

2025.09.15

Industry Report

AI PHASE 2: AI 슈퍼앱전쟁



최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

이토 하루히코 연구원
02-709-2659
haruhiko.ahn.ito@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT
& SECURITIES



04_ AI 공격수 카카오 vs AI 수비수 네이버

11_ AI검색 확산, 기업별로 방어수준 다를 것

21_ 카카오 AI 슈퍼앱 전망

27_ AI 슈퍼앱 현황

39_ Appendix: 국내 AI 현황

44_ [기업분석]

카카오, NAVER, 뽀튼테크놀로지스,
LG씨엔에스, 롯데이노베이트

■ 산업 SUMMARY

- ✓ AI앱 전쟁이 본격화 되는 중. CHATGPT는 국내에서 2,000만명의 MAU를 확보. AI앱은 이제 선택이 아닌 필수 생활앱으로 자리잡음
- ✓ 이런 상황에서 AI 앱들은 슈퍼앱으로의 진화를 모색 중. 이미 기존 챗봇에서 RAG 도입을 통해 검색까지 나아갔음. CHATGPT는 AGENT 서비스를 통해 커머스의 영역에도 진출. Perplexity는 뉴스 서비스를 통해 포털 서비스 영역에 진출. Claude는 MCP를 창시함과 동시에 다양한 서비스를 붙이며 슈퍼 앱으로 나아가고 있음
- ✓ AI 시대에는 당연히 AI First APP이 필요. 단순히 기존서비스에 AI를 붙이는 것을 넘어, AI가 서비스의 중추로서 기능해야 할 것
- ✓ AI앱들의 슈퍼앱화는 검색포털 플랫폼 서비스에 악영향 끼칠 것으로 예상. '24년 11월 CHATGPT 검색 서비스 시작 후 안텍스/바이두/야후재팬/네이버 모두 1Q25부터 부정적 지표 보이기 시작했고, 2Q25 더 악화되었음. 제로클릭도 전년대비 3%p 증가. 반면 커뮤니케이션 중심의 메타/텐센트/라인은 고성장세 유지 중. 카카오톡은 전년과 유사한 수준. 상대적으로 검색기업 대비 AI 서비스 개입여지가 적은 대화/SNS 기업들의 선방이 예상됨
- ✓ 기존 레거시 검색 플랫폼들에게 AI 서비스 도입은 방어적 관점에서 기능할 것. 아직까지는 광고 인벤토리 확보 등 명확한 수익지점 찾지 못했음. 반면 메신저 플랫폼들에게 AI 서비스 도입은 더하기의 개념으로 작용할 것으로 예상. 외부협력과 다양한 버티컬 서비스 접목에 따라 AGENT 잠재력도 큼
- ✓ 카카오의 AI 슈퍼앱 개편으로 인해 네이버와 카카오가 앞으로는 직접적으로 핵심영역(검색/커머스)에서 경쟁할 가능성 높아짐. 공격측은 카카오, 수비측은 네이버. 네이버의 전반적인 방어를 예상하나 카카오의 일부 득점도 있을 전망
- ✓ 문제는 밸류에이션, 네이버 '25F PER은 19배로 하단, 카카오 '25F PER 50배로 상단. 네이버의 AI 실패 /카카오의 AI 성공이 가정되어 있는 밸류
- ✓ 그러나 글로벌 AISW의 밸류에이션이 급격하게 확장되는 지금 시점에서는 당장의 밸류에이션보다 향후 성장성에 더 주목해야 한다고 판단. AI 공격수 카카오의 밸류에이션 확장이 더 매력적인 스토리
- ✓ 이에 따라 네이버 목표주가를 34만원에서 30만원으로 하향함. 카카오는 목표주가 8만원에서 8.8만원으로 상향하고 TOP-PICK으로 변경. 그 외 롯데 이노베이트 목표주가 2.7만원, LGCNS 9만원 투자의견 BUY로 커버리지 개시

AI 공격수 카카오 vs AI 수비수 네이버



네이버 vs 카카오1

■ 핵심영역에서 경쟁 이뤄질 전망

- 그동안 네이버와 카카오는 상대적으로 직접적 경쟁 영역이 적었음
- 검색/커머스 중심의 네이버 vs 대화 플랫폼/선물하기 중심의 카카오로 핵심 비즈니스에서는 직접적 경쟁을 피해왔음
- 카카오의 AI 검색/CHATGPT 도입 및 AI AGENT 출시로 이제부터는 핵심 영역에서 직접 경쟁할 가능성 높아짐. 공격측은 카카오, 방어측은 네이버
- 카카오는 최근 MCP 플랫폼 출시하는 등 외부 버티컬 서비스 접목에 집중. AI AGENT는 자서 서비스(모빌리티/커머스 등)MS 확대에도 도움될 것
- 카카오 AI AGENT와 커머스 등 외부 버티컬서비스와의 결합강도에 따라 네이버 기존 서비스 M/S 빼앗길 위험성 존재
- 카카오 AI 검색의 경우 위협되지 않겠으나 문제는 카카오톡 CHATGPT 탑재를 통한 마케팅으로 CHATGPT 트래픽이 더 올라갈 개연성이 있다는 것
- 숏츠의 경우에도 카카오의 약진이 기대됨. 오픈카톡 탭이 숏츠탭으로 변경되면서 체류시간 20% 이상 가능할 것. 4Q25~3Q26 카카오 광고성장률 16% 전망
- 커머스의 경우는 AGENT 연동되더라도 침투율 미미할 것으로 예상. 그보다는 쿡커머스/모빌리티 서비스 연동에 주목. Best 시나리오 적용 시 '29년 예상 카카오 톡 AI 커머스 GMV 1.6조원

국내 플랫폼 전쟁과 그 결과

카테고리	경쟁구도	결과
포털플랫폼	네이버vs야후vs다음 vs라이코스vs 구글 등	네이버/구글의 승리, 라이코스,야후 폐업
대화플랫폼	버디버디vs네이트온 vs카카오톡vs라인 등	카카오톡 사실상 독점
SNS 플랫폼	싸이월드vs프리챌 페이스북 vs 카카오토리 vs 네이버 미투데이	글로벌 플랫폼 과점
커머스 플랫폼	네이버 vs 쿠팡 vs 오픈마켓 등	네이버/쿠팡 합산 점유율 과반에 육박, 기타 오픈마켓 실적하향세
금융플랫폼	네이버페이vs카카오페이 vs토스vs뱅크샐러드 등	독자 플랫폼으로는 토스가 시장 과점

자료:각사, DS투자증권 리서치센터

네이버 vs 카카오 현재 경쟁상황 및 향후 경쟁

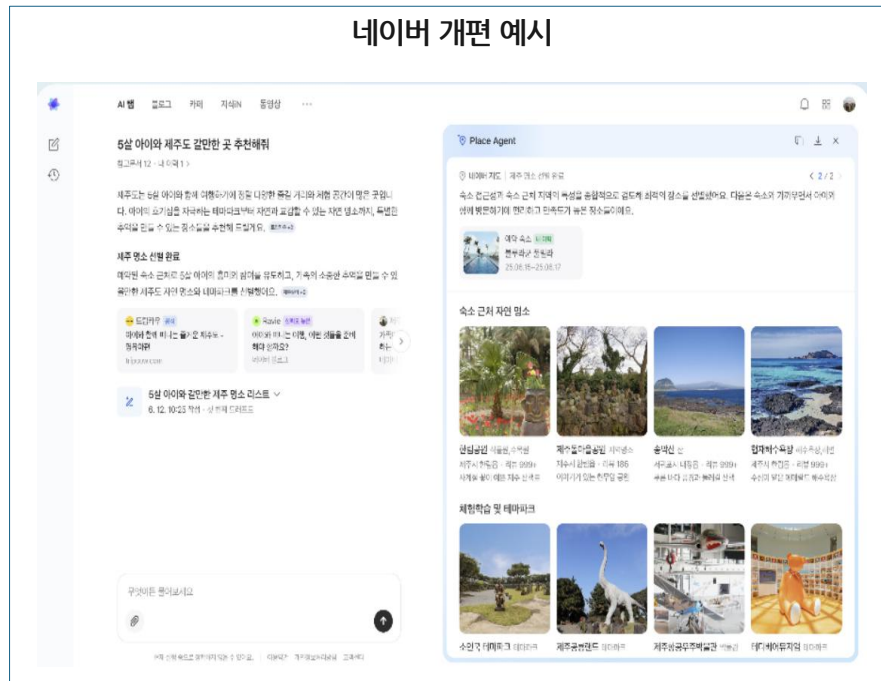
카테고리	네이버	카카오
검색	네이버	다음, 카카오톡GPT(예정 및 추정)
커머스	네이버쇼핑	카카오 톡커머스, 카카오톡 AGENT(예정 및 추정)
콘텐츠	네이버웹툰,클립	카카오웹툰,카카오톡 숏츠(예정)
모빌리티	우버 멤버십(예정)	카카오 모빌리티

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터

네이버 vs 카카오2

■ AI 전략 및 성장가능성은 네이버 보다 카카오가 우위로 판단

- 네이버가 외부AI 도입 밝히며 이제는 카카오/네이버 모두 AI 서비스 전략 일치. 양사 모두 글로벌 프론티어 LLM 기반 AI 서비스화 적용에 집중
- **종합적으로 AI 시대 공방관점에서는 네이버 보다 카카오가 유리할 것으로 예상**
- **속도: 카카오>네이버**, 카카오 9/23 IF KAKAO 행사에서 AI 공개, 11월 출시 예상으로 가장 빠름
- **기술: 카카오>네이버**, OPENAI와의 단독 협력으로 확실한 기술적 우위 가져갈 것. 네이버는 데이터 개방하지 않는 이상 단독제휴 어려울 것
- **활용성: 네이버>카카오**, 다양한 언어모델 활용할 수 있고 UGC, 퍼스트파티 데이터, 버티컬서비스가 풍부한 네이버의 우위
- **향후 EPS 영향: 카카오>네이버**, 네이버는 이미 광고에 AI 솔루션 적용하는 등 서비스 개편이 일부 진행된 상황. 단기적으로 AI 기반 클라우드 성장 규모 기대하기도 어려움. 반면 카카오는 AI 비즈니스를 이제 시작. AI 기반 서비스로 광고트래픽 확보할 예정으로 성장의 관점에서는 앞서 있음



자료:NAVER, DS투자증권 리서치센터

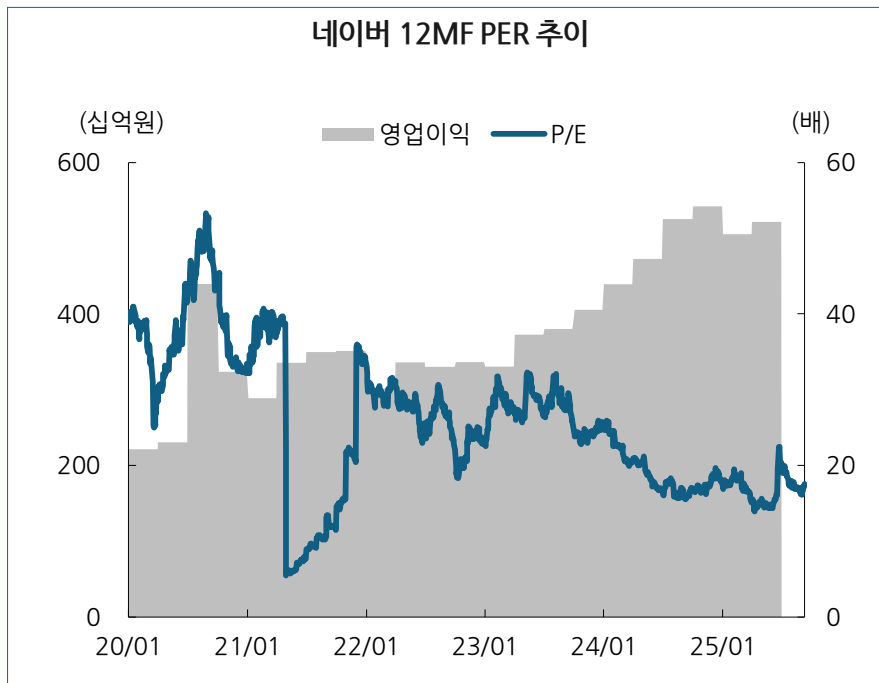


자료: 언론보도, DS투자증권 리서치센터

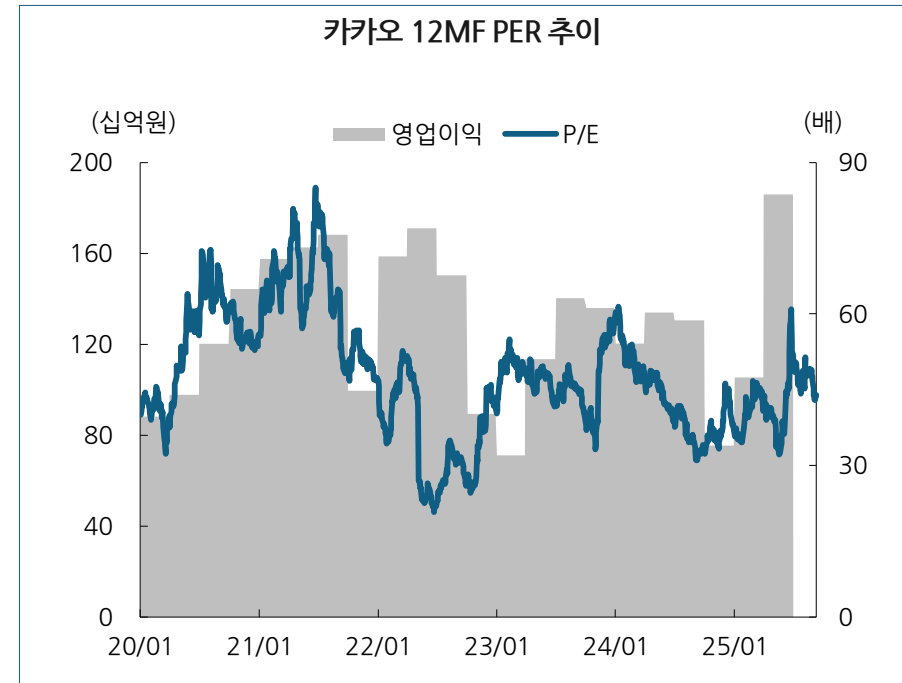
네이버 vs 카카오3

■ 문제는 밸류에이션, 하지만 성장률의 관점에서 카카오가 더 매력적

- 다만 현재 밸류에이션의 관점에서는 네이버가 카카오 대비 절대 우위에 있음
- 네이버/카카오 시가총액 격차는 '20년 이후로 가장 좁혀진 상황. 반면 양사의 영업이익 격차는 가장 높은 상황
- 네이버 19배로 Historical Low 수준, 카카오 50배로 Historical High 상단 수준으로 네이버의 AI 실패, 카카오의 AI 성공이 이미 반영되어 있다고 판단
- 네이버의 현재 화두는 AI로 인해 검색광고 점유율이 완만히 하락할 수 있다는 우려, 기대보다는 우려가 선반영 되는 상황
- 카카오의 현재 화두는 AI와 카카오톡의 결합으로 새로운 가치를 창출하고 이로 인해 이익이 상승할 수 있다는 기대감. 우려보다는 기대가 선반영되는 상황
- 이는 서비스 개편의 정도가 기능을 추가하는 수준에 그칠 네이버와 어플리케이션의 작동로직을 뒤바꾸는 카카오의 전략적 차이
- 그러나 향후 성장성 측면에서 카카오의 밸류에이션 확장 스토리가 네이버의 방어 성공 스토리보다 더 매력적으로 판단, 카카오톡 AI 서비스 가시화와 2Q 글로벌 포털/메신저 기업들 성장경로를 이유로 TOP-PICK 네이버 → 카카오로 변경



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

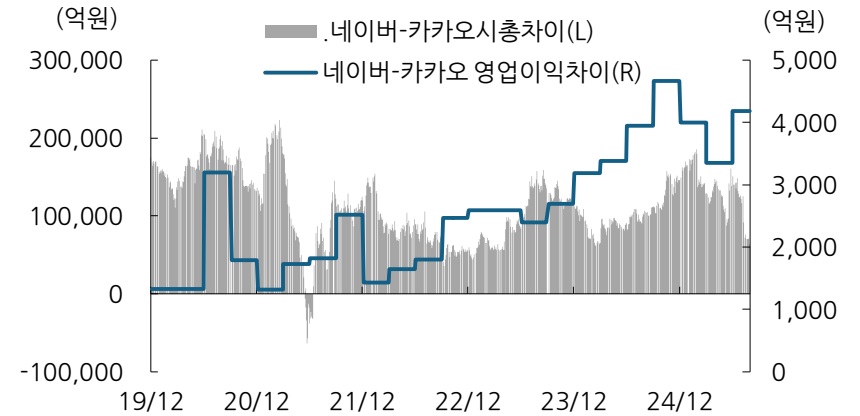
네이버 vs 카카오

네이버 카카오 상대주가 추이



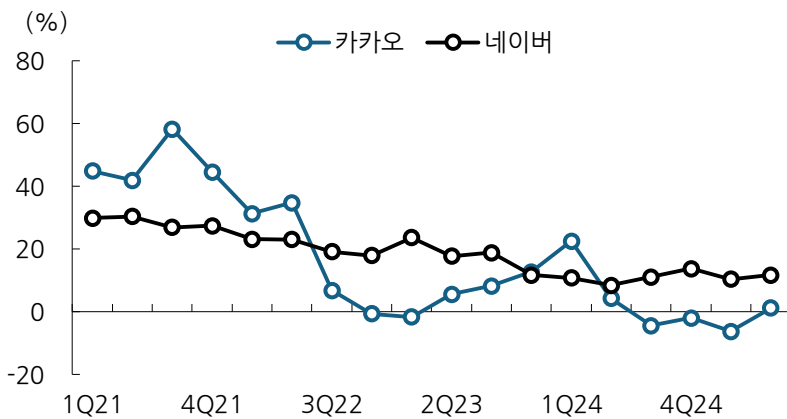
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

네이버 카카오 시총격차 및 영업이익 격차 추이



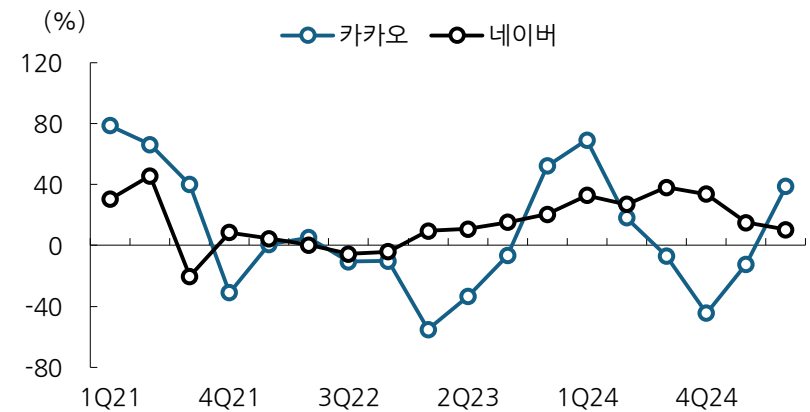
자료: DS투자증권 리서치센터

네이버 카카오 매출액 YoY 성장률 비교



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

네이버 카카오 영업이익 YoY 성장률 비교



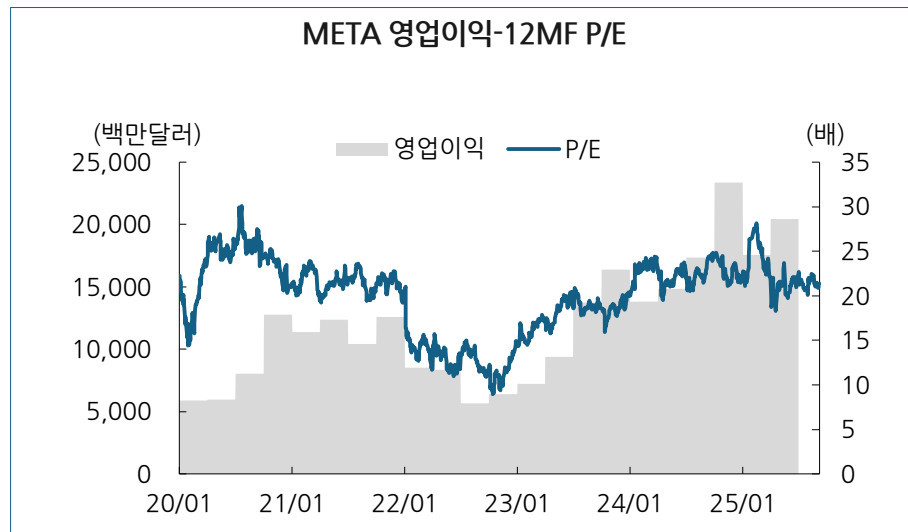
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

PEER TABLE

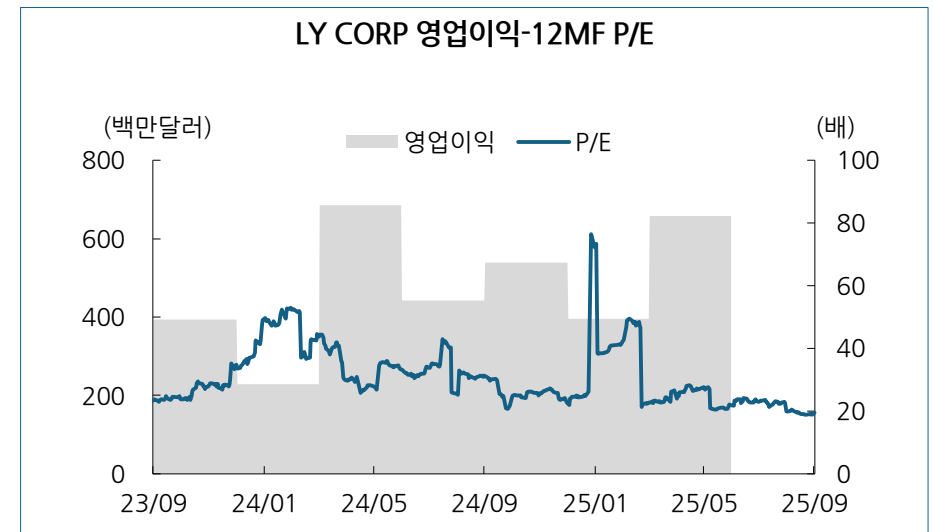
		카카오	네이버	알리바바	구글	네비우스	텐센트	메타	라인야후
매출액 (백만달러) (십억 원,엔)	24	7,872	10,738	131,313	350,018	118	91,707	164,501	1,815
	25F	8,038	11,934	138,773	337,214	536	104,241	196,010	1,934
	26F	8,809	13,107	145,959	378,860	1,383	114,404	227,341	2,058
영업이익 (백만달러) (십억 원,엔)	24	460	1,979	15,815	112,390	(441)	28,904	69,380	208
	25F	636	2,223	18,991	130,605	(417)	34,487	80,588	310
	26F	812	2,539	17,256	149,018	(324)	39,702	87,181	329
OPM	24	6	18	12	32	(375)	32	42	11
	25F	8	19	14	39	(78)	33	41	16
	26F	9	19	12	39	(23)	35	38	16
순이익 (백만달러) (십억 원,엔)	24	55	1,923	11,163	100,118	(641)	26,956	62,360	113
	25F	522	1,885	21,700	127,263	82	35,759	83,240	154
	26F	638	2,094	18,358	134,532	(439)	40,226	92,775	170
EPS (달러) (원)	24	126	12,702	4	8	(2)	3	25	15
	25F	1,192	12,188	9	10	(1)	4	34	21
	26F	1,454	13,529	8	11	(1)	4	36	24
BPS (달러) (원)	24	23,100	170,953	56	27	14	15	72	405
	25F	24,270	176,516	64	33		18	94	426
	26F	25,826	189,508	66	41		21	124	436
PER (배)	24	303	16	10	24		19	24	26
	25F	51	19	16	23		21	23	23
	26F	42	17	19	21		18	21	20
PBR (배)	24	1.7	1.2	1.3	7.1		3.7	8.1	1.0
	25F	2.5	1.3	2.3	7.2		4.5	8.2	1.1
	26F	2.3	1.2	2.2	5.8		3.8	6.2	1.1
EV/EBITDA (배)	24	12	10	4	17		14	17	9
	25F	17	12	11	17		19	18	9
	26F	15	10	13	14	86	17	15	8
ROE (%)	24	0.6	7.9	8.1	32.9	(19.5)	21.8	37.1	3.8
	25F	5.0	7.1	13.1	31.1	(5.6)	20.6	35.3	5.1
	26F	5.6	7.4	11.6	27.7	(10.9)	20.3	29.2	5.7
DPS	24	68.0	1,130.0	1.0	0.6	0.0	0.6	2.0	5.6
	25F	73.6	1,318.3	0.8	0.8	0.0	0.7	2.1	6.6
	26F	80.7	1,498.6	1.3	0.7	0.0	0.8	2.2	7.0
배당수익률	24	0.1	0.5	1.4	0.3	N/A	0.7	0.3	0.1
	25F	0.1	0.6	0.6	0.3	0.0	0.9	0.3	1.4
	26F	0.1	0.6	0.9	0.3	0.0	1.0	0.3	1.4
CAPEX (십억달러) (십억 원,엔)	24	(379.6)	(554.0)	(4.5)	(52.5)	(0.8)	(9.7)	(37.3)	(71.0)
	25F	(531.6)	(761.2)	(11.5)	(84.3)	(1.5)	(11.7)	(68.9)	(135.6)
	26F	(635.8)	(756.2)	(16.2)	(92.9)	(2.6)	(11.8)	(96.3)	(138.0)

자료: Bloomberg Consensus, DS투자증권 리서치센터

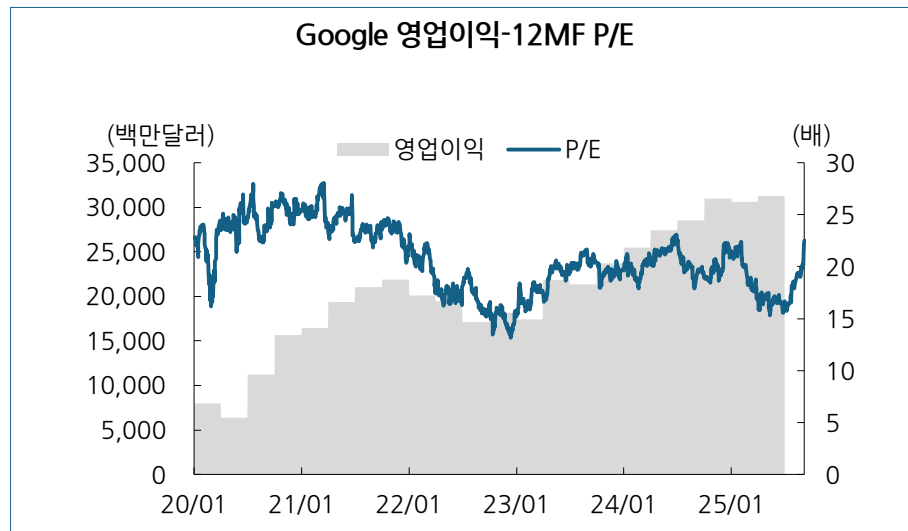
글로벌 PEER 12MF P/E



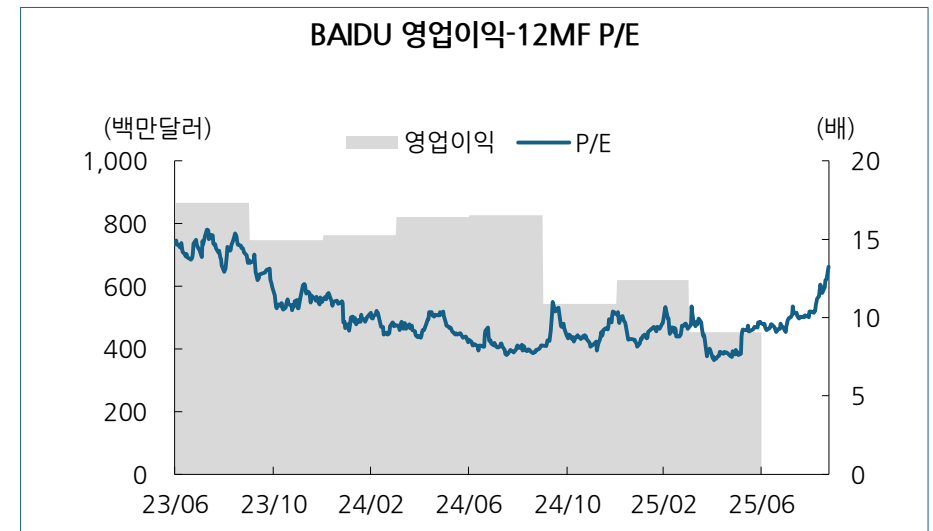
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

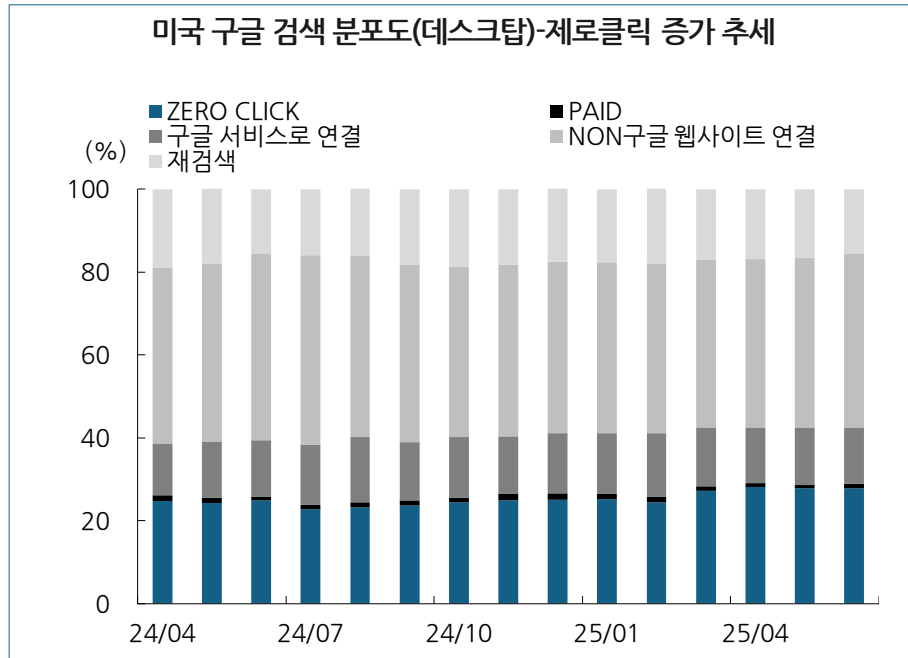
AI검색 확산, 기업별로 방어수준 다를 것



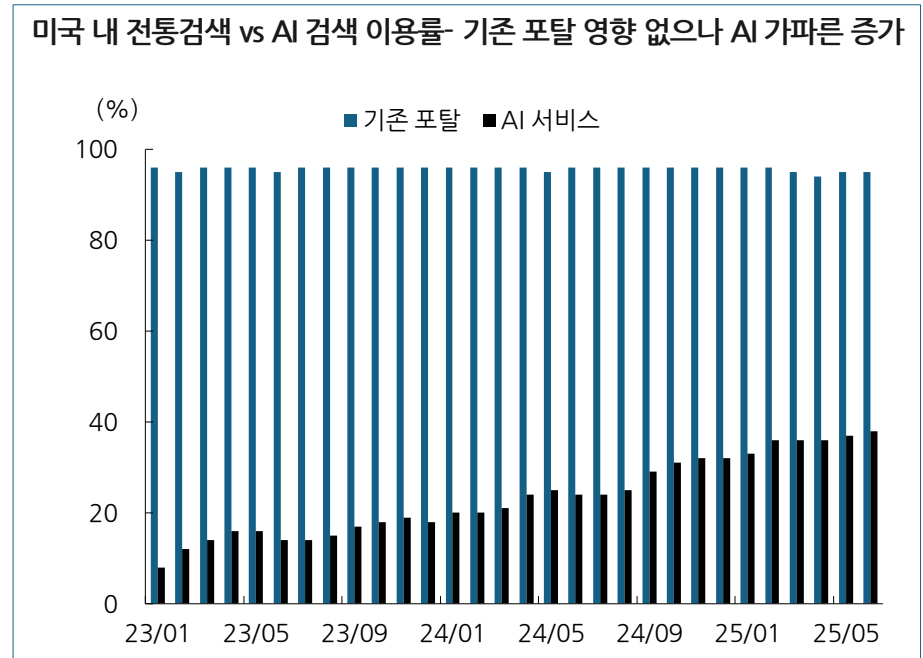
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려

■ 계속 깊어지는 AI 검색 우려

- CHATGPT 서비스가 나왔을 때부터 레거시 검색의 카니발은 계속 지적되어 왔음. 새로운 이야기는 아니지만 '24년 11월 CHATGPT AI 검색 공식출시로 더 고도화
- 글로벌 포털업체인 구글/네이버/바이두/얀덱스는 모두 AI 검색에 대한 우려가 없다고 지속적으로 주장 중. 이들에 따르면 최근 하락은 광고주들의 지출둔화
- 반론도 있었음. 애플의 부사장은 지난 5월, AI 검색이 사파리에서 구글 점유율을 낮추고 있다고 밝힘. 이로 인해 당일 구글 주가는 8% 하락
- AI 검색의 확산은 레거시 AI 검색 트래픽에 지속적 악영향 끼칠 것으로 전망. 기존 포털서비스의 AI 검색도 문제가 될 수 있음. 이는 AI검색이 필연적으로 제로클릭 서치(검색이후 다음행동으로 이루어지지 않는, 검색 한번으로 끝나는 검색)를 늘리기 때문. 조사에 따르면, 전체 검색에서 제로클릭 비중은 1년 새 3%p 증가
- 검색은 앞으로 AI검색+기존검색을 혼용하는 형태로 갈 가능성이 높음. 그래도 비즈니스쿼리는 여전히 전통포털의 강세가 이어질 것으로 보임
- 시장 비관론자의 검색 우려는 과도하나 해당 이슈는 계속해서 전통 포털 검색업체들의 밸류에이션을 디레이팅할 수 밖에 없는 요인으로 작용할 것
- 해결 방법은 AI 검색 수익화, 곧 이뤄질 미래지만 선두주자(GPT/구글) 액션 먼저 나와야 가능할 것

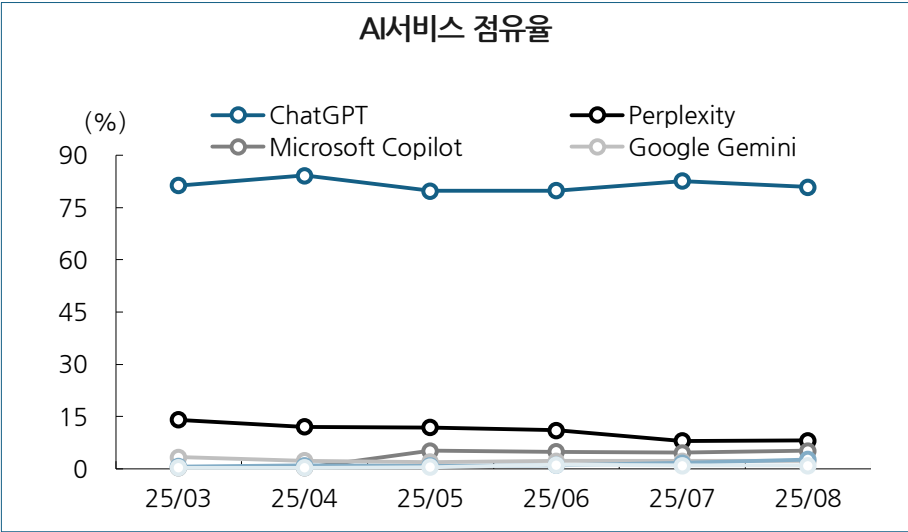


자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터

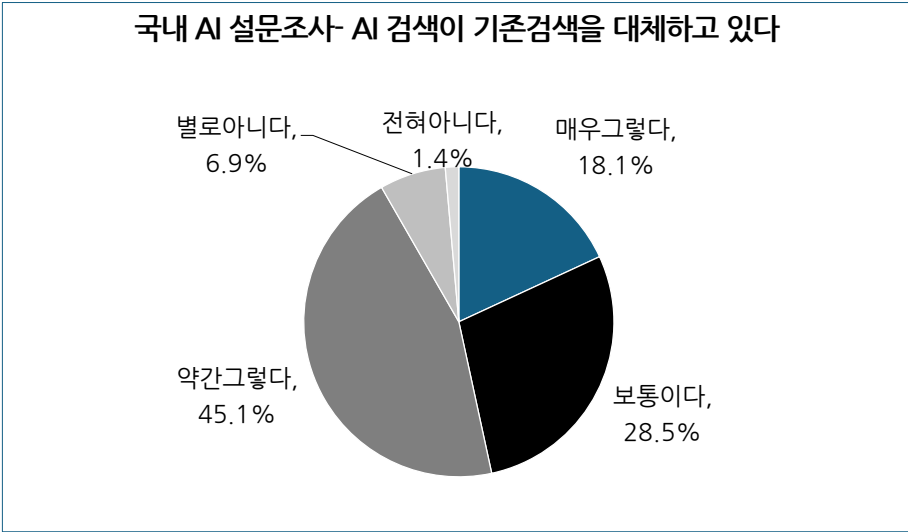


자료: Datos, DS투자증권 리서치센터
주: 월1회 이상 방문 기준 이용률

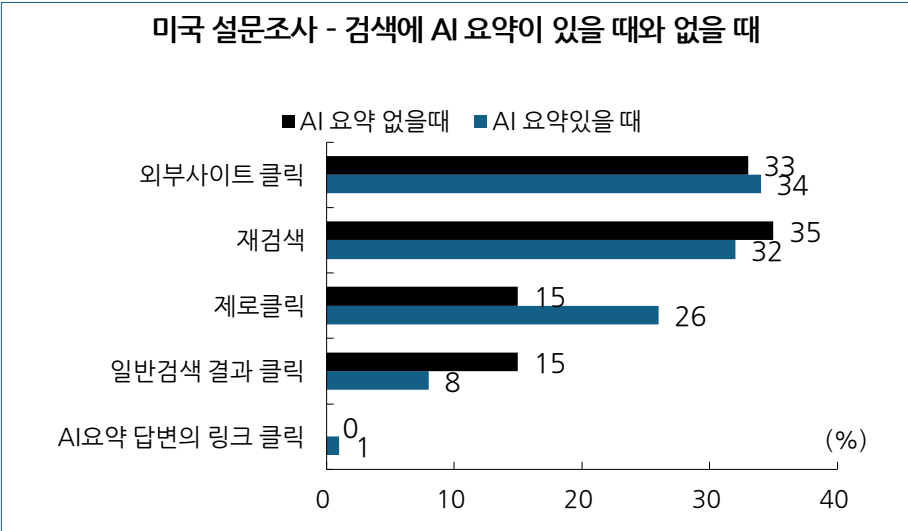
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려



