

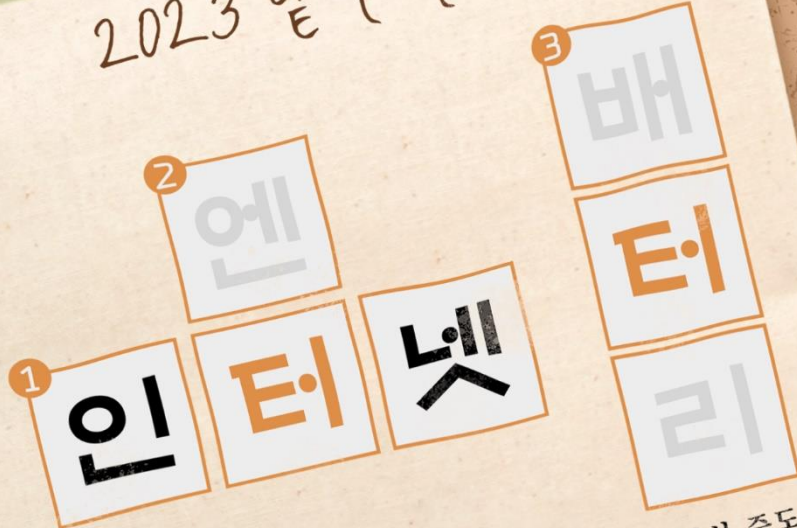
2023.06.22

김동우 책임연구원  
김형렬 센터장

KYOBO  
교보증권

# 터가 종다

2023 낱말 풀이



1. 전 세계적용 묶어주는 네트워크, 냉전 하 미국방성 주도로 탄생한 아르파넷이 모태
2. 오락이나 연예(노래 등)의 뜻, 연예 기획사 라는 뜻도 포함
3. 전기장치에 전원을 공급하는 장치, 일회용 1차 전지와 충전해서 쓸 수 있는 2차 전지를 포함

낱말은 새가 듣고  
낱말은 내가 풀지



# CON- TENTS

|    |                                                                                                                                                                                                  |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3  | Summary & Key Charts                                                                                                                                                                             |
| 7  | 1. 공급망 개혁과 변화의 방향                                                                                                                                                                                |
| 10 | 2. 공급망 문제가 해결되면, 다음은 무엇이 중요할까?                                                                                                                                                                   |
| 19 | 3. 하드웨어 인프라와 데이터 인프라 <ul style="list-style-type: none"><li>1) 하드웨어 인프라: AI 반도체 관련 협력과 데이터센터 구축</li><li>2) 데이터 인프라: 자체 데이터를 통한 학습</li></ul>                                                       |
| 25 | 4. 생성형 AI 확산에 따른 기회 요인 <ul style="list-style-type: none"><li>1) 멀티클라우드 확산으로 국내 클라우드 시장 점유율 변화 예상</li><li>2) 커머스 경쟁력 강화</li><li>3) 글로벌 진출: 네이버(커머스 &amp; 클라우드), 카카오(컨텐츠 AI 챗봇 통한 영토 확대)</li></ul> |
| 39 | 기업분석 <ul style="list-style-type: none"><li>NAVER 035420 / Buy / TP 300,000 원</li><li>카카오 035720 / Buy / TP 74,000 원</li></ul>                                                                    |

## Summary

### 새로운 질서 속 보이는 기회들

팬데믹 경기침체를 극복하는 과정에서 세계경제는 공급망 개혁 및 발전의 필요성을 느낌. 공급망 가치사슬은 물리적 구조로 형성되어 생산자 또는 물류 부문의 문제가 시스템 자체를 멈추게 만들어 침체 위험에 노출되는 문제를 낳음. 중국과 패권전쟁을 계속하는 미국은 풍요의 시대를 가능하게 만들었던 중국의 의존도를 낮추는 대신, 리쇼어링과 프랜쇼어링을 통해 미국내의 일자리 창출과 가계소득 증가를 통해 높은 물가환경을 극복하고 건널 수 있는 체질 개선을 추구하고 있음. 이는 짧은 시간에 해결될 문제가 아니며 공급망 개혁이 진행됨과 동시에 수요망 가치사슬의 변화를 인지하고, 새롭게 등장하는 기회요인을 포착하는 것이 필요한 시점

플랫폼 경제는 거래형 플랫폼과 혁신형 플랫폼으로 구분되는데, 현재까지 플랫폼은 거래 유발 성격이 짙으며 외형성장을 확대하고 가격변수를 조정해 수익성을 증가하는 노력을 해 왔음. 하지만, 높은 물가와 생산비용 상승이 지속되는 만큼 외형성장에서 오는 성장의 한계를 들어내고 있는 상황. 이제 플랫폼 시스템은 수익성 향상 및 유지를 위해 비용절감에 대한 방향을 설정해야 하고, 이 것이 혁신형 플랫폼으로 정의될 수 있음. 플랫폼 경제의 발전모형에 대해 주목해야 할 시점

Amazon, Microsoft를 비롯한 글로벌 빅테크 기업들은 데이터베이스의 저장과 연산의 중앙화(클라우드화)를 통해 개별 기업의 관리 비용을 최적화하고 있으며, Chat-GPT와 같은 생성형 AI는 노동력의 효율화를 이끌어낼 것으로 전망됨.

AI의 도입 확산은 국내 빅테크인 네이버와 카카오에게도 기회 요인으로 작용할 것으로 전망. 1) 민간/공공 기관의 B2B 클라우드 환경에 대한 요구로 멀티클라우드 체제 도입에 따라 2, 3위 사업자인 Microsoft, 네이버를 중심으로 국내 클라우드 시장 점유율 변화가 이루어질 것으로 예상되며, 2) 커머스 영역에서 네이버와 카카오의 이용자 의도 파악과 추천 기능 강화에 따라 경쟁사들과의 차별화가 이루어질 것으로 예상. 또한 3) 장기적으로 AI 기능 강화에 따라 네이버는 커머스와 공공 클라우드 영역에서, 카카오는 콘텐츠 관련 AI 챗봇의 도입 확산에 따라 글로벌 저변 확대가 가능할 것으로 기대.

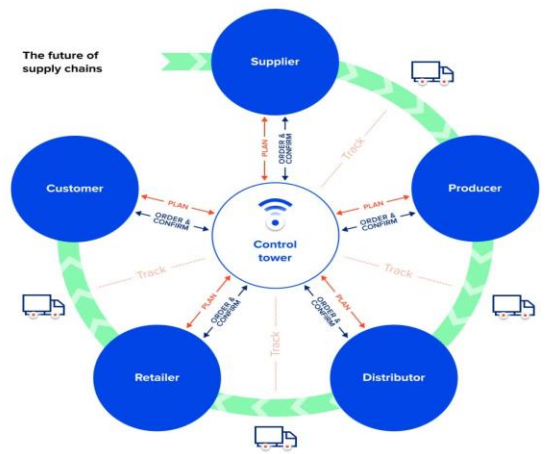
인터넷 섹터 내 Top Pick으로 NAVER(Buy, TP 300,000원) 제시.

NAVER는 1) 비용 측면에서 꾸준한 AI, 클라우드 관련 데이터센터 및 서버 증설 투자를 이어왔기 때문에, 개선된 한국어 특화 언어모델인 'HyperCLOVA X', 검색 AI 챗봇인 'Cue:', 스마트스토어 셀러를 위한 'CLOVA MD' 등 파운데이션 모델의 개선, 버티컬 AI의 출시에도 감가상각비 증가 등의 부담이 크지 않음. 한편 2) 중심적인 사업모델인 '광고-커머스-핀테크'에서 축적된 자체 데이터를 고려시 커머스 관련 버티컬 AI 서비스 도입에 따라 얻어지는 커머스 거래액 증가, take rate의 상승 효과는 글로벌 대비 빠르게 나타날 수 있을 것으로 전망.



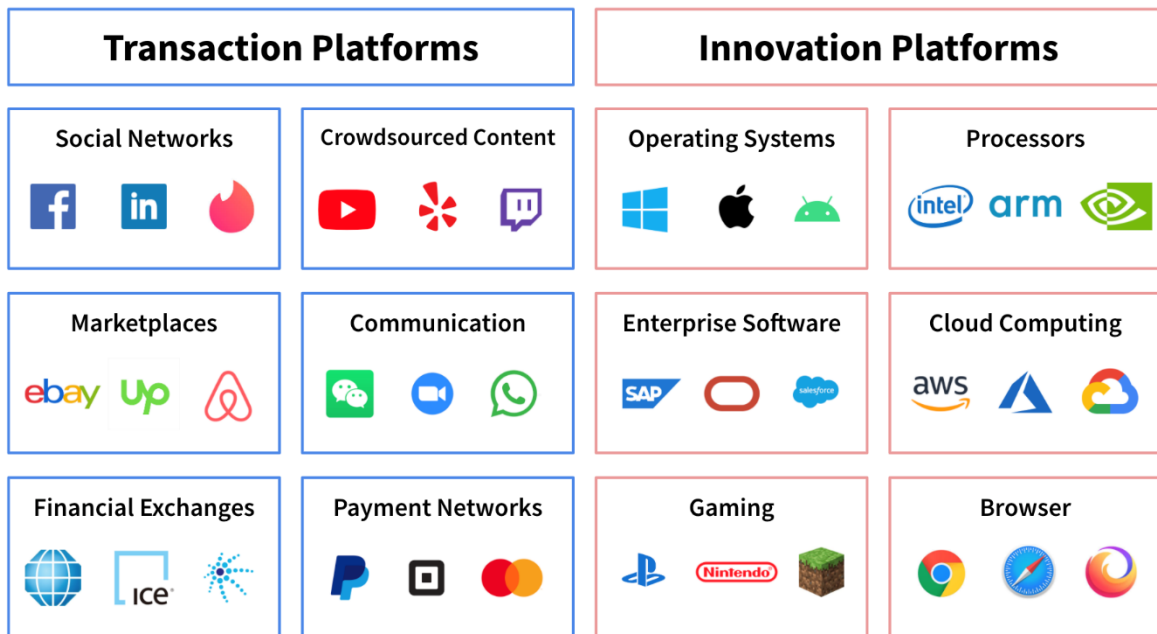
## Key Charts

[도표 1] 디지털 공급 체인의 진화



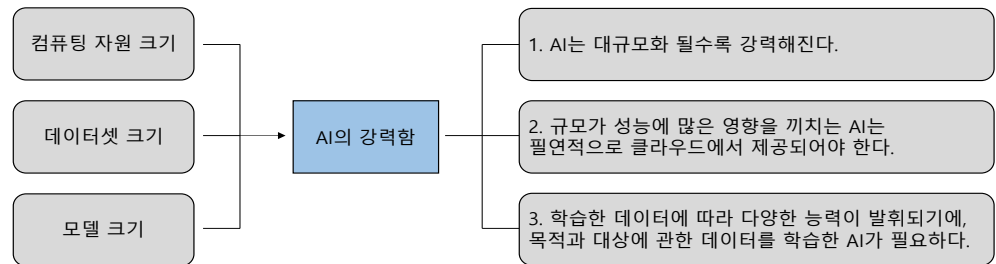
자료: supplychainbeyond, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 거래형 플랫폼과 혁신형 플랫폼의 차이



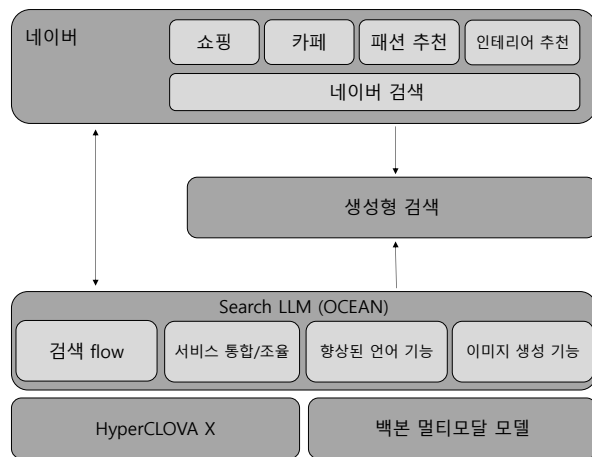
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] Scaling Laws for Neural Language Models



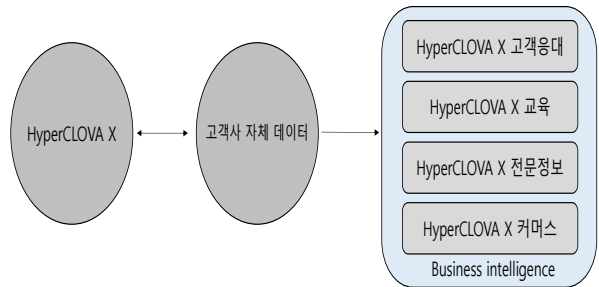
자료: OpenAI(2020), NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 4] Project Cue: → 커머스 부문 성장 기여 예상



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 5] CLOVA Studio → B2B 클라우드 성장 기여 예상



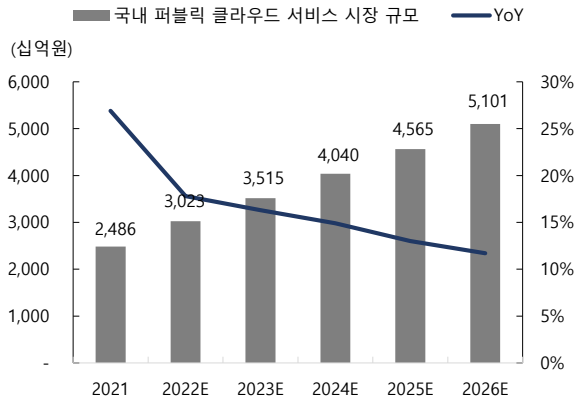
자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 카카오 AI 전략

| 대분류      | 항목                                | 내용                                                                                                                                                        |
|----------|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 파운데이션 모델 | KoGPT 2.0<br>칼로 2.0               | 기존 대비 파라미터와 데이터 토큰 규모 확장해 2H23 공개 목표<br>언어와 이미지 아우르는 Multi-Modal 파운데이션 모델. 1H23 공개 목표                                                                     |
| 버티컬 서비스  | 메시지 기반 AI 챗봇<br>AI 카드<br>혈당관리 솔루션 | 1H23 테스트로 실사용 데이터로 모델 고도화 → KoGPT 2.0에 적용<br>의료 영상 기반의 판독문 초안 생성문 서비스. 3Q23 공개 예정.<br>아이센스와 협력해 연속 혈당 측정기와 연결된 데이터와 라이프로그 AI로 분석하고 생활 가이드 제공. 4Q23 출시 계획. |
| 기타       | 헬스 솔루션 개발                         | 구글 클라우드와 개별 기관 데이터 한 곳에 모으지 않고 AI 학습하는<br>연합 학습 활용해 솔루션 개발 협력                                                                                             |

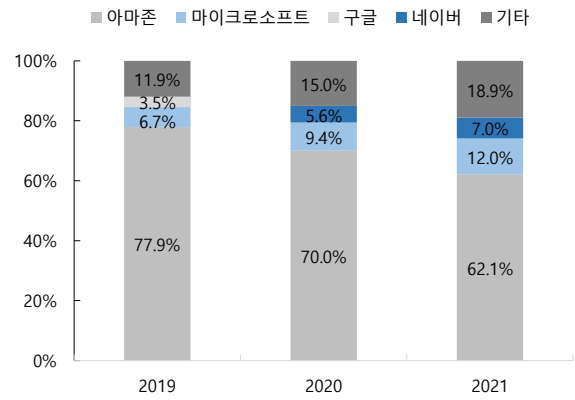
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 국내 클라우드 시장 점유율 추이 (2019~2021 년)



자료: 공정거래위원회, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 국내 클라우드 시장 점유율 추이 (2019~2021 년)



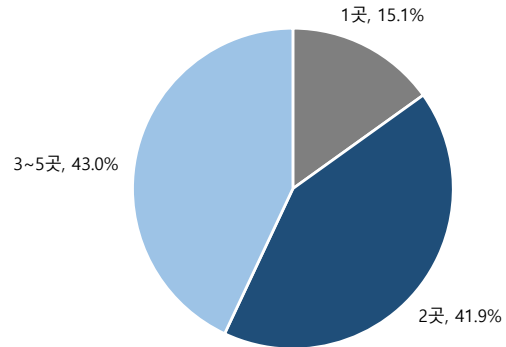
자료: 공정거래위원회, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 클라우드 컴퓨팅에 대한 기대효과 응답률

|           | 2019  | 2020  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 유연한 자원 활용 | 71.2% | 72.3% | 71.3% | 68.2% |
| 비용 절감     | 44.3% | 42.6% | 36.0% | 35.0% |
| 편의성       | 34.5% | 41.5% | 38.7% | 36.7% |
| 백업/안정성    | 31.8% | 26.4% | 30.8% | 36.3% |
| 빠른 시장대응   | 20.6% | 30.3% | 25.1% | 16.9% |
| AI 활용     | 16.6% | 18.1% | 17.2% | 21.4% |

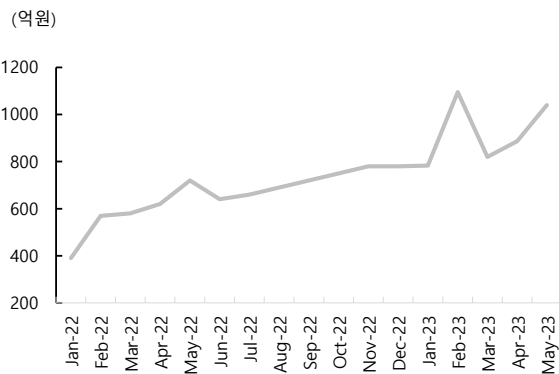
자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

[도표 10] '몇 개의 클라우드를 활용할 계획인지?'에 대한 응답



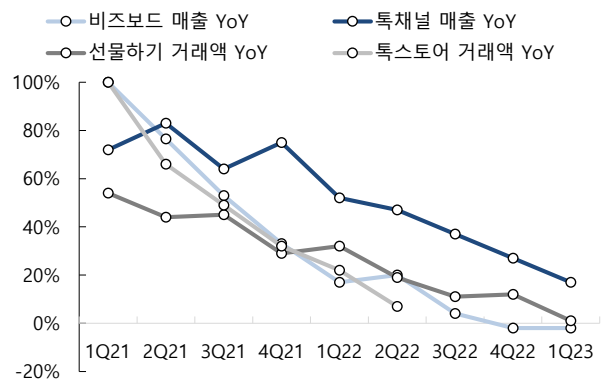
자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 라이브커머스 월별 거래액 추이



자료: 라방바 데이터랩, 교보증권 리서치센터..

[도표 12] 카카오 광고 & 커머스 매출 및 거래액 YoY 성장률



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q22 비즈보드 및 특채널 매출 성장률은 추정

## 1. 공급망 개혁과 변화의 영향

필자는 2023년 CES를 방문한 후 작성한 ‘디지털 르네상스’에서 공급망 개편과 탈중국의 트렌드를 주장했고, 그 추세가 지금까지 크게 틀리지 않았다고 생각한다. 수시로 바뀌는 미국과 중국의 양국 관계는 지난해 미국 중간선거와 올해 3월 양회를 통해 시진핑 국가주석의 3연임이 확정된 이후 크게 개선되거나 악화되지 않는 평행선의 관계를 유지하고 있다. 양국의 교역 규모가 작지 않은 우리로써는 두 나라의 화해 무드를 바라는 조짐도 있었지만, 최근에는 인프라 투자 관련 이해관계와 맞물려 중국에 대한 필요성이 크게 낮아졌다.

미중 무역전쟁과 팬데믹 상황으로 인해 미중 관계는 어느덧 강산이 절반이 변할 수 있는 5년의 시간이 지났다. 양측의 화해무드가 조성될 것이었다면, 코로나 경기침체와 인플레이션 위험이 최고조에 이르렀을 때 필요에 의해 시도되었을 가능성이 크다. 하지만 물가상승 위험이 여전한 미국은 중국이 제공하는 양질의 수출품과 서비스 대신 일자리를 선택했고, 가계의 소득 증가가 내수소비를 개선시켜 경기확장이 가능할 수 있도록 방향을 설정한 것으로 보인다. 탈 세계화는 미국기업의 생산기지를 미국 안으로 되돌리는 리쇼어링이 주류가 되었고, 글로벌 기업도 미국시장 개척을 위해서는 미국에 생산기지를 배치하는 프렌쇼어링의 과정을 겪고 있다.

[도표 13] 신냉전, 탈세계화 과정에서 필요해진 China+1 전략

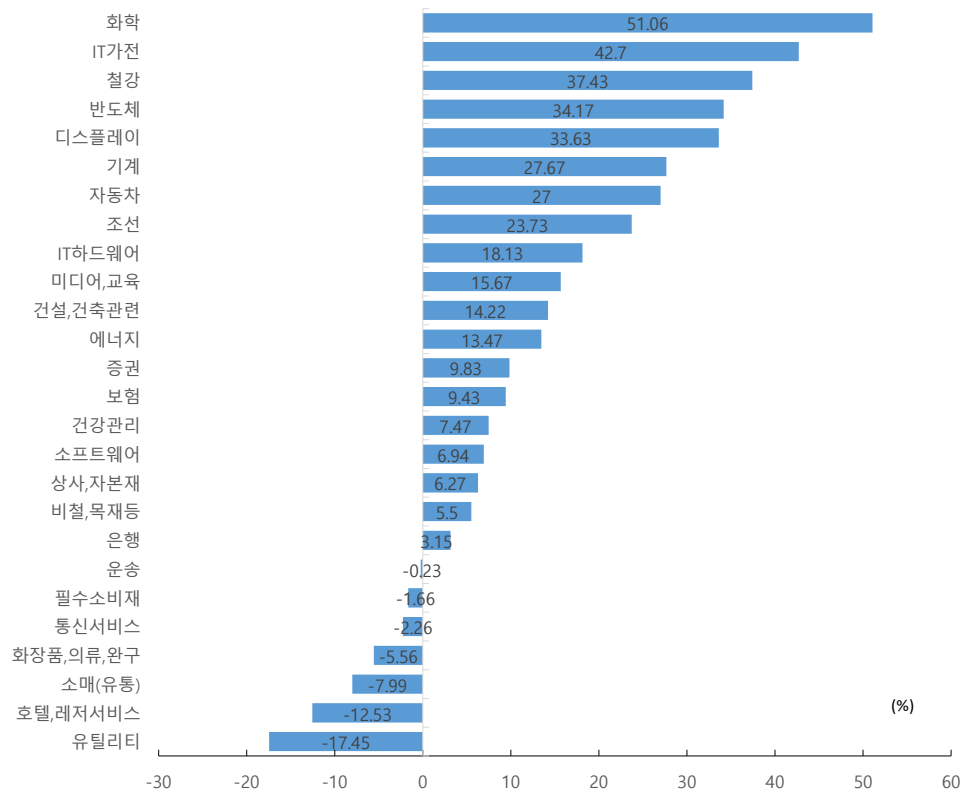


자료: 교보증권 리서치센터

미중 무역전쟁은 양국의 패권전쟁의 성격이 짙었고, 트럼프 전 대통령은 이 상황을 정치적 생명을 유지하는데 최대한 활용했다. 세계경제는 중국의 공급 의존성을 낮추기 위해 노력을 시작했다. 물론, 완벽하게 중국의 대체할 만한 시장과 숙련된 노동력을 확보하는 것은 쉽지 않다. 하지만, 더 깊게 관여되기 이전에 중국을 대체할 수 있는 방안을 확보하는 것은 글로벌 기업으로써 필수적인 상황이 되었다. 중국 생산기지를 대체할 수 있는 시장을 인적 자원의 노동비용이란 기준으로 선정하는 것은 위험요소가 크다고 생각된다. 중국을 대체하는 과정에서 세계경제는 50년만에 높은 물가상승률을 경험했고, 대신 물가상승을 견딜 수 있는 일자리와 소득증가를 얻었다. 공급망 개혁은 여전히 진행중인 구조적 변화인 것이다.

