



BUY(유지)

목표주가(12M) 400,000원
현재주가(8.19) 208,000원

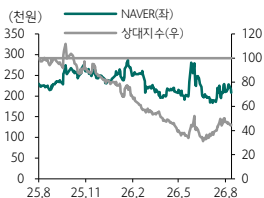
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,471.17
52주 최고/최저(원)	287,000/183,200
시가총액(십억원)	32,651.3
시가총액비중(%)	0.61
발행주식수(천주)	159,318.1
60일 평균 거래량(천주)	2,127.8
60일 평균 거래대금(십억원)	504.2
외국인지분율(%)	35.15
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	8.21
BlackRock Fund Advisors 외 14 인	7.09

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	13,791.5	15,656.0
영업이익(십억원)	2,217.1	2,583.5
순이익(십억원)	1,967.1	2,266.4
EPS(원)	12,543	14,220
BPS(원)	198,445	212,448

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	10,737.7	12,035.0	13,745.3	16,485.1
영업이익	1,979.3	2,208.1	2,100.4	2,684.1
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,881.8	3,592.0
순이익	1,923.2	1,953.2	2,208.9	2,731.9
EPS	11,913	12,376	14,189	17,159
증감율	92.77	3.89	14.65	20.93
PER	16.70	19.59	14.66	12.12
PBR	1.20	1.35	0.99	0.92
EV/EBITDA	11.27	11.85	12.68	10.08
ROE	7.90	7.36	7.31	8.03
BPS	166,221	180,117	210,654	225,222
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 8월 20일 | 기업분석_Update

NAVER (035420)

NDR, 코어워브, 네비우스, 브룩필드에서 얻은 확신

투자의견 Buy, 목표주가 400,000원 유지

인터넷 산업 내 Top Pick 유지한다. 이번 NDR과 코어워브/네비우스, 브룩필드의 실적발표에서 네오클라우드 산업의 폭발적 성장과 NAVER의 가능성을 재확인했다. 코어워브/네비우스는 향후 수 년 내에 AI DC 공급이 수요를 따라잡을 수 없기에 xAI 등 신규 경쟁사의 진입에도 모두가 동반 성장할 것이라 설명, 확장 속도를 더욱 가속화하고 있다. 브룩필드는 AI CapEx의 지속 증가를 전망하며 핵심 기반이 되는 물리적 인프라에 대한 투자를 확대할 계획이다. NAVER는 엔비디아가 직접 지분 투자를 집행하는 핵심 전진기지다. 브룩필드로부터 자금 지원도 가시성이 높기에 1단계 200MW를 시작으로 수요에 대응하는 스케일업이 가능하다. 3분기 내로 200MW에 대한 고객사, 수주 계약 발표와 함께 브룩필드 자금조달 및 엔비디아 지분투자가 확정될 것으로 예상된다. 현재 기업 가치는 이러한 변화를 반영하고 있지 않다. 확신의 매수 구간이다.

AI DC는 2027년 상반기부터 시작, 이후 스케일업 전망

NAVER의 강점은 7년 이상 GPU를 구축 및 가동하여 LLM을 학습 및 서비스에 적용해 본 경험이다. 글로벌에서도 미국/중국의 일부 빅테크 외에 이러한 경쟁력을 갖춘 기업은 없다. 미국 내 AI DC 건설이 지연되어 아시아로 확장되는 모습이 확인되고 있다는 점도 긍정적이다. 글로벌 AI 팩토리 구축, 운영 사업은 2027년부터 매출 인식 예정이다. 2027년 상반기 55MW, 2027년말 100MW, 2028년말 200MW로 단계적 확장하여 최종 GW급으로 추진할 계획이다. 하나증권은 1GW 기준 네오클라우드 연 매출액을 22.7조원으로 추정한다. 최근 코어워브, 네비우스의 실적 발표를 통해 확인된 단가 대비 보수적인 가정이다.

1단계 200MW는 브룩필드(독점적 우선협상대상자)로부터 자금(Equity, Debt)을 확보하여 GPU(GB300, 베라 루빈 등)를 구매, 데이터센터를 임차하여 구축할 예정이다. 브룩필드와의 협력은 1단계를 시작으로 이후 단계까지 확대될 여지가 있다. 브룩필드가 우수한 신용도를 가진 고객과의 장기 계약(Take-or-pay)을 선호한다고 밝혔기에 단일 미국 기술기업과의 장기 계약이 예상된다. 200MW가 온기 반영되는 2029년부터는 연 4.5조원 이상의 매출과 영업이익을 15% 이상을 기대한다. 2027년 구축 초기 수익성에 편차가 있을 수 있으나 고객 계약 확인 후 GPU 세팅, 매출 확보까지 리드타임은 2~3개월 이내이기에 영업이익률 10% 이상은 충분히 가능하다.