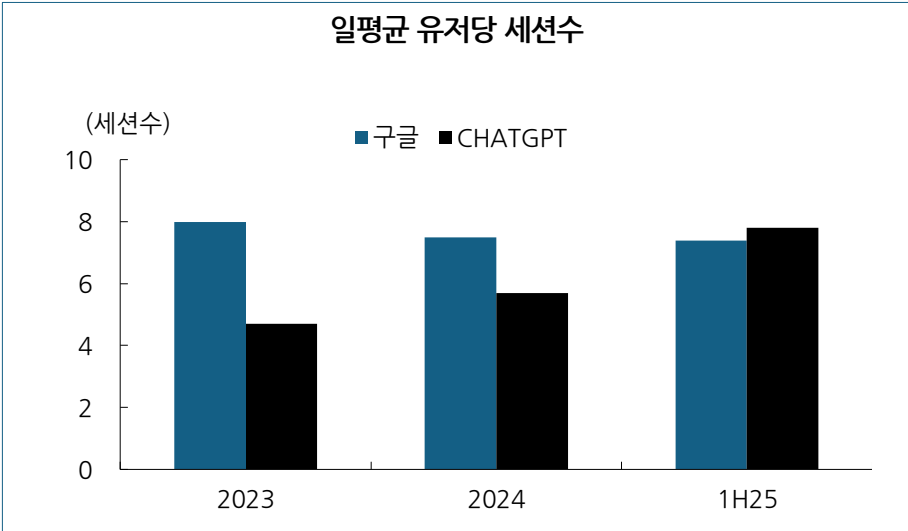
자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터



자료:오픈서베이, DS투자증권 리서치센터
주: 6월조사, 표본 1000명

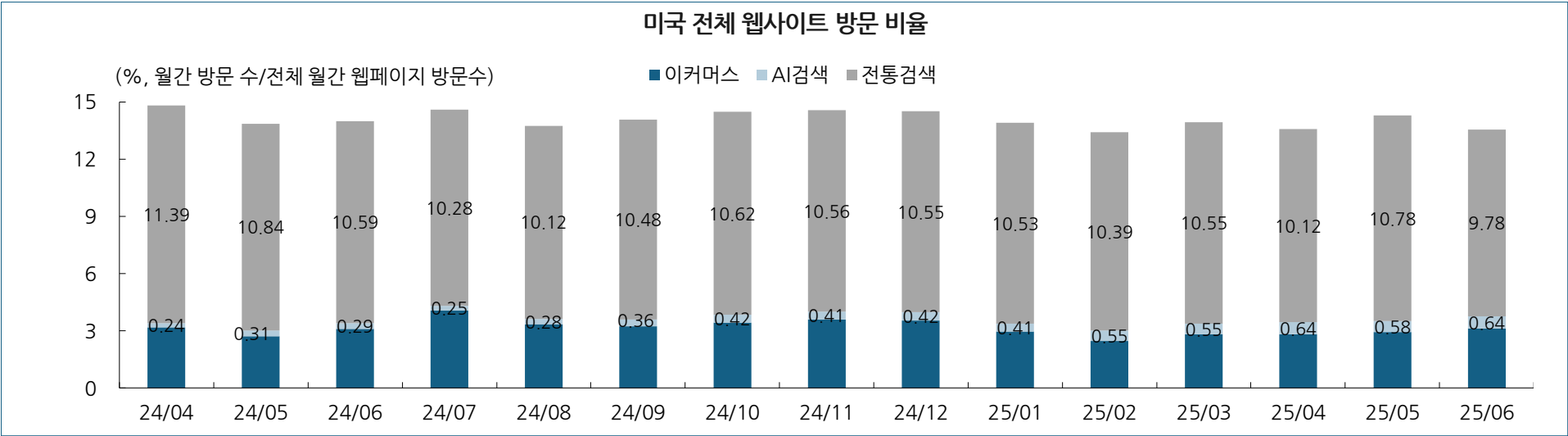


자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터

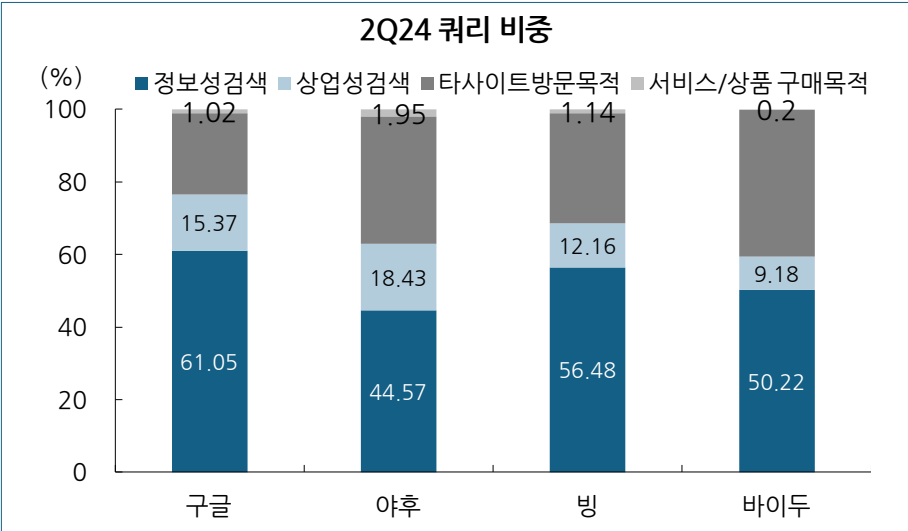


자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

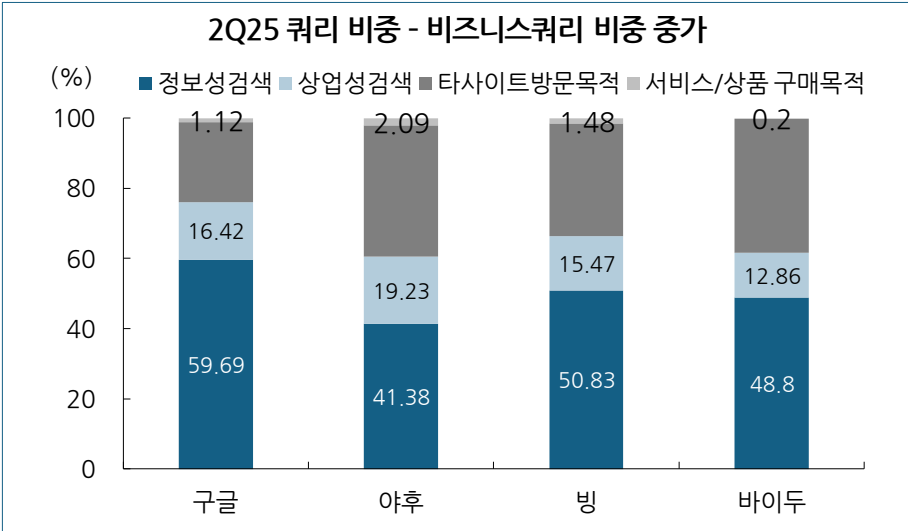
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려



자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터



자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터

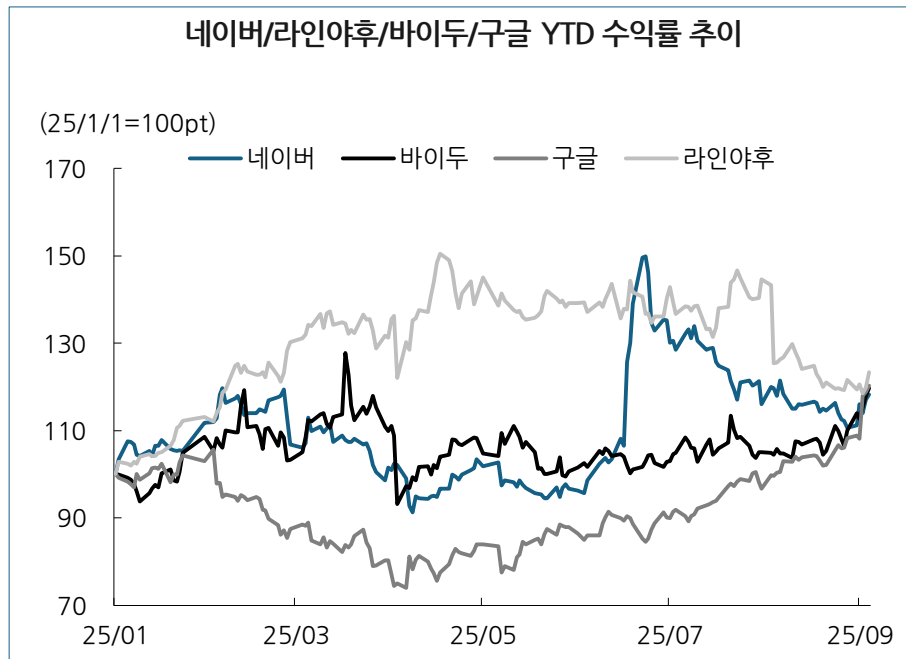


자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터

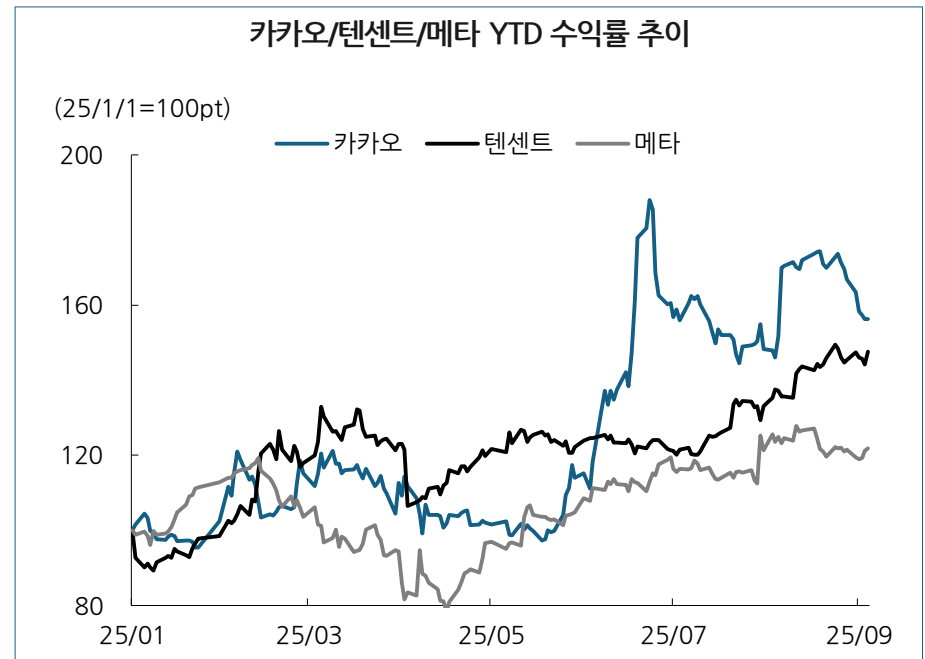
AI검색은 단순 우려일까? -기업별로 방어수준 다를 것

■ AI 검색의 침투는 이미 벌어진 일, 광고 매출로 비교

- 글로벌 포털 플랫폼 간의 직접적인 비교는 적절하지 않을 수 있음. 각국의 소비자 소비형태/실제 서비스/광고업황 등이 각각 다르기 때문
- 그래도 AI 검색의 위협을 받고 있다는 공통분모 존재. AI 검색이 이미 충분히 침투한 지금의 성장률을 보고 비교하는 것은 가능
- 2Q 기준으로 네이버의 서치플랫폼 성장률은 YoY 5.9%, 야후재팬 검색 -7.7%, 구글 검색 12%, 바이두 검색 -15.6%, 안텍스 검색+12%
- 과거 성장률과 비교하면 검색업체 중에서는 네이버와 구글 그리고 안텍스가 AI 검색에도 꾸준한 검색광고 성장을 거두고 있음
- 반면 바이두/라인야후는 AI 검색 급증과 숏폼 흥행 이후 확연하게 점유율 떨어지는 상황. 특히 바이두는 AI 검색 도입에도 점유율 하락 중
- 경쟁환경, 보유 데이터 수준 및 UGC 활성화, AI 광고 솔루션 도입의 차이가 성장률 격차를 만들고 있는 것으로 판단
- 앞으로도 야후재팬/바이두 대비 네이버/안텍스/구글의 오버퍼폼은 지속될 것으로 예상
- 특히 별도 AI 검색 서비스업을 제공하는 구글이 가장 유리하다고 판단. AI 검색에 대응하는 가장 좋은 방법은 AI 검색 서비스를 같이 도입하는 것

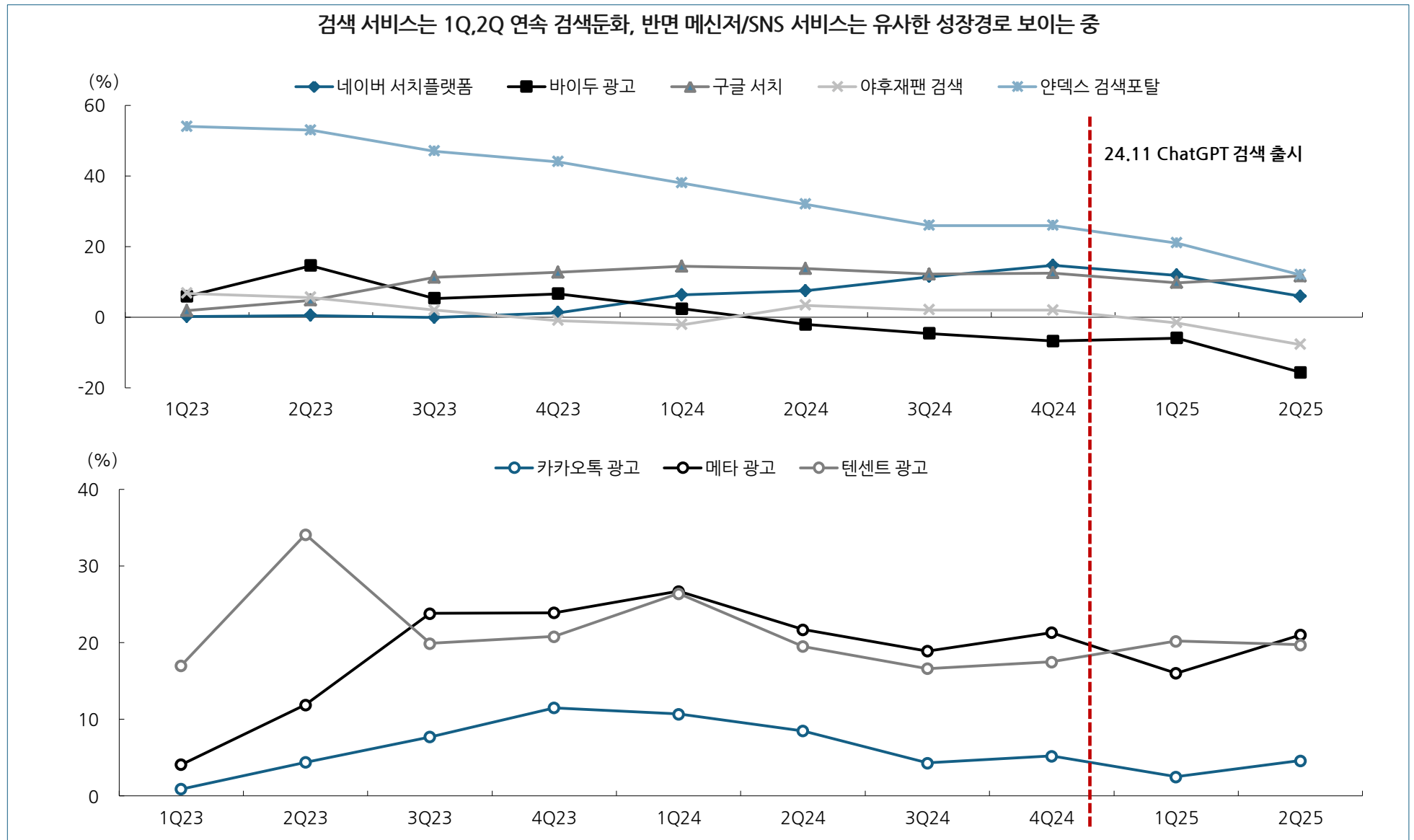


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

글로벌 검색기업/메신저기업 광고매출 YoY

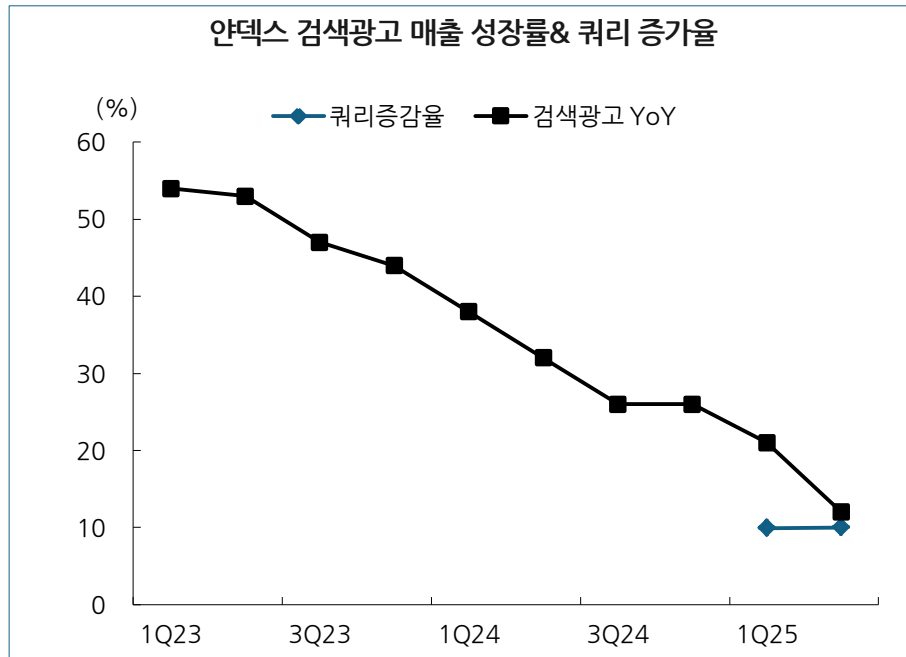


자료: 각 사,DS투자증권 리서치센터

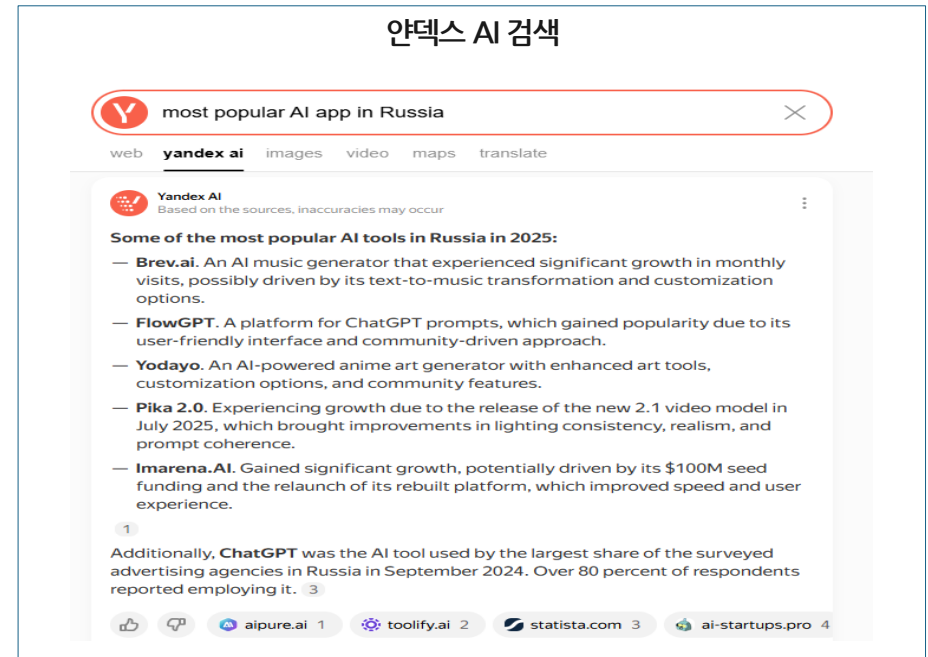
AI검색은 단순 우려일까? – AI검색 도입은 +로 작용 어렵다

■ 쿼리 증감이 문제가 아니라 AI 검색 수익화가 문제

- 전세계 검색기업 중 최근 쿼리 증감율을 공식적으로 공개한 회사는 러시아의 안덱스 뿐, 따라서 적절한 비교대상은 아닐 수 있지만 안덱스의 쿼리 증감율과 검색매출을 통해 AI 검색의 영향을 살펴보고자 함
- 러시아 검색시장은 안덱스가 점유율 68%로 과점하고 있는 상황. 국가적 특성 때문에 CHATGPT 서비스도 차단되어 있음
- 그러나 DEEPSEEK와 같은 중화권 AI 서비스들은 공식적으로 존재. 또한 VPN으로 우회해서 GPT를 사용하는 사용자도 많을 것으로 추측됨
- 안덱스도 '24년 4월에 AI 검색 서비스를 출시한 바 있음. 이로써 AI 검색 서비스 확산에도 2Q25 쿼리는 연속10%성장하며 지난 6개분기 중 최고 성장률 기록함
- 그러나 역대급 쿼리 증가에도 2Q검색광고 매출 성장률은 과거분기 대비 가파르게 하락, 단순히 광고경기 침체에 따른 광고주 예산축소로 치부하기에는 석연찮은 점이 있는 것도 사실
- AI 검색 도입 등으로 쿼리 방어는 이뤄지고 있으나, 실질적인 수익연결로 이어지지 않는 것으로 분석
- 타 AI 서비스의 AI 검색 자체가 쿼리를 발생시키는 것(Non-profit Query)일 수도 있음



자료: Yandex, DS투자증권 리서치센터



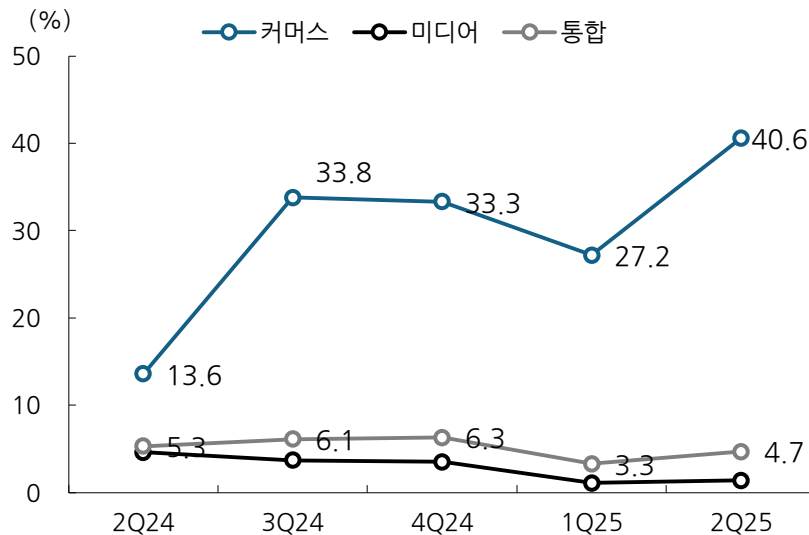
자료: Yandex, DS투자증권 리서치센터

네이버와 야후재팬의 커머스 광고 성장 - 비즈니스 쿼리 중요도 더 높아졌다

■ 비즈니스 쿼리가 핵심

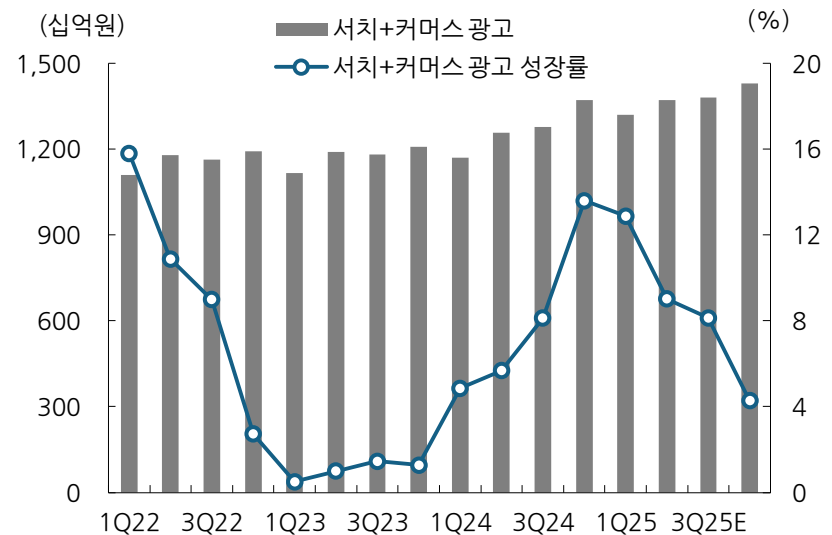
- 그러나 커머스 광고까지 포함하면 야후재팬 - 네이버 모두 견조한 상황. 2Q기준 네이버(커머스+서치) 9%, 라인야후(통합) 4.7% 성장
- 네이버/라인야후 모두 커머스 키워드에서의 수익화가 강화되고 커머스 GMV가 호조를 보이기 때문으로 예상. 즉 비즈니스 쿼리의 성장
- 앞으로도 국내 비즈니스 쿼리는 풍부한 UGC/로컬 데이터 보유 중인 네이버의 절대강세를 예상
- 최근 개인화 검색, 커머스 성장, AI 광고 솔루션 도입 등이 비즈니스 쿼리 P/Q 동반 증가시킬 것
- 네이버 2Q25 ADVOOST 성장 기여분 4%p임. 세부적으로 보면 CTR/ROAS 20% 이상 성장한 것으로 추정함
- 앞으로 비즈니스 쿼리의 중요성이 더 높아질 것, 커머스 성장이 전체 광고 성장의 KEY TRIGGER로 작용할 가능성 높음

라인야후 부문별 광고 성장률- 네이버와 비슷한 경로



자료: LY, DS투자증권 리서치센터

네이버 서치플랫폼+커머스 광고 성장률 및 전망

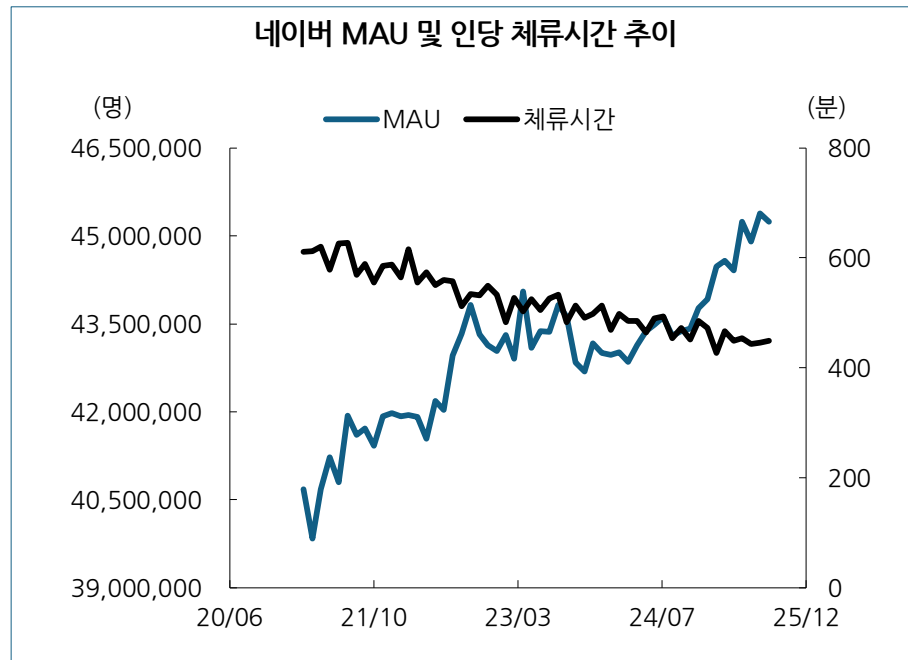


자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 추정

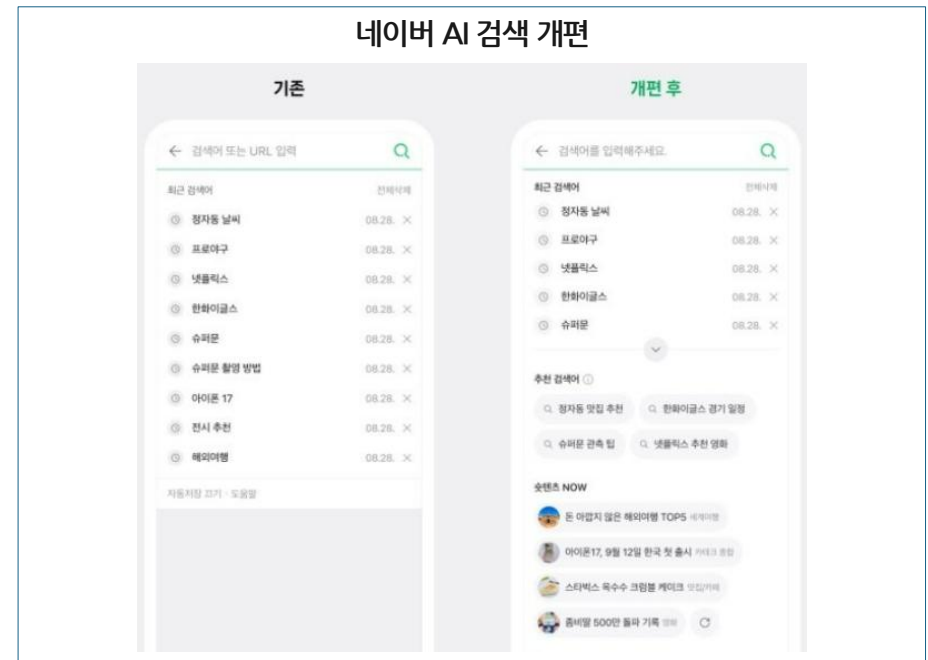
결론:네이버 - AI 검색 방어는 가능할 것으로 전망

■ 자사 AI 검색 서비스 출시가 MINUS는 아니지만 ADD도 아닐 것

- 네이버는 이미 유튜브/구글을 통해 정보성 쿼리 위협 받아온 지 오래임. 현재의 검색매출은 유튜브/구글이 100% 침투하고 GPT 국내 MAU가 2,000만명까지 확대된 상황에서 발생하고 있는 매출임. 따라서 AI 검색이 비즈니스쿼리까지 장악하지 않는 이상 현재 정도의 성장률은 유지될 것
- 네이버 또한 AI 브리핑을 3월 출시, 연말까지 노출율을 8%→20%까지 늘릴 예정
- 또한 빠르면 '25년 말 AI TAB을 업데이트 할 예정. 해당 서비스는 글로벌 프론티어 LLM을 적극 활용할 것으로 예상
- 네이버가 국내에서 구글/카카오 대비 가지는 가장 큰 장점은 데이터임. 네이버는 초개인화 데이터와 로컬 중심적 데이터(플레이스)로 경쟁사와 차별화
- 글로벌 프론티어 LLM + 네이버의 풍부한 UGC가 합쳐진 AI 검색 도입 시, 검색매출 향후 경로는 야후-바이두가 아닌 안덱스-구글의 경로와 비슷할 것으로 예상
- 다만 AI 검색을 통한 수익증진은 단기간에 어려울 것으로 판단함. 미래에 가능할 것이나 GPT/구글 수익화 이후에 따라서 수익화 가능함. 그동안은 비즈니스 쿼리 성장을 통한 커머스 광고 성장이 향후 핵심 KEY로 기능할 것
- 네이버 25년 서치플랫폼+커머스광고 매출 5.5조원(YoY+8.4%)을 예상함

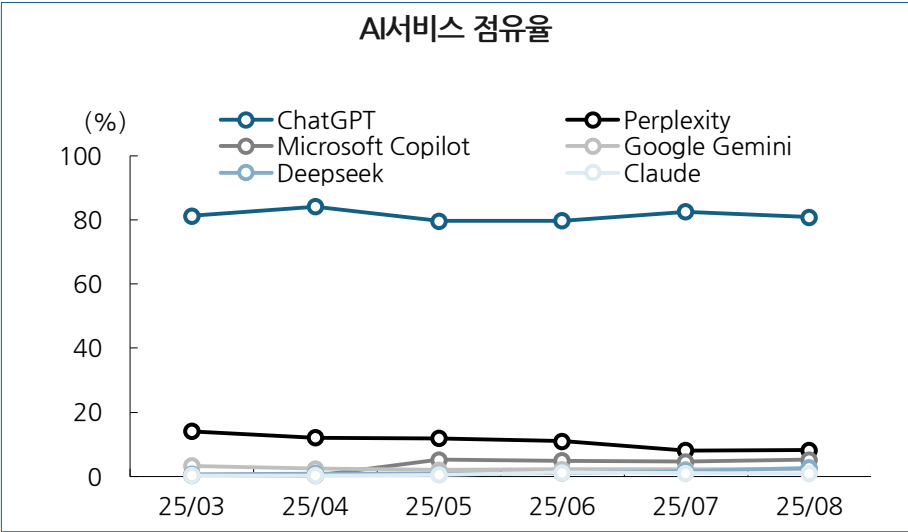


자료: Moblieindex, DS투자증권 리서치센터

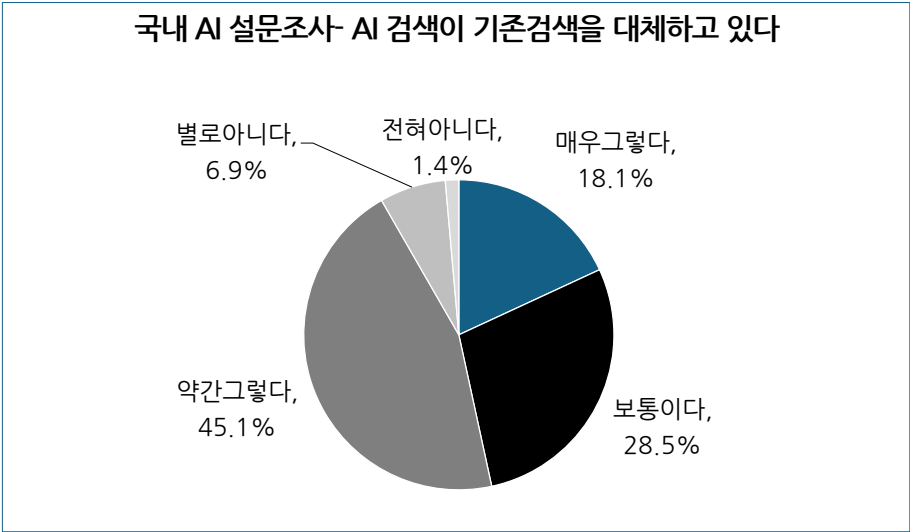


자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터

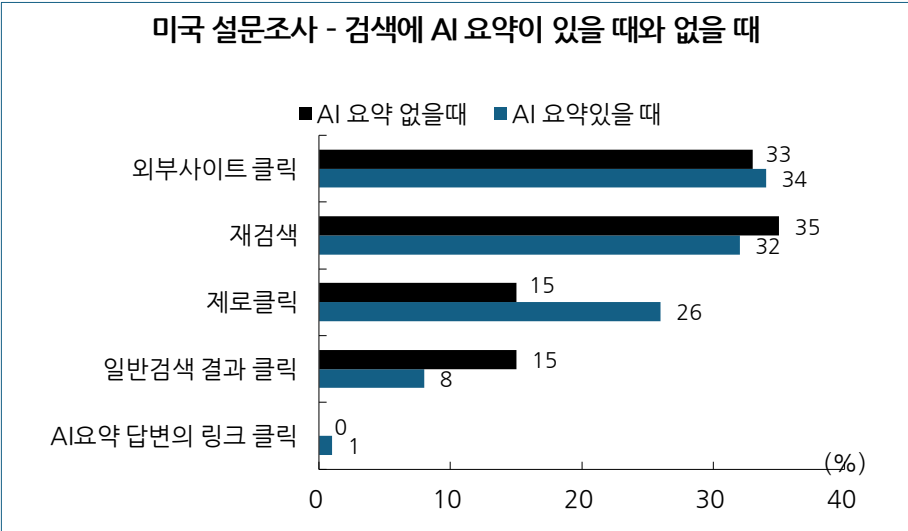
결론:네이버 - AI 검색 방어는 가능할 것으로 전망



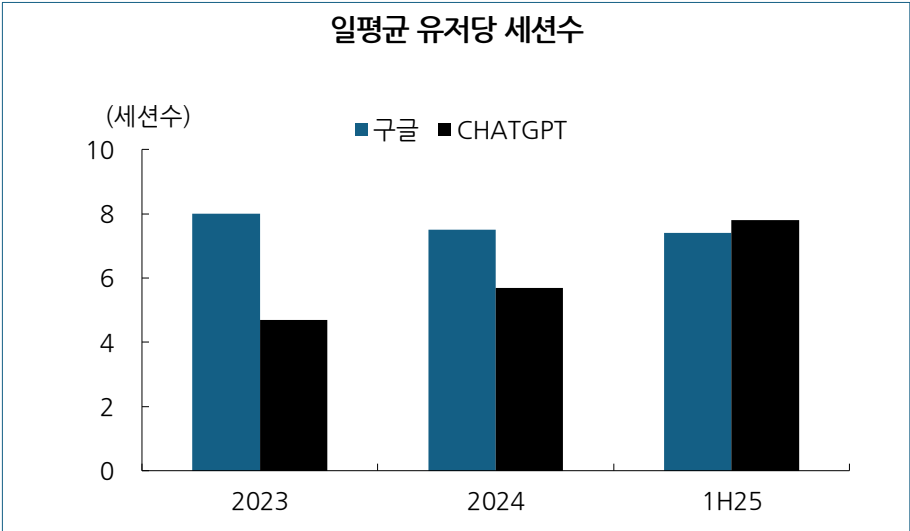
자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터