탈 중국과 중국의 생산 의존도를 낮추는 변화는 주식시장에도 즉시 변화를 가져오고 있다. 연초 자료에서도 점검했듯이 2023년 상반기 가장 높은 상승률을 기록한 화학, 철강 등은 인플레이션 감축법이 발동된 이후 미국 수입시장에서 중국을 대체할 수 있는 유일한 대안이라는 것이 반영되어 주가가 급등하는 반응을 보였다. 디스플레이, 기계, 조선 등도 과거 중국과 수출경합도에서 경쟁력을 상실하고 잠식 당하던 산업이었는데, 미국의 통상조치가 우리기업의 경쟁력을 부활시키는 변화를 가져온 것이다.

[도표 14] 주요 업종별 수익률 현황(2023년 6월 20일 기준)



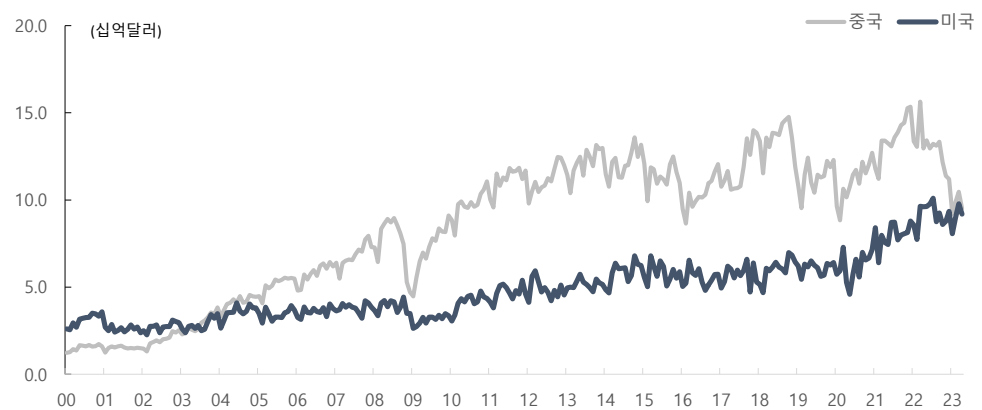
자료: 교보증권 리서치센터

미국이 중국을 고립시키는 통상정책으로 한국 산업과 기업이 경제적 특혜를 받는다면 이는 잠재적 불안요소가 될 수 있다. 우선 중국의 보이지 않는 손이 작동할 가능성이 작지 않다. 이미 협한령 기류가 감지되고 있고, 중국이 제로코로나 정책이 종료되었음에도 단체관광객 규제 및 K-컨텐츠에 대한 제약이 계속되고 있다. 또 다른 관점에서 걱정되는 것은 미국의 태도이다. 현재로써는 한국 기업과 자본에 대해 우호적이고, 개방적인 자세를 보이고 있는데, 약속했던 보조금과 정책 지원이 어떤 기류를 탈지는 알 수가 없다. 중국은 미국의 높은 통상장벽을 어쨌든 뚫기 위해 다양하고, 우회 경로를 통해 진출하려고 할 것이다. 미국의 약속만 무조건 믿어온 우리기업은 엄청난 배신감과 불확실한 투자환경에 직면할 가능성이 작지 않다. 특히, 2024년 상반기에는 우리 총선, 하반기에 미국 대선 등의 이벤트가 있는 만큼 불확실한 시장국면을 통과하게 될 가능성이 없지 않다.



공급망 개혁의 변화는 한국경제와 수출환경에 변화를 일으키고 있다. 어느덧 20년의 시간이 지났다. 2003년 중국향 수출은 월간기준 40억달러를 기록한 이후 미국을 뛰어넘는 교역 대상국이 되었다. 중국의 고도 성장은 한국경제와 기업에게 대단한 모티브가 되었고, 이후 한국 전체 수출에서 중국이 비중은 25%를 상회했다. 미국 금융위기 이후 시진핑 주석이 국가주석 자리에 오른 이후 중국은 국경 접경국가와 더욱 협력 관계를 강화했고, 중국향 수출은 미국의 두배를 초과할 만큼 엄청난 고속 성장을 이루게 되었다. 가장 가까운 이웃이라고 생각했지만, 북한의 미사일 실험발사를 계기로 사드체계의 도입이 외교 및 경제적 제재의 배경이 되었고, 미국과 중국의 무역분쟁의 영향으로 중국향 수출은 더 이상 성장을 보이지 못하는 한계를 들어냈다.

[도표 15] 한국 수출 중 미국과 중국향 수출액 추이



자료: 교보증권 리서치센터

팬데믹 이후 중국이 제로코로나 정책을 이행해 왔지만, 접경국가인 한국과는 협력관계를 유지해 왔다. 2022년 연말 중국에서도 코로나 2차 대유행이 시작되었고, 중국정부는 더 이상 완벽한 방역을 지속하기 보다, 집단 감염 이후 완전 면역의 목표로 선회하며 엔데믹 시대가 가까워 졌음을 알렸다. 그런데, 중국과의 교역 상황은 크게 달라지지 않았다. 양안문제의 영향도 없지 않지만, 중국 소비자는 더 이상 한국의 제품과 서비스를 특별하다고 생각하지 않고, 로컬 기업으로 충분한 대체가 가능하다는 반응을 보이고 있다. 조금 더 국경간 왕래가 자유로워 진다면 우리 기업의 잠재력을 재확인할 수 있는 기회가 있겠지만, 현재로서는 중국이 한국에 등을 돌렸다는 것은 여러 분야에서 감지되고 있다.

이와 대조적으로 미국으로 향하는 수출은 지속적인 성장을 이어가고 있으며, 드디어 중국과 미국향 수출의 역전 현상이 20년 만에 재현되고 있다. 이 데이터의 추세가 정해져 있다고 볼 수는 없다. 미국으로 수출이 폭발적으로 증가할지, 침체되었던 중국향 수출이 하반기 개선될 것인지 단언하기는 어렵다. 하지만, 공급망 개혁이 진행되는 과정에서 미국의 태도는 명확하고, 공급망 개혁이 완성되는데 아직 많은 시간이 남아 있다는 점에서 우리의 선택은 미국으로 기울어져 있다는 것을 부정할 수는 없을 것 같다.

## 2. 공급망 문제가 해결되면, 다음은 무엇이 중요할까?

공급 사슬을 개혁하고 발전시키는 목적은 미국이 중국의 추격을 따돌리기 위한 단순한 헤게모니로 해석할 문제가 아니다. 미국 정부가 막대한 예산을 들여 생산 기반을 다지려는 것은 세계경제가 직면하게 될 각 경제주체의 침체 면역력을 길러주기 위함이다. 인프라 투자를 통해 우리는 효율성을 되찾고, 사회 약자가 사회구성원으로써 소속감을 갖고 기여할 수 있는 환경을 만드는 좋은 기회라고 판단하기 때문이다. 현재까지 미국 행정부가 인프라 투자에 대한 고삐를 강화하는 것은 2024 년 대선을 앞두고 더 강화될 여지가 크다.

미국을 시작으로 물가상승 위험이 완화되고 있어, 동시에 공급망 병목현상도 정상화 될 것 이란 낙관적인 생각을 갖고 있지만, 아직 완벽한 해결까지는 시간이 꽤 남은 것으로 평가 된다. 2023 년 상반기 공급 병목현상이 완화된 것은 제로 코로나 정책을 포기한 중국의 영향이 크다고 생각된다. 중국도 코로나 19 대응 정책을 엔데믹으로 전환했고, 미국의 견제로 부터 자유롭지는 못하지만, 유럽과 개도국, 국경 접경국을 대상으로 교역활동을 정상적으로 재개함으로써 공급확대의 착시를 느끼는 것이 현재의 상황으로 풀이된다. 우리가 체감하는 타이트한 공급 상황이 정상화된 것을 느끼기에는 뉴욕 연방준비위원회에서 발표하는 글로벌 공급망 압력지수를 통해 확인할 수 있다.

팬데믹 이후 공급망 교란이 더욱 심화되자 미국 뉴욕 연방준비위원회에서 GSCPI(글로벌 공급망 압력지수)를 개방해 한계점과 약점을 보완하려고 했다. 동 지수는 [도표 16]에서 보여지는 것과 같이 국경간 운송비용과 제조산업 데이터를 중심으로 공급망 상태를 포괄적으로 진단할 수 있는 장점을 가지고 있다. 특히 글로벌 공급망 참여도가 높은 국가의 지체 기간, 제조산업, 재고량을 변수로 사용해 지수가 '0' 보다 큰 값이 산출될 경우 공급망 압력이 크다는 것으로 뜻한다.

[도표 16] 공급망 압력 지수 구성요소

| 구 분      | 지표                            | 내용                       |
|----------|-------------------------------|--------------------------|
| 국경간 운송비용 | Baltic Dry index              | 석탄, 철강과 같은 원자재 운송 비용을 추적 |
|          | Harpex index                  | 컨테이너 운송 요금 변경 사항 추적      |
|          | BLS Air Freight price indices | 미국을 오가는 항공 운송 화물 비용 측정   |
| 제조산업 데이터 | PMI 배송시간                      | 공급자 배송시간 변화 측정           |
|          | PMI Backlogs                  | 수주잔고 변화량 측정              |
|          | PMI 매입 주식                     | 재고 변동 측정                 |

자료: NY FED, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 공급망 압력지수 추이



자료: NY FED, 교보증권 리서치센터

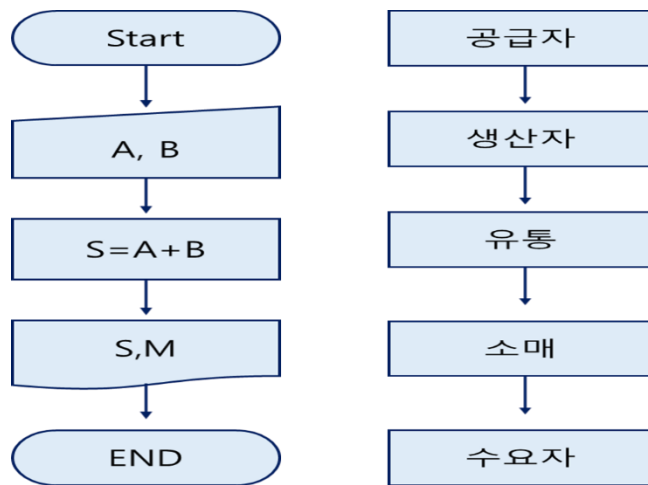
팬데믹 직전의 GSCPI 는 0.05 수준에 불과했지만, 팬데믹 이후 폭등해 2021 년 12 월은 무려 4.5 까지 급상승했고, 최근에는 다시 마이너스 수준으로 안정된 변화를 보이고 있다. 최근 안정된 수준으로 하락한 것은 유럽 수주잔고가 증가하고, 제로코로나 정책으로 봉쇄 영향이 컸던 중국의 상품 인도시간이 단축되기 시작하며 하락한 것으로 분석된다. 그렇다면 공급망 압력 부담은 완전히 제거된 것으로 볼 수 있을까? 단기적인 안정세로 문제가 소멸된 것으로 평가하기는 이르다.

공급망 지표는 인플레이션 압력과 높은 상관성을 갖는다. 모멘텀의 기저효과 영향으로 물가가 안정세를 보이고는 있으나 서비스 물가 상승과 계속되고, 일손은 부족하고, 물류와 운송 시스템은 아직 정상화 되기까지 꽤 시간이 남아있다. 다시 말해, 최근 안정세를 보이는 공급망 압력 지수는 중국 리오프닝에 따른 일시적 효과일 가능성이 크고, 다시 상승할 가능성이 크다고 예상된다.

물론 공급망 압력이 다시 상승하기까지 약간의 시간이 걸릴 수 있다. 2022 년 상반기 세계 경제는 경기침체 위험에 한 걸음 더 다가선 신호들을 보이고 있다. 고물가 환경의 영향은 경제주체를 끊임없이 괴롭힐 가능성이 크다.

그렇다면 공급망의 가치사슬은 어떤 시스템으로 구성되는 것일까? 수요망 가치사슬과 가장 큰 차이점은 물리적 시스템으로 구성되어 있다는 점이다. [도표 18]에 표시된 컴퓨터 순서도는 우리 기억 속에 남아 있는 그것이다. 프로그램의 시장 명령이 떨어지면 최종 결과까지 연산과정이 바로 처리되어 프로그램이 작동된다. 물리적 구조를 갖는다는 것은 단계별 명령 체계가 멈추게 된다면 프로그램 전체가 가동을 멈춰 물리적 구조를 갖는다고 해석한다. 지난 몇 년간 공급망 체계의 개혁이 필요하다고 주장한 것은 경제시스템이 작동할 수 없는 문제점을 들어냈기 때문이다.

[도표 18] 물리적 구조를 갖는 공급망 가치사슬



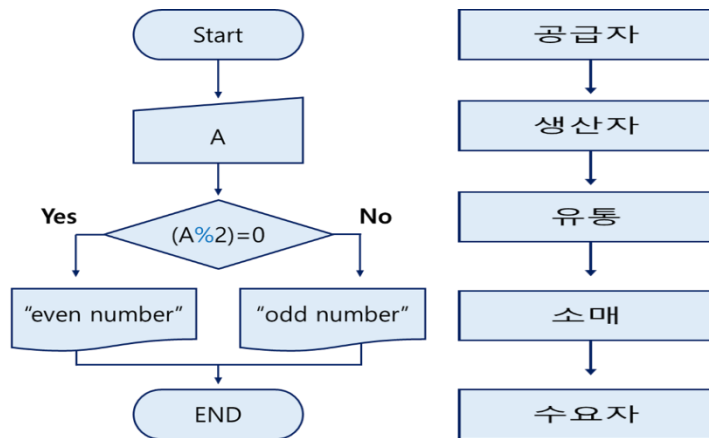
자료: 교보증권 리서치센터

가장 먼저 생산자의 문제를 들어냈다. 미국과 중국의 통상 분쟁은 글로벌 교역환경에서 복잡한 이해관계를 만들어 냈다. 중국을 대체할 만한 시장을 찾기 어려울 뿐더러, 기업의 이윤을 줄여가며 대체재와 보완재를 찾는다는 것은 의미가 없다고 생각했다. 그런데 코로나19 발병과 팬데믹 시대가 돌아온 후 공급망 개혁의 명분이 더욱 확실해 졌다. 특히 유통부문에서 국경간 폐쇄가 극단적으로 진행된 것은 국제물류와 운송 부문의 비중을 축소하고 안전한 공급처를 확보하는 것이 중요하다는 목표를 제시하게 되었다. 자연스럽게 생산지를 소비지역과 일치시켜 소비자에게 일자리를 제공하고, 증가한 가게 소득을 활용해 재화를 소비하는 긍정적 선순환 구도를 만들게 된 것이다.

공급망 개혁은 단기적으로 완성할 프로젝트는 아니다. 미국 시장으로 진출한 기업은 아직 첫 삽을 뜨지도 않았다. 미국과 서구권 경제가 그 만큼 성장매력을 가지고 있기 때문에 높은 통상 장벽을 다시 낮추기 위해 노력하기 보다 미국의 정책에 빨리 적응하는 것이 보다 생산적이라는 것을 인식하게 되었다. 공급망 개혁 과정에서 한국경제와 우리 기업에는 또 다른 성장 모티브가 등장할 것이다. 이제 공급망 개혁이 지속된다는 가정하에 다음을 위해 준비할 것은 무엇인가라는 질문에 답을 찾을 시간이다. 필자는 공급망 개혁과는 접근방식이 다른 수요망 가치사슬의 변화를 주목했고, 이를 이해하는 과정에서 주목해야 할 산업을 고민하게 되었다.

수요망 가치사슬은 공급망과 달리 극단적이지 않으며, 합리적이고 논리적인 특성을 갖는다. 논리적 방식이란, 시작과 끝을 사이에 두고 변수의 설정과 연산 과정이 진행될 때 ‘논리적 선택’에 따라 최적화된 결과를 향해 나아가는 방식이다. 다시 말하면, 논리적 방식은 순서도의 전개 과정에서 문제점 또는 저항을 만나게 되더라도 멈추지 않고, 다른 차순위 선택을 찾아 이동하는 특성을 갖고, 이 점이 수요망 가치사슬의 특징이라고 할 수 있다.

[도표 19] 논리적 구조를 갖는 수요망 가치사슬



자료: 교보증권 리서치센터

그렇다면 공급망 가치사슬 개혁이 중반부를 향하게 될 경우 어떤 일이 벌어지게 될까? 가장 먼저 주목할 것은 수요망 가치사슬도 달라져 있을 것이란 점이다. 이전과 비교해 수요 환경 전체 크기가 축소되었을 수 있고, 또는 엄청난 성장 잠재력을 갖췄을 수 있다. 수요망 가치사슬은 시장경제 논리가 더욱 잘 적용되는 구조이며, 약육강식, 승자독식이 가능한 환경이다. 그렇다면 수요망 가치사슬 시스템이 발전한다고 가정할 때 우리는 어디에서 성장과 투자의 기회를 찾아야 할까?

공급망 가치사슬은 선점효과가 중요하기 때문에 신속하고 과감한 투자와 ‘선택’이 중요하다. 구조적 환경이 바뀌는 상황에서 경제성을 따져 묻는 과정에서 기회를 놓치게 된다면 선두그룹과 격차는 크게 벌어질 가능성이 있다. 공급망 가치사슬의 변화가 감지된다면 경제주체는 즉시 참여한 이후로 변화되는 과정에서 수위 조절을 해 나아가는 것이 올바른 결정이다.

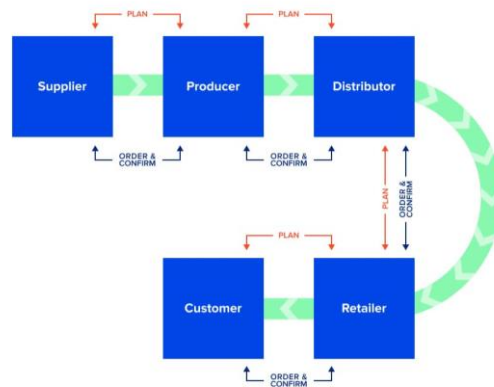
그런데, 수요망 가치사슬은 마라톤과 같은 장기레이스의 성격을 갖는다. 물론 수요망 가치사슬에서도 선점효과가 중요하지만, 경쟁자의 펀더멘탈 변화, 소비자의 반응, 문제가 발생되었을 때 경쟁사의 대응방식 차이 등 고려할 변수가 많다는 점이다. 수요망 가치사슬 시스템이 변화하는데 승자에 가까워 지기 위해서는 의사결정에 투입되는 자본과 시간을 얼마나 잘 활용할 수 있는지가 중요하고, 이 과정에서 대안은 지난 10년 사이 세계경제의 기본적 틀을 바꾼 플랫폼 경제가 대안이 될 가능성이 크다.



필자는 공급망 개혁을 미중 경제패권 전쟁의 연장선에서 투자자에게 유리한 구도를 완성하는 과정으로 해석했다면, 공급망 개혁에서 가장 중요한 것은 정해진 공급 사슬 이후 수요 체인을 얼마나 빨리 최적화 시키느냐가 가장 중요한 핵심이 될 것으로 분석된다. 결론적으로 공급망 개혁의 최종단계는 수요 체인의 변화가 시작되는 것으로 볼 수 있고, 또 다른 투자유인이 실물경제에 등장할 수 있음을 예고한다.

전통적인 공급 체인은 예측 가능하고, 일관된 환경에서 유용한 선형 모델을 나타낸다. 공급자와 생산자, 유통, 소매, 최종 소비자로 이어지는 단계별 계획 수립과 피드백을 통한 주문 지시로 마찰과 지연 현상을 최소화 하고, 과거처럼 무리한 채찍효과(bullwhip effect)를 최소화해 효율성을 떨어뜨리는 것을 지양한다.

[도표 20] 전통적인 공급 체인



자료: Supplychainbeyond, 교보증권 리서치센터

전통적 공급 체인의 단점은 직전 단계의 피드백을 통해 생산활동을 진행시키기 때문에 최종 소비자의 의사결정 변화에 민첩한(Agility) 대응이 어렵고, 단계별 확인 과정을 거치기 때문에 유통속도(velocity)가 늦어지는 문제를 갖는다. 특히 이런 공급 체인이 글로벌 공급망이 분업화로 지역간 거리와 이동시간의 편차가 클 경우 효율성이 크게 하락하는 구조적 문제를 발생시키게 된다. 그리고 재고관리의 어려움이 발생하는데, 재고상황에 따라 재화나 서비스의 가격이 탄력적으로 바뀌게 되는 경우 공급 사슬에 위치한 경제주체는 아무런 경제적 이득을 보지 못하는 비합리적인 구조가 유지된다.

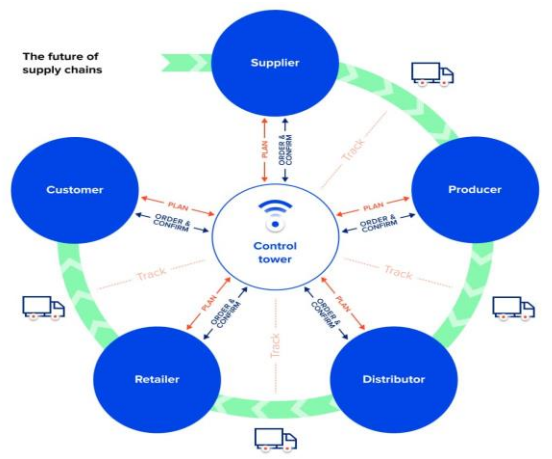
공급 체인의 개혁은 기존의 전통적인 공급 체인에서 디지털 공급 체인으로 전환을 주목해야 한다. 일명 공급망 4.0을 준비해야 한다. 디지털 공급 체인은 종적인 단계별 흐름에서 더 높은 운영 효율성과 지출 최소화를 가져와 발전된 공급 구조를 구축하는데 목적이 있다.

디지털 공급망은 조직 및 공급업체와 고객의 데이터 교환을 효율적으로 바꿔 단계별 투명성(transparency)을 높인다. IOT, 클라우드 기반 대시보드 및 솔루션을 구동시켜 실시간 자산 추적을 가능하게 하고, 주문의 정확성과 추적 가능성, 효율성을 향상시키게 된다. 그

리고, AI와 기계학습을 기반으로 하는 예측 분석은 현재 시장 추세와 수요 활동의 변화, 과거 정보를 기반으로 수요 예측을 제공하고 재고를 최적화 하는 도움을 줄 수 있다. Boston consulting group에 따르면 디지털 공급망 관리는 시장 수요변화에 약 25% 더 빠르게 대응이 가능하다고 했다. 데이터 분석을 통해 배송과 제품 선정의 인사이트를 제공하고, 창고 공간도 최적화 시키는 것이 가능하다. 보다 흥미로운 것은 이 같은 공급 체인의 디지털 전환이 수요 체인에서 더욱 가속화 될 가능성이 크다는 점이다. 앞서 공급 체인이 물리적이 라면 수요 체인은 보다 효율적인 논리적 접근 방식으로 설명한 것은 이 때문이다.

