	162	109	144
순금융손익	-26	69	-195	-168	-151
외환관련손익	-43	-147	0	0	0
관계기업등 투자손익	267	145	196	206	199
세전계속사업이익	1,481	2,322	2,605	3,148	3,789
세전계속사업이익률(%)	15.3	21.6	21.9	23.6	25.5
계속사업법인세	496	390	444	537	646
계속사업이익	985	1,932	2,161	2,611	3,143
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,161	2,611	3,143
순이익률(%)	10.2	18.0	18.1	19.6	21.2
지배주주	1,012	1,923	2,196	2,653	3,193
지배주주귀속 순이익률(%)	10.5	17.9	18.4	19.9	21.5
비지배주주	-27	9	-35	-42	-51
총포괄이익	724	2,631	2,161	2,611	3,143
지배주주	749	2,561	2,125	2,568	3,091
비지배주주	-24	70	36	43	52
EBITDA	2,071	2,653	3,116	3,727	4,327

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	17.6	11.0	10.9	11.9	11.3
영업이익	14.1	32.9	23.4	24.4	19.9
세전계속사업이익	36.7	56.8	12.2	20.8	20.4
EBITDA	11.0	28.1	17.5	19.6	16.1
EPS	34.5	94.7	14.2	20.8	20.4
수익성 (%)					
ROA	2.8	5.2	5.5	6.2	6.9
ROE	4.4	7.9	8.3	9.2	10.2
EBITDA마진	21.4	24.7	26.2	28.0	29.2
안정성 (%)					
유동비율	111.5	153.9	165.6	163.1	168.1
부채비율	47.4	41.4	39.6	39.4	39.5
순차입금/자기자본	-0.9	-11.7	-10.8	-11.3	-13.9
EBITDA/이자비용(배)	16.3	25.3	7.3	9.2	10.5
배당성향	17.9	8.8	10.2	10.7	10.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,233	12,139	13,860	16,746	20,155
BPS	148,137	166,221	179,017	194,353	212,721
CFPS	9,819	16,390	18,109	21,088	24,463
주당 현금배당금	1,205	1,130	1,500	1,900	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	35.9	16.4	15.2	12.6	10.5
PBR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
PCR	22.8	12.1	11.7	10.0	8.6
EV/EBITDA	18.0	11.3	10.0	8.3	6.8
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.03.18	매수	300,000원	6개월		
2024.11.29	매수	270,000원	6개월	-21.53%	-14.07%
2024.07.05	매수	240,000원	6개월	-28.55%	-14.79%
2024.03.25	매수	260,000원	6개월	-31.05%	-25.08%
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-19.14%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 18일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

카카오 (035720/KS)

하반기 느중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 53,000 원(유지)

현재주가: 43,500 원

상승여력: 21.8%



Analyst
남효지

hjnam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	44,152 만주
시가총액	19,302 십억원
주요주주	
김범수(외92)	24.21%
MAXIMOPT	6.31%

Stock Data

주가(25/03/17)	43,500 원
KOSPI	2,610.69 pt
52주 최고가	54,900 원
52주 최저가	32,800 원
60일 평균 거래대금	148 십억원

주가 및 상대수익률



연중 다양한 AI 서비스 내놓을 것

작년까지 카카오는 peer 대비 AI 기술 및 전략 측면에서 상당히 뒤쳐져있다고 평가받았으나 연초 OpenAI와의 협력 소식과 함께 2월 실적 컨퍼런스 콜에서 준비 중인 AI 서비스들에 대한 실마리를 공개하며 AI 서비스에 대한 기대감을 키우고 있다. 자체 언어모델인 Kanana 뿐만 아니라 글로벌 오픈소스 LLM의 API를 조합해 카카오의 서비스에 적합한 생성 AI를 구축한다. 연내 'AI 메이트', '카나나', '생성형 AI 검색', 'AI agent'의 공개를 앞두고 있다.