자료:오픈서베이, DS투자증권 리서치센터
주: 6월조사, 표본 1000명



자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

카카오 AI 슈퍼앱 전망

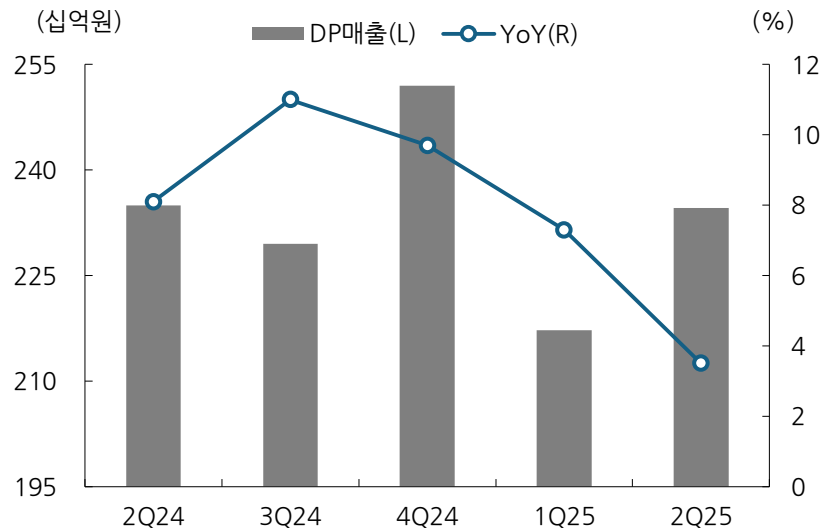


카카오 관전포인트: AI 슈퍼앱 및 개편은 성공할까

■ 카카오 친구탭&숏츠앱 개편효과는 1년 동안 지속될 것, 장기적 성장 가능성은 지켜봐야

- 9/23 IF KAKAO 행사에서 AI AGENT 및 친구탭/숏츠앱 개편 공개할 예정
- 카카오 친구탭 개편과 숏츠앱 개편으로 광고지면 확보 예상. 네이버의 홈피드 개편과 유사한 효과 기대. 친구탭은 우려되는 점 많으나, 숏츠는 흥행을 예상
- 광고지면 확보로 4Q25~3Q26 광고 성장률 16% 예상
- 다만 성장은 네이버 홈피드처럼 일회성에 그칠 것으로 예상. 4Q26부터는 광고 지면 개편효과 사라지며 연성장률 다시 한자리수로 둔화될 가능성 높음
- 지속적인 성장을 위해서는 숏츠/친구탭의 유의미한 트래픽확보 → 이로 인한 광고 P/Q 상승이 필요할 것
- 위챗의 사례로 볼 때 숏츠/친구탭이 인스타/틱톡/유튜브 위협하는 흥행거둠 가능성은 제로에 수렴. 그러나 일정부분 파이만 가져와도 카카오 입장에서는 이득
- 특히 오픈카톡탭 → 숏츠앱 변화는 확실한 +로 기여할 것으로 예상. 위챗의 사례로 볼 때 카카오톡 숏츠 서비스 적합도 높을 것
- 친구탭 개편은 소비자 경험을 해치지 않으면서 유의미한 트래픽 확대 요구됨. 과도한 SNS화는 유저의 반발이 많을 수도 있는 업데이트 영역으로 판단

네이버 홈피드(23.11.12) 개편 후 DP 매출 성장 가속화, 그 이후 하락



자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

카카오톡 개편 예정사항(언론보도 종합)

첫번째 탭 (친구)	전화번호 목록형 → 피드형으로 개편 친구 공유 콘텐츠, 단독방 업로드 콘텐츠 업데이트한 친구 프로필/생일인 친구 등 제공
두번째 탭 (채팅)	메시지 삭제시간 5분 → 24시간으로 확대 1회전송 이미지 30장 → 120장으로 확대 스크롤다운 시 광고 삽입
세번째 탭 (오픈채팅)	숏폼 콘텐츠로 개편 MCN 등과의 제휴를 통한 오리지널 콘텐츠 확보
신규 서비스	자체 개발 온디바이스 경량화 AI 모델 서비스 출시, OPENAI 협력 AI AGENT, CHATGPT 탑재 등

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

카카오 관전포인트: AI 슈퍼앱 및 개편은 성공할까

■ 4Q에 카카오톡 대격변 - CHATGPT와 AI AGENT

- 카카오 CHATGPT/AGENT 10월 부터 순차적 출시를 전망
- 언론보도에 따르면, CHATGPT가 그대로 카톡에 탑재되는 동시에 카카오 AGENT로 택시 호출/선물하기와 같은 자사 버티컬 서비스와 대외서비스 연결 등이 가능할 전망
- 카카오 AGENT의 의의는 기존 서비스의 부스팅에 있다고 판단. 가령 구글 캘린더 연동 등은 결합강도가 낮아 거의 쓰이지 않겠지만, 모빌리티/커머스/페이 등 기존 서비스의 연결은 타 AGENT 대비 카카오 AGENT의 강점이 있음. 이를 통해 기존 서비스의 MS와 매출을 확대하는데 보탬이 될 전망
- 최근 MCP 플랫폼 (PLAYMCP)을 런칭하는 등 카카오톡 내 서비스를 확대하기 위한 기반을 갖추고 있는 상황
- 단순 추측과 추정에 따른 계산으로는 카카오 AI 서비스는 '27년 매출액 8,056억원 달성 후 '29년 1.4조원까지 성장할 것으로 예상
- 자세한 평가는 IF KAKAO 행사 이후로 미루고, 후술할 AI Forecast도 IF KAKAO 행사 후 수정예정



자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

카카오 AI Forecast

카카오 AI Forecast														
단위: 억원	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E	2029E
TOTAL AI Revenue		139	662	909	1,098	1,248	1,559	1,816	2,140	2,541	3,917	8,056	11,860	13,555
AI 멤버십 매출		139	365	535	629	699	860	977	1,156	1,351	2,228	4,345	7,350	8,217
AI 멤버십 구독료		19,900	19,900	19,900	19,900	19,900	21,900	21,900	21,900	21,900	19,900	19,900	22,900	22,900
CHATGPT 유료구독자 수(추정)	281	290	322	344	363	378	397	425	463	514	363	514	622	650
증가율	8%	3%	11%	7%	6%	4%	5%	7.10%	9%	11%				
CHATGPT 앱MAU(월평균)	1,240	1,414	1,626	1,902	2,244	2,491	2,691	2,933	3,226	3,581				
증가율	19%	14%	15%	17%	18%	11%	8%	9%	10%	11%				
카카오 AI서비스 구독유저(만명)		35	61	90	105	117	131	149	176	206	117	206	267	299
CHATGPT→카카오 AI 전환률		12%	19%	26%	29%	31%	33%	35%	38%	40%	26%	40%	43%	46%
AI AGENT 외부연동서비스 매출					37	64	80	107	118	137	100	442	771	1,120
카카오톡 AI 커머스 매출액			5	15	20	26	41	62	72	81	65	256	407	477
한국 모바일쇼핑 GMV(조원)	52.1	55	53.9	54.5	54.4	57.3	56.7	57.5	57.2	60.1	220	231	251	265
성장률	6.1%	6.5%	6.30%	6.40%	4.50%	4.20%	5.30%	5.50%	5.10%	4.80%				
AI 커머스 GMV(억원)			539	1,635	2,178	2,866	4,536	6,899	8,011	9,009	7,217	28,456	45,180	53,000
AI 커머스 침투율			0.10%	0.30%	0.40%	0.50%	0.80%	1.20%	1.40%	1.50%	0.5%	1.5%	1.80%	2%
카카오톡 AI 커머스 예상 GMV			162	490	653	860	1,361	2,070	2,403	2,703	2,165	8,537	13,554	15,900
AI커머스 M/S			30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30%	30%	30%	30%
퀵커머스 서비스 연동매출					17	39	50	72	78	92	55	292	508	600
모빌리티 등 기타서비스 연동매출					20	25	30	35	40	45	45	150	222	351
퀵커머스 산업GMV(조원)	6.4	6.7	6.3	6.6	6.7	7.0	6.6	6.9	7.1	7.4	27	28	29	30
카카오 AGENT 퀵커머스 GMV					336	774	992	1,447	1,552	1,847	1,110	5,838	10,150	12,000
퀵커머스 전체 GMV 침투율					0.50%	1%	1.50%	2%	2.20%	3%	1%	3%	3.50%	4%
AI AGENT 광고매출			292	360	412	459	578	670	794	971	1,523	3,013	3,333	3,741
카카오 AI 검색 쿼리 점유율			0.05%	0.10%	0%	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.7%	0.3%	0.7%	0.90%	1.10%
AI 검색광고 매출			67	90	115	144	173	202	299	422	416	1,096	1211	1420
CTR			0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
광고 단가(CPC)			700	800	900	1,000	1,200	1,400	1,700	2,200				
AI DP 매출(CPT)			225	270	297	315	405	468	495	549	1,107	1,917	2,122	2,321
DP 일매출			2.5	3.0	3.3	3.5	4.5	5.2	5.5	6.1	3.0	5.3	5.8	6.4
영업비용		83	409	555	645	718	892	1,022	1,210	1,442	2,327	4,566	6,576	7,362
NOPLAT		55	253	354	452	530	667	795	930	1,099	1,590	3,491	5,284	6,193
NOPLAT(%)		40%	38%	39%	41%	42%	43%	44%	43%	43%	41%	43%	45%	46%

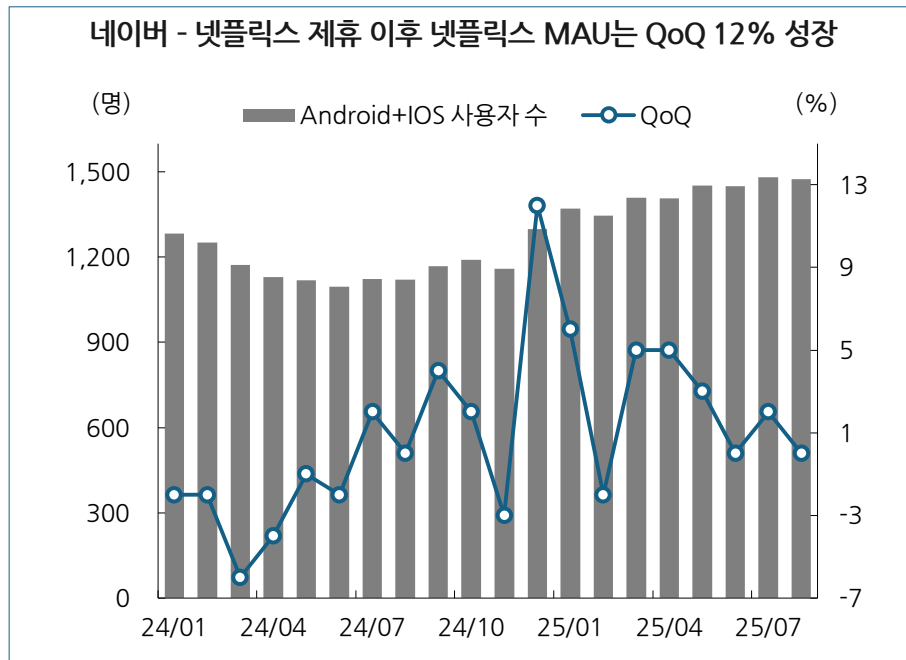
자료: DS투자증권 리서치센터

주: 아직 서비스가 공개되지 않은 상황에서 단순 추정과 추측에 따른 추정으로, 추후 수정될 예정

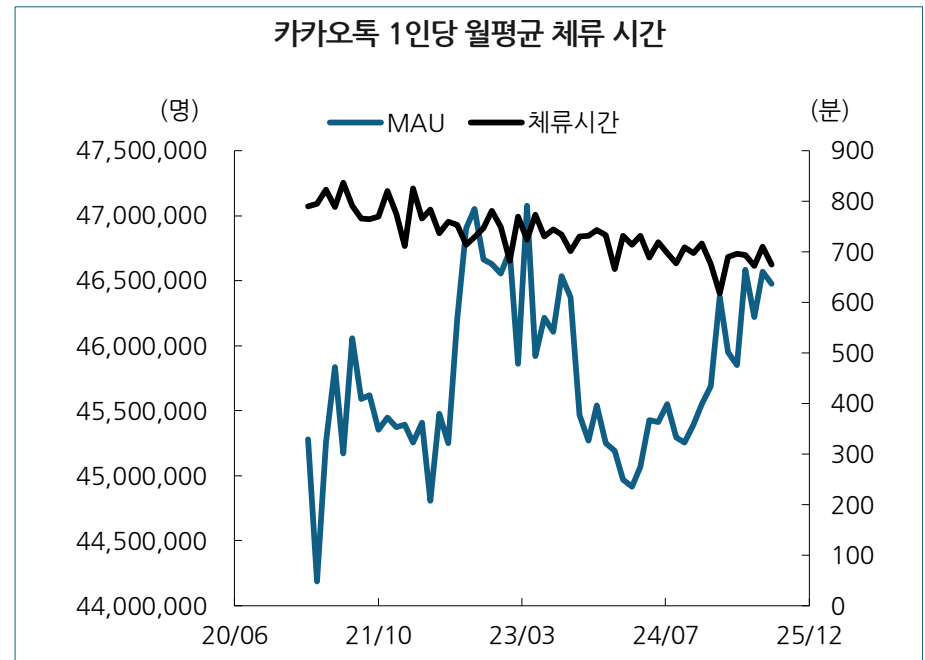
카카오 AI 매출 - 1. CHATGPT FOR KAKAO

■ CHATGPT가 카카오톡 대화탭 내 탑재

- 언론보도 내용에 따르면, CHATGPT와 동일한 서비스가 카카오톡 대화탭 내 탑재되고 CHATGPT앱과 연동도 가능할 예정
- 현재 카카오 톡서랍, 이모티콘 플러스 합산 구독자수 400만명 수준인 것으로 추정. CHATGPT 국내 구독자수도 300만명 수준으로 추정됨
- 카카오톡 GPT는 기존 CHATGPT 구독자와 미구독자 모두를 타겟할 수 있을 것으로 생각. '29년까지 유료구독자 300만명 예상
- 쟁점은 구독가격. CHATGPT와 큰 차이 없는 가격이라면 구독자수를 모으기 쉽지 않을 것, 반면 확실한 인센티브가 있다면 당사 예상속도보다도 빠를 수 있음.
네이버-넷플릭스 제휴도 명확한 가격 인센티브를 통해 넷플릭스 국내 구독자 QoQ 12% 증가했음
- 따라서 카카오도 네이버처럼 멤버십 서비스로 접근할 가능성 높다고 판단. 현재의 이모티콘 플러스, 톡서랍, 멜론 등이 번들링 요금제로 결합될 가능성
- 그 외 기대사항은 체류시간 증가. 현재 카카오 일 체류시간 2-30분으로 지속된 하향세 추정. 세션 당 체류시간도 네이버 대비 계속 언더퍼폼하는 상황
- CHATGPT 도입으로 전체/세션당 체류시간 모두 증가 전망. 여기에 숏츠, 친구탭 개편 성공한다면 체류시간 20% 이상 성장가정 합리적



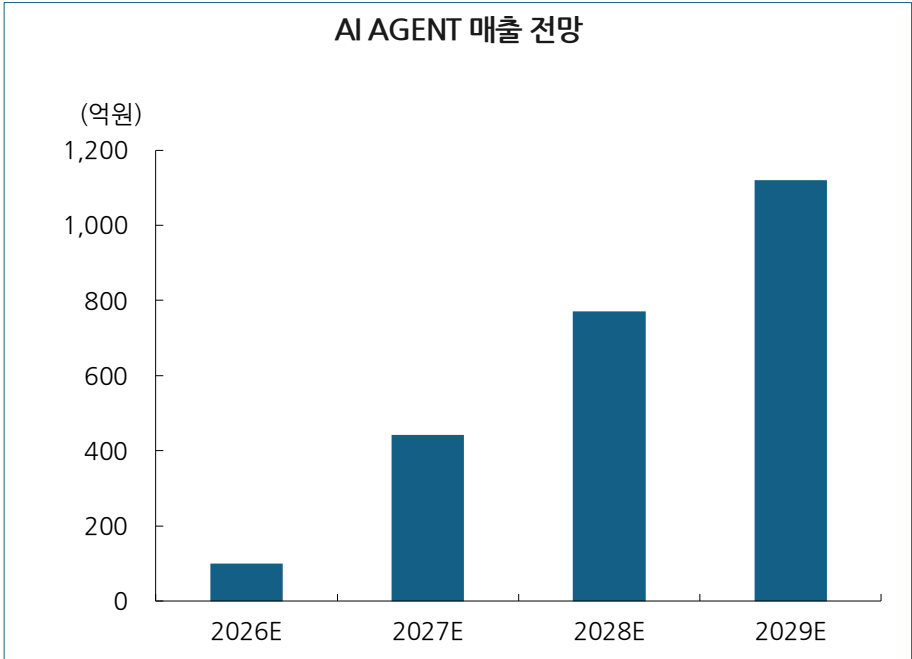
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터



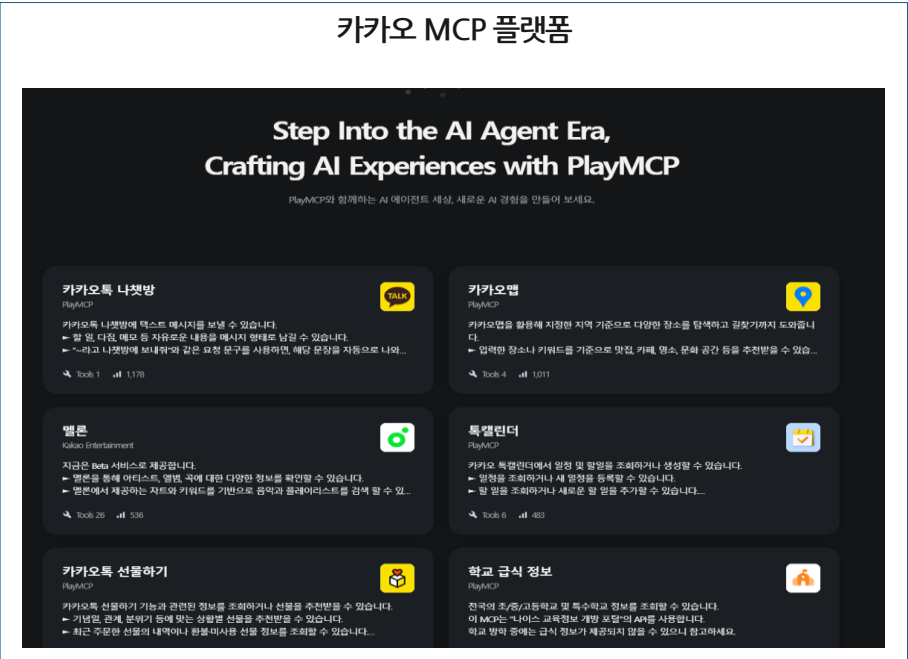
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

카카오 AI 매출 - 2.AI AGENT 서비스

- AI AGNET카카오 AI AGENT 서비스 11월 출시 예상**
 - AI AGENT를 통해 다양한 내외부 서비스가 특내에서 연결될 것으로 예상. AGENT는 카카오톡이 AI 슈퍼앱으로 나아가는 것의 가장 핵심
 - 카나나 API 연동, GPT API 연동 모두 가능할 것으로 예상
 - 연결되는 서비스는 제휴만 가능하다면 이커머스/퀵커머스/금융 그 어떤 서비스라도 합칠 수 있을 것. MCP 플랫폼 개방하며 외부 협력가능성도 열어둔 상황
 - 중개하는 과정에서 낮은 한자리수의 중개수수료 수취도 가능할 것으로 예상
 - **핵심은 당장의 중개수수료 매출보다 카카오톡 체류시간 증대/기존 카카오 버티컬서비스 부스팅에 있다고 판단. 29년까지 AI AGENT 순수 중개수수료 매출 1,120억 원을예상**
 - 현재 애플/삼성/구글도 AI AGENT 준비 중. 휴대폰제조사와 차별화되는 지점은 보유하고 있는 카카오 버티컬 서비스와 연결성



자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

AI 슈퍼앱 현황



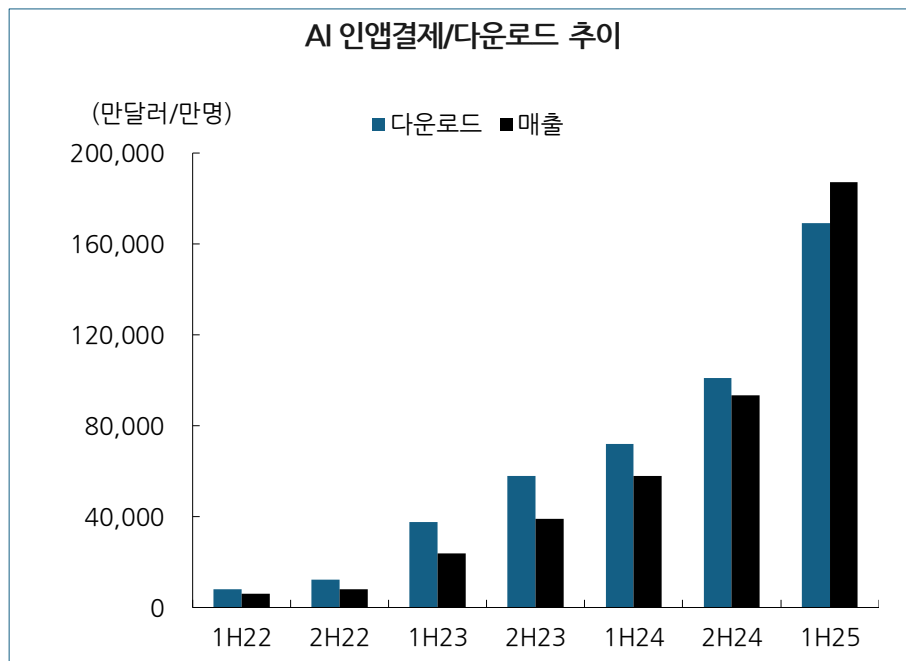
AI 챗봇에서 AI 슈퍼앱으로 변화하는 AI 앱 생태계

■ AI앱: 초기 단순 AI 챗봇에서 기능이 붙어나가며 슈퍼앱으로 진화 중

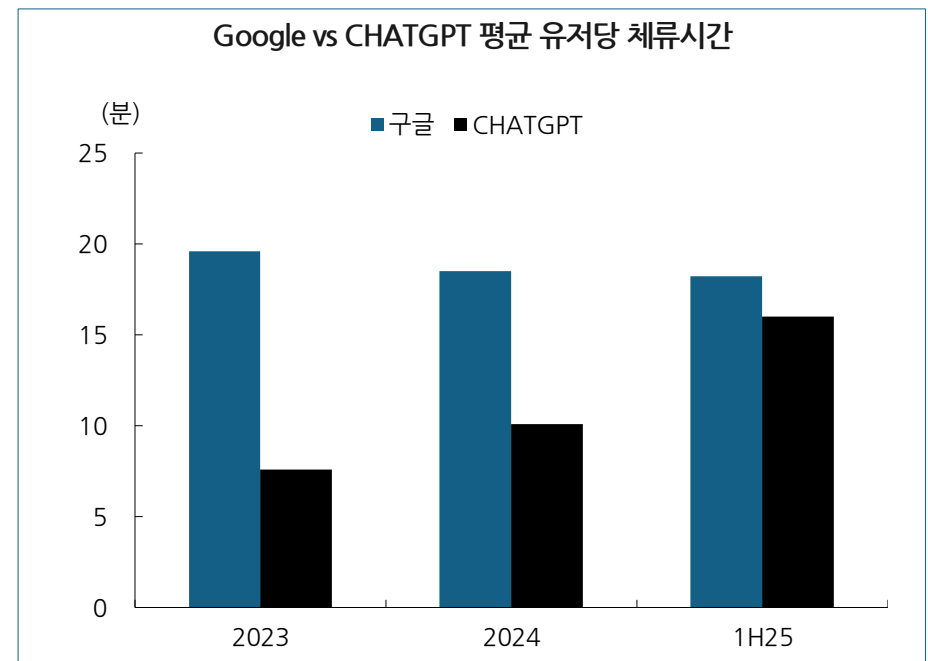
- CHATGPT는 출시초기 단순 학습된 것을 내뱉는 챗봇의 형태만을 제공. RAG(증강검색생성) 기능 등이 없어 검색서비스도 없었음
- 그러나 이후 RAG 업데이트로 AI 검색 서비스 시작, 이미지 생성 시작, 동영상 서비스 시작, 미니앱, 뉴스서비스 출시 등 점점 슈퍼앱으로 진화 중
- 전통 플랫폼과의 격차도 빠르게 좁혀지는 중. CHATGPT의 평균 세션수는 이미 전통 플랫폼을 능가, 일체류시간은 58% 증가
- 사용자수와 유료구독자도 폭등 중, AI 인앱결제는 24년 15억달러에서 25년 반기 18.7억달러로 이미 작년 수치를 뛰어 넘음. CHATGPT 추정 유료구독자 2천만명

■ 기존 서비스에 AI가 붙는 경우도 증가 중

- 기존 플랫폼 서비스들은 CHATGPT처럼 별도 AI 앱을 출시하거나 기존앱에 AI 서비스를 붙여나가는 것으로 대응 중
- 구글의 경우 기존 생태계에 AI MODE, AI 검색 등을 도입, AI 별도앱도 출시 바이두 또한 AI 검색 탑재하는 동시에 독립 AI 앱도 출시
- 카카오의 경우에도 AI 별도앱 카나나를 출시하는 동시에 카카오톡에 AI 서비스를 탑재



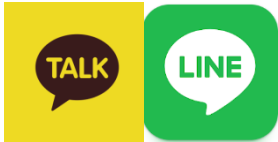
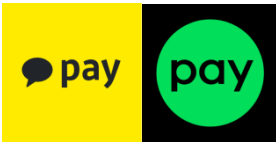
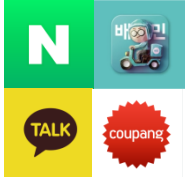
자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

슈퍼앱 발전경로

슈퍼앱 발전경로

1단계	2단계	3단계	4단계	5단계	6단계
2009~2012	2012~2015	2015~2017	2018~2020	2021~2023	2024~현재
스마트폰 도입기 〈앱스토어 초기 생태계〉	메신저 기반 확장기 〈카카오톡·라인의 부상〉	O2O·간편결제 도입기	슈퍼앱 전성기	빅테크 플랫폼 전쟁	AI 슈퍼앱 전환기
특징: 단일 기능 앱 위주, 결제/쇼핑/금융은 PC 중심 2009: 아이폰 3GS 국내 출시 → 모바일 인터넷 대중화 시작 2010: 안드로이드 단말 확산, 카카오톡(2010.3) 등장 → 메신저 중심 플랫폼의 출발 2011: 네이버, 다음(현 카카오) 모바일 검색·포털앱 강화	특징: 메신저에 게임·콘텐츠·광고가 붙으며 “앱 안의 플랫폼” 실험 2012: 카카오톡 가입자 5천만 돌파, 카카오펀(게임하기 플랫폼) 오픈 → 슈퍼앱 DNA 시작 2013: 네이버, 라인(LINE)을 글로벌 메신저로 육성 → 일본·동남아에서 슈퍼앱화 2014: 카카오, 다음과 합병 → 검색·콘텐츠와 결합 시작	특징: 메신저/포털 앱이 금융·모빌리티·쇼핑을 품으며 슈퍼앱 경로 강화 2015: 카카오페이, 네이버페이 본격 출시 → 간편결제 슈퍼앱 핵심 모듈 탑재 2016: 배달의민족, 요기요, 직방 등 O2O 서비스 확산 2017: 카카오, 모빌리티(카카오택시)·뱅크(카카오뱅크) 진출	특징: “앱 하나로 금융·쇼핑·엔터테인먼트·모빌리티” 경험 제공 2018: 네이버, “네이버 앱” 내 쇼핑·페이·웹툰·예약·지도 통합 → 슈퍼앱화 가속 2019: 카카오톡 안에서 선물하기, 이모티콘, 페이, 게임, 예약, 모빌리티까지 통합 → 사실상 슈퍼앱 완성형 2020 (코로나): 배달의민족, 쿠팡 생활 필수앱으로 성장 → 커머스형 슈퍼앱	특징: 커머스(쿠팡·네이버), 금융(토스·카카오페이), 메신저(카카오톡), 생활형(O2O) 슈퍼앱 다원화 2021: 쿠팡 뉴욕증시 상장 → 자체 결제·로켓배송 슈퍼앱 전략 가속 2022: 토스, MAU 2천만 돌파 → 금융 슈퍼앱 대표주자로 성장 2023: 네이버·카카오 경쟁심화, AI 검색·쇼핑·콘텐츠 결합 강화	특징: 기존 “서비스 집합” 슈퍼앱 → AI 에이전트 기반 슈퍼앱으로 패러다임 전환 2024: 네이버, “HyperCLOVA X” 기반 AiTEMS·AI 검색을 네이버 앱에 결합 → AI 슈퍼앱 지향 2025: 토스, 금융 데이터 + AI 기반 투자/보험/결제 추천 고도화 2025: 카카오톡 AI 업데이트
					

자료: DS투자증권 리서치센터

슈퍼앱으로 진화하는 AI앱 - CHATGPT 업데이트 내역

▪ 단순 챗봇에서 검색/커머스/외부 서비스 연동으로 슈퍼앱화

- 생성형 AI 챗봇의 성능이 증가할 뿐만 아니라 기능도 다양화됨. 단순 챗봇에서 검색-커머스-Agent로 진화함
- 주요 MAU 급등시점은 1.GPT-4o 출시, 2.AI 검색 서비스 시작, 3. 이미지생성 내장모델 출시
- 25년 6월 업데이트에는 MCP도 업데이트. 8월부터는 구글 캘린더/메일/주소록 연동시작
- AI앱이 점점 서비스를 확장하며 슈퍼앱화되고 있는 추세

CHATGPT 주요 업데이트 및 이벤트		
날짜	업데이트/이벤트	국내 MAU(만명)
2022년 11월	GPT3.5기반의 생성형 AI 서비스 CHATGPT 런칭	-
2023년 2월	CHATGPT PLUS 서비스 시작 - 유료구독 모델 도입	-
2023년 3월	GPT-4도입 및 플러그인,브라우저 기능 제공	-
2023년 5월	IOS앱 출시	-
2023년 7월	안드로이드 앱 출시	5
2023년 8월	CHATGPT Enterprise 출시	20
2023년 9월	멀티모달 강화 - Dalle 3 통합, 이미지 업로드/음성입력 지원	26
2024년 1월	GPT 스토어 출시 및 ChatGPT TEAM 요금제 출시	71
2024년 2월	메모리기능 업데이트 - 대화 간 선호/사실 저장/참조	70
2024년 5월	GPT-4o 출시	127
2024년 7월	GPT-4o mini 출시	159
2024년 11월	SearchGPT 출시(유료사용자 대상) - AI 검색 서비스 시작	258
2024년 12월	SearchGPT 무료 사용자 대상 확장	291
2024년 12월	CHATGPT PRO 출시, 월 \$200	314
2025년 2월	딥리서치 기능 출시 -심도있는 검색/생성	387
2025년 2월	GPT 4.5 출시 - 성능개선, 환각개선	387
2025년 3월	GPT Image1(GPT-4o 이미지 생성 내장 모델) 출시, 지브리풍 이미지 생성 유행 등 폭발적 인기	509
2025년 4월	Memory가 과거 모든 대화 참조 업데이트, 로그인 없이 서비스 이용가능	1,072
2025년 4월	온라인 쇼핑 기능 강화 - GPT 검색 기능에 맞춤형 제품 추천, 이미지/리뷰/구매링크 포함	1,072
2025년 6월	o3 pro 출시, MCP지원	1,039
2025년 7월	CHATGPT AGENT 출시- 심층조사 및 공개웹사이트, 업로드파일, 연결된 타서비스와 연동	1,130
2025년 8월	GPT5 출시, Gmail,캘린더,주소록 연동	1,203

자료: OPENAI.Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

주: 볼드처리는 메인 업데이트

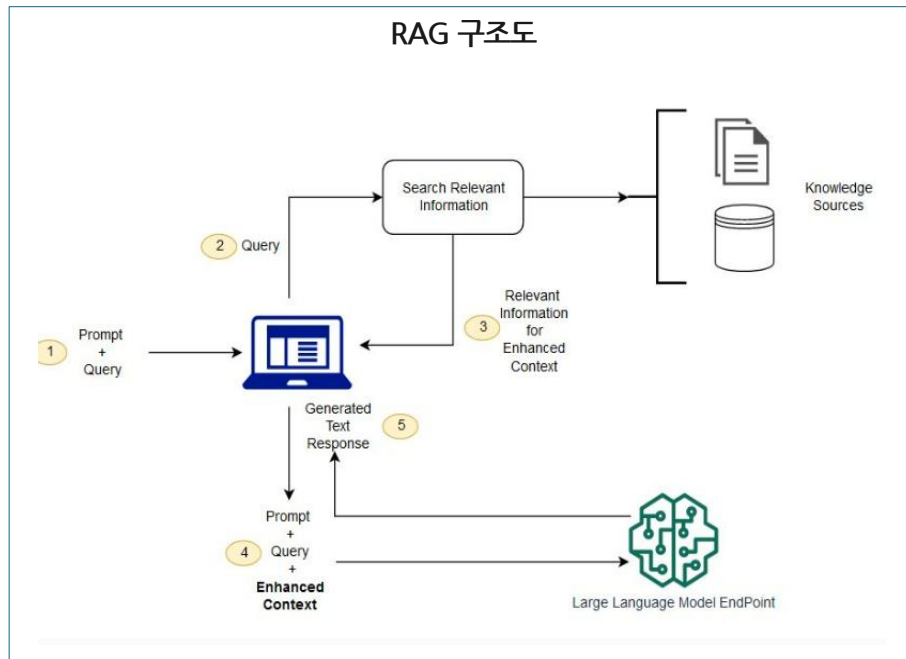
AI앱이 슈퍼앱으로 나아가는 KEY- 1. AGENTIC RAG

■ RAG(검색증강생성): 생성형AI가 외부와 소통하는 법

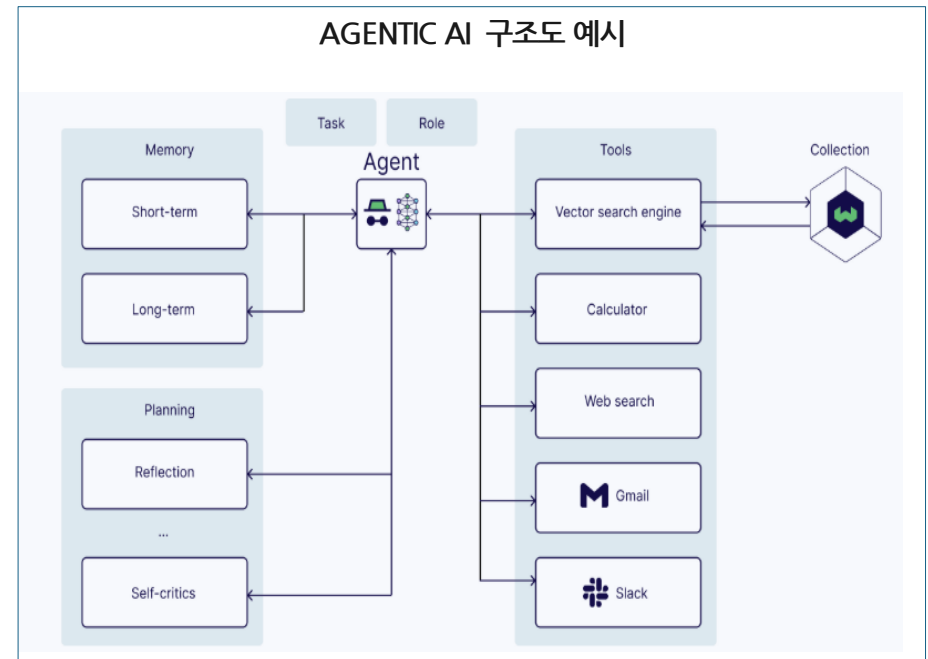
- RAG(Retrieval-Augmented Generation)은 AI가 결과를 생성하기 전에 외부지식(문서/DB/웹)에서 근거를 찾아와 주입한 뒤 생성하는 방식을 뜻함
- 검색과 생성을 결합해 정보의 최신성/정확성/출처를 확보
- 지금의 생성형 AI 검색이 이루어질 수 있었던 가장 큰 이유

