

AI 시장의 디스크 조각모음

본격 AI 전환기 국내 AX 기업의 성장 시나리오

발간일자 2026.07.27

[인터넷/게임/AI]

김동우 수석연구원

20210135@iprovest.com



Summary

- 엔터프라이즈 AI 도입에 있어, 1) 도입 기업의 자체적인 비용 최적화(혼합 라우팅, 저가 및 오픈소스 모델 활용, 프롬프트 캐싱 및 배치 API 활용) 노력, 2) 판매 모델별 API 입출력 호출 단가 감소로 토큰당 평균 P는 감소하고 있음. 실제 오픈소스 모델 토큰 호출량과 비중은 크게 늘었으며, 더욱 중요하게는 폐쇄형 모델의 토큰 호출량 또한 지속 증가 추이를 보이고 있음. 쉬운 작업은 저가 및 오픈웨이트 모델이 흡수하고, 복잡한 의사결정이나 고난도 코딩, 장문 추론은 프론티어 모델이 담당하는 구조가 두드러짐. 분업 체계가 정착될수록 전체 AI 시장 성장은 가속화 예상. 단위 가격의 조정은 B2B AI 전환을 실제 운영 단계로 이동시키는 촉매
- AI 모델 개발사들의 비즈니스 모델은 고객별 지불용의가격(Willingness To Pay)에 맞춘 다층 구조화(API, 종량제, 구독제, 광고) 추세 뚜렷. 기업 및 고사용자에게서 객단가를 끌어올리고, 무료/저가 진입 상품으로 개인 사용자 풀을 넓히는 동시에 광고 등으로 롱테일 수익을 창출하는 흐름. 기업 및 개인 고객 모두에 대해 사용자군별 가격 차등화와 사용량 연동 과금이 결합하면서 수요곡선 내 가격차별을 꿈꿈히 해 나가는 과정. 용도별 다양한 가격대에서 많은 워크로드를 흡수하고 WTP 상단에 맞추고 있음
- 한편 AI 시장 성장 본격화됨에 따라 AI 추론은 향후 수요의 중심축으로 부상 예상. 학습 과정과는 다르게 AI 추론은 저지연성을 만족시켜야 하므로 사용자, 애플리케이션 인접 지역에 분산 배치 가능성 높음. 추론 인프라는 초대형 하이퍼스케일러만의 영역이 아닌, 지역 거점형 AI 인프라 서비스가 가능한 사업자들에게 열리는 블루 오션. 실제로 네이버클라우드(네오클라우드), NHN(실질적 네오클라우드), 삼성SDS(멀티클라우드, CSP, DBO)는 이미 GPUaaS 등 관련 인프라 서비스 전개중이며 LG CNS도 DBO, 코로케이션 사업 통해 참여. 정부의 소버린 AI 및 대규모 데이터센터 구축 계획과 맞물려 이루어지는 글로벌 AI 추론향 아시아권 데이터센터 사업 수주는 국내 클라우드 사업자들에게 매출, 이익의 퀀텀 점프 기회 될 것
- 또, B2B AX에 있어 중요한 건 모델을 만드는 것보다 모델이 기업 안에서 안전하고 유용하게 작동하도록 주변 시스템을 설계하는 하네스 엔지니어링. 국내 AI 전환은 대기업, 공공, 금융 부문에서 선제적으로 이루어질 것으로 예상. 대기업은 자사 계열 SI를 통해 AX를 하는 경향이 강하며, 금융 및 공공, 국방 기관은 보안성과 안정성을 중시해 검증된 레퍼런스 확보 업체들을 선호. 따라서 국내에서 SI/IT서비스사들이 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 중간계층으로 부상할 가능성이 높다고 판단
- Top Picks: NAVER, LG CNS

Contents

I

본격적인 B2B AX를 위한 디스크 조각 모음

... 4pg

- 1) 토큰 수요 증가는 입증. 이제 수익화의 경로와 밀도가 중요
- 2) P의 조정은 오히려 시장 확대의 요인이 될 것
- 3) 가격차별: 모델 개발사 비즈니스 모델(BM)의 다층 구조화
- 4) Case Study

II

국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유

... 26pg

- 1) AI 추론 수요 확장은 아시아 AI 인프라 업체들에게 기회 요인이 될 것
- 2) 중요한 건 하네스 엔지니어링이야
- 3) 소버린 AI 인프라 사업
- 4) 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유

III

종목분석

... 51pg

- 1) NAVER (035420.KS)
- 2) 삼성SDS (018260.KS)
- 3) LG CNS (064400.KS)
- 4) NHN (181710.KS)
- 5) 롯데이노베이트 (286940.KS)

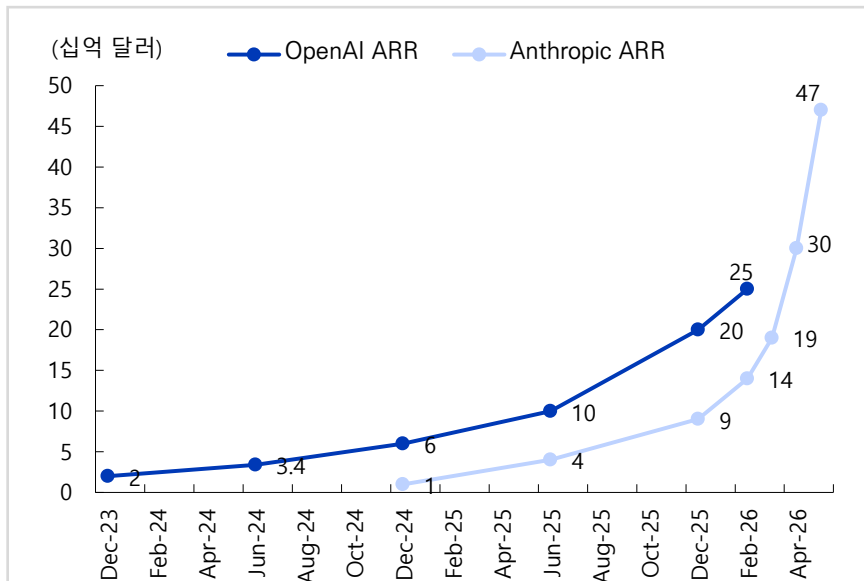
Part 01

본격적인 B2B AX를 위한 디스크 조각 모음

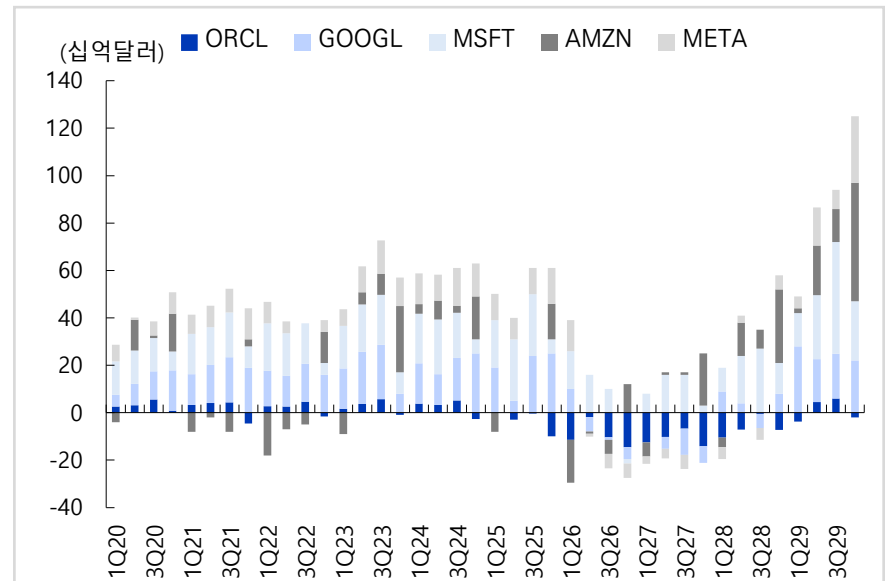
1-1. 토큰 수요 증가는 입증. 이제 수익화의 경로와 밀도가 중요

- 주요 빅테크들이 AI 인프라 관련 투자를 지속 확대하면서 Free Cash Flow 훼손에 대한 우려가 있지만, AI의 수익화 진전은 분명 이루어지고 있음. Anthropic은 26년 5월 ARR 470억 달러를 기록하였으며 2Q26 첫 분기 영업흑자 가능성도 제기. Google Cloud는 2Q26 매출 YoY +82% 및 OPM 35.6%를 시현
- 한편 토큰 수요 자체는 B2B 고객사들이 직원 토큰 예산 제한을 걸어야 할 정도로 높다는 것이 입증되었음. 이제 중요한 것은 수익화의 경로와 밀도. AI 도입 기업 입장에서 토큰 사용량을 극대화시켜서 실사용례를 만드는 '토큰 맥싱'의 시기는 지났으며, 이제 토큰 사용량을 업무별로 최적화하고 오픈소스 및 로컬 모델을 포함한 Model Orchestration을 적극 활용해 AI의 실질적인 성능과 비용의 최적점을 찾는 구간. 이는 AI 수요의 피크아웃이라기보다는, 초기 폭발적 확산 이후 실제 기업 AX 과정으로의 패러다임 전환이라고 판단

OpenAI & Anthropic ARR 추이



주요 빅테크 Free Cash Flow 추이 및 전망 (Bloomberg)

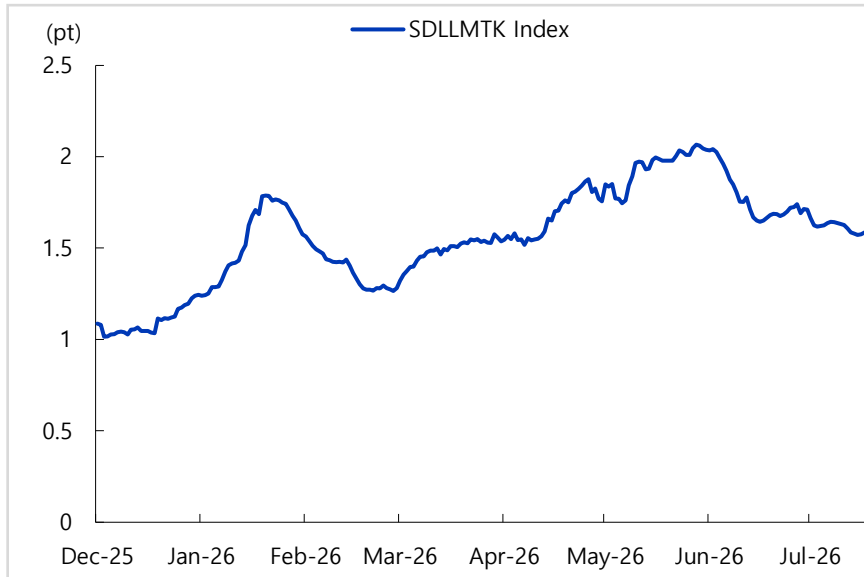


출처: OpenAI, Anthropic, The Information, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

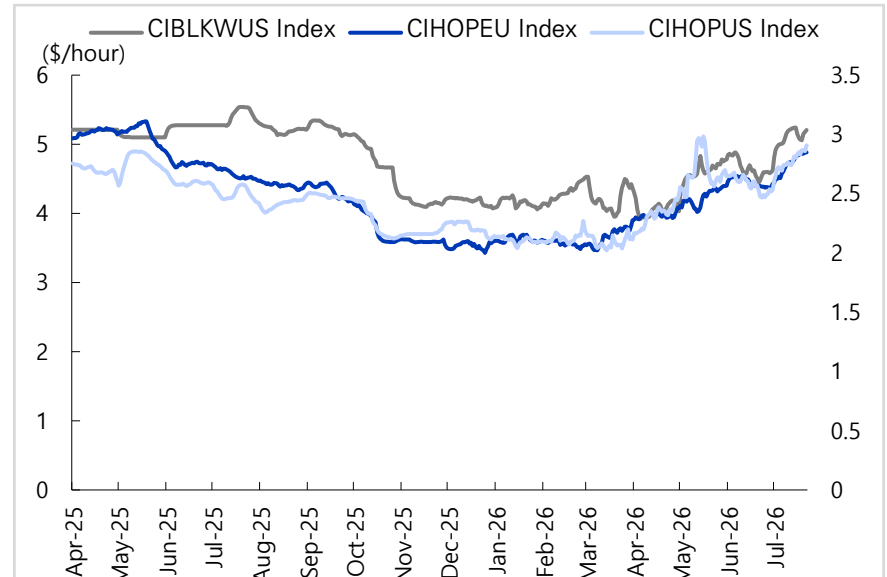
1-1. 토큰 수요 증가는 입증. 이제 수익화의 경로와 밀도가 중요

- LLM Token Expenditure Index는 5월 최고점을 기록한 이후 6월 이후 하락세를 보였음. 반면, 엔비디아 Hopper 및 Blackwell 라인업 GPUaaS 가격은 같은 시기 상승세를 기록. 전자는 AI 서비스 이용 기업들이 토큰 1단위당 얼마까지 지불할 의사가 있는지와 모델 믹스가 반영된 결과값, 후자는 GPU, HBM, 전력, 데이터센터 슬롯 등 물리적 인프라의 가격
- 대형 모델 출시 러시와 Agentic 추론의 본격 활용으로 컴퓨팅 인프라의 물리적 병목이 강화되고 있는 가운데 저가/고효율 모델로의 수요 이동과 모델 다변화, 가격 민감도의 상승의 결과로 판단. 즉, Q가 아닌 P의 감소가 원인
- SemiAnalysis에 따르면 50개 이상 기업 인터뷰에서 다수 기업이 직원별 AI 한도(월 200~2,000달러)를 두고 있으며, 더 비싼 모델에서 저렴한 모델로의 기본값 전환, 프로젝트 수익성과 연동된 토큰 배분이 확인.
- 토큰 단가 최적화가 진행되고 있는 상황이지만, 이를 뒷받침하는 고성능 컴퓨팅에 대한 수요는 GPUaaS 가격으로 확인되고 있음

LLM Token Expenditure Index 추이



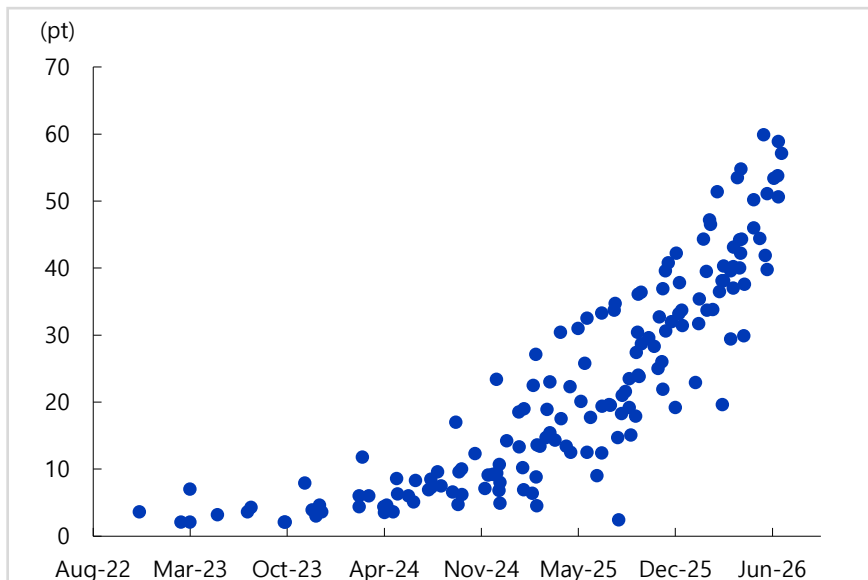
GPUaaS 가격 추이 (Bloomberg)



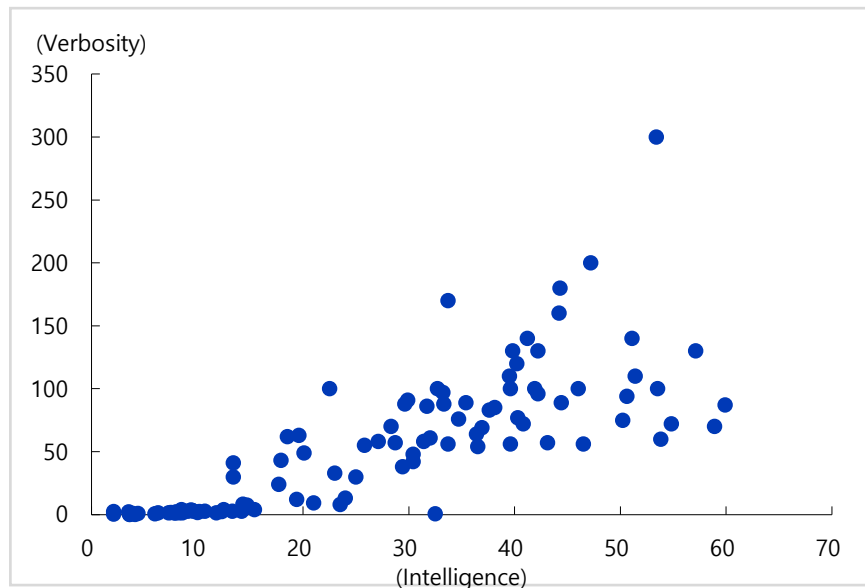
1-1. 모델 변화로 토큰 집약도 상승, 행태 변화로 호출 빈도와 길이 증가

- 애초에 토큰 수요를 폭증시킨 가장 본질적이고 중요한 요인은 추론 모델 기반 에이전트 사용 행태의 확립. '모델' 측면에서 o1 출시 이후 추론 모델의 부상이 이루어졌음. 추론모델은 실제 답변 생성 및 추론 단계에서 추가적인 컴퓨팅 자원과 시간을 투입해 사고 과정을 거치는 Test Time Compute를 적극 활용하기에 토큰 소모량이 큼. 생각을 여러 단계로 나눠서 하는 사고의 연쇄(Chain of Thoughts)를 넘어서서 여러 추론 경로를 탐색하고 결과를 종합하는 트리/포레스트 구조가 활용되기 때문
- 이로부터 촉발된 1H25부터 모델의 Verbosity와 Intelligence Index는 급격한 상승은 현재까지 이어지고 있음. 각 모델은 1) 계획 수립, 2) 외부 도구 호출, 3) 확장된 문맥에서 상호작용. 2H25 이후 추론 모델을 통해 처리된 토큰 비중은 50% 이상(출처: Artificial Analysis)으로 급증했으며, 고성능 추론 모델의 공급으로 이용자의 AI 활용 범위가 넓어짐

출시 시기별 주요 Frontier Model들의 Intelligence Index 추이



Intelligence Index – Verbosity 관계

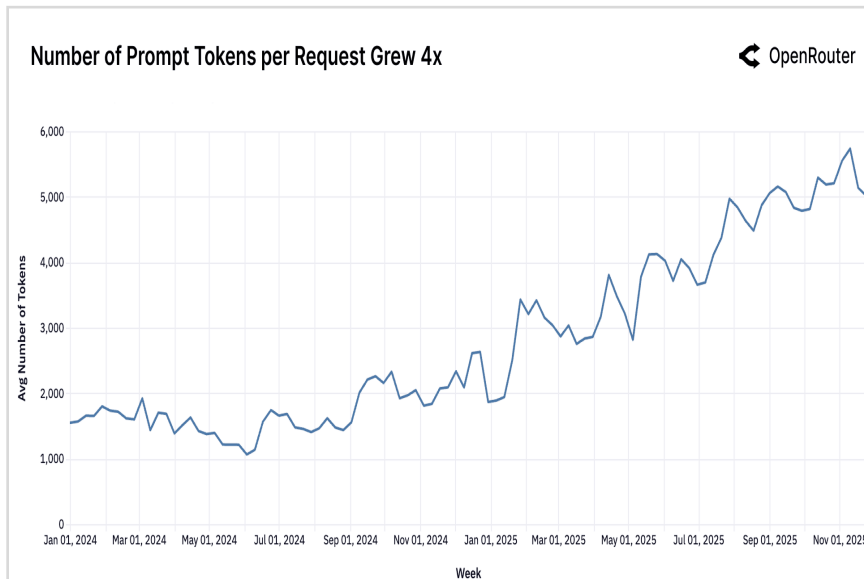


출처: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

1-1. 모델 변화로 토큰 집약도 상승, 행태 변화로 호출 빈도와 길이 증가

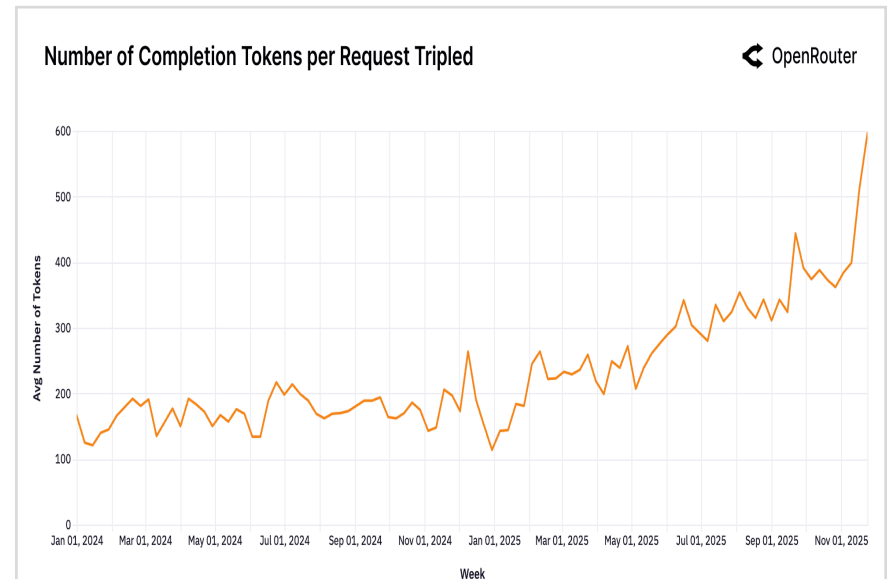
- 추론 모델의 도입 뿐 아니라 이용 행태 측면에서도 Agentic AI로 인해 토큰 수요는 폭발적으로 증가 중. AI의 활용이 기계와 자연어로 '대화'하는 것을 넘어서 자연어로 '프로그래밍'을 하는 영역으로 들어선 것. 사용자가 AI를 쓰는 방식 자체가 장시간, 다단계 과업을 일임하는 에이전트형 사용으로 이동. 한 번의 요청이 계획 수립, 도구 호출, 코드 수정, 테스트, 재시도까지 포함하는 긴 실행 흐름으로 바뀌었음
- 실제로 2026년 5월 OpenAI는 sampled individual users의 70.2%가 1시간 이상 인간 작업에 해당하는 Codex 요청을 최소 한 번은 수행했고, 25.6%는 8시간 이상 걸릴 작업을 맡겼다고 밝힌 바 있음. Anthropic 역시 Claude Code를 코드베이스를 일고 여러 파일을 수정하며 테스트까지 돌리는 agentic coding system으로 설명

건당 평균 입력 토큰 수 추이



출처: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

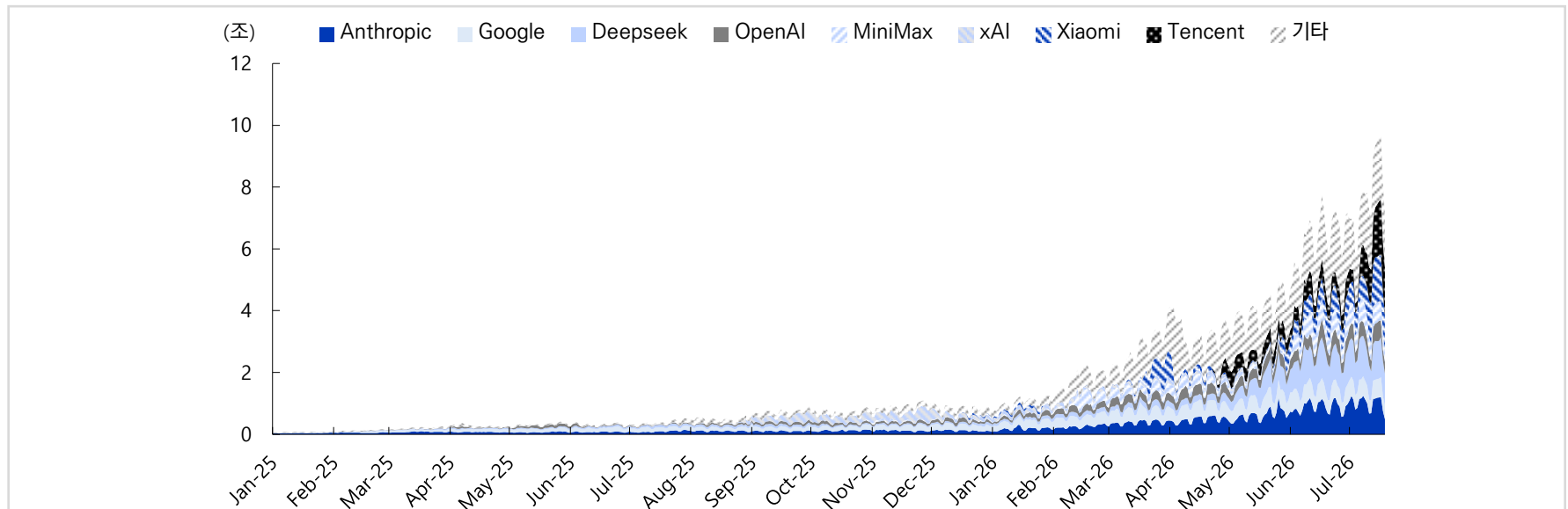
토큰 수요 폭증의 주요 원인은 프로그래밍에의 활용



1-2. P의 조정은 오히려 시장 확대의 요인이 될 것

- 실제로 OpenRouter의 API 호출 토큰량은 빠른 증가세를 보이고 있음. LLM Token Expenditure Index가 6월 피크 이후 일부 감소(-22.8%)한 시기에도 호출량은 증가를 지속해 지출액(Token Expenditure Index)의 조정은 가격(P)의 조정이라는 것을 확인할 수 있음
- 결국 이는 기업 B2B 토큰 사용에 있어 토큰 당 평균 P가 줄어 들었다는 것을 의미. 그 이유는 1) 기업들의 아키텍처(혼합 라우팅, 저가/오픈소스/로컬 모델 활용, 캐싱 및 배치 API 등 적극 활용, 사용량 상한제)를 통한 비용 최적화 노력, 2) 모델별 API 호출 비용의 감소로 추정
- 기업들이 과도한 AI 사용 비용을 감당하지 못해 직원별 사용량 상한제까지 시행했다는 점을 고려시, 이러한 P의 조정은 수요가 제한되었다는 것이 아니라 B2B AI 시장이 본격 개화될 것임을 시사

모델 제조사별 일별 총 사용량 추이

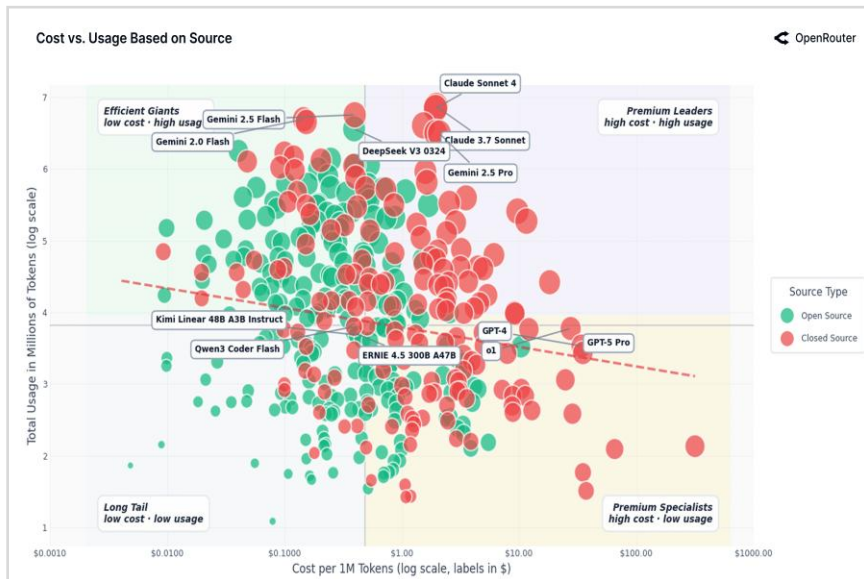


출처: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

1-2. P의 조정은 오히려 시장 확대의 요인이 될 것

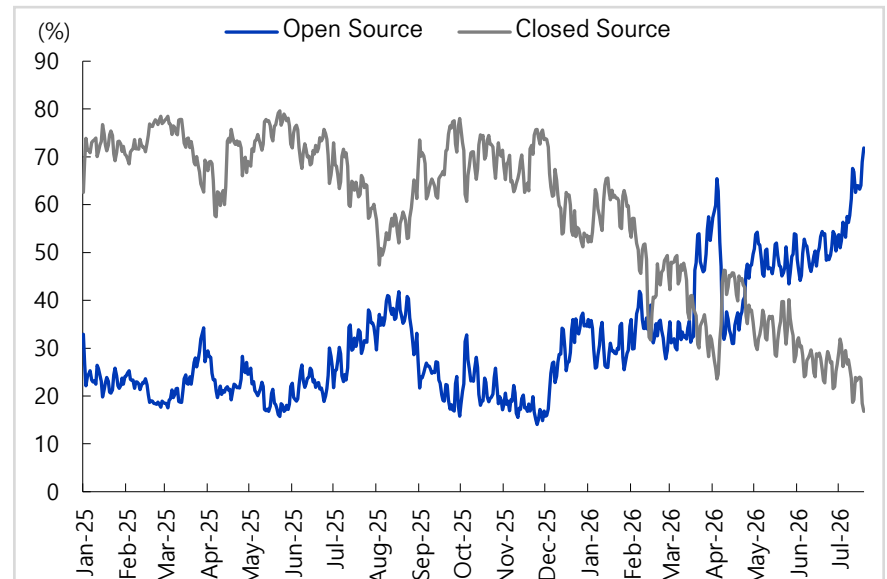
- 기업들은 최신/최고 등급 폐쇄형 frontier 모델 위주의 AI 대량 사용을 유도하는 '토큰 맥싱(Tokenmaxxing)' 기초에서 작업별 난이도와 성격에 맞춰 여러 AI 모델을 혼합해, 성능과 비용 효율성의 최적점을 찾는 '모델맥싱(Modelmaxxing)'으로 전환하는 등 아키텍처 상의 비용효율화 노력을 기울이고 있음
- 아키텍처 상의 노력은 1) 혼합 라우팅, 2) 저가/오픈소스/로컬 모델 활용, 3) 프롬프트 캐싱 및 배치 API 활용 등이 해당. 혼합 라우팅은 기능에 따라 서로 다른 모델을 혼합해 사용하는 것으로 'Model Orchestration'과도 일맥상통하는 개념. OpenAI와 같은 폐쇄형 모델 메이커도 가능한 상황에서는 큰 모델을 작은 모델로 바꿔 비용과 지연을 최적화할 것을 장려하고 있으며, AWS(Intelligent Prompt Routing), Azure(Model Router), Google Cloud와 같은 CSP사들도 기능의 복잡성 및 추론의 필요성에 따라 간단한 작업에는 저가/오픈소스 모델로 라우팅하는 서비스를 제공하고 있음. 모델의 혼합 뿐 아니라, 반복되는 프롬프트 앞부분을 재사용해 같은 맥락의 요청 비용과 지연을 낮추는 '프롬프트 캐싱', 즉시 응답이 필요 없는 다량의 요청을 묶어 비동기 처리해 처리 단가를 낮추는 '배치 API' 등의 노력도 기업 입장에서 실효 단가를 낮추는 방법으로 활용되고 있음