글로벌 유사 사례로 점쳐보는 카카오의 AI agent

그 중 가장 기대가 높은 것은 OpenAI와의 협력을 통해 개발되는 한국형 AI agent이다. 이미 글로벌 빅테크 기업들의 다양한 AI agent들이 존재하지만 카카오가 목표하는 에이전트와는 다르다. 카카오는 국내에서 높은 점유율로 메신저, 금융, 모빌리티, 콘텐츠 등 다양한 서비스를 제공하고 있는 만큼 일상 속에 자연스럽게 스며들 수 있는 한국형 AI agent를 목표하고 있을 것이다. 유사한 사례로 생각해볼 수 있는 것은 알리바바와 Meta의 AI 서비스가 있다. 알리바바는 별도 AI 앱을 통해 그룹 생태계 내 금융, 쇼핑, 지도, 물류 서비스를 연계했다는 점과 유사하고, Meta와는 메신저에 개인화된 디지털 비서를 적용해 브랜드-소비자간 소통을 원활하게 한다는 점에서 유사하다고 볼 수 있다.

웹메이드 AI 서비스 구현이 올해 가장 큰 과제

하반기부터 본격적으로 AI 서비스들이 공개되기 시작하고, 카카오톡의 피드형 지면도 안정적으로 자리잡으며 톡비즈 실적이 개선될 것이다. 이에 더해 장기간 실적 부진이 이어졌던 콘텐츠 부문도 신규 콘텐츠 출시로 실적 반등이 기대된다. 올해 공개되는 다양한 서비스들을 통해 앱 체류시간 증가에 성공한다면 그 동안 동사가 받아왔던 challenge가 해소될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	5,911	6,799	7,557	7,874	8,197	9,062
영업이익	십억원	588	569	461	491	572	738
순이익(지배주주)	십억원	1,387	1,358	-1,013	149	280	376
EPS	원	3,111	3,049	-2,276	336	631	848
PER	배	36.2	17.4	-23.9	113.8	69.0	51.3
PBR	배	5.0	2.4	2.5	1.7	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	52.5	21.5	21.0	12.5	13.2	9.5
ROE	%	17.1	13.6	-10.3	1.5	2.8	3.6

카카오 목표주가 산출		
항목	값	비고
1) 광고	6,592.7	
특비즈 광고		
NOPLAT	300.6	OPM 29% 가정
Target Multiple	20.0	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 10% 할인 적용
적정 가치	5,999.7	
포털 광고		
NOPLAT	66.8	OPM 25% 가정
Target Multiple	8.9	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	593.0	
2) 커머스		
NOPLAT	207.8	OPM 27% 가정
Target Multiple	22.1	글로벌 경쟁사 12MF P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	4,597.8	
3) 스토리		
매출액	869.1	
Target Multiple	1.2	해외 peer 기업 12MF P/S 평균 적용
적정 가치	1,047.2	
4) 뮤직		
NOPLAT	221.6	OPM 15% 가정
Target Multiple	22.0	국내 peer 기업 12MF P/E 평균 10% 할인 적용
적정 가치	4,885.1	
5) 미디어		
NOPLAT	25.2	OPM 10% 가정
Target Multiple	22.5	국내 peer 기업 12MF P/E 평균 30% 할인 적용
적정 가치	566.6	
6) 모빌리티		
매출액	709.9	
Target Multiple	3.5	해외 peer 기업 12MF P/S 평균 적용
적정 가치	2,484.6	
7) 상장기업 지분가치		
카카오페이	1,102.0	
카카오뱅크	1,751.9	3개월 평균 시가총액 40% 할인
카카오게임즈	340.3	
합산 가치	23,368.1	
주식 수(천 주)	441,518.4	
적정 주가(원)	52,927	
목표 주가(원)	53,000	
현재 주가(원)	43,500	
상승 여력	21.8%	

AI 메이트 쇼핑 예시 - 친구 생일 알림, 선물 추천

The screenshot displays the 'AI 메이트 쇼핑' (AI Mate Shopping) interface. At the top, a notification states: '※ 이번 주 생일은 친구가 우리 12명이나 있네요!' (This week, 12 of our friends have birthdays!). Below this, a list of birthdays for the week of February 10th to 16th is shown. The main section features three cards for friends whose birthdays are approaching: '생일은 2월 11일, 2일 지났어요!' (Birthday is Feb 11, 2 days past!), '생일은 2월 15일, 3일 남았어요!' (Birthday is Feb 15, 3 days left!), and '생일은 2월 10일, 3일 지났어요!' (Birthday is Feb 10, 3 days past!). Each card includes a friend's name and a recommendation to buy a gift. At the bottom, a section titled '※ 생일 선물 추천' (Birthday gift recommendations) lists various products like skincare and home goods with their prices and a '추천 이유' (Reason for recommendation).

