

# AI인프라 시대, 한국의 Key Player는?

## 엔비디아와 AI 클라우드 동맹 맺은 NAVER와 SKT

6월 8일 NAVER와 SK텔레콤은 각각 엔비디아와 AI 클라우드 사업 파트너십을 발표하였다. 양사는 엔비디아의 하드웨어를 활용해 AI GPU 및 데이터센터 인프라를 구축하고, 이를 클라우드 형태로 제공해 사용료를 수취하는 GPU 클라우드(GPUaaS) 사업을 확대할 계획이다. 장기적으로 기가와트(GW)급 AI 클라우드 인프라 구축 목표를 제시하였는데, 이는 기존에 시장에서 가정하던 중설 범위를 크게 상회하는 계획이라는 점에서 긍정적으로 평가한다. GPU 클라우드 사업은 가동 가능한 컴퓨팅 자원 규모가 커질수록 매출 창출 여력도 함께 확대되는 구조를 갖고 있다. 따라서 이번 중장기 확장 계획은 단순한 협력 발표를 넘어 향후 실적 기여 가능성을 높이는 핵심 요인으로 판단된다. 미국 주식시장에서 코어위브(CRWW.US)와 같은 네오클라우드 기업들이 높은 밸류에이션을 인정받는 이유도 여기에 있다.

해외 시장으로의 진출 가능성도 주목할 필요가 있다. NAVER와 SK텔레콤은 그동안 국내 내수 중심의 사업 구조로 인해 추가 상승여력의 한계가 존재하였다. 그러나 이번 파트너십을 계기로 NAVER는 유럽과 중동의 소비자 AI 수요까지 대응하겠다는 계획을 제시하였으며, SK텔레콤은 아시아 전역으로 클라우드 인프라 사업을 확대하겠다는 방향성을 언급하였다. 고성능 AI GPU를 안정적으로 조달하고, 이를 대규모 클러스터로 구축해 운영하는 역량은 미국을 제외한 해외 IT 서비스 기업들이 단기간에 확보하기 쉽지 않은 경쟁력이다. NAVER와 SK텔레콤은 국내에서 축적한 AI 인프라 구축 및 운영 경험을 바탕으로 아시아와 유럽 시장 내 사업 기회를 넓혀갈 것으로 예상된다.

도표 1. 엔비디아와 NAVER/SK텔레콤 파트너십 공통점

구분	공통점
사업모델	자체 AI 서비스 고도화뿐 아니라 외부 고객 대상 AI Cloud/AI Factory 서비스 제공 가능
인프라 구조	NVIDIA DSX 플랫폼 기반 AI Factory 구축
확장 규모	중장기적으로 기가와트급 AI 인프라를 지향
AI Cloud 성격	GPU 기반 AI 연산에 특화된 AI Cloud 인프라를 구축
주요 워크로드	학습, 후처리 학습, 추론, Agentic AI, Physical AI 워크로드 지원
산업 적용	챗봇·검색형 AI를 넘어 제조, 로보틱스, 엔터프라이즈, 물리 AI 영역까지 확장
목표 고객	국내 기업, 산업, 정부기관, AI Cloud 고객을 대상으로 서비스 제공
Sovereign AI	한국의 데이터 주권, 산업별 보안 요구, 로컬 AI 수요에 대응하는 Sovereign AI 인프라 구축

자료: Nvidia, NAVER, SK텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 2. 엔비디아와 NAVER / SK텔레콤 파트너십 차이점

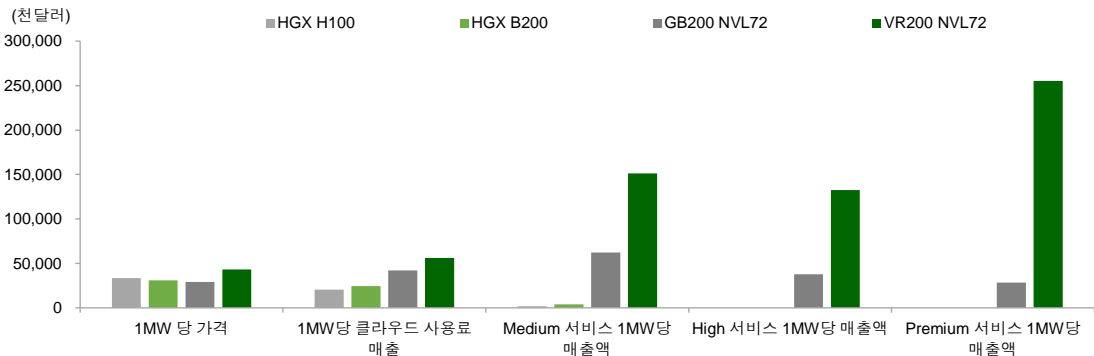
구분	SK텔레콤 × 엔비디아	네이버 × 엔비디아
출발점	통신망, 데이터센터, 기업 인프라, SK그룹 제조 기반	GAK 세종 데이터센터, 네이버클라우드, HyperCLOVA X, 자체 AI 서비스
초기 규모	기가와트급 AI Cloud 계획, 첫 AI Factory 2027년 가동 예정	GAK 세종에서 55MW로 시작, 이후 기가와트급 확장 계획
핵심 포지션	통신사가 국가 AI 인프라의 백본이 되는 구조	클라우드·모델·서비스를 결합한 AI 플랫폼 사업자 구조
주요 활용처	산업용 AI, 로보틱스, 제조 디지털트윈, SK하이닉스 팜, 기업용 AI	HyperCLOVA X, AI Agent Platform, Seoul World Model, 글로벌 소버린 AI 고객
엔비디아 생태계 내 지위	NVIDIA Cloud Partner 합류 명시	Nemotron Coalition 첫 한국 참여 기업, Nemotron·NemoClaw·Cosmos 활용
그룹 시너지	SK하이닉스 메모리, SK그룹 에너지·데이터센터 운영 역량과 연결	네이버의 검색·커머스·클라우드·지도·도시 데이터·LLM 역량과 연결
투자 포인트	통신사의 네오클라우드 전환 가능성	클라우드와 자체 AI 모델의 글로벌 소버린 AI 사업화 가능성

자료: Nvidia, NAVER, SK텔레콤, 신영증권 리서치센터

### 하이엔드 플랫폼 도입의 효과

한편 이번 파트너십을 통해 도입될 엔비디아 DSX 플랫폼은 단순한 GPU 탑재 시스템이 아니라, 엔비디아가 전력, 냉각, 네트워크, 스토리지, 소프트웨어를 통합 설계한 표준형 AI 인프라 패키지이다. 해당 플랫폼은 베라 CPU와 루빈 GPU를 중심으로 구성된 하이엔드 아키텍처로, 현 시점에서 가장 높은 수준의 와트당 토큰 처리량을 구현할 수 있는 인프라로 평가된다. 토큰 처리 성능이 개선될 경우 동일한 전력 조건에서 더 많은 AI 연산을 수행할 수 있으며, 이는 GPU 클라우드 고객사들 (AI 모델 개발 기업, AI 서비스 제공 기업, AI를 활용하는 일반 기업) 매출 창출 능력 제고로 이어져 GPU 인프라 수요 확대에 귀결된다. 결국 이번 협력은 단순한 GPU 확보를 넘어, 고성능 AI 인프라를 기반으로 기업 고객의 클라우드 수요를 흡수하기 위한 중장기 투자로 해석된다