카테고리, 폐쇄형/오픈소스 모델별 비용-토큰 사용량



출처: OpenRouter, 교보증권 리서치센터

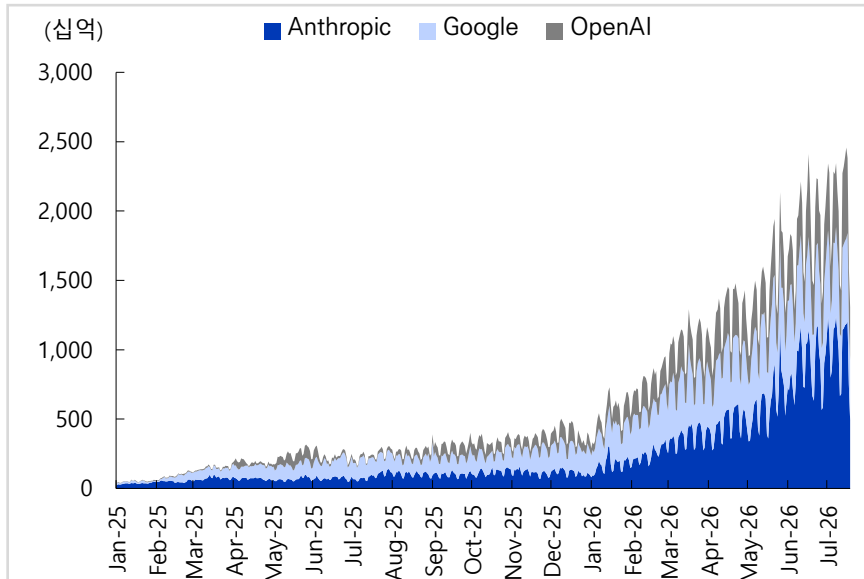
오픈소스 vs 폐쇄형 모델 비중 추이



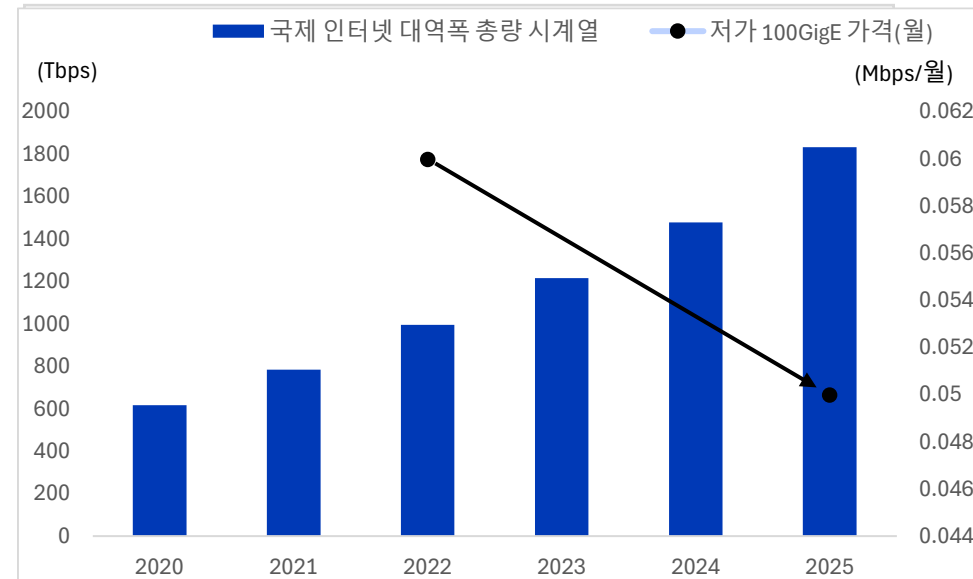
1-2. P의 조정은 오히려 시장 확대의 요인이 될 것

- 오픈소스 비중이 증가하고 기업의 토큰 호출량 최적화가 이루어지고 있는 와중에도, 폐쇄형 모델의 토큰 호출량 절대량은 지속 증가하는 추이를 보임. 가격 하락이 기존 수요를 더 싸게 처리하는데 그치는 것이 아니라, 이전에는 경제성이 맞지 않았던 장시간, 다단계, 반복 업무를 시장에 편입시키고 있는 것. 저가 오픈소스 모델의 활용과 혼합 라우팅의 적극적인 활용이 기업의 AI 전환을 촉진시켜 전체 시장 성장을 촉진하고 있다고 판단
- 따라서 26년 6~7월 이루어진 Token Expenditure Index의 하락은 일시적인 조정에 그칠 것으로 전망. 쉬운 작업은 저가/오픈웨이트 모델이 흡수하고, 복잡한 의사결정/고난도 코딩/장문 추론은 frontier 모델이 담당하는 구조가 정착될수록, 폐쇄형 모델은 더 높은 부가가치 구간에 집중하고 전체 시장은 확장될 것으로 예상. AWS의 클라우드 서비스, 국제 인터넷 대역폭 등은 현재도 단위 가격의 하락이 사용 가능 범위를 넓혀 시장 총량 성장에 기여하고 있는 사례

주요 폐쇄형 모델 (Anthropic, OpenAI, Google) 토큰 호출량 추이



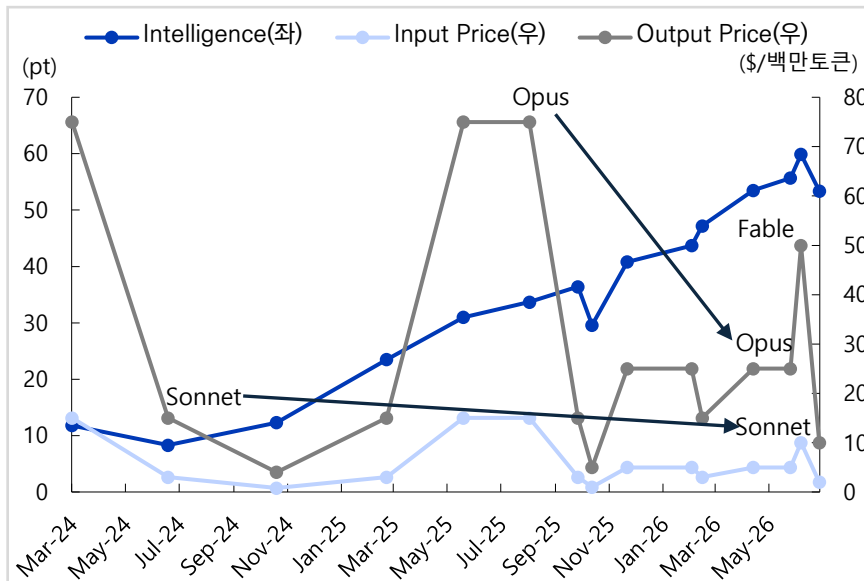
국제 인터넷 대역폭 단위 가격 및 시장 성장 추이



1-2. 이는 B2B AX 솔루션 기업들에게도 수익화 기회

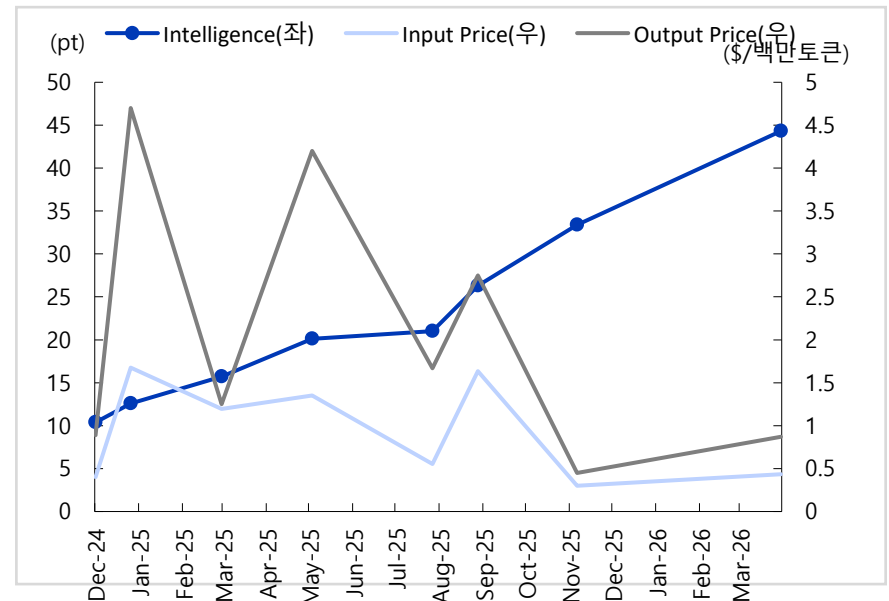
- 한편 주요 모델 메이커들의 토큰 단위당 가격 인하 노력 역시 중기적인 P를 낮추는 핵심 조정 요인 중 하나. 대표적으로 Anthropic은 Mythos 5 및 Fable 5 등 최상위 모델을 추가하기는 했지만 Mythos Preview 대비해서는 절반 이하 가격(입력 \$10/백만토큰, 출력 \$50/백만토큰)이며, 동일 등급별로 보면 토큰 단위당 비용은 감소 추세를 보이고 있음. 앞서 언급하였듯 B2B AX 적용에 있어서 성능-비용 최적화가 병목이 되고 있는 상황에서 P의 조정은 기업의 AI 도입 가속화 요인이 될 것으로 기대
- P의 조정은 그간 ROI가 맞지 않아 보류되었던 B2B AX 프로젝트를 실제 운영단계로 이동시키는 촉매. 이 과정에서 모델 회사 뿐 아니라 라우팅, 평가, 보안, 비용 최적화, 데이터 파이프라인, 배포 주체 등도 수익화 요소가 생길 것으로 전망. 글로벌 시장에서 기업별 도메인 데이터, 보안 정책, 기존 업무 시스템, 규제 정책에 맞게 AI 서비스를 재설계하고 운영 가능한 서비스로 전환해주는 현장형 구축 인력인 FDE(Forward Developing Engineers)들의 수요가 커지고 있는 것도 LLM의 공급만으로는 기업 내 실제 업무 전환이 이루어지지 않기 때문. 국내에서는 AI 인프라 기업 및 AX 업체들(NAVER, NHN 및 SI 업체들)이 한국형 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 중간계층으로 부상할 가능성이 높다고 판단

Anthropic 모델별 Input/Output 단가, Intelligent Index 추이



출처: Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

DeepSeek 모델별 Input/Output 단가, Intelligent Index 추이



1-3. 가격차별: 모델 개발사 비즈니스 모델(BM)의 다층 구조화

- AI 모델 개발사들의 비즈니스 모델은 고객별 지불용의가격에 맞춘 다층 구조화 추세가 뚜렷해지고 있음. 무료/저가 진입 상품으로 개인 사용자 풀을 넓히는 동시에 광고 등으로 수익을 창출하고, 고사용자 및 기업 고객에게서 객단가를 끌어올리는 흐름. 기업 및 개인 고객 모두에 대해 사용자군별 가격 차등화와 사용량 연동 과금이 결합되면서 수요곡선 내 가격차별화를 꼼꼼히 해 나가는 과정. 용도별 다양한 가격대에서 많은 워크로드를 흡수하고 WTP 상단에 맞추고 있음
- ①**API**: 컴퓨팅 자원 사용량 비례 과금으로 가장 직접적인 매출화 수단. API 과금 체계 자체도 모델 호출에 더해 도구 호출료, SLA/지연시간 프리미엄, 저장비, 규제 대응 비용을 포함하는 입체적인 형태로 확장. 오픈웨이트 모델들도 호스팅, 맞춤 모델, 보안, 지원, 라이선스 등을 판매하는 구조로 진화
- ②**구독제**: 저가 플랜-고가 파워유저 플랜-기업용 플랜 등 플랜 세분화를 통한 가격차별을 통해 고객 WTP 상단 타겟
- ③**종량제**: 종량제는 더 이상 API에 국한되지 않음. 엔드유저용 제품 안에서도 좌석제+사용량 혼합 과금 확산
- ④**광고**: 대규모 무료 트래픽을 수익화 가능한 현실적 BM으로 대규모 트래픽과 구매의도가 확인된 모델 메이커에게 적합

AI 모델 개발사 주요 비즈니스 모델



1-3. 모델 개발사 비즈니스 모델(BM) ① API

- 컴퓨팅 자원 사용량에 비례해 과금할 수 있는 가장 직접적인 매출화 수단. 고성능/실시간용 추론 모델은 프리미엄 가격을 유지하지만, 대량 트래픽용 모델은 가격 인하와 캐싱/배치 할인하는 등 입체화가 이루어지고 있음
- 최근의 API 과금 체계는 모델 호출에 더해 웹 검색, 코드 실행, 파일 검색 등의 도구 호출료, 배치 처리 할인, 우선처리 및 저지연 응답에 대한 SLA 및 지연시간 프리미엄, 저장비, 데이터 레지던시 및 규제 대응 비용까지 포함하는 입체적 구조로 확장중. OpenAI는 모델별 가격 차등 외에도 Flex Processing(절반 가격이지만 속도와 리소스 제한), 웹 서칭, 컨테이너 등을 별도 과금. Anthropic은 프롬프트 캐싱, 배치 50% 할인, 데이터 레지던시 프리미엄, 패스트 모드 등으로 가격 체계 입체화
- 오픈웨이트 진영에서도 무료 모델 제공에 머무르지 않고 호스팅, 맞춤형 모델, 보안, 지원, 라이선스, 전용 배포 환경 등을 판매하는 식으로 수익화

API 가격 체계 입체화

사업자	비용 최적화 전략	업셀링 전략	저가-고가 스프레드
OpenAI	Batch/Flex 50% 할인 캐시 히트 할인	Priority Processing, 데이터 레지던시 +10% 도구·저장공간 별도 과금, Scale Tier-SLA	저가: 0.5배 (Batch 또는 Flex + 글로벌 처리) 고가: 2.2배 (Priority 2배 × 데이터 레지던시 1.1배) 스프레드: 4.4배
Anthropic	Batch 50% 할인 프롬프트 캐싱	Fast Mode, US-only inference +10% 서버측 도구·컴퓨팅 과금, 기존 Priority 약정	저가: 0.5배 (Batch + 글로벌 처리) 고가: 2.2배 (Fast Mode 2배 × US-only inference 1.1배) 스프레드: 4.4배
오픈웨이트 생태계	캐싱·배치·볼륨·스팟 할인	전용 엔드포인트/GPU, 예약 처리량 프라이빗 배포, 보안·지원·SLA·라이선스	표준 배수 산정 불가 (사업자·모델·서버리스/전용 배포 방식에 따라 상이)

1-3. 모델 개발사 비즈니스 모델(BM) ② 종량제

- 엔드유저용 제품 안에서도 좌석제+사용량 혼합 과금이 확산
- Anthropic의 Enterprise는 좌석 요금이 접속권만 포함하고, 실제 Claude, Claude Code, Cowork 사용량은 표준 API 요율로 별도 청구. Team 플랜도 포함된 사용량을 넘기면 usage credits로 계속 쓰도록 설계. Mythos-5/Fable-5는 구독 모델 50% 한도 제한 + 종량제 혼합 과금 구조
- OpenAI는 Business/Enterprise에서 추가 크레딧을 구매할 수 있게 했고, 자사 설명에서도 워크플레이스 구독 위에 usage-based pricing을 얹는 방향을 밝힌 바 있음
- 실제 업무량에 따라 원가와 가치가 함께 커지는 구조가 확산

플랜별 구독가 및 최대 지출 금액

	요금제	가격	추정 최대 가용량
Anthropic - Claude	Claude Pro	\$20/mo	\$400/mo
	Claude Max 5x	\$100/mo	\$2,000/mo
	Claude Max 20x	\$200/mo	\$8,000/mo
OpenAI - ChatGPT/Codex	ChatGPT Plus	\$20/mo	\$700/mo
	ChatGPT Pro 5x	\$100/mo	\$3,500/mo
	ChatGPT Pro 20x	\$200/mo	\$14,000/mo

종량제 지원 여부

회사	한도 초과 시 크레딧 사용 가능 여부
Anthropic	사용 가능
OpenAI (개인)	채팅은 불가 에이전트 기능(Codex·Excel·PowerPoint)은 크레딧 구매 가능
OpenAI (비즈니스)	사용 가능(풀링)
Google	불가능
Perplexity	검색은 불가 에이전트 기능(Computer)은 크레딧 구매 가능
xAI	사용 가능

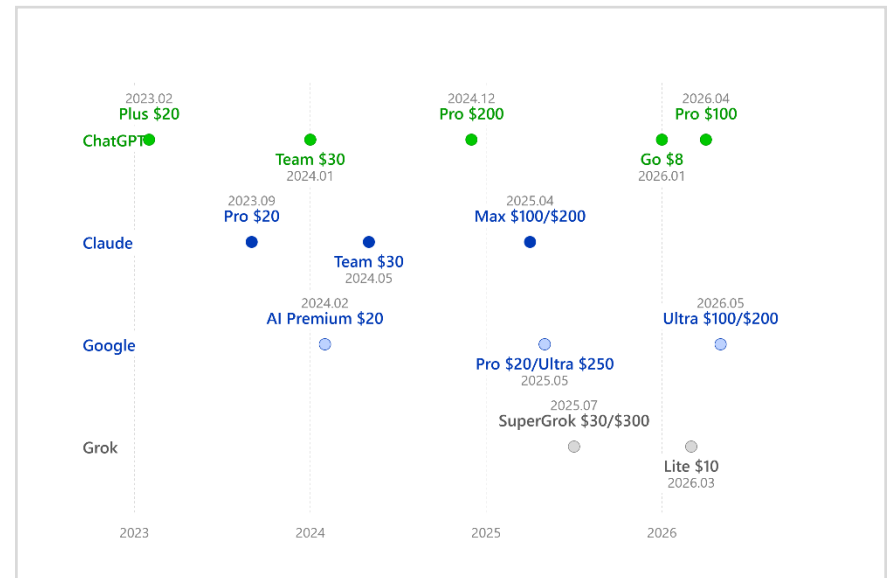
1-3. 모델 개발사 비즈니스 모델(BM) ③ 구독제

- 가장 직관적이고 도입이 쉬운 수익화 방식. 모델 개발사별 플랜 세분화로 가격 차별 이루어지고 있음
- OpenAI: Free-Go-Plus-Business-Enterprise
- Anthropic: Free-Go-Max-Team-Enterprise
- Mistral: Free-Pro-Team-Enterprise
- xAI: Free-SuperGrok-Enterprise

모델 개발사별 요금제

	개인				비즈니스		
	저가형	기본형	고가형		저가형	고가형	
Grok	\$ 10	\$ 30	-	\$ 300	\$ 30	-	-
ChatGPT	\$ 8	\$ 20	\$ 100	\$ 200	\$ 20	\$ 100	\$ 200
Claude	-	\$ 19	\$ 110	\$ 220	\$ 20	\$ 100	-
Google	\$ 5	\$ 20	\$ 100	\$ 200	\$ 21	\$ 30	-
Mistral	\$ 6	\$ 15	-	-	\$ 25	-	-

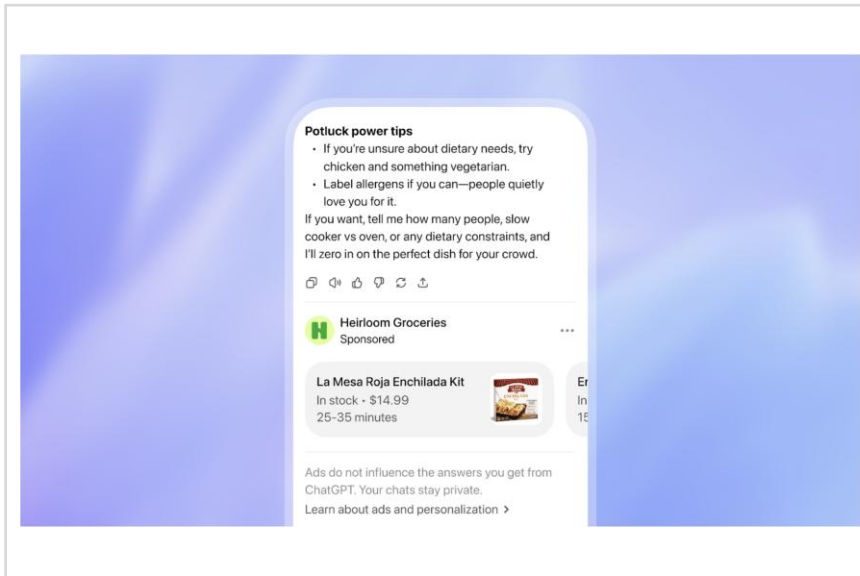
회사별 요금제 출시 타임라인



1-3. 모델 개발사 비즈니스 모델(BM) ④ 광고

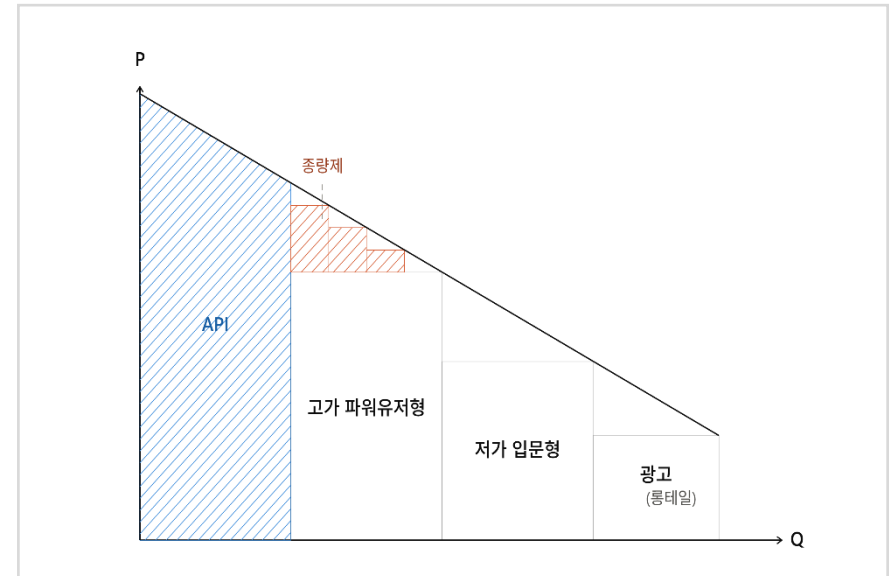
- 대규모 무료 트래픽을 보유한 사업자에게 현실적인 수익화 요소. 트래픽 규모와 구매의도 신호를 확보한 플레이어에게 유리한 선택지
- OpenAI는 Free와 Go 티어에서 광고 BM 적용. 답변과 광고의 분리, 민감 주제 제외, 대화 데이터 비판매, 개인화 통제를 원칙으로 제시
- Google은 AI Overview의 상,하단 뿐 아니라 일부 국가에서는 Overviews 내부에도 광고를 붙이고 있고, 사용자 질의와 AI Overview의 내용까지 반영해 광고를 노출
- Meta는 직접적인 챗봇 광고 슬롯보다, AI를 기존 광고 시스템의 효율 개선에 투입해 핵심 매출 제고에 집중

ChatGPT 광고



출처: OpenAI, 교보증권 리서치센터

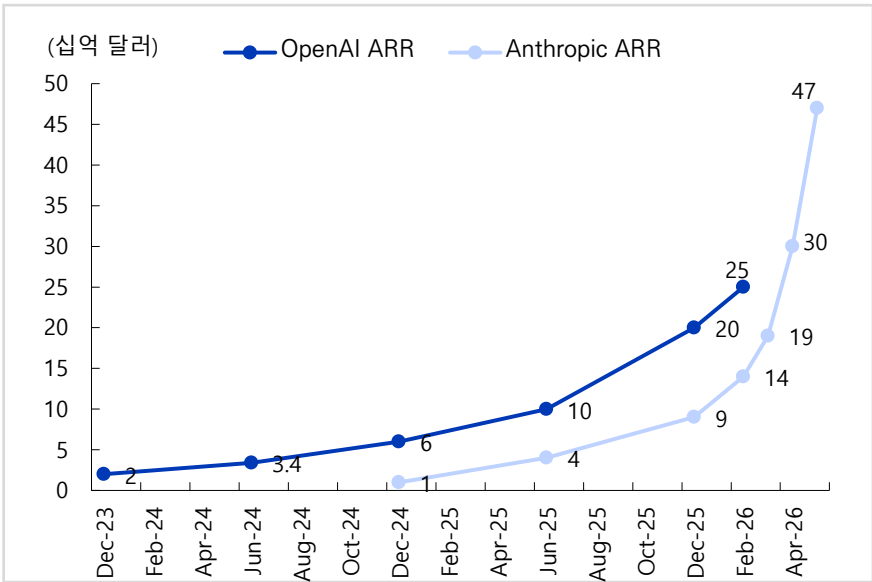
고객별 WTP에 맞는 BM으로 가격차별 수행



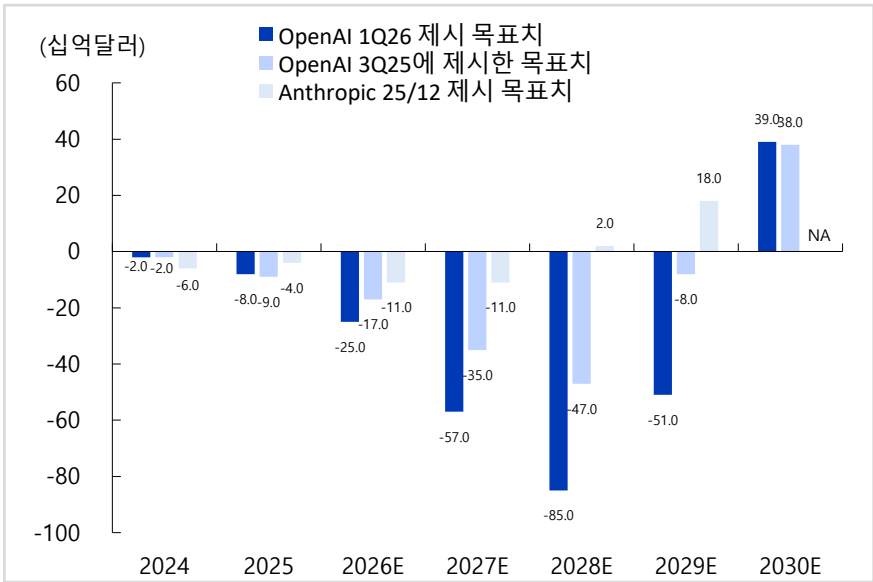
1-4. Case Study ① : Anthropic

- API 및 B2B 계약을 중심으로 추론 컴퓨팅 파워 증가에 비례한 매출 증가 이루어지고 있으며, Enterprise 및 Team 플랜 내 종량제 적용으로 ARR(연율화 매출)은 2025년 12월 90억 달러에서 2026년 3월 190억 달러, 5월 470억 달러로 빠르게 성장
- Gross Margin은 2025년 -94% → 2026년 50% → 2028년 77%으로 개선 타겟. 2Q26 매출 109억 달러, 영업이익 5.59억으로 첫 분기 영업 흑자 전환 가능성도 제기된 바 있음. 대규모 인프라 투자 지속되고 있으나 B2B 사용량 증가에 따라 흑자 구간 진입 가능한 구조. 대규모 투자 사이클이 일부 안정화되는 2028년 연 매출 700억 달러, 현금흐름 170억 달러를 목표로 제시하고 있으며, 현금흐름 관점에서는 2028년이 실질적 분기점이 될 것으로 예상
- 2026년 5월 Series H 펀딩으로 650억 달러를 조달하였으며, 펀딩 이후 기업 가치는 9,650억 달러 달성. 이후 2026년 6월 1일 IPO S-1 서류를 비공개 제출하여 2026년 10월 IPO 예상