우리가 생각하는 디지털 공급 체인의 완성은 수요 체인의 변화를 폭발적으로 진행시킬 가능성이 크며, 다양한 경우에 수 중에 최적화된 의사 결정을 찾는 것은 우리가 지난 몇 년 사이에 경험했던 플랫폼 경제에서 익혀 왔던 것이다.

[도표 21] 디지털 공급 체인의 진화

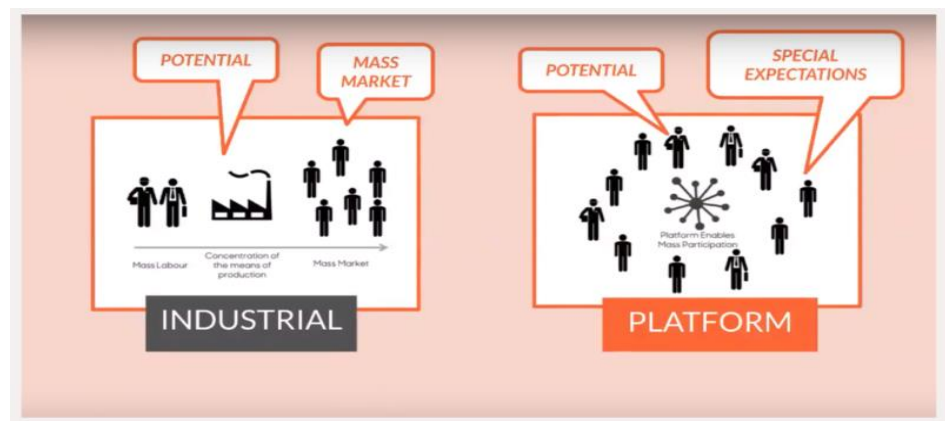


자료: supplychainbeyond, 교보증권 리서치센터

전통적인 공급 체인은 최종 소비자의 변화에 둔감한 반응을 보여 왔다. 하지만 디지털 공급 체인은 중앙 집중 해석능력을 추가해 소비자의 욕구가 분석될 경우 소매, 유통, 생산, 공급업자에게 동시에 전달되어 시간과 비용을 절약하는 효과를 얻을 수 있게 된다. 이 과정은 공급 체인에서만 발생하는 것이 아니라 수요자에게 전달되는 과정에서 수요 체인에도 또 한번 적용되며 동종 업계의 경쟁자를 따돌리고, 독점적 지위를 강화해 승자독식의 구도를 가져가는 변화를 일으키는 것이다.

결론적으로 공급망 개혁이 일정 시간 경과된 현 시점부터 우리가 주목할 것은 ‘플랫폼 경제’의 잠재력과 성장성이다. 과거 전통경제는 노동자와 생산시설을 빠르게 확보하고, 시장을 선점한 이후로 보호장벽을 높여 경쟁자를 차단하는 목적을 가져왔다. 하지만 자유경제는 조금 더 값싼 노동력과 자본을 확보한 해외기업의 등장으로 경쟁열위에 위치하는 문제점을 노출하게 된다. 이 문제를 해결하기 위해 더 높은 보호장벽을 쌓는 것이 아니라 플랫폼으로 전파시켜 경쟁에서 발생하는 경제적 비용을 제거함으로써 높은 수익성과 생산성을 확보하게 된 것이다.

[도표 22] 전통경제와 플랫폼 경제의 전환



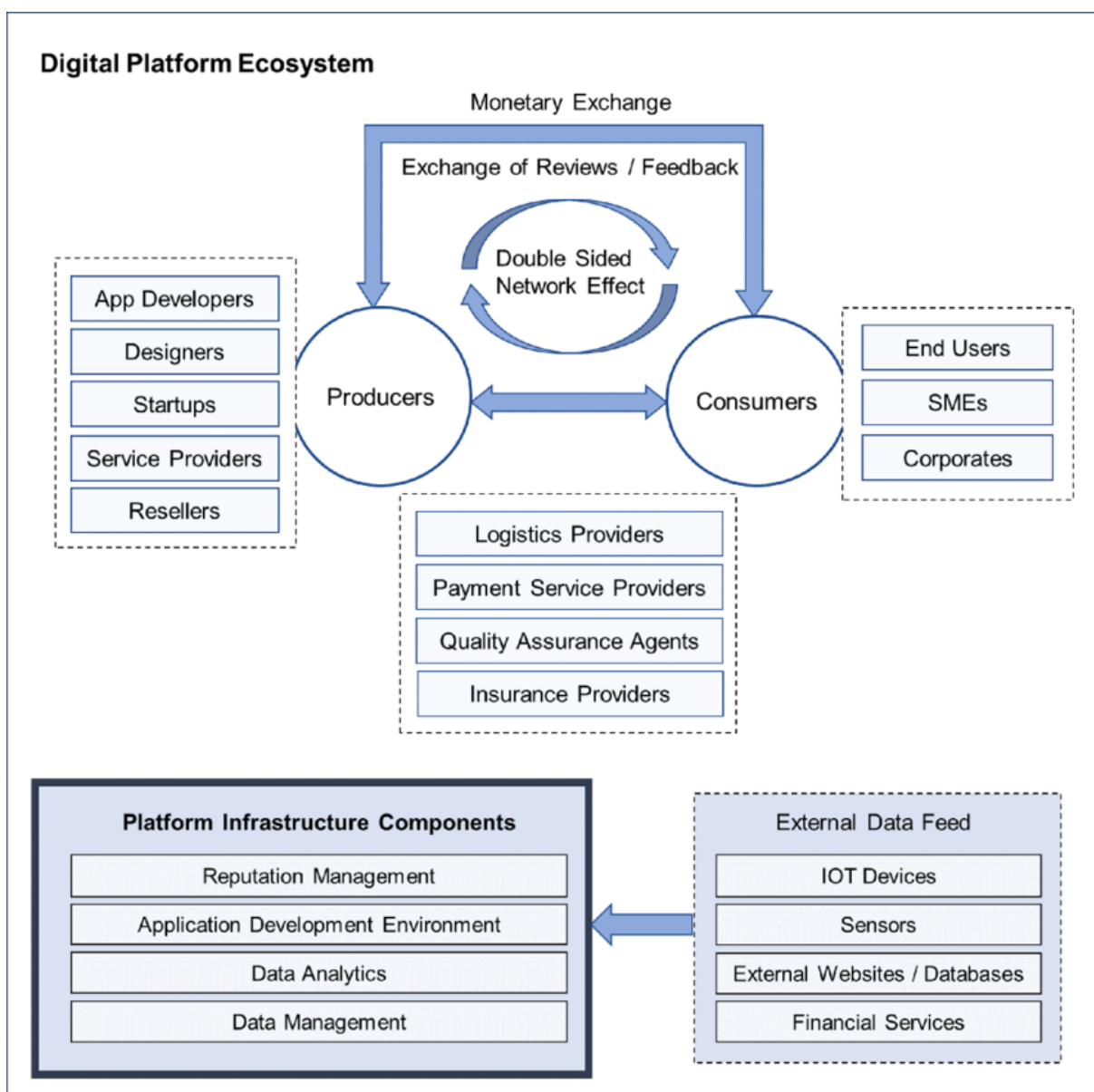
자료: 교보증권 리서치센터

인류의 경제시스템은 자급자족을 시작으로 물물교환, 화폐를 활용한 시장 형성, 대량 생산과 비용 절감의 과정을 거치며 발전해 오고 있다. 전체 시스템 구조를 뜯어 보면, 각 단계별로 인간이란 노동력에 꽤 많은 의지를 하고 있다. 과학기술의 발전을 통해 인간을 대체하기 보다 발전이 더딘 인적 자원의 능력을 향상시키는 것이 목표라고 볼 수 있다. 2023년의 시작과 함께 등장한 챗GPT 열풍은 인간의 일자리를 빼앗는 관점 보다 노동인력이 노후화 되고, 동시에 약화될 수 있는 효율성을 보완하기 위한 장치라고 볼 수 있다.

공급망 개혁 과정에서 세계 경제는 불가피하게 높은 물가상승을 감당해야 함을 느끼게 되었다. 당장 불만이 가득하지만, 일자리가 제공되고, 가게 소득이 증가한 만큼 무절제한 소비를 지양하고, 높은 물가환경에 적응하는 것이 가게, 개인의 입장이라고 할 수 있다. 그러나 기업은 어떠한가? 시장경제에 공급하는 재화와 서비스 가격이 빠르게 상승하고 있다. 당장은 소비자가 수용하고 있으나 영원히 지속될 것이라 볼 수 없다. 결국, 기업은 수익성을 유지하기 위해 보완해야 할 것으로 찾아야 하며, 세계 경제가 예전과 달리 서비스 부문의 경제성장 기여가 크다는 점을 고려할 때 플랫폼 경제의 고도화를 이루어 내야만 하는 것이다. 자연스럽게 인공지능과 같은 연산 기능이 강화되어야 하고, 우리가 발전시켜야 할 지향점이 되고 있는 것이다.

디지털 플랫폼이 정착되기 위해서는 하드웨어와 소프트웨어의 조화가 필수적이다. 최종 소비자와 유통, 생산자를 연결시키는 하드웨어(IoT devices) 필요하고, 양질의 정보를 축출, 해석하기 위한 각종 센서가 장착되어야 한다. 각종 모바일 장비산업의 성장은 이를 가능하게 만들어 주었다. 이제 필요한 것은 엄청난 데이터의 분석과 관리, 예측이다. 그래서 최근 비메모리 반도체 투자가 메인 스트림이 되는 것이 전혀 이상하지 않다. 공급망 개혁이 진행되는 동안 플랫폼 경제도 다음을 준비하고 있다. 그 모습이 구체화 되었을 때 플랫폼 산업과 기업의 가치는 재평가 받을 가능성이 크다. 인터넷에서 모바일로 가치 전환이 진행된 것이 최근까지 모습이라면 이들의 통합과정을 보는 것이 다음 단계의 밑그림이 될 것이다.

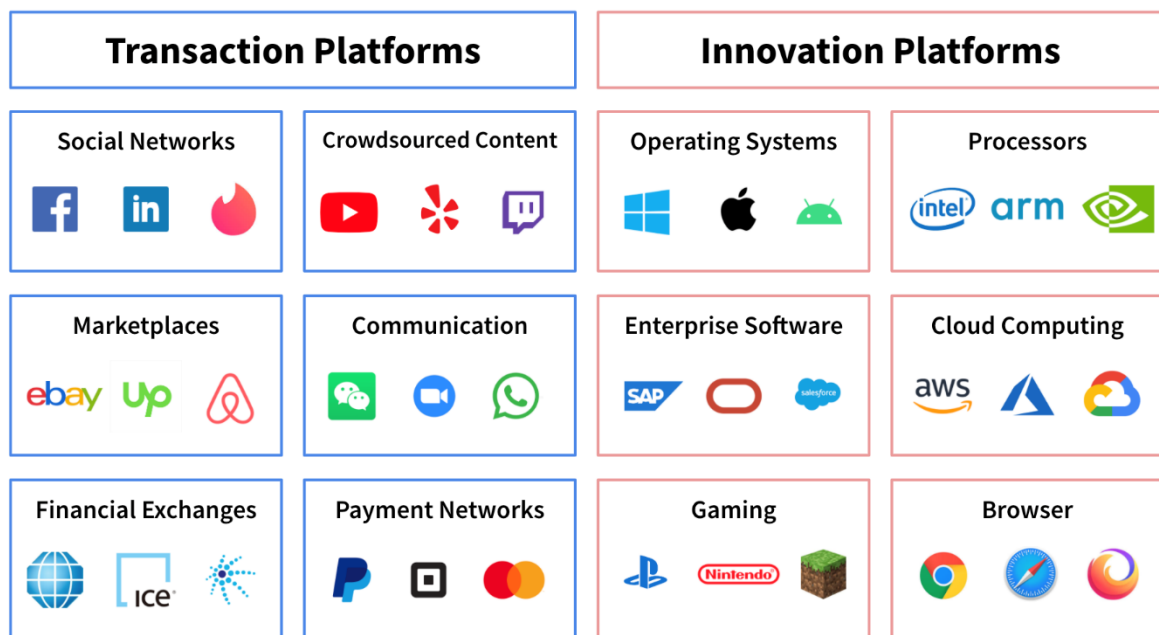
[도표 23] 디지털 플랫폼 생태계의 변화



자료: 교보증권 리서치센터

팬데믹 이전부터 현재까지 글로벌 플랫폼 생태계는 ‘거래형 플랫폼’ 기능이 주류를 이루었다. 소셜미디어의 정착과 유통 및 리테일 판매 환경의 변화, 메신저와 화상 연결 기능의 정착, 결제방식의 발전과 가상화폐 및 디지털 금융산업의 성장은 전부 ‘거래’를 주 목적으로 두고 발전시켜 왔다. 이 같은 거래형 플랫폼 시스템은 앞으로도 발전을 이어갈 것이다. 하지만 성숙단계에 진입한 이후로는 새로운 ‘성장’과 ‘이윤’을 창출하는데 한계를 들어낼 가능성이 크다. 그 변화를 예고하는 것이 바로 혁신형 플랫폼의 등장이다.

[도표 24] 거래형 플랫폼과 혁신형 플랫폼의 차이



자료: 교보증권 리서치센터

혁신형 플랫폼은 새롭게 등장하는 아이템이 아니다. 이미 우리 주변에 머물러 있으며, 체감하지 못할 뿐 성장을 이어가고 있다. 그런데, 그 동안 축적된 수많은 데이터를 활용해 업그레이드 가능성이 제기되며 새로운 산업의 등장이 가능해진 것으로 분석된다. 또한, 혁신형 플랫폼은 꼭 최종소비자인 ‘개인’의 ‘편의’를 생각하는 것이 아니다. 기업형 소프트웨어와 클라우드 컴퓨팅 등 경제주체 중 기업이 부담하는 수 많은 경제적 비용을 낮출 수 있는 시스템과 소프트웨어를 제공하는 것이다.

팬데믹 시대가 끝나면 다시 ‘부의 양극화’가 심화될 것이라는 걱정을 했다. 높은 물가 상승률을 기록한 후 양극화가 심해졌던 1980년대가 그러했다. 그런데 당시에는 일자리 부족이 가계와 기업의 격차를 벌려 왔는데 지금은 그렇지 않다. 21세기 부의 양극화는 소득과 자산효과의 차이에서 비롯되기 보다 경제적 비용을 관리 및 조정능력에 따라 심화될 수 있는 가능성이 크다. 그래서 더욱 더 플랫폼 기반 산업 및 기업의 발전이 절실히 요구된다.

### 3. 하드웨어 인프라와 데이터 인프라

#### 1) 하드웨어: AI반도체 관련 협력과 데이터센터 구축

##### 'Scaling Laws'와 네카오의 AI 전략

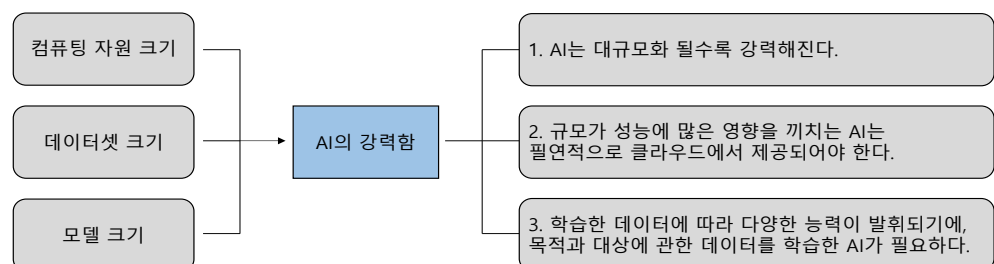
'Scaling Laws'에 따르면 AI 시스템의 성능은 1) 컴퓨팅 파워, 2) 사용된 데이터, 3) AI 모델의 크기에 따라서 크게 좌우된다. 즉 AI는 대규모화 될수록 강력해져 대규모의 인프라(하드웨어와 클라우드, 데이터)가 필요하며, 인프라를 갖춘 후에는 알맞은 대규모 데이터를 목적성과 대상에 맞게 학습시킬수록 뛰어난 성능을 보인다. ([도표 25])

국내 빅테크 업체인 네이버와 카카오는 a) IDC 및 웹리스 업체와의 협력을 통한 AI 반도체의 개발과 클라우드 컴퓨팅을 위한 데이터센터의 구축, b) 대규모 언어모델의 개발과 이에 기반한 c) 상용화 가능한 버티컬 서비스를 준비하고 있다. 양 사의 AI 개발은 **커머스** 부문과 **클라우드** 부문의 중장기 성장에 기여할 것으로 판단한다([도표 26~28]).

**네이버**의 경우 삼성전자와의 협력을 통한 AI 반도체 솔루션의 개발과 자체 데이터센터 '각 춘천'에 이은 '각 세종'의 구축을 통해 클라우드 컴퓨팅의 하드웨어 인프라를 강화하고, 한국어에 대한 집중적인 훈련과 네이버 쇼핑, 지도, 카페 등 생태계 내의 자체 데이터를 학습한 대규모 백본모델인 'HyperClova X'와 검색 언어모델인 'OCEAN', 그리고 백본 멀티모달 모델을 바탕으로 검색 역량을 강화할 예정이다. 이를 바탕으로 B2C 영역에서는 Generative AI를 기반으로 한 검색 & 커머스 서비스, B2B 영역에서는 회사의 자체 데이터와 네이버 클라우드 컴퓨팅 파워를 기반으로 한 구축형 클라우드 서비스를 제공할 것으로 전망한다.

카카오의 경우에도 AMD와의 협력을 통한 AI반도체의 개발과 안산 데이터센터를 비롯한 자체 데이터센터의 구축을 기반으로 클라우드 컴퓨팅 능력을 강화할 예정이다. 기존 대비 파라미터와 데이터 토큰 규모를 확장한 언어모델 'KoGPT 2.0'(2H23 공개 예정)와 언어와 이미지를 아우르는 멀티모달 파운데이션 모델 '칼로 2.0'(1H23)을 공개할 예정이다. 버티컬 AI 서비스의 제공에 있어서 외부 파운데이션 모델과의 협력에 보다 개방적인 전략을 준비하고 있으며, 다양한 형태의 메시지 기반 AI 챗봇과 헬스케어 관련 버티컬 서비스들의 출시를 전망한다.

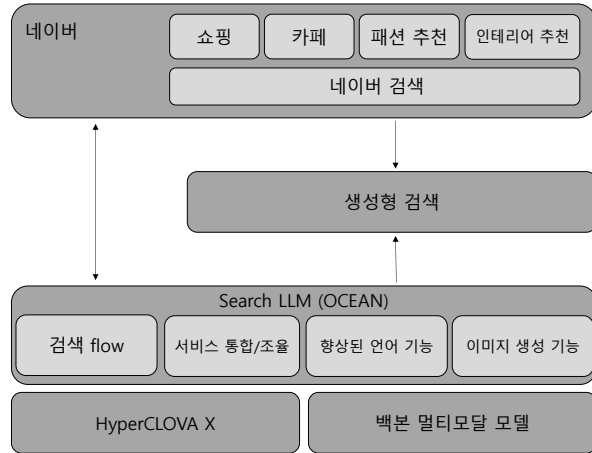
[도표 25] Scaling Laws for Neural Language Models



자료: OpenAI(2020), NAVER, 교보증권 리서치센터

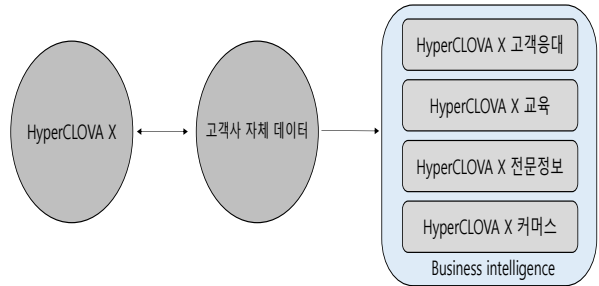


[도표 26] Project Cue: → 커머스 부문 성장 기여 예상



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 27] CLOVA Studio → B2B 클라우드 성장 기여 예상



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 카카오 AI 전략

(단위: 십억원)

| 대분류      | 항목                | 내용                                                                                                          |
|----------|-------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 파운데이션 모델 | KoGPT 2.0         | 기존 대비 파라미터와 데이터 토큰 규모 확장해 2H23 공개 목표                                                                        |
|          | 칼로 2.0            | 언어와 이미지 아우르는 Multi-Modal 파운데이션 모델 1H23 공개 목표                                                                |
| 버티컬 서비스  | 메시지 기반 AI 챗봇      | 1H23 테스트로 실사용 데이터로 모델 고도화 → KoGPT 2.0에 적용                                                                   |
|          | AI 카드<br>현당관리 솔루션 | 의료 영상 기반의 판독문 초안 생성문 서비스 3Q23 공개 예정.<br>아이센스와 협력해 연속 혈당 측정기와 연결된 데이터와 라이프로그 AI로 분석하고 생활 가이드 제공, 4Q23 출시 계획. |
| 기타       | 헬스 솔루션 개발         | 구글 클라우드와 개별 기관 데이터 한 곳에 모으지 않고 AI 학습하는 연합 학습 활용해 솔루션 개발 협력                                                  |

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

### '경량화'를 위한 반도체 솔루션 협력: '네이버 X 삼성전자', '카카오 X AMD'

Chat GPT로 대표되는 Transformer Model 연산의 대부분은 행렬 곱셈이 대부분을 차지하고, 모델 성능의 최적화를 위해서는 동일한 값을 얻기 위한 연산량을 줄이고 모델 크기를 경량화하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 실제 서비스 경험으로 얻어진 워크로드와 모델링 노하우 뿐 아니라, 경량화 아이디어를 뒷받침해줄 메모리 반도체 기술이 연결되어야 한다.

이를 위해 네이버는 삼성전자와, 카카오는 AMD와의 협력을 통한 AI 반도체 솔루션 개발을 진행 중이다. 먼저 네이버는 삼성전자와 2022년 12월 6일 AI 반도체 솔루션 개발 협력을 위한 실무 태스크포스를 발족하였으며, 네이버가 자체 개발한 1) 행렬 곱셈 경량화, 2) 모델 사이즈 압축, 3) 실사용 환경 맞춤 경량화 기술을 적용해 1/10 모델 사이즈, 4배 이상의 전력 효율을 낼 수 있는 AI 반도체를 개발 중이다. 이는 막대한 클라우드 컴퓨팅 수요를 뒷받침하고, 관련 비용을 효율화할 것으로 전망한다.