자료: SK 증권

OpenAI 오퍼레이터, 선물하기와 연동

The screenshot shows the 'Operator' interface. The top section, '카카오 선물하기에서 제일 잘 팔리는 핸드크림 3개를 추천 해줘' (Recommend the 3 best-selling hand creams from Kakao Gift), displays a list of products with their prices and a '추천 이유' (Reason for recommendation). The bottom section, '네이버쇼핑에서 핸드크림 제일 잘 팔리는 것 3개를 알려줘' (Tell me the 3 best-selling hand creams from Naver Shopping), shows a similar list. A '작업 모니터링' (Job Monitoring) button is visible. Below the product lists, a note states: '카카오 선물하기에서 인기있는 핸드크림 3가지 추천해드릴게요: 1. 조말론 단독구입 핸드크림 30ML, 2. 답배디스 '탄력수식' (단독/생물보장) 비듬 핸드크림, 3. 복시랑 NEW 문장만 출시! 복시랑 핸드크림 50g 듀오 세트. 이 제품들은 인기 순위에서 높은 순위를 차지하고 있어요. 도움이 되었길 바랍니다' (I will recommend 3 popular hand creams from Kakao Gift: 1. Jo Malone Single Purchase Hand Cream 30ML, 2. Dabadi's 'Elastic Formula' (Single/Biosecurity) Dandruff Hand Cream, 3. Boshilang NEW Text Only! Boshilang Hand Cream 50g Duo Set. These products are ranked highly in popularity. I hope this helps you.)

자료: OpenAI Operator, SK 증권

글로벌 AI agent 사례 비교

올해 공개될 카카오의 AI 서비스 중 가장 기대가 높은 것은 OpenAI 와의 협력을 통해 개발되는 한국형 AI agent 일 것이다. OpenAI 의 최신 API 기술과 고성능 모델을 카카오의 다양한 서비스(메신저, 커머스, 모빌리티, 콘텐츠, 금융 등)에 접목해 한국형 AI 서비스를 공동으로 개발한다. 단순히 LLM 을 통한 소통뿐만 아니라 카카오의 서비스를 function call 을 통해 호출할 수 있도록 준비 중이다.

아직까지 협업 초기 단계로 서비스에 대한 정보가 제한적이기 때문에 글로벌 기업들의 AI agent 사례를 통해 카카오 X OpenAI 의 AI agent 가 어떤 식으로 구현될 수 있을지 상상해보았다.

대표적인 AI 에이전트 사례로는 업무의 생산성을 높일 수 있는 마이크로소프트의 Copilot 과 기업이 필요로 하는 AI 기능을 직접 설계할 수 있도록 지원하는 아마존 Bedrock, 구글의 Gemini 2.0 을 기반으로 한 다양한 에이전트들이 있다.

카카오가 목표하는 AI 에이전트는 위의 케이스와는 다르다. 메신저, 금융, 모빌리티, 콘텐츠 등 다양한 서비스를 제공하고 있는 만큼, 일상생활에서의 편리함을 높일 수 있는, 일상 속에 자연스럽게 스며드는 AI 에이전트를 목표로 하고 있을 것이다

1) 알리바바

글로벌 기업들의 사례로는 알리바바와 메타의 케이스가 있다. 먼저 알리바바는 AI 어시스턴트 앱 '지샤오바오'(Zhixiaobao)를 출시했다. 지샤오바오는 알리페이와 연동되는 독립형 AI 앱으로 일상 업무를 처리할 수 있는 개인화된 AI 에이전트이다. 모바일 앱을 다운로드하거나 알리페이 앱에서 사용할 수 있다.