OpenAI & Anthropic ARR 추이



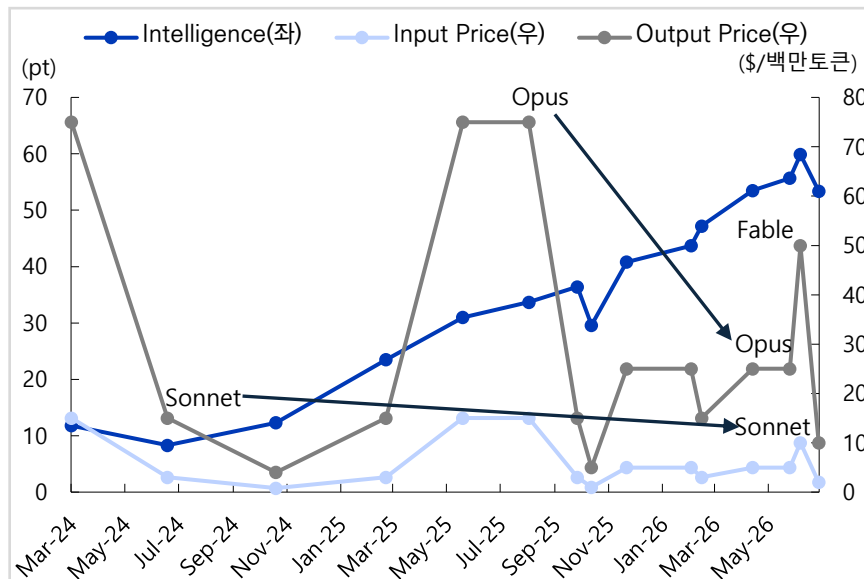
OpenAI & Anthropic Cash Flow 추이 및 목표치



1-4. Case Study ① : Anthropic

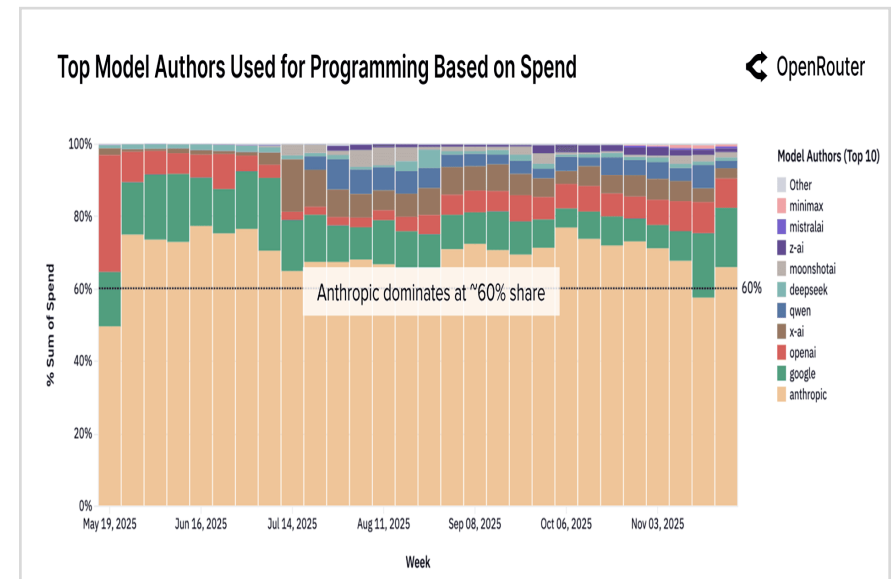
- Fable·Opus·Sonnet·Haiku로 모델 라인업을 구성하며, 신규 모델 출시 때마다 종합 벤치마크 점수가 지속 개선
- 상위 모델인 Opus는 백만 토큰당 입·출력 호출 비용이 모두 1/3 수준으로 감소
- Sonnet 라인업은 Artificial Analysis Intelligence Index 기준 2년 만에 14→53으로 상승, 성능 개선에도 Sonnet의 백만 토큰당 가격은 유지
- 최근 Mythos 기반 Fable-5 공개. Mythos는 높은 성능을 바탕으로 비공개 모델 형태로 먼저 제공됐던 모델. 최상위 모델인 Fable의 백만 토큰당 가격은 과거 Opus 고점 대비 약 67% 수준에 그쳐, 성능 개선과 가격 효율 개선이 동시에 진행 중

Anthropic 모델별 종합 벤치마크 & API토큰 호출 비용



출처: Artificial Analysis, OpenRouter, 교보증권 리서치센터

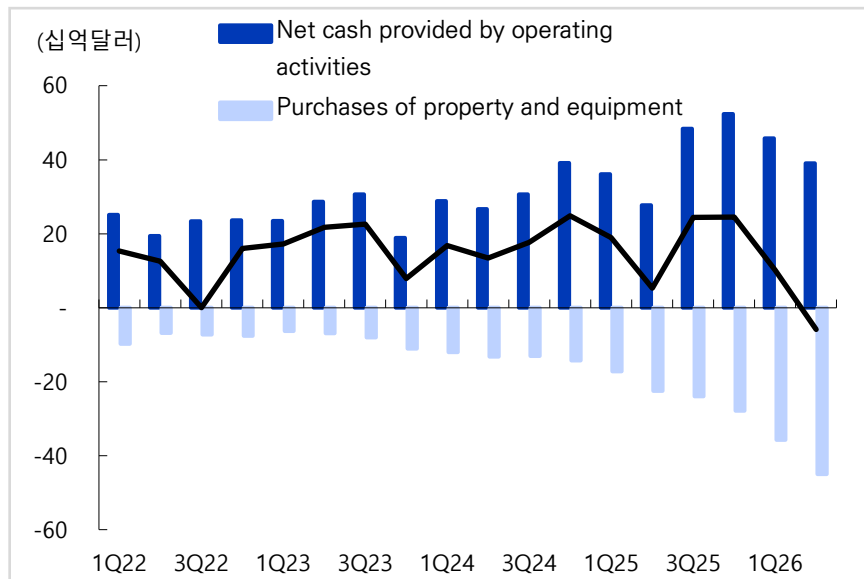
Anthropic은 프로그래밍 시장의 강자



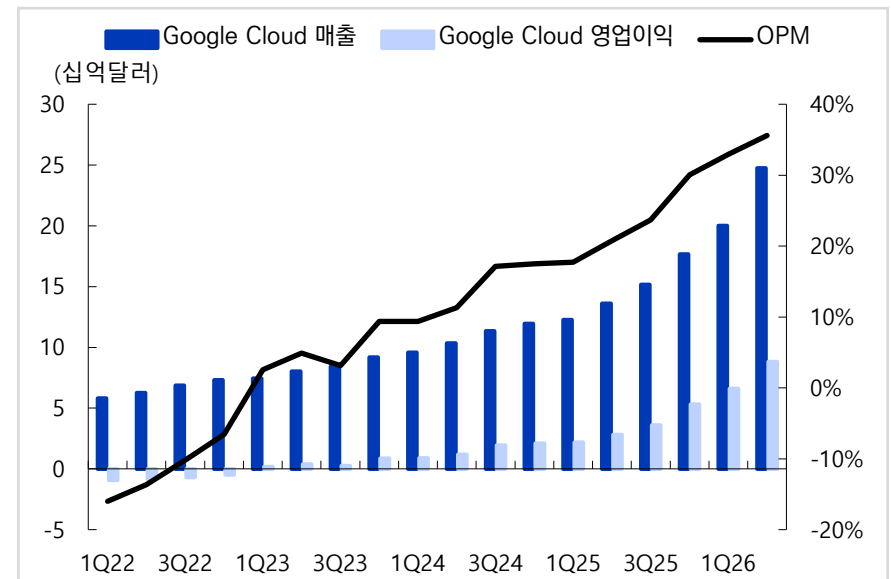
1-4. Case Study ②: Google

- Google: OPM 확장 중이나 선제적 CapEx로 FCF 하방 압력 큰 구간
- AI 수익화 방안: 1) 클라우드 매출(컴퓨팅 파워), 2) 광고 매출, 3) Gemini API 수수료, 4) 구독 BM
- **클라우드 매출**: 2Q26 클라우드 매출은 YoY +82%, 영업이익률은 YoY +14.9%p 확장. 수주잔고 또한 \$514B로 1Q26 대비 500억 달러 이상 증가
- 1) 신규 고객 확보 속도 YoY 2배 이상 증가 2) 기존 고객 약정 초과사용 50% 이상 3) Google Cloud Marketplace 거래량 YoY 7배 이상 성장 등 GCP 생태계 확대 중
- GCP 고객의 AI 모델 사용 강도도 심화 중: 500개사가 연 1조 토큰↑ 처리, 2,000개사가 연 1,000억 토큰↑ 사용

Alphabet Free Cash Flow 추이: 균형



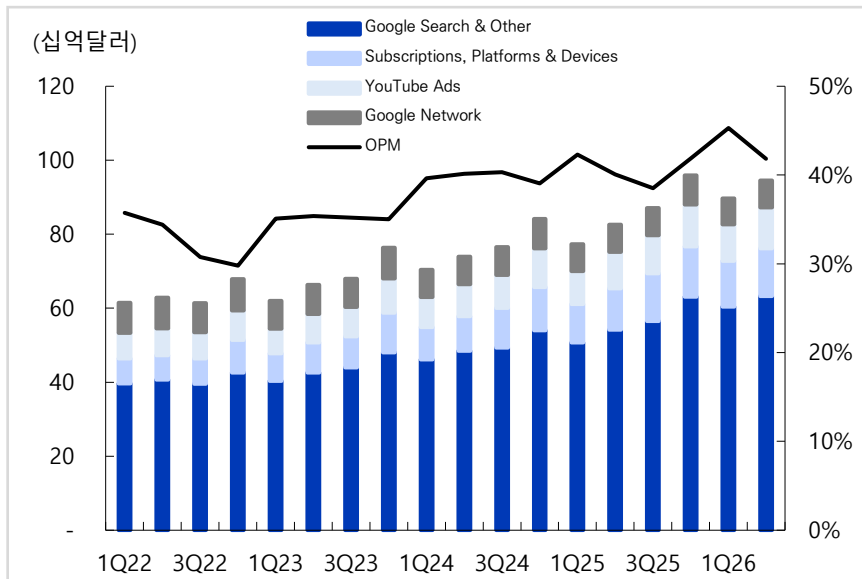
Google Cloud 매출 & 영업이익 추이



1-4. Case Study ②: Google

- **광고 매출:** 2Q26 Google Search & Other 매출 전년 동기 대비 +16.8%
- AI Mode, Overview의 기존 검색 매출 잠식 나타나지 않고 있음. 오히려 AI Mode MAU 10억명을 돌파하는 등 Google 광고 매출 성장 상방 요인으로 작용 중
- 1) Gemini 의도 이해 능력으로 길고 복잡한 검색어에서 연관성 있는 광고 제공 2) AI Max 등 광고주 도구로서 사용자 의도에 맞는 새로운 검색 기회 발굴하며 3) AI Overview, AI Mode를 통해 정밀한 의도 파악
- 이를 통해 광고 가능한 검색 총량 자체를 증가시킴으로써 ROAS 향상 중임.
- AI 기반 사용자 경험을 수수료 수익으로 전환하기 위한 준비 병행 중. 2Q26 실적 발표에서는 UCP(에이전틱 커머스를 위한 구글의 개방형 상거래 표준) 확대를 언급하며, 거래에서 발생하는 수수료 기반 BM으로도 확장 가능

[도표 49] Alphabet Google Services 부문 매출 및 OPM 추이



구글 AI 모드 내 광고

Sponsored
Smart Home Fragrance Diffuser
You can also consider a waterless plug-in that lets you manage and switch scents from an app.

Pura
Transform your home into a sanctuary with spa- and nature-inspired scents like Eucalyptus and Frasier Fir. Create instant atmosphere with our effortless, set-and-forget smart fragrance.

Pura is praised as a low-maintenance option that lets users automate scent schedule and intensity without daily manual handling. Users also enjoy its library of 250+ premium scents but note refills can be costly.

AI responses are generated independently

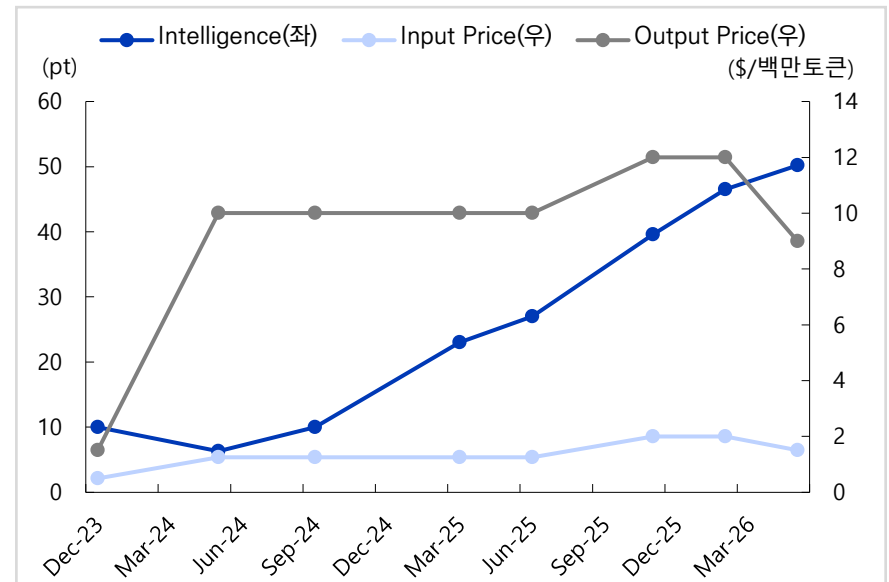
1-4. Case Study ②: Google

- **Gemini API: 구독, 플랫폼 및 기기 매출:** YoY +15% 성장 (2Q26 기준). Gemini 앱 채택 확산에 따른 Google One AI 플랜 성장, YouTube Music/Premium 구독 확대가 매출 성장에 기여
- Gemini 직접 API 토큰 처리량은 2Q26 분당 220억개 수준(QoQ +37.5%)이며, 월 900만명 이상 개발자가 API/개발자 제품으로 빌드
- 2Q26 Gemini 별도 앱의 사용자 MAU 9.5억명 수준이며, DAU는 최근 1년간 3배 증가
- 엔터프라이즈 부문에서는 Fortune 100대 기업의 약 90%가 Gemini Enterprise 사용 및 Agent Development Kit 누적 다운로드 약 7,000만 회
- 엔터프라이즈 AI 솔루션 시장에서 풀스택 경쟁우위 강조. 사이버보안·데이터분석·클라우드·거버넌스 등을 하나로 묶어 제공 가능한 역량 보유

Gemini API 토큰 호출량 추이 (OpenRouter)



Gemini 모델별 종합벤치마크 & API 호출비용 추이

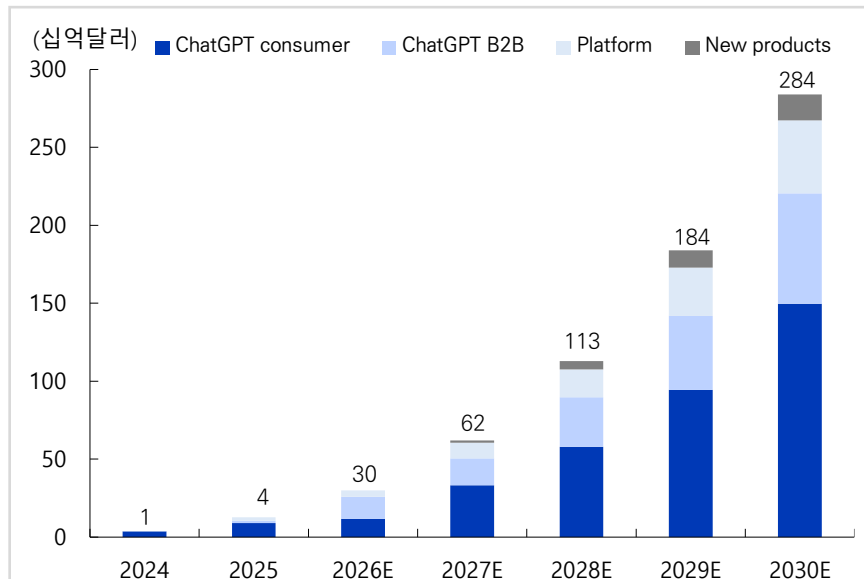


출처: OpenRouter, Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

1-4. Case Study ③: OpenAI

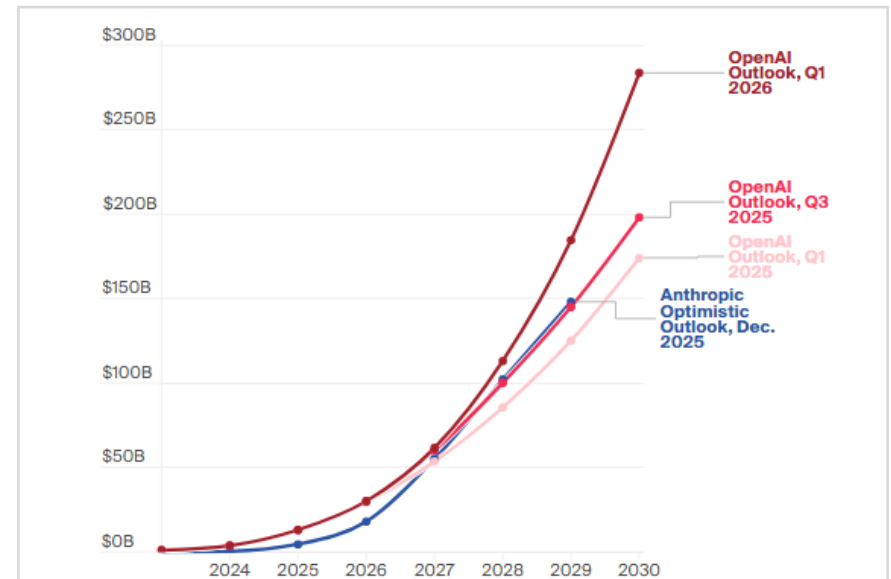
- 26년 4월 기준 WAU는 9.2억명을 넘어섰으며 B2C 시장에서의 소비자 기반은 가장 넓음
- 한편 유저 기반 대비 매출 전환 및 수익성 확보 정도는 경쟁기업(Anthropic, Google, Minimax) 대비 낮음. 광고 매출, B2B, API 매출의 비중이 낮은 탓(OpenAI의 B2B 매출은 약 40% 수준으로, Anthropic 대비 절반 수준)
- 2030년 2,840억 달러 매출 달성과 현금 순유입 전환 목표(The Information): B2C 1,500억 달러, B2B+API 1,200억 달러 목표
- B2C향: 무료(Free) 및 저가형(Go)에 광고 모델 도입 + 종량제 도입
- B2B: 기업용 에이전트/구독 판매 추진 및 API 매출 증가

[도표 57] OpenAI의 매출 추이 및 목표치



출처: OpenAI, The Information, 교보증권 리서치센터

[도표 58] OpenAI vs Anthropic 매출 전망치 상향 조정 추이

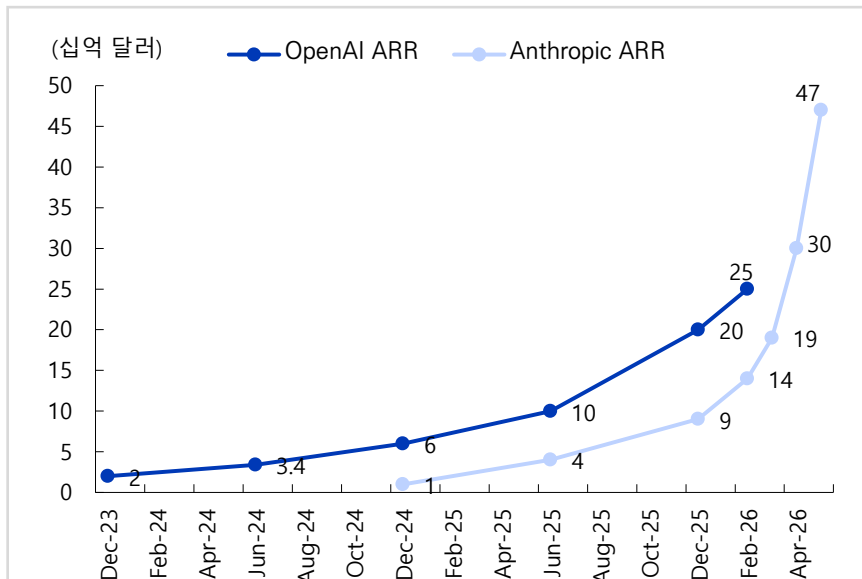


1-4. Case Study ③: OpenAI

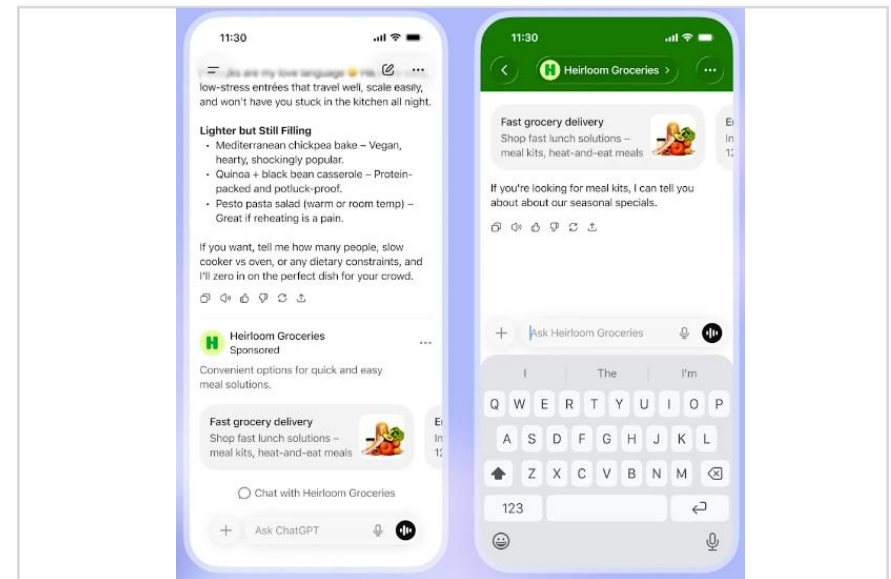
1) B2C

- 2030년 약 1,500억 달러의 Consumer 매출(전체 매출 중 비중 52.7%) 달성 목표. 무료(Free) 및 저가형(Go)에 광고 모델 도입 + 개인 구독 내 종량제 도입
- B2C 매출 목표치 중 약 2/3에 해당하는 1,020억 달러는 광고 BM에 기인할 것으로 예상. OpenAI는 2026년 24억 달러 → 2027년 110억 달러 → 2030년 1,020억 달러의 광고 매출 목표치 제시. 광고 사업의 목표 ARPU는 2026년 3.5 달러 → 2027년 12 달러 → 2030년 60달러. (2025년 Meta ARPU는 약 57달러)
- WAU가 17억명 수준으로 현재(9.2억 명) 대비 +84.8% 확장된다고 가정하면 이러한 목표치는 매우 공격적이지만 불가능한 수준은 아님. Meta의 경우 1Q26 기준 35.6억명의 DAP 기반으로 연환산 2,200억 달러 광고 매출, Alphabet은 2Q26 기준 45~50억명(추정치)의 Google 검색 MAU 바탕으로 연환산 2,530억 달러 광고 매출 창출

[도표 59] OpenAI vs Anthropic ARR 추이



[도표 60] Chat GPT Free & Go 요금제 내 광고 도입 예시



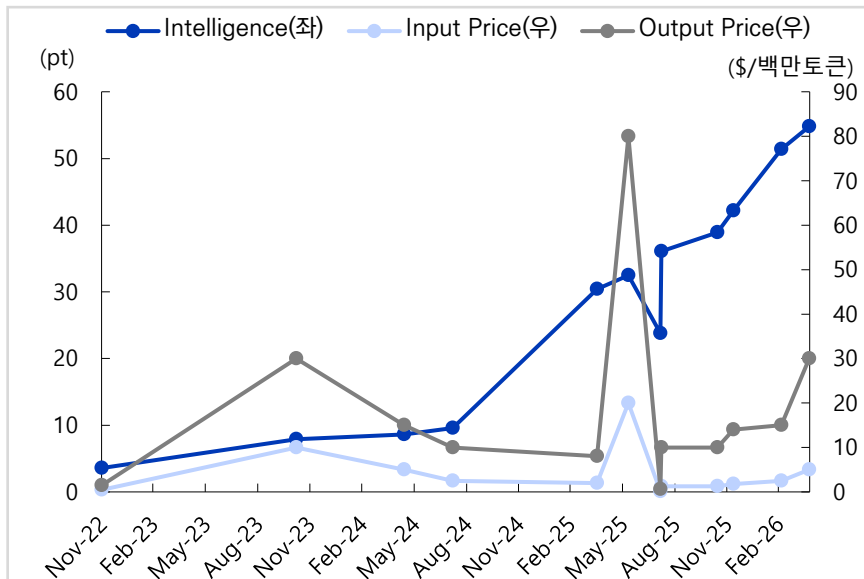
1-4. Case Study ③: OpenAI

2) B2B: 2030년 700억 달러(매출 비중 24.9%) 목표. 모델 성능 개선 뿐 아니라 파트너 채널을 판매 및 구축 엔진으로 만드는 작업을 진행. 이를 위해 ①OpenAI Partner Network에 1.5억 달러를 투자하고, 26년 말까지 30만명의 인증 컨설턴트를 육성할 계획이고, ②Accenture, Bain 등 컨설팅/SI와의 적극적인 파트너십, ③ 회사 내 분산된 정보와 컨텍스트를 활용하도록 하는 Company Knowledge, 기업이 필요한 에이전트를 구축, 배포, 관리할 수 있는 Frontier 등 엔터프라이즈 특화 솔루션을 제공하고 있음

3) API: 2030년 500억 달러(매출 비중 17%) 목표. 이를 위해 ①Agentic AI를 지원하기 위한 추론/코딩 성능 개선 지속 중이며, ②MCP 생태계 적극 참여, ③Responses API, Realtime API, Prompt Caching 및 Batch API 등 과금 요소를 입체화 진행중

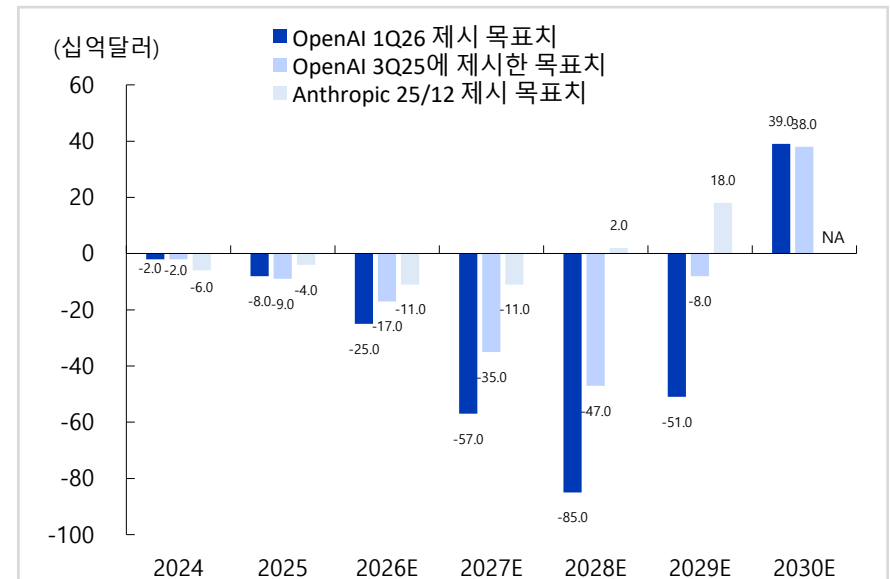
- 대규모의 저가/무료 트래픽 수익화 필요성이 경쟁사 대비 높고, 대규모 투자를 수반하는 성능 경쟁이 지속됨에 따라 Anthropic(2028년)에 비해 늦게 양의 현금흐름 창출(2030년)할 것으로 예상
- 현재 SEC에 IPO를 위한 S-1 서류 비공개 제출했으며, 1년 이내 상장 목표 (1조 달러 목표)

[도표 61] OpenAI 모델별 종합벤치마크 & API 호출비용 추이



출처: OpenAI, Anthropic, The Information, Artificial Analysis, 교보증권 리서치센터

[도표 62] OpenAI vs Anthropic Cash Flow 추이 및 목표치



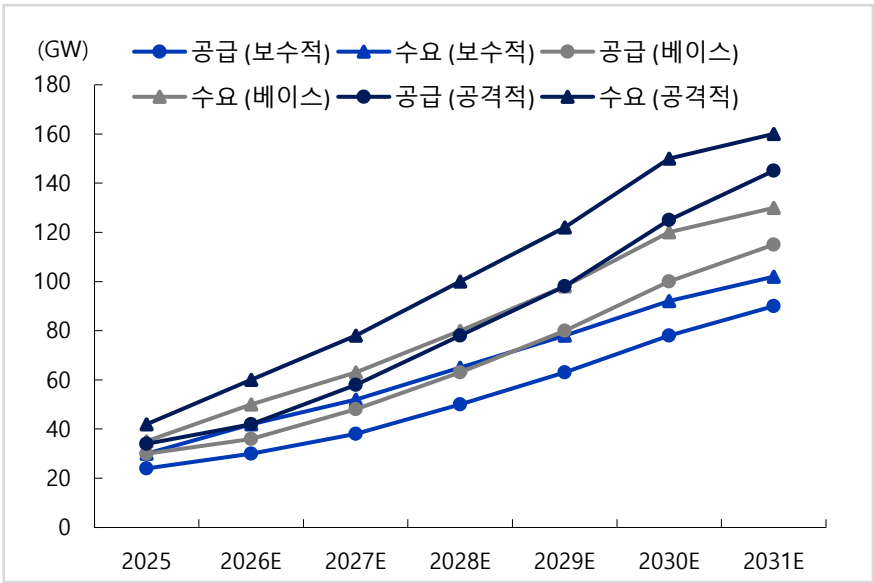
Part 02

국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유

2-1. AI 추론 수요 확장은 아시아 AI 인프라 업체들에게 기회 요인이 될 것

- AI 데이터센터 시장은 최소한 2028~2029년까지는 전력 확보가 완료된 AI-ready 고밀도 용량을 중심으로 공급부족이 이어질 가능성이 높으며, 이에 따라 공급자 우위 시장이 지속될 것으로 전망. 추정 기관에 따라 2030~2031년에는 온사이트 전원, BTM 발전, 저장장치, 전력망 증설, 모듈러 시공 확대가 누적되며 점차 수급은 근접 균형에 접근하는 방향으로 이동할 가능성은 제기됨
- 이 과정에서 AI 훈련과 추론 데이터센터의 구축 양상을 구분할 필요가 있음. AI 트레이닝 데이터센터는 초대규모·고전력 클러스터 중심으로 구축되며, 지연 민감도가 낮아 미국 등 전력·토지·용수 접근성이 좋은 지역에 우선 입지할 가능성이 높음. 반면 AI 추론은 향후 수요의 중심축으로 부상하고, 서비스 품질을 위해 저지연이 중요해 사용자·애플리케이션 인접 지역에 분산 배치될 가능성이 높음. 따라서 추론 인프라는 초대형 하이퍼스케일러만의 영역이라기보다, 지역 거점형 AI 인프라 서비스가 가능한 사업자들에게도 기회가 열리는 분야