도표 3. 더 높은 사양의 컴퓨팅 플랫폼일수록 서버 가격 대비 AI서비스 토큰 매출액이 높음 (GTC 2026 기반 추정)

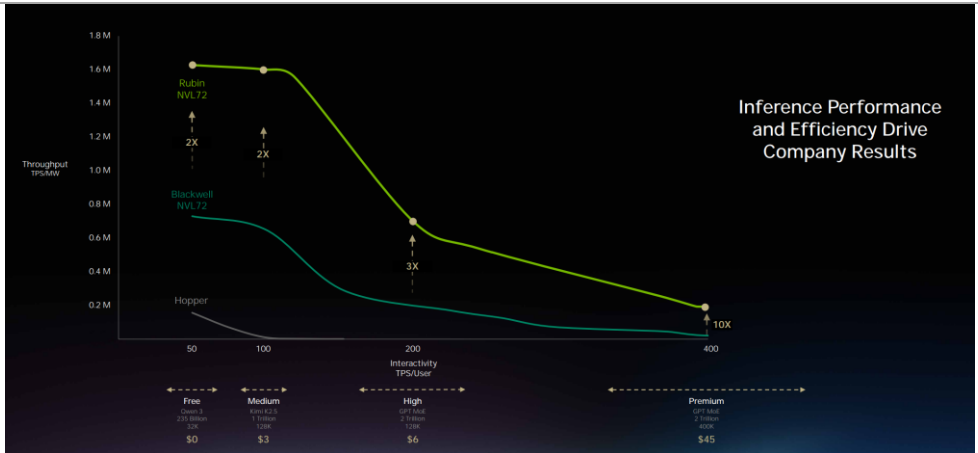


자료: 엔비디아, 신영증권 리서치센터

참고: Medium 서비스는 1조 파라미터 AI 모델을 낮은 속도로 서비스, High 서비스는 2조 파라미터 AI 모델을 낮은 속도로 서비스, Premium 서비스는 2조 파라미터 AI 모델을 높은 속도로 서비스

## 2 • 신영증권

도표 4. GTC 2026 – 엔비디아 컴퓨팅 플랫폼 진화에 따라 토큰 생성 능력이 개선됨



자료: 엔비디아

### 국내 AI 수요 확산 속도에 주목

다만 GPU 클라우드 사업에는 리스크 요인도 존재한다. 충분한 수요와 가동률이 확보되지 않을 경우 대규모 고정비 부담이 발생할 수 있기 때문이다. 아직 국내 AI 산업 생태계는 초기 단계에 머물러 있어, 미국과 같은 대규모 인프라 수요가 뚜렷하게 확인되지는 않고 있다. 이를 완화하기 위해서는 정책적 지원이 중요한 변수로 작용할 전망이다. 국내 AI 생태계 육성 정책을 통해 내수 고객 기반이 확대될 수 있으며, 데이터센터 전력 규제 완화를 통해 전력 확보에 어려움을 겪는 해외 빅테크 기업의 수요를 국내로 유치하는 것 또한 중요한 해법이다. 따라서 정부의 정책적 지원과 국내 AI 인프라 수요의 확산 속도에 지속적으로 주목할 필요가 있다.

아울러 대규모 설비 투자가 선결되어야 하는 만큼 초기 투자비로 인한 고정비 부담, 조달규모에 따른 이익 배분 이슈 등을 감안하면 전사 수익에 의미있는 수준으로 이익 기여도가 높아지기까지는 상당한 시간이 소요될 가능성도 있다. 두 기업이 계획하고 있는 투자와 관련하여 조달 방식, 규모, 이익 배분 구조에 대한 보다 자세한 내용에 향후 시장은 주목해야 한다는 판단이다.

초기 불확실성과 각종 우려에도 불구하고, 지금으로서는 AI 인프라, 솔루션 서비스 사업자로서 국내에서는 SK텔레콤과 네이버가 선두에서 주목받는 상황이 되었음은 의심의 여지가 없다. 사업의 중심축이 이동하고 있는 두 회사에 대한 관심을 다시 한번 높일 때다. SK텔레콤과 네이버에 대한 목표주가를 각각 149,000원, 400,000원으로 제시한다.

# SK텔레콤(017670.KS)

## 아시아의 코어워브가 될래요

### 매수(유지)

현재주가(6/8) 106,700원  
 목표주가(12M, 상향) 149,000원

#### Valuation Indicator

(배, %)	25A	26F	27F
PER	28.1	18.5	17.6
PBR	0.9	1.4	1.4
EV/EBITDA	4.4	5.5	6.9
ROE	3.3	9.3	9.2
DPS	1,660	1,660	3,540

#### Key Data

(기준일: 2026. 6. 8)

KOSPI(pt)	7484.41
KOSDAQ(pt)	911.39
액면가(₩원)	100
시가총액(억원)	229,181
발행주식수(천주)	214,790
평균거래량(3M, 주)	1,284,693
평균거래대금(3M, 백만원)	127,572
52주 최고/최저	125,200 / 52,100
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(26F, %)	1.8
외국인지분율(%)	37.5
주요주주 지분율(%)	
SK 외 9 인	30.6 %
국민연금공단	7.5 %

#### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.1	39.5	98.0	102.9
KOSPI대비 상대수익률	14.3	4.1	9.9	-23.8

#### Company vs KOSPI composite



### 하반기 이후 실적 턴어라운드 전망

- SK텔레콤은 6월 8일 엔비디아와 폴스택 AI 클라우드 협력을 발표함. 양사는 AI 연산에 특화된 데이터센터인 AI 팩토리를 구축할 계획이며, 2027년 한국에서 첫 가동을 시작할 예정임. 이후 SK텔레콤은 해당 모델을 GW급 규모로 확장해 나갈 예정이며, 국내 뿐만 아니라 아시아 전역으로 사업을 확대할 계획임
- SK텔레콤은 이번 파트너십을 발판으로 AI 클라우드 사업을 빠르게 성장시키고자 함. 동사는 지난 3월 MWC에서 GPU 클라우드 사업 진출 의지를 표명한 바 있으나, 중장기적으로 GW급의 AI 클라우드 인프라 확장 로드맵을 제시한 것은 이번이 처음임
- 동사의 GPU 클라우드는 그룹사 내부 수요를 확보할 수 있다는 점에서 차별화된 강점을 보유함. SK텔레콤은 이미 피지컬 AI 분야에서 엔비디아와 협력해 왔으며, 엔비디아 옴니버스(Omniverse) 플랫폼과 로봇 모델 아 이작 그루트 기반 피지컬 AI 솔루션을 SK하이닉스 반도체 제조 공정에 적용하고 있음.
- 이는 AI 인프라를 단순히 외부 고객에게 임대하는 데 그치지 않고, 그룹 내 제조·운영 효율화 프로젝트와 연결할 수 있다는 점에서 초기 가동률과 사업 안정성을 높이는 요인으로 판단함
- 현재 SK텔레콤의 AIDC 인프라 사업 매출은 2025년 기준 연간 4,000억원 규모로 추정됨. 향후 설비가 GW급으로 확산될 경우 해당 매출은 중장기적으로 10조원 이상으로 확대될 가능성이 있다고 판단함.