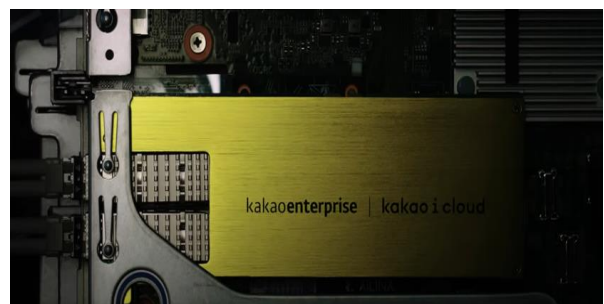
한편 카카오는 AMD와의 협력을 통해 비용 효율적인 클라우드 기술 고도화를 꾀하고 있다. 카카오펀터프라이즈는 2023년 6월 14일 AMD와의 협력을 발표하며 1) 최신 추론 가속기인 Alveo V70(GPU)의 도입을 통해 큰 비용 증가 없이 고도화된 서비스를 제공하고, 2) EPYC 프로세서(CPU)로의 전환을 통해 2배 이상의 집적도를 달성할 것을 밝혔다. 단순 구매에 그치지 않고, 자연어 처리 모델 트레이닝 및 서비스 관련 솔루션인 SmartNIC을 공동 개발해 전력 소비 및 운영비용 절감을 꾀하고 있다.

[도표 29] 삼성전자x네이버 AI 반도체 솔루션 개발 TF



자료: Naver, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 카카오 X AMD 공동 개발 'SmartNIC'



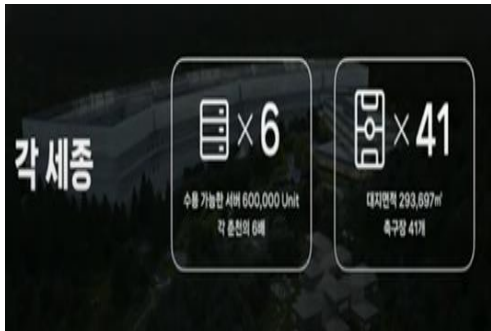
자료: AMD, 교보증권 리서치센터

### 데이터센터 구축

한편 AI 서비스는 많은 전력을 소비하는 고성능 컴퓨팅으로, 전력을 많이 소비할수록 같은 공간에서 수용 가능한 서버 수가 감소하고, 높은 발열량으로 서버 수명이 짧아진다. 이로 인해 서비스 운영 비용이 급증하거나 서비스 제공에 차질을 빚을 수 있기 때문에 충분한 전력공급량과 서버 냉각 기술을 갖춘 자체 데이터센터의 구축이 필수적이다.

네이버는 1) 60만 유닛(각 춘천의 6배)의 서버를 수용할 수 있고, 2) 270MW(각 춘천의 7배)의 용량을 공급할 수 있을 뿐 아니라 3) 직/간접 외기 냉방 시스템을 도입해 운영 비용의 절감과 안정적인 전원 공급이 가능한 ‘각 세종’에서 자체 개발한 고효율 AI 반도체 솔루션을 활용해 하이퍼스케일 AI를 차질없이 비용효율적으로 제공할 것으로 전망한다. 카카오 역시 에너지 효율 1등급 기준을 충족한 고효율 냉각 시스템 적용, 안산 데이터센터 구축(2023년 준공 예정)을 통해 파운데이션 모델과 다양한 버티컬 AI 서비스를 비용효율적으로 공급할 것으로 예상된다.

[도표 31] 네이버 데이터센터 ‘각 세종’



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 카카오 안산 데이터센터



자료: 교보증권 리서치센터

## 2) 데이터 인프라: 자체 데이터를 통한 학습

Microsoft, Alphabet을 비롯한 글로벌 빅테크 업체들보다 유저들에게 유용한 AI 서비스를 제공하기 위해 요구되는 가장 핵심적인 요소는 외부에 공개되지 않아 유니버설 모델이 접근할 수 없는 데이터를 활용해 진입장벽을 형성하는 것이다.

네이버의 경우 네이버 생태계 내의 다양한 정보 채널을 이용해 데이터 해자로 활용할 것으로 전망한다. 여기에는 1) 수많은 콘텐츠 생성자들이 실시간으로 업데이트하는 블로그, 카페, 지식, 금융 정보 등과 같은 사실/트렌드 정보 뿐 아니라, 2) 다양한 네이버 서비스들의 통계 기반 정보가 포함된다. 특히 2) 네이버 서비스의 통계 기반 정보에는 광고 및 쇼핑 등 수익화로 이어질 수 있는 ‘비즈니스 쿼리’와 관련된 검색 이용 통계, 쇼핑 관련 통계, 이용자 기준 국내 1위인 네이버지도 기반의 예약/주문 통계, 웹툰/시리즈의 콘텐츠 구매 관련 통계까지 포함된다.

1)에 해당하는 사실/트렌드 관련 정보는 생성형 검색에 적용되었을 때 검색 결과의 적절성의 차이가 있을지언정 공개된 정보이기 때문에 현재도 Microsoft의 Bing에 탑재된 생성형 검색에도 적용되어 있다. 그러나, 결제나 광고와 연계된 비즈니스 쿼리 중심의 쇼핑, 예약/주문, 콘텐츠 관련 데이터는 상당한 진입장벽으로 작용할 것으로 판단한다.

카카오의 경우에도 ‘선물하기’, ‘톡스토어’를 중심으로 한 쇼핑 서비스 이용 정보를 확보하고 있고, 메시지형 광고를 통한 마케팅에서 톡스토어/선물하기에서의 구매로까지 이어지는 생태계로 이어지는 앱 개편을 지속 추진중이다. 특히 생성형 AI의 도입으로 향후 검색 중 상당 부분이 대화형으로 전환될 가능성이 높다고 판단되기 때문에, 이와 같은 채널 메시지 광고를 통한 상거래 데이터 확보는 카카오 광고/커머스 부문의 중장기 성장 동력으로 작용할 것으로 전망한다.

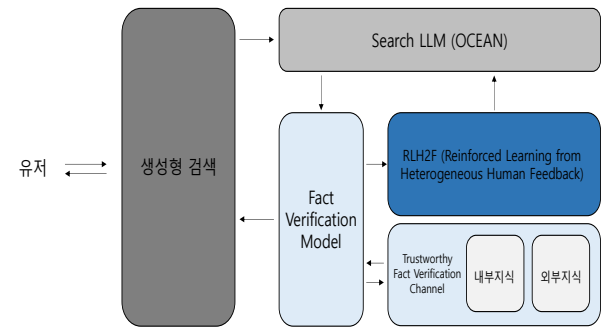
한편, 네이버가 네이버 지도 앱을 중심으로 한 예약/주문 데이터를 확보하고 있는 것처럼 카카오 역시 지도 앱과 연계된 카카오 모빌리티의 이용자 이동 데이터 통계를 확보하고 있다. 이미 카카오모빌리티는 이용자의 이동 데이터 통계를 광고에 활용하고 있어, 향후 이동과 관련된 이용자 니즈에 적절한 대안을 제시하고 더 나아가 광고 상품의 고도화로 연결될 수 있을 것으로 판단된다.

[도표 33] 네이버 'Verified Information Channel'



자료: Dview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 34] Search GPT의 최신성, 사실성 고도화 방법



자료: Dview 2023, 교보증권 리서치센터.

[도표 35] 카카오 AI 전략

(단위: 십억원)

| 대분류      | 항목           | 내용                                                                  |
|----------|--------------|---------------------------------------------------------------------|
| 파운데이션 모델 | KoGPT 2.0    | 기존 대비 파라미터와 데이터 토큰 규모 확장해 2H23 공개 목표                                |
|          | 칼로 2.0       | 언어와 이미지 아우르는 Multi-Modal 파운데이션 모델. 1H23 공개 목표                       |
| 버티컬 서비스  | 메시지 기반 AI 챗봇 | 1H23 테스트로 실사용 데이터로 모델 고도화 → KoGPT 2.0에 적용                           |
|          | AI 캐드        | 의료 영상 기반의 판독문 초안 생성문 서비스. 3Q23 공개 예정.                               |
| 기타       | 혈당관리 솔루션     | 아이센스와 협력해 연속 혈당 측정기와 연결된 데이터와 라이프로그 AI로 분석하고 생활 가이드 제공. 4Q23 출시 계획. |
|          | 헬스 솔루션 개발    | 구글 클라우드와 개별 기관 데이터 한 곳에 모으지 않고 AI 학습하는 연합 학습 활용해 솔루션 개발 협력          |

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

## 4. 생성형 AI 확산에 따른 기회 요인

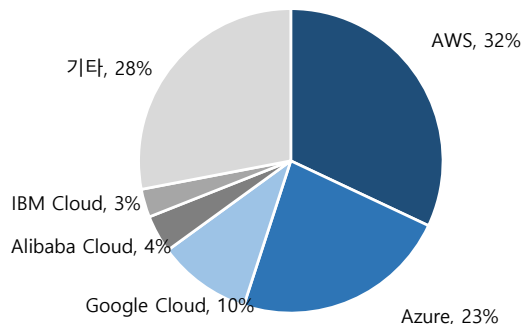
### 1) 멀티클라우드 확산으로 국내 클라우드 시장 점유율 변화 예상

생성형 AI의 도입 가속화와 관련한 국내 빅테크 업체들의 경쟁력과 관련해 현재 시장의 관심은 B2C 영역에 집중되어 있으나, B2B 구축형 클라우드 사업에서의 점유율 확대 기회로도 작용할 것으로 판단한다.

1Q23 기준으로 글로벌 퍼블릭 클라우드 시장 점유율은 AWS 32%, Azure 23%, Google Cloud 10%, 기타 35%로 구성되었다. Synergy Research Group에 따르면 4Q17 이후 1위 사업자인 Amazon의 AWS 점유율은 크게 변동하지 않으나, Microsoft Azure와 Google Cloud는 점유율을 확대하며 시장 성장을 견인하고 있다.([도표 38])

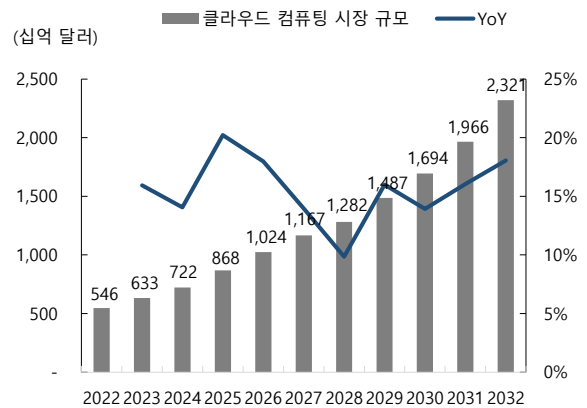
특히 Azure의 점유율은 5년간 약 2배 확대된 것으로 파악되며, 이는 1) 윈도우, 오피스 등 기업 활동에 필요한 서비스의 제공, 그리고 2) 하이브리드(퍼블릭 클라우드와 프라이빗 클라우드의 유기적 연결) 및 엣지 컴퓨팅(데이터를 중앙 서버가 아닌 가까운 네트워크에서 처리하는 방식)의 확산에 기인한다. B2B 클라우드 기반 소프트웨어의 제공과 함께, 기업체 자체 클라우드 대비 비용효율적인 데이터 활용을 도와줌으로써 점유율을 늘려왔다.

[도표 36] 1Q23 글로벌 클라우드 시장 점유율



자료: Synergy Research Group, 교보증권 리서치센터

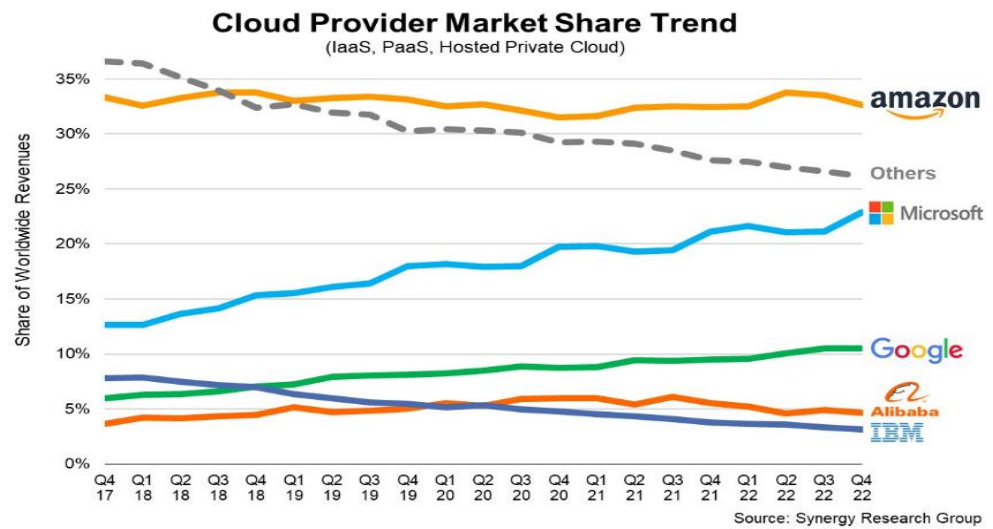
[도표 37] 글로벌 클라우드 시장 규모 전망



자료: Synergy Research Group, 교보증권 리서치센터



[도표 38] 글로벌 클라우드 사업자 시장점유율 추이



자료: Synergy Research Group, 교보증권 리서치센터

[도표 39] Microsoft 부문별 매출 YoY 성장률 추이

|                        | 3Q18       | 4Q18       | 1Q19       | 2Q19       | 3Q19       | 4Q19       | 1Q20       | 2Q20       | 3Q20       | 4Q20        | 1Q21        | 2Q21       | 3Q21       | 4Q21       | 1Q22       | 2Q22       | 3Q22       | 4Q22       | 1Q23       | 2Q23       | 3Q23       |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Azure + 기타 클라우드</b> | <b>93%</b> | <b>89%</b> | <b>76%</b> | <b>76%</b> | <b>73%</b> | <b>64%</b> | <b>59%</b> | <b>62%</b> | <b>59%</b> | <b>47%</b>  | <b>48%</b>  | <b>50%</b> | <b>50%</b> | <b>51%</b> | <b>50%</b> | <b>46%</b> | <b>46%</b> | <b>40%</b> | <b>35%</b> | <b>31%</b> | <b>27%</b> |
| Dynamics               | 17%        | 11%        | 20%        | 17%        | 13%        | 12%        | 14%        | 12%        | 17%        | 13%         | 19%         | 21%        | 26%        | 33%        | 31%        | 29%        | 22%        | 19%        | 24%        | 13%        | 17%        |
| Office 365 commercial  | 42%        | 38%        | 36%        | 34%        | 30%        | 31%        | 25%        | 27%        | 25%        | 19%         | 21%         | 21%        | 22%        | 25%        | 23%        | 19%        | 17%        | 15%        | 11%        | 11%        | 14%        |
| Office commercial      | 14%        | 10%        | 17%        | 11%        | 12%        | 14%        | 13%        | 16%        | 13%        | 5%          | 9%          | 11%        | 14%        | 20%        | 18%        | 14%        | 12%        | 9%         | 11%        | 7%         | 13%        |
| Office consumer        | 12%        | 8%         | 16%        | 1%         | 8%         | 6%         | 15%        | 19%        | 15%        | 6%          | 13%         | 7%         | 5%         | 18%        | 10%        | 15%        | 11%        | 9%         | 7%         | -2%        | 1%         |
| <b>검색 + 뉴스 광고</b>      | <b>16%</b> | <b>17%</b> | <b>17%</b> | <b>14%</b> | <b>12%</b> | <b>9%</b>  | <b>11%</b> | <b>6%</b>  | <b>1%</b>  | <b>-18%</b> | <b>-10%</b> | <b>2%</b>  | <b>17%</b> | <b>48%</b> | <b>40%</b> | <b>32%</b> | <b>23%</b> | <b>18%</b> | <b>16%</b> | <b>10%</b> | <b>10%</b> |
| <b>서버 제품 + 클라우드</b>    | <b>20%</b> | <b>26%</b> | <b>28%</b> | <b>24%</b> | <b>27%</b> | <b>22%</b> | <b>30%</b> | <b>30%</b> | <b>30%</b> | <b>19%</b>  | <b>22%</b>  | <b>26%</b> | <b>26%</b> | <b>34%</b> | <b>35%</b> | <b>29%</b> | <b>29%</b> | <b>22%</b> | <b>22%</b> | <b>20%</b> | <b>17%</b> |
| 윈도우 commercial         | 21%        | 23%        | 12%        | 13%        | 18%        | 13%        | 26%        | 25%        | 17%        | 9%          | 13%         | 10%        | 10%        | 20%        | 12%        | 13%        | 14%        | 6%         | 8%         | -3%        | 14%        |
| 윈도우 OEM                | 4%         | 7%         | 3%         | -5%        | 9%         | 9%         | 9%         | 18%        | 0%         | 7%          | -5%         | 1%         | 10%        | -3%        | 10%        | 25%        | 11%        | -2%        | -15%       | -39%       | -28%       |
| Xbox 콘텐츠               | -          | -          | 36%        | 31%        | 12%        | -3%        | 0%         | -11%       | 2%         | 65%         | 30%         | 40%        | 34%        | -4%        | 2%         | 10%        | 4%         | -6%        | -3%        | -12%       | 3%         |

자료: Microsoft, 교보증권 리서치센터. 주: 분기는 Microsoft 회계연도 기준

[도표 40] Alphabet 분기별 실적 추이

(단위: 백만 달러)

|            | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19   | 4Q19   | 1Q20   | 2Q20   | 3Q20   | 4Q20   | 1Q21   | 2Q21   | 3Q21   | 4Q21   | 1Q22   | 2Q22   | 3Q22   | 4Q22   | 1Q23   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총매출액       | 36,339 | 38,944 | 40,499 | 46,075 | 41,343 | 38,596 | 46,329 | 56,898 | 55,314 | 61,880 | 65,118 | 75,325 | 68,011 | 69,685 | 69,092 | 76,048 | 69,787 |
| yoy        |        |        |        |        | 13.8%  | -0.9%  | 14.4%  | 23.5%  | 33.8%  | 60.3%  | 40.6%  | 32.4%  | 23.0%  | 12.6%  | 6.1%   | 1.0%   | 2.6%   |
| 구글 광고 매출   | 30,720 | 32,601 | 33,916 | 37,934 | 33,763 | 29,867 | 37,095 | 46,199 | 44,684 | 50,444 | 53,130 | 61,239 | 54,661 | 56,288 | 54,482 | 59,042 | 54,548 |
| 검색 광고      | 22,547 | 23,642 | 24,741 | 27,185 | 24,502 | 21,319 | 26,338 | 31,903 | 31,879 | 35,845 | 37,926 | 43,301 | 39,618 | 40,689 | 39,539 | 42,604 | 40,359 |
| YouTube 광고 | 3,025  | 3,603  | 3,804  | 4,717  | 4,038  | 3,812  | 5,037  | 6,885  | 6,005  | 7,002  | 7,205  | 8,633  | 6,869  | 7,340  | 7,071  | 7,963  | 6,693  |
| 구글 네트워크    | 5,015  | 5,249  | 5,251  | 6,032  | 5,223  | 4,736  | 5,720  | 7,411  | 6,800  | 7,597  | 7,999  | 9,305  | 8,174  | 8,259  | 7,872  | 8,475  | 7,496  |
| 구글 클라우드    | 1,825  | 2,100  | 2,379  | 2,614  | 2,777  | 3,007  | 3,444  | 3,831  | 4,047  | 4,628  | 4,990  | 5,541  | 5,821  | 6,276  | 6,868  | 7,315  | 7,454  |
| 구글 기타      | 3,620  | 4,080  | 4,050  | 5,264  | 4,435  | 5,124  | 5,478  | 6,674  | 6,494  | 6,623  | 6,754  | 8,161  | 6,811  | 6,553  | 6,895  | 8,796  | 7,413  |
| Other Bets | 170    | 162    | 155    | 172    | 135    | 148    | 178    | 196    | 198    | 192    | 182    | 181    | 440    | 193    | 209    | 226    | 288    |
| Hedging 매출 | 137    | 108    | 119    | 91     | 49     | 151    | -22    | -2     | -109   | -7     | 62     | 203    | 278    | 375    | 638    | 669    | 84     |
| 매출원가       | 16,012 | 17,296 | 17,568 | 21,020 | 18,982 | 18,553 | 21,117 | 26,080 | 24,103 | 26,227 | 27,621 | 32,988 | 29,599 | 30,104 | 31,158 | 35,342 | 30,612 |
| 매출총이익      | 20,327 | 21,648 | 22,931 | 25,055 | 22,361 | 20,043 | 25,212 | 30,818 | 31,211 | 35,653 | 37,497 | 42,337 | 38,412 | 39,581 | 37,934 | 40,706 | 39,175 |
| 영업비용       | 13,719 | 12,468 | 13,754 | 15,789 | 14,200 | 13,361 | 13,843 | 15,167 | 14,774 | 16,292 | 16,466 | 20,452 | 18,398 | 20,128 | 20,799 | 22,546 | 21,760 |
| 연구개발비      | 6,029  | 6,213  | 6,554  | 7,222  | 6,820  | 6,875  | 6,856  | 7,022  | 7,485  | 7,675  | 7,694  | 8,708  | 9,199  | 9,841  | 10,273 | 10,267 | 11,468 |
| 판매&마케팅     | 3,905  | 4,212  | 4,609  | 5,738  | 4,500  | 3,901  | 4,231  | 5,314  | 4,516  | 5,276  | 5,516  | 7,604  | 5,825  | 6,630  | 6,929  | 7,183  | 6,533  |
| 일반관리비      | 2,088  | 2,043  | 2,591  | 2,829  | 2,880  | 2,585  | 2,756  | 2,831  | 2,773  | 3,341  | 3,256  | 4,140  | 3,374  | 3,657  | 3,597  | 5,096  | 3,759  |
| 기타         | 1,697  | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| 영업이익       | 6,608  | 9,180  | 9,177  | 9,266  | 8,161  | 6,682  | 11,369 | 15,651 | 16,437 | 19,361 | 21,031 | 21,885 | 20,014 | 19,453 | 17,135 | 18,160 | 17,415 |
| OPM        | 18.2%  | 23.6%  | 22.7%  | 20.1%  | 19.7%  | 17.3%  | 24.5%  | 27.5%  | 29.7%  | 31.3%  | 32.3%  | 29.1%  | 29.4%  | 27.9%  | 24.8%  | 23.9%  | 25.0%  |
| 당기순이익      | 6,657  | 9,947  | 7,068  | 10,671 | 6,836  | 6,959  | 11,247 | 15,227 | 17,930 | 18,525 | 18,936 | 20,642 | 16,436 | 16,002 | 13,910 | 13,624 | 15,051 |

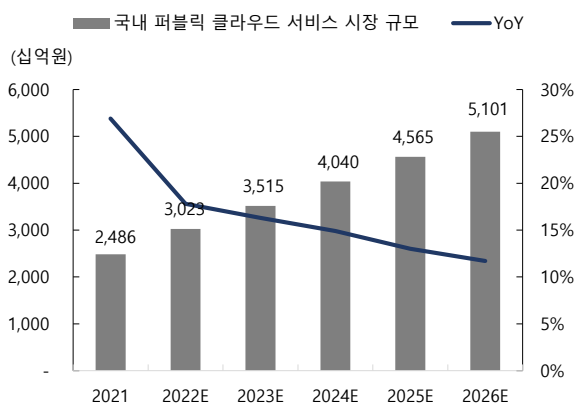
자료: Alphabet, 교보증권 리서치센터

국내 클라우드 시장의 경우, 1) 데이터를 퍼블릭 클라우드에 저장하면 데이터 보안 및 규제 준수에 문제가 생길 수 있다는 우려로 인해 프라이빗 클라우드 혹은 온프레미스 환경을 선호하는 경향이 있고, 2) 퍼블릭 클라우드를 도입하더라도 높은 비용과 복잡한 관리가 필요하다는 인식에 따라 2개 이상의 클라우드 서비스를 함께 이용하는 멀티클라우드는 도입하지 않아 글로벌 대비 1위 사업자인 AWS의 점유율이 높게 나타난다. ([도표 42])

이와 같은 장애요인은 상당 수 기업에서 인력의 효율적 활용을 비롯한 기업의 생산성 향상을 위한 B2B 생성형 AI의 도입 확산으로 처리해야 할 연산이 프라이빗/온프레미스 환경에서 감당할 수 있는 수준을 넘어서 퍼블릭 클라우드의 도입이 확산됨에 따라 해소될 것으로 전망한다.