■ RAG에서 AGENTIC RAG로

- RAG는 지속적으로 고도화 중. Agentic RAG는 여기에 모델이 스스로 검색 쿼리를 판단하고,계획하며,필요하면 외부 툴까지 활용하는 진일보된 형태를 가르킴
- 또한 사용자의 대화 히스토리 등을 장기 메모리로 저장. 초개인화된 데이터를 수집함과 동시에 검색을 제공할 수 있게 함
- Agentic RAG의 확대 적용으로 AI앱들이 유저들에게 더 초개인화되고 정확/신속한 결과물을 산출할 수 있게 할 것. GPT도 장기메모리 업데이트를 25년 4월에 진행한 바 있음



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

AI앱이 슈퍼앱으로 나아가는 KEY- 2.MCP

■ AI와 외부세계가 소통하는 또 하나의 KEY: MCP

- MCP는 24년 11월 Claude 개발사 Anthropic이 창시한 AI 표준 통신 규약. AI모델이 다양한 외부 데이터/시스템에 연결하기 위한 프로토콜(통신규약)을 뜻함
- 쉽게 생각하면 외부세계와 AI를 연결하는 것을 도와주는 AI 만능 커넥터. API 대비 개발자는 개발 용이성을 확보, 이로써 사용자는 다양한 서비스를 활용 가능

■ AI 슈퍼앱화에 일조하는 중

- CHATGPT는 25년 6월 업데이트를 통해 MCP 기능을 지원 시작. CHATGPT가 공식적으로 지원하는 외부앱 외에 커스텀MCP도 연결 가능해짐
- 8월에는 구글캘린더/주소록/메일이 MCP로 연동됨. 이로써 CHATGPT에서 구글캘린더를 들어가지 않고 수정하거나 관리할 수 있게 되었음
- 카카오의 경우에도 최근 PLAYMCP 플랫폼을 개방. 플랫폼을 개방한 만큼 추후 당연히 카나나/카카오톡에서 다양한 외부서비스가 MCP/API를 통해 지원될 것이 기대됨

MCP vs API		
	MCP	API
통합성	표준화된 하나의 방식	API마다 각각 다른 방식
동적 검색여부	가능	불가능
실시간상호작용가능여부	가능	불가능
확장성	높음	낮음, 추가적인 작업 필요
보안 및 제어	일관성 유지	API마다 다름

자료: DS투자증권 리서치센터

MCP를 통해 연결된 구글서비스들	
× ⚙️ 일반 🔔 알림 👤 개인 맞춤 설정 🔗 커넥터 🕒 일정 🔒 데이터 제어 🔒 보안 🔒 계정	사용 중인 커넥터 ChatGPT가 연결된 앱에서 정보에 액세스할 수 있습니다. 항상 사용자가님이 부여한 권한이 우선됩니다.자세히 알아보기 📅 Google Calendar 재팅, 심층 리서치 및 에이전트 모드 > 커넥터 찾아보기 box Box Canva Canva Dropbox Dropbox GitHub GitHub Gmail Gmail Google 드라이브 Google 드라이브 Google 주소록 Google 주소록 HubSpot HubSpot Linear Linear Notion Notion Outlook 이메일 Outlook 이메일 Outlook 캘린더 Outlook 캘린더

자료: CHATGPT, DS투자증권 리서치센터

AI 슈퍼앱: AI 시대에는 당연히 AI FIRST APP이 필요하다

■ AI 기능이 메인인 슈퍼앱이 등장할 것

- 어플리케이션은 각각의 목적성이 뚜렷하고 중요도가 높을수록 분화되는 특징을 보임
- 플랫폼 기업들은 수백개 수준의 앱을 출시. 개별 MAU같은 경우도 콘텐츠(영상/웹툰) 등 핵심 별도앱들은 높은 수준
- 최근 트렌드도 어플리케이션이 전문화되고 세분화되는 추세. 네이버도 커머스 진작을 위해 커머스를 별도앱으로 분리. 뽀빠지는 AI캐릭터챗 크랙 분리
- AI서비스가 고도화되고 중요해질수록 별도 AI 앱의 등장 필요성은 더 높아짐. 별도 AI 앱의 출시는 선택이 아닌 필수
- 전세계에서 가장 슈퍼앱 침투율 높은 중국도 AI앱은 별도앱이 대세
- 기존 플랫폼을 가지고 있는 빅테크들도 AI 서비스를 모두 별도앱으로 분리한 상황. META AI, GOOGLE GEMINI, X GROK , TENCENT YUANBAO
- AI 슈퍼앱으로 거듭나기 위해서는 AI FIRST에 중점을 두고 UI/UX 서비스설계가 필요할 것

글로벌 주요 플랫폼 출시 앱 현황												
기업	출시앱수 (역대)	서비스명(좌측부터 다운로드 순)										
Google	341	유튜브	구글맵스	구글미트	구글 번역	구글플레이 게임즈	유튜브 뮤직	구글페이	구글포토	지메일	구글	유튜브 키즈
META	45	왓츠앱	페이스북	페이스북 메신저	인스타그램	쓰레드	메신저키즈	메타AI				
네이버	102	네이버 웹툰	제페토	밴드	네이버	네이버 지도	네이버 파파고	네이버 마이박스	클럽 크리에 이터	네이버 카페	네이버 사전	네이버 시리즈
카카오	194	카카오톡	카카오T	카카오맵	픽코마	멜론	카카오 뱅크	카카오 내비	카카오 스토리	다음	카카오 페이지	카카오 페이
Tencent	113	위챗	QQ	텐센트 비디오	YAHA	QQ	텐센트 뮤직	QQ메일	QQ 브라우저	JOOX	VooV 미팅	위티
LY	115	라인	야후재팬	야후날씨	라인웹툰	야후 운행정보	야후메일	야후쇼핑	야후맵	야후뉴스	글리프	야후 네비게이션

자료: 각사, DS투자증권 리서치센터
주: 볼드처리는 메인 슈퍼앱

AI 슈퍼앱: 중국의 사례

■ AI 앱 춘추 전국시대 개막

- 중국은 글로벌 서비스 차단을 연유로 주요국 중 유일하게 토종 AI 슈퍼앱의 출시가 범람하는 지역. AI 앱의 점유율 경쟁도 치열
- 텐센트(위안바오),알리바바(쥬크),바이트댄스(Cici),딕시크(딕시크),바이두(웬샤오옌) 등 AI 앱 춘추전국시대
- 텐센트/알리바바/바이트댄스가 AI 슈퍼앱 3강 체제 구축
- 수익 모델은 광고임. AI사용은 무료. 이미지 생성앱들은 구독제 서비스로 운영하는 경우 있음

■ 대부분 별도앱이 대세

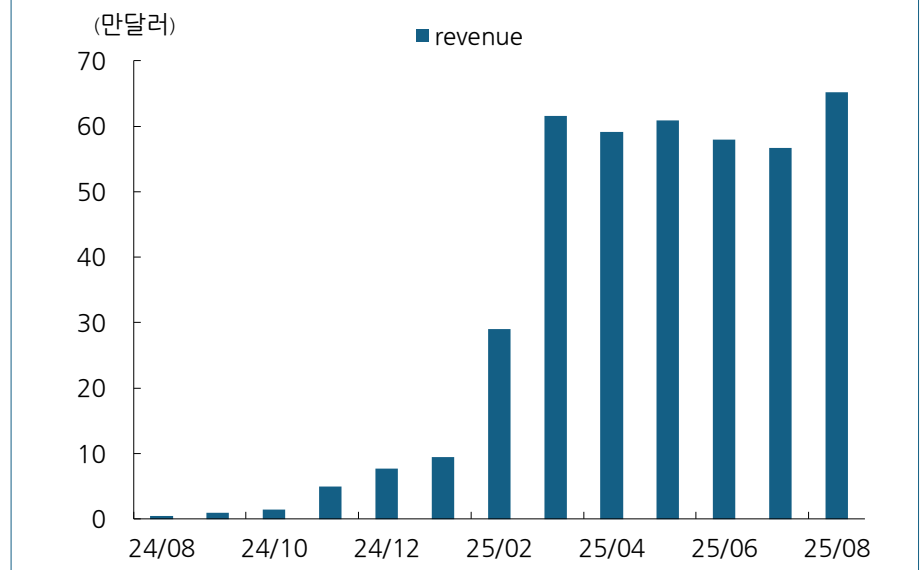
- 대부분 플랫폼이 기존 서비스에 AI를 통합. 텐센트의 중국 1위 대화플랫폼인 위챗의 경우 AI봇 위안바오가 탑재되어있는 동시에 AI검색 서비스를 제공
- 바이두 넷디스크(클라우드 앱) 또한 AI 서비스를 탑재
- 실제 AI 서비스 활용은 별도앱에서 주로 이뤄짐. 위챗의 경우, 미니앱 형태로 AI 챗봇(위안바오) 존재. 그러나 친구수는 수십만명에 불과하며 거의 쓰이지 않음
- 이는 위챗 내 위안바오가 이미지 생성 등이 불가능한 경량화 모델이기 때문인 것으로 분석

중국 AI 8월 MAU 순위

순위	서비스	서비스	기업	APP MAU
1	쥬크	AI 챗봇	알리바바	1.5억명
2	CICI	AI 챗봇	바이트댄스	1.4억명
3	딕시크	AI 챗봇	딕시크	1.4억명
4	위안바오	AI 챗봇	텐센트	7,488만명
5	지명AI	AI이미지	바이트댄스	6776만명
6	키미	AI 챗봇	문샷AI	5651만명
7	원쿠	AI 챗봇	바이두	5457만명
8	나노AI	AI챗봇	Qihoo	3471만명

자료: AIPCB, DS투자증권 리서치센터

이미지생성 지명 AI IOS 인앱결제 추이



자료: Apple, DS투자증권 리서치센터

AI 슈퍼앱: 중국의 사례

위챗 내 미니프로그램으로 가동되는 위안바오(텐센트)



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

바이트댄스의 이미지 생성앱 지멍시



자료: DS투자증권 리서치센터

중국 1위 AI 앱 QUACK(알리바바)



자료: BIS, DS투자증권 리서치센터

바이트댄스 CICI

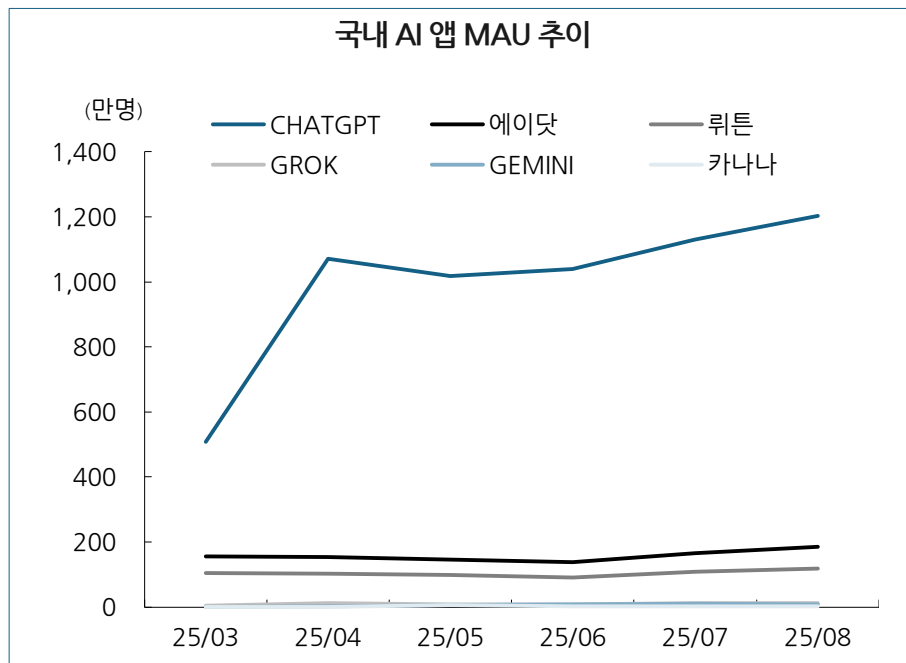


자료: DS투자증권 리서치센터

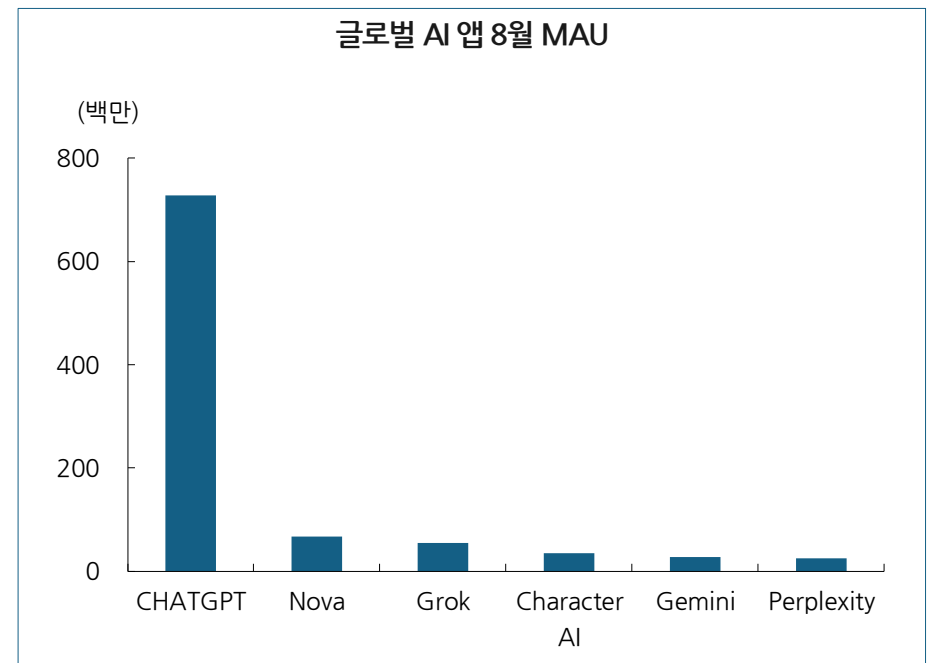
AI 슈퍼앱: 한국 및 글로벌의 사례

■ 결국에는 CHATGPT로 통한다

- 한국은 타 국가 대비해서 토종 AI 슈퍼앱이 분전 중. 뽀띠, SKT 에이닷의 경우 시장 지배적인 위치는 아니지만 의미있는 수준의 트래픽을 확보
- 결국 한국 및 글로벌 AI 슈퍼앱은 CHATGPT로 귀결되는 상황. 국내외 점유율 압도적으로, 굳이 다른 서비스를 얘기할 필요가 없을 정도
- CHATGPT 국내 MAU는 1,200~2천만명 선으로 추정됨. 글로벌 MAU는 7.3억명 수준으로 추정됨
- 글로벌 빅테크들은 자체 플랫폼을 가지고 있으면서 프론티어급 LLM도 같이 개발하기 때문에 AI슈퍼앱+기존앱 투트랙 전략 용이
- 국내에서는 카카오가 유일하게 AI 별도앱(카나나) + AI 업데이트(카카오톡)으로 투트랙 전략 세우는 중
- 글로벌 LLM 활용+국내 서비스 데이터 활용이 우월 전략이며, 추후 서비스 흥행 여부도 여기에 달려 있음



자료: Moblieindex, DS투자증권 리서치센터



자료: AIPCB, DS투자증권 리서치센터

AI 슈퍼앱 최종승자는 CHATGPT와 GOOGLE이 될 것

■ AI 앱도 유저경험/선점 중요. 장기전으로 가면 손익비도 중요해질 것

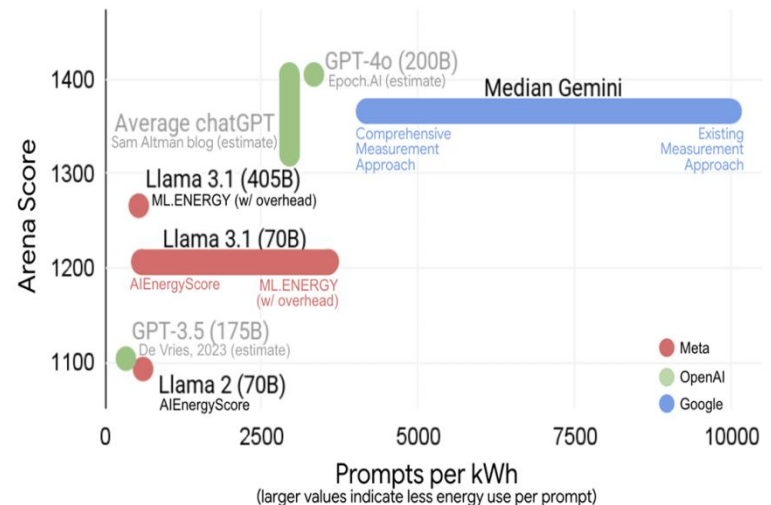
- 유저 평가지표인 LMARENA 기준으로는 GEMINI-GPT-GROK-Claude의 성능이 무차별함. 일반적인 유저평가로는 CLAUDE가 코딩을 잘하고, GROK이 리서치를, GEMINI가 이미지를 잘한다는 의견이 많음
- 그러나 점유율은 80%이상으로 CHATGPT가 압도적. 모든 사용자가 초고도화된 성능을 필요로 하지는 않음. **결국 AI도 속도전이며, 마케팅/UI/UX와 같은 유저경험이 중요함을 시사함**
- **CHATGPT가 현재의 점유율을 초장기적으로 유지할 가능성이 높음. 그러나 자본력과 효율성에서 앞서는 구글에게도 기회가 열려있을 것**
- 디인포메이션에 따르면 OPENAI의 비용투입은 회사의 예상치를 계속 뛰어 넘는 중. '26년 예상보다 100억 달러 높은 170억 달러, 29년에는 450억 달러에 달할 것으로 전망됨
- 반면 구글은 TPU 개발로 추론/학습비용을 획기적으로 줄이고 있음. 7세대 아이언우드에는 전세대 대비 총성능이 10배 증가했고 연산속도도 H100 보다 빨라짐. 옴디아에 따르면 올해 TPU 예상매출은 60-90억 달러로 24년 엔비디아 매출의 1/10수준까지 추격. 외부고객사도 늘어나고 있는 추세. 장기전으로 보면 자본력과 수익성 높은 구글의 승리를 타기업체 대비 점칠 수 밖에 없는 이유

Google TPU 7세대는 5세대 대비 16배의 연산능력 증가를 이룸

	TPU v4	TPU v5p	Ironwood
	2022	2023	2025
Pod Size (chips)	4896	8960	9216
HBM Bandwidth/Capacity	32 GB @ 1.2 TBs HBM	95 GB @ 2.8 TBs HBM	192 GB @ 7.4 TBs HBM
Peak Flops per chip	275 TFLOPS	459 TFLOPS	4614 TFLOPS

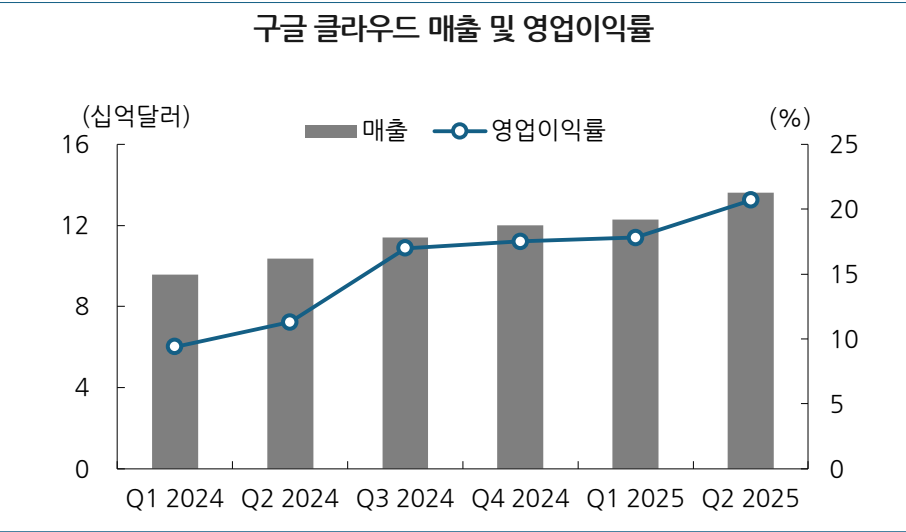
자료: DS투자증권 리서치센터

구글시가 비용대비 효율이 가장 높음



자료: Google, DS투자증권 리서치센터

AI 슈퍼앱 최종승자는 CHATGPT와 GOOGLE이 될 것

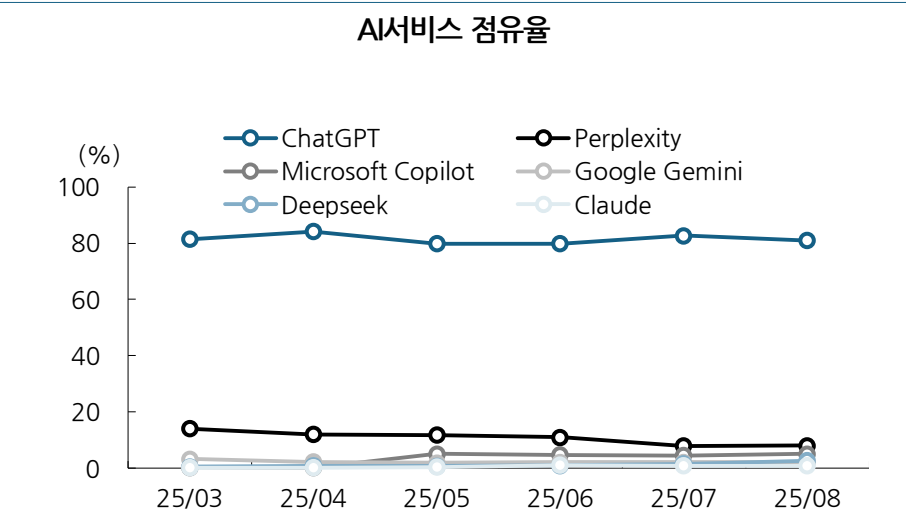


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

구글 TPU vs NVIDIA GPU

	GPU	TPU
개발사	다수	Google
목적	그래픽 렌더링, 병렬연산	AI 학습/추론 전용 연산
지원프레임워크	NVIDIA CUDA 등 대부분	TensorFlow 중심(TPU전용 컴파일러)
사용형태	PC/클라우드 등 대부분의 형태	구글 클라우드 전용 인프라에서만 사용
연산구조	병렬 연산	행렬/벡터연산

자료: DS투자증권 리서치센터



자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터

LMARENA 순위

순위	모델명
1	Gemini2.5 pro
1	claude-opus-4-1-20250805-thinking-16k
2	Chatgpt-4o-latest-20250326
2	GPT-5-high
2	GPT o3-2025-04-16
3	Claude-opus-4-1-20250805
3	Gpt-4.5-preview-2025-02-27
5	Gpt-5chat

자료: DS투자증권 리서치센터

Appendix: 국내 AI 현황



국내 생성형 AI 현황

■ 국내 생성형 AI 현황

- 딥시크 임팩트를 통해 ‘증류’ 학습방식이 널리 퍼짐
- 증류는 거대언어모델을 카피하는 방식으로 가격대비 학습효율성이 높은 특징을 보임
- 국내 일부 모델들도 증류 방식으로 언어모델의 성능을 크게 끌어올리는 중
- LG, NAVER, 카카오가 AI 모델로서 높은 완성도와 평가를 받는 중

국내 주요 AI 모델 출시 현황				
출시년도	기업/기관	모델명	파라미터 수	주요 특징
2021	네이버	하이퍼클로바	비공개	한국 최초 초거대 언어모델, 텍스트 생성·번역·요약 기능
2021	카카오브레인	KoGPT	60억	최초의 오픈소스 한국어 모델, 감정분석·텍스트 생성 가능
2023	네이버	하이퍼클로바 X	비공개	멀티모달 기능 강화, GPT-3.5 대비 일부 벤치마크 우수
2024	LG AI 연구원	엑사원(EXAONE) 3.0	7.8억	텍스트·이미지 통합 생성, 오픈소스 공개
2024	LG AI 연구원	엑사원(EXAONE) 3.5	24~320억	HAI 선정 국내 유일의 주목할만한 AI 모델
2024	솔트룩스	루시아(LUXIA) 21.4B	214억	허깅페이스 LLM 평가 35B 이하 부문 1위,
2024	엔씨소프트	바르코 LLM 2.0	70~141억	4.5배 확장된 학습 데이터, 한국어·영어·일본어·중국어 지원
2024	코난테크놀로지	코난 LLM	131억	온프레미스 보안 강화, B2B/B2G 특화
2024	KT	믿음(Mi:dm)	최대 2,000억	경량화 sLLM 전략, B2B 맞춤형 서비스
2024	삼성전자	가우스(Gauss) 2	비공개	멀티모달(언어·코드·이미지), 3종 구성(컴팩트·밸런스드·슈퍼림)
2024	SK텔레콤	A.X(에이닷엑스)	비공개	한국어 최적화, 멀티 LLM 에이전트 기능
2024	ETRI	이글(Eagle)	30억	한국어 특화 소형 모델, 해외 모델 대비 연산 효율15% 향상
2025	카카오	카나나(Kanana)	21~320억	해외 모델 대비 학습비용 18%수준, 벤치마크 우수
2025	LG AI 연구원	엑사원(EXAONE)DEEP	24~320억	벤치마크 상 딥시크 대비 우위, 국내최초 추론모델

자료: DS투자증권 리서치센터

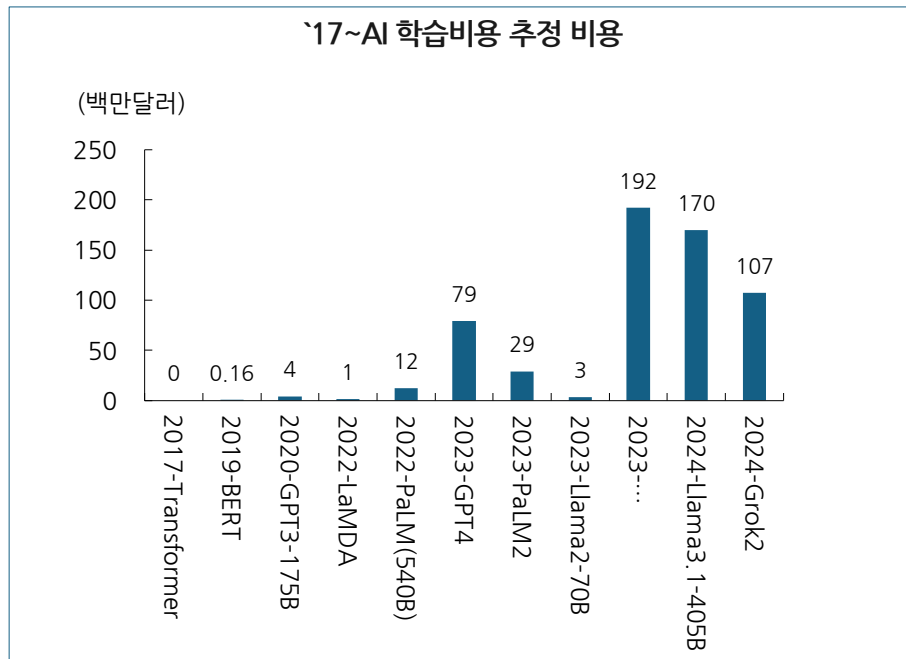
국내 언어모델 벤치마크 및 기술수준 현황

■ 단순 벤치마크 비교로는 글로벌 프론티어 모델을 앞서지만, 실제 사용체감은 반대

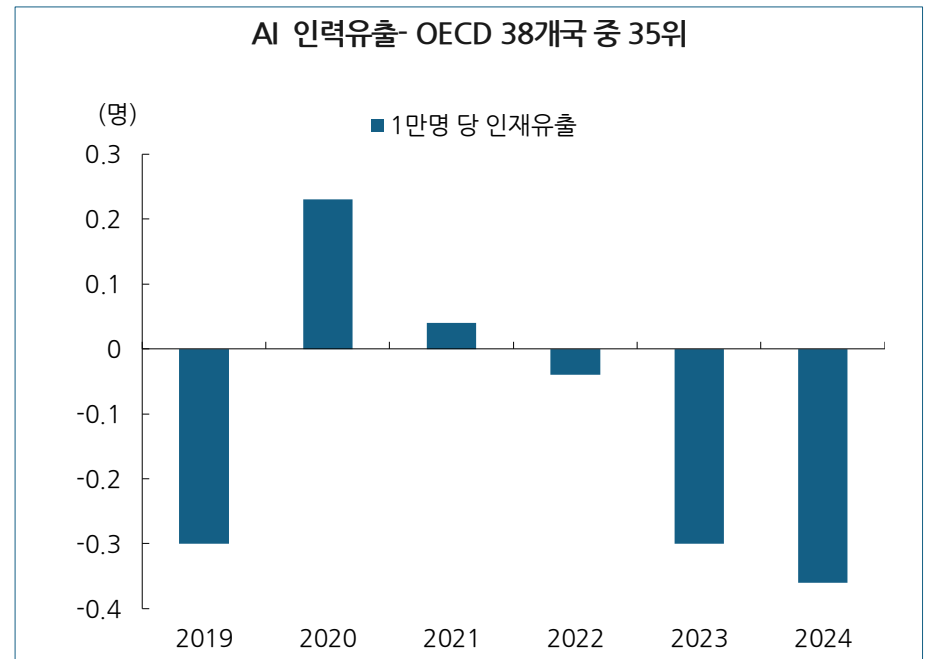
- 네이버/LG/카카오 모두 벤치마크 상으로는 글로벌 프론티어 오픈모델을 상회
- 그러나 평가기준이 의문. 실제 사용결과 국내 언어모델은 글로벌 프론티어 모델과 상당한 격차가 있다는 것이 중론

■ 자본 격차 + AI인력 유출로 국내 AI 미래 밝지는 않음

- 좋은 AI 모델을 만들기 위해서는 많은 자원(GPU)과 우수인력이 필요
- 글로벌 빅테크들은 평균적으로 CAPEX 투입이 100조에 달함. 대한민국 GPU를 다 합쳐도 글로벌 빅테크 GPU 보유량에 한참 미치지 못함
- 인력 확보도 문제. 메타가 AI 인재영입에 천문학적인 비용을 쏟아부을 정도로 인력확보는 중요
- 국내의 경우 상대적 저임금으로 AI 인력 확보에 어려움 겪는 중. AI INDEX 조사에 따르면 인재 역유출 국가 3위
- B2G/국방 소버린 AI에 활용하는 정도가 최선일 것으로 예상



자료: HAI, DS투자증권 리서치센터



자료: 대한상공회의소, DS투자증권 리서치센터

정부 AI관련 정책 정리

AI 대전환 15대 과제			
분야	설명	선도프로젝트	내용
기업	기업.대학.출연연.정부.지자체 등 추진단 구성 ('25년 하반기) → R&D.실증지원.규제완화.판로.금융 등 패키지 지원	1. AI 로봇 2. AI 자동차 3. AI 선박 4. AI 가전 5. AI 드론 6. AI 팩토리 7. AI 반도체 8. 추가 정책	- 산업용 특화 휴머노이드 개발.상용화 - 물류 휴머노이드부터 선도적 실증.보급 → 제조.건설.서비스 등 산업 전반 확산 - 완전자율주행 자동차 상용화 촉진 - 핵심기술 개발, 산업생태계 조성, 데이터.실증.법제 정비, 교통서비스 지원 확대 등 - 완전자율운항선박 상용화 가속 - AI 홈서비스 실증.확산 지원하여 글로벌 AI 가전.홈 시장 선점 - 5대 분야(항공.소방.농업.시설관리.물류) 제조 생태계 조성 및 규제 합리화 - AI 항공.소방드론부터 선도적으로 개발, 실증.보급 추진 ('25.下) - 제조현장에 AI를 결합하는 AI팩토리 확산 - 주력 제조업 특화 AI 솔루션 보급 및 AI 로봇.시설.장비 도입 - 피지컬 AI에 필수적인 온디바이스 AI 반도체 확산을 위해 자동차.가전.로봇.드론 중심으로 개발.실증 지원 - (AX-Sprint 300) 분야별 생활밀접형 제품 300개 AX 전환 지원 프로젝트 신설
공공	공공부문 모든 업무에 AI 도입	1. AI 복지.고용 2. AI 납세관리 3. AI 신속심사 4. 추가 정책	- 맞춤형 서비스 24시간 안내 - AI 세무상담.검색 도입 ('26) - 납세신고.납부신청 자동화 등 홈택스 전면 개편 ('27) - 신속허가 심사기간 대폭 단축 및 의약품 영문증명서 발급 등 자동처리 - 제네릭의약품 허가 우선 적용('26.3Q) → 신속허가 등 단계적 확대 - 공공 AX 프로젝트 확대해 AI를 활용한 행정혁신.국민체감형 시범사업 추진 - AI 정보화 사업 예산 편성시 정보화전략계획 의무 완화 통해 사업착수기간 단축 (2년→1년이하)
국민	인재양성+해외유출 방지+해외인재 유치	1. 국내 인재 (인재양성+유출방지) 2. 해외인재 유치.활용	- 대상별 맞춤형 교육 통해 전국민 AI '한글화' - (처우개선) 국립대 AI 교수 금전적 인센티브 지급 - (병역특례) AI 분야 석.박사 전문연구요원 우선 배정 - (검직 활성화) AI 관련 대학 교원 검직 활성화 - 석학.신진급 해외인재 2,000명 유치 프로젝트 - 국내 복귀하는 재외한인 박사후연구원 연구비 지원, 10년간 소득세 50% 감면(일불 연장, '25→'28)
데이터	데이터 개방, 융합.표준화, 인프라 구축 등 데이터 활용 확대	1. 개방 2. 융합.표준화 3. 인프라	- 개인정보.데이터 안심구역 클라우드로 전환, 개인정보 유출위험 낮은 가명데이터 개방 확대 - 국가 AI 학습용 데이터 클러스터 구축 및 표준체계 확립 - 국가 AI 데이터 표준 마련해 데이터 거래.결합 활용 촉진, 원본데이터 활용.기술 개발 실증 지원 - 데이터 스페이스 산업별 구축.연계, 데이터 특화 기술인력 양성
거버넌스	정책협력 강화, 산학연 역량 결집, 글로벌 이니셔티브 확보	1. 정책협력 2. 산학연협력 3. 국제협력	- 국가AI전략위원회 중심 AI 정책 총괄.조정 기능 강화 - 핵심기술 버티컬 AI 개발 지원 강화 - ODA.KSP 통해 한국형 AI 생태계 해외 확산 지원 및 글로벌 이니셔티브 확보
AI 기술 개발 가속화			
인프라	AI 데이터센터 등 컴퓨팅.통신 인프라 확충	1. 컴퓨팅인프라	- 민간 협력해 '30년까지 GPU 5만장 이상 확보 - 전력.세제.규제 등 패키지 지원 통해 AI 데이터센터 확충
모델.원천기술	AI 기술생태계 조성	1. AI 기반모델 2. AI 실증단지	- AI 정예팀(최대 5개팀) GPU.데이터.인재 지원해 글로벌 수준 독자 AI 모델 개발 - AI 특화 실증단지 구축
국민성장펀드			
규모	민간자금 50조원 이상 + 첨단전략산업기금 50조원 이상 = 100조 이상		
투자대상	AI 등 미래전략 산업 및 에너지인프라 + 관련 기술.벤처기업 특히 AI 산업은 지원규모 별도 할당		
지원방식	중소.벤처기업 장기 지분투자 지원 + 설비투자 위한 대규모 자금 초저리대출		
중소.벤처기업 성장			
발굴	AI 경진대회 개최, TIPS 등 통해 유망 벤처기업 적극 발굴		
투자확대	유망벤처기업에는 국민성장펀드, 모태펀드, 연기금.개인 등 민간 벤처투자 활용해 스케일업 지원		
제조 AX	중소.영세 제조기업 AI 활용 촉진 위한 AI 기반 스마트공장 보급 확대		