### 투자의견 매수 및 목표주가 149,000원 제시

- 당사는 AI 인프라 및 피지컬 AI 솔루션 기업으로 사업 정체성이 확장되고 있음. SK그룹 내 IT 인프라 운영을 전담하고 있다는 점을 고려하면, 향후 그룹사 AI 투자 확대와 국내 AI 인프라 시장 성장에 따른 수혜가 점차 가시화될 것으로 판단함
- 네오클라우드 사업자로서의 재평가 가능성도 존재함. 미국 네오클라우드 기업들은 엔비디아와의 파트너십을 통한 빠른 GPU 조달, 선제적인 전력 및 부지 확보, 가시성 높은 GPU클라우드 확장 로드맵을 바탕으로 높은 밸류에이션을 부여받고 있음. SK텔레콤도 엔비디아와의 파트너십을 통한 빠른 GPU 조달이 가능해졌으며, 장기 확장 로드맵의 가시성도 조금씩 높아지고 있음
- 이러한 관점에서 SK텔레콤에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 149,000원을 제시. AI 인프라 사업 가치 약 11조원을 추가 반영하여 목표주가를 기존 11만원 대비 39% 상향함. 2030년 기준 SK텔레콤의 예상 AI 인프라 사업 영업이익 추정치 2.8조원에 미국 네오클라우드 사업자 코어위브의 EV/EBIT 배수 (FY 2030)를 50% 할인 적용하여 산정함

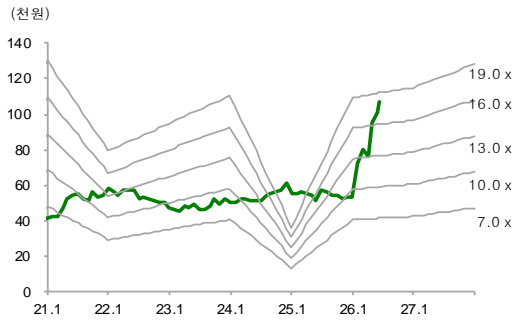
도표 1. SK텔레콤 실적 추정

(단위: 십억원)

구분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
영업수익	4,454	4,339	3,978	4,329	4,392	4,368	4,426	4,421	17,099	17,608	17,789
YoY	-0.5%	-1.9%	-12.2%	-4.1%	-1.4%	0.7%	11.3%	2.1%	-4.7%	3.0%	1.0%
<부문별 매출액>											
SK텔레콤	3,265	3,135	2,665	3,084	3,106	3,113	3,128	3,167	12,148	12,514	12,617
이동전화수익	2,661	2,623	2,124	2,538	2,581	2,605	2,589	2,585	9,945	10,360	10,426
SK브로드밴드	1,114	1,120	1,143	1,157	1,150	1,160	1,163	1,163	4,533	4,635	4,709
초고속인터넷	267	269	268	277	275	277	279	282	1,081	1,113	1,143
IPTV	387	385	386	382	381	380	381	374	1,540	1,516	1,489
케이블TV	91	90	92	93	91	91	86	87	366	354	336
집전화	6	6	6	7	6	5	5	9	25	25	26
기업사업	346	359	381	387	383	397	402	402	1,473	1,584	1,670
IDC 등	127	137	158	162	158	168	172	171	584	668	726
<부문별 매출액 YoY>											
SK텔레콤	2.4%	-1.8%	-16.8%	-3.4%	-4.9%	-0.7%	17.4%	2.7%	-4.9%	3.0%	0.8%
이동전화수익	-0.1%	-1.9%	-20.5%	-4.6%	-3.0%	-0.7%	21.9%	1.9%	-6.8%	4.2%	0.6%
SK브로드밴드	2.2%	2.5%	3.4%	3.2%	3.2%	3.6%	1.8%	0.5%	2.8%	2.3%	1.6%
초고속인터넷	3.8%	3.4%	2.0%	0.9%	3.1%	3.2%	4.1%	1.5%	2.5%	3.0%	2.7%
IPTV	0.3%	0.0%	-1.5%	-1.8%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	-2.1%	-0.7%	-1.6%	-1.7%
케이블TV	0.7%	-1.5%	0.5%	-3.7%	-0.4%	0.6%	-6.5%	-6.3%	-1.1%	-3.2%	-5.0%
집전화	-14.9%	-15.5%	-14.5%	35.4%	-11.1%	-15.3%	-14.3%	35.6%	-5.7%	-0.6%	4.3%
기업사업	1.9%	6.1%	12.0%	11.1%	10.4%	10.7%	5.5%	4.0%	7.8%	7.5%	5.4%
IDC 등	8.1%	10.8%	27.1%	24.4%	23.9%	22.7%	8.7%	5.2%	17.8%	14.3%	8.8%
영업이익	567	338	48	119	538	578	549	273	1,073	1,937	2,055
YoY	13.8%	-37.1%	-90.9%	-53.1%	-5.3%	70.9%	1032.5%	128.7%	-41.1%	80.4%	6.1%
OPM	12.7%	7.8%	1.2%	2.8%	12.2%	13.2%	12.4%	6.2%	6.3%	11.0%	11.6%
EBITDA	1,484	1,233	946	1,020	1,416	1,480	1,456	1,184	4,682	5,537	5,709
YoY	3.8%	-15.2%	-34.9%	-13.7%	-4.6%	20.1%	53.9%	16.1%	-15.2%	18.2%	3.1%
EBITDA Margin	33.3%	28.4%	23.8%	23.6%	32.2%	33.9%	32.9%	26.8%	27.4%	31.4%	32.1%
지배순이익	364	90	-158	113	364	349	341	183	408	1,238	1,300
YoY	3.2%	-73.4%	-158.8%	-61.3%	0.0%	289.6%	315.6%	62.6%	-241.0%	243.1%	33.9%
NPM	8.2%	2.1%	-4.0%	2.6%	8.3%	8.0%	7.7%	4.1%	2.4%	7.0%	7.3%

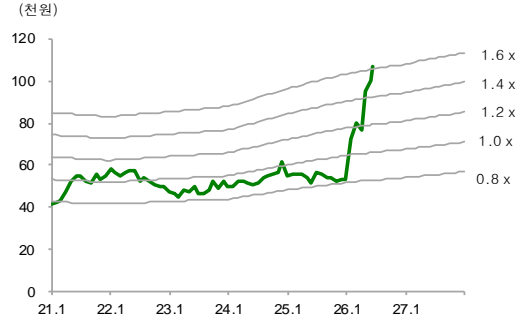
자료: SK텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 2. SK 텔레콤 PER Band Chart



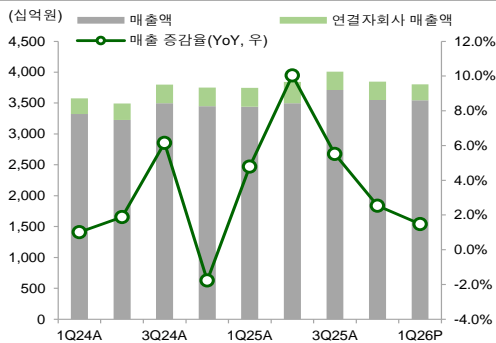
자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 3. SK 텔레콤 PBR Band Chart