연도별 AI DC 공급 및 수요 전망



출처: EpochAI, SemiAnalysis, McKinsey, IEA, JLL, Bain, BlackRock, EPRI, RAND, 교보증권 리서치센터

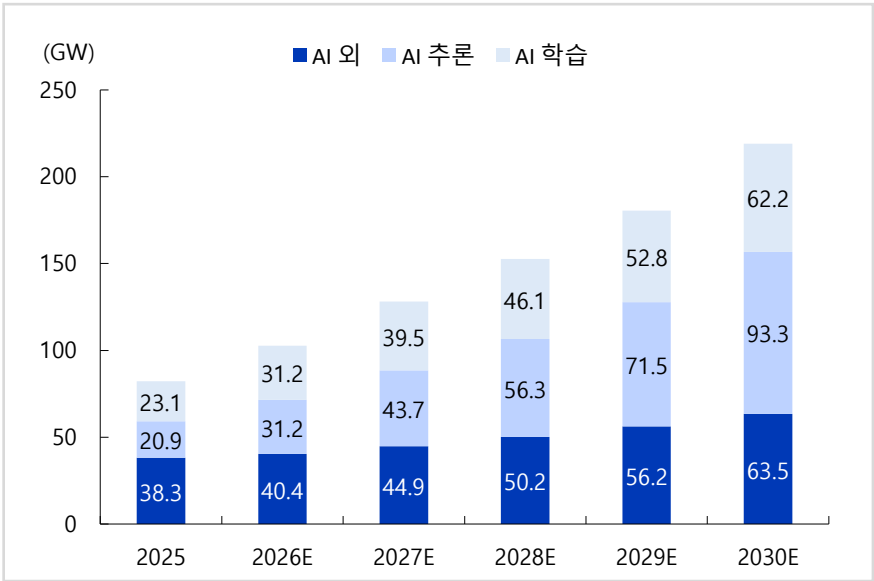
분류별 데이터센터 요구 사항

		일반 클라우드 컴퓨팅	AI 추론	AI 학습
IT요구사항	요구 수전용량	40~200MW	50~250MW	300MW~2GW
	허용 지연 시간	인접지역 간 ~15ms	인접지역 간 ~15ms	100ms~
	resiliency	Tier 4~	Tier 4~	Tier 3~4
	랙당 전력 밀도	1~50 kW/랙	30~150 kW/랙	100~200 Kw/랙
인프라 요구사항	냉각	공랭식	수랭식이 더 적합	수랭식 필수
	네트워크	standard configuration	조정된 standard configuration	특수 네트워크
	위치	데이터 및 톨에 대한 저지연 접근을 위해 클라우드 캠퍼스 내 위치	추론 대비 허용 지연시간이 많아 클라우드 서비스 지역과 분리 가능	

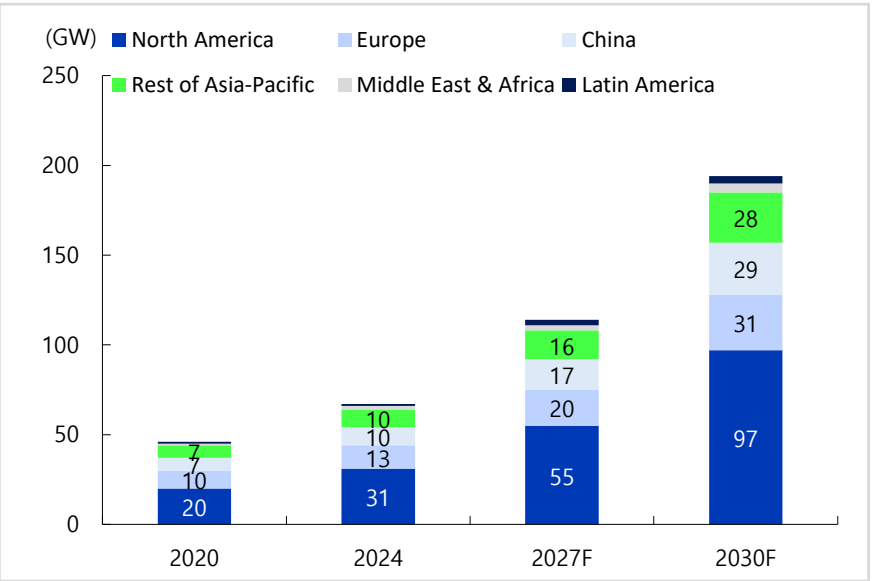
2-1. AI 추론 수요 확장은 아시아 AI 인프라 업체들에게 기회 요인이 될 것

- AI 추론 인프라는 초대형 하이퍼스케일러만의 영역이라기보다, 지역 거점형 AI 인프라 서비스가 가능한 사업자들에게도 기회가 열리는 분야. 실제로 네이버클라우드(네오클라우드), NHN클라우드(실질적 네오클라우드), 삼성SDS(멀티클라우드 CSP, DBO)는 이미 GPUaaS 등 관련 인프라 서비스를 전개하고 있으며, LG CNS 역시 DBO, 코로케이션 사업을 통해 데이터센터·산업형 AI 인프라 역량을 바탕으로 참여중인 영역
- 특히 AI 추론은 훈련보다 사용량 기반의 지속 수요와 반복 매출 구조를 만들 가능성이 높고, 향후 2~3년 내 확보한 초기 운영 레퍼런스는 이후 국내외 모델 개발사와 엔터프라이즈 고객 수주에서 중요한 신뢰 신호로 작용할 가능성이 큼. 따라서 2~3년 내 글로벌 AI 모델 메이커향 아시아권 AI 추론형 데이터센터 사업 수주는 국내 클라우드 사업자들에게 매출 및 이익 퀀텀 점프의 기회가 될 수 있음

분류별 데이터센터 수요 전망



지역별 데이터센터 수요 전망

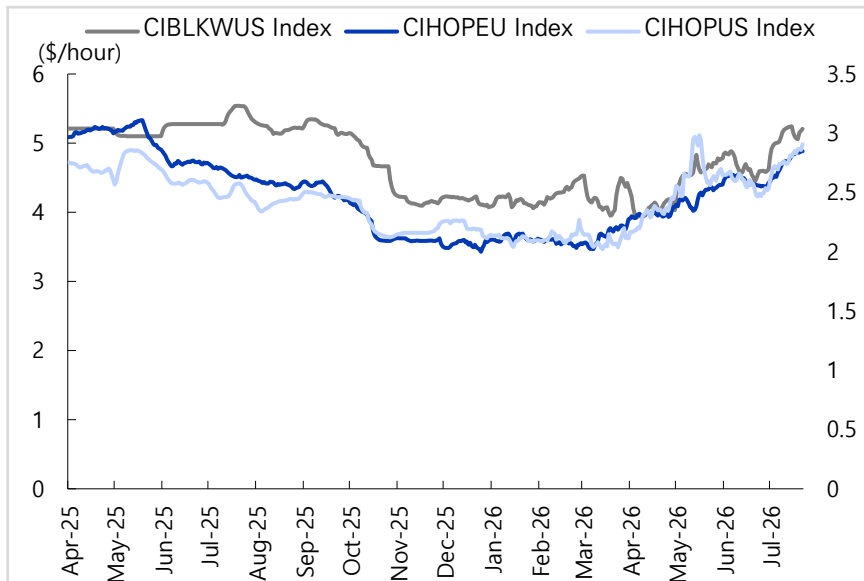


출처: Mckinsey, Bain, 교보증권 리서치센터

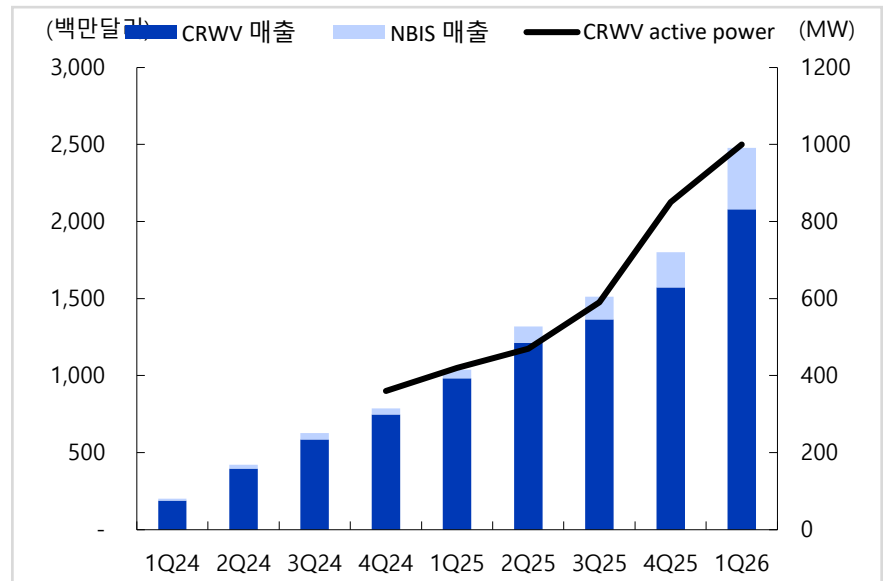
2-1. AI 추론 수요 확장은 아시아 AI 인프라 업체들에게 기회 요인이 될 것

- AI DC 기반 컴퓨팅파워의 초과수요는 네오클라우드, GPUaaS의 컴퓨팅 판매 가격 추이로 나타남. GPU 자체도 마찬가지로이지만 전력 공급 및 CPU를 포함해 온전히 운용되는 데이터센터 설비 자체가 병목으로 작용하고 있기에 GPUaaS의 판매가격 상승은 GPU의 초과수요보다 조건을 충족하는 데이터센터의 컴퓨팅 파워 자체의 초과수요를 더 잘 나타낸다고 판단
- Blackwell 아키텍처의 GPUaaS 판가는 출시 초기 가격 대비 -24.8% 수준에서 저점 형성 후 반등하여 현재는 저점 대비 +29.3% 수준에서 가격이 형성. Blackwell 이전 아키텍처로 신형 GPU 프리미엄이 제거된 Hopper GPUaaS 판가마저도 2Q26부터 반등세를 보이며 저점 대비 +40.0% 증가해있는 상태. 이와 같은 추이는 AI DC 공급 부족으로 심화될 것으로 전망. 추론 수요는 지리적으로 분산되어 사용자 인접 배치가 필요하며, GPU 칩 가격 뿐 아니라 전력 접근성과 저지연 대응 가능 랙과 시설 희소성이 복합적으로 작용해 1) 절대가격 상승과 2) 저지연 프리미엄 확대, 3)스팟-장기계약 스프레드 확대를 유발하고 있기 때문

GPUaaS 판매 가격 추이(Bloomberg)



CoreWeave, Nebius active power 및 매출 추이



출처: CoreWeave, Nebius, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-2. 중요한 건 하네스 엔지니어링이야

- B2B AI 전환에 있어 중요한 것은 모델을 만드는 것보다 모델이 기업 안에서 안전하게 유용하게 작동하도록 주변 시스템을 설계하는 일(하네스 엔지니어링)
- 일반적으로는 모델 개발사 혹은 플랫폼사(Palantir, Microsoft, Alphabet, Amazon 등)가 모델과 플랫폼이라는 재료를 제공하면, IT컨설팅사(Accenture, Deloitte 등)는 기업 업무 중 에이전트화 할 대상을 설정하는 설계사의 역할, SI 및 IT 서비스사(삼성 SDS, LG CNS 등)은 실질적인 사내 시스템 연계를 수행하는 메인 시공사의 역할을 수행
- 이러한 협력 관계가 존재하지만, 각 계층의 사업자들은 서로의 영역으로 침투하면서(FDE 등) 협력적 경쟁 관계

하네스 엔지니어링



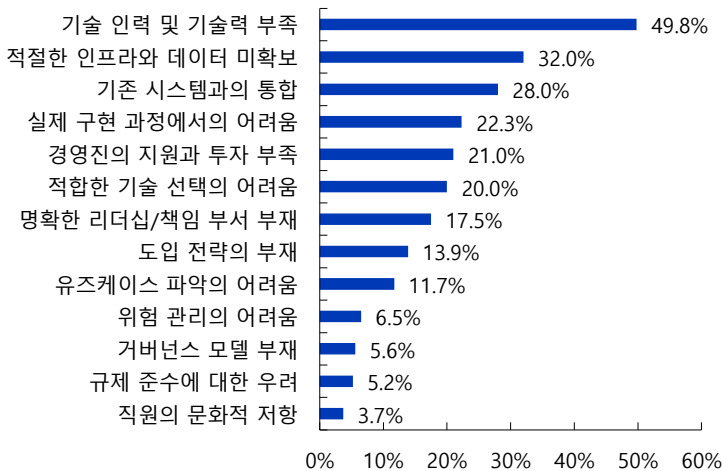
AX 계층별 역할 분업과 상호 영역 침투

레이어	대표 주체	주 역할	영역 간 침투
업무/현장 문제 정의	컨설팅사, 개별 기업	우선순위, 운영모델, 변화 관리	플랫폼사가 FDE로 직접 현장에 투입되며 침투
데이터, 프로세스 통합	Palantir, SI/IT 서비스사 등	데이터 연결 및 정제, 권한, ERP/CRM 연계	CSP 관리형 서비스가 일부 대체
AI 운영 기반 플랫폼	Palantir, CSP	에이전트, 워크플로, 거버넌스, 모델 운영	SI가 자체 AX 플랫폼으로 일부 대체
인프라, 모델, 보안 기초	CSP, 모델 개발사 등	클라우드, 모델, 보안, 관리형 서비스	Palantir가 멀티클라우드 위에서 상위 운영계층 장악 시도

2-2. 중요한 건 하네스 엔지니어링이야

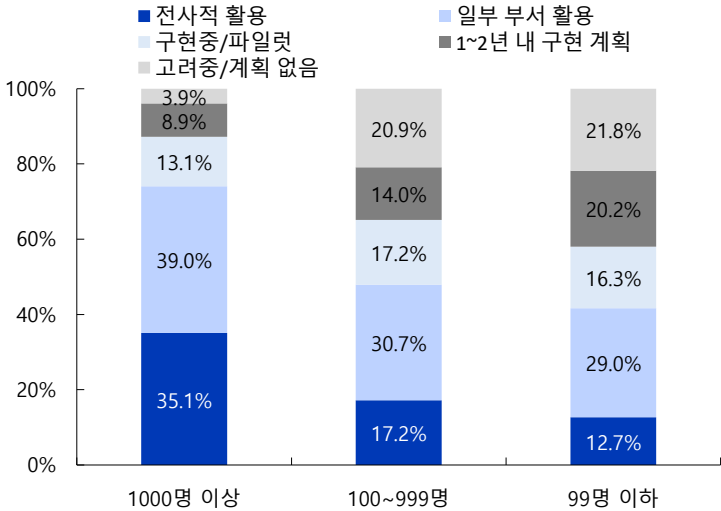
- 국내 AI 전환은 대기업, 공공, 금융 부문에서 선제적으로 이루어질 것으로 파악. 국내 749개 기업 대상 조사(출처: 메가존클라우드&파운드리, 2025년 8월)에서 대기업(1,000명 이상)의 생성형 AI의 전사적 활용 및 일부 부서 활용 비율은 74.1%로, 중소, 중견 기업군의 2배 수준. 이미 도입한 기업들도 초기 수준임을 고려시 대기업 고객사 위주의 AX 확산 추세 이어질 것. AI 도입의 병목/장애 요인으로 는 실제로도 기술 인력/기술력 부족, 적절한 인프라와 데이터 미확보, 기존 시스템과의 통합, 실제 구현 과정 등 하네스 엔지니어링 요소 혹은 인프라가 꼽힘
- 선제적 AI 전환에 나서고 있는 제조 업군 대기업, 금융기관, 공공/국방 업군 기업 및 기관들은 단순 구독료 지원이나 엔터프라이즈 버전 도입보다는 기존 도메인 데이터 및 기존 IT 시스템과의 통합이 가능하고, 보안성이 보장되는 자체 AI 솔루션 구축을 선호

생성형 AI 도입 및 활용의 장애물

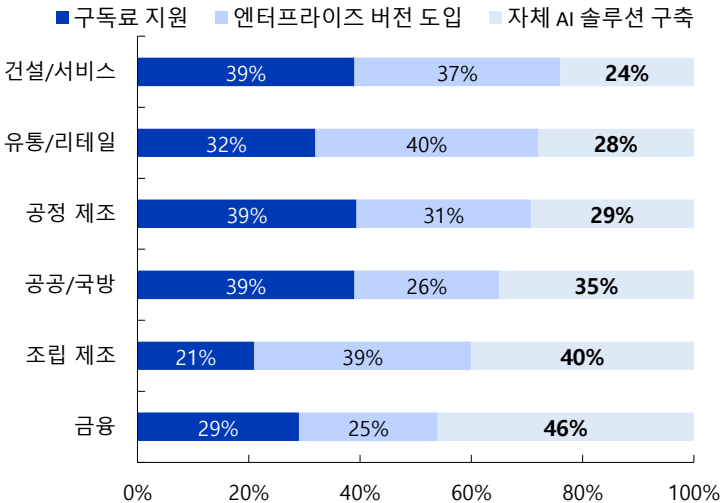


출처: 메가존클라우드, 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

기업 규모별 생성형 AI 활용 현황



산업군별 AI 도입 방식



2-2. 중요한 건 하네스 엔지니어링이야

- ① 대기업의 경우 자사 계열 SI를 통한 AX 투자를 하는 경향이 강하며, ② 금융 및 공공/국방 기관은 보안성 및 안정성을 중시하여 검증된 레퍼런스를 확보한 업체들을 선호. 행정안전부는 공공 AI에 있어 톨 구매보다 표준화된 AI 도입 절차 및 내부 데이터 연계, 보안 통제 등을 강조하며 금융위원회도 SaaS 활용 규제를 완화하면서도 엄격한 통제장치를 전제. 국내 시장에서는 글로벌 컨설팅, 플랫폼사 대비 국내 환경에서 검증된 SI사 혹은 IT서비스사가 직접적 고객 접점에서 헤게모니를 장악할 것으로 예상
- 국내 SI/IT 서비스사들은 글로벌 파트너십과의 협력을 바탕으로 하되 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 중간계층으로 부상할 가능성이 높다고 판단. 특히 삼성SDS, LG CNS 등의 SI 사들은 OpenAI, Anthropic, Alphabet 등 모델 제조사 뿐 아니라 플랫폼사와도 협력 관계. Palantir-LG CNS의 전략적 파트너십이 대표 사례로, 이는 글로벌 AX 플랫폼사도 한국 대기업 AX 확산의 실질 채널로 국내 SI사의 산업 이해, 현장 투입력, 운영형 구축 역량을 필요로 한다는 근거

Palantir-LG CNS 파트너십 내용

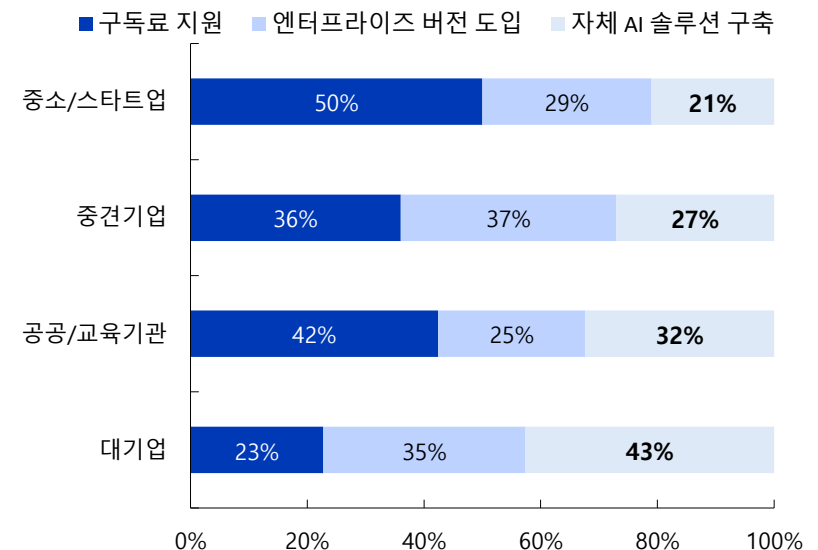
LG CNS - 팔란티어 파트너십 주요 내용

- 파운드리, AIP 등 팔란티어 기업용 플랫폼, 최적화 형태 제공
- 팔란티어 사업 전담조직 전방배치엔지니어링(FDE) 신설
- 팔란티어와 협력해 제조, 에너지, 전자, 물류 등 AI 전환 실행
- LG 그룹 시작으로 팔란티어 플랫폼 확장

팔란티어 주요 플랫폼 개요

- 파운드리: ERP, CRM, 물류, 재무, 인사 등 데이터 통합
- AIP: 통합된 데이터 환경에 생성형 AI 결합해 기업 의사결정 지원
- 고담: 정부, 군사 기관용 데이터 통합, 분석 플랫폼
- 아폴로: 고담, 파운드리, AIP 등 팔란티어 플랫폼 자동 배포, 관리

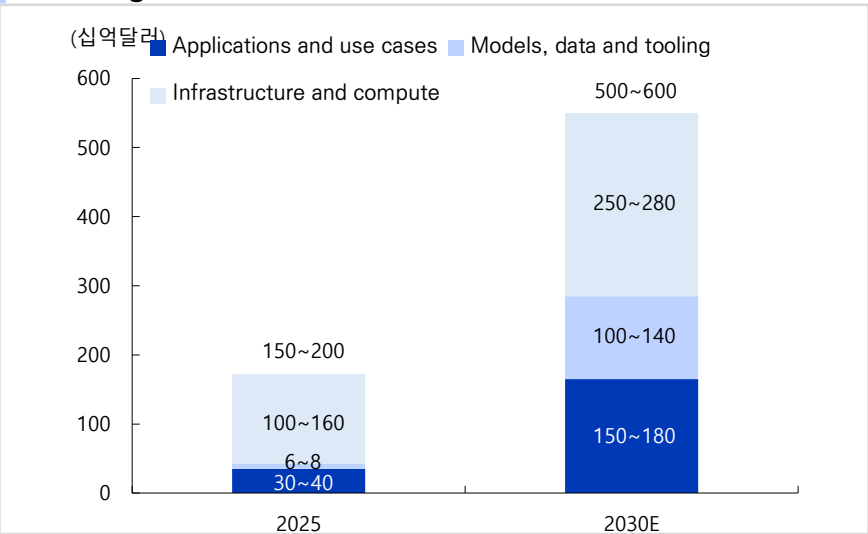
기업 규모별 AI 도입 방식



2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- 소버린 AI: 자국 법·규제·지리적 경계 내에서 AI 개발·배포·운영 방식을 독립적으로 통제하는 역량
- NVIDIA FY2026: 소버린 AI 매출 300억 달러↑ (YoY 3배), 장기적으로 하이퍼스케일러 초월 전망했으며, 1Q FY27 컨퍼런스콜에서 소버린 AI 매출 YoY 80% 이상 증가 언급하는 등 소버린 AI 급성장 재확인
- Gartner: 2027년까지 전세계 35% 국가가 자국 AI 플랫폼 보유, 2029년까지 GDP 1% 투자 필요
- 한국 예산: 2026년 9.9조원 AI 예산 편성
- SI/인터넷 섹터 기업에 직접적 성장 요소 분야는 1) AI 고속도로 구축 2) AI 모델 확보 3) 공공 AX

Sovereign AI 분야별 TAM 25년 추정치 및 30년 전망



대한민국 인공지능 행동계획(2026년 2월) 3대 정책 축 및 12개 전략 분야

정책축 (3개)	세부 전략분야 (12개)	주요 목표 및 내용
AI 혁신 생태계 조성	AI 고속도로, 차세대 기술 선점, 인재 확보, AI 모델 확보, 규제 혁신	인프라 및 원천기술: 2028년까지 첨단 GPU 5만장 확보, 국산 AI 반도체 도입 확대, AI 기본법 제정
범국가 AI 기반 대전환(AX)	산업 AX, 공공 AX, 지역 AX, 문화 강국, 국방 강국	현장 적용: 제조/금융/의료 등 전 산업의 AI화, AI 정부 서비스 구현, K-콘텐츠 AI 결합
글로벌 AI 기본사회 기여	AI 기본사회 실현, 글로벌 이니셔티브 강화	상생과 규범: AI 혜택의 보편적 확산, 글로벌 AI 거버넌스 주도, 딥페이크 등 부작용 대응

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- AI 운영 및 추론을 위한 아시아 태평양 지역 AI DC 수요가 증가하는 가운데 정부는 2026년 6월 3대 프로젝트 중 하나로 AI 데이터센터를 대규모로 구축하겠다는 전략을 발표. 정부와 민간의 협력 하 2단계에 걸쳐 총 18.4GW를 구축하겠다는 계획으로 정부는 전력, 부지, 인허가 등을 신속 지원하고 민간은 AIDC 구축 및 운영, 글로벌 투자 유치로 통해 군역별 GW급 AIDC를 구축하겠다는 계획
- 1단계는 총 8.4GW 구축 예정. 네이버(1GW, 세종+α), SK(1GW, 울산), GS(동해, 2.4GW)가 추진 예정이며 SK가 권역별 추가 입지를 검토 중(총 5GW). 1H28 내 착공 후 2029년부터 단계적으로 운영 목표. 2단계는 SK가 1단계로 구축한 AI DC(5GW)를 2035년까지 15GW로 확장 목표. 2030년까지 국내 AI DC 규모가 14.37GW로 확장될 경우 아태지역 전체 AI DC 규모(2030년 58GW 예상)의 25% 수준을 점유하게 되는 것으로, 아시아 태평양 지역 최대 수준의 AI 인프라 허브로 자리매김 가능

3대 메가프로젝트(2026년 6월) 중 AI 데이터센터 구축 목표



3대 메가프로젝트 내용

구분	주요 추진내용
반도체	- 서남권(메모리팹) 등 반도체 생산거점의 전국 확산 - 5년내 메모리 생산능력 2배 확충 등 압도적 투자 속도전 추진
피지컬 AI	- 새만금-대경권 K-로봇 양대 성장축 조성 - 휴머노이드 산업현장 확산, 피지컬 AI를 국가전략산업으로 육성
AI 데이터센터	- 울산, 동해, 세종 등 GW급 AI 데이터센터 구축 - AI 데이터센터 솔루션 생태계 및 지역혁신 클러스터 조성

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- 국내 AI DC의 공격적 확대는 2026년 5월 7일 국회 본회의를 통과한 AIDC 특별법(2027년 3월 시행 예정)으로 뒷받침. 기존 AIDC 구축의 걸림돌이었던 복잡한 인허가 절차, 전력 공급 부족, 일반 건물 중심의 비합리적 규제를 해결하기 위한 규제 완화와 국가 지원책을 포함.
- 해당 법안의 시행으로 비수도권 AI DC 공급 속도가 가속화, 글로벌 AI 및 클라우드 사업자들의 유치가 빠르게 이루어질 수 있을 것으로 전망. 특히 운영 및 추론 영역은 학습에 비해 리커링 요소가 많아 장기적으로 안정된 매출을 창출할 수 있으며 글로벌 공급 병목 상황 하에서 빠른 공급에 따른 레퍼런스 확보는 향후 추가 수주에 기여 예상
- 여러 부처에 걸친 인허가를 과기정통부에 일괄 신청(원스톱 창구), 기간 내 미처리시 자동 승인(타임아웃제)되도록 하여 신속한 구축을 지원하며, 비수도권에 신축 및 확장하는 AIDC는 전력계통영향평가를 면제하고 서버 중심 시설에 맞도록 입지 및 건물 규제를 완화

AIDC 특별법(2027년 3월 시행 예정) 주요 내용

분류	항목	내용
주요 핵심 내용 및 규제 특례	인허가 '원스톱 창구' 및 '타임아웃제'	여러 부처에 걸친 인허가를 과기정통부에 일괄 신청하고, 기간 내 미처리 시 자동 승인되는 '타임아웃제' 도입
	비수도권 전력계통영향평가 면제	비수도권에 신축, 확장하는 AIDC는 전력계통영향평가를 면제해 지역 분산을 유도
	재생에너지 직접전력거래(PPA) 특례	신재생에너지 사업자가 AIDC에 직접 전력을 공급할 수 있도록 하여 안정적인 친환경 에너지 공급을 도움
	입지 및 건물 규제 완화	서버 중심 시설에 맞게 주차장, 미술작품 설치 의무 등을 완화하고 1종 항만배후단지 내 입지 요건을 예외로 인정
국가적 지원	재정 및 인프라 지원	정부와 지자체는 AIDC 구축, 운영 자금 융자, 보조금 지원 및 인근 부대시설 설치를 지원할 수 있음
	AIDC 특화 클러스터 지정	과기정통부는 실태조사를 바탕으로 AIDC 특화 클러스터를 지정하여 국가 핵심 인프라로 관리
	하위법령 제정 및 시행	초당적 합의로 통과된 법안은 세부 시설 기준 등 하위법령 제정 후 시행

