

메타 플랫폼스 (META/US)

Muse 의 업사이드는 어디까지일까?

해외주식 박제민 / jeminwa@sk.com / 3773-8884

Signal: 최초의 Consumer Agent, Muse!

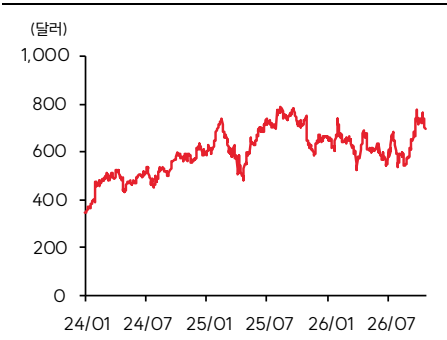
Key: 당연한 것처럼 계속되는 본업 개선

Step: 1년 내 현금 부족이 유력

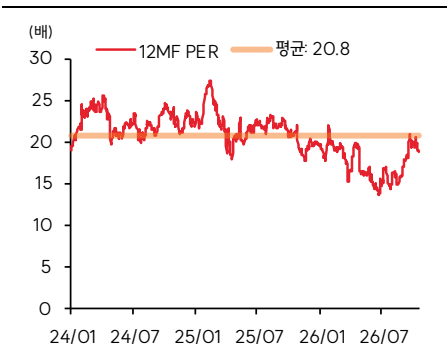
COMPANY DATA

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
결산 기준월	12월
시가총액 (십억달러)	1,783
시가총액 (조원)	2,363
현재 주가 (달러)	697.5

주가 추이



PER 추이 및 평균



최초의 Consumer Agent, Muse!

MSL 팀이 드디어 성과를 냈다. 일반 사용자에게 맞춰진 AI Agent Muse 이다. 일상 생활에 초점을 맞췄다는 점에서 업무 생산성 향상 위주의 기존 모델들과 차별화된다. 출시 1.5 개월만에 1,000 만 다운로드, DAU 25%, 쇼핑 이용률 25% 등의 수치가 공개됐다. SensorTower 에 의하면 Muse 는 다운로드 속도, 재방문률이 경쟁 AI 앱(ChatGPT, Claude)대비 높게 나타나는 중이다. 1) 더 많은 토큰 사용량을 위한 구독 2) Agent 를 통해 판매된 물품에 대한 수수료 두 가지 핵심 비즈니스 모델을 지닌다. SK 증권은 Muse 의 2028 년 연말 ARR 을 Base Case \$40B, Bull Case 의 경우 최대 \$193B 으로 추정한다.

당연한 것처럼 계속되는 본업 개선

3 분기 동안 광고 노출(Q)과 광고 단가(ASP)가 각각 10%, 14% 상승했다.

광고 노출(Q): Instagram 1인당 이용 시간 사상 최고 기록, Facebook Reels 과 Threads 1인당 이용시간이 20% 이상 상승했다. GPU 를 이용하여 콘텐츠에 의미 라벨 부여를 통한 개선을 지속 중이다. 추가로 Instagram 릴스를 여러 개의 순서쌍(sequence)로 짜는 방식 신규 콘텐츠 위주의 추천 방식이 성공을 거두며 광고 노출도를 올리는 중이다.

광고 단가(ASP): 기존 광고 순위 및 후보 추천 모델이던 GEM, Andromeda 의 성과가 지속됐다. 추가로 지난 분기 공개한 광고를 의미 단위로 분석하는 엔진 (Meta Generative Recommender) 역시 Facebook 에 처음 적용되며 전환율을 2% 개선했다.

1년 내 현금 부족이 유력

3 분기 처음으로 FCF 음수를 기록했다. Capex 전망에서 예견된 수치다. 4 분기에 적자 폭 심화가 예상된다. Meta 의 현금 상황을 고려할 때 내년 내로 추가 조달이 필요하다. 무의결권 주식을 새로 발행했다. 직원 보상 지급 차원 및 최근 채권시장 분위기를 의식한 조달 방법 확보 전략으로 판단된다.