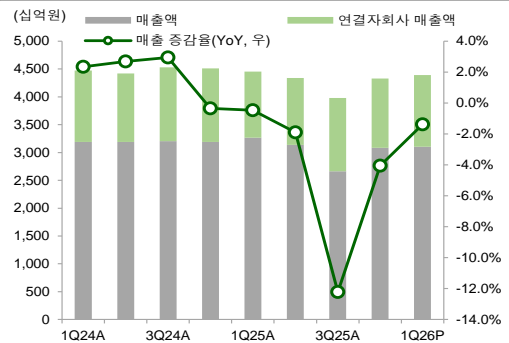
자료: FnGuide, 신영증권 리서치센터

도표 4. SK 텔레콤 분기별 매출 추이 및 전망



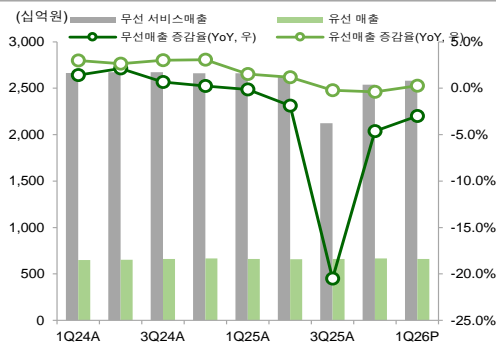
자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 5. SK 텔레콤 분기별 영업이익의 추이 및 전망



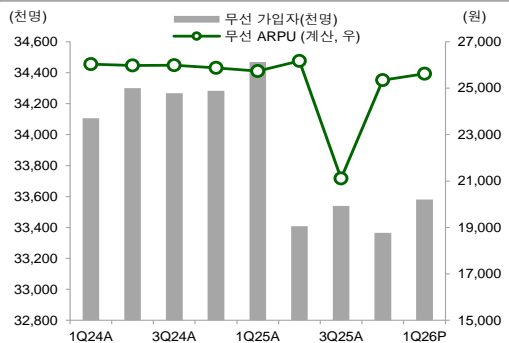
자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 6. SK 텔레콤 분기별 유무선 매출액 및 증감율 추이



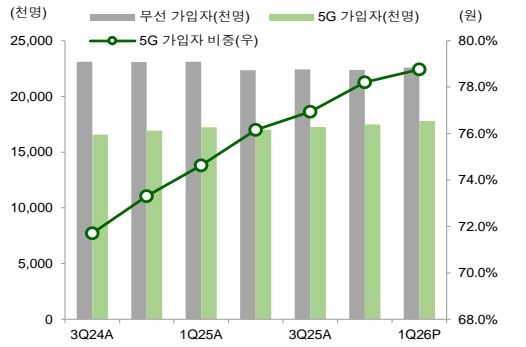
자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 7. SK 텔레콤 분기별 무선 가입자 및 ARPU 전망



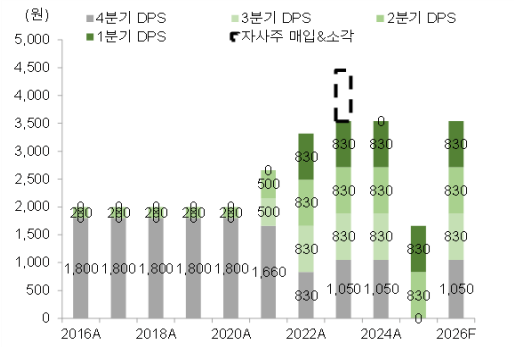
자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 8. SK 텔레콤 5G 가입자 추이



자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터

도표 9. SK 텔레콤 분기별 주주환원 추이



자료: SK 텔레콤, 신영증권 리서치센터  
참고: 2021년 자사주 매입액은 제외

도표 10. SK 텔레콤 목표주가 산정(단위: 십억원)

구분	가치	비고
<b>(1) 통신 사업 가치</b>	<b>27,683</b>	
Fwd 12M EBITDA	5,536.7	12개월 예상 EBITDA
Target EV/EBITDA	5.0	2014년 2015년 평균 EV/EBITDA 멀티플 적용
<b>(2) AI 인프라 사업 가치</b>	<b>7,435</b>	
EBIT (FY30)	2,753.6	
Target EV/EBIT(FY30)	2.7	코어워브 FY2030 EV/EBIT 배수 50% 할인 적용
<b>(3) 엔트로픽 지분 가치</b>	<b>4,053</b>	
예상 기업가치	1,351,000	환율 1400원 기준, 엔트로픽 기업가치 9,650억달러 가정 (시리즈H 기준)
예상지분율	0.3%	
<b>(4) 순차입금</b>	<b>7,154</b>	2025년말 기준
<b>(5) 목표 시가총액</b>	<b>32,017</b>	<b>(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>
유통주식수(백만주)	215	
적정주가(원)	149,062	
<b>목표주가(원)</b>	<b>149,000</b>	
현재주가(원)	106,700	
<b>상승여력</b>	<b>39.6%</b>	

자료: 신영증권 리서치센터

## SK텔레콤(017670.KS) 추정 재무제표

### Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	179,406	170,992	176,078	177,886	179,654
증가율(%)	1.9	-4.7	3.0	1.0	1.0
매출원가	0	0	0	0	0
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	179,406	170,992	176,078	177,886	179,654
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	161,172	160,260	156,712	157,334	157,150
판매비율(%)	89.8	93.7	89.0	88.4	87.5
영업이익	18,234	10,732	19,366	20,552	22,505
증가율(%)	4.0	-41.1	80.5	6.1	9.5
영업이익률(%)	10.2	6.3	11.0	11.6	12.5
EBITDA	55,233	46,634	53,228	43,028	37,422
EBITDA마진(%)	30.8	27.3	30.2	24.2	20.8
순금융손익	-2,509	-2,626	-1,719	-1,647	-1,708
이자손익	-3,159	-3,101	-3,216	-3,330	-3,334
외화관련손익	71	-28	-35	-35	-35
기타영업외손익	-1,325	-247	-1,142	-1,130	-1,113
종속및관계기업 관련손익	3,218	-636	-169	-165	-162
법인세차감전계속사업이익	17,618	7,223	16,336	17,610	19,521
계속사업손익법인세비용	3,747	3,472	3,941	4,745	5,286
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	13,871	3,751	12,395	12,865	14,236
증가율(%)	21.0	-73.0	230.4	3.8	10.7
순이익률(%)	7.7	2.2	7.0	7.2	7.9
지배주주지분 당기순이익	12,502	4,084	12,377	12,997	14,488
증가율(%)	14.3	-67.3	203.1	5.0	11.5
기타포괄이익	1,608	15,298	643	643	643
총포괄이익	15,479	19,049	13,038	13,509	14,879

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외손익/비용 항목은 제외됨

### Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동으로인한현금흐름	50,873	39,238	33,732	23,791	21,403
당기순이익	13,871	3,751	12,395	12,865	14,236
현금유출이없는비용및수익	43,132	44,366	41,054	30,585	23,572
유형자산감가상각비	36,999	35,902	33,862	22,475	14,918
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	-1,088	-1,442	-12,560	-11,585	-7,785
매출채권의감소(증가)	158	380	-549	147	121
재고자산의감소(증가)	-357	334	-267	-20	-20
매입채무의증가(감소)	-1,718	2,130	-9,746	-7,376	-5,525
투자활동으로인한현금흐름	-27,118	-17,371	-9,505	-10,177	-10,466
투자자산의 감소(증가)	-7,114	-12,866	199	199	199
유형자산의 감소	471	2,405	0	0	0
CAPEX	-24,874	-22,066	-22,044	-22,022	-22,000
단기금융자산의감소(증가)	-1,266	2,806	1,258	564	253
재무활동으로인한현금흐름	-18,099	-27,118	-22,082	-22,083	-26,087
장기차입금의증가(감소)	-2,025	-125	0	0	0
사채의증가(감소)	7	-2,462	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	31	-87	-2,751	6,144	15,297
현금의증가	5,687	-5,337	-606	-2,325	147
기초현금	14,550	20,237	14,900	14,294	11,969
기말현금	20,237	14,900	14,294	11,969	12,116

### Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	74,767	67,271	68,221	67,368	69,501
현금및현금성자산	20,237	14,900	14,294	11,969	12,116
매출채권 및 기타채권	24,823	23,692	24,241	24,094	23,973
재고자산	2,098	1,676	1,943	1,963	1,983
비유동자산	230,366	233,807	232,613	232,058	231,505
유형자산	126,174	119,022	118,665	118,309	117,954
무형자산	42,674	37,831	37,831	37,831	37,831
투자자산	44,762	57,628	57,429	57,231	57,032
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	305,133	301,078	300,834	299,426	301,005
유동부채	92,243	65,298	55,552	48,175	42,650
단기차입금	1,000	1,300	1,300	1,300	1,300
매입채무및기타채무	53,769	40,457	30,710	23,334	17,809
유동성장기부채	28,279	14,912	14,912	14,912	14,912
비유동부채	94,633	106,227	106,227	106,227	106,227
사채	63,636	72,944	72,944	72,944	72,944
장기차입금	2,031	3,000	3,000	3,000	3,000
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	186,876	171,525	161,779	154,402	148,877
지배주주지분	116,986	128,631	138,115	144,216	151,573
자본금	305	305	305	305	305
자본잉여금	17,710	17,710	17,710	17,710	17,710
기타포괄이익누계액	6,469	20,257	20,900	21,543	22,186
이익잉여금	229,761	229,383	238,224	243,681	250,395
비지배주주지분	1,290	922	940	808	556
자본총계	118,276	129,553	139,055	145,024	152,128
총차입금	111,360	107,478	107,478	107,478	107,478
순차입금	84,627	88,887	91,810	94,699	94,804

### Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Per Share (원)					
EPS	5,810	1,901	5,762	6,051	6,745
BPS	54,898	60,299	64,715	67,555	70,980
DPS	3,540	1,660	1,660	3,540	3,940
Multiples (배)					
PER	9.5	28.1	18.5	17.6	15.8
PBR	1.0	0.9	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	3.7	4.4	5.5	6.9	7.9
Financial Ratio					
12월 결산(억원)					
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	16.3%	-67.3%	203.0%	5.0%	11.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	0.4%	-15.6%	14.1%	-19.2%	-13.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	11.5%	3.0%	9.2%	9.1%	9.6%
ROE(지배순이익 기준)	10.8%	3.3%	9.3%	9.2%	9.8%
ROIC	7.9%	6.0%	7.9%	7.6%	8.0%
WACC	4.9%	4.4%	5.4%	5.4%	5.4%
안전성(%)					
부채비율	158.0%	132.4%	116.3%	106.5%	97.9%
순차입금비율	71.6%	68.6%	66.0%	65.3%	62.3%
이자보상배율	4.5	2.8	5.1	5.4	5.9

# NAVER(035420.KS)

## 새로운 10년을 향한 큰 변화의 시작

### 매수(유지)

현재주가(6/8) **279,000원**  
 목표주가(12M, 상향) **400,000원**

#### Valuation Indicator

(배, %)	25A	26F	27F
PER	19.6	22.4	21.2
PBR	1.3	1.1	1.1
EV/EBITDA	12.0	8.7	7.7
ROE	7.4	7.0	7.1
DPS	2,630	2,630	2,630

#### Key Data

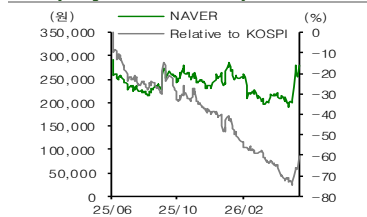
(기준일: 2026. 6. 8)

KOSPI(pt)	7484.41
KOSDAQ(pt)	911.39
액면가(₩)	100
시가총액(억원)	437,678
발행주식수(천주)	156,874
평균거래량(3M, 주)	1,513,894
평균거래대금(3M, 백만원)	361,571
52주 최고/최저	290,500 / 191,200
52주 일간Beta	0.6
배당수익률(26F, %)	1.3
외국인지분율(%)	34.6
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.3 %
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.1 %

#### Company Performance

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.8	25.4	12.0	45.9
KOSPI대비 상대수익률	30.0	-6.4	-37.8	-45.2

#### Company vs KOSPI composite



### 내년부터 AI 인프라 사업 본격화 발표

- 네이버는 전일 애널리스트 간담회를 통해 AI인프라 사업 추진에의 계획을 발표함. 사업의 무게중심을 기존 B2C 및 광고 중심에서 B2B의 AI 인프라 중심으로 전환하겠다는 방향성을 제시함. 특히 AI 팩토리 구축을 핵심 성장축으로 설정하고, 엔비디아와의 협력 확대를 통해 소비인 AI 시장 공략을 빠르게 추진할 계획을 밝힘
- 동사는 아시아권 AI 인프라 사업의 핵심 플레이어가 되는 것을 목표로 하고 있음. 글로벌 AI 컴퓨팅 수요의 대부분이 미국과 중국에 집중되어 있으나, 한국을 포함한 아시아 지역의 AI 인프라 수요 확대가 예상된다는 점에서 선제적 진출을 결정한 것으로 판단됨
- 기존에는 검색·커머스 중심의 Asset-Light 사업 구조를 유지해 왔으나, 향후에는 데이터센터 및 GPU 확보를 포함한 Capital-Intensive 사업으로 전환하는 전략을 채택함
- AI 팩토리 사업 성공의 선결 요건은, GPU 중심 데이터센터 운영 경험, 최신 GPU 확보 능력, 자금조달 역량 그리고 고객 확보 가시성임. 네이버는 엔비디아와의 협업을 통해 GPU 확보 경쟁력을 강화하고 있으며, 엔비디아 Nemotron(LLM 개발 연합 플랫폼), Cosmos(피지컬AI 플랫폼) 등 차세대 AI 플랫폼 개발 과정에 참여하고 있어 전략적 파트너십 수준이 한 단계 높아진 것으로 판단됨

### AI 팩토리 구축 로드맵

- 동사는 향후 5~6년에 걸쳐 GW 규모의 AI 인프라 구축을 추진할 계획임을 알림. 2027년 말까지 100MW, 2028년까지 추가 100MW 확보를 목표로 하고 있으며 현재 확보 또는 협의 중인 AI 인프라 규모는 약 200MW 수준으로 파악됨
- 초기의 해당 200MW 규모 데이터센터는 대부분 국내 및 말레이시아 지역을 중심으로 추진 중이며, 이후 세종 지역을 포함한 추가 증설을 계획하고 있음. 장기적으로 중동, 유럽까지 영역 확장을 노리는 것으로 파악됨