네오클라우드 사업으로 2027년 매출액 1조 3,044억원, 영업이익 1,752억원(OPM 13.4%), 2030년 매출액 12조 4,360억원, 영업이익 1조 8,655억원(OPM 15%)을 전망한다. 2단계 각 세종 증설부터는 다수의 고객과의 단기 계약을 병행할 가능성이 높다. GPU 가격에 동반하여 렌탈 가격은 지속적으로 상승 중이며 단기 계약(6개월 이내)의 단가가 장기 계약의 2배 이상으로 확인된다. 단기 계약이 가시화된다면 추정치 상향 예정이다.

NAVER 2분기 NDR 주요 QNA**Q. 국내 플레이어 대비 경쟁력**

A. 2020년 아시아 최초로 엔비디아 GPU를 도입한 SuperPOD 구축. 자체 LLM 학습 및 서비스 경험 보유. 7년 이상 GPU를 사용 및 최적화한 경험은 미국, 중국을 제외하고는 전무. 직접 AI 클라우드를 세팅하고 서비스한 기술력 역시 가장 높음

Q. 네오클라우드 매출 가이드نس

A. 1GW 환산 연간 20조원 매출은 최소 규모. 계약 기간, 선금금 등 구조에 따라 편차가 크지만 매출 측면에서 기존 가이드نس 20조원 유지

Q. GPU 감가상각방식

A. 감가상각연한은 결정되지 않음. 통상적으로 5~6년으로 인식. SPV에서 비용으로 인식하는 부분

Q. 향후 AI DC의 GPU 구성 및 리드타임

A. 초기 GB300 중심 구성, 이후 베라루빈 추가 예상. 고객사 확보 후 발주를 넣으면 세팅 후 실제 매출 발생까지 2~3개월 소요

Q. 미국 AI DC 착공 지연으로 인한 손해

A. 글로벌 전체 수요 대비 공급이 매우 부족한 상황. 아시아 진출 확인되고 있으며 한국이라는 입지가 경쟁력 있다고 보고 있음

Q. 본업과 AI DC 간 리소스 분배

A. 기존 본업과 AI DC는 완전히 별개의 사업. 내부 서비스용 인프라 투자, 커머스향 마케팅, Npay Connect 단말기 투자 등은 올해 하반기 집중적으로 추진할 것

Q. 2분기 Npay Connect 단말기 영향, 향후 보급 계획

A. 2분기 마케팅비 QoQ 증분 약 1,000억원에서 상당 부분 차지. 2분기 파이낸셜 플랫폼 영업이익률 3.0%로 전분기 5.8%, 전년 7.9% 대비 감소. 단말기 보급으로 인한 마케팅비 영향

Q. 두나무 합병 진행 상황

A. 공정위 결합심사 결과를 기다리는 상황. 통과된다면 연내 합병 진행

코어워브와 네비우스: 공급자 우위 시장 재확인

공급 < 수요. 공급자 우위 시장

코어워브와 네비우스는 네오클라우드 산업을 대표하는 기업이다. 시장은 AI 수요에 대해 끊임없이 의심하고 있다. 빅테크들의 전진기지로 역할하여 공격적인 AI DC 확보에 기여하기에 이들의 확장 속도가 AI 수요의 증가를 반증한다. 이들은 2분기 실적발표에서 AI DC에 대한 폭발적인 수요를 역설했다. 코어워브는 2030년까지 8GW 용량을 확보할 계획이고 네비우스는 2026년말까지 계약 전력을 5GW까지 확대할 예정이다. 단기간에 공급이 수요를 따라갈 수 없음을 재확인되었다.

코어워브

코어워브는 2분기에 500MW 용량을 추가, 1.5GW 규모의 DC를 운영하고 있다. 현재 기준 계약 전력은 4.2GW이며 향후 수년간 전력 수요가 공급을 크게 초과할 것으로 예상된다. GPU의 수명에 대한 우려는 Ampere, Hopper 제품군에서 아직도 큰 수요가 확인됨을 강조하여 불식시켰다. 특히 2020년 출시된 A100이 높은 단가로 2029년까지 계약을 체결했다는 점이 유의미하다. 감가상각이 모두 끝난 GPU에서도 높은 수익이 발생함에 수익성은 더욱 개선될 가능성이 높다.