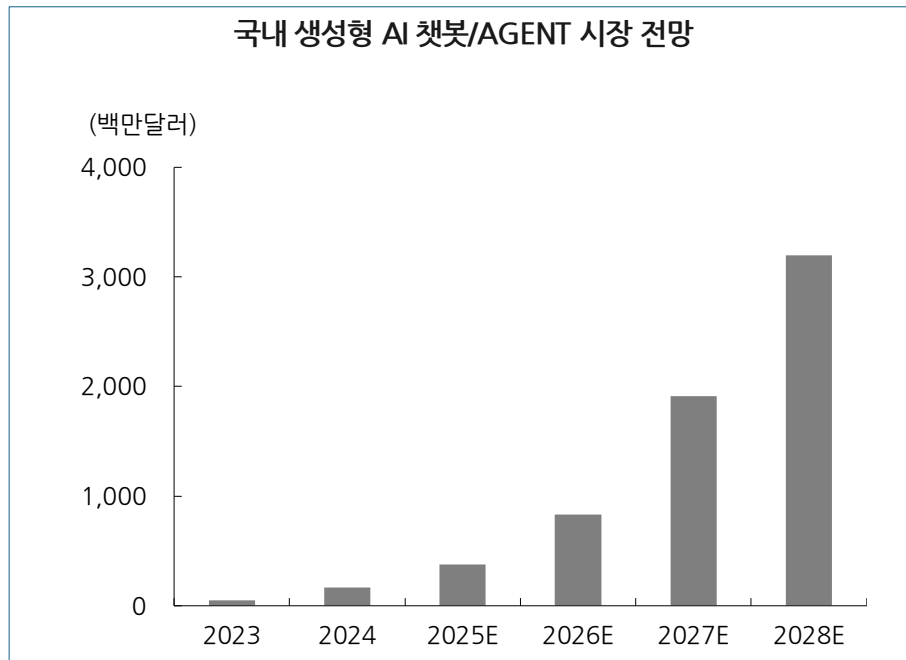
자료: DS투자증권 리서치센터

국내 AI SW 시장점유율 전망

■ 국내 AI SW 4.4조원까지 성장 예상

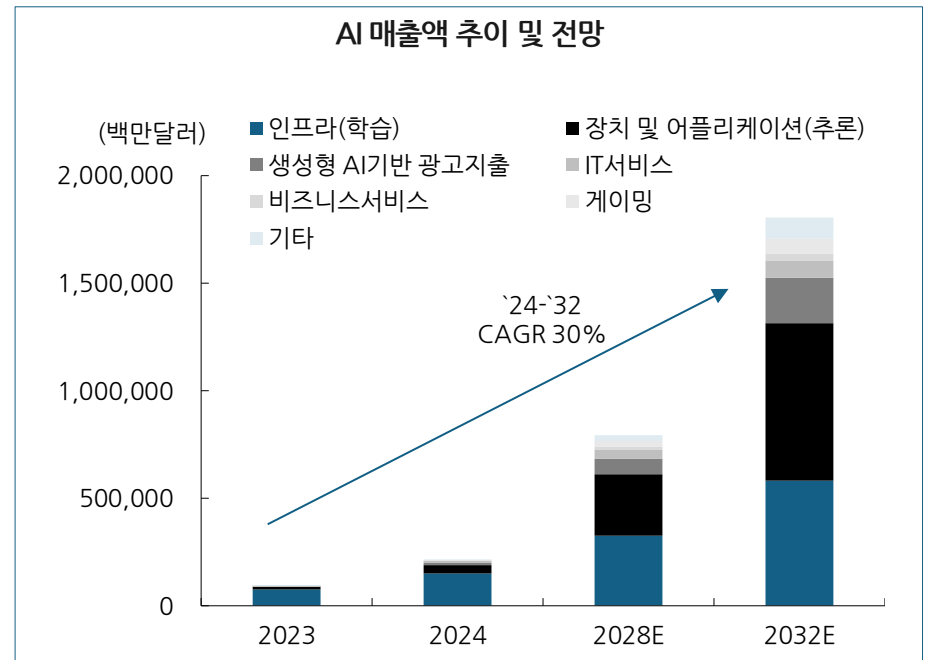
- 국내 AI SW 시장 28년까지 4.4조원으로 성장하며 전체 SW 침투율 10% 예상함
- B2C는 AI 구독료와 AI서비스로 발생하는 광고 매출, 그 외 연동서비스 매출이 주류가 될 것
- B2G/B2B는 기업들의 AX 전환에서 주된 매출 발생을 예상. 국내 B2B 핵심고객사는 금융권 예상
- B2G AX 시장은 '29년까지 연간 1조원 수준에 도달할 것으로 예상
- B2G AX 수주경험 있는 삼성SDS/LGCNS에도 주목할 필요

국내 생성형 AI 챗봇/AGENT 시장 전망



자료: DS투자증권 리서치센터 추정
주: 글로벌 협력 포함

AI 매출액 추이 및 전망



자료: IDC, DS투자증권 리서치센터

기업분석

카카오[035720]

NAVER[035420]

뤼튼테크놀로지스[비상장]

LG씨엔에스[064400]

롯데이노베이트[286940]



카카오[035720] _유학파 공격수 카카오

최승호 인터넷·게임

02-709-2658

csh@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(상향) 88,000원
현재주가(09/12) 65,500원
상승여력 34.3%

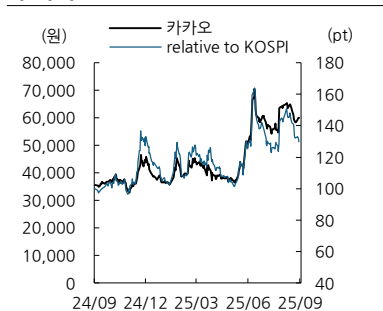
Stock Data

KOSPI 3,395.5pt
시가총액(보통주) 28,969십억원
발행주식수 442,125천주
액면가 100원
자본금 44십억원
60일 평균거래량 4,074천주
60일 평균거래대금 248,589백만원
외국인 지분율 29.6%
52주 최고가 71,600원
52주 최저가 32,550원
주요주주
김범수(외 76인) 24.1%
국민연금공단(외 1인) 6.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	2.8	-3.6
3M	29.7	13.4
6M	48.5	16.7

주가차트



■ AI 생태계 진입에 따른 무조건적인 VALUE UP 예상

- 카카오톡은 AI 슈퍼앱으로 나아갈 전망. 4Q 친구탭 → 피드화 변화, 숏폼 앱 신설, AI 서비스(AGENT, CHATGPT) 출시 대기 중
- 경쟁사와 달리 생성형 AI 서비스 위협과 유리되어 있음. 현재 생성형 AI 서비스들의 주요 저격대상은 검색 및 포털 플랫폼임. 메신저 플랫폼인 카카오톡은 영향 받을 부분이 적음. 메신저앱에 AI를 붙여나가는 점도 긍정적
- 문제는 얼마나 ADD-UP이 될 것인지, 이 것이 현재의 높은 밸류에이션을 정당화 가능할지가 관건
- 출시 전 추측에 근거해 대략적인 밸류에이션 진행. '29년 AI 기반 매출 1.3조, 영업이익 6,193억원을 예상. IFKAKAO 행사 이후 수정

■ 앱개편은 효과있을 것, 다만 1년 이후 성장률은 지켜봐야

- 친구/숏폼/AI 개편으로 세션당/전체 체류시간 20% 증가 추정 합리적. 특히 메신저와 숏츠 서비스의 결합은 유의미한 시너지 발생시킬 것
- 장기적으로 숏츠 앱 흥행을 예상. 세션수/체류시간도 오픈채팅 대비 높을 것이고 수익화 지점도 동영상 광고로 오픈채팅 대비 명확
- 광고 인벤토리 확보로 4Q25~3Q26 특광고 평균 16%의 성장을 전망하나 그 이후부터는 성장률 감소 예상. 변수는 실제 트래픽

■ AI시대에는 밸류에이션 보다 성장경로가 중요.

- 현재 주가는 25년 기준 PER 50배 수준으로 Historical로 보아도 다소 부담스러운 밸류에이션 영역에 진입
- 그러나 경쟁사와 달리 AI를 통해 기업가치가 손상될 부분은 없고 +될 부분만 있다는 점에서 디레이팅은 받지 않을 것으로 예상. AI를 통한 슈퍼앱 진화 시나리오를 믿는다면 과거 상단 수준의 높은 PER 밸류에이션 부여 가능. '26년 예상 EPS에 생성형 AI 처음 대두되던 카카오 '23년 평균 12MF PER 50배에 AI 수익화 시나리오 감안, 10%할증한 55배를 '26F EPS에 적용. 이에 목표주가를 8만원에서 8.8만원으로 상향
- 9/23 IF KAKAO 행사에 주목. 친구탭 개편은 우려되나 숏츠/AI 개편 기대

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,872	8,099	9,015
영업이익	569	461	460	625	761
영업이익률(%)	8.4	6.1	5.8	7.7	8.4
세전이익	1,269	-1,648	-3	719	964
지배주주지분순이익	1,358	-1,013	55	568	707
EPS(원)	3,049	-2,276	125	1,293	1,609
증감률(%)	-2.0	적전	흑전	938.0	24.4
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.5	6.4
PER(배)	17.4	-23.9	306.6	50.6	40.7
PBR(배)	2.4	2.5	1.7	2.7	2.6
EV/EBITDA(배)	19.0	17.5	10.4	16.1	14.7

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

카카오[035720] _유학파 공격수 카카오

카카오 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	1,988.4	2,004.9	1,921.4	1,957.0	1,863.7	2,028.3	2,027.7	2,178.8	7,871.7	8,098.5	9,015.5
플랫폼부문	954.8	955.3	943.5	1,047.2	993.0	1,055.2	1,047.5	1,160.0	3,900.7	4,255.7	4,738.4
특비즈	522.1	513.9	507.3	562.7	553.3	542.2	548.9	639.4	2,106.1	2,283.8	2,631.8
광고형	279.0	307.0	292.0	321.0	286.0	321.0	313.9	358.5	1,199.0	1,279.4	1,518.0
거래형	238.0	200.0	209.0	236.0	267.0	221.0	235.0	280.9	883.0	1,003.9	1,113.8
포탈비즈	84.7	87.9	76.4	83.2	74.1	78.3	71.0	73.2	332.2	296.6	289.2
플랫폼기타	348.0	353.5	359.8	401.2	365.6	434.8	427.6	447.4	1,462.5	1,675.4	1,817.4
콘텐츠	1,033.6	1,049.6	977.9	909.9	870.7	973.1	980.3	1,018.8	3,971.0	3,842.9	4,277.1
뮤직	468.2	510.9	470.9	470.0	437.9	517.5	530.0	549.4	1,920.0	2,034.8	2,190.8
스토리	227.0	215.7	218.7	203.0	212.6	218.7	219.7	225.1	864.3	876.0	929.4
게임	243.1	233.5	233.6	163.0	145.2	142.6	135.5	161.0	873.2	584.3	853.4
영업비용	1,868.1	1,870.9	1,790.9	1,881.6	1,758.3	1,842.4	1,894.6	1,978.0	7,411.5	7,473.2	8,254.6
인건비	479.0	480.6	459.0	498.0	478.9	488.6	483.3	489.7	1,916.6	1,940.6	2,038.4
매출연동비	819.9	796.8	747.7	654.0	700.6	717.3	768.5	804.0	3,018.4	2,990.4	3,380.8
외주인프라	202.4	195.6	194.1	287.6	206.1	233.4	237.2	248.4	879.6	925.2	1,132.6
마케팅비	89.3	108.2	105.5	103.5	87.0	88.0	101.4	128.6	406.4	404.9	469.0
상각비	197.8	207.3	210.7	246.0	205.5	221.8	224.5	224.9	861.8	876.7	904.2
금융영업비용	17.3	16.8	15.1	27.9	19.9	30.6	19.5	20.2	77.1	90.2	80.8
영업이익	120.3	134.0	130.5	75.4	105.4	185.9	133.1	200.9	460.2	625.3	760.9
OPM (%)	6.0%	6.7%	6.8%	3.9%	5.7%	9.2%	6.6%	9.2%	5.8%	7.7%	8.4%
지배순이익	74	101	106	-226	172	161.2	131.9	103.1	55.3	568.0	706.6
NPM (%)	3.7%	5.1%	5.5%	-	9.2%	7.9%	6.5%	4.7%	0.7%	7.0%	7.8%

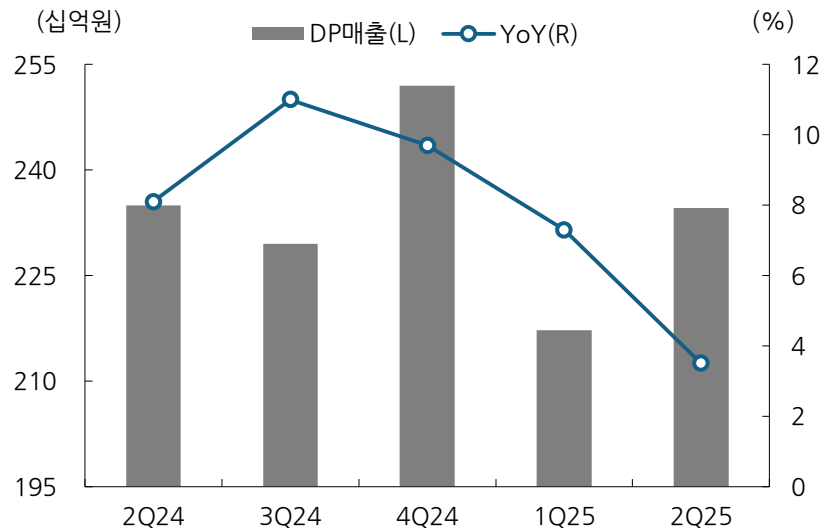
자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 추정

카카오 관전포인트: AI 슈퍼앱 및 개편은 성공할까

■ 카카오 친구탭&숏츠앱 개편효과는 1년 동안 지속될 것, 장기적 성장 가능성은 지켜봐야

- 9/23 IF KAKAO 행사에서 AI AGENT 및 친구탭/숏츠앱 개편 공개할 예정
- 카카오 친구탭 개편과 숏츠앱 개편으로 광고지면 확보 예상. 네이버의 홈피드 개편과 유사한 효과 기대. 친구탭은 우려되는 점 많으나, 숏츠는 흥행을 예상
- 광고지면 확보로 4Q25~3Q26 광고 성장률 16% 예상
- 다만 성장은 네이버 홈피드처럼 일회성에 그칠 것으로 예상. 4Q26부터는 광고 지면 개편효과 사라지며 연성장률 다시 한자리수로 둔화될 가능성 높음
- 지속적인 성장을 위해서는 숏츠/친구탭의 유의미한 트래픽확보 → 이로 인한 광고 P/Q 상승이 필요할 것
- 위챗의 사례로 볼 때 숏츠/친구탭이 인스타/틱톡/유튜브 위협하는 흥행거둬 가능성은 제로에 수렴. 그러나 일정부분 파이만 가져와도 카카오 입장에서는 이득
- 특히 오픈카툰 탭 → 숏츠 탭 변화는 확실한 +로 기여할 것으로 예상. 위챗의 사례로 볼 때 카카오톡 숏츠 서비스 적합도 높을 것
- 친구탭 개편은 소비자 경험을 해치지 않으면서 유의미한 트래픽 확대 요구됨. 과도한 SNS화는 유저의 반발이 많을 수도 있는 업데이트 영역으로 판단

네이버 홈피드(23.11.12) 개편 후 DP 매출 성장 가속화, 그 이후 하락



자료: 네이버, DS투자증권 리서치센터

카카오톡 개편 예정사항(언론보도 종합)

첫번째 탭 (친구)	전화번호 목록형 → 피드형으로 개편 친구 공유 콘텐츠, 단독방 업로드 콘텐츠 업데이트한 친구 프로필/생일인 친구 등 제공
두번째 탭 (채팅)	메시지 삭제시간 5분 → 24시간으로 확대 1회전송 이미지 30장 → 120장으로 확대 스크롤다운 시 광고 삽입
세번째 탭 (오픈채팅)	숏폼 콘텐츠로 개편 MCN 등과의 제휴를 통한 오리지널 콘텐츠 확보
신규 서비스	자체 개발 온디바이스 경량화 AI 모델 서비스 출시, OPENAI 협력 AI AGENT, CHATGPT 탑재 등

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

카카오 관전포인트: AI 슈퍼앱 및 개편은 성공할까

■ 4Q에 카카오톡 대격변 - CHATGPT와 AI AGENT

- 카카오 CHATGPT/AGENT 10월 부터 순차적 출시를 전망
- 언론보도에 따르면, CHATGPT가 그대로 카톡에 탑재되는 동시에 카카오 AGENT로 택시 호출/선물하기와 같은 자사 버티컬 서비스와 대외서비스 연결 등이 가능할 전망
- 카카오 AGENT의 의의는 기존 서비스의 부스팅에 있다고 판단. 가령 구글 캘린더 연동 등은 결합강도가 낮아 거의 쓰이지 않겠지만, 모빌리티/커머스/페이 등 기존 서비스의 연결은 타 AGENT 대비 카카오 AGENT의 강점이 있음. 이를 통해 기존 서비스의 MS와 매출을 확대하는데 보탬이 될 전망
- 최근 MCP 플랫폼 (PLAYMCP)을 런칭하는 등 카카오톡 내 서비스를 확대하기 위한 기반을 갖추고 있는 상황
- 단순 추측과 추정에 따른 계산으로는 카카오 AI 서비스는 '27년 매출액 8,056억원 달성 후 '29년 1.4조원까지 성장할 것으로 예상
- 자세한 평가는 IF KAKAO 행사 이후로 미루고, 후술할 AI Forecast도 IF KAKAO 행사 후 수정예정



자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

카카오 AI Forecast

카카오 AI Forecast														
단위: 억원	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E	2029E
TOTAL AI Revenue		139	662	909	1,098	1,248	1,559	1,816	2,140	2,541	3,917	8,056	11,860	13,555
AI 멤버십 매출		139	365	535	629	699	860	977	1,156	1,351	2,228	4,345	7,350	8,217
AI 멤버십 구독료		19,900	19,900	19,900	19,900	19,900	21,900	21,900	21,900	21,900	19,900	19,900	22,900	22,900
CHATGPT 유료구독자 수(추정)	281	290	322	344	363	378	397	425	463	514	363	514	622	650
증가율	8%	3%	11%	7%	6%	4%	5%	7.10%	9%	11%				
CHATGPT 앱MAU(월평균)	1,240	1,414	1,626	1,902	2,244	2,491	2,691	2,933	3,226	3,581				
증가율	19%	14%	15%	17%	18%	11%	8%	9%	10%	11%				
카카오 AI서비스 구독유저(만명)		35	61	90	105	117	131	149	176	206	117	206	267	299
CHATGPT→카카오 AI 전환률		12%	19%	26%	29%	31%	33%	35%	38%	40%	26%	40%	43%	46%
AI AGENT 외부연동서비스 매출					37	64	80	107	118	137	100	442	771	1,120
카카오톡 AI 커머스 매출액			5	15	20	26	41	62	72	81	65	256	407	477
한국 모바일쇼핑 GMV(조원)	52.1	55	53.9	54.5	54.4	57.3	56.7	57.5	57.2	60.1	220	231	251	265
성장률	6.1%	6.5%	6.30%	6.40%	4.50%	4.20%	5.30%	5.50%	5.10%	4.80%				
AI 커머스 GMV(억원)			539	1,635	2,178	2,866	4,536	6,899	8,011	9,009	7,217	28,456	45,180	53,000
AI 커머스 침투율			0.10%	0.30%	0.40%	0.50%	0.80%	1.20%	1.40%	1.50%	0.5%	1.5%	1.80%	2%
카카오톡 AI 커머스 예상 GMV			162	490	653	860	1,361	2,070	2,403	2,703	2,165	8,537	13,554	15,900
AI커머스 M/S			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
퀵커머스 서비스 연동매출					17	39	50	72	78	92	55	292	508	600
기타서비스 연동매출					20	25	30	35	40	45	45	150	222	351
퀵커머스 산업GMV(조원)	6.4	6.7	6.3	6.6	6.7	7.0	6.6	6.9	7.1	7.4	27	28	29	30
카카오 AGENT 퀵커머스 GMV					336	774	992	1,447	1,552	1,847	1,110	5,838	10,150	12,000
퀵커머스 전체 GMV 침투율					0.50%	1%	1.50%	2%	2.20%	3%	1%	3%	3.50%	4%
AI AGENT 광고매출			292	360	412	459	578	670	794	971	1,523	3,013	3,333	3,741
카카오 AI 검색 쿼리 점유율			0.05%	0.10%	0%	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.7%	0.3%	0.7%	0.90%	1.10%
AI 검색광고 매출			67	90	115	144	173	202	299	422	416	1,096	1211	1420
CTR			0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
광고 단가(CPC)			700	800	900	1,000	1,200	1,400	1,700	2,200				
AI DP 매출(CPT)			225	270	297	315	405	468	495	549	1,107	1,917	2,122	2,321
DP 일매출			2.5	3.0	3.3	3.5	4.5	5.2	5.5	6.1	3.0	5.3	5.8	6.4
영업비용		83	409	555	645	718	892	1,022	1,210	1,442	2,327	4,566	6,576	7,362
NOPLAT		55	253	354	452	530	667	795	930	1,099	1,590	3,491	5,284	6,193
NOPLAT(%)		40%	38%	39%	41%	42%	43%	44%	43%	43%	41%	43%	45%	46%

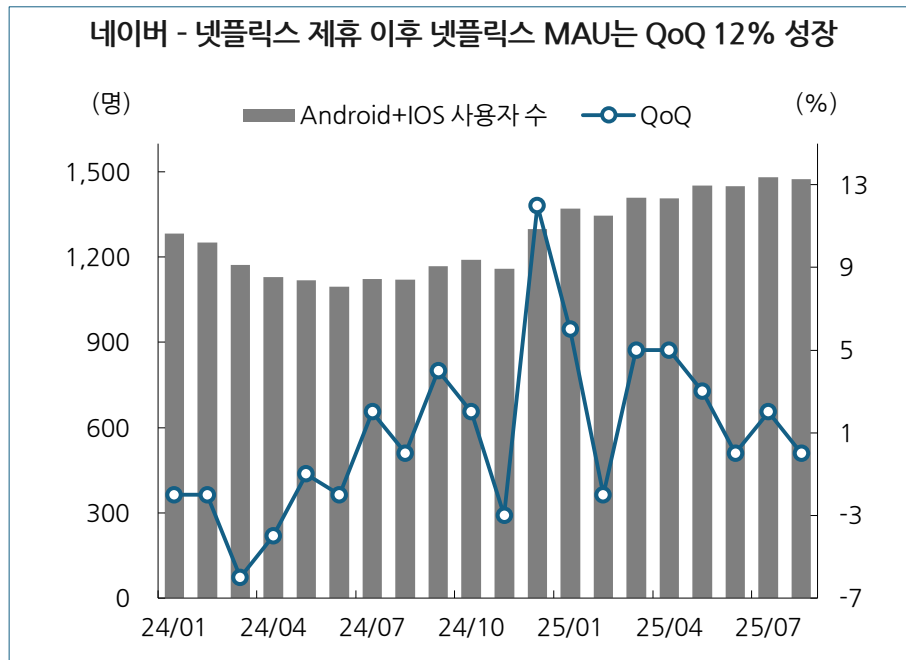
자료: DS투자증권 리서치센터

주: 아직 서비스가 공개되지 않은 상황에서 단순 추정과 추측에 따른 추정으로, 추후 수정될 예정

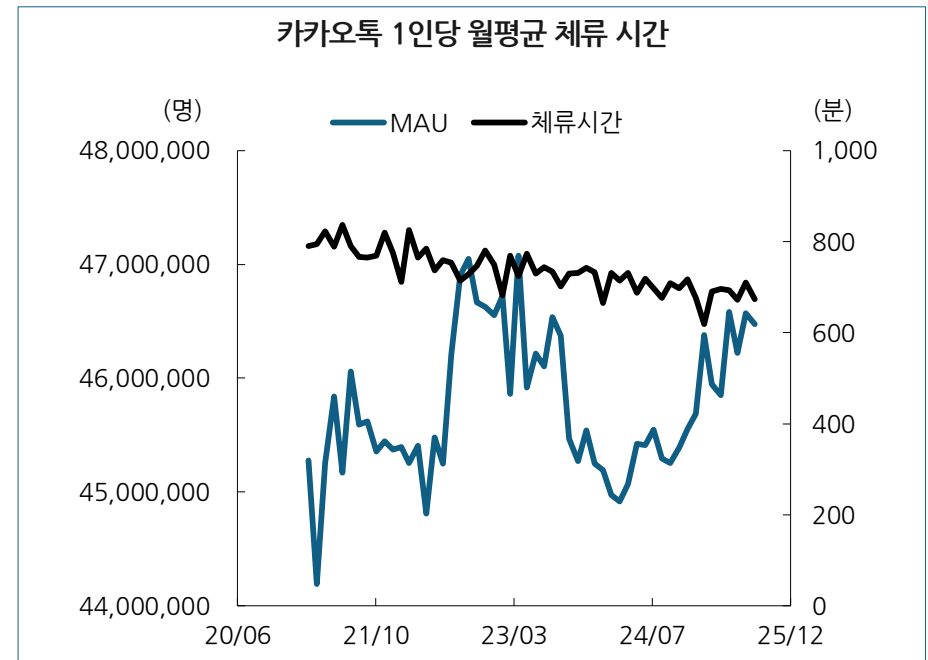
카카오 AI 매출 - 1. CHATGPT FOR KAKAO

■ CHATGPT가 카카오톡 대화탭 내 탑재

- 언론보도 내용에 따르면, CHATGPT와 동일한 서비스가 카카오톡 대화탭 내 탑재되고 CHATGPT앱과 연동도 가능할 예정
- 현재 카카오 톡서랍, 이모티콘 플러스 합산 구독자수 400만명 수준인 것으로 추정. CHATGPT 국내 구독자수도 300만명 수준으로 추정됨
- 카카오톡 GPT는 기존 CHATGPT 구독자와 미구독자 모두를 타겟할 수 있을 것으로 생각. '29년까지 유료구독자 300만명 예상
- 쟁점은 구독가격. CHATGPT와 큰 차이 없는 가격이라면 구독자수를 모으기 쉽지 않을 것, 반면 확실한 인센티브가 있다면 당사 예상속도보다도 빠를 수 있음.
네이버-넷플릭스 제휴도 명확한 가격 인센티브를 통해 넷플릭스 국내 구독자 QoQ 12% 증가했음
- 따라서 카카오도 네이버처럼 멤버십 서비스로 접근할 가능성 높다고 판단. 현재의 이모티콘 플러스, 톡서랍, 멜론 등이 번들링 요금제로 결합될 가능성
- 그 외 기대사항은 체류시간 증가. 현재 카카오 일 체류시간 2-30분으로 지속된 하향세 추정. 세션 당 체류시간도 네이버 대비 계속 언더퍼폼하는 상황
- CHATGPT 도입으로 전체/세션당 체류시간 모두 증가 전망. 여기에 숏츠, 친구탭 개편 성공한다면 체류시간 20% 이상 성장가정 합리적



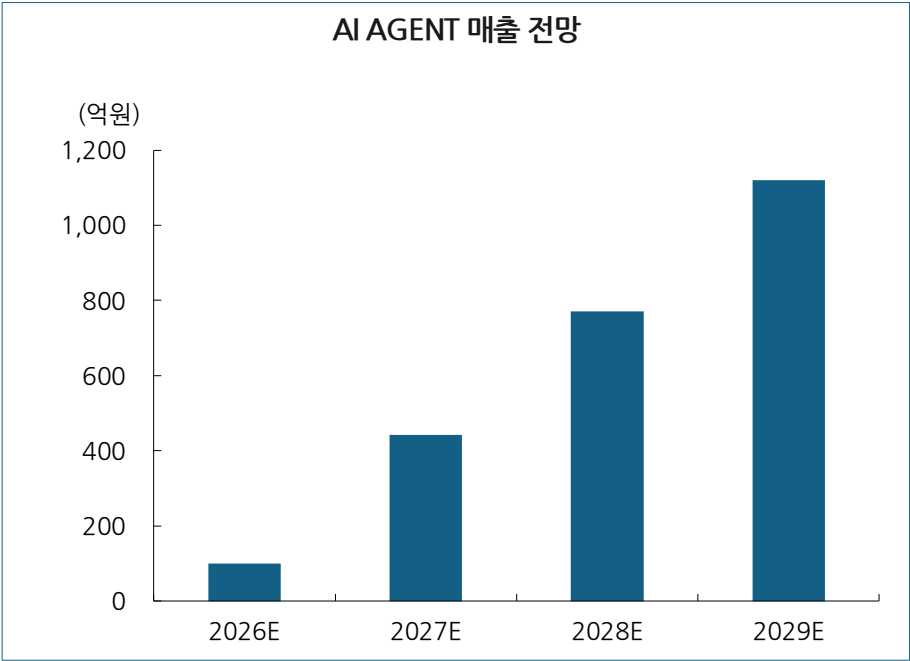
자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터



자료: Mobileindex, DS투자증권 리서치센터

카카오 AI 매출 - 2.AI AGENT 서비스

- AI AGNET카카오 AI AGENT 서비스 11월 출시 예상**
 - AI AGENT를 통해 다양한 내외부 서비스가 특내에서 연결될 것으로 예상. AGENT는 카카오톡이 AI 슈퍼앱으로 나아가는 것의 가장 핵심
 - 카나나 API 연동, GPT API 연동 모두 가능할 것으로 예상
 - 연결되는 서비스는 제휴만 가능하다면 이커머스/퀵커머스/금융 그 어떤 서비스라도 합칠 수 있을 것. MCP 플랫폼 개방하며 외부 협력가능성도 열어둔 상황
 - 중개하는 과정에서 낮은 한자리수의 중개수수료 수취도 가능할 것으로 예상
 - **핵심은 당장의 중개수수료 매출보다 카카오톡 체류시간 증대/기존 카카오 버티컬서비스 부스팅에 있다고 판단. 29년까지 AI AGENT 순수 중개수수료 매출 1,120억 원을예상**
 - 현재 애플/삼성/구글도 AI AGENT 준비 중. 휴대폰제조사와 차별화되는 지점은 보유하고 있는 카카오 버티컬 서비스와 연결성



자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

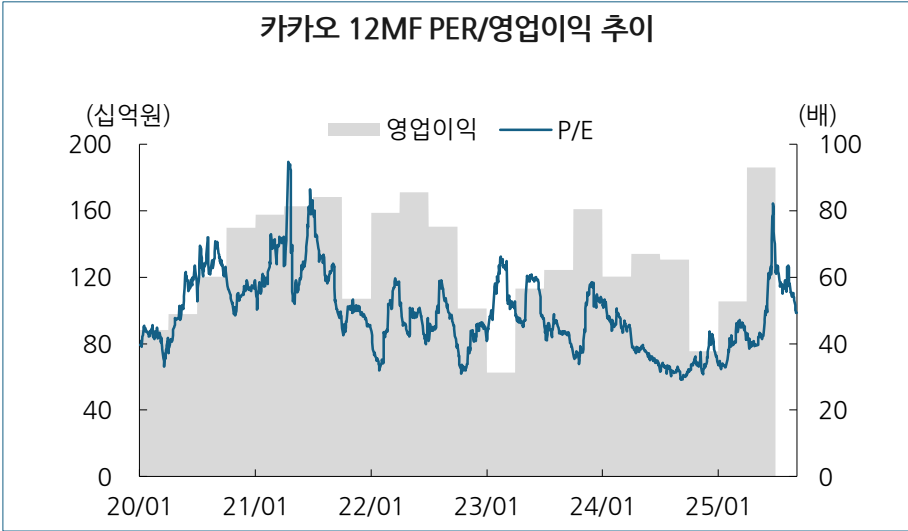
카카오[035720] _유학파 공격수 카카오

카카오 VALUATION			
	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	707	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	1,609	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	55	카카오 23년 12MF PER에 AI 성장시나리오 감안 10%할증
목표주가	(원)	88,000	적정주가 88,495원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	65,500	전일기준
Upside	(%)	34.3	

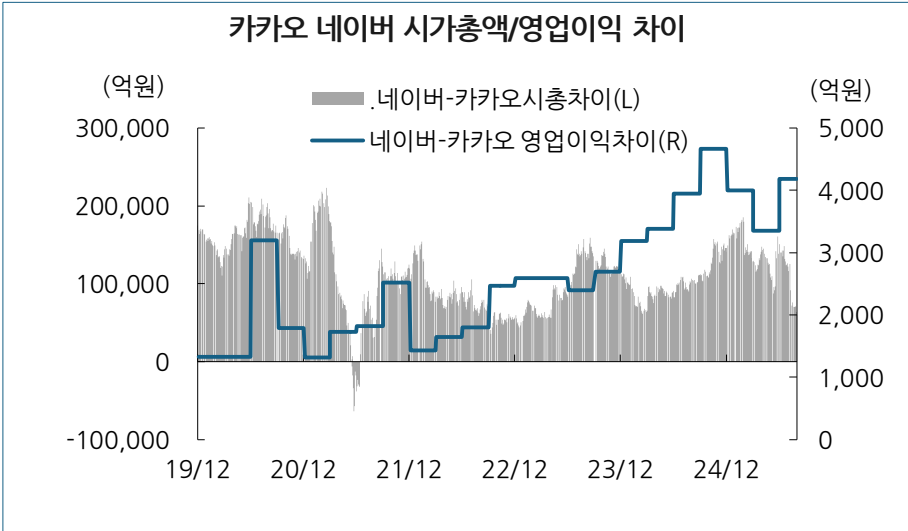
자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터

네이버 vs 카카오 AI 전략		
구분	네이버	카카오
종합전략	소버린시 전략, 추후 외부 AI와 협력가능	자체시도 개발하지만, 외부 AI협력에 더 무게, OPENAI 협업확정
검색	AI 브리핑 출시완료. 쿼리확대 전망 (3%→20%)	AI검색 도입 예정,CHATGPT 탑재
커머스	초개인화,커머스 AI AGENT 계획 중	AI 쇼핑메이트 베타테스트 중
광고	광고 자동타겟팅 ADVOST 출시, AI타입 출시 예정	AI메신저 개편을 통한 추가 광고 인벤토리 확보 예상
AI AGENT	27년까지 시로 각서비스를 연결하고 검색에서 예약/결제까지 지원예정	카나나 출시, 연말 AI AGENT 출시 예정
콘텐츠	웹툰 AI 캐릭터챗 출시 등	AI 생성 콘텐츠 제공예정

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터
 주: 22,23년 지배순이익 적자, 비교의 편의성을 위해 일회성 비용 제거하고 계산한 수치



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

카카오[035720] _유학파 공격수 카카오

재무상태표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	7,756	9,988	10,959	14,427	16,090
현금 및 현금성자산	4,780	5,389	6,145	9,059	10,456
매출채권 및 기타채권	772	1,205	1,243	1,481	1,586
재고자산	160	139	65	80	86
기타	2,043	3,256	3,506	3,807	3,962
비유동자산	14,451	15,192	14,814	15,151	15,234
관계기업투자등	4,604	5,088	5,472	5,517	5,741
유형자산	885	1,337	1,286	1,226	1,100
무형자산	6,022	5,769	5,137	5,397	5,260
자산총계	22,964	25,180	25,773	29,578	31,324
유동부채	4,768	7,564	8,633	9,743	10,478
매입채무 및 기타채무	1,642	4,934	5,296	4,776	5,113
단기금융부채	1,376	1,928	2,338	3,910	4,264
기타유동부채	1,750	702	999	1,058	1,101
비유동부채	3,798	3,757	3,197	3,447	3,706
장기금융부채	2,825	2,579	2,047	2,520	2,742
기타비유동부채	973	1,178	1,150	927	964
부채총계	9,448	11,321	11,830	14,952	16,018
자배주주지분	9,984	9,764	10,141	10,683	11,363
자본금	45	45	44	44	44
자본잉여금	8,116	8,840	8,911	8,914	8,914
이익잉여금	3,031	1,922	1,943	2,482	3,162
비자배주주지분(연결)	3,532	4,095	3,802	3,943	3,943
자본총계	13,516	13,859	13,943	14,626	15,306

현금흐름표	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	678	1,341	1,250	4,253	1,344
당기순이익(손실)	1,067	-1,817	-162	621	733
비현금수익비용가감	126	3,001	1,462	1,013	414
유형자산감가상각비	378	489	576	616	565
무형자산상각비	204	271	260	269	272
기타현금수익비용	-455	2,240	627	-343	-626
영업활동 자산부채변동	-460	248	-4	2,669	197
매출채권 감소(증가)	-69	-108	-20	-179	-105
재고자산 감소(증가)	-73	43	0	-4	-6
매입채무 증가(감소)	64	418	-27	2,847	338
기타자산, 부채변동	-382	-105	43	5	-30
투자활동 현금	-1,574	-1,780	10	-1,332	-1,157
유형자산처분(취득)	-439	-561	-348	-402	-435
무형자산 감소(증가)	-91	-135	-87	-127	-135
투자자산 감소(증가)	-54	218	413	-681	-465
기타투자활동	-991	-1,302	32	-122	-122
재무활동 현금	412	1,020	-521	-59	1,210
차입금의 증가(감소)	265	-75	-390	-64	576
자본의 증가(감소)	50	-20	-21	-23	-27
배당금의 지급	23	55	43	30	27
기타재무활동	97	1,115	-111	28	661
현금의 증가	-490	553	756	2,914	1,397
기초현금	5,326	4,836	5,389	6,145	9,059
기말현금	4,836	5,389	6,145	9,059	10,456
NOPLAT	479	334	334	430	578
FCF	-841	-348	1,306	2,970	187