'Allife companion'을 비전으로 삼고 일상생활에서 필요한 서비스를 제공한다. 사용자는 지샤오바오로 음성 프롬프트를 통해 식사 주문, 택시 호출, 티켓 예약 등 일상 업무를 처리할 수 있다. 앤트 그룹의 모델 Bailing 을 기반으로 구축되었고, 결제 플랫폼인 알리페이가 제공하는 8,000 개 이상의 디지털 라이프 서비스와 400 만개 이상의 미니 앱을 이용할 수 있다는 것이 특징이다. 음식 배달 주문, 월간 지출 분석을 위한 파이 차트 생성, 모바일 충전, 택배 배송 상태 확인, 병원 예약 등의 명령을 다양한 알리바바 서비스를 통해 실행할 수 있다. 쇼핑 플랫폼 타오바오(Taobao), 물류 서비스 카이니아오(Cainiao), 음식 배달 서비스 엘리미(Ele.me), 온라인 지도

서비스 가오디(Gaode) 등이 연계된다.

앱은 크게 세가지 섹션으로 나뉘는데, 현재 섹션에는 날씨, 택배 배송 현황, 음식 배달, 차량 호출 등 즉각적인 정보가 필요한 서비스가 표시되고, 클릭하면 미니 프로그램으로 연동된다. Intelligent agents 섹션에는 항공사, 영양사, 피트니스 코치 등 전문 영역의 AI 비서가 개인화된 조언을 제공한다. 지샤오바오는 알리바바 생태계 내 서비스들을 지원해 알리페이 중심의 서비스를 더욱 강화할 수 있다는 것이 특징이다. 아직까지는 부정확한 답변을 제공하기도 하고, 외부 서비스와는 연동이 제한되어 있는 등의 한계점도 존재하지만 AI 앱을 통해 알리바바 그룹 생태계 전반의 서비스를 연계해 중국 AI agent 시장을 선점한다는 데 의미가 있다.

지샤오바오 레이아웃



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 자주 쓰는 영역



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 영역별 AI 비서 서비스 제공



자료: technode, SK 증권

지샤오바오- 채팅을 통한 질문에 대한 답변 제공



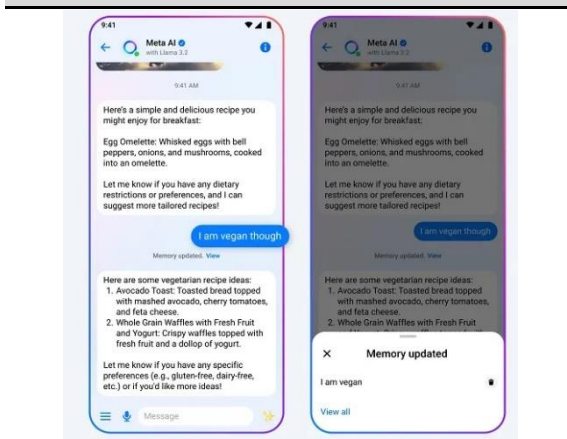
자료: technode, SK 증권

2) 메타

메타는 Llama4 와 Meta AI 를 통해 대규모 언어 모델과 가상 비서 서비스를 강화하고 있다. Meta AI 는 페이스북, 인스타그램, 왓츠앱에 통합된 개인화된 디지털 비서로 기업을 대신해 고객과 24 시간 내내 실시간으로 소통 가능한 서비스를 제공한다. 브랜드 광고에 비즈니스 AI 를 띄우고, 사용자는 광고 페이지에서 실시간으로 질문할 수 있고 AI 에이전트는 기업의 이전 게시물 및 고객 서비스 메시지 분석을 통해 답변한다. 뿐만 아니라 반품 및 교환 관리, 제품 추천 제공, 구매 처리 등 다양한 작업을 수행할 수 있다.