최근 미국 내 AI DC 건설 지연 관련 이슈에 대해서는 인프라 수요에 영향을 미치지 않을 것이며 인프라가 건설될 위치에 영향을 주는 요인이라 설명했다. 또한 목표 용량이 규제 당국의 반발로 영향을 받지 않을 것이라 말했다. 이번 인도네시아 360MW 확보와 같이 미국 외 지역에서도 공격적인 확장 가능성이 있다고 해석한다.

네비우스

네비우스는 2분기에 평균 10억달러가 넘는 계약 4건을 체결했다. MW 당 연간 매출은 2,000~2,500만달러다. 1GW 기준 원화로 환산 시 28조원~35조원이다. 2027년까지 확보한 전체 용량을 현재 조건으로 판매할 수 있는 수요가 확보되어 있으며 단기 계약에 높은 가격으로 제공하기 위해 일부를 남겨두는 전략을 활용하고 있다. 최대 6개월까지의 단기 계약은 MW 당 4,000~5,000만달러 이상의 가격으로 체결된다.

xAI와 같은 신규 경쟁사들의 진입에 대해서는 시장 자체가 폭발적으로 확대되고 있기에 동반 성장할 수 있는 구조라 설명했다. 또한 네비우스는 매년 GW 규모의 용량을 구축할 예정으로 모든 경쟁사들이 이러한 속도를 갱신할 수 없기에 경쟁력이 있음을 강조했다.

브룩필드 에셋 매니지먼트: 빅테크 대상 장기계약 선호

매력적인 기회에만 투자

브룩필드 에셋 매니지먼트는 AI DC, 전력 생산, 컴퓨팅 등 AI 인프라 밸류체인 전체를 엮어주는 플레이어다. 대규모 자금 조달, 투자 기회 발굴, 하이퍼스케일러와 정부를 포함한 AI 생태계 주요 플레이어들과의 관계 구축을 강점으로 내세운다.

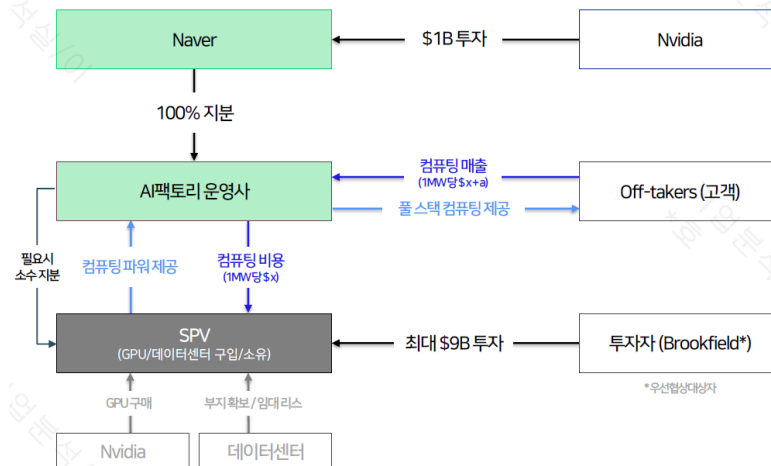
브룩필드는 특정 모델, 반도체, 애플리케이션의 승리에 대한 기술적 베팅이 아닌, 디지털 경제의 핵심 기반이 되는 AI 인프라에 대한 투자를 집행함을 강조했다. 우수한 신용도를 가진 거래 상대방이 보증하는, 수요가 온전히 확보된 장기계약 구조에 투자를 집행하는 것을 선호한다.

AI 밸류체인 전반의 수급 불균형에서 많은 투자 기회가 있기에 대규모 자금 조달이 가능한 브룩필드의 입지를 활용하여 빅테크 및 정부와 Take-or-pay 방식으로 이뤄지는 장기 계약을 선별하여 투자, 안정적인 수익성을 확보하겠다는 계획이다.