### 소버린 AI 시장 확대와 엔비디아와의 전략적 협력 의미

- 네이버는 향후 AI 시장의 핵심 성장축으로 소버린 AI를 제시함. 글로벌 AI 컴퓨팅 수요가 미국 중심으로 집중되어 있으나, 각국 정부 및 기업들은 자국 언어와 규제 환경에 최적화된 AI 모델 수요를 확대하고 있기 때문임. 동사는 검색, 커머스, 콘텐츠 등 다양한 서비스 운영 경험을 바탕으로 고객 맞춤형 AI 모델 구축 역량을 보유하고 있어 이에 적극적으로 대응할 수 있는 국내 유일한 업체라 판단됨
- 아울러 국가별 언어·문화·규제 특성에 맞춰 AI 모델을 개발하고 운영할 수 있다는 점에서 글로벌 빅테크 대비 차별화된 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 기대함
- 엔비디아 역시 소버린 AI 시장 확대 과정에서 네이버를 중요한 협력 파트너로 인식하고 있다는 점에서 동사의 로드맵 구축에 힘이 실림. 엔비디아가 AI 반도체에서 인프라, 모델, 애플리케이션까지 가치사슬 전반을 확대하는 과정에서 애플리케이션 및 모델 단계에서 직접 피드백이 가능한 파트너를 필요로 하고 있다고 판단, 두 회사간의 협력 구축 청사진이 빠르게 타진된 것으로 파악됨

### AI 인프라 기대감을 목표주가에 반영, 다만 아직은 불확실성 감수해야

- 네이버는 기존 인터넷 플랫폼 기업에서 AI 인프라 및 AI 솔루션 기업으로 사업 정체성이 빠르게 변화할 것으로 예상됨. 동사는 AI 모델 개발, AI 서비스 운영, AI 인프라 구축 역량을 동시에 보유하고 있다는 점에서 글로벌 네오클라우드(Neo Cloud) 사업자와 유사한 방향으로의 진화 가능성을 기대해볼만 함
- 회사는 향후 5년 내 AI 팩토리 사업에서 약 20조원 규모의 추가 매출 창출이 가능할 것으로 전망하고 있으며, AI 인프라 사업 마진 역시 장기적으로 20% 후반 수준까지 확대될 수 있다고 제시함. 고객 확보 측면에서도 초기 200MW 규모 물량에 대한 수요가 상당 부분 확보된 것으로 언급하고 있어 초기 가동률에 대한 우려는 제한적일 것으로 판단됨.
- 다만, AI 인프라 승자로 거론되고 있는 CoreWeave를 네이버의 롤모델로 지정하여 기대감을 높이는 것은 경계해야 한다는 판단임. MW 급 AI 데이터센터 건설에는 최소 수조원의 자금이 필요하며 GPU 확보 이후에도 전력, 네트워크, 운영 등에 상당한 비용이 소모되며 몇 년 동안 글로벌 클라우드 사업자들 역시 증설에 열을 올릴 것임을 감안하면 정작 GPU임대 사업의 수익성은 기대 이하일 가능성도 무시할 수 없음. 더욱이 대규모 자금조달에 대해 회사는 아직 구체적 계획 대신 재무적 투자자, 차입, PE 등 상식적 수준의 언급만 제시함
- 네이버가 아시아 CoreWeave를 지향하기보다는 한국형 AI인프라와 소버린 AI플랫폼을 결합한 형태의 AI 솔루션 서비스 판매기업으로서의 면모를 보인다면 장기적으로 성장, 수익에의 매력도를 더욱 높일 수 있을 것으로 판단함. 매수 의견을 유지하며 목표주가는 AI인프라 사업의 기대가치를 반영하여 400,000원으로 종전대비 25% 상향함

## AI인프라 사업 추진 관련 간담회 Q&A 요약

1. [매출 전망] 데이터센터 200MW 구축에 1~2년 소요되는데, 내년부터 유의미한 수익 실현이 현실성 있는지?

- \* 2027년 상반기 55MW, 연말까지는 100MW 완성될 것. 이는 한국에서 스페이스 리스를 통해 확보 완료
- \* NVIDIA로부터 칩을 받아 구축만 하면 되는 상황
- \* 내년말부터 해당 100MW 설비가 매출 기여를 시작할 것
- \* 2028년에도 추가 100MW가 확보되어 있어 바로 매출 기여 가능함
- \* 이후로는 세종과 추가 확보 노력을 통해 확장 지속할 것
- \* 매출을 위해 장기 고객 확보가 중요한데, 현재 고객 확보에 대한 자신감은 있는 편
- \* 현재 고객이 200MW 모두 가져가겠다는 의사가 있으며, 추가 200MW를 더 쓸 수도 있음

2. [자금 조달] 300MW급 건설에만 10~20조원이 필요할 것으로 추정되는데 GW급 자금 조달 구체적 계획

- \* 앞서 설명했던 당사 에퀴티 \$10억 + 전략적 파트너 에퀴티 \$10억 + SPC 펀딩 조달 계획은 1차 100MW에 대한 계획. 그 이후의 확장 건에 대해서는 추가 펀딩 필요

3. [경쟁력] AI팩토리 시장 경쟁 격화 추세에서 제한적인 자본금을 가지고 있는 당사의 경쟁력은 무엇인지?

- \* 경쟁력은 데이터센터 효율적 운영에 있어서의 당사의 소프트웨어 스킬의 강점
- \* 또한 경쟁이 심화되고 있지만, 워낙 수요가 폭발적으로 늘고 있어 과소공급으로 판단
- \* 미국내 전력난 등 이슈로, 미국 외에서 미국 기업에 서비스하는 것도 가능함
- \* 미국 외 시장의 향후 수요 성장도 기대하는 부분
- \* 효율적 운영과 마진 확보가 사업의 핵심일텐데, 당사의 소프트웨어 노하우가 포인트라고 생각
- \* 네비우스(러시아 검색엔진 운영 경험) 등 소프트웨어 스킬의 엣지가 인정받는 사례 있음

4. [재무계획] 5년뒤 20조원 매출에 대해 연간 매출 수준 구체화 및 20% 마진 도달의 기준 연도는? 또한 1GW 기준 자체적으로 집행할 수 있는 CAPEX 한도를 얼마로 지정하고 있는지?

- \* 연도별 구체적인 재무계획 가이드نس 제공 어려움
- \* CAPEX 한도는 1차(200MW) \$10억은 가시적. 그 이후로는 어떤 돈으로 어떻게 투자할지 현재 언급 어려움

5. [고객] GPU 렌탈가격이 오르면서 단기계약 위주로 체결하는 트렌드 등장. 계약 구조를 무조건 대형사와 장기계약할 예정인지?

- \* 사업초기 확장의 기반을 다지기 위해 장기 고객을 lock-in 하는데 집중할 계획. 단기 계약은 추후 고려

6. [매출 전망] 코어워브 기준 850MW에 10조원의 매출 발생. 당사의 20조원 매출 산정의 근거는?

- \* 1GW 기준 \$120~150억의 매출 발생, 현재 환율로 계산하면 20조원
- \* GPU 서비스 외에 커스터마이징 서비스를 통한 추가 수익 예상

7. [경쟁력] 피지컬 데이터 관련 당사가 NVIDIA 에게 선택받은 배경이 있는지?