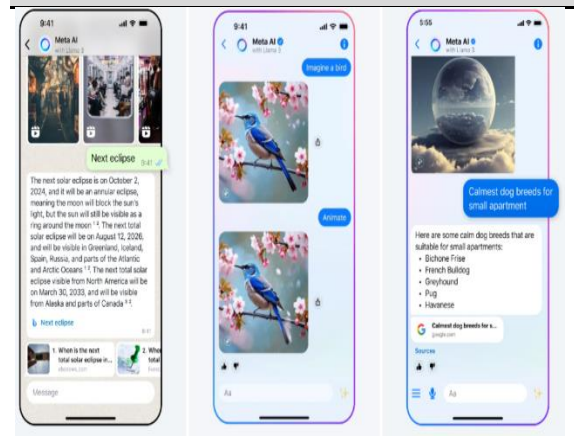
작년 말부터 왓츠앱과 메신저에서 1:1 채팅을 통해 공유한 특정 세부 정보를 메타 AI 가 기억할 수 있는 새로운 기능을 출시하기 시작했다. 사용자의 프로필, 조회한 릴스, 1:1 대화 등에서 사용자의 특징을 파악하고 이에 맞춰 사용자 선호도에 따라 답변을 구체화한다 이를 통해 향후 더욱 개인화되고 적합한 답변을 제공할 수 있다.