도표 1. NAVER AI 팩토리 1단계 200MW 사업 구조

네이버 AI팩토리 1단계 200MW 사업 구조(안)

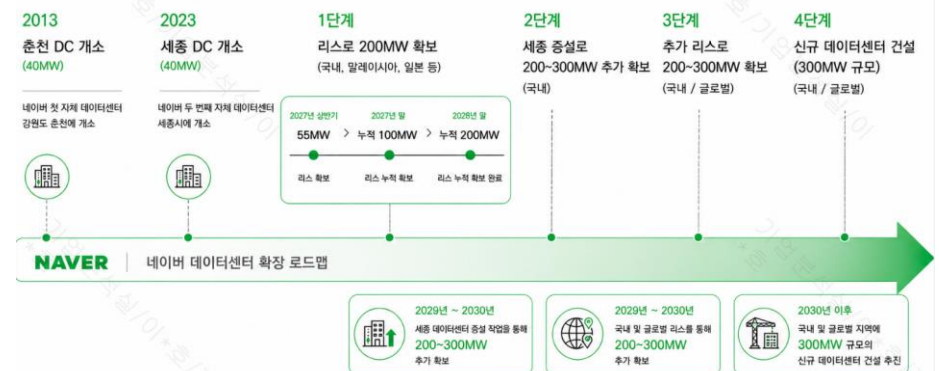
- 전략적 파트너인 엔비디아의 네이버 직접 투자로 네이버는 AI팩토리 운영사를 100% 지분으로 연결
- 투자자 브룩필드는 SPV에 최대 \$9B 투자 후 SPV 대주주 지위



자료: Dart, 하나증권

도표 2. 네이버 데이터센터 확장 로드맵

누적 1GW 확장 목표



주: ChatGPT 활용 재구성

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,737.7	12,035.0	13,745.3	16,485.1	20,019.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,737.7	12,035.0	13,745.3	16,485.1	20,019.1
판매비	8,758.5	9,826.9	11,644.9	13,801.0	16,705.4
영업이익	1,979.3	2,208.1	2,100.4	2,684.1	3,313.7
금융손익	54.3	245.1	525.6	563.0	455.3
종속/관계기업손익	144.5	495.2	440.5	419.1	419.1
기타영업외손익	144.1	(528.3)	(184.7)	(74.2)	0.0
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,881.8	3,592.0	4,188.2
법인세	390.2	601.4	649.2	790.2	921.4
계속사업이익	1,932.0	1,818.7	2,232.6	2,801.7	3,266.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,932.0	1,818.7	2,232.6	2,801.7	3,266.8
비배주주지분 순이익	8.7	(134.5)	23.7	69.8	196.0
지배주주순이익	1,923.2	1,953.2	2,208.9	2,731.9	3,070.8
지배주주지분포괄이익	2,561.2	2,087.4	3,598.4	2,760.0	3,218.1
NOPAT	1,646.7	1,659.4	1,627.2	2,093.6	2,584.7
EBITDA	2,652.8	2,953.4	3,026.6	3,477.7	4,598.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.03	12.08	14.21	19.93	21.44
NOPAT증가율	66.33	0.77	(1.94)	28.66	23.46
EBITDA증가율	28.08	11.33	2.48	14.90	32.22
영업이익증가율	32.95	11.56	(4.88)	27.79	23.46
(지배주주)순이익증가율	89.98	1.56	13.09	23.68	12.41
EPS증가율	92.77	3.89	14.65	20.93	12.40
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	24.71	24.54	22.02	21.10	22.97
영업이익률	18.43	18.35	15.28	16.28	16.55
계속사업이익률	17.99	15.11	16.24	17.00	16.32

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	14,189	17,159	19,287
BPS	166,221	180,117	210,654	225,222	241,918
CFPS	18,180	20,154	21,183	23,430	32,125
EBITDAPS	16,432	18,714	19,441	21,843	28,881
SPS	66,511	76,258	88,294	103,540	125,737
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
주기지표(배)					
PER	16.70	19.59	14.66	12.12	10.78
PBR	1.20	1.35	0.99	0.92	0.86
PCFR	10.94	12.03	9.82	8.88	6.47
EV/EBITDA	11.27	11.85	12.68	10.08	6.68
PSR	2.99	3.18	2.36	2.01	1.65
재무비율(%)					
ROE	7.90	7.36	7.31	8.03	8.41
ROA	5.20	4.93	4.89	5.37	5.63
ROIC	41.13	38.63	36.86	53.42	90.74
부채비율	41.36	41.90	43.14	42.90	42.83
순부채비율	(11.69)	(15.23)	(20.00)	(27.97)	(37.33)
이자보상배율(배)	18.87	20.31	19.32	24.69	25.72