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- AI 고속도로 = AI 컴퓨팅 인프라 확보 + AI 데이터센터 생태계 구축
- GPU 관련해서는 30년까지 최소 5만장 이상의 GPU 확보 및 장기적 국산 NPU 도입 추진. 25년 1차 사업에서는 1.5조원을 투입해 1.3만장 확보(B200 10,080장, H200 3,056장), 26년 2차 사업에서는 9,704장 확보(베라루빈 2,016장+B300 7,688장). 2차 사업 물량 중 B300 3,328장은 민간 활용분. B300은 26년 내 순차적 서비스 개시, 베라루빈은 1H27 내 순차적 서비스 개시 예정
- 1, 2차 확보 물량 중 정부 활용분은 독자 AI 파운데이션 모델 개발 및 국가 AI 프로젝트, 산학연에 공급. 민간 활용분은 외부 판매 또는 자체 서비스에 활용
- 2027년의 3차 사업에서는 베라루빈 1만장 확보를 타겟

1차 GPU 확보, 구축, 운용 지원 사업 GPU 확보 물량 (2025년)

총 GPU 확보물량	
B200 10,080장, H200 3,056장	
정부 활용분	민간 자체활용분
B200 8,160장, H200 2,296장	B200 1,920장, H200 760장
- B200 510노드(4,080장) * NHN클라우드 - B200 255노드(2,040장) * NHN클라우드 - B200 255노드(2,040장) * 카카오 - H200 255노드(2,040장) * 네이버클라우드 - H200 32노드(256장) * 네이버클라우드	(네이버클라우드) H200 760장 (NHN클라우드) B200 1,536 (카카오) B200 384장

AI 컴퓨팅자원 활용기반 강화사업 (1,2차)



2차 GPU 확보, 구축, 운용 지원 사업 GPU 확보 물량 (2026년)

	네이버클라우드	삼성SDS	엘리그룹	합계
베라루빈	1,008	1,008	-	2,016
B300	3,112	2,016	2,560	7,688
총계	4,120	3,024	2,560	9,704

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

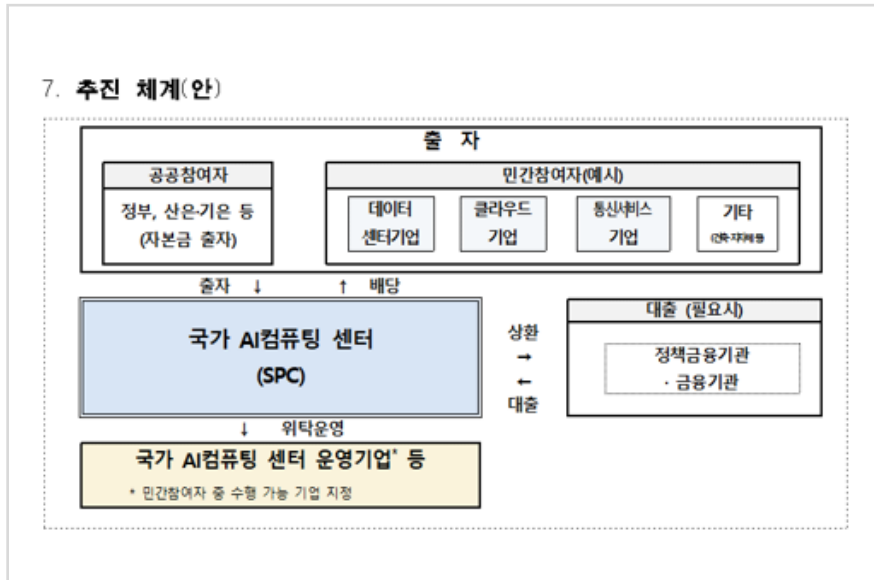
- '지속가능한 AI 데이터센터 생태계 구축': 대형 AI 데이터센터(다량의 전력 공급 가능 지역) + 강소형 AI 데이터센터(지역 분산)

1) 광주 AI 데이터센터: NHN 클라우드 주관으로 2023년 10월 개소. 국내 AI 기업, 연구기관 대상 GPU 연산 자원 제공 중. H100 기반 GPU 팜을 통해 88.5PF 연산, 107 PB 저장 능력 보유

2) 한국 AI 컴퓨팅센터: 비수도권 대규모 AI 학습 인프라 구축 사업. 중소기업, 연구소에 GPU 자원을 저렴하게 공급하는 것이 목적

- 2030년까지 총 2.5조원 투입, 고성능 GPU 5만장(28년까지 1.5만장 이상), 최대 210MW 규모 데이터센터 구축 추진. 정부, 민간 공동 출자 SPC 방식(삼성 SDS 30%, 정부 29%, 네이버클라우드 26.1% 등)으로 추진되며, 삼성SDS 컨소시엄이 주관사로 사업 관리와 인프라 운영 총괄. 26.6월 SPC 설립 완료. 컨소시엄과 정부 총 4,000억원 출자 확정. 전남 해남에 3Q26 착공, 28.10월 완공 목표

국가 AI 컴퓨팅센터 (26.6월 착공, 28.10월 완공 목표)



국가 AI 컴퓨팅센터 민간 참여자별 역할 예상

기업명	주요 역할
삼성SDS	데이터센터 설계, 클라우드 운영, 인공지능 연산 인프라 관리 및 서비스 모델 수립 등 운영 총괄
네이버클라우드	하이퍼클로바X와 클라우드 기술력을 바탕으로 기업 및 연구소 대상 AI 모델링 및 서비스 개발 지원
삼성전자	NPU, HBM 등 첨단 AI 반도체와 서버 인프라 기술 지원
삼성물산	데이터센터의 물리적 구축, 하이퍼스케일 데이터센터 건설 역량을 바탕으로 친환경, 고효율 인프라 설비 구축
KT	전국 단위 네트워크 및 통신 인프라와 결합된 클라우드 기술 지원. 안정적 데이터 전송 환경 제공
카카오	플랫폼 기반의 AI R&D 역량 결합. 사용자 친화적인 AI 서비스 모델 제안 및 서비스 연계 역할
클러쉬	GPUaaS 솔루션에 특화되어, 실제 컴퓨팅 자원을 사용자에게 효율적으로 배분하는 운영 레이어 역할 담당

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- 독자 파운데이션 모델 확보 사업: 해외 모델 의존도를 낮추고 AI 주권 확보 목적
- 2027년까지 5,300억원 투입해 글로벌 Top-tier 대비 95% 이상 성능의 한국형 독자 모델 확보 목표
- 초기 15개 컨소시엄 중 LG AI 연구원, SKT, 업스테이지, 모티프테크놀로지스 4개 팀이 경쟁 중
- 2027년 2월 국가대표 AI 파운데이션 모델 선정 후 최종 선발된 사업자에 GPU, 데이터, 공공사업 등에서 집중 지원 예정
- 특히 EXAONE 4.5은 LG 최초의 오픈 웨이트 VLM으로, 비전 분야에서 일반/수학/학술/OCR 등 영역에서 글로벌 주요 모델 대비 우위
- 최종 선정 시 공공 MSP, SI 수요 증가 요인으로 작용 가능

LG AI 연구원 Exaone 4.5 및 글로벌 모델 벤치마크 비교

표	분야	벤치마크	EXAONE 4.5 33B	Qwen3 VL 32B	Qwen3 VL 235B	Qwen3.5 27B	GPT-5 mini	Claude Sonnet 4.5
Vision 분야 산업 영역 벤치마크	종합	MMMU-Pro	68.6	68.1	69.3	75	67.3	68.4
		MathVision	75.2	70.2	74.6	86	71.9	71.1
		WeMath	79.1	71.6	74.8	84	70.3	74
	문서	LogicVista	73.8	70.9	72.2	77	70.3	74.7
		CharXiv (RQ)	71.7	65.2	66.1	79.5	68.6	67.2
		ChartQA Pro	62.2	61.4	61.2	66.8	60.9	62.1
		AI2D	89	88.9	89.2	92.9	88.2	87
		OCRBench_v2 (En)	63.2	68.4	66.8	67.3	55.8	44.6
		OmniDoc_v1.5 (En)	81.2	83.1	84.5	88.9	77	85.8
		Blink	68.8	68.5	67.1	71.6	67.7	64.1
		MMStar	74.9	79.4	78.7	81	74.1	73.8
Vision 범용 분야 벤치마크	종합	HallusionBench	63.7	67.4	66.7	70	63.2	59.9
	한국	k-viscuit	80.1	78.5	84	83.9	78.5	84.3
		KRETA	91.9	90.3	96.5	92.8	94.8	93

독자 AI 파운데이션 모델 주요 타임라인



자료: LG AI 연구원, 과학기술정보통신부, 교보증권 리서치센터 재구성

2-3. 소버린 AI 인프라 사업

- 공공AX: 아래 3개 세부 사업으로 이루어져 있으며, 공공부문 AI 선도 도입을 통한 행정 효율화 추진
- 1) 범정부 AI 공통 기반 구축:** 부처별 분산 도입 대신 민간·국산 LLM을 통합 게이트웨이로 연결한 공통 AI 인프라 구축
- 정부 내부망에서도 보안 우려 없이 민간의 LLM 쓸 수 있도록 하는 보안 기반 플랫폼 구축이 목표
- 2) AI 업무관리 플랫폼 구축:** 공문서·업무 체계의 클라우드·AI 네이티브 전환 및 AI 기반 협업툴 도입 확대
- 삼성SDS의 '온-나라 시스템 고도화 사업' 및 NHN의 '두레이 AI' 등
- 3) 공공 정보화 사업의 민간 클라우드 전환:** PPP 기반 민간 클라우드 확산으로 주요 CSP의 공공 매출 성장 기대
- 25.9월 대전 국가정보자원관리원 화재 이후 민간 중심 클라우드 전환 필요성 부각

공공 AX: 3개 세부 사업

사업	주요 내용	핵심 수혜 기업
범정부 AI 공통 기반	부처 통합 AI 게이트웨이	삼성SDS(FabriX) + 네이버클라우드(HyberCLOVA X)
AI 업무관리 플랫폼	온-나라 클라우드 전환	삼성SDS(Brity Copilot), NHN(두레이 AI)
민간 클라우드 전환	PPP 방식 공공 클라우드화	NHN, 삼성SDS, KT클라우드

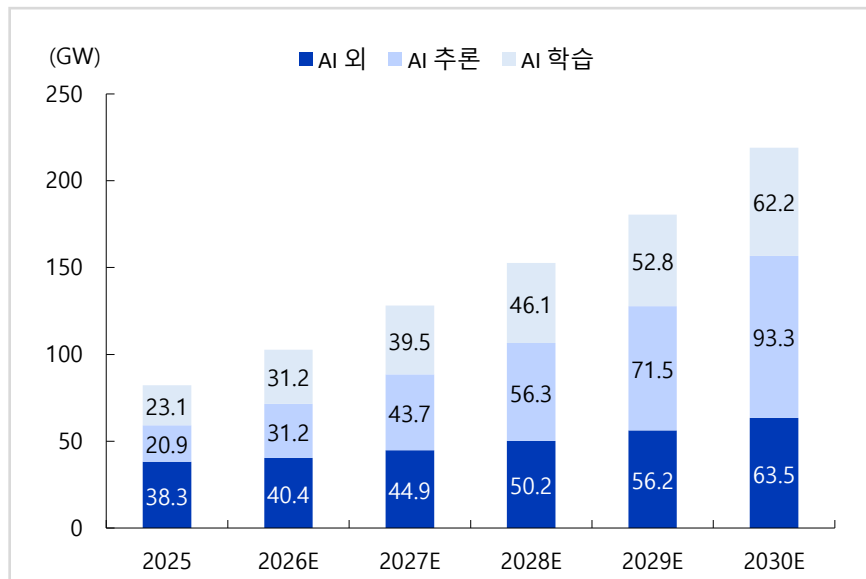
범정부 초거대 AI 공통기반 구축 사업 삼성 SDS 컨소시엄 구성

참여자	주요 역할 및 담당 분야
삼성SDS	사업 총괄 및 플랫폼 제공. 생성형 AI 서비스 플랫폼 FabriX를 SaaS 형태로 제공하며, 전체 시스템 통합 담당
네이버클라우드	거대언어모델(LLM) 공급. 한국어 특화 초거대 AI인 하이퍼클로바X를 제공해 AI 서비스 핵심 엔진 역할 수행
세림TSG	시스템 구축 및 서비스 운영. 공공 SI 분야 경험을 바탕으로 실제 행정 현장에 맞는 서비스 구현과 운영 지원 담당
투이컨설팅	데이터 거버넌스 및 컨설팅. AI 학습을 위한 데이터 설계와 공공 AI 도입을 위한 전략 수립 및 프로세스 설계 지원

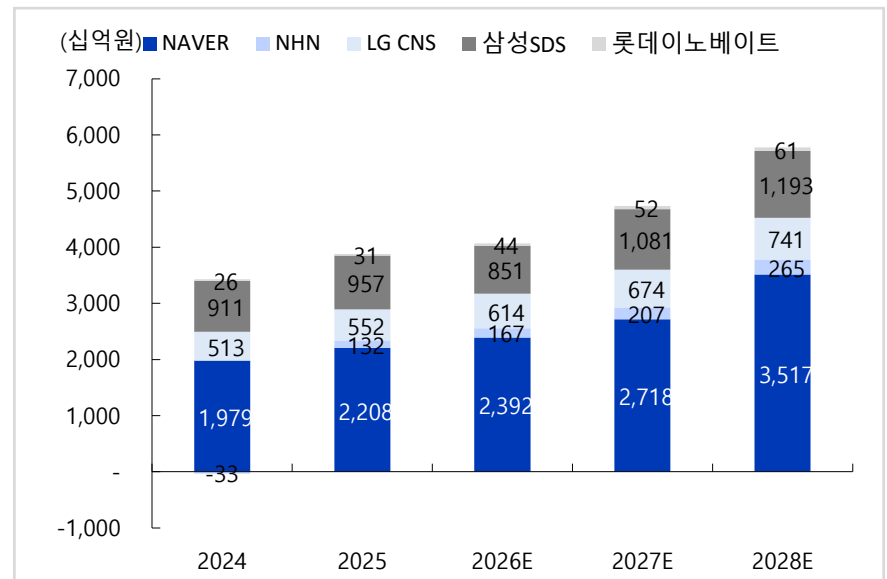
2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유

- 1) AI 인프라 차원에서 추론 수요의 증가는 아시아권/국내 CSP, 네오클라우드, DBO 업체들에 대한 글로벌 AI 업체들의 수요 확대로 이어지며, 한국 정부 역시도 AI 데이터센터를 반도체, 피지컬 AI와 함께 3대 메가 프로젝트로 지정하며 적극적인 유치 행보를 보이고 있음. AI DC 특별법이 시행되는 2027년부터 수도권 외 수주 및 구축이 본격 가시화되면서 이익 추정치 상향 및 모멘텀 점화 예상
- 2) 비용 효율성까지 고려시 모델이 기업 안에서 안전하고 유용하게 작동하도록 주변 시스템을 설계하는 하네스 엔지니어링이 기업의 AI 전환의 실질 병목으로 작용하고 있음. 국내에서는 대기업 SI(삼성SDS, LG CNS, 롯데이노베이트) 및 IT 서비스사들(NAVER, NHN)이 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 중간계층으로 부상할 가능성이 높다고 판단

분류별 데이터센터 수요 전망



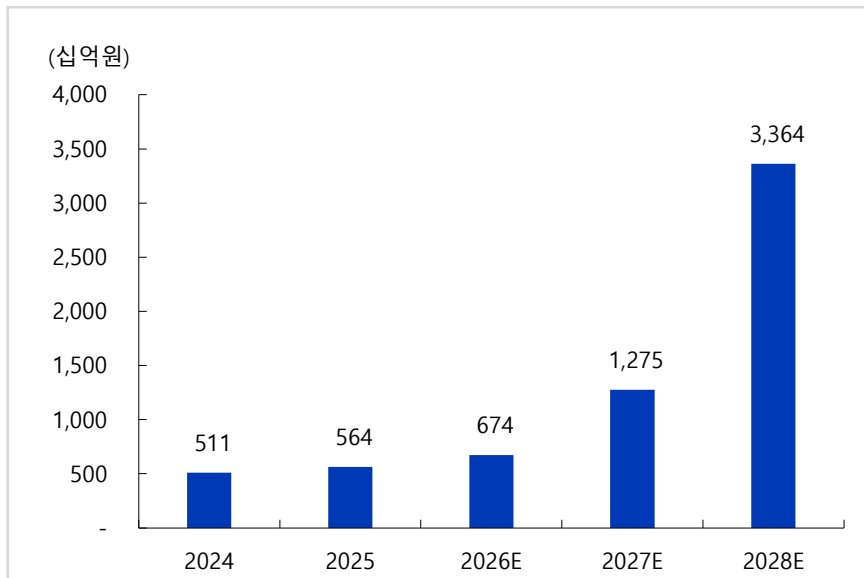
교보증권 커버리지 SI/IT서비스사 영업이익 합계 추이 및 전망



2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: NAVER

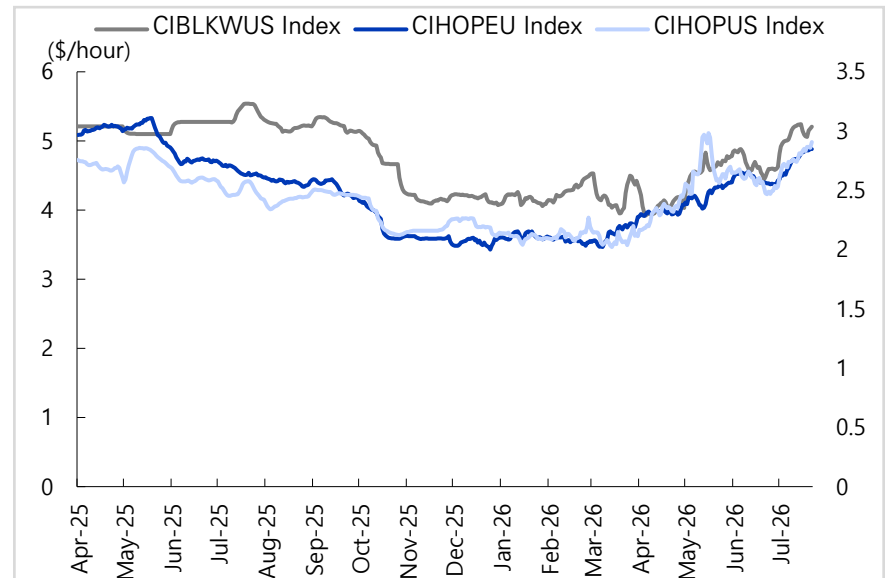
- NAVER는 엔비디아 협업 하 1) 클라우드 AI 팩토리 사업 진출, 2) LLM 및 피지컬 AI 분야 조인트 R&D, 3) 소버린 AI 관련 협력 계획을 발표. 기존 B2C 위주의 asset-light 전략에서 B2B 위주 자본집약적 사업으로의 본격 전환. 한국 포함한 아시아권에서의 AI 컴퓨팅 수요 확인으로 AI 팩토리 사업을 개시, 동사 및 전략적 협업사의 자본 기반으로 JV 설립 후 프로젝트별 SPV를 구성하여 추가적인 펀딩 예상
- 27~28년 리스를 통한 200MW(한국 포함 아시아권)의 데이터센터 확보를 시작으로 5~6년 간 약 1GW의 용량을 확보해 최종적으로 AI 팩토리 사업에서 연매출 20조원 및 해당 사업에서 OPM 20% 달성을 장기 목표치로 제시. 리스를 통한 Phase 1의 200MW는 이미 대형 잠재 고객사와 논의 진행중이고, 이후 추가 용량은 자체 데이터센터 각 세종(200~300MW, 28년 말부터 확대. 국민성장펀드 약 4천억원 유치), 추가 리스(약 200MW) 및 글로벌 신규 지역(약 300MW) 증축 통해 이루어질 것으로 예상

네이버 엔터프라이즈 부문 매출 추이 및 추정치



출처: NAVER, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

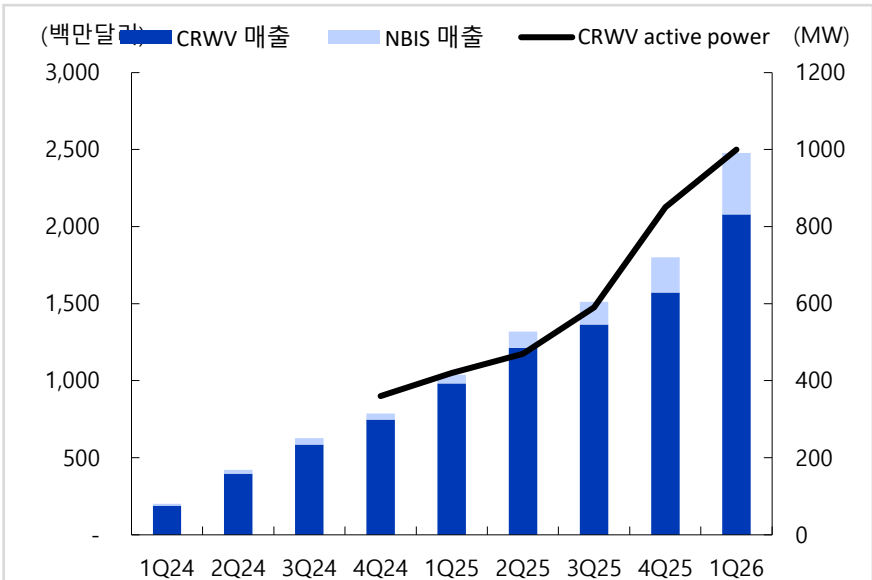
GPUaaS 판매 가격 추이



2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: NAVER

- AI 팩토리 사업에서 상대적으로 가시성이 높은 것은 Phase 1 구축 계획. 이미 리스 계약이 체결중인 상황이며 대형 잠재 고객사와의 논의가 진행중인 것으로 파악. 1H27 55MW, 2027년 말 누적 100MW, 28년 내 누적 200MW의 점진적 매출 반영으로 2027년 4,750억원, 2028년 2.5조원의 AI 팩토리 매출 기여 추정
- AI 컴퓨팅 수요 증가 상황에서 인프라에서 서비스에 이르는 풀스택 클라우드를 내/외부향으로 제공해온 기술 기반을 바탕으로 네오클라우드 사업을 본격화하는 전략 방향성을 긍정적이며, 리스와 자체 데이터센터를 모두 활용하는 하이브리드 전략으로 현 공급자 우위 시장에서의 빠른 대응이 가능할 것으로 판단. 외부향 클라우드 용량의 본격 확장에 소극적이었던 동사의 사업 확장은 국내 CSP가 글로벌 top-tier AI 수요에도 대응할 수 있다는 증거라고 판단

CoreWeave, Nebius active power 및 매출 추이



출처: CoreWeave, Nebius, 언론기사 취합, 교보증권 리서치센터

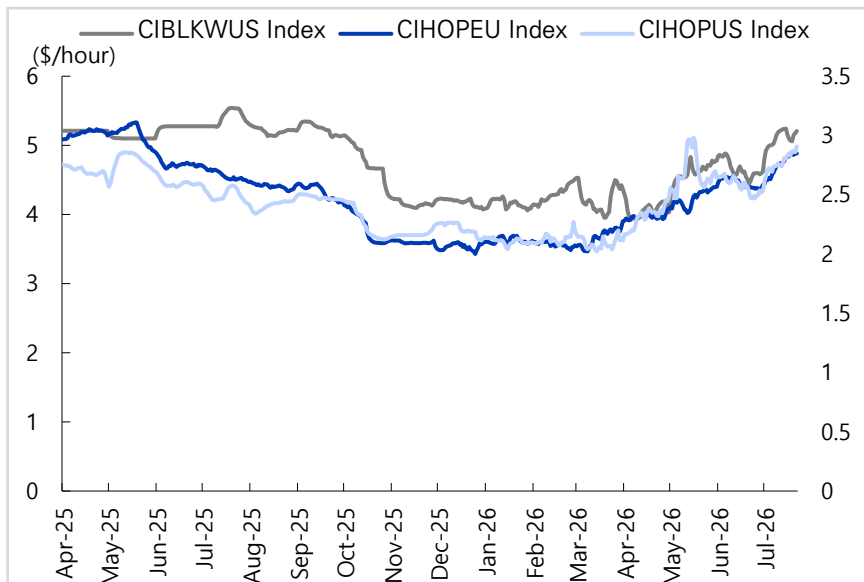
클라우드 분류별 요구사항

		일반 클라우드 컴퓨팅	AI 추론	AI 학습
IT요구사항	요구 수전용량	40~200MW	50~250MW	300MW~2GW
	허용 지연 시간	인접지역 간 ~15ms	인접지역 간 ~15ms	100ms~
	resiliency	Tier 4~	Tier 4~	Tier 3~4
	랙당 전력 밀도	1~50 kW/랙	30~150 kW/랙	100~200 Kw/랙
인프라 요구사항	냉각	공랭식	수랭식이 더 적합	수랭식 필수
	네트워크	standard configuration	조정된 standard configuration	특수 네트워크
	위치	데이터 및 톨에 대한 저지연 접근을 위해 클라우드 캠퍼스 내 위치	추론 대비 허용 지연시간이 많아 클라우드 서비스 지역과 분리 가능	

2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: NHN

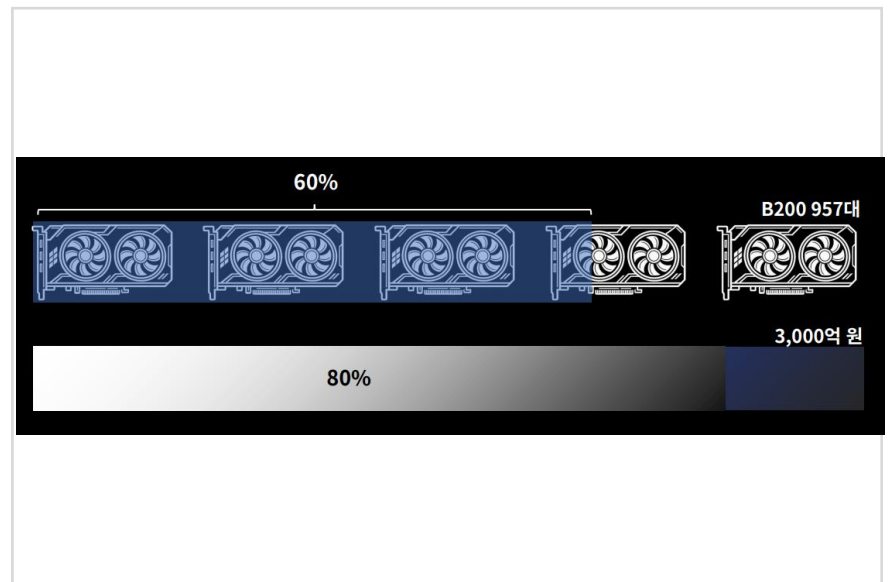
- 캡티브 물량이 매출 비중 60~80%를 차지하는 대기업 계열 SI와 달리 NHN은 선도적인 AI DC 운영 역량을 기반으로 글로벌 고객사와의 장기 계약과 예산이 확실한 공공 사업에 대응하는 전략을 채택. 특히 NHN 클라우드의 정부 사업 점유율은 약 75%로 추산
- NAVER와 마찬가지로 자체 DC와 임차 리전을 모두 활용하는 하이브리드 전략을 통해 수요에 유연한 대응. 구체적으로 자체 데이터센터인 판교, 광주에서의 서비스 지속하는 가운데 임차 기반 평촌, 양평을 통한 외부향 매출 확장을 진행중
- 수랭식 AI DC 양평 리전에서 진행하는 정부 GPU 1차 사업(B200)에서 이미 5년간의 가용 용량의 60%를 기반으로 기존 매출 가이드인 3,000억원의 80% 규모 계약을 달성해 2026년은 해당 사업에서만 600억원 매출 달성이 가능할 것으로 전망하며 장기계약 추가를 통해 27년부터의 추정치 상향 가능. B200 7,656장 GPU를 수용하며 엑사스케일(27.4EF)의 클러스터링을 제공하고 모든 운영 과정을 내재화

주요 GPU 판매 가격 변화 추이



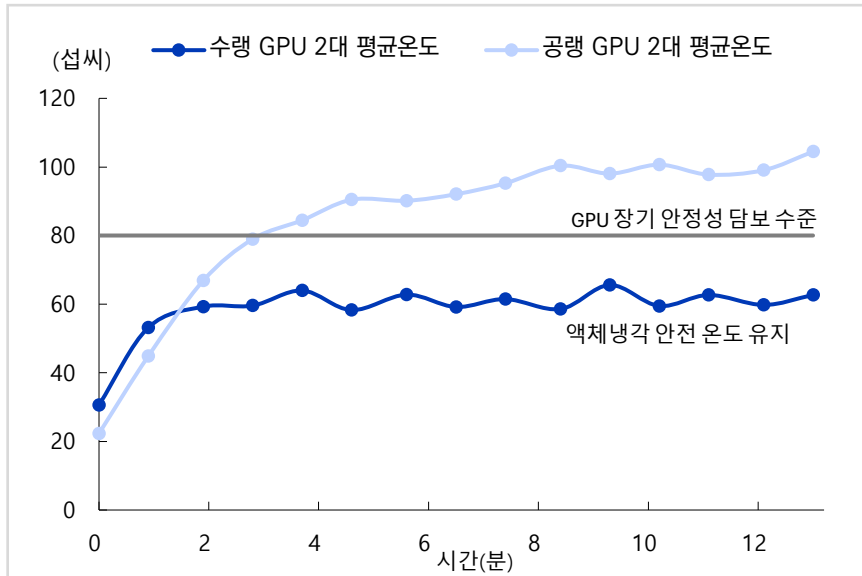
출처: NHN, 교보증권 리서치센터

양평 리전: B200 60%를 활용해 5년 가이드인 80% 매출 확보 완료



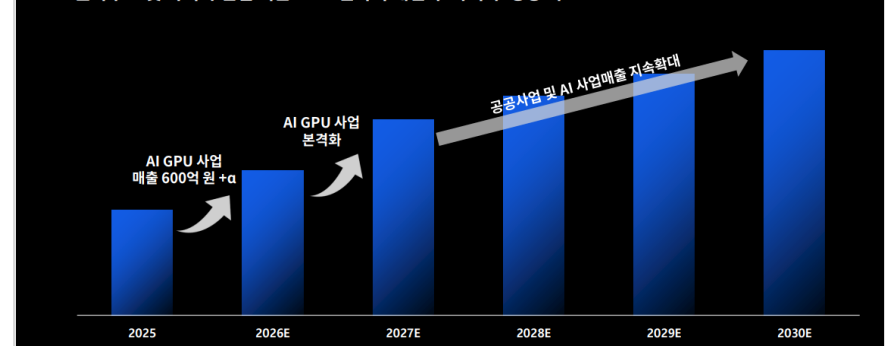
2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: NHN