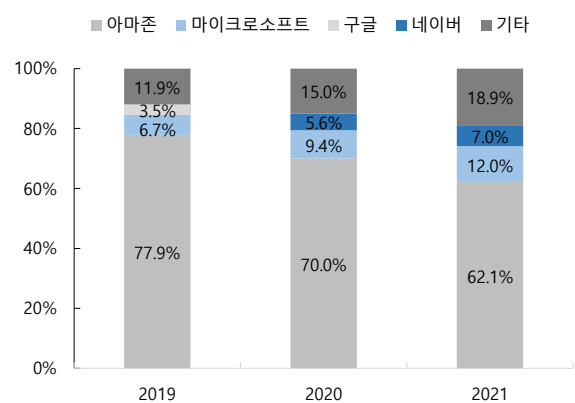
네이버 및 카카오는 국내 언어, 문화, 법률적 환경을 집중적으로 학습해 글로벌 경쟁자 대비 국내 기업에 더 적합한 대규모 언어모델을 바탕으로, B2B 클라우드 환경을 구축할 수 있는 것으로 판단한다. 특히, 네이버 HyperCLOVA의 커스텀 역량은 ‘CLOVA Studio’를 통해 입증된 바 있다. ‘CLOVA Studio’는 전 세계적으로 몇 안되는 상용화 단계에 도달한 하이퍼스케일 AI 플랫폼이다. 이용자가 자신만의 하이퍼스케일 AI 서비스를 쉽게 만들어 활용하도록 도와주는 도구로, 생산성 개선에 활용될 수 있는 AI를 스타트업 및 파트너들과 공유해 모델을 지속 발전시키고 있다. 네이버는 ‘HyperCLOVA X’를 도입한 구축형 B2B 클라우드 서비스 제공을 2H23 본격적으로 진행할 것으로 계획이다. 이에 따라 파운데이션 모델의 개선과 커스터마이징 역량의 활용을 통해 2021년 기준 7%(출처: 공정거래위원회)를 기록한 국내 클라우드 시장에서의 점유율을 확대할 것으로 전망한다.

[도표 41] 국내 퍼블릭 클라우드 서비스 시장 규모



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 국내 클라우드 시장 점유율 추이 (2019~2021년)



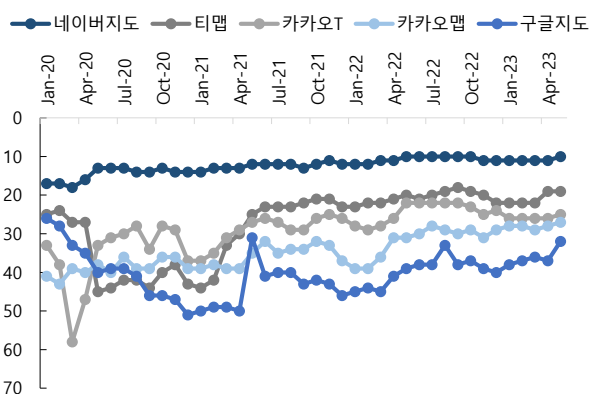
자료: 공정거래위원회, 교보증권 리서치센터

한편 클라우드 시장에서의 반독점 규제 및 AI 주권에 관한 이슈로 인해, 퍼블릭 클라우드의 국내 도입 확대는 국내 클라우드 서비스 제공 사업자들에게 유리하게 작용할 것으로 판단한다. 공정거래위원회의 ‘클라우드 서비스 분야 실태조사(2022년 12월)’에 따르면, 국내 규제 당국은 클라우드 서비스를 국내 산업 전반에 영향을 미칠 수 있는 핵심 플랫폼으로서 공정한 경쟁 기반 조성이 필요한 분야로 인식하고 있으며, 해당 시장의 경쟁압력을 제고하기 위한 제도 개선 등 효과적인 방안을 강구하여 독과점 정책방향을 수립할 계획이다.

공정위의 해당 보고서에서 참고로 삼은 해외 경쟁당국의 대응 사례에는 EU의 디지털시장법(2023년 5월부터 규제 대상 지정절차 시작 예정)과 미국의 데이터 이동성, 호환성 보장법, 독일의 경쟁제한방지법(지정 플랫폼이 데이터 호환성을 거부하거나 어렵게 만들어 경쟁을 저해하는 행위를 금지)은 주로 대규모 플랫폼 사업자를 규제 대상으로 지정한 다음 사전적인 규제를 부과하는 방식이다. 글로벌 시장과 국내 시장의 사업자별 점유율 차이를 보았을 때, 1위 사업자인 아마존보다는 2, 3위 사업자인 마이크로소프트, 네이버에게 우호적인 경쟁 환경이 조성될 것으로 판단된다. 해외 빅테크 기업들이 AI 서비스를 필두로 검색 등 국내 플랫폼 시장을 잠식할 수 있다는 ‘AI주권’ 이슈 역시 클라우드 시장에서의 독점 규제에 힘을 불어넣을 수 있을 것으로 예상된다.

한국 정부의 글로벌 빅테크 관련 규제에 따라 글로벌 빅테크 업체가 지배력을 확보하지 못한 사례로는 ‘구글 지도’가 있다. 2016년 국토교통부는 구글사의 정밀지도 국외 반출 신청에 대해서, 안보 위협에 대한 우려로 허가하지 않기로 결정했다.([도표 44]) 해당 데이터 규제에 의해 시장 선점에 어려움을 겪은 구글 지도는 국내 데이터센터 구축 이후 업데이트를 재개한 현재도 여행/교통 관련 어플 시장에서 네이버, SK스퀘어, 카카오 등 국내 업체들에 비해 낮은 MAU 순위를 보이고 있다.

[도표 43] 국내 여행/교통 관련 어플 MAU 순위 (월별)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 44] 국토교통부 지도 국외반출 불허가 결정

#### 안보 등의 이유로 '지도의 국외반출 허가 하지 않기로' 결정

- 주후 구글측의 입장 변화 등으로 재신청이 있을 경우 재검토할 계획 -

□ 국토교통부 소속 국토지리정보원(원장 최병남)은 금일 구글社 (Google Inc.)의 지도 국외반출 신청(6.1)에 대하여 「지도 국외반출 협의제」 회의에서 “지도의 국외반출을 허가하지 않기로 결정” 하였다고 밝혔다.

\* 미래창조과학부, 외교부, 통일부, 국방부, 행정자치부, 산업통상자원부, 국가정보원

□ 구글의 지도반출 요청은 남북이 대치하는 안보여건에서 안보 위협을 가중시킬 우려가 있어, 구글 위성영상에 대한 보안처리 등 안보 우려 해소를 위한 보안 방안을 제시하였으나 구글측에서 이를 수용하지 않음에 따라 지도반출을 불허하는 것으로 결정하였다.

자료: 국토교통부 보도자료(2016년), 교보증권 리서치센터.

한편, AI 확산에 따른 퍼블릭 클라우드의 도입 과정에서 1위 사업자인 AWS가 아닌 Azure 및 네이버클라우드를 단독 클라우드 사업자로 채택하기보다는 2곳 이상의 클라우드를 활용하는 멀티클라우드가 도입될 것으로 예상된다. 2023년 5월 삼성SDS에서 기업체 담당자들을 대상으로 한 설문조사에 따르면 ‘몇 개의 클라우드를 활용할 계획인지?’라는 질문에 대해 약 85%의 응답자가 2곳 이상을 선택했다. 비용 최적화(50.1%), 위험 완화(48.7%), 업체 종속 방지(44.6%), AI 등 새로운 서비스의 사용(42.8%) 등의 이점이 있기 때문이다. ([도표 45~46])

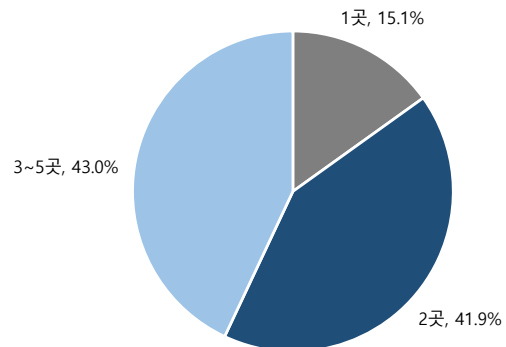
다만 실제 적용에는 ‘자원/비용 통합 관리’와 같은 어려움이 따르기 때문에([도표 47]), 독점 규제와 멀티클라우드화가 진행되는 환경 하에서 국내 회사들과 해외 빅테크들의 운용상 협조가 필수적일 것으로 전망한다.

[도표 45] 클라우드 컴퓨팅에 대한 기대효과 응답률

|           | 2019  | 2020  | 2022  | 2023  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 유연한 자원 활용 | 71.2% | 72.3% | 71.3% | 68.2% |
| 비용 절감     | 44.3% | 42.6% | 36.0% | 35.0% |
| 편의성       | 34.5% | 41.5% | 38.7% | 36.7% |
| 백업/안정성    | 31.8% | 26.4% | 30.8% | 36.3% |
| 빠른 시장대응   | 20.6% | 30.3% | 25.1% | 16.9% |
| AI 활용     | 16.6% | 18.1% | 17.2% | 21.4% |

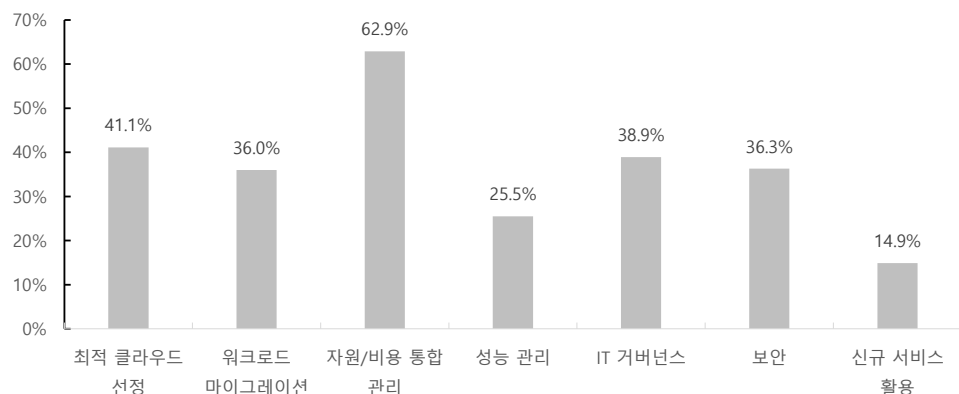
자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

[도표 46] ‘몇 개의 클라우드를 활용할 계획인지?’에 대한 응답



자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 멀티 클라우드 도입 및 활용의 어려움



자료: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

## 2) 커머스 경쟁력 강화

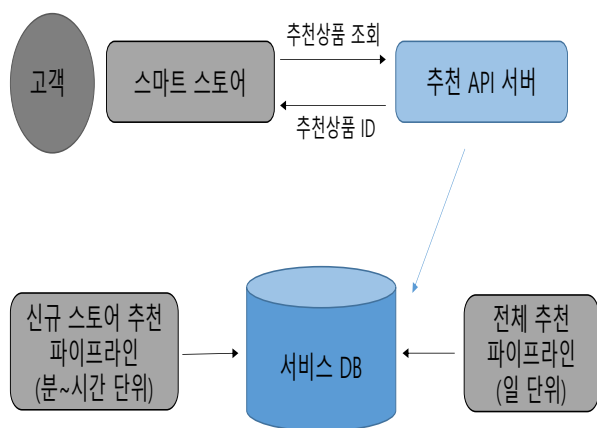
네이버 Search GPT: 클로바MD(셀러 상품추천 솔루션), AiTEMS(구매자향 개인화 추천)의 진화

네이버 생성형 AI 검색 서비스인 ‘Search GPT’의 도입(2H23 예상)은 하반기 진행될 네이버 앱 개편(개인화 강화)과 맞물려 이미 네이버쇼핑에 적용된 AI 기반 ‘클로바 MD’의 셀러 상품 추천 솔루션(구독), ‘AiTEMS’의 구매자 관심사 파악과 개인화에서의 장점을 극대화할 것으로 전망한다.

클로바 MD는 네이버 스마트스토어에서 판매자가 자신의 스토어에 상품 추천을 추가할 수 있는 솔루션이다. 스토어를 방문한 고객의 취향과 관심사에 맞는 상품을 추천하거나, 함께 구매할 확률이 높은 상품, 보고 있는 상품과 유사한 상품을 추천한다. 고객과 상품(솔루션 이용 셀러 상품에 한함)의 데이터를 학습시켜 도출된 추천 데이터를 서비스 DB에 미리 올려두고, 서비스할 때는 단순 조회만으로 추천 결과를 보여준다. ([도표 48~49])

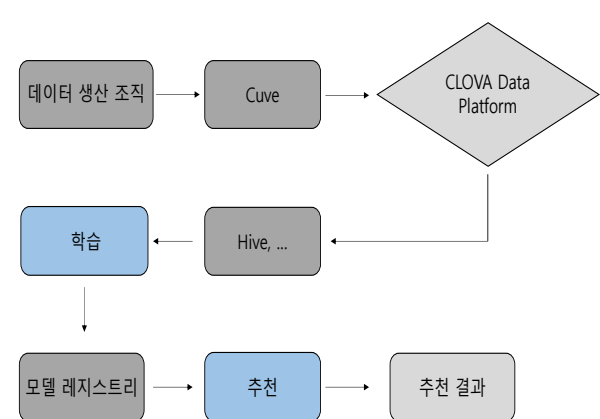
AiTEMS는 단순 카테고리나 성별/연령대 등에 따른 추천이 아닌 사용자가 선호하는 브랜드, 쇼핑몰, 검색어를 기반으로 한 개인화 상품추천 서비스로, 인기 상품 뿐 아니라 비인기 상품이지만 사용자 개인에게 매력적인 상품(cold item), 최근 등록된 상품 중 사용자 개인에게 매력적인 상품(new item)을 발굴해 추천한다. 이용자의 검색어 변화, 검색 결과 상품 클릭을 추적해 취향을 즉각 반영하고 맞춤형 추천 결과를 추론하는, 검색(쇼핑) 의도 파악과 개인화가 융합된 추천 서비스이다. ([도표 50~51])

[도표 48] 클로바MD 전체 구조



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 클로바 MD 추천 파이프라인 구조



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

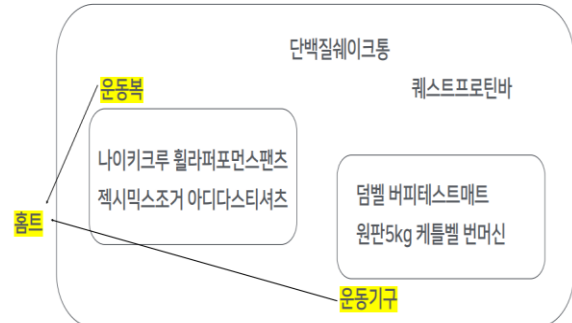


[도표 50] AITEMS: 쇼핑(검색) 관심사와 개인화의 융합



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 51] AITEMS: HyperClova 를 활용한 쇼핑 의도 파악



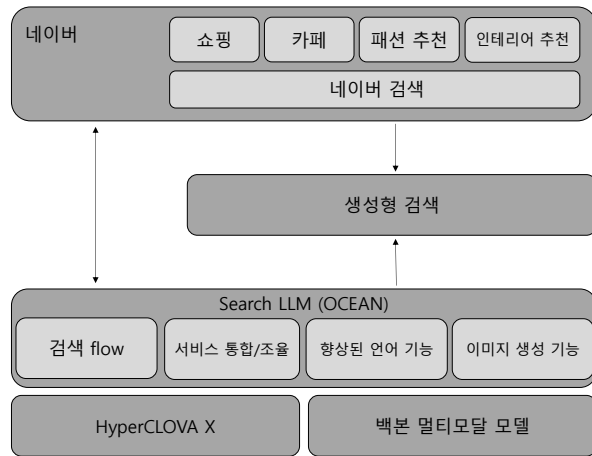
자료: Deview 2021, 교보증권 리서치센터

네이버는 2H23 개선된 HyperCLOVA X를 기반으로한 Search GPT의 도입, 그리고 개인화 추천에 방점을 둔 네이버 앱의 개편을 동시에 진행하고 있다. 국내 온라인쇼핑 이용자들의 수요와 행태, 문화를 학습한 대규모 언어모델, 백본 멀티모달 모델을 기반으로 한 Search GPT는 다양한 요구/제약 사항을 포함한 질문과, 텍스트 뿐 아니라 이미지 등의 입력 정보를 모두 고려하여 기존 키워드 검색이 적절한 추천 상품을 제공하지 못했던 이용자에게도 최적의 상품 추천을 제공할 것으로 예상된다. 이를 통해 네이버가 강점을 갖추고 있었던 검색 의도 파악과 이용자들의 쇼핑 데이터의 이점이 극대화될 수 있다. ([도표 54~55])

특히, Search GPT는 검색 결과를 단순 노출하는 것이 아니라, 질문의 목적이 '구매'라는 것을 인지할 시 네이버쇼핑과 연계된 구매링크까지 연결해 판매자와 구매자 모두에게 매칭 확률을 높혀줄 것으로 기대한다. 또한, 멀티모달 입력이 가능한 모델이기 때문에 공간, 신체 사진을 입력해 패션 및 인테리어 추천의 정확성 역시도 높아질 것으로 예상된다. 상품 분야의 커머스 뿐 아니라, 네이버 지도/네이버 플레이스 데이터와 연동한 서비스 카테고리의 커머스부문과 시너지도 예상된다.

이를 통해 셀러들에게 네이버쇼핑에 입점하고 AI 기반 솔루션을 구독할 유인이 커지고, 이는 커머스 부문 거래액 지속 증가와 실질적인 take rate 상향으로 이어질 것으로 전망한다.

[도표 52] Project Cue: → 커머스 부문 성장 기여 예상



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터.

[도표 53] Project Cue: 예시 1: 최신성과 신뢰성



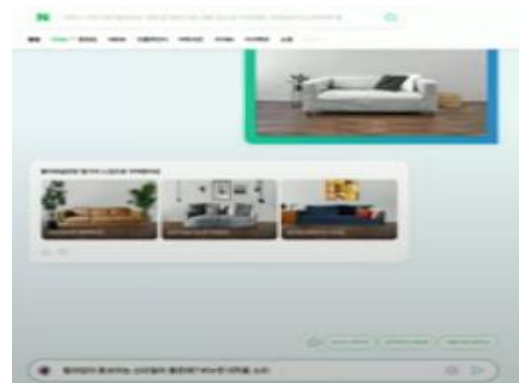
자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

[도표 54] Project Cue: 예시 2: 쇼핑 및 광고 서비스와의 연결



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터.

[도표 55] Project Cue: 예시 3: Multi-modality



자료: Deview 2023, 교보증권 리서치센터

### 라이브커머스: 홈쇼핑 시장 흡수 + 라이브 셀러 확장

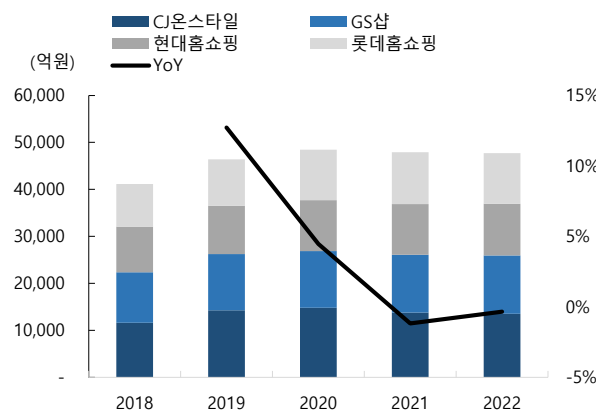
생성형 AI의 도입에 따라 라이브커머스 방송의 진입장벽이 낮아져 1) 홈쇼핑 시장 흡수, 2) 라이브커머스 활용 셀러 확장 효과가 있을 것으로 전망한다. 2019~2022년 국내 홈쇼핑 주요 4개사 매출액은 정체 상태인 반면, 라이브커머스 거래액은 꾸준한 성장세를 보이고 있다.([도표 56~57]) 주요 홈쇼핑 업체들이 산업 지형 변화에 대응하기 위해 라이브커머스 역시 병행하고 있음을 고려하면, 국내 홈쇼핑 시장을 라이브커머스 시장이 지속적으로 흡수하고 있는 것으로 파악된다.

[도표 59~61]에서 확인할 수 있듯, 네이버 및 카카오는 국내 광고시장 및 소매판매 시장의 디지털화 과정에서 기존 광고 & 커머스 시장을 흡수하며 고성장을 거두었다. ‘라방바 데이터랩’에 따르면 2022년 국내 라이브커머스 시장 규모는 2조원으로 추산되며, 동일 데이터랩의 월별 거래액 추이를 종합하면 2023년 1~5월 누적 거래액은 YoY +61%의 시장 규모 성장을 보인 것으로 추정된다.

라이브커머스 시장의 성장이 지속될 수 있을지는 기존 홈쇼핑 시장의 흡수 뿐 아니라, 라이브 커머스에 대한 진입장벽을 SME 대상으로도 낮춰줘 전체 소매시장 거래액을 추가로 흡수할 수 있는지가 중요하다. 네이버가 2023년 6월 베타 오픈한 HyperCLOVA 기반 ‘AI 큐시트 헬퍼’는 네이버 쇼핑라이브 큐시트 초안을 상품 특성에 맞게 자동으로 작성한다. AI가 블록, 스마트스토어로부터 추출, 요약한 상품군에 따른 장점, 고객 리뷰 등 제품 핵심 정보를 셀러에게 제공하거나 직접 입력하면, 이를 기반으로 HyperCLOVA 기술이 활용돼 전문 쇼호스트나 인플루언서의 화법/문체로 대본 초안을 생성한다.