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,374.9	10,928.5	14,310.9	18,237.0	23,329.8
금융자산	7,535.6	9,019.2	12,161.8	15,579.6	20,139.3
현금성자산	4,195.5	5,984.0	8,838.9	11,605.2	15,481.7
매출채권	478.0	491.7	554.2	687.1	826.5
재고자산	21.7	20.2	22.8	28.3	34.0
기타유동자산	1,339.6	1,397.4	1,572.1	1,942.0	2,330.0
비유동자산	28,793.0	30,156.0	34,860.5	34,267.1	33,223.8
투자자산	20,910.2	21,394.0	25,135.7	25,335.9	25,577.1
금융자산	3,504.0	4,745.2	6,322.4	6,334.5	6,385.8
유형자산	2,909.6	3,607.6	3,518.1	2,962.1	2,503.8
무형자산	3,657.2	3,421.0	4,304.5	4,066.9	3,240.6
기타비유동자산	1,316.0	1,733.4	1,902.2	1,902.2	1,902.3
자산총계	38,167.9	41,084.5	49,171.4	52,504.0	56,553.6
유동부채	6,092.2	8,018.9	10,180.0	10,518.1	11,078.5
금융부채	1,104.9	2,397.4	3,177.4	3,189.6	3,241.7
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,987.3	5,621.5	7,002.6	7,328.5	7,836.8
비유동부채	5,074.8	4,112.6	4,638.9	5,244.2	5,879.1
금융부채	3,273.4	2,211.1	2,114.8	2,114.8	2,114.8
기타비유동부채	1,801.4	1,901.5	2,524.1	3,129.4	3,764.3
부채총계	11,167.0	12,131.5	14,818.9	15,762.3	16,957.6
지배주주지분	25,459.9	27,581.9	32,869.3	35,188.7	37,847.0
자본금	16.5	16.5	17.2	17.2	17.2
자본잉여금	1,422.7	1,586.3	3,084.3	3,084.3	3,084.3
자본조정	(638.5)	(452.1)	(452.1)	(452.1)	(452.1)
기타포괄이익누계액	(1,305.7)	(1,194.5)	779.0	779.0	779.0
이익잉여금	25,965.0	27,625.7	29,440.9	31,760.3	34,418.6
비지배주주지분	1,541.0	1,371.1	1,483.2	1,553.0	1,749.0
자본총계	27,000.9	28,953.0	34,352.5	36,741.7	39,596.0
순금융부채	(3,157.3)	(4,410.6)	(6,869.6)	(10,275.2)	(14,782.8)

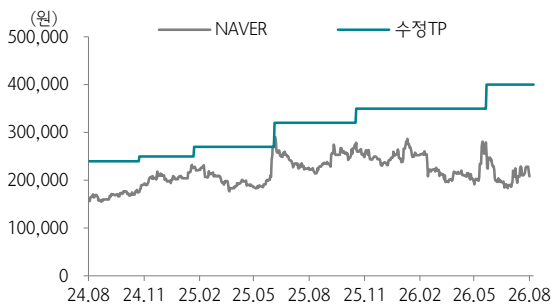
현금흐름표

(단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,589.9	3,095.8	4,418.8	3,864.3	5,429.6
당기순이익	1,932.0	1,818.7	2,232.6	2,801.7	3,266.8
조정	505.6	815.4	693.9	506.8	1,413.4
감가상각비	673.5	745.3	926.2	793.6	1,284.5
외환거래손익	135.1	(14.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(565.2)	(453.2)	(572.1)	(419.1)	0.0
기타	262.2	538.2	339.8	132.3	128.9
영업활동 자산부채변동	152.3	461.7	1,492.3	555.8	749.4
투자활동 현금흐름	(1,340.0)	(743.7)	(2,632.9)	(442.1)	(924.5)
투자자산감소(증가)	2,330.9	11.3	(3,038.0)	219.0	(241.3)
자본증가(감소)	(554.0)	(1,220.4)	(403.4)	0.0	0.0
기타	(3,116.9)	465.4	808.5	(661.1)	(683.2)
재무활동 현금흐름	(347.2)	(524.5)	1,877.2	(527.7)	(489.2)
금융부채증가(감소)	(377.0)	371.6	683.6	12.2	52.1
자본증가(감소)	180.1	163.6	1,498.7	0.0	0.0
기타재무활동	(31.3)	(891.3)	88.5	(127.4)	(128.8)
배당지급	(119.0)	(168.4)	(393.6)	(412.5)	(412.5)
현금의 증감	902.6	1,788.5	2,674.3	2,766.4	3,876.5
Unlevered CFO	2,934.9	3,180.7	3,297.8	3,730.4	5,114.8
Free Cash Flow	2,035.9	1,861.1	4,001.4	3,864.3	5,429.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.6.9	BUY	400,000		
25.11.5	BUY	350,000	-32.75%	-18.00%
25.6.23	BUY	320,000	-24.15%	-9.22%
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 8월 20일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.16%	1.84%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 17일