- 양평 사례에서처럼 NHN의 AIDC 사업 팩토리X의 차별점인 1)수랭식 데이터센터, 2)GPU 클러스터링, 3)운영내재화는 NHN이 7년간 경험으로 축적해온 강점. 크게 NHN 데이터센터 기반 GPUaaS와 기업맞춤 구축형 AI 인프라 사업으로 구분되어 B2B AI 인프라 서비스 제공. 포항에서의 추가 임차(2H27 가동 목표)를 통해 2027년부터의 정부 GPU 확보 사업 등 공공 입찰에서 성장동력 추가 확보할 것으로 예상하며, 자체 AIDC 추가 확보도 계획중인 것으로 파악. 베라루빈급 이상 GPU 운영에 필수적인 수랭식 DC의 건립이 이루어질 것으로 예상. 경쟁사들 대비 경험치가 축적되어 데이터센터가 병목으로 작용하고 있는 공급자 우위 시장에서 확실한 성장 동력이 될 것으로 기대
 - 인프라 제공과 더불어 플랫폼 차원에서 1) 7년간 GPU 서비스를 직접 운영해온 노하우를 솔루션화한 GPU LIVE는 가상화 레이어를 얇게 가져가면서 동적 할당을 해 GPU 활용률을 극대화하며, 2) AI 이지메이커는 다양한 워크로드의 특성에 맞춰 자본을 할당해 고객사가 AI 서비스 개발에만 집중할 수 있도록 지원. 서비스 차원에서는 보안과 비용효율성, 그리고 기업 워크로드와의 높은 수준의 연계를 지원
- 수랭식 IDC의 강점: 수랭식 vs 공랭식 IDC에서 GPU 평균 온도 차이**



출처: NHN, 교보증권 리서치센터

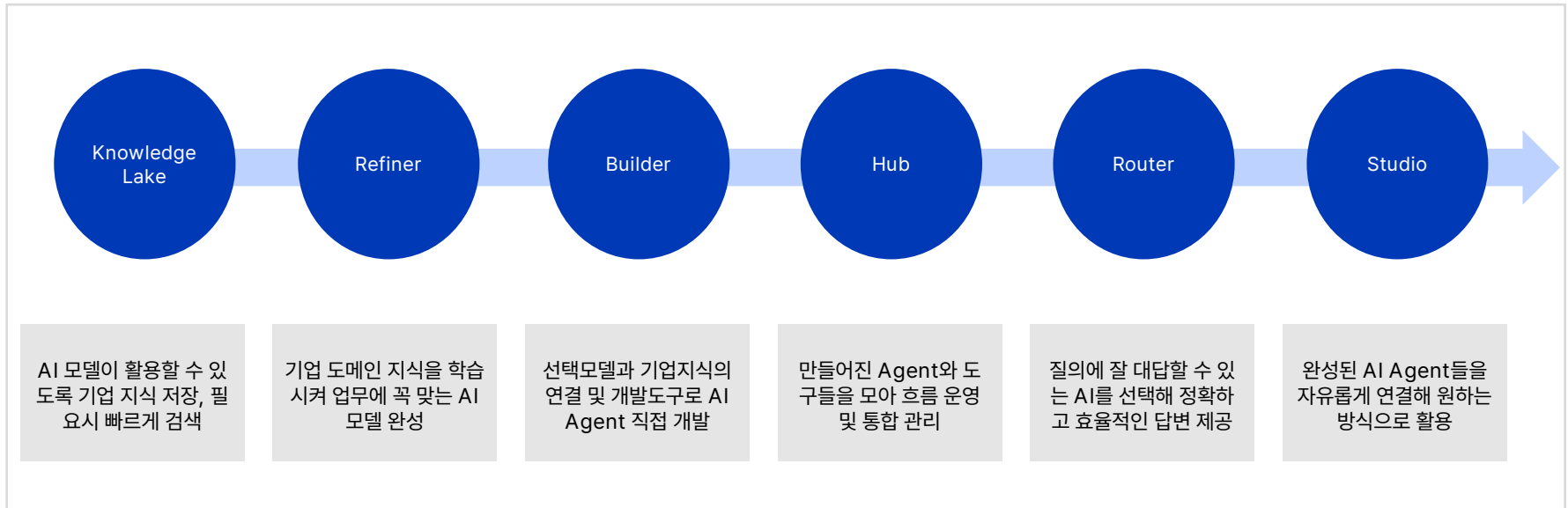
2026년 포함 GPU 사업 초기 고성장 기대
NHN클라우드 및 자회사 연결 기준 2030년까지 매년 두 자리수 성장 목표



2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: LG CNS

- 또한 클라우드 & AI 부문의 대부분을 차지하는 MSP 사업의 경우 Palantir, Anthropic, OpenAI, Cohere 등 파트너사들과의 협업을 기반으로 국내 기업들의 AX를 실질적으로 수행하는 역할을 담당. 구체적으로는 Agentic Works라는 브랜드를 통해 B2B AX 서비스를 제공. 아직까지는 수주된 물량들도 Ramp-Up이 되지 않았으나 LG 계열사를 시작으로 Claude, OpenAI 등의 도입을 진행중인만큼 2027년부터 클라우드 & AI 부문의 매출 성장 가속화 예상
- 6개 모듈로 구성된 Agentic Works는 기업 현장 데이터 파악과 정리(Knowledge Lake)과 그에 최적화된 모델 학습과 파인 튜닝(Refiner), AI 에이전트 개발, 테스트 및 배포(Builder, Studio), AI 에이전트들의 운영과 관제 및 토큰 사용 통제(Hub), 동적 라우팅을 통한 비용 최적화(Router)를 제공해 기업의 쉬운 AI 전환을 지원. LG AI 연구원이 개발한 EXAONE의 독자 파운데이션 모델 최종 사업자 선정시 정부 및 공공기관을 포함한 외부향 수주 확대도 기대

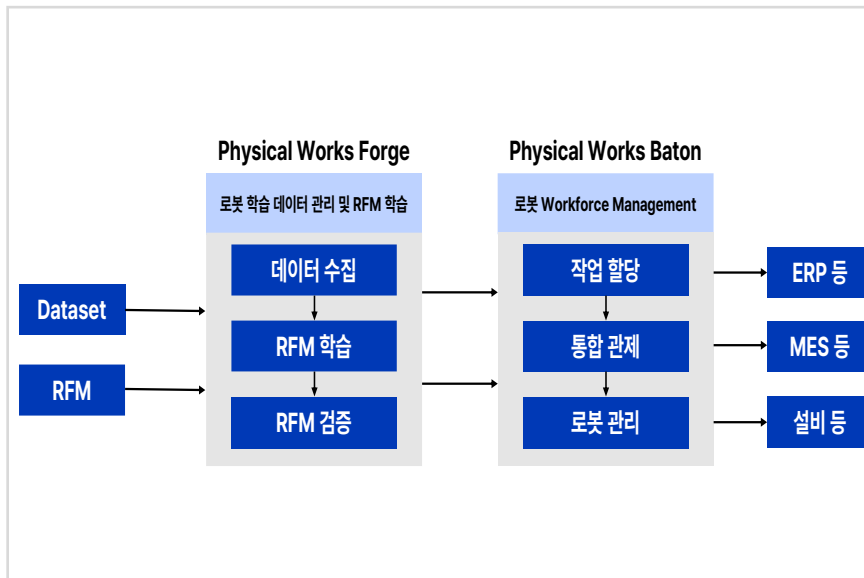
LG CNS Agentic Works 6개 모듈



2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: LG CNS

- 피지컬 AI에 있어서는 NVIDIA의 GR00T, Google Gemini Robotics, Physical Intelligence의 $\pi 0$ 등 VLA를 고객사 산업 특화데이터와 실제 현장에 맞도록 포스트 트레이닝하고 관제하는 역할을 수행. 로보틱스를 통한 물류 및 제조 현장의 완전자동화를 추구
- Physical Works라는 브랜드 하 2가지 중요 서비스(Forge, Baton)를 운영할 계획. Forge는 산업 현장 데이터를 수집 후 증강, 정제해 글로벌 범용 VLA를 포스트 트레이닝해 평가, 배포, 관리하는 서비스. 전자, 화학, 전지, 이커머스, 조선 업종 회사들의 데이터를 분석, 증강, 정제해 20여개 로봇 폼팩터에 적용하는 POC를 전개. Skild AI, GR00T, $\pi 0$ 등 VLA를 포스트 트레이닝해 로봇 파운데이션 모델(RFM)을 개발
- Baton은 Forge로 만들어진 RFM을 기반으로 다수의 이기종 로봇들을 실질적으로 관제하는 플랫폼. 업무 지시를 받으면 실제 워크플로우로 만들어내고, 개별 작업으로 쪼개어 로봇마다 에이전트가 지시를 내리는 역할. 고객사가 멀티 벤더, 멀티 타입의 로봇을 도입할 수 있는 플랫폼을 제공받게 되고 AI 기반 최적화로 실시간 생산라인 전환도 가능해 자원활용 극대화를 이끄는 관제 서비스

Physical Works 구성: Forge(RFM 학습, 검증)와 Baton(로봇 관제)



LG CNS - LG전자 Physical AI 인프라 계약 공시

1. 판매 · 공급계약 구분	기타 판매 · 공급계약	
- 체결계약명	LG전자 Physical AI 인프라 계약	
2. 계약내역	계약금액(원)	189,747,247,549
	최근매출액(원)	6,129,542,717,919
	매출액대비(%)	3.10
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대	LG전자	
- 회사와의 관계	계열회사	
4. 판매 · 공급지역	국내	
5. 계약기간	시작일	2026-08-01
	종료일	2029-07-31
6. 주요 계약조건	계약금 · 선금금 유무	유
	대금지급 조건 등	월단위 지급
7. 계약(수주)일자	2026-07-05	

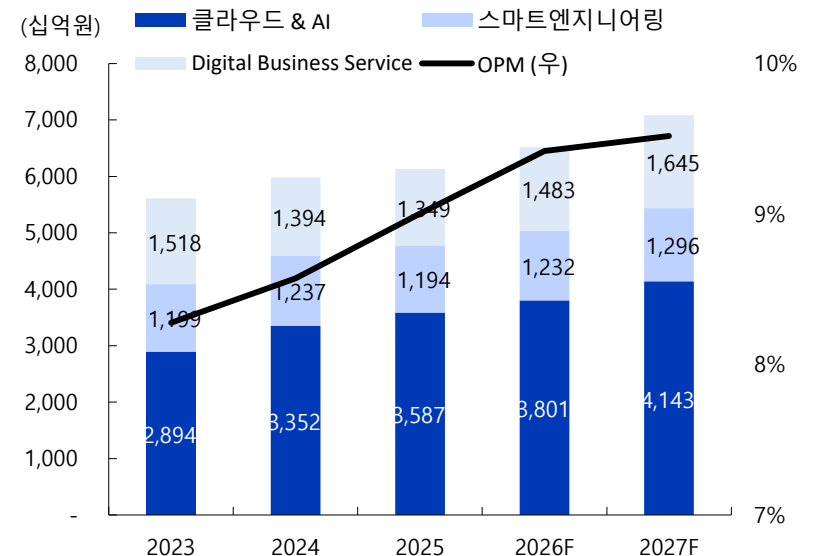
2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: LG CNS

- 한편 데이터센터 공급 병목이 존재하는 상황에서 국내외 CSP들은 자체 데이터센터 확보와 더불어 임차를 활용하는 하이브리드 전략을 채택. 이러한 병목 해소 전까지 데이터센터 DBO 사업과 임차 사업에 강점을 지닌 LG CNS는 중기적으로 우선적인 수혜를 볼 것으로 예상. 예를 들어, 네이버의 AI 팩토리 사업을 위한 데이터센터 확보 과정에서 LG CNS는 네이버와 10년간 6천억원 규모 코로케이션 계약을 체결. 글로벌 공급자 우위 상태에서 국내 AI 인프라 사업자들의 가치가 부각받고 있다고 판단하며, DBO 사업은 상대적으로 빠른 수혜가 가능하다고 기대
- 한편 2026년은 금융권 차세대 인프라 사업이 본격화되는 시기로, 금융권 내 레퍼런스가 가장 두터운 동사의 실질적인 수혜와 금융권 AX 수주가 다수 이루어질 것으로 전망. 이미 NH 프로젝트 NEO를 비롯해 다수 은행을 포함한 금융기관 수주가 이어지고 있는 상황으로 25년 초부터의 수주가 중첩되며 2026년에는 Digital Business Service 부문 매출 성장 YoY +9.9% 전망

LG CNS 삼성 데이터센터 Co-location 서비스 계약 (네이버클라우드)

1. 판매·공급계약 구분	기타 판매·공급계약	
- 체결계약명	삼성 데이터센터 Co-location 서비스 계약	
2. 계약내역	계약금액(원)	-
	최근매출액(원)	6,129,542,717,919
	매출액대비(%)	-
	대규모법인여부	해당
3. 계약상대	네이버클라우드주식회사	
- 회사와의 관계	-	
4. 판매·공급지역	국내	
5. 계약기간	시작일	2026-07-01
	종료일	2035-05-31
6. 주요 계약조건	계약금·선금금 유무	무
	대금지급 조건 등	월단위 지급
7. 계약(수주)일자	2026-03-31	

LG CNS 부문별 매출 & OPM 추이 및 전망



2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: 삼성 SDS

- 삼성SDS는 기업향 Full Stack AX 서비스 추진을 위한 10조원 규모의 투자 계획을 밝힘. AI 인프라(5조원), M&A(4조원), AI 서비스 및 플랫폼 솔루션 역량 강화(1조원) 투입 계획. 1Q26말 기준 현금 6.6조원과 26년 4월말 KKR로부터의 CB 발행 통한 1.2조원 조달, 그리고 연간 4천억원 이상의 현금흐름을 고려시 2031년까지 10조원 규모의 투자 여력은 충분. 추가적인 자금조달 고려시 필요에 따른 추가 확장도 가능. 인프라 투자기에 넉넉한 가용현금과 기본적인 장기 수요를 뒷받침할 캡티브 수요는 장점으로 작용할 것. AI 인프라 투자(5조원)에는 구미 AI 데이터센터(60MW, 2.1조원) 건설, 해남 솔라시도 한국 AI 컴퓨팅센터(1~2천억원), 구미 증축(60MW, 2조원), 장비 교체와 시설 개선(1조원)이 계획된 상태.
- AI 인프라 시장 공략에 있어서는 1) 캡티브향 CapEx 모델, 2) 한국 AICC 등 공동투자 중심의 Equity 모델, 3) 외부 엔터프라이즈향 DBO 모델을 제시. 1차 확장 Phase에서 캡티브 중심의 CapEx 모델(레거시 DC, 동탄 & 구미 AI DC)를 통해 기존 114MW(연 매출 1.1조원)에 2029년까지 140MW를 확장하고, Equity 모델(한국 AICC)을 통해서 40MW(2028년)를 확장할 계획

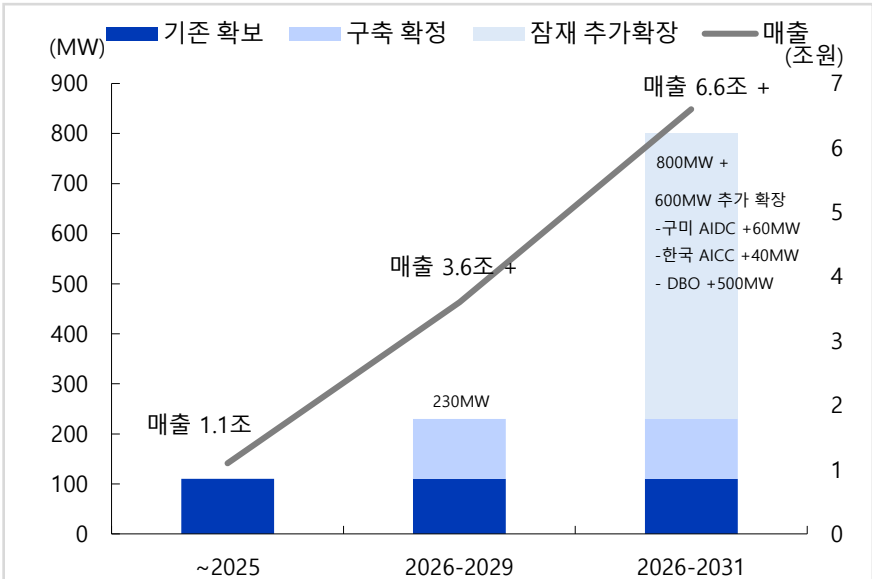
삼성SDS AI 인프라 사업 확장 및 재무적 목표 (~2031년)

	Target Capacity	1차 Expansion			2차 Expansion
		New Project	Revenue	Profitability	
CAPEX	114MW	Legacy DC 5개	연 매출 1.1조원 * '25년 CSP 기준	OPM 10% 중반	-
	~140MW+	동탄 DC 서관 20MW('26) 구미 AIDC 60MW('29)	연 매출 2.5조원+ (약 200억원+/MW)	OPM 10% 후반+ EBITDA Margin 50~60%	100MW+ * 구미 60MW + 한국 AICC 40MW 매출: 200억원~270억원+/MW
EQUITY * 지분법 30% 적용	~80MW+	한국 AICC 40MW('28)			
DBO	~500MW+ * 누적 수주	31년 이후 신규 연 매출 1조원+ OPM High single			
	~834MW	-	신규 2.5조원+, 기존 1.1조원+	수익성 개선	CAPEX+EQUITY 2조원+ DBO 1조원+

2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: 삼성 SDS

- 동탄 DC 서관(26년, 20MW), 구미 AI DC(29년, 60MW), 해남 한국 AICC(28년, 40MW)는 풀 램프업 기준으로 MW당 약 200억원 (B300 기준) 이상, 연 매출 기준 2.5조원을 창출할 수 있을 것으로 전망. 동탄 DC 서관에서는 과학기술정보통신부, NIPA 주관 2조원 규모의 GPU 확보, 구축, 운용지원 사업(2차)도 이루어짐. 동사는 해당 사업의 3개 우선협상대상자 중 하나로 선정된 상태로 B300(7,688장)과 베라루빈(2,016장) GPU를 확보. 4Q26부터 동탄 데이터센터 내 정상 가동, 2027년부터 자체 활용분 물량에서의 매출 기여 예상. 동탄 AI DC의 경우 계열사향으로 총 120MW, 한국 AICC는 정부향으로 최대 210MW까지 증축 가능해 2차 확장시 추가 매출 창출 예상
- 동사의 GPUaaS를 비롯한 Full Stack AX 서비스 역량을 기반으로, 운용사가 투자 부담을 지고 동사가 설계, 구축, 운영을 담당하는 DBO 사업에서는 2031년까지 500MW의 누적 수주 달성, 연매출 기준 1조원 기여 목표. 이미 1개 고객사와 계약을 체결한 상태로, 17개에 달하는 자체 DC를 설계, 건설, 운영해본 기술, 경험을 기반으로 추론 수요 증가에 따른 아시아 태평양 지역 DC 건설 수요 증가 수혜 예상

삼성SDS DC 구축 및 매출 달성 목표



출처: 삼성SDS, 교보증권 리서치센터

삼성SDS 유형별 AI 인프라 사업

주요 고객	삼성 관계사	국가·소버린	Enterprise 고객
비즈니스 유형	CAPEX형 * 고수익 구조	지분 투자형 * 투자 효율	DBO형 * 반복 매출
대표사업	구미 AI DC	한국 AI CC	상업용 DC
역할	자체 투자·구축·운영	지분 참여·공동 투자	설계·구축·운영
매출	GPUaaS·임대 매출	지분 손익 + 운영 매출	설계·운영 수수료(Fee)
투자강도	高 · 자산 보유	中 · 리스크 분담	低 · Asset-light

2-4. 국내 AI 인프라 및 AX 기업에 투자해야 하는 이유: 삼성 SDS

- M&A는 미주 소프트웨어 업체 투자를 통한 기술 역량 강화, 아시아권 IT 서비스 업체 투자를 통한 거점 확대를 추진. 아시아권 AX 및 AIDC 수요 증가 환경에서 중장기 성장동력 확보 기대. 한편으로는 로봇틱스 및 디지털자산 등 기술 기업 투자를 통한 신사업 포트폴리오 확장도 타겟. KKR로부터 단순 자금 유치 뿐 아니라 AX 사업 경쟁력 확보를 위한 전략적 협업을 하고 있는 단계. 아직 초기이지만 DBO 사업 첫 수주, 한국예탁결제원 토큰증권사업 우선협상대상자 선정 등 성과가 확인되고 있음
- 디지털자산 관련 법안 법제화가 2H26부터 재개 예상되며, 동사는 1) 네이버-두나무 등 주요 운영 컨소시엄 참여, 2) 한국예탁결제원 프레임워크 바탕으로 증권사 STO 사업 진행 예상. 스테이블코인이 AI 에이전트 경제의 주요 결제수단이 될 것으로 예상됨에 따라 동사는 주요 컨소시엄 참여를 통해 B2B IT 플랫폼 프로바이더로 사업 기회를 확보할 것으로 기대

삼성SDS 투자 로드맵

	1단계 Foundation 성장기반 구축	2단계 Acceleration 국내 AX사업 확장	3단계 AX Leadership 확보 글로벌 확장	2031년 누적 투자 10조원
① AI 인프라	구미 AI 데이터센터 국가 AI컴퓨팅센터 투자	AI 데이터센터 본격 가동	신규 AI 데이터센터 투자 확대	5조원
② AX·AI 서비스	Use Case 확산 AX 실행 체계 구축	Best Practice 확보 산업별 표준화 및 확산	End-to-End 서비스 확장 AI 실행 체계 선도	1조원
③ AI 플랫폼/솔루션	자체 플랫폼/솔루션 AI 기능 강화	글로벌 파트너십 에코시스템 확장	대내외 플랫폼/솔루션 연계 및 시너지 증대	
④ Inorganic 성장/신사업	삼성SDS·KKR 투자M&A 협력 체계 구축 및 실행	투자 M&A 규모 확대	대규모·해외 M&A 집중 및 확장	4조원

KKR과의 파트너십을 통한 투자기회 발굴

KKR 기여분야

글로벌 M&A 역량, 실행력, 성공 경험 기반 경영 자문

- 글로벌 네트워크 기반 투자기회 발굴
- 투자 구조 설계 및 M&A 의사결정 지원
- 인수 이후 통합(PMI) 및 기업가치 제고 실행

사업경쟁력 강화 및 사업 확장 기회 제공

- 성공 분야 Best Practice 공유
- 컨설팅 역량을 활용한 글로벌 선진 사업 운영 체계 제안
- KKR 포트폴리오 기업과 삼성SDS간 사업 협력 기회 발굴

Part 03

종목분석

NAVER (035420) : 아시아의 네오클라우드 성장 기대

Buy
TP 390,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(7/24)	207,500원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	287,000 원
52주 최저가(보통주)	183,200 원
KOSPI (7/24)	6,690.62p
KOSDAQ (7/24)	748.22p
자본금	165 억원
시가총액	325,659 억원
발행주식수(보통주)	15,694 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	99.7 만주
평균거래대금(60일)	1,959 억원
외국인지분(보통주)	35.29%
주요주주	국민연금공단 8.21%



▶ 엔비디아 협업을 통한 AI 팩토리 사업 시작

- 엔비디아 협업을 통한 신사업 중 AI 팩토리 사업 진출은 B2B 위주 자본집약적 사업으로의 본격적인 진입을 의미. 기존 동사는 외부향 데이터센터 용량의 적극적 확보에는 소극적이었으나 한국을 포함한 아시아권에서의 AI 컴퓨팅 수요 확인으로 AI 팩토리 사업 개시. 네이버 및 전략적 협업사 자본 기반의 조인트 벤처 및 SPV 설립 후 펀딩을 통해 자금 조달 계획인 것으로 파악
- 27~28년 리스 통한 200MW(한국 포함 아시아권) 데이터센터 확보를 시자강고 5~6년간 약 1GW 용량을 확보해 최종적으로 AI 팩토리 사업에서 연매출 20조원 및 해당 사업 OPM 20% 달성을 장기 목표로 제시. 리스 통해 확보 예정인 Phase 1의 200MW는 이미 대형 글로벌 고객사와 논의중이며, 이후 추가 용량은 자체 데이터센터인 각 세종(200~300MW, 28년 말부터 확대), 추가 리스(200MW) 및 글로벌 신규 지역(300MW) 증축을 통해 이루어질 것으로 예상. 상대적으로 가시성이 높은 Phase 1의 구축 계획(1H27 55MW, 27년 말 누적 100MW, 28년 내 누적 200MW)의 점진적 매출 반영으로 2027년 4,750억원, 2028년 2.5조원의 AI 팩토리 매출 기여 추정

▶ 투자의견 Buy & 목표주가 390,000원 유지

- 투자의견 매수 및 TP 390,000원 유지. 현재 사업 시작 단계로 자본 조달 방법과 구체적인 계약 형태, 시기에 있어 다소 불확실성은 있지만, AI 컴퓨팅 수요 증가 상황에서 인프라~서비스에 이르는 풀스택 클라우드 서비스를 제공해온 기술 기반을 바탕으로 외부향 B2B 엔터프라이즈 사업 본격화하는 전략 방향성 긍정적으로 판단

Forecast earnings & Valuation					
	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,745	15,658	19,018
YoY(%)	11.0	12.1	14.2	13.9	21.5
영업이익(십억원)	1,979	2,208	2,392	2,718	3,517
OP마진(%)	18.4	18.3	17.4	17.4	18.5
순이익(십억원)	1,932	1,819	1,948	2,192	2,791
EPS(원)	11,913	12,376	13,121	13,977	17,619
YoY(%)	92.8	3.9	6.0	6.5	26.1
PER(배)	16.7	19.6	16.8	15.7	12.5
PCR(배)	11.0	11.5	8.7	8.1	6.7
PBR(배)	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	11.2	11.8	9.3	7.8	5.9
ROE(%)	7.9	7.4	7.2	7.3	8.6

NAVER (035420) : 아시아의 네오클라우드로 성장 기대

- 엔비디아 협업을 통한 신사업 중 AI 팩토리 사업 진출은 B2B 위주 자본집약적 사업으로의 본격적인 진입을 의미. 기존 동사는 외부형 데이터센터 용량의 적극적 확보에는 소극적이었으나 한국을 포함한 아시아권에서의 AI 컴퓨팅 수요 확인으로 AI 팩토리 사업 개시. 네이버 및 전략적 협업사 자본 기반의 조인트 벤처 및 SPV 설립 후 펀딩을 통해 자금 조달 계획인 것으로 파악
- 27~28년 리스 통한 200MW(한국 포함 아시아권) 데이터센터 확보를 시작하고 5~6년간 약 1GW 용량을 확보해 최종적으로 AI 팩토리 사업에서 연매출 20조원 및 해당 사업 OPM 20% 달성을 장기 목표로 제시. 리스 통해 확보 예정인 Phase 1의 200MW는 이미 대형 글로벌 고객사와 논의중이며, 이후 추가 용량은 자체 데이터센터인 각 세종(200~300MW, 28년 말부터 확대), 추가 리스(200MW) 및 글로벌 신규 지역(300MW) 증축을 통해 이루어질 것으로 예상. 상대적으로 가시성이 높은 Phase 1의 구축 계획(1H27 55MW, 27년 말 누적 100MW, 28년 내 누적 200MW)의 점진적 매출 반영으로 2027년 4,750억원, 2028년 2.5조원의 AI 팩토리 매출 기여 추정

NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,376	3,510	3,618	10,738	12,035	13,745	15,658	19,018
성장률(YoY %)	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	14.5%	8.3%	10.3%	11.0%	12.1%	14.2%	13.9%	21.5%
네이버플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,939	1,967	2,041	6,137	6,965	7,788	8,494	9,204
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,475	1,489	1,537	4,989	5,436	5,895	6,368	6,839
서비스	328	347	419	435	445	464	478	504	1,148	1,529	1,892	2,126	2,365
쇼핑*	231	273	341	354	361	377	387	408	875	1,199	1,533	1,702	1,880
멤버십*	56	57	60	63	65	68	71	74	195	236	276	328	377
기타*	42	17	17	18	19	20	21	22	78	94	83	96	108
파이낸셜플랫폼	387	406	427	449	460	484	509	521	1,487	1,668	1,974	2,274	2,585
글로벌도전	795	816	894	896	942	953	1,033	1,056	3,113	3,402	3,984	4,890	7,229
C2C	223	228	251	286	351	349	353	367	826	987	1,419	1,598	1,726
크림(소다 포함)*	80	88	102	124	126	125	127	138	298	393	516	588	662
포시마크*	127	128	138	148	170	168	170	173	503	541	680	767	856
알라팝*	-	-	-	-	42	42	42	42	-	-	168	188	208
컨텐츠	446	462	498	445	440	448	509	494	1,776	1,851	1,891	2,018	2,140
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	156	171	195	511	564	674	1,275	3,364
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,800	2,885	2,968	8,758	9,827	11,352	12,940	15,501
개발&운영	671	683	733	744	749	767	769	792	2,610	2,831	3,077	3,362	3,723
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,229	1,285	1,321	3,844	4,265	5,022	5,749	6,982
인프라	189	198	219	205	251	263	273	281	705	811	1,067	1,336	1,769
마케팅	430	482	502	506	512	542	558	575	1,599	1,920	2,187	2,492	3,027
영업이익	505	522	571	611	542	576	625	650	1,979	2,208	2,392	2,718	3,517
성장률(YoY %)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	10.4%	9.5%	6.4%	32.9%	11.6%	8.3%	13.6%	29.4%
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	17.1%	17.8%	18.0%	18.4%	18.3%	17.4%	17.4%	18.5%
당기순이익	424	497	735	163	291	555	685	416	1,932	1,819	1,948	2,192	2,791
NPM(%)	15.2%	17.1%	23.4%	5.1%	9.0%	16.4%	19.5%	11.5%	18.0%	15.1%	14.2%	14.0%	14.7%