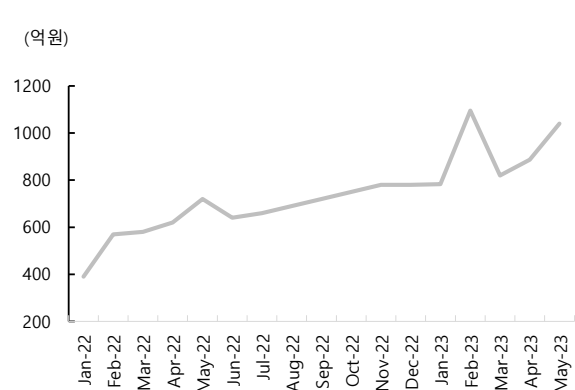
라이브커머스는 짧은 시간 내 집약적인 바이럴을 일으킬 수 있지만 촬영 장비, 스튜디오, 대본 등 준비 사항이 많아 진입장벽이 높다. ‘AI 큐시트 헬퍼’는 타겟 고객에게 스토어의 소식과 혜택을 자동으로 알려주는 ‘글로벌 메시지마케팅’과 함께 이와 같은 진입장벽을 낮출 것으로 전망한다.

[도표 56] 홈쇼핑 주요 4개사 연도별 매출 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 국내 라이브커머스 월별 거래액 추이



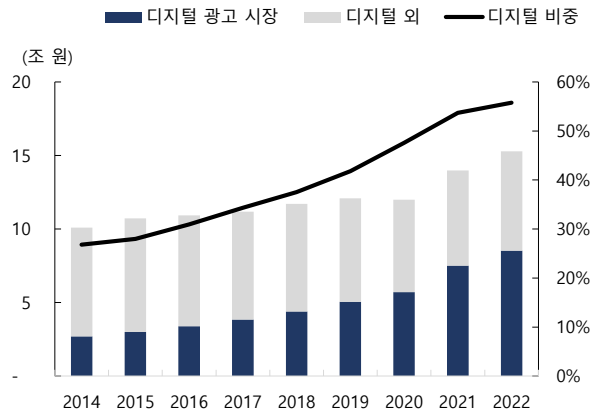
자료: 라방바 데이터랩, 교보증권 리서치센터..

[도표 58] 쇼퍼라이브 대본 초안 생성 서비스 'AI 큐시트 헬퍼'



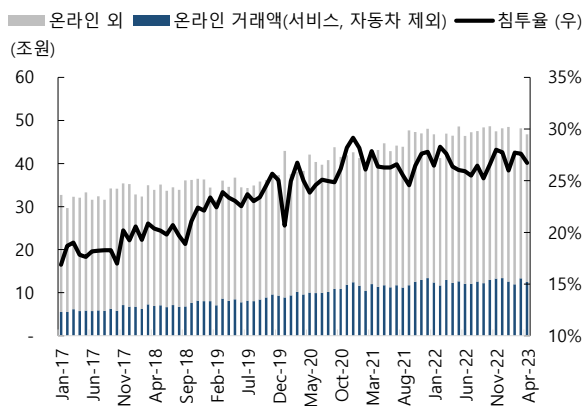
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 국내 광고 및 디지털 광고 시장 규모 추이



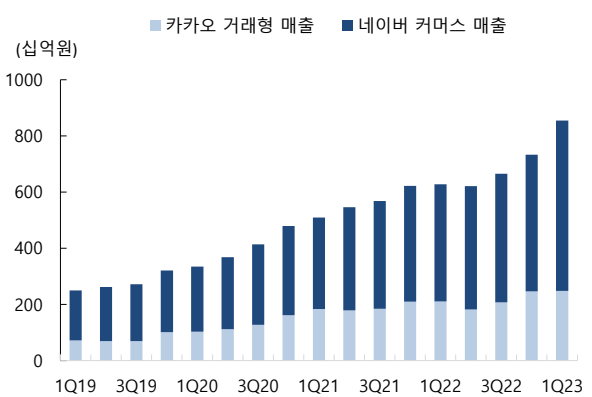
자료: 제일기획, 교보증권 리서치센터

[도표 60] 국내 소매판매액 & 온라인쇼핑 거래액 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터. 주: 자동차, 서비스 제외 기준

[도표 61] 네이버 & 카카오 커머스 매출액 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터. 주: 1Q23부터 네이버 매출에 포쉬마크 포함

## 카카오: 메시지 기반 마케팅에 생성형 AI가 더해진다면

챗봇 등 채팅 형식의 AI 버티컬 서비스가 미래 검색 엔진을 보완할 것으로 전망되는 가운데, 카카오는 메시지 기반 마케팅 역량 제고에 드라이브를 걸고 있다. [도표 63]에서 알 수 있듯, 필수적인 마케팅 활동으로 인식되는 메시지형 광고(특채널) 매출은 전반적인 광고 시장 성장 둔화 및 이커머스 거래액 성장률 둔화 상황에서도 비교적 견조한 성장률을 유지하고 있다.

광고 매출 중 비즈보드 등 디스플레이 광고의 비중이 높아 경기 변동의 영향을 많이 받는 사업 구조를 개선하기 위해 카카오는 친구수 1,000명 이상을 가진 특채널 30만개 확보를 연간 목표, 특채널 이용 광고주(=셀러)의 유치와 동시에 톡스토어에서의 구매로 연동되는 카카오톡의 커머스 플랫폼화를 꾀하고 있다.

2Q23 중 특채널의 커머스 마케팅 소통 창구로서의 역할을 강화하기 위해 ‘톡스토어 판매자 채널 메시지’ 기능을 도입하였으며, 채널 메시지 기능과 연동된 구매자와 판매자간의 ‘1:1 특상담’을 통해 상품에 대한 심도있는 QnA가 가능하다. 이와 같은 ‘특상담’ 과정에 판매자의 자체 데이터(판매 통계, 주요 문의 사항, 구매자들의 주요 관심사) 등을 학습한 메시지 기반 AI 챗봇이 적용되면 셀러가 직접 응대하는 것보다 빠른 반응을 통해 구매전환율을 높일 것으로 예상된다. 이는 커머스 플랫폼으로서의 카카오톡의 가치를 높이고, 다시 추가적인 광고주의 유입으로 이루어지는 선순환을 만들 수 있을 것으로 예상된다.

카카오는 이미 광고, 커머스 뿐 아니라 모빌리티, 페이 등 이용자의 생활과 밀접한 데이터 통계를 제공할 수 있는 환경을 갖추고 있어 판매자별로 AI챗봇을 학습시키는 것이 용이할 것으로 판단된다. ([도표 64])

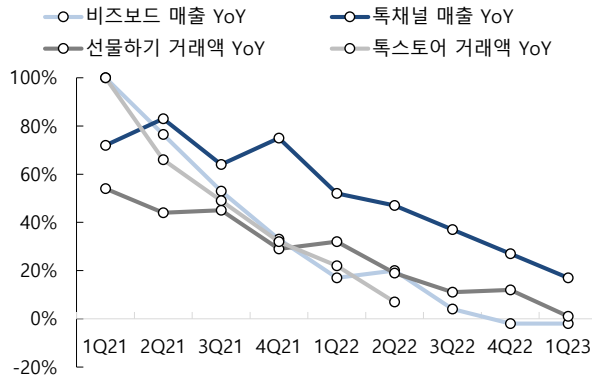
[도표 62] 카카오 AI 전략

(단위: 십억원)

| 대분류      | 항목                | 내용                                                                                                              |
|----------|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 파운데이션 모델 | KoGPT 2.0         | 기존 대비 파라미터와 데이터 토큰 규모 확장해 2H23 공개 목표                                                                            |
|          | 칼로 2.0            | 언어와 이미지 아우르는 Multi-Modal 파운데이션 모델 1H23 공개 목표                                                                    |
| 버티컬 서비스  | 메시지 기반 AI 챗봇      | 1H23 테스트로 실사용 데이터로 모델 고도화 → KoGPT 2.0에 적용                                                                       |
|          | AI 캐드<br>혈당관리 솔루션 | 의료 영상 기반의 판독문 초안 생성문 서비스. 3Q23 공개 예정.<br>아이센스와 협력해 연속 혈당 측정기와 연결된 데이터와 라이프로그<br>AI로 분석하고 생활 가이드 제공. 4Q23 출시 계획. |
| 기타       | 헬스 솔루션 개발         | 구글 클라우드와 개별 기관 데이터 한 곳에 모으지 않고 AI 학습하는<br>연합 학습 활용해 솔루션 개발 협력                                                   |

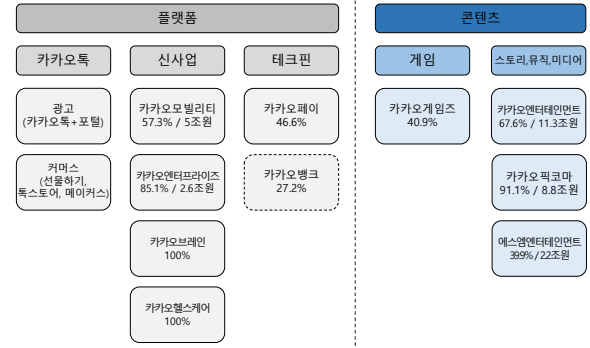
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 카카오 광고 & 커머스 매출 및 거래액 YoY 성장률



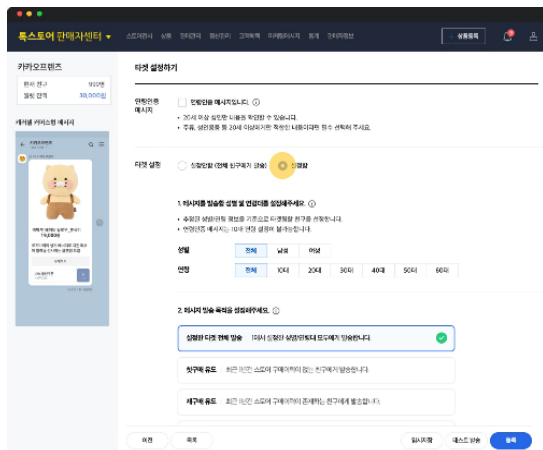
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q22 비즈보드 및 특채널 매출 성장률은 추정치

[도표 64] 카카오 비즈니스 생태계



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터. 주: 숫자는 지분율과 투자 유치 당시 기업 가치

[도표 65] 톡스토어 판매자센터 채널 메시지 기능



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 카카오 특채널 '1:1' 특상담



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

### 3) 글로벌 진출: 네이버(커머스 & 클라우드), 카카오(컨텐츠 AI 통한 영토 확대)

#### 네이버는 커머스와 맞춤형 AI 모델 구축, 카카오는 컨텐츠 기반 글로벌 입지 확대

네이버는 강점을 보이는 커머스 역량을 중심으로 1) 일본을 시작으로 한 검색 & 커머스를 필두로 한 글로벌 확장, 2) 포쉬마크, 왓라팝 등 지역별 C2C 플랫폼 강화에 AI를 활용할 것으로 전망한다. 특히 일본에서는 최대 포털(야후재팬), 메신저(라인),페이(페이페이)를 갖추고 있어 검색-커머스-페이먼트의 유기적 결합에 더해, 라인 메신저를 기반으로 국내에서는 카카오가 강점을 가질 AI 적용 메시지 기반 마케팅도 수행 가능하다. Z홀딩스가 라인 및 야후를 포함한 5개사를 합병한 뒤 2023년 10월 1일 ‘라인야후’로 출범할 예정으로, 중복 사업 정리를 통한 효율화 이후 통합 효과를 낼 것으로 예상된다.

또한, 네이버가 생성형 AI에 대한 글로벌 전략으로 ‘해외 정부 맞춤형 AI 모델 구축’을 꾀하고 있는 만큼 클라우드 부문에서의 글로벌 공공부문 수주 성과가 기대된다. 2023년 3월 네이버는 사우디 아라비아 자치행정부 및 투자부와 국가 디지털 전환을 위한 양해각서를 체결하고, 6월 아랍에미리트 국부펀드인 Mubadala와 투자 협력을 논의하는 등 아랍권/비영어권 국가와의 교류 정도를 늘려가고 있다. 자체적인 언어/문화적 맥락에 최적화된 맞춤형 AI 시스템을 구축해 주는 전략이다.

한편 카카오는 엔터테인먼트, 게임, 스토리(웹툰/웹소설), 미디어(영화/드라마) 등 다양화된 콘텐츠의 접근성을 높여주는 AI 툴로써 카카오톡을 활용, 국내에 한정된 카카오톡 이용자층을 확대할 수 있을 것으로 전망한다. 이전까지는 특메시지를 통한 게임 등 콘텐츠의 일방적인 마케팅에 그쳤다면, 2023년부터 이루어지는 1) AI 챗봇의 적극적 도입, 2) 오픈채팅 기능의 확장을 통해 콘텐츠 중심 관심사를 기반으로 한 글로벌 트래픽 유치가 가능할 것으로 전망한다.

가령, 카카오톡 상의 특채널이 카카오편터엔터테인먼트 및 에스엠 소속 아티스트들의 콘서트 티켓 예매나 앨범 구매, 혹은 공식 일정 공유의 창구로 이용될 수 있고, 팬덤을 기반으로 한 오픈채팅은 번역 기능이 향상될 경우 글로벌 팬들이 상호작용할 수 있는 커뮤니티를 자연스럽게 형성할 것으로 예상된다.

게임, 스토리, 미디어 콘텐츠의 경우에도 다양한 제약조건(장르, 세부취향, 유사한 콘텐츠 등)을 만족하는 작품을 추천해주는 플랫폼으로 발전시 글로벌 저변이 확대될 수 있을 것으로 전망한다.



## Company Analysis



| 종목명           | 투자의견 | 목표주가    | 비고 |
|---------------|------|---------|----|
| NAVER(035420) | Buy  | 300,000 | 유지 |
| 카카오(035720)   | Buy  | 74,000  | 유지 |

Company Analysis

# NAVER 035420

June 22, 2023

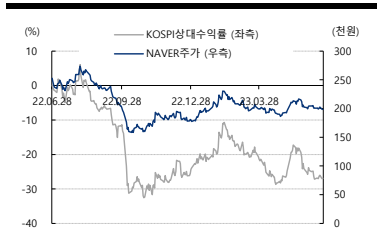
## 앱 개편과 AI 적용 확대가 이루어지는 하반기

Buy 유지  
TP 300,000 원 유지

### Company Data

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| 현재가(06/21)                     | 189,900 원  |
| 액면가(원)                         | 100 원      |
| 52 주 최고가(보통주)                  | 273,500 원  |
| 52 주 최저가(보통주)                  | 158,500 원  |
| KOSPI (06/21)                  | 2,582.63p  |
| KOSDAQ (06/21)                 | 875.70p    |
| 자본금                            | 165 억원     |
| 시가총액                           | 311,529 억원 |
| 발행주식수(보통주)                     | 16,405 만주  |
| 발행주식수(우선주)                     | 0 만주       |
| 평균거래량(60 일)                    | 62.3 만주    |
| 평균거래대금(60 일)                   | 1,267 억원   |
| 외국인지분(보통주)                     | 47.72%     |
| 주요주주                           |            |
| 국민연금공단                         | 8.29%      |
| BlackRock Fund Advisors 외 13 인 | 5.05%      |

### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월  | 12개월  |
|----------|-------|------|-------|
| 절대주가     | -8.3  | 10.0 | -15.2 |
| 상대주가     | -10.7 | -1.5 | -22.1 |



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com

### 3Q23 하이퍼클로바X와 큐(Cue) 공개, 2H23 앱 개편 예정

3분기 네이버는 하이퍼클로바를 검색에 특화시킨 대규모 언어모델 'OCEAN'을 기반으로 차세대 검색 챗봇 서비스 큐(Cue)의 베타테스트를 이르면 7월 시작할 예정이며, 개선된 언어모델 '하이퍼클로바X' 또한 7~8월 공개할 계획.

한편, 하반기 중 1) 숏폼 등 콘텐츠 제공 확대와 2) 개인화된 UI/UX 제공에 초점을 맞춘 앱 개편이 이루어질 예정. 'Cue'의 적용과 앱 개편 효과가 맞물려 이용자들의 체류 시간 증대에 따른 광고 상품 가치의 상승, 커머스 거래액 증대 효과 기대.

### 2023년 실적 전망

2023년 각 사업부문별 수익성은 개선되고 있으며 특히 커머스(YoY +45.1%, 포쉬마크 인수 효과 제외시 YoY +17.9%), 핀테크(YoY +18.8%), 콘텐츠(YoY +36.9%) 부문은 타라인 측면에서 고성장을 보일 것으로 기대. 한편 전사 OPM에 비우호적인 믹스 변화(콘텐츠 부문 비중 증가)와 포쉬마크 인수 영향으로 연간 OPM은 14.7%(YoY -1.2%p) 기록 전망.

### 투자의견 Buy 및 목표주가 300,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 300,000원 유지. 하반기에 이루어지는 앱 개편과 하이퍼클로바X의 개선, 그리고 챗봇 서비스의 베타테스트 돌입이 2023년 실적 추경치 상향에 기여하는 정도는 크지 않을 것으로 전망.

그러나 커머스 영역에서 1) '검색 의도 파악'과 '개인화된 상품 추천' 역량의 강화를 통해 경쟁사와의 차별성 확보, 2) 일본 쇼핀 검색 역량 강화와 C2C 플랫폼(포쉬마크, 알라팝, KREAM) 경쟁력 강화가 가능할 것으로 전망. 한편, 클라우드 사업에 있어서 하이퍼클로바X의 개선과 API의 공개를 통한 국내 클라우드 시장 내 점유율 확대, 비영여권 지역에서의 구축형 클라우드 사업 확대에 따른 중장기 성장동력으로 작용할 것으로 전망.

### Forecast earnings & Valuation

|              | 2021.12 | 2022.12 | 2023.12E | 2024.12E | 2025.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 12 결산(십억원)   |         |         |          |          |          |
| 매출액(십억원)     | 6,818   | 8,220   | 9,846    | 11,600   | 13,459   |
| YoY(%)       | 28.5    | 20.6    | 19.8     | 17.8     | 16.0     |
| 영업이익(십억원)    | 1,325   | 1,305   | 1,451    | 1,982    | 2,442    |
| OP 마진(%)     | 19.4    | 15.9    | 14.7     | 17.1     | 18.1     |
| 순이익(십억원)     | 16,478  | 673     | 987      | 1,308    | 1,586    |
| EPS(원)       | 100,400 | 4,634   | 7,590    | 10,057   | 12,189   |
| YoY(%)       | 1,546.6 | -95.4   | 63.8     | 32.5     | 21.2     |
| PER(배)       | 3.8     | 38.3    | 26.2     | 19.7     | 16.3     |
| PCR(배)       | 29.7    | 14.0    | 13.0     | 10.9     | 9.5      |
| PBR(배)       | 2.6     | 1.3     | 1.4      | 1.3      | 1.2      |
| EV/EBITDA(배) | 35.7    | 16.0    | 16.7     | 12.6     | 9.7      |
| ROE(%)       | 106.7   | 3.3     | 5.3      | 6.6      | 7.5      |

## 2023년 실적 전망

2023년 각 사업부문별 수익성은 개선될 것으로 전망되고 특히 커머스(YoY +45.1%, 포쉬마크 인수 효과 제외시 YoY +17.9%), 핀테크(YoY +18.8%), 콘텐츠(YoY +36.9%) 부문은 탑라인 측면에서 고성장을 보일 것으로 기대되나, 전체 OPM에 비우호적인 믹스 변화(콘텐츠 부문 비중 증가)와 포쉬마크 인수 영향으로 연간 OPM은 14.7%(YoY -1.2%p)를 기록할 것으로 전망한다.

2023년 연결 기준 매출액은 전년비 +19.8% 성장한 9.85조원, 연결 영업이익은 +11.2% 증가한 1.45조원을 기록할 것으로 전망한다. 서치플랫폼(광고)의 경우 비우호적인 매크로 환경 하에서도 검색광고(YoY +6.0%)가 견조하게 유지되고, 3Q23 체류시간 증대와 개인화에 초점을 맞춘 앱 개편에 따라 광고 매출은 YoY +2.7% 추정한다.

리워드 적립 프로그램 최적화, 웹툰 관련 마케팅의 효율적 집행, 인력의 제한적인 충원 등 기존 영위 사업에 대한 비용 효율화는 확인되었으나, 포쉬마크 편입에 따른 비용 반영으로 2023년 영업이익률은 14.7%를 기록할 것으로 예상한다.