자료: 카카오, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,799	7,557	7,872	8,099	9,015
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,799	7,557	7,872	8,099	9,015
판매비 및 관리비	6,229	7,096	7,411	7,473	8,255
영업이익	569	461	460	625	761
(EBITDA)	1,151	1,222	1,296	1,510	1,597
금융손익	43	53	74	167	158
이자비용	110	163	204	158	192
관계기업등 투자손익	1,603	-135	13	-117	-160
기타영업외손익	-947	-2,027	-550	44	206
세전계속사업이익	1,269	-1,648	-3	719	964
계속사업법인세비용	202	168	159	224	231
계속사업이익	1,067	-1,817	-162	495	733
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,067	-1,817	-162	495	733
자배주주	1,358	-1,013	55	568	707
총포괄이익	-554	-1,617	165	495	733
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	8.4	6.1	5.8	7.7	8.4
EBITDAMargin률(%)	16.9	16.2	16.5	18.6	17.7
당기순이익률(%)	15.7	-24.0	-2.1	6.1	8.1
ROA(%)	5.9	-4.2	0.2	2.1	2.3
ROE(%)	13.6	-10.3	0.6	5.5	6.4
ROIC(%)	7.4	5.1	6.1	7.7	9.6

주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	17.4	-23.9	306.6	50.6	40.7
P/B	2.4	2.5	1.7	2.7	2.6
P/S	3.5	3.2	2.2	3.6	3.2
EV/EBITDA	19.0	17.5	10.4	16.1	14.7
P/CF	19.8	20.4	13.0	17.8	25.3
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	15.0	11.2	4.2	2.9	11.3
영업이익	-3.1	-19.1	-0.1	35.9	21.7
세전이익	-44.5	적전	적지	흑전	34.1
당기순이익	-35.0	적전	적지	흑전	48.1
EPS	-2.0	적전	흑전	938.0	24.4
안정성 (%)					
부채비율	69.9	81.7	84.8	102.2	104.6
유동비율	162.7	132.0	126.9	148.1	153.6
순차입금/자기자본(x)	-13.5	-19.6	-24.5	-31.7	-36.2
영업이익/금융비용(x)	5.2	2.8	2.3	3.9	4.0
총차입금 (십억원)	4,200	4,507	4,385	6,430	7,006
순차입금 (십억원)	-1,821	-2,720	-3,416	-4,631	-5,534
주당지표(원)					
EPS	3,049	-2,276	125	1,293	1,609
BPS	22,414	21,948	22,858	24,069	25,600
SPS	15,264	16,988	17,743	18,245	20,311
CFPS	2,679	2,662	2,931	3,679	2,584
DPS	60	61	68	60	80

NAVER[035420] _국가대표 수비수 네이버

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

매수(유지)

목표주가(하향) 300,000원
현재주가(09/12) 236,000원
상승여력 27.1%

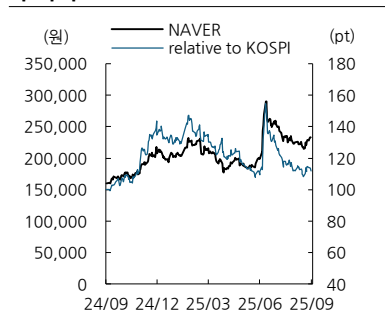
Stock Data

KOSPI 3,395.5pt
시가총액(보통주) 37,017십억원
발행주식수 156,853천주
액면가 100원
자본금 16십억원
60일 평균거래량 1,365천주
60일 평균거래대금 336,263백만원
외국인 지분율 41.9%
52주 최고가 295,000원
52주 최저가 158,900원
주요주주
국민연금공단(외1인) 9.3%
BlackRockFundAdvisors(외14인) 6.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.8	-0.6
3M	18.7	2.4
6M	10.3	-21.6

주가차트



■ AI를 통한 가치 증진은 어렵다. 네이버에게 AI는 방어외의 관점

- 네이버 AI 가치 증진 위해서는 1)클라우드 사업의 성장, 2)소버린 AI 사업통한 B2G 의미있는 수주, 3) B2C 서비스 AI를 통한 성장이 필요
- 2), 3)은 현실적으로 어려운 목표라고 생각. 2)추후 B2G 연간 수주규모 조단위 성장 기대하나 최소 3-4년 뒤 이야기이며 같은 소버린 AI 그룹과 과실을 나눠야 함
- 3) 네이버의 B2C AI 서비스는 현재 플랫폼 성격 상 성장포인트보다는 방어하는 요소로 기능할 것으로 예상. 다만 경쟁사 대비 버티컬 서비스 및 UGC/퍼스트파티 데이터가 풍부하므로 생태계 진작에는 도움될 것. 1)클라우드 성장 시나리오는 유효하지만 전폭적 성장 위해서는 사우디 등 해외에서의 성과가 필요

■ 그러나 현재 주가는 과도한 디레이팅 구간, 검색 우려 합리적이지만 AI광고솔루션으로 방어할 것

- CHATGPT 24년 11월 검색 업데이트 이후 안덱스/야후재팬/바이두/네이버 검색성장률이 동반 둔화되고 있는 점이 부정적. 다만 이미 AI 검색이 충분히 침투한 만큼, 타 글로벌 플랫폼 대비 UGC/로컬 콘텐츠 풍부한 네이버는 상대적으로 선방 예상. 비즈니스 쿼리에서의 수익화와 성장 이어나갈 수 있을 것. 2Q AI 광고로 성장 4%p 영향 있었음. ROAS/CTR 20%이상 성장한 것으로 추정됨. **네이버도 AI 검색 출시 시 현재 수준의 성장률에서 방어를 예상.** 또한 커머스는 지속적인 제후로 하위 오픈마켓 점유율 계속 뺏어올 것. 커머스 성장시나리오도 유효
- 최근 컨퍼런스콜에서 외부모델 협력 밝힘. 글로벌 프론티어 LLM + 네이버의 UGC/초개인화/로컬 데이터 합쳐지면 유의미한 시너지 발생기대, AI 검색 위협에서도 최대한 방어할 것. 네이버 AI 청사진이 공개되고 출시시점이 다가올수록 디레이팅에서 벗어날 것으로 예상. 11월 DAN행사 주목

■ 목표주가 하향, 투자 의견 유지

- 경쟁심화를 고려 기존 Target PER 22-)에서 20(글로벌 검색기업 PEER)로 하향조정, 이에 목표주가를 34→30만원으로 하향함

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	11,981	13,240
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,220	2,486
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.5	18.8
세전이익	1,084	1,481	2,322	2,772	3,271
지배주주지분순이익	760	1,012	1,923	2,050	2,289
EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,765	15,369
증감률(%)	-95.4	34.5	94.7	13.4	11.7
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.9	8.3
PER(배)	38.3	35.9	16.4	17.1	15.4
PBR(배)	1.3	1.6	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	16.1	17.8	10.8	13.2	10.3

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

NAVER[035420] _국가대표 수비수 네이버

NAVER 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.1	3,077.5	3,201.5	10,737.8	11,980.8	13,239.7
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,048.6	1,074.9	3,946.2	4,172.8	4,404.1
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	972.4	1,026.0	2,922.9	3,647.5	4,224.5
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	433.4	451.6	1,508.4	1,689.4	1,914.6
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	479.9	498.3	1,796.4	1,911.5	1,986.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	143.1	150.6	563.8	559.6	710.5
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.4	2,393.5	2,496.4	2,589.8	8,758.5	9,761.0	10,753.7
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	714.8	727.6	2,664.5	2,829.3	2,961.6
인건비	529.2	573.2	537.1	585.8	573.9	583.3	585.5	593.1	2,225.3	2,335.8	2,405.5
기타	106.8	109.5	119.7	103.1	113.9	116.0	129.3	134.5	439.1	493.6	556.1
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,095.6	1,146.1	3,790.0	4,229.9	4,700.1
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	215.1	225.0	704.8	827.1	1,023.8
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	471.0	491.1	1,599.3	1,874.7	2,068.3
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.4	521.6	581.0	611.7	1,923.3	2,219.8	2,485.9
OPM (%)	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.9%	19.1%	18.4%	18.5%	18.8%
지배순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	488.8	548.1	588.3	1,877.9	2,050.1	2,288.9
NPM (%)	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	17.8%	18.4%	17.5%	17.1%	17.3%

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 추정

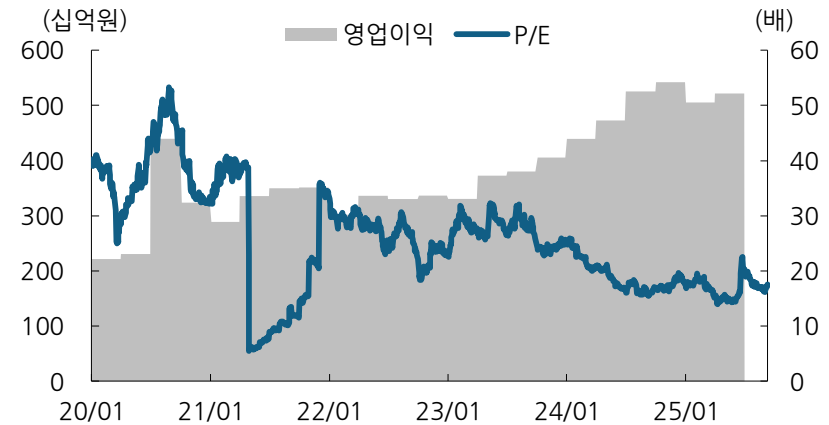
NAVER[035420] _국가대표 수비수 네이버

NAVER VALUATION

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	2,286	26F 지배주주 순이익 적용,
Target EPS	(원)	15,369	자사주 제외
Target P/E	(x)	20	Global 검색 PEER 평균 PER 적용
목표주가	(원)	300,000	적정주가 307,379원에서 천 단위 버림
현재주가	(원)	236,000	전일 종가
Upside	(%)	27.1	

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터

NAVER 12MF PER/영업이익 추이



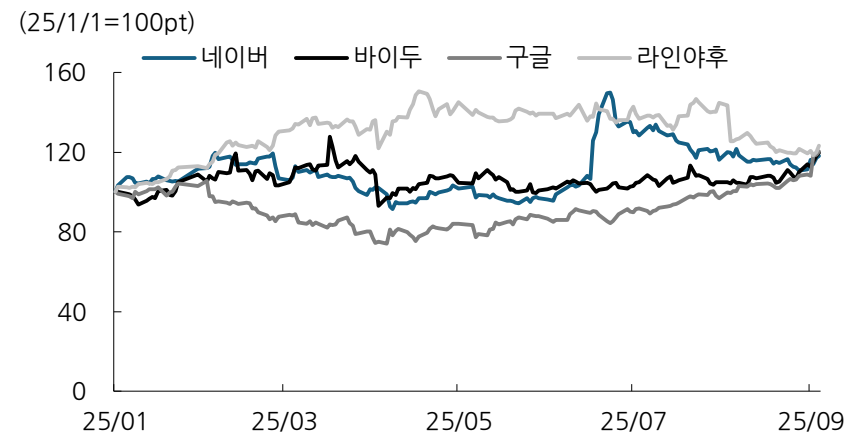
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

네이버 vs 카카오 AI 전략

구분	네이버	카카오
종합전략	소버린AI 전략, 추후 외부 AI와 협력가능	자체AI도 개발하지만, 외부 AI협력에 더 무게, OPENAI 협업확정
검색	AI 브리핑 출시완료. 쿼리확대 전망 (3%→20%)	AI검색 도입 예정,CHATGPT 탑재
커머스	초개인화,커머스 AI AGENT 계획 중	AI 쇼핑메이트 베타테스트 중
광고	광고 자동타겟팅 ADVOOST 출시, AI태프 출시 예정	AI 메신저 개편을 통한 추가 광고 인벤토리 확보 예상
AI AGENT	27년까지 AI로 각서비스를 연결하고 검색에서 예약/결제까지 자원예정	카나나 출시, 연말 AI AGENT 출시 예정
콘텐츠	웹툰 AI 캐릭터챗 출시 등	AI 생성 콘텐츠 제공예정

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

YTD 주가추이

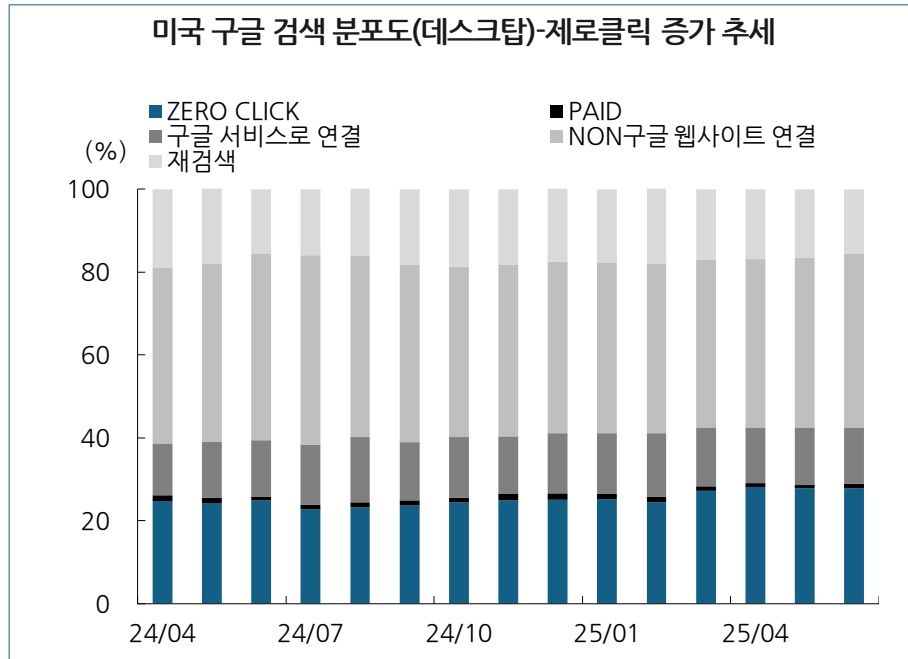


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

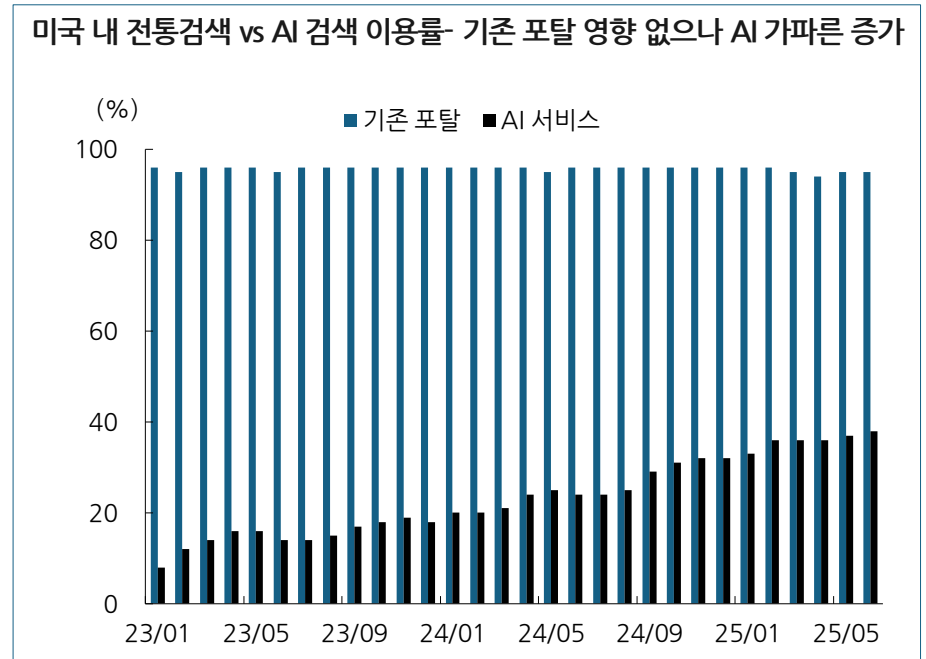
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려

■ 계속 깊어지는 AI 검색 우려

- CHATGPT 서비스가 나왔을 때부터 레거시 검색의 카니발은 계속 지적되어 왔음. 새로운 이야기는 아니지만 '24년 11월 CHATGPT AI 검색 공식출시로 더 고도화
- 글로벌 포탈업체인 구글/네이버/바이두/얀덱스는 모두 AI 검색에 대한 우려가 없다고 지속적으로 주장 중. 이들에 따르면 최근 하락은 광고주들의 지출둔화
- 반론도 있었음. 애플의 부사장은 지난 5월, AI 검색이 사파리에서 구글 점유율을 낮추고 있다고 밝힘. 이로 인해 당일 구글 주가는 8%하락
- AI 검색의 확산은 레거시 AI 검색 트래픽에 지속적 악영향 끼칠 것으로 전망. 기존 포털서비스의 AI 검색도 문제가 될 수 있음. 이는 AI검색이 필연적으로 제로클릭 서치(검색이후 다음행동으로 이루어지지 않는, 검색 한번으로 끝나는 검색)를 늘리기 때문. 조사에 따르면, 전체 검색에서 제로클릭 비중은 1년 새 3%p 증가
- 검색은 앞으로 AI검색+기존검색을 혼용하는 형태로 갈 가능성이 높음. 그래도 비즈니스쿼리는 여전히 전통포탈의 강세가 이어질 것으로 보임
- 시장 비관론자의 검색 우려는 과도하나 해당 이슈는 계속해서 전통 포탈 검색업체들의 밸류에이션을 디레이팅할 수 밖에 없는 요인으로 작용할 것
- 해결 방법은 AI 검색 수익화, 곧 이뤄질 미래지만 선두주자(GPT/구글) 액션 먼저 나와야 가능할 것

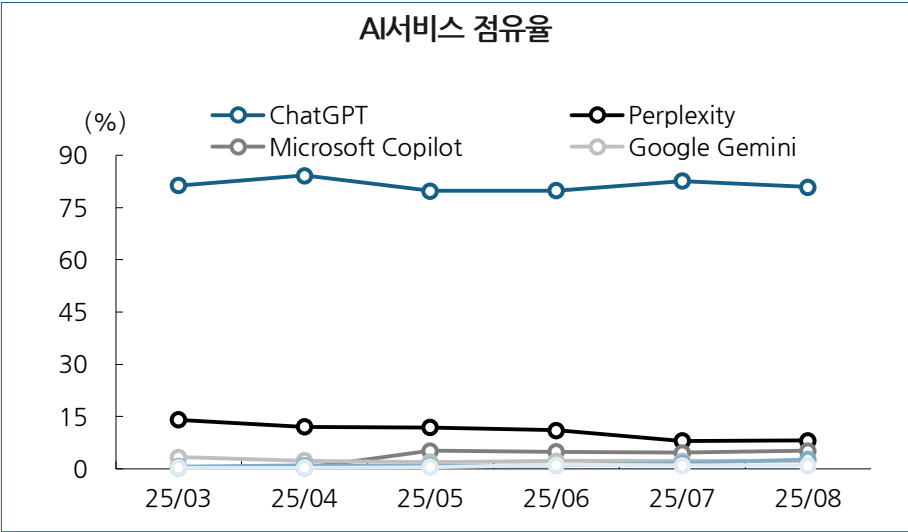


자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터

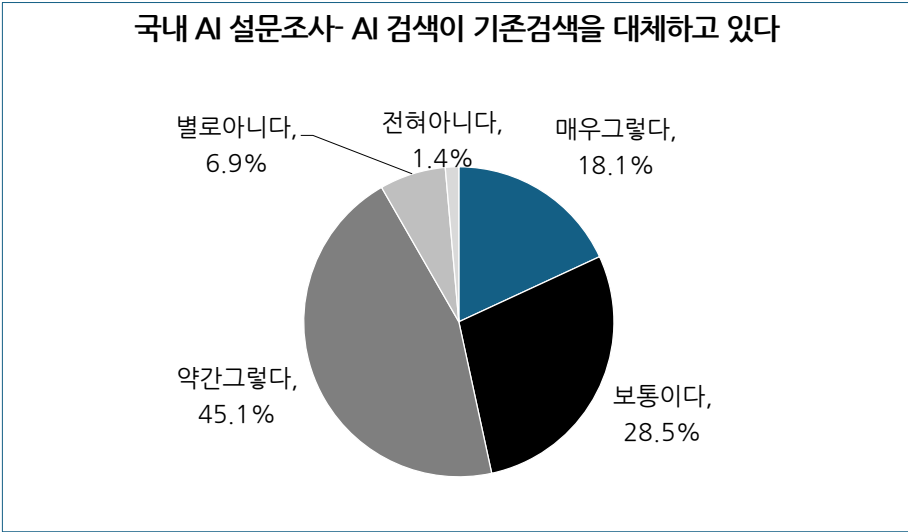


자료: Datos, DS투자증권 리서치센터
주: 월1회 이상 방문 기준 이용률

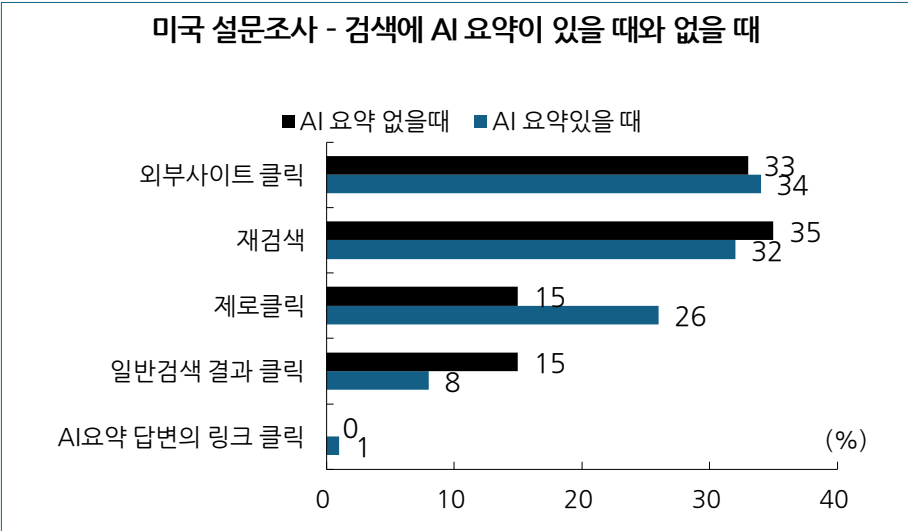
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려



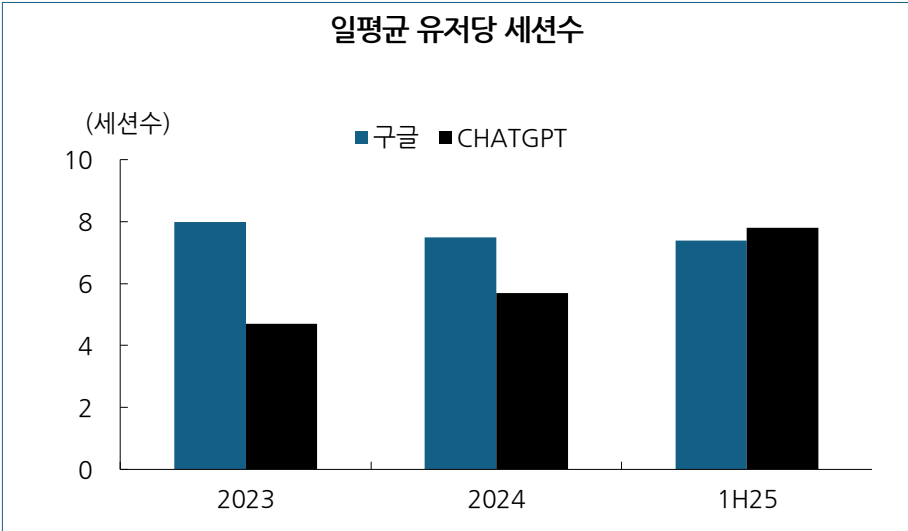
자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터



자료:오픈서베이, DS투자증권 리서치센터
주: 6월조사, 표본 1000명

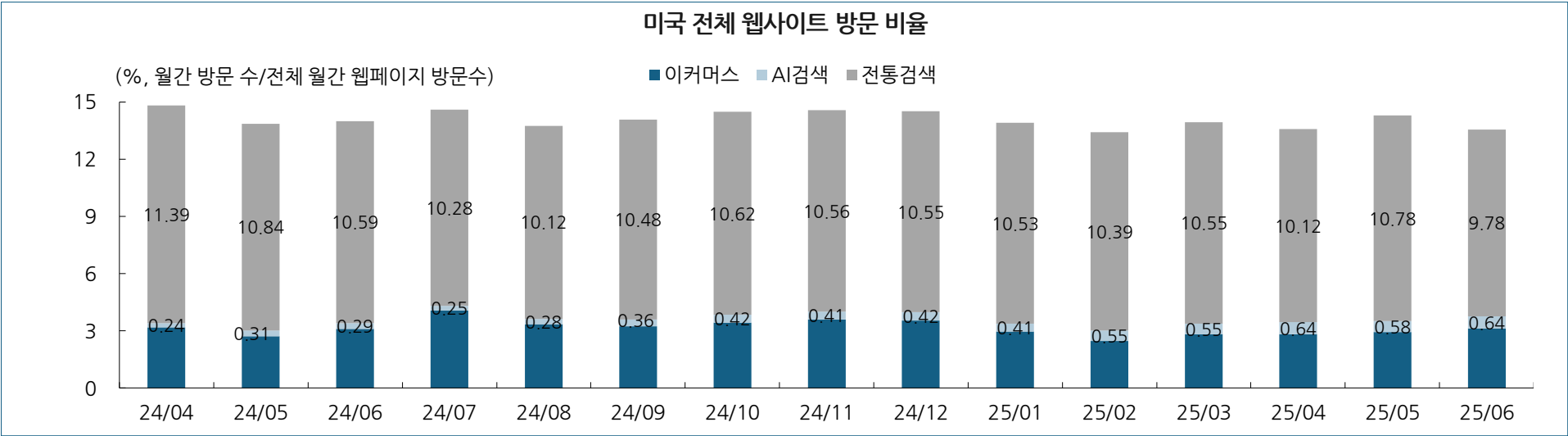


자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터

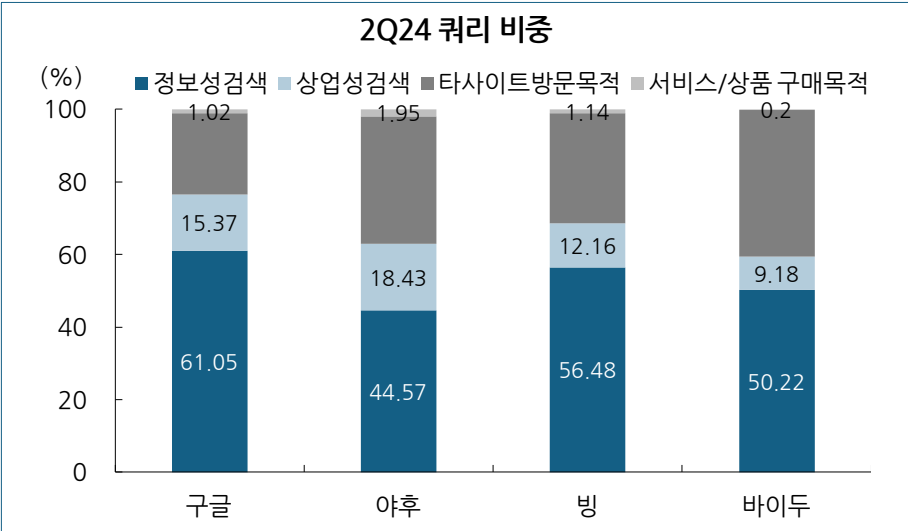


자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

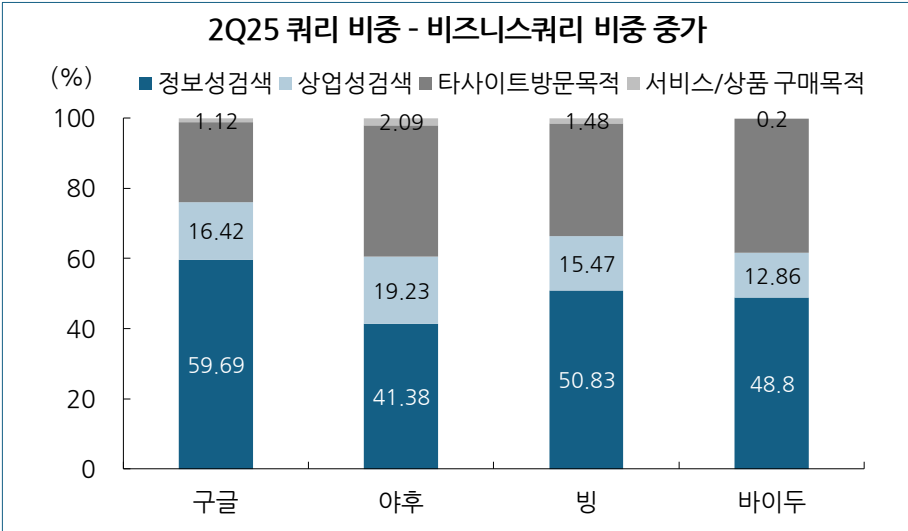
검색포탈 기업 관전포인트: AI검색 성장에 따른 디레이팅 우려



자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터



자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터

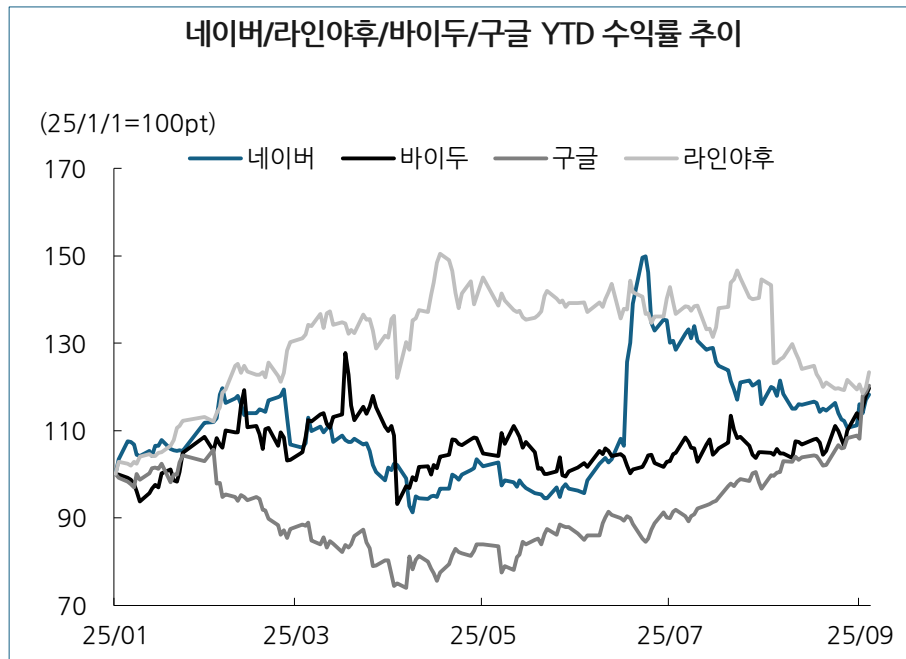


자료: DATOS, DS투자증권 리서치센터

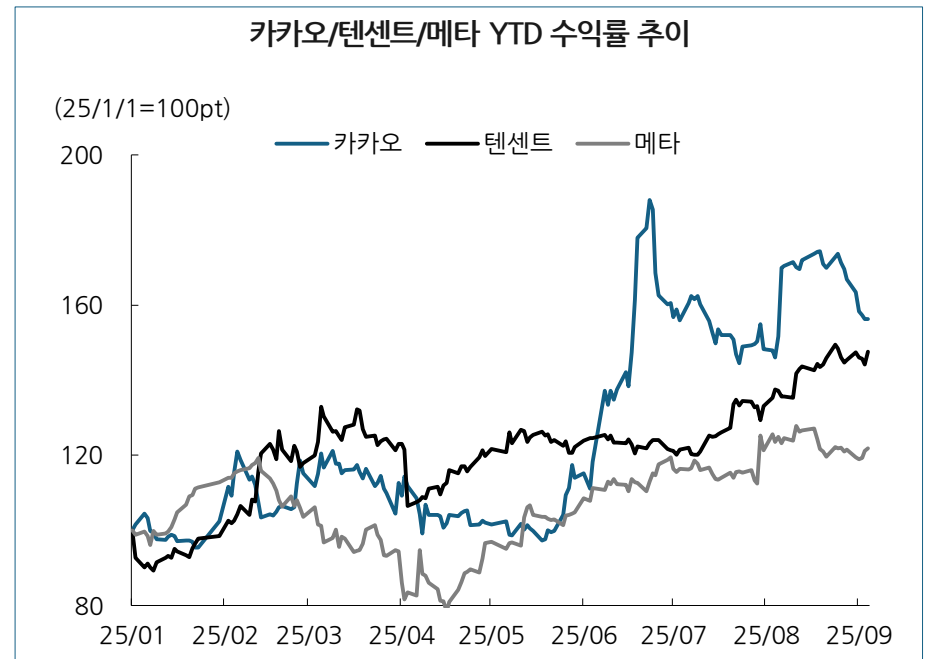
AI검색은 단순 우려일까? -기업별로 방어수준 다를 것

■ AI 검색의 침투는 이미 벌어진 일, 광고 매출로 비교

- 글로벌 포털 플랫폼 간의 직접적인 비교는 적절하지 않을 수 있음. 각국의 소비자 소비형태/실제 서비스/광고업황 등이 각각 다르기 때문
- 그래도 AI 검색의 위협을 받고 있다는 공통분모 존재. AI 검색이 이미 충분히 침투한 지금의 성장률을 보고 비교하는 것은 가능
- 2Q 기준으로 네이버의 서치플랫폼 성장률은 YoY 5.9%, 야후재팬 검색 -7.7%, 구글 검색 12%, 바이두 검색 -15.6%, 안텍스 검색+12%
- 과거 성장률과 비교하면 검색업체 중에서는 네이버와 구글 그리고 안텍스가 AI 검색에도 꾸준한 검색광고 성장을 거두고 있음
- 반면 바이두/라인야후는 AI 검색 급증과 숏폼 흥행 이후 확연하게 점유율 떨어지는 상황. 특히 바이두는 AI 검색 도입에도 점유율 하락 중
- 경쟁환경, 보유 데이터 수준 및 UGC 활성화, AI 광고 솔루션 도입의 차이가 성장률 격차를 만들고 있는 것으로 판단
- 앞으로도 야후재팬/바이두 대비 네이버/안텍스/구글의 오버퍼폼은 지속될 것으로 예상
- 특히 별도 AI 검색 서비스업을 제공하는 구글이 가장 유리하다고 판단. AI 검색에 대응하는 가장 좋은 방법은 AI 검색 서비스를 같이 도입하는 것