출처: NAVER, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,745	15,658	19,018
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,745	15,658	19,018
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,758	9,827	11,352	12,940	15,501
영업이익	1,979	2,208	2,392	2,718	3,517
영업이익률 (%)	18.4	18.3	17.4	17.4	18.5
EBITDA	2,653	2,953	3,276	3,717	4,611
EBITDA Margin (%)	24.7	24.5	23.8	23.7	24.2
영업외손익	343	212	204	204	204
관계기업손익	145	495	366	366	366
금융수익	633	807	881	881	881
금융비용	-579	-562	-612	-612	-612
기타	144	-528	-431	-431	-431
법인세비용차감전순손익	2,322	2,420	2,597	2,922	3,721
법인세비용	390	601	649	730	930
계속사업순손익	1,932	1,819	1,948	2,192	2,791
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,948	2,192	2,791
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	14.2	14.0	14.7
비지배자분순이익	9	-134	-110	0	28
지배자분순이익	1,923	1,953	2,058	2,192	2,764
지배순이익률 (%)	17.9	16.2	15.0	14.0	14.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	699	119	91	91	91
포괄순이익	2,631	1,938	2,039	2,283	2,882
비지배자분포괄이익	70	-150	-158	0	0
지배자분포괄이익	2,561	2,087	2,196	2,283	2,882

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	3,487	3,838	4,471
당기순이익	1,932	1,819	1,948	2,192	2,791
비현금항목의 가감	1,003	1,362	1,597	1,742	1,970
감가상각비	609	680	824	943	1,041
외환손익	135	-15	-61	-61	-61
지분법평가손익	-145	-495	-366	-366	-366
기타	404	1,192	1,199	1,226	1,356
자산부채의 증감	152	462	415	406	345
기타현금흐름	-497	-547	-473	-502	-635
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-673	-749	-811
투자자산	1,280	169	636	636	636
유형자산	-554	-1,235	-1,500	-1,500	-1,500
기타	-2,066	322	191	116	54
재무활동 현금흐름	-770	-524	-2,051	-528	-528
단기차입금	-463	-200	21	21	21
사채	-51	0	0	0	0
장기차입금	105	26	26	26	26
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-119	-168	-394	-393	-393
기타	-242	-1,705	-182	-182	-182
현금의 증감	619	1,788	-110	2,039	2,629
기초 현금	3,576	4,196	5,984	5,874	7,913
기말 현금	4,196	5,984	5,874	7,913	10,542
NOPLAT	1,647	1,659	1,795	2,039	2,638
FCF	1,918	1,632	1,593	1,944	2,577

재무상태표

단위: 십억원
KYOBOKO Securities

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	10,481	12,267	14,766
현금및현금성자산	4,196	5,984	5,874	7,913	10,542
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,702	1,796	1,950
채고자산	22	20	23	26	32
기타유동자산	3,570	3,308	2,882	2,531	2,242
비유동자산	28,793	30,156	30,628	30,984	31,246
유형자산	2,910	3,608	4,283	4,840	5,299
관계기업투자금	17,406	16,649	16,508	16,368	16,228
기타금융자산	3,504	4,745	4,745	4,745	4,745
기타비유동자산	4,973	5,154	5,091	5,031	4,974
자산총계	38,168	41,084	41,109	43,251	46,012
유동부채	6,092	8,019	6,110	6,162	6,217
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	4,238	4,238	4,238
차입금	135	132	154	175	196
유동성채무	200	1,597	74	74	74
기타유동부채	1,891	2,051	1,644	1,674	1,709
비유동부채	5,075	4,113	4,299	4,501	4,718
차입금	863	874	900	926	952
사채	2,007	382	382	382	382
기타비유동부채	2,204	2,856	3,017	3,193	3,385
부채총계	11,167	12,131	10,409	10,663	10,936
지배자분	25,460	27,582	29,246	31,045	33,415
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	25,965	27,626	29,290	31,089	33,459
기타자본변동	-639	-452	-452	-452	-452
비지배자분	1,541	1,371	1,454	1,543	1,661
자본총계	27,001	28,953	30,700	32,589	35,076
총차입금	4,170	4,376	2,995	3,148	3,310

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	11,913	12,376	13,121	13,977	17,619
PER	16.7	19.6	16.8	15.7	12.5
BPS	160,694	175,846	186,458	197,927	213,037
PBR	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	16,432	18,714	20,883	23,697	29,395
EV/EBITDA	11.2	11.8	9.3	7.8	5.9
SPS	66,511	76,258	87,630	99,829	121,245
PSR	3.0	3.2	2.5	2.2	1.8
CFPS	11,883	10,339	10,155	12,395	16,429
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

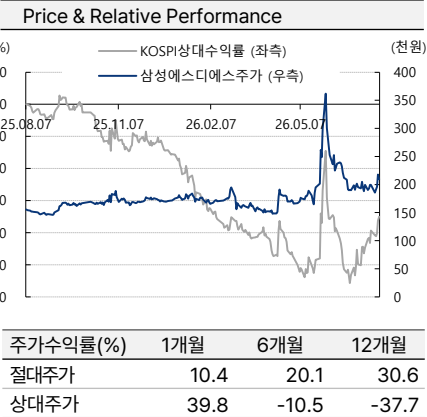
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	11.0	12.1	14.2	13.9	21.5
영업이익 증가율	32.9	11.6	8.3	13.6	29.4
순이익 증가율	96.1	-5.9	7.1	12.5	27.3
수익성					
ROIC	49.2	49.3	48.9	47.2	53.8
ROA	5.2	4.9	5.0	5.2	6.2
ROE	7.9	7.4	7.2	7.3	8.6
안정성					
부채비율	41.4	41.9	33.9	32.7	31.2
순차입금비율	10.9	10.7	7.3	7.3	7.2
이자보상배율	18.9	20.3	35.2	39.2	49.8

삼성에스디에스 (018260) : 가장 선명한 AI DC 계획

Buy
TP 250,000원

유지
유지

Company Data	
현재가(7/24)	209,500원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	362,000원
52주 최저가(보통주)	145,900원
KOSPI (7/24)	6,690.62p
KOSDAQ (7/24)	748.22p
자본금	387억원
시가총액	162,106억원
발행주식수(보통주)	7,738만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	35.0만주
평균거래대금(60일)	691억원
외국인지분(보통주)	18.53%
주요주주	삼성전자 외 10인 48.90%



▶ 가장 선명한 AI DC 계획 제시

- 캡티브형 CapEx 모델, 한국 AICC 등 공동투자 중심의 Equity 모델, 3) 외부 엔터프라이즈형 DBO 모델을 통한 AI 인프라 시장 공략 전략을 가장 구체적으로 공개. 1차 확장 Phase에서 캡티브 중심의 CapEx 모델(레거시 DC, 동탄 & 구미 AI DC)를 통해 기존 114MW(연 매출 1.1조원)에 2029년까지 140MW를 확장하고, Equity 모델(한국 AICC)을 통해서 40MW(2028년)을 확장할 계획 동탄 DC 서관(26년, 20MW), 구미 AI DC(29년, 60MW), 한국 AICC(28년, 40MW)는 풀 램프업 기준으로 MW당 약 200억원 이상, 연 매출 2.5조원 창출 가능 추정. 동탄 AI DC는 계열사향으로 총 120MW, 한국 AICC는 정부향으로 최대 210MW까지 증축 가능해 2차 확장시 추가 매출 창출 예상
- 데이터센터 DBO(Design-Build-Operate) 사업에 있어서는 2031년까지 500MW의 누적 수주 달성, 연매출 기준 1조원 기여 목표. 이미 1개 고객사와 계약 체결 상태로, 17개에 달하는 DC를 설계, 건설, 운영해본 기술과 경험을 기반으로 추론 수요 증가에 따른 아시아 태평양 지역 DC 건설 수요 증가 따른 수혜 예상. 인프라 확장기에 넉넉한 가용현금과 확실한 장기 수요를 뒷받침할 캡티브 및 정부 수요는 장점으로 작용할 것으로 전망

▶ 투자 의견 Buy & 목표주가 250,000원 유지

- 투자 의견 매수 및 TP 250,000원 유지. 영업가치 16.0조원(2027년 지배순이익 추정치 9,103억원 및 target PER 17.6배 적용)과 현금 및 단기금융상품 가치 3.3조원(50% 할인한 수치)을 인식함으로써 적정 시가총액을 19.3조원으로 산출함에 따름

Forecast earnings & Valuation					
	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12월산(십억원)					
매출액(십억원)	13,828	13,930	14,425	15,212	16,168
YoY(%)	4.2	0.7	3.6	5.5	6.3
영업이익(십억원)	911	957	851	1,081	1,193
OP마진(%)	6.6	6.9	5.9	7.1	7.4
순이익(십억원)	790	783	764	938	1,024
EPS(원)	9,783	9,816	9,795	11,764	12,832
YoY(%)	9.2	0.3	-0.2	20.1	9.1
PER(배)	13.1	17.5	22.3	18.5	17.0
PCR(배)	6.0	7.9	7.1	6.3	5.9
PBR(배)	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	3.4	5.1	7.6	6.2	5.5
ROE(%)	8.4	7.9	7.5	8.5	8.7

삼성에스디에스 (018260) : 가장 선명한 AI DC 계획

- 캡티브형 CapEx 모델, 한국 AICC 등 공동투자 중심의 Equity 모델, 외부 엔터프라이즈형 DBO 모델을 통한 AI 인프라 시장 공략 전략을 가장 구체적으로 공개. 1차 확장 Phase에서 캡티브 중심의 CapEx 모델(레거시 DC, 동탄 & 구미 AI DC)를 통해 기존 114MW(연 매출 1.1조원)에 2029년까지 140MW를 확장하고, Equity 모델(한국 AICC)을 통해서는 40MW(2028년)을 확장할 계획 동탄 DC 서관(26년, 20MW), 구미 AI DC(29년, 60MW), 한국 AICC(28년, 40MW)는 풀 램프업 기준으로 MW당 약 200억원 이상, 연 매출 2.5조원 창출 가능 추정. 동탄 AI DC는 계열사향으로 총 120MW, 한국 AICC는 정부향으로 최대 210MW까지 증축 가능해 2차 확장시 추가 매출 창출 예상
- 데이터센터 DBO(Design-Build-Operate) 사업에 있어서는 2031년까지 500MW의 누적 수주 달성, 연매출 기준 1조원 기여 목표. 이미 1개 고객사와 계약 체결 상태로, 17개에 달하는 DC를 설계, 건설, 운영해본 기술과 경험을 기반으로 추론 수요 증가에 따른 아시아 태평양 지역 DC 건설 수요 증가 따른 수혜 예상. 인프라 확장기에 넉넉한 가용현금과 확실한 장기 수요를 뒷받침할 캡티브 및 정부 수요는 장점으로 작용할 것으로 전망

삼성에스디에스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,674	3,627	3,772	13,828	13,930	14,425	15,212
성장률(YoY %)	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	4.6%	6.9%	6.7%	4.2%	0.7%	3.6%	5.5%
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,765	1,743	1,845	6,402	6,544	6,963	7,618
SI	236	318	241	246	243	272	237	241	1,079	1,041	993	1,005
ITO	712	695	680	735	677	724	685	716	2,999	2,822	2,802	2,824
Cloud	653	665	675	688	691	769	820	888	2,324	2,680	3,168	3,788
CSP	267	265	280	271	298	309	324	336	866	1,083	1,268	1,506
MSP	284	297	294	311	296	351	381	433	1,062	1,187	1,461	1,815
SaaS	102	103	100	105	97	109	114	119	396	410	439	466
물류	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,908	1,884	1,927	7,427	7,386	7,462	7,594
영업이익	269	230	232	226	78	235	266	271	911	957	850	1,081
성장률(YoY %)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	2.1%	14.7%	19.8%	12.7%	5.0%	-11.1%	27.1%
OPM(%)	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.4%	7.3%	7.2%	6.6%	6.9%	5.9%	7.1%
IT서비스	226	204	197	200	63	208	223	238	773	827	732	937
OPM(%)	14.1%	12.1%	12.4%	12.0%	3.9%	11.8%	12.8%	12.9%	12.1%	12.6%	10.5%	12.3%
물류	43	27	35	26	15	27	43	33	139	130	118	144
OPM(%)	2.3%	1.4%	2.0%	1.4%	0.9%	1.4%	2.3%	1.7%	1.9%	1.8%	1.6%	1.9%
당기순이익	218	176	201	188	92	200	224	248	790	783	764	938
NPM(%)	6.2%	5.0%	5.9%	5.3%	2.7%	5.4%	6.2%	6.6%	5.7%	5.6%	5.3%	6.2%

출처: 삼성에스디에스, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,425	15,212	16,168
매출원가	11,816	11,850	12,271	12,941	13,754
매출총이익	2,012	2,080	2,154	2,271	2,414
매출총이익률 (%)	14.6	14.9	14.9	14.9	14.9
판매비와관리비	1,101	1,123	1,303	1,190	1,221
영업이익	911	957	851	1,081	1,193
영업이익률 (%)	6.6	6.9	5.9	7.1	7.4
EBITDA	1,518	1,587	1,488	1,725	1,841
EBITDA Margin (%)	11.0	11.4	10.3	11.3	11.4
영업외손익	192	119	152	152	152
관계기업손익	3	6	5	5	5
금융수익	329	279	304	304	304
금융비용	-155	-161	-161	-161	-161
기타	15	-6	4	4	4
법인세비용차감전순손익	1,103	1,076	1,003	1,233	1,345
법인세비용	313	293	239	295	321
계속사업순손익	790	783	764	938	1,024
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	790	783	764	938	1,024
당기순이익률 (%)	5.7	5.6	5.3	6.2	6.3
비지배자분순이익	33	23	6	28	31
지배자분순이익	757	760	758	910	993
지배순이익률 (%)	5.5	5.5	5.3	6.0	6.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	145	38	34	34	34
포괄손이익	934	821	798	973	1,058
비지배자분포괄이익	32	15	15	18	20
지배자분포괄이익	902	806	783	955	1,038

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	1,238	1,203	1,281	1,437	1,512
당기순이익	790	783	764	938	1,024
비현금항목의 가감	891	920	864	930	963
감가상각비	553	599	613	624	631
외환손익	-32	13	5	5	5
지분법평가손익	-3	-6	-5	-5	-5
기타	373	315	250	306	332
자산부채의 증감	-252	-347	-246	-272	-287
기타현금흐름	-191	-153	-100	-159	-188
투자활동 현금흐름	-1,069	-824	-1,251	-1,306	-1,367
투자자산	-1	-2	0	0	0
유형자산	-475	-315	-700	-700	-700
기타	-593	-506	-551	-606	-667
재무활동 현금흐름	-423	-509	-785	-523	-523
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-216	-233	-247	-247	-247
기타	-208	-276	-538	-276	-276
현금의 증감	-119	-110	-473	-98	-60
기초 현금	1,788	1,669	1,559	1,086	988
기말 현금	1,669	1,559	1,086	988	928
NOPLAT	652	696	648	823	908
FCF	533	664	339	495	569

재무상태표

단위: 십억원
KYOBO Securities

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,004	9,406	9,504	10,071	10,758
현금및현금성자산	1,669	1,559	1,086	988	928
매출채권 및 기타채권	2,534	2,595	2,650	2,742	2,856
재고자산	19	15	16	17	18
기타유동자산	4,782	5,236	5,752	6,323	6,955
비유동자산	4,235	4,048	4,117	4,180	4,238
유형자산	1,774	1,752	1,838	1,915	1,984
관계기업투자금	111	113	119	126	132
기타금융자산	45	52	52	52	52
기타비유동자산	2,304	2,131	2,107	2,087	2,069
자산총계	13,238	13,454	13,621	14,251	14,996
유동부채	2,495	2,332	2,090	2,123	2,164
매입채무 및 기타채무	1,703	1,603	1,624	1,657	1,697
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	267	262	0	0	0
기타유동부채	526	467	467	467	467
비유동부채	1,037	859	739	648	581
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,037	859	739	648	581
부채총계	3,533	3,191	2,829	2,772	2,745
지배자분	9,333	9,916	10,427	11,091	11,837
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	7,995	8,530	9,041	9,705	10,451
기타자본변동	61	63	63	63	63
비지배자분	372	347	365	388	414
자본총계	9,705	10,263	10,792	11,479	12,251
총차입금	984	817	429	332	257

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,783	9,816	9,795	11,764	12,832
PER	13.1	17.5	22.3	18.5	17.0
BPS	120,618	128,152	134,758	143,333	152,976
PBR	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	19,619	20,511	19,227	22,293	23,797
EV/EBITDA	3.4	5.1	7.6	6.2	5.5
SPS	178,711	180,024	186,423	196,594	208,949
PSR	0.7	1.0	1.2	1.1	1.0
CFPS	6,886	8,583	4,379	6,392	7,359
DPS	2,900	3,190	3,190	3,190	3,190

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	4.2	0.7	3.6	5.5	6.3
영업이익 증가율	12.7	5.0	-11.1	27.1	10.4
순이익 증가율	12.6	-0.9	-2.4	22.8	9.1
수익성					
ROIC	20.7	20.3	18.1	22.3	23.8
ROA	5.9	5.7	5.6	6.5	6.8
ROE	8.4	7.9	7.5	8.5	8.7
안정성					
부채비율	36.4	31.1	26.2	24.1	22.4
순차입금비용	7.4	6.1	3.2	2.3	1.7
이자보상배율	18.2	18.9	24.7	31.4	34.6

LG씨엔에스 (064400) : 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 기업

Buy

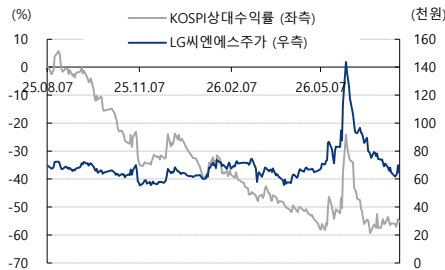
TP 89,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(7/24)	64,500원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	143,700원
52주 최저가(보통주)	55,400원
KOSPI (7/24)	6,690.62p
KOSDAQ (7/24)	748.22p
자본금	520억원
시가총액	62,491억원
발행주식수(보통주)	9,689만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	114.5만주
평균거래대금(60일)	824억원
외국인지분(보통주)	5.88%
주요주주	LG외 5인 47.09%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.7	-12.5	-6.0
상대주가	3.0	-34.7	-55.2

▶ 26년은 금융 고객사 중심 DBS 성장, 27년부터 클라우드&AI 부문 성장 본격화 예상

- DBS 부문의 금융 차세대 인프라 사업은 26년부터 재무적 성과 기여. 특히 25년 말~1H26 중 수주한 금융권 대형 고객사 매출 인식 본격화되면서 26년 DBS 매출 성장은 YoY +9.9% 추정
- 클라우드&AI 부문에 있어서 DBO 등 본격적인 AI DC 사업 매출 업사이드는 27년 반영 예상. 고객사들의 실질 AI 전환에 따른 클라우드 MSP 사용량 증가가 나타나고 있으며 국내 네오클라우드 고객사의 코로케이션 사업을 동사가 진행한다는 점이 향후 DBO 사업 수주에 레퍼런스로서 긍정적일 것으로 기대. 26년 클라우드&AI 매출 YoY 6.0% 전망하며, 하네스 엔지니어링의 중요도가 증가하는 상황은 동사에게 긍정적 요인이라고 판단. 국내에서는 SI사들이 엔터프라이즈 AI 전환 과정에서 핵심 중간 계층으로 부상할 것으로 예상하며, 그 중 동사는 캡티브 물량이 확보되고 대외 고객 비중도 약 40%로 빠른 수혜 가능. 27년 AI DC 매출 및 MSP 사업 성장으로 클라우드 & AI 매출 YoY +9.0% 성장 예상
- 스마트 엔지니어링 부문에서 LG전자와 피지컬 AI 인프라 계약(26년 8월부터 3년간, 계약금액 1,897억원) 공시로, LG그룹 피지컬 AI 데이터 학습을 위한 데이터팩토리 인프라 구축 초기 수혜가 실제 계약으로 확인. 그룹사 사업 본격화시 이익 성장 기여 예상

▶ 투자 의견 Buy & 목표주가 89,000원 유지

- 투자 의견 매수 및 TP 89,000원 유지. 대형 SI사 중 DBO, MSP, 데이터팩토리 등 AI 인프라 및 엔터프라이즈 AX, RX 수혜가 빠르게 나타날 것으로 예상되며, 2027년 EPS 기준 PER 12.4배로 밸류에이션 매력도 높음

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	5,983	6,130	6,516	7,084	7,733
YoY(%)	6.7	2.5	6.3	8.7	9.2
영업이익(십억원)	513	552	614	674	741
OP마진(%)	8.6	9.0	9.4	9.5	9.6
순이익(십억원)	365	439	497	547	598
EPS(원)	4,180	4,548	5,119	5,643	6,167
YoY(%)	9.7	8.8	12.6	10.2	9.3
PER(배)	0.0	13.5	13.7	12.4	11.3
PCR(배)	0.0	8.2	7.9	7.4	6.9
PBR(배)	0.0	2.0	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	0.0	7.4	6.9	6.1	5.2
ROE(%)	18.3	17.3	16.0	15.9	15.6

LG씨엔에스 (064400) : 엔터프라이즈 AI 전환의 핵심 기업

- DBS 부문의 금융 차세대 인프라 사업은 26년부터 재무적 성과 기여. 특히 25년 말~1H26 중 수주한 금융권 대형 고객사 매출 인식 본격화되면서 26년 DBS 매출 성장은 YoY +9.9% 추정
- 클라우드&AI 부문에 있어서 DBO 등 본격적인 AI DC 사업 매출 업사이드는 27년 반영 예상. 고객사들의 실질 AI 전환에 따른 클라우드 MSP 사용량 증가가 나타나고 있으며 국내 네오클라우드 고객사의 코로케이션 사업을 동사가 진행한다는 점이 향후 DBO 사업 수주에 레퍼런스로서 긍정적인 것으로 기대. 26년 클라우드&AI 매출 YoY 6.0% 전망하며, 하네스 엔지니어링의 중요도가 증가하는 상황은 동사에게 긍정적 요인이라고 판단. 국내에서는 SI사들이 엔터프라이즈 AI 전환 과정에서 핵심 중간 계층으로 부상할 것으로 예상하며, 그 중 동사는 캡티브 물량이 확보되고 대외 고객 비중도 약 40%로 빠른 수혜 가능. 27년 AI DC 매출 및 MSP 사업 성장으로 클라우드 & AI 매출 YoY +9.0% 성장 예상
- 스마트 엔지니어링 부문에서 LG전자와 피지컬 AI 인프라 계약(26년 8월부터 3년간, 계약금액 1,897억원) 공시로, LG그룹 피지컬 AI 데이터 학습을 위한 데이터팩토리 인프라 구축 초기 수혜가 실제 계약으로 확인. 그룹사 사업 본격화시 이익 성장 기여 예상

LG CNS 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,544	1,598	2,060	5,983	6,130	6,516	7,084
성장률(YoY %)	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	5.7%	4.9%	6.4%	6.7%	2.5%	6.3%	8.7%
클라우드 & AI	717	872	880	1,118	765	921	930	1,184	3,352	3,587	3,801	4,143
스마트엔지니어링	206	267	306	414	228	278	294	432	1,237	1,194	1,232	1,296
Digital Business Service	288	321	337	404	322	344	373	444	1,394	1,349	1,483	1,645
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,305	1,350	1,689	5,051	5,177	5,477	5,955
매출총이익	158	239	212	343	181	239	248	371	931	952	1,039	1,130
GPM(%)	13.1%	16.4%	13.9%	17.7%	13.8%	15.5%	15.5%	18.0%	15.6%	15.5%	15.9%	15.9%
판매비와관리비	79	98	92	127	87	107	97	135	418	400	425	455
영업이익	79	141	120	216	94	133	151	236	513	552	614	674
성장률(YoY %)	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.4%	-5.7%	25.5%	9.2%	10.5%	7.6%	11.2%	9.9%
OPM(%)	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	8.6%	9.4%	11.4%	8.6%	9.0%	9.4%	9.5%
당기순이익	57	99	105	181	81	93	130	193	365	439	497	547
NPM(%)	4.7%	6.8%	6.9%	9.3%	6.2%	6.0%	8.1%	9.4%	6.1%	7.2%	7.6%	7.7%

출처: LG CNS, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	5,983	6,130	6,516	7,084	7,733
매출원가	5,051	5,177	5,504	5,984	6,531
매출총이익	931	952	1,012	1,101	1,201
매출총이익률 (%)	15.6	15.5	15.5	15.5	15.5
판매비와관리비	418	400	399	426	460
영업이익	513	552	614	674	741
영업이익률 (%)	8.6	9.0	9.4	9.5	9.6
EBITDA	617	686	749	806	871
EBITDA Margin (%)	10.3	11.2	11.5	11.4	11.3
영업외손익	-27	41	51	51	51
관계기업손익	5	16	16	16	16
금융수익	39	62	65	65	65
금융비용	-30	-34	-32	-32	-32
기타	-42	-4	2	2	2
법인세비용차감전순이익	485	593	664	725	792
법인세비용	121	154	167	178	194
계속사업순손익	365	439	497	547	598
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	365	439	497	547	598
당기순이익률 (%)	6.1	7.2	7.6	7.7	7.7
비지배자분순이익	0	1	1	1	1
지배자분순이익	365	438	496	547	597
지배순이익률 (%)	6.1	7.1	7.6	7.7	7.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	20	4	4	4	4
포괄순이익	385	443	501	552	602
비지배자분포괄이익	0	1	1	2	2
지배자분포괄이익	384	442	500	550	601

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	715	418	527	542	576
당기순이익	365	439	497	547	598
비현금항목의 가감	353	285	280	280	287
감가상각비	86	119	127	125	124
외환손익	-24	4	0	0	0
지분법평가손익	-5	-16	-16	-16	-16
기타	296	179	170	172	179
자산부채의 증감	121	-206	-120	-151	-165
기타현금흐름	-124	-100	-131	-134	-143
투자활동 현금흐름	-13	-530	-582	-587	-593
투자자산	-25	-16	-2	-2	-2
유형자산	-31	-44	-44	-44	-44
기타	42	-469	-536	-542	-548
재무활동 현금흐름	-141	174	-324	-152	-152
단기차입금	3	-5	-5	-5	-5
사채	0	-160	20	20	20
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	600	0	0	0
현금배당	-133	-219	-179	-179	-179
기타	-10	-42	-159	13	13
현금의 증감	572	64	519	275	304
기초 현금	505	1,077	1,141	1,660	1,935
기말 현금	1,077	1,141	1,660	1,935	2,239
NOPLAT	385	408	459	509	560
FCF	580	292	431	446	480

재무상태표

단위: 십억원
KYOBO Securities

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,435	3,965	4,182	4,670	5,217
현금및현금성자산	1,077	1,141	1,660	1,935	2,239
매출채권 및 기타채권	1,714	1,708	1,806	1,954	2,125
채고자산	46	61	64	70	76
기타유동자산	599	1,055	651	711	776
비유동자산	1,069	1,320	1,333	1,320	1,310
유형자산	545	536	559	554	550
관계기업투자금	124	145	147	148	150
기타금융자산	79	108	108	108	108
기타비유동자산	321	532	519	509	502
자산총계	4,505	5,285	5,514	5,989	6,527
유동부채	1,852	1,861	1,725	1,781	1,846
매입채무 및 기타채무	1,255	1,119	1,161	1,222	1,293
차입금	6	0	-5	-11	-16
유동성채무	202	333	161	161	161
기타유동부채	390	409	409	409	409
비유동부채	529	483	530	580	633
차입금	0	0	-1	-1	-2
사채	389	160	180	200	220
기타비유동부채	140	323	351	382	415
부채총계	2,382	2,344	2,255	2,361	2,479
지배자분	2,115	2,933	3,250	3,617	4,035
자본금	47	52	52	52	52
자본잉여금	35	624	624	624	624
이익잉여금	2,003	2,221	2,537	2,905	3,323
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	8	9	10	11	12
자본총계	2,123	2,941	3,259	3,628	4,047
총차입금	694	772	641	686	734

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	4,180	4,548	5,119	5,643	6,167
PER	0.0	13.5	13.7	12.4	11.3
BPS	24,257	30,270	33,540	37,333	41,650
PBR	0.0	2.0	2.1	1.9	1.7
EBITDAPS	7,073	7,123	7,735	8,323	8,989
EV/EBITDA	0.0	7.4	6.9	6.1	5.2
SPS	68,610	63,667	67,255	73,119	79,813
PSR	0.0	1.0	1.0	1.0	0.9
CFPS	6,654	3,034	4,449	4,605	4,957
DPS	1,672	1,850	1,850	1,850	1,850

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	6.7	2.5	6.3	8.7	9.2
영업이익 증가율	10.5	7.6	11.2	9.9	10.0
순이익 증가율	9.8	20.3	13.2	10.1	9.3
수익성					
ROIC	48.5	48.4	49.6	50.8	51.3
ROA	8.5	8.9	9.2	9.5	9.5
ROE	18.3	17.3	16.0	15.9	15.6
안정성					
부채비율	112.2	79.7	69.2	65.1	61.3
순차입금비용	15.4	14.6	11.6	11.5	11.2
이자보상배율	19.2	21.3	29.8	32.0	34.4

NHN (181710) : AI DC 사업 통한 성장 진행중

Buy

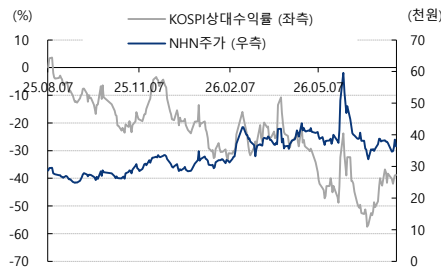
TP 49,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(7/24)	36,400원
액면가(원)	500원
52주 최고가(보통주)	59,600원
52주 최저가(보통주)	24,800원
KOSPI (7/24)	6,690.62p
KOSDAQ (7/24)	748.22p
자본금	188억원
시가총액	11,922억원
발행주식수(보통주)	3,233만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	13.2만주
평균거래대금(60일)	48억원
외국인지분(보통주)	13.07%
주요주주	이준호 외 17인 59.76%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	16.3	27.1
상대주가	30.4	-13.3	-39.4

▶ 팩토리X 통한 매출, 이익 성장은 1H26부터 나타나고 있음

- 광주 AI 데이터센터를 포함한 AI DC 운영 역량을 기반으로 예산이 확실한 공공 사업 혹은 글로벌 고객사와의 장기계약에 대응하는 전략을 채택. NHN 클라우드의 정부 사업 점유율은 약 75%로 추산
- 수랭식 AI DC인 양평 리전에서 진행하는 정부 GPU 1차 사업(B200)에서 5년간 가용 용량의 60%를 기반으로 기존 매출 가이던스인 3,000억원의 80% 규모 계약을 달성해 26년 9개월간 600억원 해당 매출 달성 전망. 장기계약 추가 확인시 27년부터의 추정치 상향 가능
- 양평 사례에서처럼 동사 AI DC 사업 '팩토리 X'의 차별점인 1) 수랭식 데이터센터, 2) GPU 클러스터링, 3) 운영내재화는 동사가 경쟁사들 대비 빠르게 노하우 축적해온 강점. 크게 NHN 데이터센터 기반의 GPUaaS와 기업맞춤 구축형 AI 인프라 사업으로 구분되어 B2B AI 인프라 서비스를 제공.