영업실적 및 투자지표 (FY기준)

구분	단위	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	십억달러	116.6	134.9	164.5	201.0	254.5	307.1
영업이익	십억달러	28.9	46.8	69.4	83.3	84.9	103.5
순이익(지배주주)	십억달러	23.2	39.1	62.4	60.5	78.4	86.9
EPS	달러	8.6	15.2	24.6	24.0	30.4	33.9
PER	배	63	41	29	24	21	18
PBR	배	15	12	10	8	6	4
EV/EBITDA	배	10	16	19	16	15	12
ROE	%	19	28	37	30	29	24

자료: Bloomberg, Consensus(26.10.21)

Muse ARR 시나리오 분석

Muse 의 사용자 반응, 수수료율 등 핵심 수치는 아직 공개되지 않았다. 출시 1.5 개월 차 초기 앱인 만큼 추정에는 한계가 크다. 다만 Muse 는 첫 히트 Consumer Agent 로 보이고, Agent 세계에서 Data flywheel 이 작동한다면 Agent Shopping 을 통해 전자상거래의 상당 부분을 가져갈 수 있다고 판단해 시나리오 분석을 진행했다. 아래 추정은 경쟁을 사실상 배제한 숫자로, Muse 의 실적 전망보다는 Agent Shopping 이 열 수 있는 TAM 으로 보는 것이 적절하다.

Base Case: 2028 년 말 Muse MAU 3 억명(Meta 전체 App MAU 40 억 이상 추정) 중 60%가 Muse 로 쇼핑하고, 1 인당 월 \$350 를 쓴다고 가정했다. 10 만원 대 결제를 한 달에 3~4 번 Muse 에 맡기는 수준이다. 수수료율은 ChatGPT Instant Checkout 서비스 결제 수수료(4%) 대비 Meta 의 광고 시장 지위를 감안해 5%로 잡았다. 연간 거래액(GMV)은 \$756B, 연말 ARR 은 \$40B 다.

Bull Case: MAU 7 억명의 80%가 월 \$400 를 쓰는 경우다. GMV 는 \$2.69T 로 2028 년 글로벌 이커머스 거래액 전망치(약 \$8.1T)의 33%를 차지한다. 온라인 결제 3 건 중 1 건이 Muse 를 거친다는 뜻이다. 연말 ARR 은 \$193B 로, Meta 의 3Q26 매출을 연환산한 수치와 유사한 수준이다.

Muse ARR(Consumer Agent TAM) 시나리오 분석 주요 가정

	2027E			2028E			비고
(단위: 십억달러)	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	
주요 가정							
연말 MAU (백만명)	25	100	250	70	300	700	현재 셋업 1,000만명, DAU 약 250만명
활성 쇼퍼 비중	40%	60%	80%	40%	60%	80%	현재 WAU의 25% 이상이 쇼핑 이용
쇼퍼 월 평균 지출 (\$)	100	350	400	100	350	400	현재 평균 구매액 \$200 이상(여행 포함)
Take rate	4%	5%	7%	4%	5%	7%	ChatGPT 결제 수수료 4% 참고
유료 전환율 (MAU 대비)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	ChatGPT 유료 전환율(약 5%) 할인
월 ARPPU (\$)	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	20.8	Power \$20.99%, Maximum \$100.1%
추정 결과							
구독 ARR	0.2	0.7	1.9	0.5	2.2	5.2	구독자 × ARPPU × 12
GMV	12.0	252.0	960.0	33.6	756.0	2,688.0	활성 쇼퍼 × 월 지출 × 12
커머스 ARR	0.5	12.6	67.2	1.3	37.8	188.2	GMV × Take rate
합계 ARR	0.7	13.3	69.1	1.9	40.0	193.4	
GMV / 글로벌 이커머스	0.2%	3.3%	12.7%	0.4%	9.3%	33.2%	글로벌 이커머스 2028년 약 \$8.1T
합계 ARR / Meta 매출	0.3%	5.2%	26.7%	0.7%	15.5%	74.8%	Meta 3Q26 매출 연환산 \$258B 대비