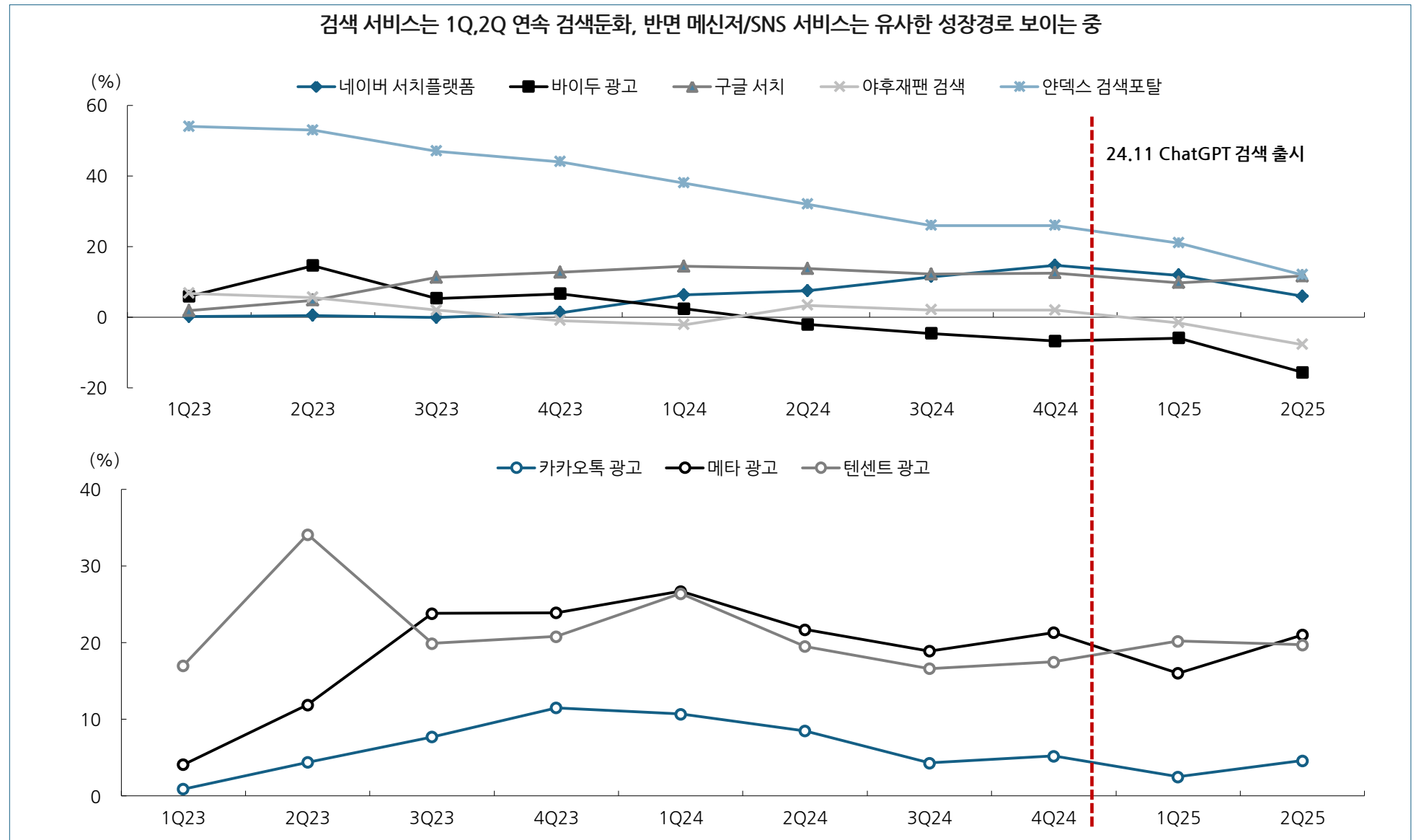


자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

글로벌 검색기업/메신저기업 광고매출 YoY

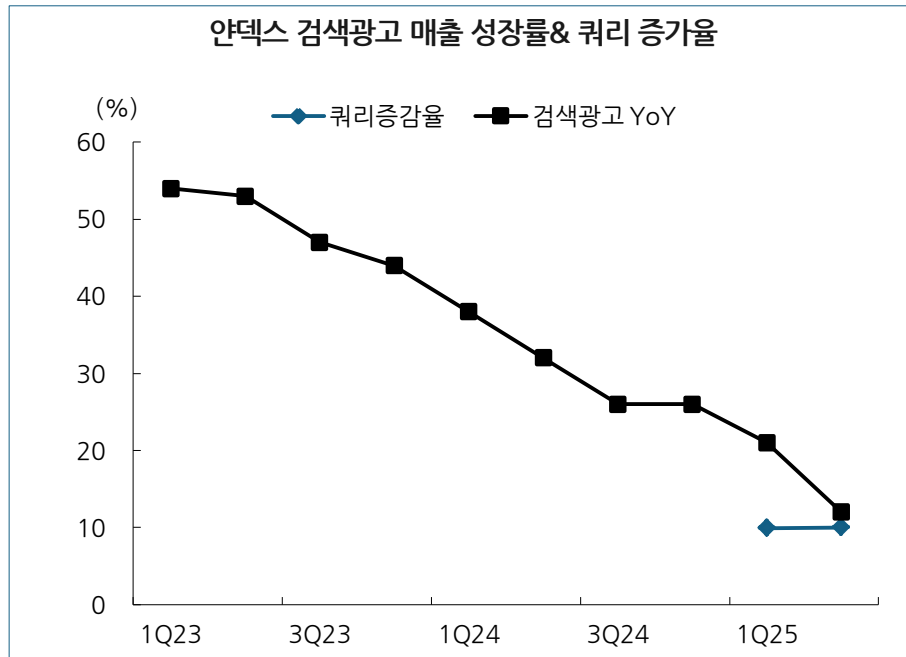


자료: 각 사,DS투자증권 리서치센터

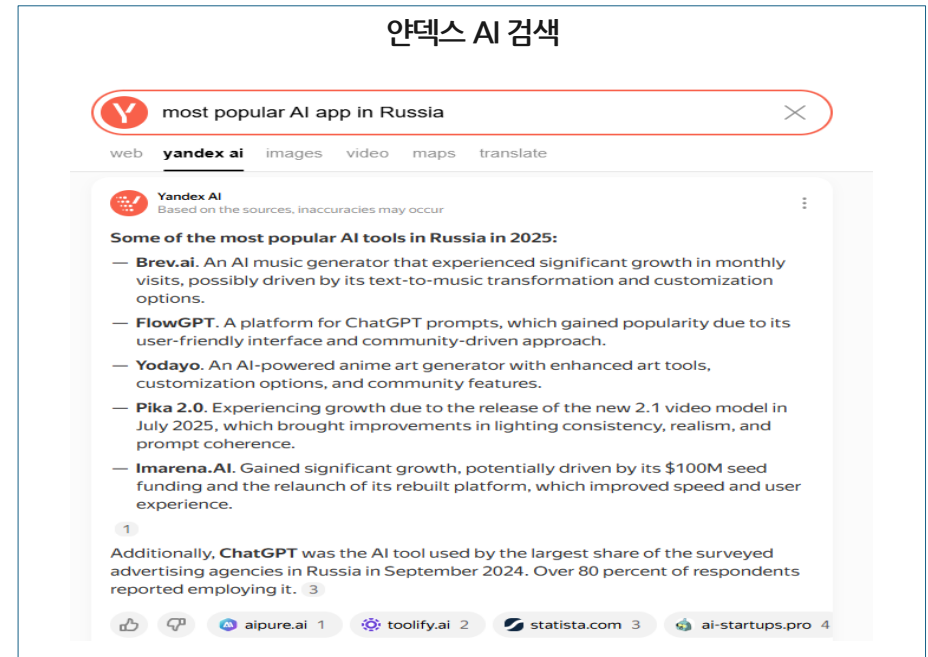
AI검색은 단순 우려일까? – AI검색 도입은 +로 작용 어렵다

■ 쿼리 증감이 문제가 아니라 AI 검색 수익화가 문제

- 전세계 검색기업 중 최근 쿼리 증감율을 공식적으로 공개한 회사는 러시아의 안덱스 뿐, 따라서 적절한 비교대상은 아닐 수 있지만 안덱스의 쿼리 증감율과 검색매출을 통해 AI 검색의 영향을 살펴보고자 함
- 러시아 검색시장은 안덱스가 점유율 68%로 과점하고 있는 상황. 국가적 특성 때문에 CHATGPT 서비스도 차단되어 있음
- 그러나 DEEPSEEK와 같은 중화권 AI 서비스들은 공식적으로 존재. 또한 VPN으로 우회해서 GPT를 사용하는 사용자도 많을 것으로 추측됨
- 안덱스도 '24년 4월에 AI 검색 서비스를 출시한 바 있음. 이로써 AI 검색 서비스 확산에도 2Q25 쿼리는 연속10%성장하며 지난 6개분기 중 최고 성장률 기록함
- 그러나 역대급 쿼리 증가에도 2Q검색광고 매출 성장률은 과거분기 대비 가파르게 하락, 단순히 광고경기 침체에 따른 광고주 예산축소로 치부하기에는 석연찮은 점이 있는 것도 사실
- AI 검색 도입 등으로 쿼리 방어는 이뤄지고 있으나, 실질적인 수익 연결로 이어지지 않는 것으로 분석
- 타 AI 서비스의 AI 검색 자체가 쿼리를 발생시키는 것(Non-profit Query)일 수도 있음



자료: Yandex, DS투자증권 리서치센터



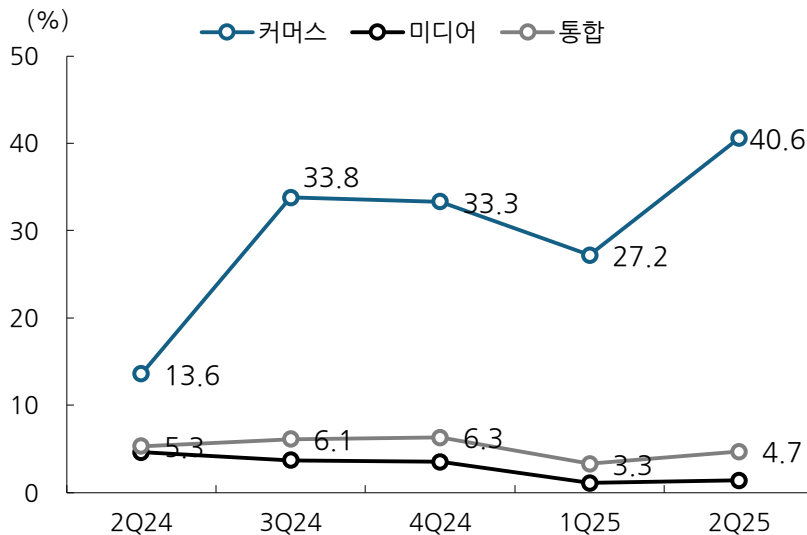
자료: Yandex, DS투자증권 리서치센터

네이버와 야후재팬의 커머스 광고 성장 - 비즈니스 쿼리 중요도 더 높아졌다

■ 비즈니스 쿼리가 핵심

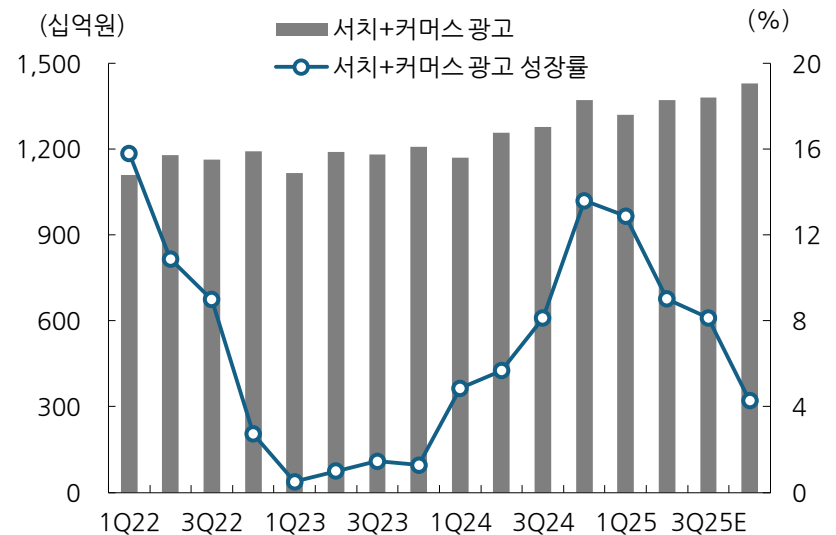
- 그러나 커머스 광고까지 포함하면 야후재팬 - 네이버 모두 견조한 상황. 2Q기준 네이버(커머스+서치) 9%, 라인야후(통합) 4.7% 성장
- 네이버/라인야후 모두 커머스 키워드에서의 수익화가 강화되고 커머스 GMV가 호조를 보이기 때문으로 예상. 즉 비즈니스 쿼리의 성장
- 앞으로도 국내 비즈니스 쿼리는 풍부한 UGC/로컬 데이터 보유 중인 네이버의 절대강세를 예상
- 최근 개인화 검색, 커머스 성장, AI 광고 솔루션 도입 등이 비즈니스 쿼리 P/Q 동반 증가시킬 것
- 네이버 2Q25 ADVOOST 성장 기여분 4%p임. 세부적으로 보면 CTR/ROAS 20% 이상 성장한 것으로 추정함
- 앞으로 비즈니스 쿼리의 중요성이 더 높아질 것, 커머스 성장이 전체 광고 성장의 KEY TRIGGER로 작용할 가능성 높음

라인야후 부문별 광고 성장률- 네이버와 비슷한 경로



자료: LY, DS투자증권 리서치센터

네이버 서치플랫폼+커머스 광고 성장률 및 전망

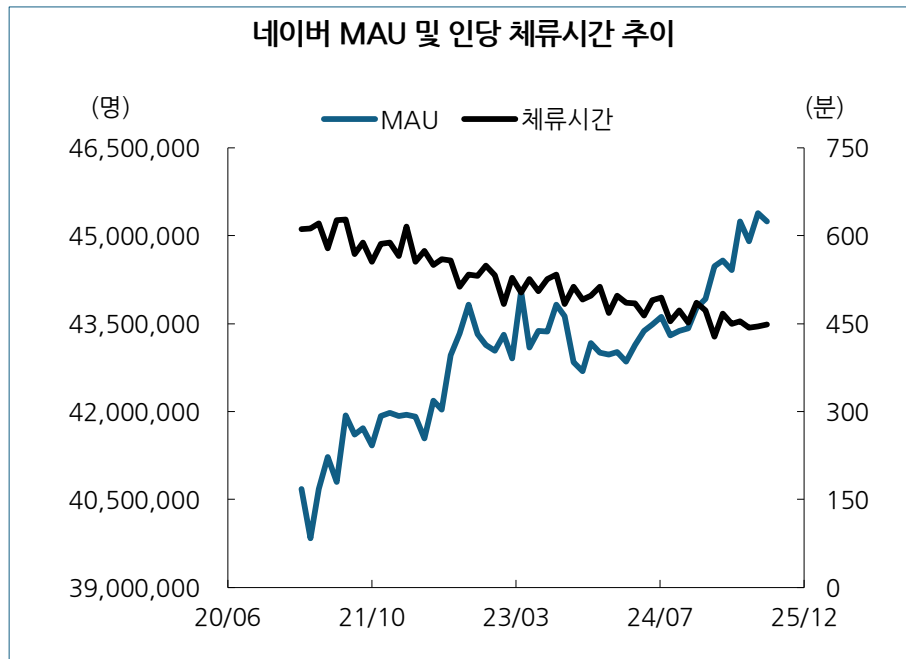


자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 추정

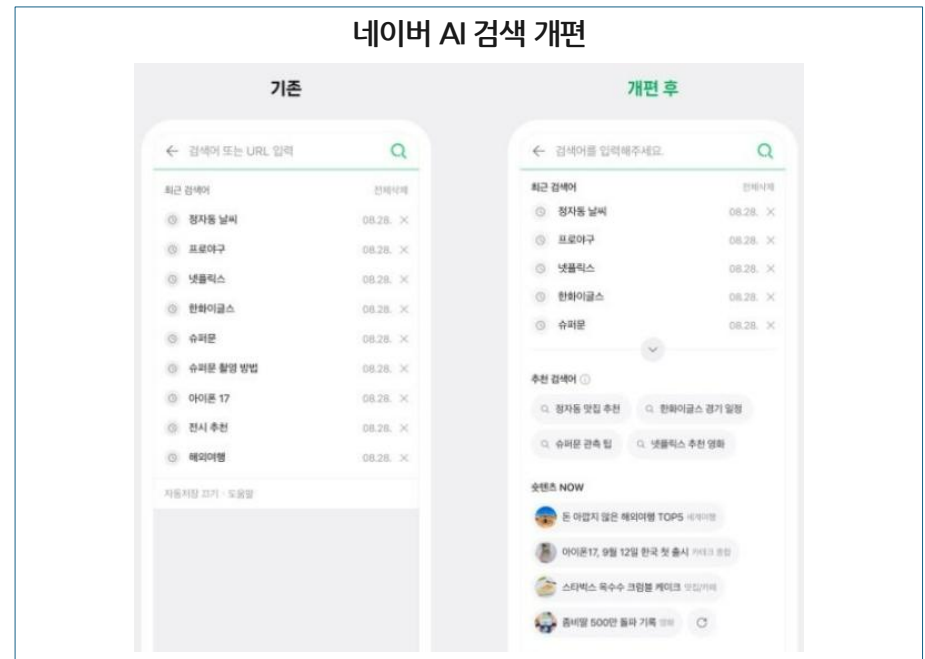
결론:네이버 - AI 검색 방어는 가능할 것으로 전망

■ 자사 AI 검색 서비스 출시가 MINUS는 아니지만 ADD도 아닐 것

- 네이버는 이미 유튜브/구글을 통해 정보성 쿼리 위협 받아온 지 오래임. 현재의 검색매출은 유튜브/구글이 100% 침투하고 GPT 국내 MAU가 2,000만명까지 확대된 상황에서 발생하고 있는 매출임. 따라서 AI 검색이 비즈니스쿼리까지 장악하지 않는 이상 현재 정도의 성장률은 유지될 것
- 네이버 또한 AI 브리핑을 3월 출시, 연말까지 노출율을 8%→20%까지 늘릴 예정
- 또한 빠르면 '25년 말 AI TAB을 업데이트 할 예정. 해당 서비스는 글로벌 프론티어 LLM을 적극 활용할 것으로 예상
- 네이버가 국내에서 구글/카카오 대비 가지는 가장 큰 장점은 데이터임. 네이버는 초개인화 데이터와 로컬 중심적 데이터(플레이스)로 경쟁사와 차별화
- 글로벌 프론티어 LLM + 네이버의 풍부한 UGC가 합쳐진 AI 검색 도입 시, 검색매출 향후 경로는 야후-바이두가 아닌 안덱스-구글의 경로와 비슷할 것으로 예상
- 다만 AI 검색을 통한 수익증진은 단기간에 어려울 것으로 판단함. 미래에 가능할 것이나 GPT/구글 수익화 이후에 따라서 수익화 가능함. 그동안은 비즈니스 쿼리 성장을 통한 커머스 광고 성장이 향후 핵심 KEY로 기능할 것
- 네이버 25년 서치플랫폼+커머스광고 매출 5.5조원(YoY+8.4%)을 예상함

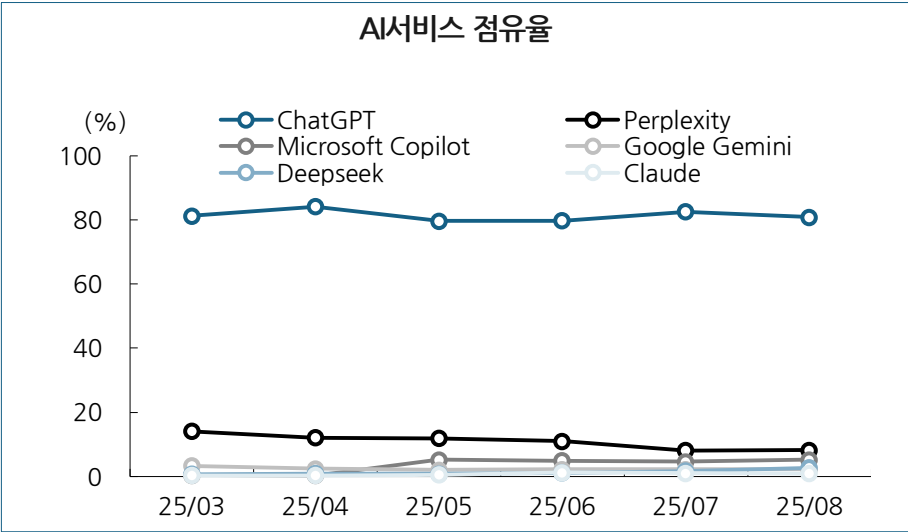


자료: Moblieindex, DS투자증권 리서치센터

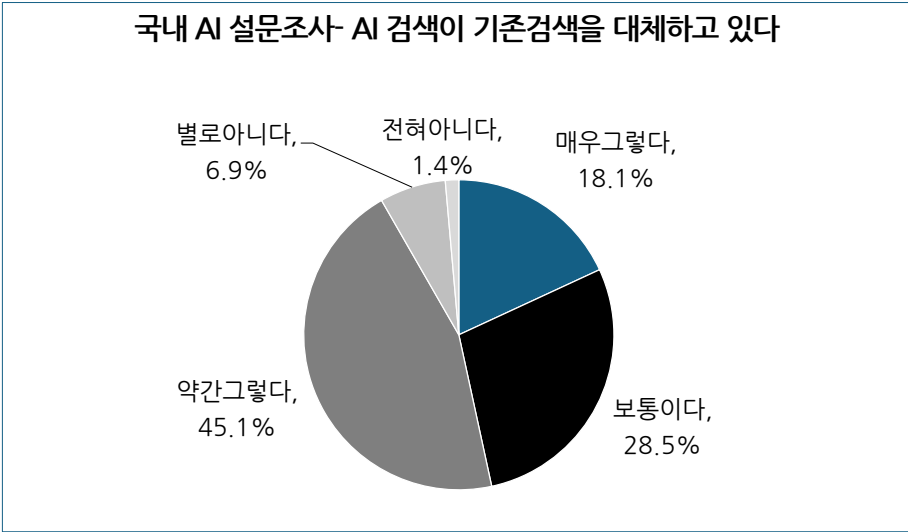


자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터

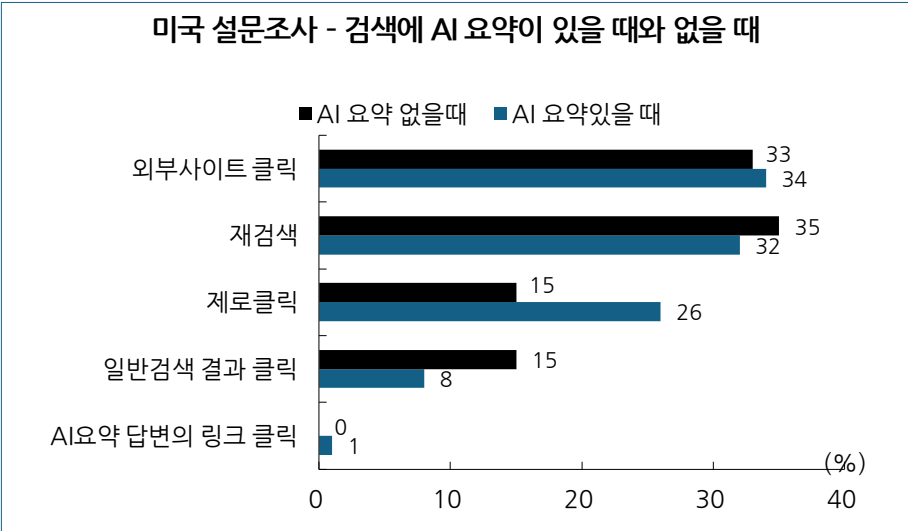
결론:네이버 - AI 검색 방어는 가능할 것으로 전망



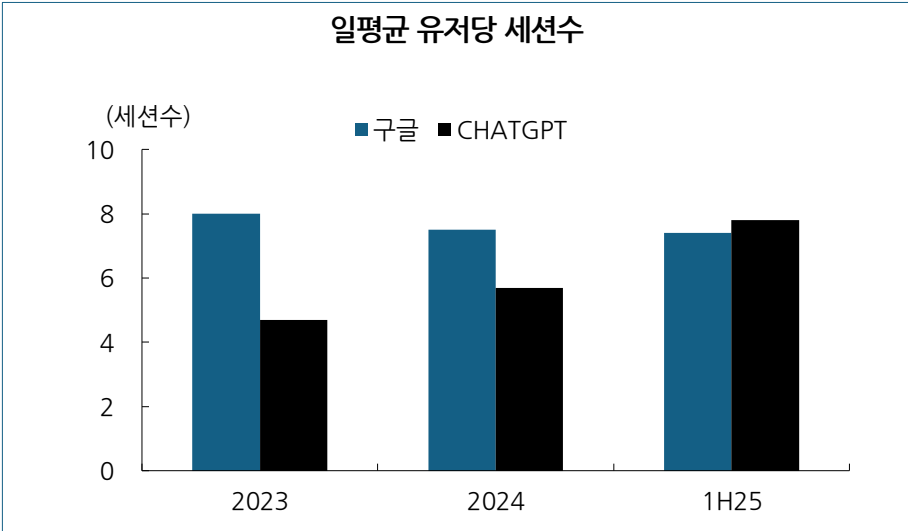
자료: Statcounter, DS투자증권 리서치센터



자료:오픈서베이, DS투자증권 리서치센터
주: 6월조사, 표본 1000명



자료: PEW RESEARCH CENTER, DS투자증권 리서치센터



자료: Sensortower, DS투자증권 리서치센터

NAVER[035420] _국가대표 수비수 네이버

재무상태표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,596	10,735
현금 및 현금성자산	2,724	3,576	4,196	4,338	5,167
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	1,588	1,778	1,946
재고자산	9	15	22	26	28
기타	2,191	1,731	3,570	3,454	3,594
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,838	30,735
관계기업투자등	22,322	21,194	20,750	21,811	22,697
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,031	3,016
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,458	3,422
자산총계	33,899	35,738	38,168	39,433	41,470
유동부채	5,481	6,306	6,092	7,750	7,841
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,866	1,519	1,662
단기금융부채	1,647	1,465	1,105	2,606	2,406
기타유동부채	899	967	1,121	3,626	3,773
비유동부채	4,968	5,194	5,075	3,720	3,918
장기금융부채	3,306	3,417	3,273	1,763	1,885
기타비유동부채	1,662	1,777	1,801	1,957	2,033
부채총계	10,449	11,500	11,167	11,471	11,759
자배주주지분	22,744	23,206	25,460	26,428	28,561
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,467	1,467
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,771	29,904
비자배주주지분(연결)	706	1,032	1,541	1,534	1,150
자본총계	23,450	24,238	27,001	27,963	29,711

현금흐름표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,590	1,307	2,651
당기순이익(손실)	673	985	1,932	2,081	2,549
비현금수익비용가감	1,318	1,326	1,003	-480	9
유형자산감가상각비	519	528	609	345	682
무형자산상각비	42	54	65	31	61
기타현금수익비용	757	744	329	-1,361	-1,177
영업활동 자산부채변동	307	361	152	-6	93
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-127	-168
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	0	-2
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	63	143
기타자산, 부채변동	215	-27	420	58	120
투자활동 현금	-1,216	-950	-1,340	-696	-1,588
유형자산처분(취득)	-689	-633	-522	-662	-668
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-28	-26
투자자산 감소(증가)	-475	1,016	-785	134	-833
기타투자활동	2	-1,281	-9	-140	-62
재무활동 현금	-339	-110	-770	-388	-234
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	-228	-78
자본의 증가(감소)	-152	-34	-512	-161	-156
배당금의 지급	213	62	119	168	156
기타재무활동	204	105	378	1	0
현금의 증가	-57	852	619	143	829
기초현금	2,781	2,724	3,576	4,196	4,338
기말현금	2,724	3,576	4,196	4,338	5,167
NOPLAT	810	990	1,647	1,666	1,937
FCF	1,083	1,722	1,747	899	1,063

자료: NAVER, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

손익계산서

	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	11,981	13,240
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,981	13,240
판매비 및 관리비	6,915	8,182	8,758	9,761	10,754
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,220	2,486
(EBITDA)	1,866	2,071	2,653	2,596	3,229
금융손익	98	72	127	232	273
이자비용	72	127	105	69	74
관계기업등 투자손익	10	244	565	411	166
기타영업외손익	-329	-323	-350	-91	347
세전계속사업이익	1,084	1,481	2,322	2,772	3,271
계속사업법인세비용	411	496	390	691	722
계속사업이익	673	985	1,932	2,081	2,549
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,932	2,081	2,549
지배주주	760	1,012	1,923	2,050	2,289
총포괄이익	-790	630	2,616	2,081	2,549
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	18.5	18.8
EBITDA마진률(%)	22.7	21.4	24.7	21.7	24.4
당기순이익률(%)	8.2	10.2	18.0	17.4	19.3
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	5.3	5.7
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.9	8.3
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	48.3	58.4

주요투자지표

	2022	2023	2024	2025F	2026F
투자지표 (x)					
P/E	38.3	35.9	16.4	17.1	15.4
P/B	1.3	1.6	1.2	1.4	1.3
P/S	3.5	3.8	2.9	3.1	2.8
EV/EBITDA	16.1	17.8	10.8	13.2	10.3
P/CF	14.6	15.7	10.7	23.4	14.6
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.4	0.5
성장성 (%)					
매출액	20.6	17.6	11.0	11.6	10.5
영업이익	-1.6	14.1	32.9	12.1	12.0
세전이익	-49.0	36.7	56.8	19.4	18.0
당기순이익	-95.9	46.3	96.1	7.7	22.5
EPS	-95.4	34.5	94.7	13.4	11.7
안정성 (%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	41.0	39.6
유동비율	117.5	111.5	153.9	123.8	136.9
순차입금/자기자본(x)	4.2	2.0	-10.2	-9.8	-12.7
영업이익/금융비용(x)	18.2	11.7	18.9	32.0	33.8
총차입금 (십억원)	4,953	4,883	4,378	4,369	4,291
순차입금 (십억원)	986	480	-2,744	-2,754	-3,774
주당지표(원)					
EPS	4,634	6,233	12,139	13,765	15,369
BPS	138,642	142,887	160,694	166,808	180,267
SPS	50,107	59,545	67,773	75,619	83,564
CFPS	12,138	14,232	18,524	10,105	16,146
DPS	914	1,205	1,130	1,050	1,110

뤼튼테크놀로지스[비상장] _AI슈퍼앱이 끌어주고, AI 캐릭터챗이 밀어주고

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

비상장

Post Value 3,400억원
투자단계 Series Pre-B 종료

Company Data

회사명	뤼튼테크놀로지스
대표이사	이세영
설립일	2021년 4월
자본금	3억원
임직원	97명
주요사업	AI SW
본사	서울시 서초구 서초대로 77길 17
홈페이지	wrtn.ai

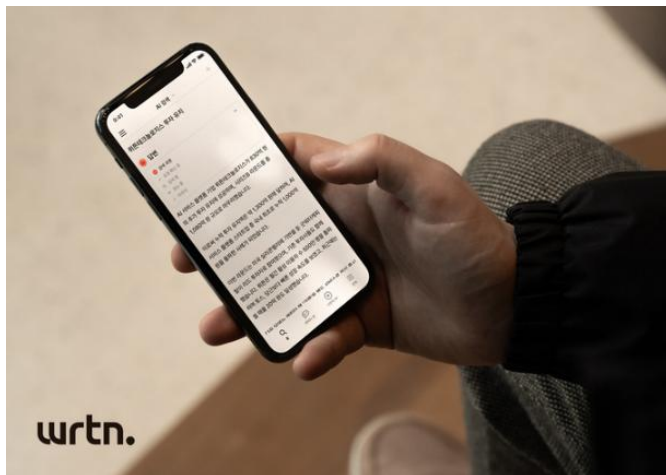
■ 웹포함 국내사 MAU 기준 1위의 AI 서비스

- 뤼튼테크놀로지스는 AI 챗봇 뤼튼, AI캐릭터챗 크랙 서비스를 운영하는 AI 스타트업. 웹포함 MAU 500만명으로 국내 1위의 MAU를 확보
- 매출액은 '24년 기준 32억원에서 '25년 연간 350억 수준 매출으로 급성장할 전망
- 수익은 AI 캐릭터챗 크랙 서비스에서 100% 발생하고 있음. 캐릭터챗 시장 급속도로 성장 중. 최근 투자가치는 3400억원을 인정받음
- 뤼튼 서비스는 AI 검색, 대화, 이미지 생성 서비스, 전화영화 및 기타 생산성 서비스를 제공하는 Full-stack AI 앱
- 추후 외부서비스 연동 등 AI 슈퍼앱으로 성장할 잠재력 충분하다고 평가됨
- 최근 소버린 AI LG AI연구원 컨소시엄에도 합류, LG엑스원 모델 기반의 AI 서비스 확장도 예정

■ AI First, GPT5 무료와 마케팅으로 유저지표와 매출 동반 성장

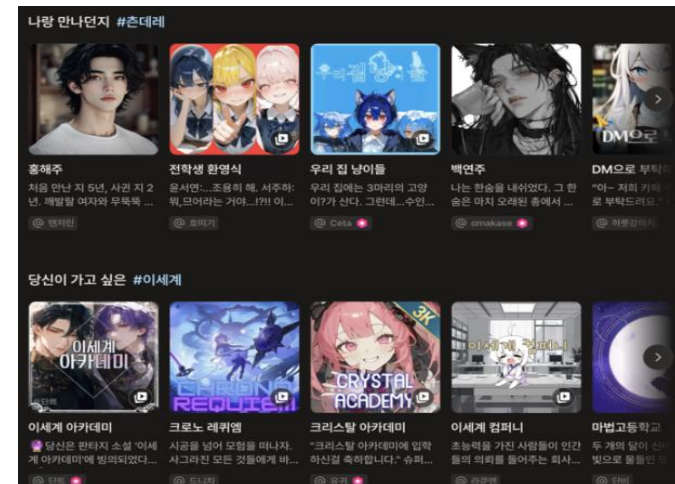
- 뤼튼앱은 완전 무료 서비스를 제공. GPT5부터 다양한 생산성 도구를 무료로 활용할 수 있다는 점이 가장 큰 차별점
- 현재 사업초기단계로 당장의 이익보다는 외형성장에 집중하는 상황. 비용관리는 합리적인 선에서 조정 중으로 추정
- AI 대화를 통한 초개인화 타겟팅도 추후 가능할 것

AI 챗봇 서비스 - 뤼튼



자료: 뤼튼, DS투자증권 리서치센터

AI 캐릭터 챗 서비스- 크랙



자료: 뤼튼, DS투자증권 리서치센터

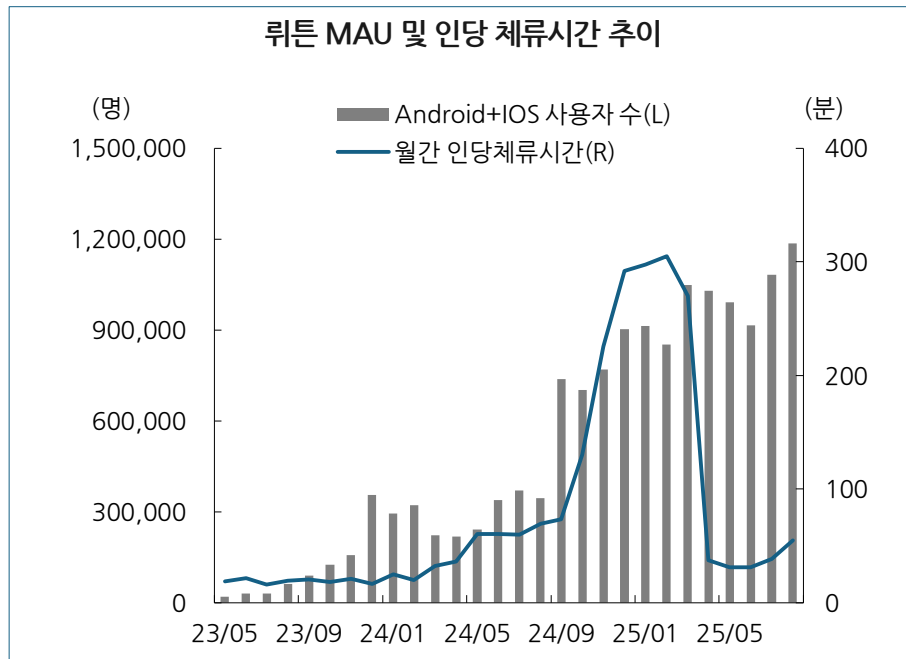
뤼튼테크놀로지스[비상장] _AI슈퍼앱이 끌어주고, AI 캐릭터챗이 밀어주고

■ 캐릭터챗 시장 성장 잠재력 높음. 뤼튼 - 크랙 상호 발전 예상

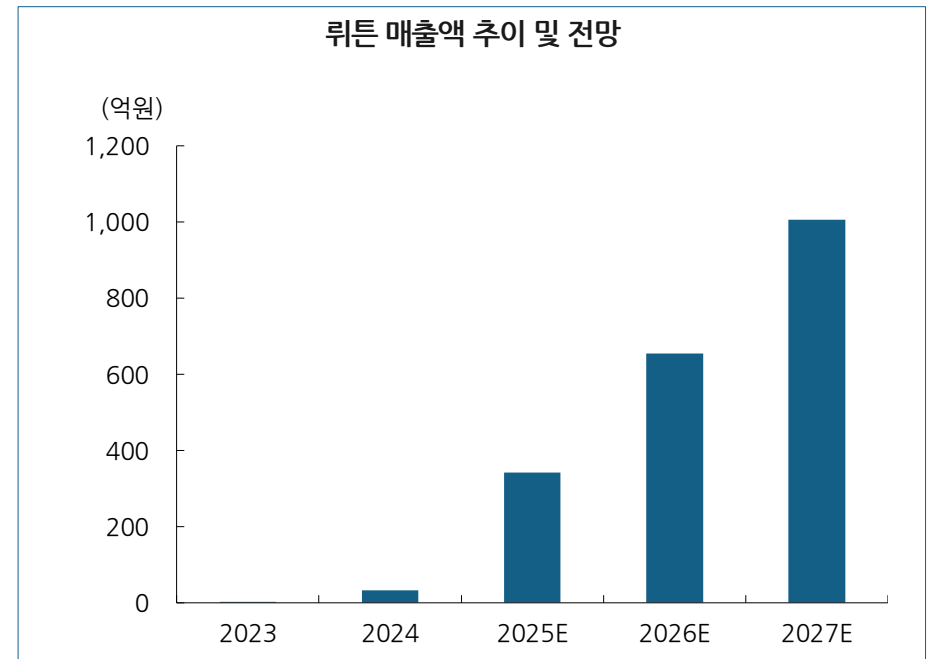
- AI 캐릭터챗이라는 잠재성 높은 캐시카우를 확보 중인 점이 긍정적. '25년까지 국내 AI 캐릭터챗 시장 약 3천억원 시장으로 성장 예상. 뤼튼(크랙)은 매출/MAU 1위 기록 중
- 타 경쟁사들과 달리 뤼튼이라는 AI 별도 서비스가 존재. 이는 뤼튼앱으로의 유입을 지속적으로 만드는 유인책이 될 것
- 캐릭터챗 시장은 연간 30% 이상 성장이 예상되는 새로운 장르. ARPPU/PU 등 모든 지표가 웹툰/웹소설 보다 높음. 반면 Q침투 여력은 남아있어 긍정적임
- AI 모델 성능 증진에 따라 캐릭터챗의 정밀성/흥미도도 더 높아질 것. 우리는 시장 예상보다 가파른 성장을 예상, 이를 매출 추정에 반영