- \* NVIDIA도 피지컬 데이터를 가진 파트너를 확보하려는 의지가 있음
- \* 당사는 로봇을 실생활에 투입해 실제 서비스를 하며 데이터를 축적한 많지 않은 회사 중 하나임
- \* 한국 지도서비스, 디지털 트윈과 3D 학습 가능한 기술력 등이 좋게 평가된 것으로 판단

8. [자금 조달] 펀딩에서의 전략적 파트너가 누구인지

- \* 언급 어려움

도표 1. NAVER 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구 분	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025A	2026F	2027F
<b>영업수익</b>	<b>2,786.8</b>	<b>2,915.1</b>	<b>3,138.1</b>	<b>3,195.1</b>	<b>3,241.1</b>	<b>3,319.1</b>	<b>3,554.3</b>	<b>3,658.4</b>	<b>12,035.0</b>	<b>13,772.8</b>	<b>15,146.9</b>
증가율	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	13.9%	13.3%	14.5%	12.1%	14.4%	10.0%
<b>네이버 플랫폼</b>	<b>1,604.7</b>	<b>1,693.1</b>	<b>1,816.6</b>	<b>1,850.3</b>	<b>1,839.8</b>	<b>1,931.8</b>	<b>2,061.1</b>	<b>2,136.4</b>	<b>6,964.7</b>	<b>7,969.0</b>	<b>8,943.9</b>
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,481.2	1,537.9	1,571.0	5,436.2	5,984.6	6,463.4
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	450.5	523.2	565.4	1,528.5	1,984.4	2,480.6
<b>파이낸셜 플랫폼</b>	<b>386.7</b>	<b>405.6</b>	<b>427.3</b>	<b>448.6</b>	<b>459.7</b>	<b>478.6</b>	<b>491.4</b>	<b>507.0</b>	<b>1,668.2</b>	<b>1,936.7</b>	<b>2,173.6</b>
<b>글로벌 도전</b>	<b>795.4</b>	<b>816.4</b>	<b>894.1</b>	<b>896.2</b>	<b>941.6</b>	<b>908.7</b>	<b>1,001.8</b>	<b>1,015.0</b>	<b>3,402.1</b>	<b>3,867.1</b>	<b>4,029.4</b>
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	318.5	345.9	385.7	986.5	1,401.2	1,541.3
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	448.3	493.2	447.1	1,851.3	1,828.6	1,804.6
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	141.9	162.7	182.2	564.2	637.3	683.4
사업별 성장률(yoy)											
네이버 플랫폼	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	14.1%	13.5%	15.5%		14.4%	12.2%
광고	9.8%	8.3%	10.9%	7.1%	9.3%	10.0%	10.0%	11.0%		10.1%	8.0%
서비스	33.7%	31.7%	49.0%	21.3%	35.6%	30.0%	25.0%	30.0%		29.8%	25.0%
파이낸셜 플랫폼	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	18.0%	15.0%	13.0%		16.1%	12.2%
글로벌 도전	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	11.3%	12.0%	13.3%		13.7%	4.2%
C2C	4.2%	11.6%	28.9%	33.5%	57.7%	40.0%	38.0%	35.0%		42.0%	10.0%
콘텐츠	0.7%	10.6%	7.9%	-1.9%	-1.4%	-3.0%	-1.0%	0.5%		-1.2%	-1.3%
엔터프라이즈	12.9%	6.6%	5.3%	16.5%	18.8%	12.0%	12.0%	10.0%		12.9%	7.2%
<b>영업이익</b>	<b>505.3</b>	<b>521.6</b>	<b>570.6</b>	<b>610.6</b>	<b>541.8</b>	<b>560.4</b>	<b>603.3</b>	<b>619.7</b>	<b>2,208.1</b>	<b>2,325.2</b>	<b>2,622.5</b>
증가율	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	7.5%	5.7%	1.5%	11.6%	5.3%	12.8%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	16.9%	17.0%	16.9%	18.3%	16.9%	17.3%
<b>지배순이익</b>	<b>424.8</b>	<b>488.8</b>	<b>726.4</b>	<b>313.2</b>	<b>285.3</b>	<b>412.7</b>	<b>620.4</b>	<b>545.7</b>	<b>1,953.2</b>	<b>1,864.2</b>	<b>2,116.2</b>
증가율	-16.8%	44.4%	39.6%	-43.5%	-32.8%	-15.6%	-14.6%	74.2%	1.6%	-4.6%	13.5%

자료: NAVER, 신영증권 리서치센터

참고: AI인프라 사업 관련 실적은 아직 반영하지 않음

도표 2. NAVER Valuation Table

(단위: 십억원)

구 분	금액	설 명
<b>본사 영업가치(1)</b>	37,839.1	
서치플랫폼 12mf 순이익	20,844.7	순이익률 25% 가정, NOPLAT에 Target PER 20배 적용
네이버쇼핑 12mf GMV	16,994.4	26F GMV에 P/GMV ratio 0.3배 적용
<b>AI 인프라 사업가치(2)</b>	12,000.0	
2030F 순이익	600.0	2030년경 매출액 최소 12조원으로 추산, 순이익 기여율 5% 가정
Target 배수(x)	20.0	2030년 실적 추정치임을 감안하여 적정배수 할인 적용
<b>종속회사 영업가치(3)</b>	5,361.9	
네이버 파이낸셜(페이)	3,377.2	26F GMV(약 85조원)에 P/GMV ratio(거래승수) 0.1배 적용 후 50% 할인
Webtoon Entertainment	809.1	나스닥 상장사, 최근 1개월 추가 평균 50% 할인
네이버클라우드	1,175.6	26F 매출액에 PSR 2배 적용
<b>지분 가치(4)</b>		
LY Corp. (舊 Z홀딩스)	4,467.7	최근 1개월 추가 평균 50% 할인
적정기업가치(1+2+3+4)	59,668.7	
발행주식총수	149,579,777	자사주 약 4.8% 제외
<b>주당적정가치(원)</b>	<b>398,909</b>	

자료: 신영증권 리서치센터

참고: AI인프라 사업가치는 회사측 가이드를 참고

## NAVER(035420.KS) 추정 재무제표

### Income Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>107,377</b>	<b>120,350</b>	<b>137,728</b>	<b>151,469</b>	<b>166,513</b>
증가율(%)	11.0	12.1	14.4	10.0	9.9
<b>매출원가</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>매출총이익</b>	<b>107,377</b>	<b>120,350</b>	<b>137,728</b>	<b>151,469</b>	<b>166,513</b>
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비 등</b>	<b>87,585</b>	<b>98,269</b>	<b>114,476</b>	<b>125,244</b>	<b>137,261</b>
판매비율(%)	81.6	81.7	83.1	82.7	82.4
<b>영업이익</b>	<b>19,793</b>	<b>22,081</b>	<b>23,252</b>	<b>26,225</b>	<b>29,253</b>
증가율(%)	32.9	11.6	5.3	12.8	11.5
영업이익률(%)	18.4	18.3	16.9	17.3	17.6
<b>EBITDA</b>	<b>26,528</b>	<b>29,534</b>	<b>32,414</b>	<b>33,077</b>	<b>34,403</b>
EBITDA마진(%)	24.7	24.5	23.5	21.8	20.7
<b>순금융소득</b>	<b>543</b>	<b>2,451</b>	<b>1,040</b>	<b>416</b>	<b>375</b>
이자소득	687	1,138	1,761	2,411	3,078
외화관련소득	280	-126	-126	-126	-126
기타영업외소득	1,441	-5,283	-2,441	-1,400	-1,560
<b>종속및관계기업 관련소득</b>	<b>1,445</b>	<b>4,952</b>	<b>3,912</b>	<b>4,107</b>	<b>4,313</b>
<b>법인세차감전계속사업이익</b>	<b>23,222</b>	<b>24,201</b>	<b>25,763</b>	<b>29,349</b>	<b>32,380</b>
계속사업소득법인세비용	3,902	6,014	7,027	8,071	8,904
<b>세후중단사업소득</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>19,320</b>	<b>18,187</b>	<b>18,735</b>	<b>21,278</b>	<b>23,475</b>
증가율(%)	96.1	-5.9	3.0	13.6	10.3
순이익률(%)	18.0	15.1	13.6	14.0	14.1
지배주주지분 당기순이익	19,232	19,532	18,642	21,162	23,344
증가율(%)	90.0	1.6	-4.6	13.5	10.3
<b>기타포괄이익</b>	<b>6,987</b>	<b>1,188</b>	<b>-5,654</b>	<b>-5,654</b>	<b>-5,654</b>
<b>총포괄이익</b>	<b>26,307</b>	<b>19,375</b>	<b>13,081</b>	<b>15,624</b>	<b>17,821</b>