[도표 67] NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|            | 1Q21   | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21  | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22  | 1Q23  | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2020  | 2021   | 2022  | 2023E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액        | 1,499  | 1,664 | 1,727 | 1,928 | 1,845 | 2,046 | 2,057 | 2,272 | 2,280 | 2,432 | 2,493 | 2,641 | 5,304 | 6,818  | 8,220 | 9,846 |
| 성장률(YoY %) | 29.8%  | 30.4% | 26.9% | 27.4% | 23.1% | 23.0% | 19.1% | 17.8% | 23.6% | 18.9% | 21.2% | 16.2% | 21.8% | 28.5%  | 20.6% | 19.8% |
| 서치플랫폼      | 755    | 828   | 830   | 896   | 850   | 906   | 896   | 916   | 852   | 914   | 927   | 972   | 2,820 | 3,308  | 3,568 | 3,665 |
| 검색         | 567    | 603   | 601   | 629   | 623   | 661   | 665   | 660   | 656   | 689   | 697   | 724   | 2,145 | 2,400  | 2,609 | 2,765 |
| 디스플레이      | 183    | 222   | 223   | 257   | 221   | 241   | 229   | 250   | 192   | 225   | 230   | 248   | 645   | 885    | 941   | 895   |
| 커머스        | 326    | 367   | 384   | 412   | 417   | 440   | 458   | 487   | 606   | 646   | 662   | 701   | 1,092 | 1,488  | 1,801 | 2,614 |
| 핀테크        | 210    | 233   | 242   | 295   | 275   | 296   | 296   | 320   | 318   | 344   | 359   | 389   | 677   | 979    | 1,187 | 1,410 |
| 콘텐츠        | 125    | 140   | 176   | 219   | 212   | 300   | 312   | 438   | 411   | 423   | 437   | 455   | 431   | 660    | 1,262 | 1,727 |
| 클라우드       | 85     | 95    | 96    | 107   | 92    | 105   | 95    | 111   | 93    | 105   | 108   | 124   | 283   | 383    | 403   | 431   |
| 영업비용       | 1,210  | 1,328 | 1,378 | 1,577 | 1,543 | 1,710 | 1,727 | 1,935 | 1,950 | 2,078 | 2,116 | 2,252 | 4,089 | 5,492  | 6,915 | 8,396 |
| 개발&운영      | 406    | 432   | 420   | 495   | 472   | 515   | 522   | 562   | 636   | 649   | 636   | 665   | 1,302 | 1,753  | 2,070 | 2,586 |
| 파트너        | 458    | 527   | 549   | 638   | 624   | 720   | 722   | 898   | 832   | 892   | 912   | 967   | 1,650 | 2,172  | 2,964 | 3,603 |
| 인프라        | 109    | 121   | 128   | 140   | 133   | 141   | 152   | 154   | 133   | 154   | 170   | 193   | 374   | 496    | 581   | 649   |
| 마케팅        | 238    | 249   | 282   | 304   | 315   | 333   | 331   | 322   | 350   | 383   | 397   | 426   | 763   | 1,072  | 1,301 | 1,557 |
| 영업이익       | 289    | 336   | 350   | 351   | 302   | 336   | 330   | 337   | 331   | 354   | 377   | 389   | 1,215 | 1,325  | 1,305 | 1,451 |
| 성장률(YoY %) | -1.0%  | 8.9%  | 19.9% | 8.5%  | 4.5%  | 0.2%  | -5.6% | -4.2% | 9.5%  | 5.3%  | 14.2% | 15.7% | 5.2%  | 9.1%   | -1.6% | 11.2% |
| OPM(%)     | 19.3%  | 20.2% | 20.3% | 18.2% | 16.4% | 16.4% | 16.1% | 14.8% | 14.5% | 14.6% | 15.1% | 14.7% | 22.9% | 19.4%  | 15.9% | 14.7% |
| 순이익        | 15,315 | 541   | 323   | 300   | 152   | 159   | 232   | 123   | 44    | 240   | 328   | 376   | 845   | 16,478 | 673   | 987   |
| NPM(%)     | 1022%  | 32.5% | 18.7% | 15.6% | 8.2%  | 7.7%  | 11.3% | 5.4%  | 1.9%  | 9.8%  | 13.1% | 14.2% | 15.9% | 242%   | 8.2%  | 10.0% |

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 68] NAVER SOTP Valuation

| 부문            | 단위  | 2023F         | 가치 산정   | 비고                                                        |
|---------------|-----|---------------|---------|-----------------------------------------------------------|
| 주요 영업가치       | 십억원 |               | 47,199  |                                                           |
| 서치플랫폼         | 십억원 | 부문 가치         | 12,425  |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 매출액  | 3,665   |                                                           |
|               | %   | 영업이익률         | 40%     |                                                           |
|               | %   | 세율            | 35%     |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 순이익  | 953     |                                                           |
|               | 배   | target P/E    | 13.04   | Amazon, Alphabet, Baidu, Meta, Z holdings 가중평균 P/E 50% 할인 |
| 커머스           | 십억원 | 부문 가치         | 18,174  |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 거래액  | 47,788  | Poshmark 제외                                               |
|               | 배   | target EV/GMV | 0.38    | 쿠팡 12MF EV/GMV 50% 할인                                     |
| 파이낸셜          | 십억원 | 부문 가치         | 3,723   |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 거래대금 | 58,813  |                                                           |
|               | 배   | target EV/TPV | 0.09    | Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 30% 할인           |
|               | %   | 지분율           | 69%     |                                                           |
| 웹툰            | 십억원 | 부문 가치         | 2,697   |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 매출   | 1,455   |                                                           |
|               | 배   | target P/S    | 2.65    | Netflix, Disney, Spotify, Tencent 평균 P/S 30%할인            |
|               | %   | 할인율           | 30%     | 상장 계획 고려, 30% 할인                                          |
| 클라우드          | 십억원 | 부문 가치         | 1,647   |                                                           |
|               | 십억원 | 2023F 예상 매출액  | 431     |                                                           |
|               | 배   | target P/S    | 3.82    | Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 30% 할인           |
| Z홀딩스          | 십억원 | 부문 가치         | 5,717   |                                                           |
|               | 십억원 | 시가총액          | 24,975  |                                                           |
|               | %   | 지분율           | 32.7%   |                                                           |
|               | %   | 할인율           | 30%     |                                                           |
| 자사주           | 십억원 |               | 2,816   |                                                           |
| 지분법 회사/자회사 가치 |     |               | 2,491   |                                                           |
| CJ대한통운        | 십억원 | 지분 가치         | 97      | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 1,770   |                                                           |
|               |     | 지분율           | 7.9%    |                                                           |
| CJ ENM        | 십억원 | 지분 가치         | 53      | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 1,529   |                                                           |
|               |     | 지분율           | 5.0%    |                                                           |
| 스튜디오드래곤       | 십억원 | 지분 가치         | 81      | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 1,852   |                                                           |
|               |     | 지분율           | 6.3%    |                                                           |
| 이마트           | 십억원 | 지분 가치         | 46      | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 2,244   |                                                           |
|               |     | 지분율           | 3.0%    |                                                           |
| 신세계인터내셔널      | 십억원 | 지분 가치         | 30      | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 636     |                                                           |
|               |     | 지분율           | 6.9%    |                                                           |
| 미래에셋증권        | 십억원 | 지분 가치         | 239     | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 시가총액          | 4,491   |                                                           |
|               |     | 지분율           | 7.6%    |                                                           |
| 비엔엑스(위버스)     | 십억원 | 지분 가치         | 288     | 2021년 1월 4,118억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용                |
|               |     | 지분율           | 49.0%   |                                                           |
| 포쉬마크          | 십억원 | 지분 가치         | 1,167   | 2023년 1월 5일 지분 100% 취득, 할인율 30% 적용                        |
|               |     | 지분율           | 100.0%  |                                                           |
| 왓패드           | 십억원 | 지분 가치         | 488     | 할인율 30% 적용                                                |
|               |     | 기업 가치         | 697     |                                                           |
|               |     | 지분율           | 100.0%  |                                                           |
| 총기업가치         | 십억원 |               | 49,690  |                                                           |
| 발행주식수         | 천 주 |               | 164,049 |                                                           |
| 적정 추가         | 원   |               | 302,897 |                                                           |
| 목표 추가         | 원   |               | 300,000 |                                                           |
| 현재 추가         | 원   |               | 189,900 |                                                           |
| 상승 여력         | %   |               | 58.0%   |                                                           |

자료: 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2021A  | 2022A  | 2023F | 2024F  | 2025F  |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액               | 6,818  | 8,220  | 9,846 | 11,600 | 13,459 |
| 매출원가              | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 매출총이익             | 6,818  | 8,220  | 9,846 | 11,600 | 13,459 |
| 매출총이익률 (%)        | 100.0  | 100.0  | 100.0 | 100.0  | 100.0  |
| 판매비와관리비           | 5,492  | 6,915  | 8,396 | 9,617  | 11,017 |
| 영업이익              | 1,325  | 1,305  | 1,451 | 1,982  | 2,442  |
| 영업이익률 (%)         | 19.4   | 15.9   | 14.7  | 17.1   | 18.1   |
| EBITDA            | 1,759  | 1,866  | 1,884 | 2,318  | 2,703  |
| EBITDA Margin (%) | 25.8   | 22.7   | 19.1  | 20.0   | 20.1   |
| 영업외손익             | 801    | -221   | 184   | 184    | 184    |
| 관계기업손익            | 545    | 97     | 292   | 292    | 292    |
| 금융수익              | 786    | 679    | 661   | 661    | 661    |
| 금융비용              | -349   | -932   | -543  | -543   | -543   |
| 기타                | -180   | -65    | -226  | -226   | -226   |
| 법인세비용차감전순이익       | 2,126  | 1,084  | 1,635 | 2,166  | 2,625  |
| 법인세비용             | 649    | 411    | 647   | 858    | 1,040  |
| 계속사업순이익           | 1,478  | 673    | 987   | 1,308  | 1,586  |
| 중단사업순이익           | 15,000 | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 당기순이익             | 16,478 | 673    | 987   | 1,308  | 1,586  |
| 당기순이익률 (%)        | 241.7  | 8.2    | 10.0  | 11.3   | 11.8   |
| 비지배지분순이익          | -12    | -87    | -258  | -341   | -414   |
| 지배지분순이익           | 16,490 | 760    | 1,245 | 1,650  | 2,000  |
| 지배지분순이익률 (%)      | 241.9  | 9.2    | 12.6  | 14.2   | 14.9   |
| 매도가능금융자산평가        | 0      | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 기타포괄이익            | -253   | -1,388 | -903  | -903   | -903   |
| 포괄순이익             | 16,225 | -715   | 84    | 405    | 683    |
| 비지배지분포괄이익         | -8     | -34    | 4     | 19     | 32     |
| 지배지분포괄이익          | 16,233 | -681   | 80    | 386    | 651    |

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

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2021A   | 2022A  | 2023F | 2024F  | 2025F  |
|------------|---------|--------|-------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름  | 1,380   | 1,453  | 1,893 | 2,117  | 2,320  |
| 당기순이익      | 16,478  | 673    | 987   | 1,308  | 1,586  |
| 비현금항목의 가감  | -14,398 | 1,318  | 1,269 | 1,361  | 1,448  |
| 감가상각비      | 412     | 519    | 395   | 300    | 229    |
| 외환손익       | 30      | 80     | -63   | -63    | -63    |
| 지분법평가손익    | -545    | -97    | -292  | -292   | -292   |
| 기타         | -14,295 | 816    | 1,229 | 1,415  | 1,574  |
| 자산부채의 증감   | -10     | 307    | 229   | 229    | 229    |
| 기타현금흐름     | -690    | -845   | -592  | -781   | -943   |
| 투자활동 현금흐름  | -13,999 | -1,216 | -335  | -707   | -1,281 |
| 투자자산       | -789    | 101    | 445   | 445    | 445    |
| 유형자산       | -754    | -701   | 0     | 0      | 0      |
| 기타         | -12,456 | -616   | -780  | -1,152 | -1,726 |
| 재무활동 현금흐름  | 11,642  | -339   | -25   | -126   | -126   |
| 단기차입금      | -269    | -219   | -219  | -219   | -219   |
| 사채         | 9,404   | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 장기차입금      | 1,598   | 6      | 6     | 6      | 6      |
| 자본의 증가(감소) | 0       | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 현금배당       | -60     | -213   | 0     | 0      | 0      |
| 기타         | 969     | 87     | 188   | 87     | 87     |
| 현금의 증감     | -1,064  | -57    | 1,184 | 1,189  | 1,079  |
| 기초 현금      | 1,600   | 2,781  | 2,724 | 3,908  | 5,097  |
| 기말 현금      | 536     | 2,724  | 3,908 | 5,097  | 6,176  |
| NOPLAT     | 921     | 810    | 876   | 1,197  | 1,475  |
| FCF        | 591     | 978    | 1,539 | 1,762  | 1,965  |

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 5,528  | 6,440  | 8,522  | 11,013 | 14,005 |
| 현금및현금성자산    | 2,781  | 2,724  | 3,908  | 5,097  | 6,176  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,325  | 1,515  | 1,734  | 1,983  | 2,268  |
| 재고자산        | 6      | 9      | 10     | 12     | 14     |
| 기타유동자산      | 1,416  | 2,191  | 2,871  | 3,921  | 5,546  |
| 비유동자산       | 28,163 | 27,459 | 26,720 | 26,101 | 25,594 |
| 유형자산        | 2,111  | 2,458  | 2,063  | 1,763  | 1,534  |
| 관계기업투자금     | 20,090 | 18,541 | 18,193 | 17,845 | 17,496 |
| 기타금융자산      | 4,522  | 3,801  | 3,801  | 3,801  | 3,801  |
| 기타비유동자산     | 1,440  | 2,660  | 2,663  | 2,693  | 2,763  |
| 자산총계        | 33,691 | 33,899 | 35,242 | 37,114 | 39,599 |
| 유동부채        | 3,923  | 5,481  | 5,451  | 5,526  | 5,846  |
| 매입채무 및 기타채무 | 2,383  | 2,935  | 2,935  | 2,935  | 2,935  |
| 차입금         | 461    | 1,381  | 1,162  | 944    | 725    |
| 유동상채무       | 0      | 0      | 101    | 101    | 101    |
| 기타유동부채      | 1,079  | 1,164  | 1,253  | 1,547  | 2,086  |
| 비유동부채       | 5,740  | 4,968  | 5,057  | 5,153  | 5,256  |
| 차입금         | 1,552  | 328    | 334    | 340    | 345    |
| 사채          | 1,637  | 1,705  | 1,705  | 1,705  | 1,705  |
| 기타비유동부채     | 2,551  | 2,936  | 3,019  | 3,108  | 3,206  |
| 부채총계        | 9,664  | 10,449 | 10,508 | 10,679 | 11,102 |
| 지배지분        | 23,536 | 22,744 | 23,989 | 25,639 | 27,639 |
| 자본금         | 16     | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 자본잉여금       | 1,490  | 1,556  | 1,556  | 1,556  | 1,556  |
| 이익잉여금       | 23,080 | 23,646 | 24,891 | 26,541 | 28,540 |
| 기타자본변동      | -880   | -840   | -840   | -840   | -840   |
| 비지배지분       | 492    | 706    | 745    | 796    | 858    |
| 자본총계        | 24,027 | 23,450 | 24,734 | 26,435 | 28,497 |
| 총차입금        | 4,365  | 4,760  | 4,706  | 4,558  | 4,416  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2021A   | 2022A   | 2023F   | 2024F   | 2025F   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS        | 100,400 | 4,634   | 7,590   | 10,057  | 12,189  |
| PER        | 3.8     | 38.3    | 26.2    | 19.7    | 16.3    |
| BPS        | 143,467 | 138,642 | 146,232 | 156,288 | 168,477 |
| PBR        | 2.6     | 1.3     | 1.4     | 1.3     | 1.2     |
| EBITDAPS   | 10,709  | 11,372  | 11,483  | 14,131  | 16,477  |
| EV/EBITDA  | 35.7    | 16.0    | 16.7    | 12.6    | 9.7     |
| SPS        | 41,510  | 50,107  | 60,021  | 70,709  | 82,040  |
| PSR        | 9.1     | 3.5     | 3.3     | 2.8     | 2.4     |
| CFPS       | 3,596   | 5,962   | 9,379   | 10,743  | 11,981  |
| DPS        | 511     | 0       | 0       | 0       | 0       |

재무비율

단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2021A   | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |         |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | 28.5    | 20.6  | 19.8  | 17.8  | 16.0  |
| 영업이익 증가율   | 9.1     | -1.6  | 11.2  | 36.6  | 23.2  |
| 순이익 증가율    | 1,850.0 | -95.9 | 46.7  | 32.5  | 21.2  |
| 수익성        |         |       |       |       |       |
| ROIC       | 54.2    | 54.4  | 50.7  | 75.9  | 95.2  |
| ROA        | 65.0    | 2.2   | 3.6   | 4.6   | 5.2   |
| ROE        | 106.7   | 3.3   | 5.3   | 6.6   | 7.5   |
| 안정성        |         |       |       |       |       |
| 부채비율       | 40.2    | 44.6  | 42.5  | 40.4  | 39.0  |
| 순차입금비율     | 13.0    | 14.0  | 13.4  | 12.3  | 11.2  |
| 이자보상배율     | 29.3    | 18.2  | 20.8  | 30.1  | 39.4  |

Company Analysis

# 카카오 035720

June 22, 2023

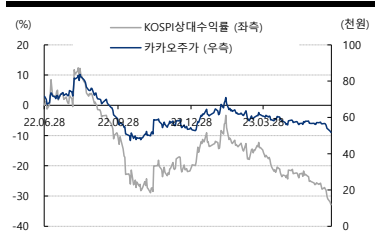
## 점진적으로 드러날 특채널 및 오픈채팅 개편 성과

**Buy** 유지  
**TP 74,000 원** 유지

### Company Data

|                |            |
|----------------|------------|
| 현재가(06/21)     | 50,500 원   |
| 액면가(원)         | 100 원      |
| 52 주 최고가(보통주)  | 83,700 원   |
| 52 주 최저가(보통주)  | 47,300 원   |
| KOSPI (06/21)  | 2,582.63p  |
| KOSDAQ (06/21) | 875.70p    |
| 자본금            | 446 억원     |
| 시가총액           | 224,273 억원 |
| 발행주식수(보통주)     | 44,410 만주  |
| 발행주식수(우선주)     | 0 만주       |
| 평균거래량(60 일)    | 144.4 만주   |
| 평균거래대금(60 일)   | 805 억원     |
| 외국인지분(보통주)     | 25.54%     |
| 주요주주           |            |
| 김범수 외 91 인     | 24.18%     |
| 국민연금공단         | 6.38%      |

### Price & Relative Performance



| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -10.7 | -4.8  | -25.7 |
| 상대주가     | -13.0 | -14.7 | -31.8 |

### 2023년 실적 전망

2023년 카카오의 매출 전년대비 +20.6% 성장한 8.57조원, 영업이익은 -1.9% 감소한 5,694억원 기록 전망. 1) 특비즈부문 매출은 2분기 이루어진 오픈채팅 탭과 톡스토어 판매자 채널 메시지 기능 도입 등 앱 개편 영향으로 2H23 YoY +19.8% 성장을 달성할 수 있을 것으로 전망. 게임 부문은 분기별 신작 출시로 2023년 YoY +18% 매출 성장, 뮤직 부문에서는 에스엠엔터테인먼트 인수 효과에 더해 아이브 등 아티스트들의 해외 활동 본격화로 2023년 뮤직 매출은 YoY +99.4% 성장할 것으로 추정.

영업비용 중 마케팅비는 스토리부문 글로벌 마케팅 효율화(매출 대비 6.1% 예상)로 전년동기비 +8.1% 증가에 그칠 것으로 전망. 그러나 2023년은 뉴 이니셔티브(카카오엔터프라이즈, 카카오헬스케어, 카카오프렌즈 등)의 AI/헬스케어 분야에 대한 집중적인 투자가 이루어지는 해로 해당 영역에서 연간 3,000억원의 영업손실(2022년 뉴 이니셔티브 영업손실 -1,800억원)을 기록할 것으로 예상.

### 투자의견 Buy 및 목표주가 74,000원 유지

투자의견 Buy 및 목표주가 74,000원 유지. 2Q23 이루어진 오픈채팅 탭 도입과 톡스토어 판매자 채널 메시지 등 개편 효과는 2H23 점진적으로 나타날 것으로 예상. 앱 개편에 따라 1) 중기적으로 카카오톡의 커머스 플랫폼화에 따른 특채널 메시지 광고와 톡스토어 거래 활성화에 따른 사업 체질 개선, 지면 확대에 따른 광고 매출 창출로 이어질 것으로 전망.

한편 2) 장기적으로는 뮤직, 스토리, 게임 등 팬덤을 기반으로 한 서비스 이용의 창구로 이용될 경우 카카오톡의 이용자층이 국내 뿐 아니라 글로벌로 확대 가능하다는 데에 있음. 비지인간의 관심사 기반 소통이라는 오픈채팅, 여러 제약조건을 적용한 답을 요구할 수 있는 AI챗봇의 장점과 카카오 산하 콘텐츠 자산을 결합시 중장기 성장동력으로 작용할 것으로 기대.

### Forecast earnings & Valuation

| 12 결산(십억원)   | 2021.12 | 2022.12 | 2023.12E | 2024.12E | 2025.12E |
|--------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액(십억원)     | 6,137   | 7,107   | 8,574    | 10,166   | 11,866   |
| YoY(%)       | 47.6    | 15.8    | 20.6     | 18.6     | 16.7     |
| 영업이익(십억원)    | 595     | 580     | 569      | 712      | 1,042    |
| OP 마진(%)     | 9.7     | 8.2     | 6.6      | 7.0      | 8.8      |
| 순이익(십억원)     | 1,646   | 1,063   | 408      | 522      | 787      |
| EPS(원)       | 3,132   | 3,037   | 865      | 1,109    | 1,671    |
| YoY(%)       | 76.3    | -3.0    | -71.5    | 28.1     | 50.7     |
| PER(배)       | 35.9    | 17.5    | 59.7     | 46.6     | 30.9     |
| PCR(배)       | 62.9    | 16.4    | 12.8     | 12.8     | 11.5     |
| PBR(배)       | 5.0     | 2.4     | 2.2      | 2.1      | 2.0      |
| EV/EBITDA(배) | 51.9    | 21.1    | 24.0     | 22.8     | 17.6     |
| ROE(%)       | 17.1    | 13.5    | 3.8      | 4.7      | 6.7      |



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com

## 2023년 실적 전망

2023년 카카오의 연결 기준 매출액은 전년비 +20.6% 성장한 8.57조원, 연결 영업이익은 -1.9% 감소한 5,694억원을 기록할 것으로 전망한다. 1) 특비즈부문 매출은 광고주들의 광고비 축소 기조로 2Q23에도 QoQ +1.9%에 그칠 것으로 추정하나, 2분기 중 이루어진 오픈채팅 탭과 톡스토어 판매자 채널 메시지 기능 도입 등 앱 개편 영향으로 하반기에는 YoY +19.8% 성장을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

콘텐츠 사업의 경우 게임 부문에서는 2Q23부터 매 분기 신작 출시 효과가 이루어져 2023년 YoY +18% 매출 성장을 전망하며, 뮤직 부문에서는 에스엠엔터테인먼트 인수 효과에 더해 아이브 등 카카오엔터테인먼트 산하 아티스트들의 해외 활동 본격화를 통해 2023년 매출은 YoY +99.4% 성장할 것으로 추정한다.

영업비용 중 마케팅비는 스토리부문 글로벌 마케팅 효율화(매출 대비 6.1% 예상)로 전년동기비 +8.1%, 인건비도 에스엠엔터테인먼트 인수 효과를 고려해도 보수적 채용 기조, 인력 효율화 기조에 따라 YoY +23.8%에 그칠 것으로 전망. 그러나 2023년은 뉴 이니셔티브(카카오엔터프라이즈, 카카오헬스케어, 카카오브레인 등)의 AI/헬스케어 분야에 대한 집중적인 투자가 이루어지는 해로 해당 영역에서 연간 3,000억원의 영업손실(2022년 뉴 이니셔티브 영업손실 -1,800억원)을 기록할 것으로 추정한다.