■ 뤼튼앱 : 친구같은 AI , 초개인화된 AI 서비스를 지향

- 뤼튼앱은 연내 천만명의 MAU를 목표로 하고 있음. 뤼튼앱은 MAU가 핵심지표. AI 서비스도 시장경쟁이 끝나고 나면 광고로 수익화하는 지점이 올 것
- 뤼튼앱이 다른 AI 서비스와 차별화되는 지점은 맞춤 AI COMPANION. 세세한 설정과 데이터를 반영해 친구같은 AI로 서비스를 접근
- First party data도 확보 중. 추후 개인화를 통한 타겟팅 서비스도 가능할 것으로 전망

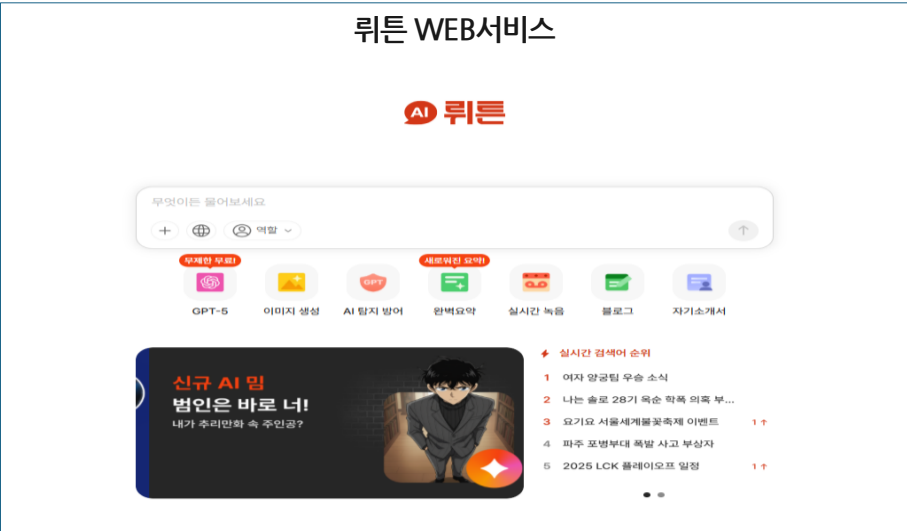


자료: DS투자증권 리서치센터 추정
주: 4월 하락은 크랙앱 별도 출시에 따른 체류시간 이탈로 추정



자료: DS투자증권 리서치센터 추정
주: '27년부터는 광고매출 포함 추정

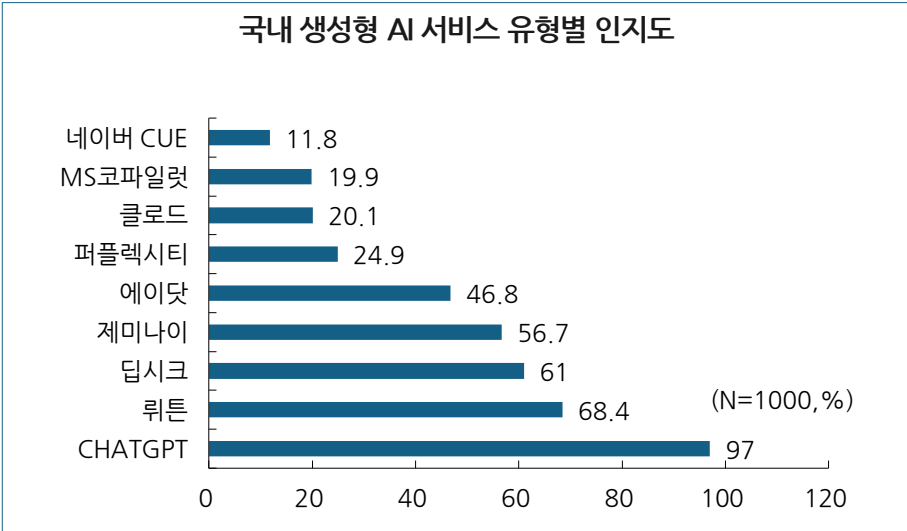
뤼튼테크놀로지스[비상장] _AI슈퍼앱이 끌어주고, AI 캐릭터챗이 밀어주고



자료: 뫼튼, DS투자증권 리서치센터



자료: 뫼튼, DS투자증권 리서치센터



자료: 멤브레인 설문조사 1000표본, DS투자증권 리서치센터



자료: 뫼튼, DS투자증권 리서치센터

LG씨엔에스[064400] _기술력 좋고,실적 좋고,데이터센터 좋고

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

매수(신규)

목표주가(신규) 90,000원
현재주가(09/12) 72,300원
상승여력 24.4%

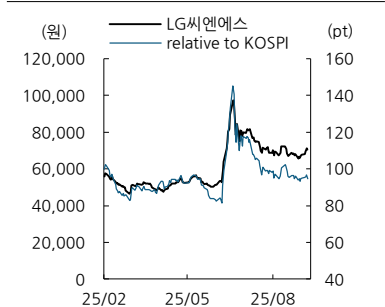
Stock Data

KOSPI 3,395.5pt
시가총액(보통주) 7,005십억원
발행주식수 96,886천주
액면가 500원
자본금 52십억원
60일 평균거래량 1,367천주
60일 평균거래대금 100,952백만원
외국인 지분율 6.5%
52주 최고가 100,800원
52주 최저가 46,500원
주요주주
LG(외2인) 46.0%
크리스탈코리아유한회사(외1인) 15.9%

주가차이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	22.1	11.3
3M	49.1	15.6
6M	26.5	2.9

주가차트



■ SI 기업 중 가장 공격적인 AX 사업 전개할 것으로 예상

- 동사는 LG 그룹 내 SI 기업으로 국내에서 가장 많은 대외 수주실적을 가지고 있음. 평균적인 대외 매출비중은 60%내외로 국내 SI 사 중 1위
- 높은 기술역량은 AX에도 그대로 이어질 전망. 이미 올해 AI 최대 수주였던 경기 교육청 AI 플랫폼을 (주)LG와 컨소시엄을 구성해서 확보함. 협력사인 LG AI 연구원은 국내에서 가장 높은 AI 역량을 보이고 있음
- 지난 8월 공개한 AI AGENTIC 서비스는 단순 서비스를 넘어 설계/구축/운영/관리까지 지원하는 AI AGENT 개발툴인 점이 특징. 아직 국내에서 잘 시도되지 않는 영역으로 경쟁력 있다고 평가됨. 그룹사 내 전환 뿐만 아니라 공공/B2B 대외 향 매출 발생도 기대됨

■ 데이터센터: 국내/해외 수요 급등 수혜 입을 것

- 동사는 CSP 사업자는 아니지만 DBO(데이터센터 설계/구축) 사업에서 과반이상의 점유율을 확보 중. 최근 국내외 데이터센터 구축 수요가 폭등하며 올해 DBO 연간매출은 5천억원을 달성할 전망. 최근 네이버와 수천억 규모의 colocation사업도 수주
- 국내기업 최초로 LG전자/에너지솔루션 컨소시엄을 통해 해외(인도네시아) AI 데이터센터 구축 사업 수주함. 그룹사가 One LG 솔루션 정책을 통해 AI 데이터센터 향 수주를 연이어 획득 중임. 향후에도 컨소시엄을 통해 대외수주 확대가 예상됨. 그외 베트남 데이터센터 구축 MOU, 실리콘밸리 로봇/AI 센터 설립 등 추후 해외 매출잠재력도 풍부. AI 데이터센터 연평균 CAGR 30% 이상 성장 예상되는 만큼 추후 규모있는 매출기대

■ 목표주가 9만원, 커버리지 개시

- '25년 실적은 매출액 6.3조원(YoY+5.2%),영업이익 5,845억원(YoY+14%)을 예상
- 목표주가 9만원, 투자의견 BUY로 커버리지를 개시. 목표주가는 '25년 예상 EPS에 국내 PEER의 클라우드 고성장 시기 밸류에이션인 19배에 AX 및 대외수주 확대 여력 감안해 10% 할증해 21배 적용했음. AX /데이터센터/해외수주 등 기대할 수 있는 포인트가 많아 주목. 그외 8월 맥쿼리 지분 5.6% 불량될 매도있었으며, 잔여지분 16%인 점 참고

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4,970	5,605	5,983	6,295	6,358
영업이익	385	464	513	584	661
영업이익률(%)	7.8	8.3	8.6	9.3	10.4
세전이익	365	443	485	570	649
지배주주지분순이익	265	332	365	418	486
EPS(원)	3,043	3,811	4,180	4,315	5,020
증감률(%)	12.6	25.2	9.7	3.2	16.3
ROE(%)	17.2	19.0	18.3	16.4	15.5
PER(배)	n/a	n/a	n/a	16.8	14.4
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	-0.2	-0.1	-0.7	8.3	7.3

자료: LG씨엔에스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

LG씨엔에스[064400] _기술력 좋고,실적 좋고,데이터센터 좋고

LG씨엔에스 실적 추정 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	1,070.4	1,449.6	1,438.4	2,024.2	1,211.4	1,460.2	1,493.0	2,130.8	5,605.3	5,982.6	6,295.4
디지털비즈니스	296.5	344.9	366.5	386.0	287.7	321.0	355.5	370.6	1,517.8	1,393.8	1,334.8
클라우드&AI	551.3	806.0	795.0	1,199.6	717.3	872.4	874.5	1,343.5	2,894.2	3,351.8	3,807.7
스마트엔지니어링	222.7	298.8	276.9	438.6	206.3	266.7	263.0	416.7	1,193.3	1,237.0	1,152.8
매출총이익	131.1	247.3	241.6	311.2	158.2	239.0	238.9	340.9	834.9	931.2	977.0
판관비	98.8	109.6	98.9	111.1	79.3	98.2	105.0	110.0	370.8	418.4	392.5
영업이익	32.3	137.7	142.8	200.1	78.9	140.8	133.9	230.9	464.0	512.9	584.5
OPM (%)	3.0%	9.5%	9.9%	9.9%	6.5%	9.6%	9.0%	10.8%	8.3%	8.6%	9.3%
지배순이익	12.3	102.5	117.9	131.8	56.8	98.7	114.5	148.1	332.3	364.5	418.1
NPM (%)	1.1%	7.1%	8.2%	6.5%	4.7%	6.8%	7.7%	7.0%	5.9%	6.1%	6.6%

자료: LGCNS, DS투자증권 리서치센터 추정

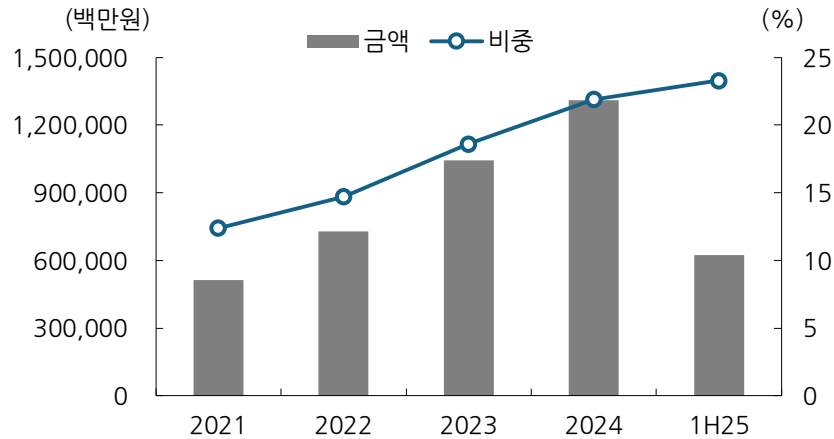
LGCNS VALUATION

	단위		비고
지배 순이익	(십억원)	418	25F 지배주주 순이익 적용
Target EPS	(원)	4,315	자기주식 수 제외
Target P/E	(x)	21	클라우드 고성장시기 '23년 삼성 SDS P/E 19배에 AX사업 수혜 고려 10%할증
목표주가	(원)	90,000	적정주가 90,680원에서 백단위 버림
현재주가	(원)	72,300	전일 기준
Upside	(%)	24.5	

자료: LGCNS, DS투자증권 리서치센터

LG씨엔에스[064400] _기술력 좋고,실적 좋고,데이터센터 좋고

LGCNS 해외매출 추이 및 비중



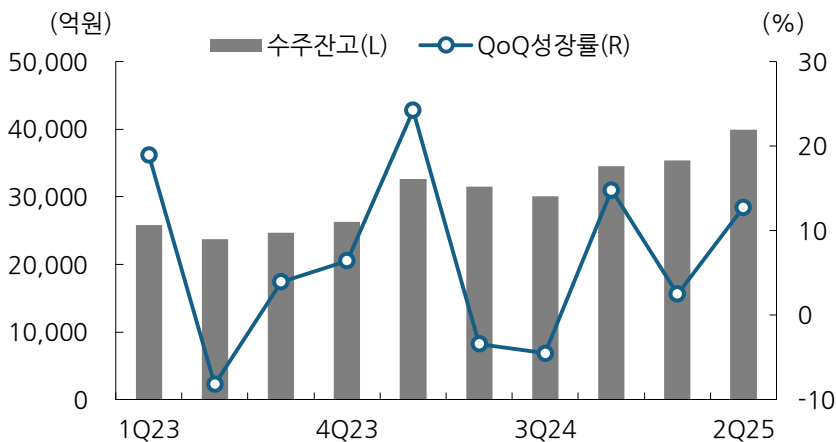
자료: LGCNS, DS투자증권 리서치센터

삼성에스디에스 vs LGCNS 최근 수주

삼성에스디에스	LGCNS
행안부 초거대 AI (90억원)	네이버 클라우드 죽전 데이터센터 코로케이션 (수천억원)
AI 국회(116억원)	경기교육청 AI 디지털 플랫폼(380억원)
산업은행 ITO (3,737억원)	미래에셋생명 AX(1,300억원)
GPUaaS 생성형 AI 시스템 수주	외교부 AI 플랫폼 수주(300억원)
행안부 온나라 시스템/ 경기도 소방학교 클라우드 전환	인도네시아 AI 데이터센터 수주 (1,000억원 규모)
차세대 지방행정공통시스템	

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터
주: 우선협상대상자선정 포함

LGCNS 수주잔고 추이



자료: LGCNS, DS투자증권 리서치센터

LG CNS AGENTIC WORKS



자료: LGCNS, DS투자증권 리서치센터

LG씨엔에스[064400] _기술력 좋고,실적 좋고,데이터센터 좋고

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	2,848	3,037	3,435	4,221	4,604	매출액	4,970	5,605	5,983	6,295	6,358
현금 및 현금성자산	728	505	1,077	1,606	1,933	매출원가	4,238	4,770	5,051	5,318	5,369
매출채권 및 기타채권	1,420	1,574	1,714	1,567	1,582	매출총이익	732	835	931	977	990
재고자산	55	66	46	94	95	판매비 및 관리비	347	371	418	393	328
기타	645	892	599	955	994	영업이익	385	464	513	584	661
비유동자산	1,017	1,003	1,069	1,132	1,100	(EBITDA)	474	561	617	696	753
관계기업투자등	145	162	191	209	217	금융손익	21	20	50	24	29
유형자산	565	549	545	507	461	이자비용	14	37	27	25	25
무형자산	104	88	64	50	41	관계기업등 투자손익	-1	11	7	20	19
자산총계	3,865	4,041	4,505	5,353	5,704	기타영업외손익	-40	-52	-84	-59	-60
유동부채	2,005	1,543	1,852	1,965	1,990	세전계속사업이익	365	443	485	570	649
매입채무 및 기타채무	1,129	1,197	1,255	1,403	1,417	계속사업법인세비용	100	110	121	150	161
단기금융부채	553	22	232	303	303	계속사업이익	265	332	365	420	488
기타유동부채	324	325	366	260	270	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	229	629	529	399	401	당기순이익	265	332	365	420	488
장기금융부채	196	591	486	353	353	지배주주	265	332	365	418	486
기타비유동부채	33	38	43	46	48	총포괄이익	265	350	386	420	488
부채총계	2,234	2,172	2,382	2,364	2,391	매출총이익률(%)	14.7	14.9	15.6	15.5	15.6
지배주주지분	1,626	1,863	2,115	2,981	3,305	영업이익률(%)	7.8	8.3	8.6	9.3	10.4
자본금	47	47	47	52	52	EBITDA마진률(%)	9.5	10.0	10.3	11.1	11.8
자본잉여금	35	35	35	624	624	당기순이익률(%)	5.3	5.9	6.1	6.7	7.7
이익잉여금	1,553	1,772	2,003	2,275	2,599	ROA(%)	7.4	8.4	8.5	8.5	8.8
비지배주주지분(연결)	5	5	8	8	8	ROE(%)	17.2	19.0	18.3	16.4	15.5
자본총계	1,631	1,868	2,123	2,989	3,313	ROIC(%)	21.9	23.0	24.6	28.0	31.5
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	144	715	501	539	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	265	332	365	420	488	P/E	n/a	n/a	n/a	16.8	14.4
비현금수익비용가감	258	285	353	173	72	P/B	n/a	n/a	n/a	2.4	2.1
유형자산감가상각비	70	76	86	97	78	P/S	n/a	n/a	n/a	1.1	1.1
무형자산상각비	19	22	18	15	13	EV/EBITDA	-0.2	-0.1	-0.7	8.3	7.3
기타현금수익비용	169	188	250	15	-58	P/CF	n/a	n/a	n/a	11.8	12.5
영업활동 자산부채변동	-255	-338	121	-14	-21	배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	2.3	2.3
매출채권 감소(증가)	-285	-133	-83	116	-16	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4	-11	21	-48	-1	매출액	19.9	12.8	6.7	5.2	1.0
매입채무 증가(감소)	91	23	-14	287	14	영업이익	17.3	20.4	10.5	14.0	13.2
기타자산, 부채변동	-57	-217	199	-368	-18	세전이익	15.4	21.3	9.7	17.5	13.9
투자활동 현금	-97	-114	-13	-236	-50	당기순이익	12.8	25.4	9.8	15.1	16.3
유형자산처분(취득)	-57	-39	-30	-45	-33	EPS	12.6	25.2	9.7	3.2	16.3
무형자산 감소(증가)	-17	-11	-6	-4	-4	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	100	133	56	1	부채비율	137.0	116.3	112.2	79.1	72.2
기타투자활동	-23	-164	-111	-243	-15	유동비용	142.0	196.8	185.5	214.8	231.3
재무활동 현금	55	-255	-141	268	-162	순차입금/자기자본(x)	-6.3	-3.1	-21.1	-39.9	-46.2
차입금의 증가(감소)	150	-151	-27	-180	0	영업이익/금융비용(x)	28.3	12.6	19.2	23.1	26.8
자본의 증가(감소)	-95	-104	-133	454	-162	총차입금 (십억원)	749	613	718	656	656
배당금의 지급	95	104	133	146	162	순차입금 (십억원)	-102	-59	-447	-1,193	-1,530
기타재무활동	0	0	19	-6	0	주당지표(원)					
현금의 증가	120	-224	572	529	327	EPS	3,043	3,811	4,180	4,315	5,020
기초현금	608	728	505	1,077	1,606	BPS	18,647	21,369	24,257	30,765	34,112
기말현금	728	505	1,077	1,606	1,933	SPS	56,993	64,283	68,610	64,977	65,627
NOPLAT	280	348	385	430	497	CFPS	5,998	7,080	8,238	6,116	5,781
FCF	172	165	826	343	489	DPS	1,190	1,520	1,672	1,670	1,670

자료:LG CNS, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

롯데이노베이트[286940] _EVSIS 가치 재평가가 필요

최승호 인터넷·게임
02-709-2658
csh@ds-sec.co.kr

매수(신규)

목표주가(신규)	27,000원
현재주가(09/12)	21,950원
상승여력	23%

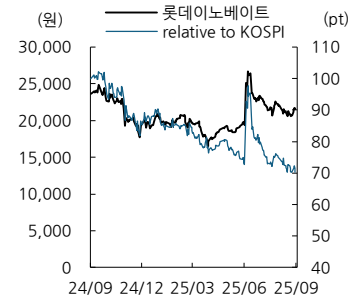
Stock Data

KOSPI	3,395.5pt
시가총액(보통주)	332십억원
발행주식수	15,129천주
액면가	5,000원
자본금	76십억원
60일 평균거래량	64천주
60일 평균거래대금	1,557백만원
외국인 지분율	1.8%
52주 최고가	28,450원
52주 최저가	16,080원
주요주주	
롯데지주(외 10인)	66.2%
롯데정보통신우리스주(외 1인)	0.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.0	-6.4
3M	11.6	-4.7
6M	11.3	-20.6

주가차트



■ 자회사 적자폭 줄어든다고 있다

- 상반기 실적은 매출액 5,656억원(YoY flat), 영업이익 148억원(YoY flat)으로 성장이 멈춘 상황. 별도 영업이익은 316억원으로 선방
- 메타버스 플랫폼 자회사 컬리버스의 부진이 심화. 작년 8월 메타버스 '칼리버스' 출시 했으나 성과가 미미. 작년 연간적자 약 140억원에서 상반기 약 100억원 수준으로 심화된 상황으로 추정. 다만 비용효율화를 통해 이정도 수준에서 적자가 악화되지는 않을 것
- 반면 핵심 자회사인 EVSIS의 적자폭이 축소되고 있는 점은 긍정적. '24년 연간적자 130억원 수준에서 2분기 6억원 수준 적자 추정됨. 비용 효율화

■ IDC 등 기존 사업은 전년과 유사한 성장경로 그리는 중

- 동사는 IDC 총 4 센터를 가동 중. 24년의 경우 용인 데이터센터 가동률이 올라오며 +32%수준의 성장 거둔 바 있음. '25년에도 4센터 추가적으로 가동률 올라오며 연간 10%수준의 성장 이뤄낼 전망. 용인 추가부지 확보하고 있기 때문에 5센터 건립도 충분히 가능한 상황
- 소버린 AI 사업에 엔씨소프트 사업팀으로 선정. 추후 정부 지원에 따라 GPU 임차 등 관련 사업 진행 가능성도 있음

■ 타 SI 기업 대비 AX 사업 기대감 낮으나 자회사가 성장의 촉매로 작용할 가능성은 있음

- 롯데그룹 AX 사업 전환이 타 대기업에 비해 특별히 매력적인 부분은 적음. AX의 경우 외부고객 확보보다는 계열사 물량확보가 핵심일 것
- 그러나 SI 기업 중 사업이 가장 다각화되었다는 점은 차별요소. 전기차 충전기 제조업 매출기준 국내 1위 업체인 EVSIS 주목
- PEER 기업인 채비는 '23년말 기준 밸류 4~5천억원을 인정받음. Evisis 적자폭도 줄어들고 있고 미국에서도 매출 발생 시작
- 우리는 저평가된 EVSIS 가치에 주목, SOTP 밸류에이션 적용하며 목표주가 27,000원으로 커버리지 개시

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,048	1,197	1,180	1,234	1,336
영업이익	34	57	26	32	48
영업이익률(%)	3.3	4.8	2.2	2.6	3.6
세전이익	36	54	17	20	36
지배주주지분순이익	30	42	13	12	16
EPS(원)	1,980	2,776	864	840	1,073
증감률(%)	-12.0	40.2	-68.9	-2.9	27.8
ROE(%)	7.1	10.0	3.1	3.0	3.8
PER(배)	11.9	10.6	22.4	26.1	20.5
PBR(배)	0.9	1.1	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	4.9	4.5	4.3	4.7	4.1

자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

롯데이노베이트[286940] _EVSIS 가치 재평가가 필요

롯데이노베이트 실적 추정 테이블											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	277	287	288	329	285	281	306	363	1,197	1,180	1,234
SM	49	49	50	48	51	52	51	50	184	197	205
SI	228	237	238	281	234	229	254	312	1,013	984	1,029
매출원가	249	259	259	306	260	253	277	335	1,072	1,074	1,126
SM	38	39	37	41	38	38	37	43	143	156	156
SI	211	220	222	265	223	215	240	292	929	919	970
매출총이익	27	27	29	23	25	28	28	27	125	106	108
판관비	18	21	20	21	18	20	19	19	68	80	76
영업이익	9	6	8	3	7	8	9	8	57	26	32
OPM (%)	3%	2%	3%	1%	2%	3%	3%	2%	5%	2%	3%
지배순이익	6	3	5	- 2	5	4	3	1	10	17	13
NPM (%)	2%	1%	2%	-1%	2%	1%	1%	0%	1%	1%	1%

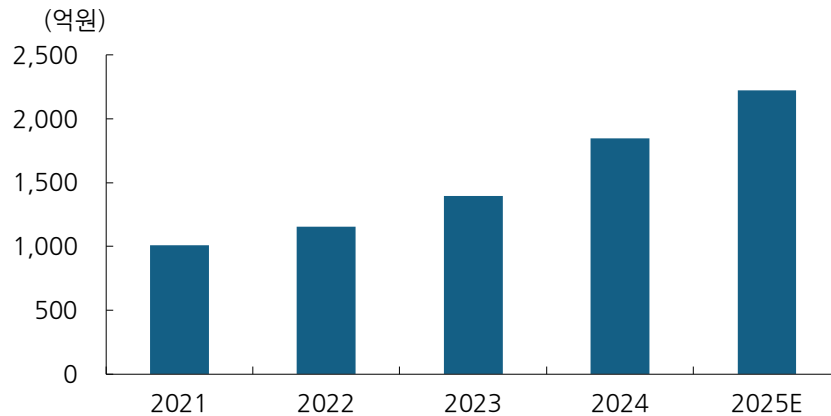
자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터 추정

롯데이노베이트 VALUATION			
	단위	가치	비고
EVSIS 사업가치	(십억원)	120	채비 밸류에이션 감안 `25F EVSIS Sales * Target PSR 3x *지분율 57% 적용 후 자회사 30%할인
EVSIS 외 사업가치	(십억원)	288	EVSIS 제외 `25년 예상 NOPLAT 288억원 * Target PER 10배(국내 PEER 30%할인) 적용
총 기업가치	(십억원)	408	전체 기업가치
목표주가	(원)	27,000	적정시가총액 4,081억원/상장주식수 15,129,367. 적정주가 26,974원에서 백단위 반올림
현재주가	(원)	21,950	전일 기준
Upside	(%)	23%	

자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터

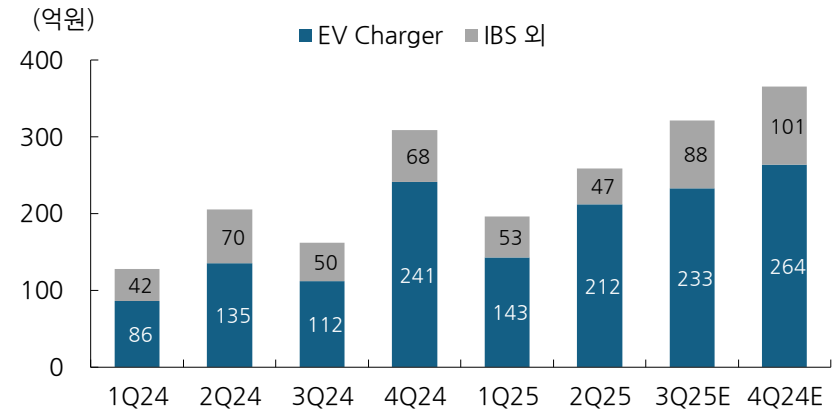
롯데이노베이트[286940] _EVSIS 가치 재평가가 필요

롯데이노베이트 IDC 매출 추이 및 전망



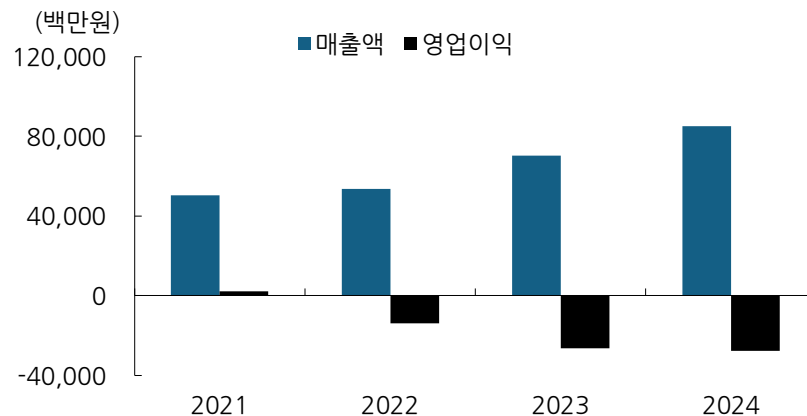
자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터

롯데이노베이트 EVC 매출 추이 및 전망



자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터

채비 실적 추이



자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터

롯데이노베이트 AI AGENT 플랫폼



자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터

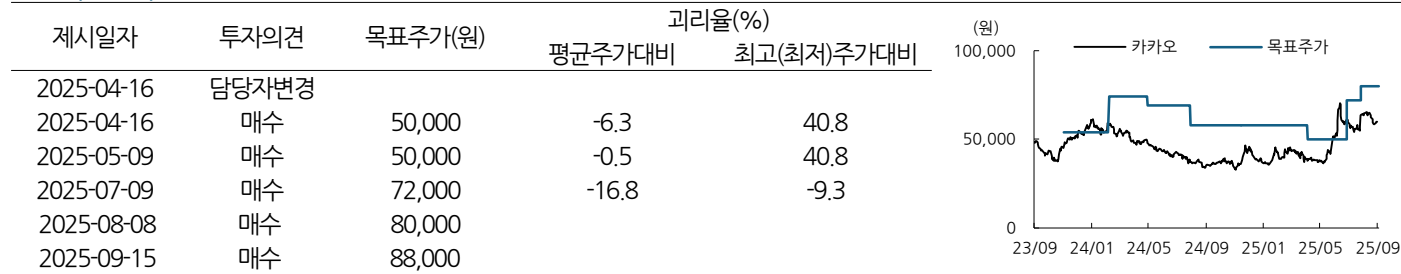
롯데이노베이트[286940] _EVSIS 가치 재평가가 필요

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	366	421	394	385	397	매출액	1,048	1,197	1,180	1,234	1,336
현금 및 현금성자산	83	117	106	92	75	매출원가	954	1,072	1,074	1,126	1,217
매출채권 및 기타채권	183	169	184	180	201	매출총이익	94	125	106	108	119
재고자산	37	38	29	35	39	판매비 및 관리비	59	68	80	76	71
기타	63	97	75	78	82	영업이익	34	57	26	32	48
비유동자산	506	523	556	571	587	(EBITDA)	80	105	86	91	108
관계기업투자등	18	17	15	16	17	금융손익	-4	-2	-4	-9	-9
유형자산	303	353	378	374	374	이자비용	4	6	9	10	10
무형자산	110	116	125	141	156	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	872	944	951	955	984	기타영업외손익	6	-1	-4	-4	-4
유동부채	278	351	309	312	335	세전계속사업이익	36	54	17	20	36
매입채무 및 기타채무	164	190	162	161	180	계속사업법인세비용	8	13	9	4	8
단기금융부채	23	60	56	56	56	계속사업이익	28	41	7	15	28
기타유동부채	92	102	91	95	99	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	140	142	191	192	192	당기순이익	28	41	7	15	28
장기금융부채	93	90	139	139	139	지배주주	30	42	13	12	16
기타비유동부채	47	52	52	52	53	총포괄이익	28	41	7	15	28
부채총계	418	493	501	504	527	매출총이익률 (%)	8.9	10.5	9.0	8.7	8.9
지배주주지분	425	417	419	422	427	영업이익률 (%)	3.3	4.8	2.2	2.6	3.6
자본금	77	77	76	76	76	EBITDA마진률 (%)	7.6	8.8	7.3	7.4	8.1
자본잉여금	312	312	312	312	312	당기순이익률 (%)	2.7	3.4	0.6	1.2	2.1
이익잉여금	126	127	129	131	136	ROA (%)	3.8	4.6	1.4	1.3	1.6
비지배주주지분(연결)	29	34	30	30	30	ROE (%)	7.1	10.0	3.1	3.0	3.8
자본총계	454	451	450	452	458	ROIC (%)	6.4	9.3	2.3	4.8	7.0
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14	113	48	70	71	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	28	41	7	15	28	P/E	11.9	10.6	22.4	26.1	20.5
비현금수익비용가감	67	79	41	56	48	P/B	0.9	1.1	0.7	0.8	0.8
유형자산감가상각비	35	37	47	45	45	P/S	0.3	0.4	0.2	0.3	0.2
무형자산상각비	11	11	13	14	15	EV/EBITDA	4.9	4.5	4.3	4.7	4.1
기타현금수익비용	21	29	-24	-2	-12	P/CF	3.8	3.8	6.1	4.6	4.4
영업활동 자산부채변동	-78	-3	0	-1	-5	배당수익률 (%)	3.0	2.4	3.6	3.2	3.2
매출채권 감소(증가)	-49	15	-13	5	-22	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-19	-2	10	-6	-4	매출액	12.7	14.2	-1.4	4.5	8.3
매입채무 증가(감소)	14	26	-38	-1	19	영업이익	-14.3	66.3	-54.8	24.6	50.8
기타자산, 부채변동	-23	-44	42	1	1	세전이익	-18.2	49.0	-69.1	16.9	83.5
투자활동 현금	-101	-93	-96	-74	-77	당기순이익	-18.1	43.5	-82.2	111.5	83.5
유형자산처분(취득)	-35	-82	-66	-41	-45	EPS	-12.0	40.2	-68.9	-2.9	27.8
무형자산 감소(증가)	-12	-18	-23	-30	-30	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-2	0	-5	-1	-1	부채비율	92.1	109.3	111.3	111.4	115.2
기타투자활동	-52	7	-2	-2	-2	유동비용	131.8	120.0	127.5	123.4	118.5
재무활동 현금	23	14	37	-10	-10	순차입금/자기자본(x)	6.2	5.8	17.4	20.2	23.5
차입금의 증가(감소)	-4	29	35	0	0	영업이익/금융비용(x)	8.1	10.2	3.0	3.3	4.9
자본의 증가(감소)	-11	-11	2	-10	-10	총차입금 (십억원)	115	150	195	195	195
배당금의 지급	11	11	11	10	10	순차입금 (십억원)	28	26	78	91	108
기타재무활동	37	-4	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-64	34	-11	-14	-17	EPS	1,980	2,776	864	840	1,073
기초현금	147	83	117	106	92	BPS	27,597	27,098	27,718	27,861	28,227
기말현금	83	117	106	92	75	SPS	68,049	77,728	78,019	81,554	88,336
NOPLAT	27	43	11	25	38	CFPS	6,193	7,788	3,196	4,731	5,041
FCF	-83	24	-48	-3	-6	DPS	700	700	700	700	700

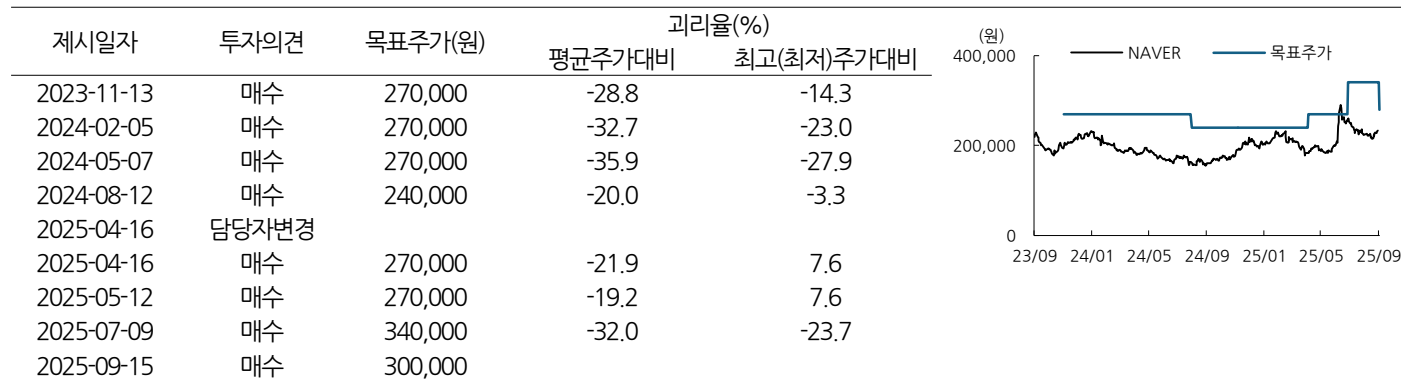
자료: 롯데이노베이트, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

투자의견 및 목표주가 변동추이

카카오 (035720) 투자의견 및 목표주가 변동추이



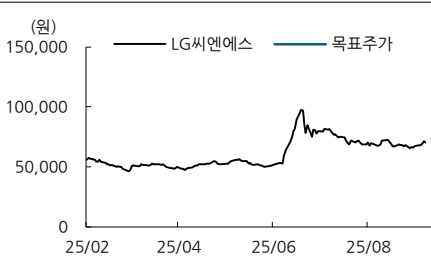
NAVER (035420) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 목표주가 변동추이

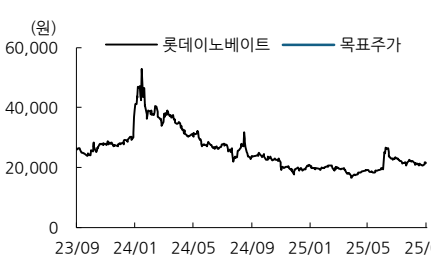
LG씨엔에스 (064400) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-15	매수	90,000		



롯데이노베이트 (286940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-09-15	매수	27,000		



Compliance Notice

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-10% 이하의 추가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

		기준일 2025.06.30	
매수	중립	매도	
98.7%	0.6%	0.6%	

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.