Meta AI, 사용자 정보 기억



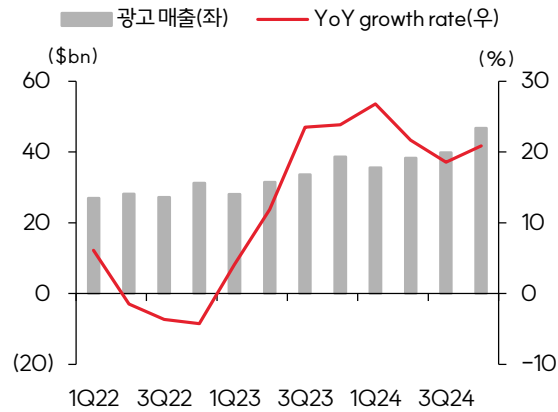
자료: 언론 취합, SK 증권

멀티모달 질의에도 적절한 답변 제공



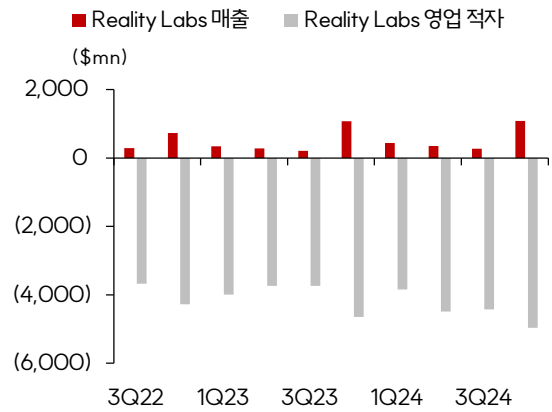
자료: 인크로스, SK 증권

META 광고 매출



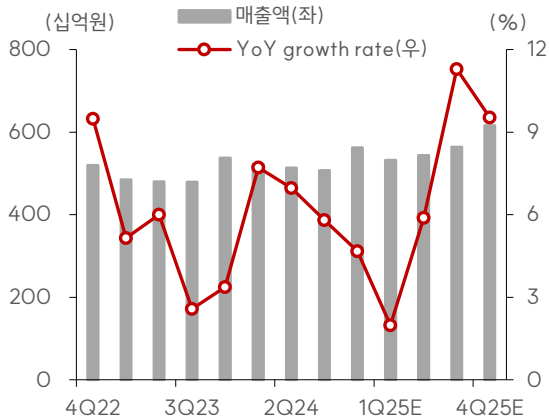
자료: Bloomberg, SK 증권

META Reality Labs 손익



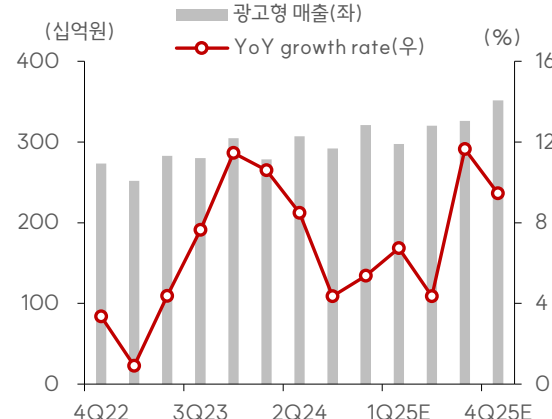
자료: Bloomberg, SK 증권

카카오 특비즈 매출



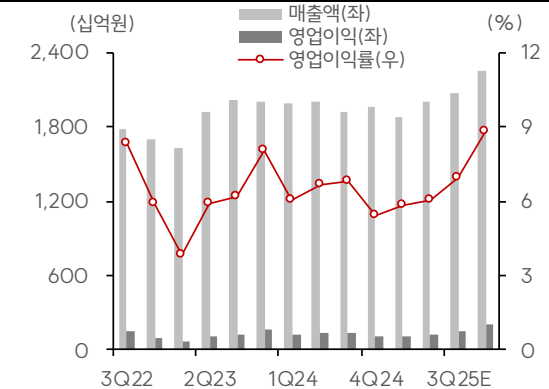
자료: 카카오 SK 증권

카카오 광고 매출 추이 및 전망



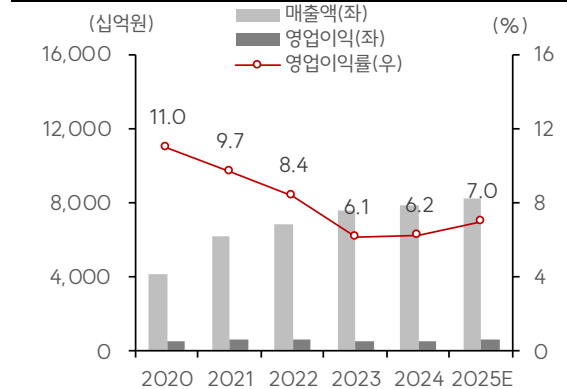
자료: 카카오 SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: 카카오 SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: 카카오 SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	7,756	8,943	9,047	9,848	10,711
현금및현금성자산	4,780	5,269	4,577	4,734	5,271
매출채권 및 기타채권	772	1,134	1,377	1,585	1,690
재고자산	160	139	168	194	207
비유동자산	14,451	15,090	15,930	16,625	16,731
장기금융자산	2,274	2,481	2,794	2,856	2,887
유형자산	885	1,322	1,257	1,363	1,457
무형자산	6,022	5,689	5,574	5,563	5,271
자산총계	22,964	25,180	26,291	27,787	28,756
유동부채	4,768	6,245	7,274	8,353	8,899
단기금융부채	1,376	1,923	2,335	2,687	2,866
매입채무 및 기타채무	1,369	1,794	4,400	5,063	5,399
단기충당부채	21	21	25	29	31
비유동부채	3,798	3,737	3,514	3,685	3,771
장기금융부채	2,825	2,577	2,378	2,378	2,378
장기매입채무 및 기타채무	135	228	5	5	5
장기충당부채	70	81	98	113	121
부채총계	9,448	11,321	12,393	13,642	14,275
지배주주지분	9,984	9,764	10,042	10,295	10,645
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,927	8,927	8,927
기타자본구성요소	41	8	-31	-31	-31
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	3,031	1,922	2,035	2,288	2,637
비지배주주지분	3,532	4,095	3,857	3,850	3,837
자본총계	13,516	13,859	13,899	14,145	14,482
부채와자본총계	22,964	25,180	26,291	27,787	28,756

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	678	1,341	3,086	1,947	2,102
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	-44	273	363
비현금성항목등	126	3,001	991	866	1,261
유형자산감가상각비	378	489	719	744	1,107
무형자산상각비	204	271	284	261	292
기타	-455	2,240	-12	-139	-137
운전자본감소(증가)	-460	248	2,024	664	336
매출채권및기타채권의감소(증가)	-69	-108	-329	-208	-105
재고자산의감소(증가)	-73	43	-84	-25	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	64	364	2,527	663	336
기타	-373	-394	-89	73	48
법인세납부	-318	-303	-204	-70	-94
투자활동현금흐름	-1,574	-1,780	-1,662	-2,021	-1,669
금융자산의감소(증가)	-75	224	-334	-317	-160
유형자산의감소(증가)	-439	-561	-481	-850	-1,200
무형자산의감소(증가)	-91	-135	-169	-250	0
기타	-970	-1,308	-679	-604	-308
재무활동현금흐름	412	1,020	-1,963	325	152
단기금융부채의증가(감소)	-297	-59	-1,883	352	178
장기금융부채의증가(감소)	562	-16	37	0	0
자본의증가(감소)	335	723	87	0	0
배당금지급	-23	-55	-27	-27	-27
기타	-165	426	-177	0	-0
현금의 증가(감소)	-490	553	-812	157	538
기초현금	5,326	4,836	5,389	4,577	4,734
기말현금	4,836	5,389	4,577	4,734	5,271
FCF	240	780	2,605	1,097	902