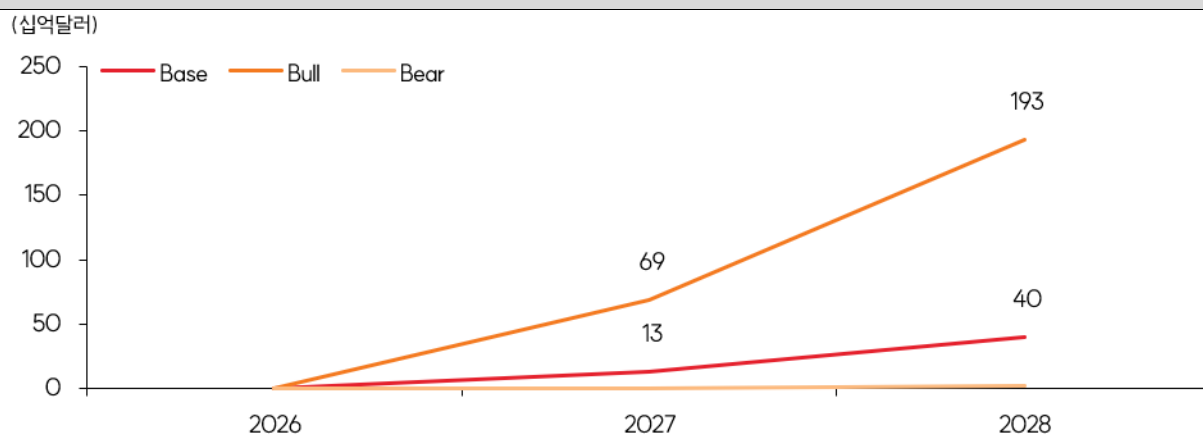
자료: SK 증권 추정

현실성 점검: Amazon 의 2025 년 GMV 는 약 \$830B 로 글로벌 이커머스의 약 13%, 미국 이커머스의 약 36%다. Base Case(글로벌 GMV 의 9%)는 Muse 가 출시 2년 만에 Amazon의 글로벌 점유율에 근접한다는 가정이고, Bull Case(33%)는 Amazon 약 3 개 분량의 거래를 Amazon 없이(현재 Muse 차단) 중개해야 가능한 숫자다. 다만 Muse GMV 는 여행·티켓 같은 서비스 재화가 추가되어 상품 위주의 아마존의 대비 더 큰 시장을 공략한다고 판단된다.

추정의 한계

- ① 매출만 추정했다. 아직까지 Muse 는 컴퓨팅 비용이 큰 서비스다. Meta 는 1 년 내 비용 효율 10 배 개선을 제시했지만 유저당 비용은 공개하지 않았다. 다만 현재 전세계 토큰 비용은 매년 100배 가량 공격적으로 감소 중이다. 소비자에게 AI 연산을 제공하고 광고·거래로 회수하는 Muse 의 사업 구조는 시간이 갈수록 단위 경제성이 개선될 가능성이 높다.
- ② 경쟁을 배제했다. Google, Apple, OpenAI 모두 같은 시장을 노리고 있다. Muse 가 선두주자였으나 개인용 Agent 의 소비자 binding 이 어느 정도 수준일지는 아직 확인된 바가 없다. 그러나 2025 년 6 개월 이상 선두 모델 자리를 빼앗겼으나 WAU 를 유지한 ChatGPT 의 사례는 binding 의 존재를 방증한다고 판단한다.
- ③ 가맹점이 수수료를 받아들여야 한다. OpenAI 는 4% 수수료의 ChatGPT 결제 기능을 소비자 반응 미약과 가맹점 반발로 출시 약 6 개월 만에 접었다.
- ④ Muse 데이터가 Facebook, Instagram 광고 효율을 높이는 간접 효과는 반영하지 않았다. 현재는 Muse 와 기존 플랫폼들의 연동이 제한적이나 추후 광고 엔진 강화에 활용될 가능성이 높다. Muse 의 가치는 단순 ARR 에서 그치지 않는다.