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

### Balance Sheet

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>93,749</b>	<b>109,285</b>	<b>128,648</b>	<b>153,637</b>	<b>179,552</b>
현금및현금성자산	41,955	59,840	80,127	106,178	132,845
매출채권 및 기타채권	15,876	16,167	16,955	17,668	18,435
재고자산	217	202	240	264	290
<b>비유동자산</b>	<b>287,930</b>	<b>301,560</b>	<b>295,626</b>	<b>287,001</b>	<b>280,078</b>
유형자산	29,096	36,076	27,567	21,329	16,757
무형자산	36,572	34,210	33,558	32,943	32,365
투자자산	209,102	213,940	217,168	215,396	213,623
<b>기타 금융업자산</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자산총계</b>	<b>381,679</b>	<b>410,845</b>	<b>424,274</b>	<b>440,638</b>	<b>459,631</b>
<b>유동부채</b>	<b>60,922</b>	<b>80,189</b>	<b>84,269</b>	<b>88,741</b>	<b>93,644</b>
단기차입금	1,354	1,322	1,322	1,322	1,322
매입채무및기타채무	38,661	42,383	46,463	50,935	55,838
유동성장기부채	2,000	15,972	15,972	15,972	15,972
<b>비유동부채</b>	<b>50,748</b>	<b>41,126</b>	<b>41,126</b>	<b>41,126</b>	<b>41,126</b>
사채	20,073	3,822	3,822	3,822	3,822
장기차입금	8,631	8,741	8,741	8,741	8,741
<b>기타 금융업부채</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>부채총계</b>	<b>111,670</b>	<b>121,315</b>	<b>125,395</b>	<b>129,867</b>	<b>134,770</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>254,599</b>	<b>275,820</b>	<b>285,075</b>	<b>296,851</b>	<b>310,809</b>
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	14,227	15,863	15,863	15,863	15,863
기타포괄이익누계액	-13,057	-11,945	-17,599	-23,254	-28,908
이익잉여금	259,650	276,257	291,167	308,597	328,210
<b>비지배주주지분</b>	<b>15,410</b>	<b>13,711</b>	<b>13,804</b>	<b>13,920</b>	<b>14,051</b>
<b>자본총계</b>	<b>270,009</b>	<b>289,530</b>	<b>298,879</b>	<b>310,771</b>	<b>324,860</b>
<b>총차입금</b>	<b>43,783</b>	<b>46,086</b>	<b>46,086</b>	<b>46,086</b>	<b>46,086</b>
<b>순차입금</b>	<b>-28,856</b>	<b>-39,266</b>	<b>-63,188</b>	<b>-88,094</b>	<b>-113,674</b>

### Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>25,899</b>	<b>30,958</b>	<b>28,114</b>	<b>28,539</b>	<b>29,007</b>
당기순이익	19,320	18,187	18,735	21,278	23,475
현금유출이없는비용및수익	10,030	13,620	10,642	8,531	6,791
유형자산감가상각비	6,086	6,800	8,509	6,237	4,572
무형자산상각비	649	653	653	614	579
<b>영업활동관련자산부채변동</b>	<b>1,523</b>	<b>4,617</b>	<b>4,002</b>	<b>4,390</b>	<b>4,567</b>
매출채권의 감소(증가)	-28	-142	-788	-712	-767
재고자산의 감소(증가)	-134	7	-38	-24	-26
매입채무의 증가(감소)	-2,514	-124	4,080	4,473	4,903
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-13,400</b>	<b>-7,437</b>	<b>616</b>	<b>5,752</b>	<b>5,900</b>
투자자산의 감소(증가)	4,655	113	684	5,880	6,085
유형자산의 감소	321	143	0	0	0
CAPEX	-5,540	-12,347	0	0	0
단기금융자산의 감소(증가)	-21,076	5,077	1,205	1,145	1,088
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-7,703</b>	<b>-5,245</b>	<b>-5,754</b>	<b>-5,550</b>	<b>-5,550</b>
장기차입금의 증가(감소)	1,051	258	0	0	0
사채의 증가(감소)	-507	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>1,395</b>	<b>-392</b>	<b>-2,689</b>	<b>-2,689</b>	<b>-2,689</b>
<b>현금의 증가</b>	<b>6,191</b>	<b>17,885</b>	<b>20,287</b>	<b>26,051</b>	<b>26,667</b>
기초현금	35,765	41,955	59,840	80,127	106,178
기말현금	41,955	59,840	80,127	106,178	132,845

### Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Per Share (원)</b>					
EPS	11,913	12,376	11,884	13,490	14,881
BPS	166,221	180,117	185,992	193,499	202,397
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
<b>Multiples (배)</b>					
PER	16.7	19.6	23.5	20.7	18.7
PBR	1.2	1.3	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	11.4	12.0	12.1	11.1	9.9
<b>Financial Ratio</b>					
<b>12월 결산(억원)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>성장성(%)</b>					
EPS(지배순이익) 증가율	92.8%	3.9%	-4.0%	13.5%	10.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	28.1%	11.3%	9.8%	2.0%	4.0%
<b>수익성(%)</b>					
ROE(순이익 기준)	7.5%	6.5%	6.4%	7.0%	7.4%
ROE(지배순이익 기준)	7.9%	7.4%	6.6%	7.3%	7.7%
ROIC	34.5%	39.8%	42.4%	68.5%	122.9%
WACC	7.2%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%
<b>안전성(%)</b>					
부채비율	41.4%	41.9%	42.0%	41.8%	41.5%
순차입금비율	-10.7%	-13.6%	-21.1%	-28.3%	-35.0%
이자보상배율	18.9	20.3	21.4	24.1	26.9

Compliance Notice

■ 투자등급

- 종목**
- 매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
  - 중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 10% 이내의 등락이 예상되는 경우
  - 매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

**산업** **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

**중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

**비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감사 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20260331)	매수 : 88.13%	중립 : 10.63%	매도 : 1.25%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)		시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식신물	주식업선				
NAVER	-	-	-	-	-	-	-	-
SK텔레콤	-	-	-	-	-	-	-	-