자료 : 카카오, SK증권 추정

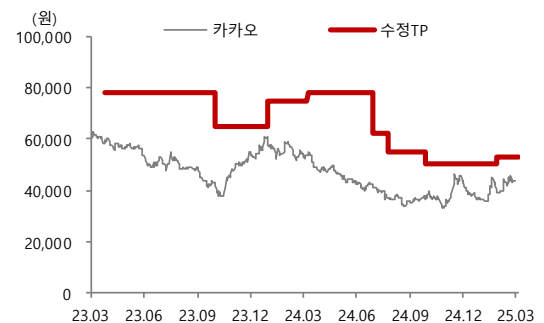
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	6,799	7,557	7,874	8,197	9,062
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	7,874	8,197	9,062
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	6,229	7,096	7,382	7,625	8,324
영업이익	569	461	491	572	738
영업이익률(%)	8.4	6.1	6.2	7.0	8.1
비영업손익	700	-2,109	-359	-228	-281
순금융손익	13	27	204	214	235
외환관련손익	-26	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	-58	4	55	38	52
세전계속사업이익	1,269	-1,648	133	344	457
세전계속사업이익률(%)	18.7	-21.8	1.7	4.2	5.0
계속사업법인세	202	168	176	70	94
계속사업이익	1,067	-1,817	-44	273	363
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,067	-1,817	-44	273	363
순이익률(%)	15.7	-24.0	-0.6	3.3	4.0
지배주주	1,358	-1,013	149	280	376
지배주주귀속 순이익률(%)	20.0	-13.4	1.9	3.4	4.1
비지배주주	-291	-804	-193	-7	-13
총포괄이익	-663	-1,715	133	273	363
지배주주	-262	-884	136	261	347
비지배주주	-400	-831	-3	12	16
EBITDA	1,151	1,222	1,494	1,577	2,136

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	15.0	11.2	4.2	4.1	10.6
영업이익	-3.1	-19.1	6.6	16.3	29.1
세전계속사업이익	-44.5	적전	흑전	159.0	33.1
EBITDA	19.8	6.1	22.3	5.6	35.5
EPS	-2.0	적전	흑전	87.8	34.4
수익성 (%)					
ROA	4.7	-7.5	-0.2	1.0	1.3
ROE	13.6	-10.3	1.5	2.8	3.6
EBITDA마진	16.9	16.2	19.0	19.2	23.6
안정성 (%)					
유동비율	162.7	143.2	124.4	117.9	120.4
부채비율	69.9	81.7	89.2	96.4	98.6
순차입금/자기자본	-17.7	-19.1	-15.6	-16.1	-19.4
EBITDA/이자비용(배)	10.5	7.5	0.0	0.0	0.0
배당성향	1.9	-2.6	18.0	9.6	7.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,049	-2,276	336	631	848
BPS	22,416	21,951	22,637	23,204	23,992
CFPS	4,354	-566	2,595	2,897	3,999
주당 현금배당금	60	61	61	61	61
Valuation지표 (배)					
PER	17.4	-23.9	113.8	69.0	51.3
PBR	2.4	2.5	1.7	1.9	1.8
PCR	12.2	-95.9	14.7	15.0	10.9
EV/EBITDA	21.5	21.0	12.5	13.2	9.5
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.02.14	매수	53,000원	6개월		
2024.10.15	매수	50,000원	6개월	-22.42%	-6.80%
2024.08.12	매수	55,000원	6개월	-34.13%	-29.64%
2024.07.16	매수	62,000원	6개월	-36.46%	-33.31%
2024.03.25	매수	78,000원	6개월	-41.17%	-29.62%
2024.01.16	매수	75,000원	6개월	-26.37%	-21.07%
2023.10.17	매수	65,000원	6개월	-24.45%	-6.00%
2023.04.10	매수	78,000원	6개월	-33.45%	-22.44%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 03월 18일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------