시나리오별 연말 Muse ARR 추정



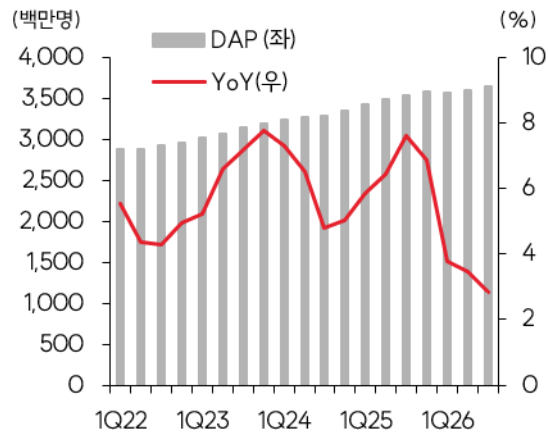
자료: SK 증권 추정

META 부문별 매출액 추이

(단위: 백만달러)	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	3Q26A	Diff	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	51,242	59,893	56,311	60,801	63,164	64,601	2%	73,682	200,966	254,489	307,131
Family of Apps	50,772	58,938	55,909	60,370	62,454	64,158	3%	72,516	198,759	251,366	301,667
Reality Labs	470	955	402	431	524	443	-15%	1,067	2,207	2,415	2,862
North America	21,751	26,472	24,079	26,816	17,680	28,905	63%	33,196	87,199	110,954	134,091
Europe	12,268	14,480	13,500	14,296	11,023	14,462	31%	17,594	47,960	60,290	72,211
Asia	10,272	11,182	10,914	11,164	8,596	11,890	38%	13,446	39,260	48,440	58,863
Rest of World	6,951	7,759	7,818	8,525	8,794	9,344	6%	9,588	26,547	34,452	41,577
YoY(%)	26%	24%	33%	28%	23%	26%		23%	22%	27%	21%
Family of Apps	26%	25%	33%	28%	23%	26%		23%	22%	26%	20%
Reality Labs	74%	-12%	-2%	16%	12%	-6%		12%	3%	9%	19%
North America	24%	22%	29%	45%	-19%	33%		25%	21%	27%	21%
Europe	29%	26%	39%	28%	-10%	18%		22%	24%	26%	20%
Asia	25%	21%	29%	-13%	-16%	16%		20%	20%	23%	22%
영업이익	20,535	24,745	22,872	18,775	20,964	12,988*	-38%	25,018	83,276	84,945	103,498
OPM(%)	40.07	41.32	40.62	30.88	32.97	20.10		34.02	41.44	33.28	33.71

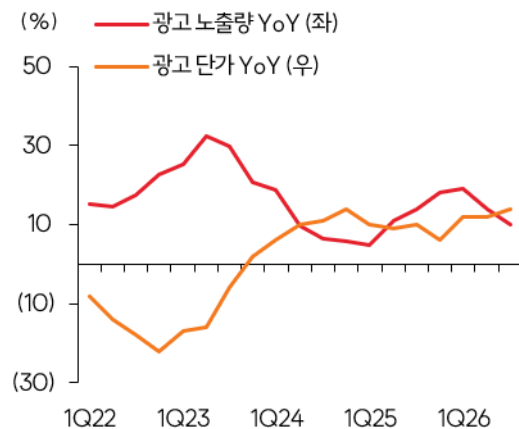
자료: Bloomberg, SK 증권 / *주: 영업이익 쇼크는 일회성 합의금 \$9.9B에 의한 것. 이를 더할 경우 22,878로 +9% 서프

Meta DAP 추이



자료: META, SK 증권

광고 노출량, 단가 추이



자료: META, SK 증권

COMPLIANCE NOTICE

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도