▶ 투자 의견 Buy 및 목표주가 49,000원 유지

- 투자 의견 매수 및 TP 49,000원 유지. 2~3년 내 데이터센터 병목이 존재해 현재 공급자 우위인 시장에서 단순 미래 목표치를 제시하는 것이 아니라, 이미 AI DC를 통한 GPUaaS로 매출 성장을 이루고 있다는 점이 긍정적. 추가 임차를 통해 27년 정부 GPU 확보 사업 등 공공 사업 및 민간향 입찰에서 성장동력을 추가 확보할 가능성이 있다고 예상되어 빠른 수혜 기대

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12월산(십억원)					
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
YoY(%)	8.2	2.4	14.8	10.8	10.2
영업이익(십억원)	-33	132	167	207	265
OP마진(%)	-1.3	5.2	5.8	6.5	7.5
순이익(십억원)	-193	52	139	167	209
EPS(원)	-3,904	954	3,738	4,487	5,615
YoY(%)	적지	흑전	291.6	20.1	25.1
PER(배)	-4.5	30.4	10.3	8.6	6.9
PCR(배)	1.8	4.0	4.3	4.0	3.5
PBR(배)	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	6.1	-0.8	-0.4	-1.1	-1.7
ROE(%)	-8.6	2.2	8.1	9.0	10.3

NHN (181710) : AI DC 사업 통한 성장 진행중

- 광주 AI 데이터센터를 포함한 AI DC 운영 역량을 기반으로 예산이 확실한 공공 사업 혹은 글로벌 고객사와의 장기계약에 대응하는 전략을 채택. NHN 클라우드의 정부 사업 점유율은 약 75%로 추산
- 수랭식 AI DC인 양평 리전에서 진행하는 정부 GPU 1차 사업(B200)에서 5년간 가용 용량의 60%를 기반으로 기존 매출 가이드라인인 3,000억원의 80% 규모 계약을 달성해 26년 9개월간 600억원 해당 매출 달성 전망. 장기계약 추가 확인시 27년부터의 추정치 상향 가능
- 양평 사례에서처럼 동사 AI DC 사업 '팩토리 X'의 차별점인 1) 수랭식 데이터센터, 2) GPU 클러스터링, 3) 운영내재화는 동사가 경쟁사들 대비 빠르게 노하우 축적해온 강점. 크게 NHN 데이터센터 기반의 GPUaaS로 기업맞춤 구축형 AI 인프라 사업으로 구분되어 B2B AI 인프라 서비스를 제공. 추가 임차를 통해 27년 정부 GPU 확보 사업 등 공공 사업 및 민간향 입찰에서 성장동력을 추가 확보할 가능성이 있다고 예상되며, 2~3년 내 데이터센터 병목이 존재 해 현재 공급자 우위인 시장에서 단순 미래 목표치를 제시하는 것이 아니라, 이미 AI DC를 통한 GPUaaS로 매출 성장을 이루고 있다는 점이 긍정적

NHN 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	712.1	735.5	770.2	2,269.6	2,456.1	2,516.2	2,889.2	3,200.1
성장률(YoY %)	-0.7%	0.9%	2.8%	14.6%	11.9%	17.7%	17.6%	12.3%	7.3%	8.2%	2.4%	14.8%	10.8%
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	133.9	135.8	136.3	446.2	459.8	478.9	533.7	550.4
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	46.6	47.8	46.6	162.9	173.0	174.3	189.0	197.6
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	87.3	88.0	89.7	283.3	286.9	304.7	344.7	352.8
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	366.8	379.5	396.2	1,065.5	1,183.7	1,272.7	1,497.1	1,691.6
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	145.5	156.8	170.8	236.5	243.3	460.9	598.8	699.3
기타	84.6	76.1	68.3	94.2	84.7	86.2	84.4	87.5	368.0	414.3	303.8	342.7	341.7
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	670.8	691.3	714.8	2,214.0	2,488.7	2,384.0	2,722.1	2,993.3
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	484.2	500.1	523.7	1,490.6	1,647.1	1,680.9	1,964.3	2,182.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	110.7	113.7	110.6	458.9	438.7	436.0	449.1	464.0
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	23.5	24.3	26.2	78.3	67.1	86.8	97.5	108.8
감가상각비	26.4	25.1	25.2	26.8	32.7	32.8	33.0	33.2	93.9	104.5	103.4	131.7	150.1
통신비	3.8	4.2	3.8	3.1	3.3	3.4	3.5	3.6	15.7	14.7	14.8	13.9	15.3
기타	14.8	14.6	16.6	16.1	15.3	16.2	16.7	17.5	76.6	216.7	62.1	65.7	72.8
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	41.3	44.2	55.4	55.6	- 32.6	132.4	167.1	206.8
성장률(YoY %)	1.3%	-23.0%	후자전환	120.9%	-5.0%	88.2%	59.9%	0.3%	42.4%	적자전환	후자전환	26.2%	23.7%
OPM(%)	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	5.8%	6.0%	7.2%	2.4%	-1.3%	5.3%	5.8%	6.5%
순이익	- 0.2	11.2	18.0	22.9	31.1	32.4	41.7	33.4	- 23.1	- 185.2	51.9	138.6	167.0
NPM(%)	0.0%	1.9%	2.9%	3.3%	4.6%	4.5%	5.7%	4.3%	-1.0%	-7.5%	2.3%	4.8%	5.2%

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,456	2,516	2,889	3,200	3,527
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,489	2,384	2,722	2,993	3,262
영업이익	-33	132	167	207	265
영업이익률 (%)	-1.3	5.3	5.8	6.5	7.5
EBITDA	72	236	252	279	326
EBITDA Margin (%)	2.9	9.4	8.7	8.7	9.2
영업외손익	-97	-1	27	27	27
관계기업손익	-11	-5	-2	-2	-2
금융수익	92	75	87	87	87
금융비용	-69	-51	-45	-45	-45
기타	-109	-21	-13	-13	-13
법인세비용차감전순손익	-130	131	194	234	292
법인세비용	63	79	55	67	83
계속사업순손익	-193	52	139	167	209
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-193	52	139	167	209
당기순이익률 (%)	-7.8	2.1	4.8	5.2	5.9
비지배자분순이익	-60	20	16	20	25
지배자분순이익	-133	32	122	147	184
지배순이익률 (%)	-5.4	1.3	4.2	4.6	5.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-5	-1	-1	-1
포괄손이익	-180	47	138	166	208
비지배자분포괄이익	-59	17	11	13	17
지배자분포괄이익	-121	29	127	153	192

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	47	374	223	243	273
당기순이익	-193	52	139	167	209
비현금항목의 가감	468	211	169	166	170
감가상각비	86	86	72	60	50
외환손익	-3	1	0	0	0
지분법평가손익	0	0	2	2	2
기타	385	124	95	104	118
자산부채의 증감	-168	163	-28	-23	-24
기타현금흐름	-61	-52	-57	-67	-82
투자활동 현금흐름	-50	13	-15	-16	-17
투자자산	44	48	-6	-6	-6
유형자산	-48	-61	0	0	0
기타	-46	25	-8	-9	-10
재무활동 현금흐름	-149	554	582	608	608
단기차입금	6	14	14	14	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	17	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	2	0	0	0	0
현금배당	-21	-18	-15	-15	-15
기타	-153	553	579	605	605
현금의 증감	-150	942	242	268	285
기초 현금	772	622	1,564	1,806	2,073
기말 현금	622	1,564	1,806	2,073	2,358
NOPLAT	-48	52	119	148	190
FCF	-160	258	177	197	226

재무상태표

단위: 십억원
KYOBO Securities

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,419	2,202	2,390	2,624	2,894
현금및현금성자산	622	1,564	1,806	2,073	2,358
매출채권 및 기타채권	516	407	361	335	326
채고자산	49	26	30	33	36
기타유동자산	232	206	194	183	173
비유동자산	1,774	1,649	1,565	1,495	1,439
유형자산	701	685	613	553	502
관계기업투자금	163	170	177	183	190
기타금융자산	311	294	294	294	294
기타비유동자산	599	501	481	466	454
자산총계	3,193	3,851	3,955	4,120	4,333
유동부채	878	1,545	1,527	1,537	1,549
매입채무 및 기타채무	648	1,355	1,355	1,355	1,355
차입금	65	51	65	79	94
유동성채무	31	29	2	2	2
기타유동부채	134	110	104	100	97
비유동부채	549	536	528	523	521
차입금	176	153	158	162	167
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	374	383	370	360	354
부채총계	1,428	2,081	2,055	2,060	2,069
지배자분	1,451	1,463	1,570	1,702	1,870
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	929	929	929	929
이익잉여금	325	630	737	868	1,037
기타자본변동	-133	-112	-112	-112	-112
비지배자분	314	308	330	358	393
자본총계	1,765	1,771	1,900	2,060	2,264
총차입금	326	271	252	263	276

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-3,904	954	3,738	4,487	5,615
PER	-4.5	30.4	10.3	8.6	6.9
BPS	42,986	44,671	47,938	51,955	57,100
PBR	0.4	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	2,117	7,014	7,701	8,503	9,952
EV/EBITDA	6.1	-0.8	-0.4	-1.1	-1.7
SPS	72,355	74,833	88,211	97,703	107,691
PSR	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	-4,700	7,679	5,394	6,010	6,906
DPS	500	500	500	500	500

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	8.2	2.4	14.8	10.8	10.2
영업이익 증가율	적전	흑전	26.2	23.7	28.4
순이익 증가율	적지	흑전	167.1	20.5	25.1
수익성					
ROIC	-5.1	10.8	-1,436.9	-124.1	-95.2
ROA	-4.0	0.9	3.1	3.6	4.4
ROE	-8.6	2.2	8.1	9.0	10.3
안정성					
부채비율	80.9	117.5	108.1	100.0	91.4
순차입금비용	10.2	7.0	6.4	6.4	6.4
이자보상배율	-1.1	5.1	6.6	7.7	9.2

롯데이노베이트 (286940) : 27년부터 데이터센터 DBO 사업 기여 기대

Buy

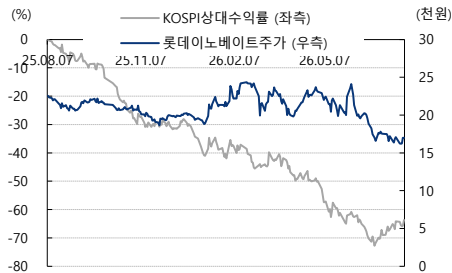
TP 26,000원

유지

유지

Company Data	
현재가(7/24)	17,000원
액면가(원)	5,000원
52주 최고가(보통주)	24,350원
52주 최저가(보통주)	16,220원
KOSPI (7/24)	6,690.62p
KOSDAQ (7/24)	748.22p
자본금	756억원
시가총액	2,572억원
발행주식수(보통주)	1,513만주
발행주식수(우선주)	0만주
평균거래량(60일)	1.5만주
평균거래대금(60일)	3억원
외국인지분(보통주)	1.32%
주요주주	롯데지주 외 7인
	66.23%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	-20.4	-20.4
상대주가	24.9	-40.6	-62.0

▶ 2Q26 Preview: 영업이익 컨센서스 상회 예상

- 매출 2,872억원(YoY +2.3%), 영업 105억원(+30.4%)로 영업 기준 컨센(매출 매출 2,904억원, 영업 96억원) 상회 예상. 기존 SM, SI 사업 견조하게 유지되는 가운데 수익성 위주의 수주 기조 이어나가고, 베트남 법인, 칼리버스, EVSIS 등 주요 자회사 손실 추소를 통해 기대치 상회하는 영업이익 기록했을 것으로 전망

▶ 투자의견 Buy & 목표주가 26,000원 유지

- 투자의견 매수 및 TP 26,000원 유지. 26년은 수익성 위주의 수주, 베트남 법인, EVSIS, 칼리버스 등 자회사 적자폭 축소로 매출 1.19조원(YoY +2.0%), 영업이익 432억원(YoY +37.5%, OPM 3.6%)으로 이익 개선 전망. 27년부터는 1) DBO 사업 성과 기여, 2) 롯데 그룹 내 유통 및 화학 계열사 AI 인프라 투자 증가로 매출이 견인하는 이익 성장 전망. 27년 매출 1.26조원(YoY 5.3%), 영업 이익 517억원(YoY +19.7%) 추정
- 특히 데이터센터 DBO 사업의 경우 2H26 초기 매출 반영이 예상되며, 중기적으로 전체 매출 비중 30%를 타겟. 당사는 25년 말 롯데이노베이트의 DBO 사업 진입 후 25년 12월 캄스퀘어(695억원), 26년 2월 이시스자산운용과의 계약 등 2026년 7월 현재 해당 사업 수주잔고 1,000억원 이상을 달성한 것으로 추정하며, 글로벌 CSP A사를 고객으로 하는 자체 데이터센터 설계, 구축, 운영 레퍼런스를 바탕으로 고객 수요가 확인되고 있는 상황으로 판단

Forecast earnings & Valuation

	2024.12	2025.12	2026.12E	2027.12E	2028.12E
12결산(십억원)					
매출액 (십억원)	1,180	1,170	1,194	1,261	1,353
YoY(%)	-1.4	-0.9	2.0	5.6	7.3
영업이익(십억원)	26	31	44	52	61
OP마진(%)	2.2	2.6	3.7	4.1	4.5
순이익(십억원)	7	4	22	31	37
EPS(원)	845	657	1,647	2,277	2,759
YoY(%)	-69.0	-22.2	150.8	38.2	21.2
PER(배)	22.9	29.5	10.3	7.5	6.2
PCR(배)	2.5	2.3	2.6	2.6	2.5
PBR(배)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.5	3.7	2.4	2.1	2.3
ROE(%)	3.1	2.4	5.8	7.6	8.7

롯데이노베이트 (286940) : 27년부터 데이터센터 DBO 사업 기여 기대

- 매출 2,872억원(YoY +2.3%), 이익 105억원(+30.4%)로 이익 기준 컨센(매출 매출 2,904억원, 이익 96억원) 상회 예상. 기존 SM, SI 사업 견조하게 유지되는 가운데 수익성 위주의 수주 기조 이어나가고, 베트남 법인, 칼리버스, EVSIS 등 주요 자회사 손실 축소를 통해 기대치 상회하는 영업이익 기록할 것으로 전망
- 투자 의견 매수 및 TP 26,000원 유지. 26년은 수익성 위주의 수주, 베트남 법인, EVSIS, 칼리버스 등 자회사 적자폭 축소로 매출 1.19조원(YoY +2.0%), 영업이익 432억원(YoY +37.5%, OPM 3.6%)으로 이익 개선 전망. 27년부터는 1) DBO 사업 성과 기여, 2) 롯데 그룹 내 유통 및 화학 계열사 AI 인프라 투자 증가로 매출이 견인하는 이익 성장 전망. 27년 매출 1.26조원(YoY 5.3%), 영업이익 517억원(YoY +19.7%) 추정
- 특히 데이터센터 DBO 사업의 경우 2H26 초기 매출 반영이 예상되며, 중기적으로 전체 매출 비중 30%를 타겟. 당사는 25년 말 롯데이노베이트의 DBO 사업 진입 후 25년 12월 캄스퀘어(695억원), 26년 2월 이시스자산운용과의 계약 등 2026년 7월 현재 해당 사업 수주잔고 1,000억원 이상을 달성한 것으로 추정하며, 글로벌 CSP A사를 고객으로 하는 자체 데이터센터 설계, 구축, 운영 레퍼런스를 바탕으로 고객 수요가 확인되고 있는 상황으로 판단

롯데이노베이트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	284.8	280.8	277.5	326.8	281.2	287.2	291.0	334.4	1,197	1,180	1,170	1,194	1,261
성장률(YoY %)	3.0%	-2.0%	-3.7%	-0.8%	-1.3%	2.3%	4.9%	2.3%	14.2%	-1.4%	-0.9%	2.0%	5.6%
SM	51.2	51.8	51.7	51.6	52.7	54.7	53.3	53.7	183.5	196.6	206.3	214.4	220.8
SI	233.6	229.0	225.8	275.1	228.5	232.5	237.7	280.7	1,013.2	983.8	963.6	979.3	1,040.3
매출원가	260.3	252.8	252.5	296.9	254.1	259.0	263.5	303.9	1,071.6	1,074.2	1,062.5	1,080.4	1,142.5
매출총이익	24.5	27.9	25.0	29.9	27.1	28.2	27.4	30.5	125.1	106.2	107.3	113.3	118.6
GPM(%)	8.6%	10.0%	9.0%	9.2%	9.6%	9.8%	9.4%	9.1%	10.5%	9.0%	9.2%	9.5%	9.4%
SM	13.6	14.2	14.9	11.7	13.3	14.2	13.7	13.4	40.7	41.0	54.4	54.7	56.3
GPM(%)	26.6%	27.5%	28.8%	22.6%	25.3%	26.0%	25.7%	24.9%	22.2%	20.9%	26.4%	25.5%	25.5%
SI	10.9	13.7	10.1	18.2	13.8	13.9	13.7	17.2	84.4	65.1	52.9	58.6	62.3
GPM(%)	4.6%	6.0%	4.5%	6.6%	6.0%	6.0%	5.8%	6.1%	8.3%	6.6%	5.5%	6.0%	6.0%
판매비와관리비	17.6	20.0	18.4	19.5	17.3	17.8	16.9	17.5	69.4	80.7	75.5	69.6	66.4
영업이익	7.0	8.0	6.6	9.8	9.7	10.5	10.6	12.4	56.9	25.7	31.4	43.2	51.7
성장률(YoY %)	-22.3%	37.3%	-20.2%	271.7%	39.9%	30.4%	59.5%	26.7%	66.3%	-54.8%	22.0%	37.5%	19.7%
OPM(%)	2.4%	2.9%	2.4%	3.0%	3.5%	3.6%	3.6%	3.7%	4.8%	2.2%	2.7%	3.6%	4.1%
SM	5.1	5.2	5.1	5.1	5.3	5.6	5.3	5.4	18.7	19.6	20.5	21.6	22.5
OPM(%)	10.0%	10.0%	9.9%	9.9%	10.0%	10.2%	10.0%	10.0%	10.2%	10.0%	9.9%	10.1%	10.2%
SI	1.9	2.8	1.5	4.7	4.5	4.9	5.2	7.0	38.3	6.1	10.9	21.6	29.1
OPM(%)	0.8%	1.2%	0.7%	1.7%	2.0%	2.1%	2.2%	2.5%	3.8%	0.6%	1.1%	2.2%	2.8%
당기순이익	3.4	2.6	4.0	6.0	4.1	5.3	7.5	5.4	40.2	7.2	4.1	22.3	31.0
NPM(%)	1.2%	0.9%	1.5%	-1.8%	1.4%	1.9%	2.6%	1.6%	3.4%	0.6%	0.3%	1.9%	2.5%

출처: 롯데이노베이트, 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,180	1,170	1,194	1,261	1,353
매출원가	1,074	1,063	1,080	1,143	1,228
매출총이익	106	107	113	119	124
매출총이익률 (%)	9.0	9.2	9.5	9.4	9.2
판매비와관리비	80	76	70	66	64
영업이익	26	31	44	52	61
영업이익률 (%)	2.2	2.7	3.7	4.1	4.5
EBITDA	86	96	94	93	94
EBITDA Margin (%)	7.3	8.2	7.9	7.4	6.9
영업외손익	-9	-11	-10	-10	-10
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	5	5	5	5
금융비용	-12	-13	-13	-13	-13
기타	-1	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	17	21	33	42	50
법인세비용	9	17	11	10	13
계속사업순손익	7	4	22	31	37
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	4	22	31	37
당기순이익률 (%)	0.6	0.3	1.9	2.5	2.8
비지배자분순이익	-6	-6	-2	-3	-4
지배자분순이익	13	10	25	34	42
지배순이익률 (%)	1.1	0.8	2.1	2.7	3.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	4	8	8	8	8
포괄손이익	12	13	31	40	45
비지배자분포괄이익	-6	-5	-12	-15	-17
지배자분포괄이익	17	17	42	55	63

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

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	51	92	66	63	59
당기순이익	7	4	22	31	37
비현금항목의 가감	104	120	97	87	84
감가상각비	47	48	39	32	26
외환손익	-1	0	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	58	72	57	55	58
자산부채의 증감	-50	-20	-41	-43	-45
기타현금흐름	-10	-11	-13	-13	-17
투자활동 현금흐름	-78	-53	-16	-26	-45
투자자산	-1	-1	0	0	0
유형자산	-63	-35	0	0	0
기타	-15	-17	-16	-26	-45
재무활동 현금흐름	15	-34	-79	-6	-6
단기차입금	-5	7	7	7	7
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	5	5	5	5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-11	-11	-11	-11
기타	-35	-35	-80	-8	-8
현금의 증감	-11	5	15	18	-47
기초 현금	117	106	111	126	144
기말 현금	106	111	126	144	97
NOPLAT	11	6	29	39	45
FCF	-42	16	39	37	33

재무상태표

단위: 십억원
KYOBOK Securities

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	394	394	398	482	568
현금및현금성자산	106	111	126	144	97
매출채권 및 기타채권	184	176	191	230	319
채고자산	29	18	19	20	21
기타유동자산	75	89	62	87	131
비유동자산	556	528	478	437	403
유형자산	378	348	309	277	251
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	18	18	18	18	18
기타비유동자산	160	162	150	141	134
자산총계	951	922	876	918	972
유동부채	309	333	269	281	297
매입채무 및 기타채무	162	149	152	158	167
차입금	9	16	22	29	36
유동성채무	42	73	0	0	0
기타유동부채	96	95	94	94	93
비유동부채	191	137	140	145	150
차입금	132	83	89	94	99
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	60	53	52	51	50
부채총계	501	470	409	426	446
지배자분	419	426	440	464	495
자본금	76	76	76	76	76
자본잉여금	312	312	312	312	312
이익잉여금	129	136	150	174	205
기타자본변동	-97	-97	-97	-97	-97
비지배자분	30	26	27	28	30
자본총계	450	452	467	492	525
총차입금	191	175	112	124	136

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

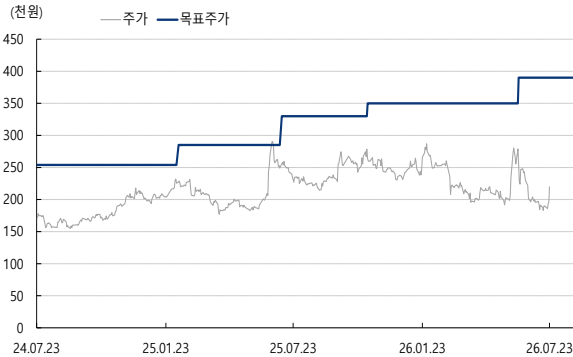
12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	845	657	1,647	2,277	2,759
PER	22.9	29.5	10.3	7.5	6.2
BPS	27,718	28,166	29,114	30,691	32,750
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
EBITDAPS	5,634	6,335	6,209	6,149	6,212
EV/EBITDA	4.5	3.7	2.4	2.1	2.3
SPS	77,588	77,321	78,901	83,355	89,418
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
CFPS	-2,766	1,055	2,588	2,426	2,207
DPS	700	700	700	700	700

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	-1.4	-0.9	2.0	5.6	7.3
영업이익 증가율	-54.8	22.0	39.0	19.5	16.5
순이익 증가율	-82.2	-43.6	450.7	39.5	19.0
수익성					
ROIC	2.4	1.3	7.0	9.8	10.8
ROA	1.4	1.1	2.8	3.8	4.4
ROE	3.1	2.4	5.8	7.6	8.7
안정성					
부채비율	111.3	104.1	87.6	86.5	84.9
순차입금비용	20.0	19.0	12.8	13.5	14.0
이자보상배율	3.0	3.4	7.2	7.8	8.2

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2024.01.10	매수	300,000	(37.3)	(29.6)	2025.05.12	매수	285,000	(52.8)	(13.6)
2024.02.05	매수	300,000	(54.7)	(44.2)	2025.07.07	매수	330,000	(37.4)	(27.2)
2024.04.16	매수	280,000	(52.7)	(43.9)	2025.08.11	매수	330,000	(39.9)	(20.2)
2024.05.07	매수	280,000	(60.7)	(43.7)	2025.10.21	매수	330,000	(27.3)	(18.5)
2024.07.10	매수	254,000	(48.4)	(42.7)	2025.11.06	매수	350,000	(40.3)	(31.8)
2024.08.12	매수	254,000	(56.0)	(48.6)	2026.01.15	매수	350,000	(34.4)	(22.0)
2024.10.07	매수	254,000	(46.9)	(41.3)	2026.02.09	매수	350,000	(55.5)	(34.4)
2024.11.11	매수	254,000	(26.5)	(16.5)	2026.04.14	매수	350,000	(63.3)	(59.1)
2025.01.16	매수	254,000	(18.9)	(9.5)	2026.05.04	매수	350,000	(59.2)	(24.8)
2025.02.10	매수	285,000	(31.1)	(23.1)	2026.06.09	매수	390,000	(86.9)	(51.8)
2025.03.25	매수	285,000	(48.5)	(37.3)	2026.07.27	매수	390,000		

삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

삼성에스디에스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2026.04.14	매수	200,000	(12.5)	(4.7)					
2026.04.24	매수	216,000	(3.7)	40.3					
2026.07.08	매수	250,000	(26.9)	(14.7)					
2026.07.27	매수	250,000							

LG CNS 최근 2년간 목표주가 변동추이

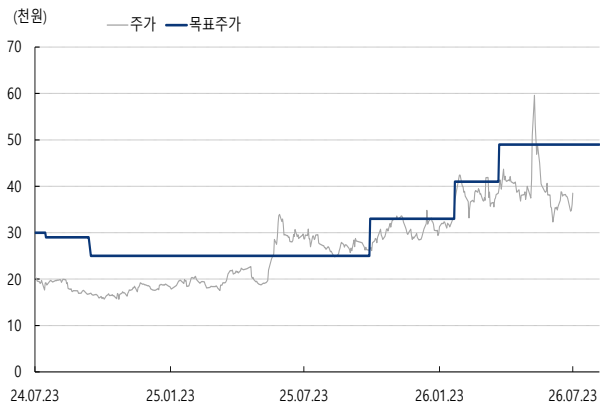


자료: 교보증권 리서치센터

LG CNS 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2026.04.14	매수	89,000	(34.2)	(30.5)					
2026.05.04	매수	89,000	(5.8)	38.1					
2026.07.21	매수	89,000	(28.3)	(13.7)					
2026.07.27	매수	89,000							

NHN 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

NHN 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2022.08.02	매수	35,000	(23.2)	(20.1)	2024.08.07	매수	29,000	(56.1)	(45.4)
2022.08.10	매수	35,000	(45.6)	(17.1)	2024.10.07	매수	25,000	(52.5)	(47.4)
2022.11.09	매수	32,000	(27.9)	(9.2)	2024.11.13	매수	25,000	(36.9)	(25.6)
2023.01.30	매수	36,000	(23.1)	(17.8)	2025.02.17	매수	25,000	(35.7)	2.8
2023.04.25	매수	36,000	(31.1)	(26.1)	2025.10.21	매수	33,000	(16.1)	(7.3)
2023.05.12	매수	36,000	(39.8)	(26.8)	2025.11.11	매수	33,000	(4.9)	5.7
2023.07.20	매수	36,000	(40.4)	(34.1)	2026.02.13	매수	41,000	(7.8)	3.3
2023.08.14	매수	36,000	(47.8)	(34.1)	2026.04.14	매수	49,000	(20.4)	(12.1)
2023.10.18	매수	36,000	(59.6)	(48.8)	2026.05.13	매수	49,000	(23.1)	17.8
2024.01.22	매수	30,000	(18.6)	(4.3)	2026.07.07	매수	49,000	(31.3)	(26.3)
2024.04.16	매수	30,000	(38.1)	(18.8)	2026.07.27	매수	49,000		

롯데이노베이트 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

롯데이노베이트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2026.04.14	매수	26,000	(30.1)	(7.9)					
2026.07.27	매수	26,000							

KYOBO Securities

■ Compliance Notice ■

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

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

당사 리서치센터 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 비공개시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	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