[도표 69] 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|                   | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21   | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22   | 4Q22  | 1Q23   | 2Q23E  | 3Q23E | 4Q23E  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023E |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>        | 1,258 | 1,352 | 1,741 | 1,786  | 1,652 | 1,822 | 1,859  | 1,774 | 1,740  | 2,093  | 2,267 | 2,473  | 4,157  | 6,137 | 7,107 | 8,574 |
| <b>성장률(YoY %)</b> | 44.9% | 41.9% | 58.2% | 44.6%  | 31.3% | 34.8% | 6.8%   | -0.6% | 5.4%   | 14.8%  | 22.0% | 39.4%  | 35.4%  | 47.6% | 15.8% | 20.6% |
| 플랫폼부문             | 696   | 762   | 779   | 1,005  | 886   | 931   | 987    | 967   | 965    | 991    | 1,048 | 1,122  | 2,248  | 3,241 | 3,770 | 4,126 |
| 특비즈               | 374   | 390   | 405   | 475    | 461   | 453   | 467    | 520   | 516    | 526    | 559   | 624    | 1,149  | 1,644 | 1,902 | 2,224 |
| 포털비즈              | 117   | 125   | 119   | 131    | 114   | 102   | 110    | 98    | 84     | 85     | 84    | 86     | 478    | 493   | 424   | 339   |
| 플랫폼 기타            | 205   | 246   | 255   | 399    | 311   | 375   | 410    | 349   | 366    | 381    | 405   | 413    | 621    | 1,104 | 1,445 | 1,564 |
| 콘텐츠부문             | 562   | 590   | 962   | 781    | 766   | 892   | 872    | 808   | 776    | 1,101  | 1,219 | 1,351  | 1,909  | 2,896 | 3,337 | 4,448 |
| 뮤직                | 185   | 188   | 197   | 203    | 204   | 209   | 250    | 231   | 232    | 474    | 529   | 548    | 705    | 773   | 894   | 1,783 |
| 스토리               | 175   | 186   | 219   | 212    | 240   | 228   | 231    | 222   | 229    | 249    | 256   | 247    | 528    | 792   | 921   | 981   |
| 게임                | 130   | 129   | 463   | 277    | 246   | 337   | 296    | 231   | 247    | 294    | 338   | 430    | 495    | 999   | 1,110 | 1,309 |
| 미디어               | 73    | 87    | 83    | 89     | 75    | 118   | 94     | 125   | 68     | 85     | 96    | 127    | 180    | 333   | 412   | 375   |
| <b>영업비용</b>       | 1,100 | 1,190 | 1,573 | 1,679  | 1,493 | 1,651 | 1,708  | 1,674 | 1,669  | 1,982  | 2,097 | 2,256  | 3,701  | 5,542 | 6,527 | 8,004 |
| 인건비               | 293   | 301   | 307   | 516    | 420   | 426   | 433    | 408   | 446    | 529    | 553   | 562    | 920    | 1,417 | 1,687 | 2,089 |
| 매출연동비             | 493   | 530   | 806   | 648    | 585   | 655   | 711    | 705   | 667    | 854    | 925   | 1,019  | 1,746  | 2,477 | 2,656 | 3,466 |
| 외주인프라비            | 144   | 165   | 198   | 234    | 205   | 236   | 238    | 246   | 242    | 254    | 255   | 269    | 458    | 741   | 925   | 1,020 |
| 마케팅비              | 67    | 91    | 148   | 129    | 115   | 150   | 112    | 108   | 115    | 126    | 136   | 148    | 232    | 435   | 485   | 525   |
| 상각비               | 79    | 79    | 89    | 120    | 131   | 136   | 153    | 161   | 150    | 162    | 166   | 191    | 265    | 367   | 580   | 670   |
| 기타                | 24    | 23    | 25    | 33     | 38    | 49    | 60     | 46    | 50     | 57     | 62    | 67     | 79     | 105   | 193   | 235   |
| <b>영업이익</b>       | 158   | 163   | 168   | 107    | 159   | 171   | 150    | 100   | 71     | 111    | 170   | 217    | 456    | 595   | 580   | 569   |
| <b>성장률(YoY %)</b> | 78.6% | 66.3% | 39.9% | -28.8% | 0.7%  | 5.2%  | -10.6% | -5.8% | -55.2% | -35.0% | 13.1% | 116.2% | 120.4% | 30.5% | -2.4% | -1.9% |
| <b>OPM(%)</b>     | 12.5% | 12.0% | 9.7%  | 6.0%   | 9.6%  | 9.4%  | 8.1%   | 5.7%  | 4.1%   | 5.3%   | 7.5%  | 8.8%   | 11.0%  | 9.7%  | 8.2%  | 6.6%  |
| <b>지배주주순익</b>     | 225   | 312   | 779   | 77     | 1,302 | 68    | 106    | -124  | 98     | 77     | 134   | 77     | 156    | 1,392 | 1,353 | 386   |
| <b>NPM(%)</b>     | 17.8% | 23.0% | 44.8% | 4.3%   | 78.8% | 3.7%  | 5.7%   | -7.0% | 5.6%   | 3.7%   | 5.9%  | 3.1%   | 3.7%   | 22.7% | 19.0% | 4.5%  |

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터



[도표 70] 카카오 SOTP Valuation

| 부문            | 단위  | 2023F         | 가치 산정   | 비고                                                                |
|---------------|-----|---------------|---------|-------------------------------------------------------------------|
| 주요 영업가치       | 십억원 |               | 12,409  |                                                                   |
| 광고            | 십억원 | 부문 가치         | 8,325   |                                                                   |
|               | 십억원 | 2023년 예상 매출액  | 1,489   |                                                                   |
|               | %   | 영업이익률         | 40%     |                                                                   |
|               | %   | 세율            | 30%     |                                                                   |
|               | 십억원 | 2023년 예상 순이익  | 417     |                                                                   |
|               | 배   | target P/E    | 20.0    | Alphabet, Baidu, Meta Platforms, Tencent P/E 평균                   |
| 커머스           | 십억원 | 부문 가치         | 4,084   |                                                                   |
|               | 십억원 | 2023년 예상 거래액  | 10,738  |                                                                   |
|               | 배   | target EV/GMV | 0.38    | 쿠팡 EV/GMV 50% 할인                                                  |
| 지분법 회사/자회사 가치 |     |               | 20,897  |                                                                   |
| 카카오페이         | 십억원 | 부문 가치         | 1,527   |                                                                   |
|               | 십억원 | 시가총액          | 6,554   |                                                                   |
|               | %   | 지분율           | 46.6%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50%     | 상장사 50% 할인                                                        |
| 카카오게임즈        | 십억원 | 부문 가치         | 604     |                                                                   |
|               | 십억원 | 시가총액          | 2,952   |                                                                   |
|               | %   | 지분율           | 40.9%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50%     | 상장사 50% 할인                                                        |
| 카카오뱅크         | 십억원 | 지분 가치         | 1,602   |                                                                   |
|               | 십억원 | 시가총액          | 11,776  |                                                                   |
|               | %   | 지분율           | 27.2%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50%     | 상장사 50% 할인                                                        |
| 카카오엔터테인먼트     | 십억원 | 지분 가치         | 3,380   | 2021년 10월 25일 직원 대상으로 주당 255,116원에 유상증자(기업가치 10조)                 |
|               | %   | 지분율           | 67.6%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50.0%   | 상장 계획 고려, 50% 할인                                                  |
| 픽코마           | 십억원 | 지분 가치         | 8,017   |                                                                   |
|               | 십억원 | 기업가치          | 8,800   | 2021년 5월 홍콩계 PEF Anchor Equity가 5,600억원 투자로 지분 7.1% 확보(기업가치 8.8조) |
|               | %   | 지분율           | 91.1%   |                                                                   |
| 모빌리티          | 십억원 | 지분 가치         | 1,433   |                                                                   |
|               | 십억원 | 기업가치          | 5,000   | 2021년 12월 GS리테일로부터 5조원 기업가치로 650억원 투자 유치                          |
|               | %   | 지분율           | 57.3%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50%     | 50% 할인                                                            |
| 카카오엔터프라이즈     | 십억원 | 지분 가치         | 851     |                                                                   |
|               | %   | 지분율           | 85.1%   |                                                                   |
| 두나무           | 십억원 | 지분 가치         | 2,920   | 하이브 투자 시 두나무 기업가치 20조원 인정                                         |
|               | %   | 지분율           | 14.6%   |                                                                   |
| 에스엠           | 십억원 | 부문 가치         | 564     |                                                                   |
|               | 십억원 | 시가총액          | 2,829   |                                                                   |
|               | %   | 지분율           | 39.9%   |                                                                   |
|               | %   | 할인율           | 50%     | 상장사 50% 할인                                                        |
| 총기업가치         | 십억원 |               | 33,306  |                                                                   |
| 자사주           | 십억원 |               | 694     |                                                                   |
| 적정시가총액        | 십억원 |               | 34,000  |                                                                   |
| 발행주식수         | 천 주 |               | 442,510 |                                                                   |
| 적정주가          | 원   |               | 76,834  |                                                                   |
| 목표주가          | 원   |               | 74,000  |                                                                   |
| 현재주가          | 원   |               | 50,500  |                                                                   |
| 상승여력          | %   |               | 47%     |                                                                   |

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)        | 2021A | 2022A  | 2023F | 2024F  | 2025F  |
|-------------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액               | 6,137 | 7,107  | 8,574 | 10,166 | 11,866 |
| 매출원가              | 0     | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 매출총이익             | 6,137 | 7,107  | 8,574 | 10,166 | 11,866 |
| 매출총이익률 (%)        | 100.0 | 100.0  | 100.0 | 100.0  | 100.0  |
| 판매비와관리비           | 5,542 | 6,527  | 8,004 | 9,454  | 10,824 |
| 영업이익              | 595   | 580    | 569   | 712    | 1,042  |
| 영업이익률 (%)         | 9.7   | 8.2    | 6.6   | 7.0    | 8.8    |
| EBITDA            | 968   | 1,162  | 972   | 1,006  | 1,264  |
| EBITDA Margin (%) | 15.8  | 16.3   | 11.3  | 9.9    | 10.7   |
| 영업외손익             | 1,699 | 724    | -62   | -62    | -62    |
| 관계기업손익            | 510   | -58    | -73   | -73    | -73    |
| 금융수익              | 178   | 343    | 276   | 276    | 276    |
| 금융비용              | -315  | -463   | -254  | -254   | -254   |
| 기타                | 1,326 | 902    | -10   | -10    | -10    |
| 법인세비용차감전순이익       | 2,294 | 1,304  | 507   | 650    | 980    |
| 법인세비용             | 648   | 242    | 100   | 128    | 193    |
| 계속사업순이익           | 1,646 | 1,063  | 408   | 522    | 787    |
| 중단사업순이익           | 0     | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 당기순이익             | 1,646 | 1,063  | 408   | 522    | 787    |
| 당기순이익률 (%)        | 26.8  | 15.0   | 4.8   | 5.1    | 6.6    |
| 비지배지분순이익          | 254   | -290   | 22    | 28     | 42     |
| 지배지분순이익           | 1,392 | 1,353  | 386   | 494    | 744    |
| 지배순이익률 (%)        | 22.7  | 19.0   | 4.5   | 4.9    | 6.3    |
| 매도가능금융자산평가        | 0     | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 기타포괄이익            | 432   | -1,731 | -2    | -2     | -2     |
| 포괄순이익             | 2,078 | -668   | 405   | 520    | 785    |
| 비지배지분포괄이익         | 387   | -400   | 242   | 311    | 469    |
| 지배지분포괄이익          | 1,691 | -269   | 163   | 209    | 315    |

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

현금흐름표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원) | 2021A  | 2022A  | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름  | 1,307  | 678    | 1,561 | 1,558 | 1,743 |
| 당기순이익      | 0      | 0      | 408   | 522   | 787   |
| 비현금항목의 가감  | -597   | 91     | 1,651 | 1,550 | 1,517 |
| 감가상각비      | 238    | 378    | 231   | 141   | 86    |
| 외환손익       | -1     | -40    | 64    | 64    | 64    |
| 자본법평가손익    | -2,129 | -1,446 | 73    | 73    | 73    |
| 기타         | 1,296  | 1,199  | 1,283 | 1,271 | 1,293 |
| 자산부채의 증감   | -209   | -460   | -487  | -496  | -503  |
| 기타현금흐름     | 2,112  | 1,048  | -11   | -18   | -57   |
| 투자활동 현금흐름  | -3,341 | -1,574 | -719  | -789  | -843  |
| 투자자산       | -814   | -452   | 21    | 21    | 21    |
| 유형자산       | -216   | -453   | 0     | 0     | 0     |
| 기타         | -2,310 | -669   | -740  | -810  | -864  |
| 재무활동 현금흐름  | 4,441  | 412    | 48    | 47    | 47    |
| 단기차입금      | 728    | -297   | 39    | 39    | 39    |
| 사채         | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금      | 512    | 710    | 13    | 13    | 13    |
| 자본의 증가(감소) | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당       | -13    | -23    | -26   | -26   | -26   |
| 기타         | 3,214  | 22     | 22    | 22    | 22    |
| 현금의 증감     | 2,431  | -490   | 1,041 | 1,091 | 1,343 |
| 기초 현금      | 2,894  | 5,326  | 4,836 | 5,877 | 6,968 |
| 기말 현금      | 5,326  | 4,836  | 5,877 | 6,968 | 8,310 |
| NOPLAT     | 427    | 473    | 457   | 572   | 837   |
| FCF        | 375    | 141    | 373   | 370   | 555   |

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

| 12 결산(십억원)  | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산        | 8,102  | 7,756  | 8,764  | 9,869  | 11,314 |
| 현금및현금성자산    | 5,232  | 4,780  | 5,877  | 6,968  | 8,310  |
| 매출채권 및 기타채권 | 663    | 772    | 946    | 1,149  | 1,384  |
| 재고자산        | 92     | 160    | 193    | 229    | 268    |
| 기타유동자산      | 2,116  | 2,043  | 1,748  | 1,523  | 1,352  |
| 비유동자산       | 13,712 | 14,451 | 14,286 | 14,229 | 14,244 |
| 유형자산        | 555    | 885    | 654    | 513    | 427    |
| 관계기업투자금     | 3,216  | 2,652  | 2,889  | 3,126  | 3,363  |
| 기타금융자산      | 1,676  | 2,238  | 2,238  | 2,238  | 2,238  |
| 기타비유동자산     | 8,266  | 8,676  | 8,504  | 8,352  | 8,216  |
| 자산총계        | 22,780 | 22,963 | 23,807 | 24,855 | 26,315 |
| 유동부채        | 5,246  | 4,706  | 4,856  | 5,037  | 5,261  |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,556  | 1,642  | 1,661  | 1,683  | 1,705  |
| 차입금         | 896    | 1,055  | 1,094  | 1,134  | 1,173  |
| 유동성채무       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채      | 2,793  | 2,009  | 2,099  | 2,220  | 2,382  |
| 비유동부채       | 2,885  | 3,844  | 4,051  | 4,285  | 4,549  |
| 차입금         | 55     | 715    | 728    | 740    | 753    |
| 사채          | 498    | 461    | 461    | 461    | 461    |
| 기타비유동부채     | 2,332  | 2,668  | 2,863  | 3,084  | 3,335  |
| 부채총계        | 9,190  | 9,432  | 9,789  | 10,203 | 10,692 |
| 지배지분        | 9,984  | 9,997  | 10,357 | 10,824 | 11,542 |
| 자본금         | 45     | 45     | 45     | 45     | 45     |
| 자본잉여금       | 7,781  | 8,116  | 8,116  | 8,116  | 8,116  |
| 이익잉여금       | 1,710  | 3,046  | 3,406  | 3,874  | 4,592  |
| 기타자본변동      | 77     | 41     | 41     | 41     | 41     |
| 비지배지분       | 3,606  | 3,535  | 3,662  | 3,827  | 4,081  |
| 자본총계        | 13,590 | 13,532 | 14,018 | 14,651 | 15,623 |
| 총차입금        | 3,654  | 3,908  | 4,126  | 4,359  | 4,610  |

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

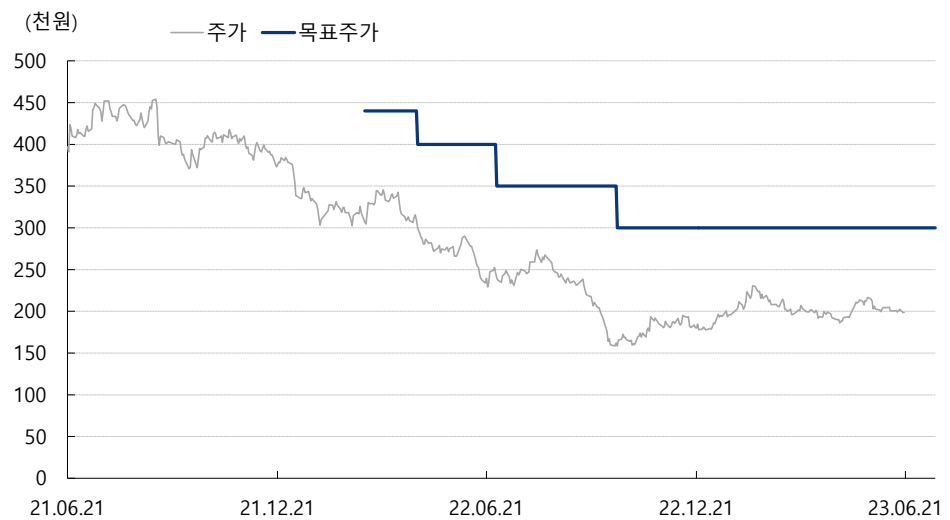
| 12 결산(십억원) | 2021A  | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS        | 3,132  | 3,037  | 865    | 1,109  | 1,671  |
| PER        | 35.9   | 17.5   | 59.7   | 46.6   | 30.9   |
| BPS        | 22,391 | 22,444 | 23,251 | 24,301 | 25,913 |
| PBR        | 5.0    | 2.4    | 2.2    | 2.1    | 2.0    |
| EBITDAPS   | 2,178  | 2,608  | 2,182  | 2,258  | 2,837  |
| EV/EBITDA  | 51.9   | 21.1   | 24.0   | 22.8   | 17.6   |
| SPS        | 13,807 | 15,954 | 19,248 | 22,823 | 26,639 |
| PSR        | 8.1    | 3.3    | 2.7    | 2.3    | 1.9    |
| CFPS       | 843    | 317    | 838    | 831    | 1,247  |
| DPS        | 53     | 60     | 60     | 60     | 60     |

재무비율

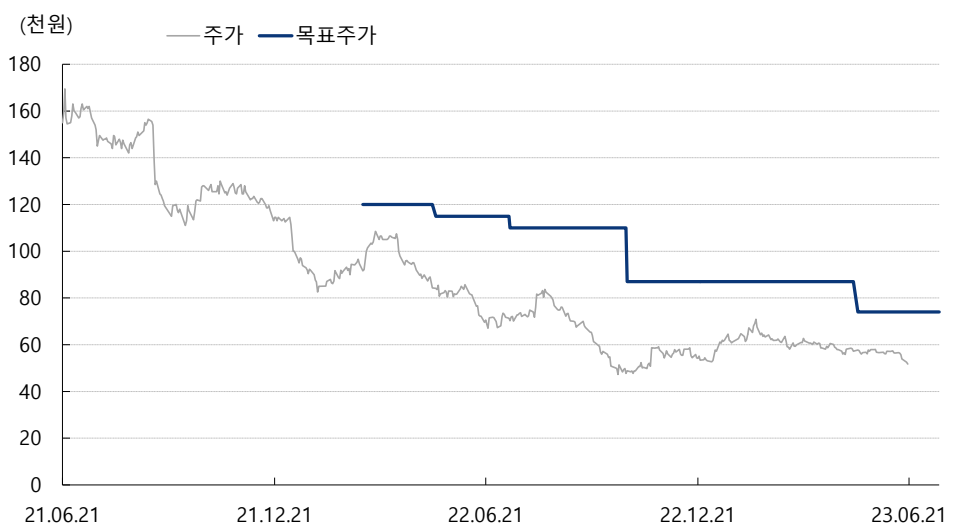
단위: 원, 배, %

| 12 결산(십억원) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성        |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율    | 47.6  | 15.8  | 20.6  | 18.6  | 16.7  |
| 영업이익 증가율   | 30.5  | -2.5  | -1.9  | 25.1  | 46.3  |
| 순이익 증가율    | 849.6 | -35.5 | -61.6 | 28.1  | 50.7  |
| 수익성        |       |       |       |       |       |
| ROIC       | 12.6  | 10.2  | 9.9   | 12.8  | 18.8  |
| ROA        | 8.0   | 5.9   | 1.6   | 2.0   | 2.9   |
| ROE        | 17.1  | 13.5  | 3.8   | 4.7   | 6.7   |
| 안정성        |       |       |       |       |       |
| 부채비율       | 67.6  | 69.7  | 69.8  | 69.6  | 68.4  |
| 순차입금비율     | 16.0  | 17.0  | 17.3  | 17.5  | 17.5  |
| 이자보상배율     | 15.1  | 5.3   | 5.1   | 6.3   | 9.1   |

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



#### NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         | 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율    |        |
|------------|------|---------|---------|---------|------------|------|---------|--------|--------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |            |      |         | 평균     | 최고/최저  |
| 2021.01.13 | 매수   | 400,000 | (26.36) | (11.25) | 2022.03.07 | 매수   | 440,000 | (32.9) | (25.0) |
| 2021.01.29 | 매수   | 440,000 | (15.36) | (9.55)  | 2022.04.22 | 매수   | 400,000 | (41.5) | (28.0) |
| 2021.02.22 | 매수   | 480,000 | (20.93) | (16.77) | 2022.06.30 | 매수   | 350,000 | (57.5) | (30.8) |
| 2021.03.17 | 매수   | 480,000 | (20.17) | (15.94) | 2022.08.08 | 매수   | 350,000 | (79.9) | (72.4) |
| 2021.04.19 | 매수   | 480,000 | (20.31) | (15.94) | 2022.10.13 | 매수   | 300,000 | (62.4) | (52.7) |
| 2021.04.30 | 매수   | 480,000 | (21.94) | (15.94) | 2022.11.08 | 매수   | 300,000 | (48.9) | (34.2) |
| 2021.06.23 | 매수   | 480,000 | (21.71) | (11.77) | 2023.01.10 | 매수   | 300,000 | (48.9) | (34.2) |
| 2021.06.25 | 매수   | 480,000 | (20.60) | (8.13)  | 2023.02.06 | 매수   | 300,000 | (43.0) | (30.2) |
| 2021.07.14 | 매수   | 480,000 | (19.76) | (6.46)  | 2023.03.29 | 매수   | 300,000 | (53.8) | (44.9) |
| 2021.07.23 | 매수   | 550,000 |         |         | 2023.05.08 | 매수   | 300,000 | (45.8) | (38.6) |
| 담당자 변경     |      |         |         |         | 2023.06.22 | 매수   | 300,000 |        |        |

자료: 교보증권 리서치센터

#### 카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율     |         | 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 괴리율    |        |
|------------|------|---------|---------|---------|------------|------|---------|--------|--------|
|            |      |         | 평균      | 최고/최저   |            |      |         | 평균     | 최고/최저  |
| 2021.05.07 | 매수   | 140,000 | (14.16) | 1.79    | 2022.05.07 | 매수   | 115,000 | (39.3) | (34.2) |
| 2021.06.15 | 매수   | 140,000 | (10.97) | 13.57   | 2022.06.12 | 매수   | 115,000 | (61.2) | (34.2) |
| 2021.06.23 | 매수   | 190,000 | (18.16) | (17.37) | 2022.07.12 | 매수   | 110,000 | (50.3) | (34.6) |
| 2021.06.29 | 매수   | 190,000 | (16.84) | (14.21) | 2022.08.05 | 매수   | 110,000 | (64.9) | (31.4) |
| 2021.07.06 | 매수   | 190,000 | (16.18) | (14.21) | 2022.10.21 | 매수   | 87,000  | (75.7) | (66.3) |
| 2021.07.19 | 매수   | 190,000 | (19.04) | (14.21) | 2022.11.04 | 매수   | 87,000  | (56.3) | (42.4) |
| 2021.08.10 | 매수   | 190,000 | (20.01) | (14.21) | 2023.01.10 | 매수   | 87,000  | (36.1) | (22.7) |
| 2021.08.26 | 매수   | 190,000 |         |         | 2023.02.13 | 매수   | 87,000  | (42.7) | (33.8) |
| 담당자 변경     |      |         |         |         | 2023.04.20 | 매수   | 87,000  | (51.7) | (48.7) |
| 2022.03.07 | 매수   | 120,000 | (17.8)  | (10.6)  | 2023.05.08 | 매수   | 74,000  | (31.4) | (27.6) |
| 2022.04.19 | 매수   | 120,000 | (32.3)  | (26.2)  | 2023.06.22 | 매수   | 74,000  |        |        |

#### Compliance Notice

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

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

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

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

#### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.03.31

| 구분 | Buy(매수) | Trading Buy(매수) | Hold(보유) | Sell(매도) |
|----|---------|-----------------|----------|----------|
| 비율 | 99.1%   | 0.0%            | 0.9%     | 0.0%     |

##### [업종 투자의견]

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

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

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

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

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