

인터넷/SW (Positive)

누가 이 GPU를 다 쓸까

: 국내 AI DC의 수요와 수익화 전략



인터넷/게임/미디어 김소혜
sohye.kim@hanwha.com
3772-7404

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710

| Contents |

I. 핵심요약	03
II. 미국 중심에서 지역 거점으로, AI 인프라의 재편	04
1. 미국 중심 인프라는 유지되지만, 지역 분산은 불가피하다	04
2. 국가와 민간 경계가 약해지고 있다	06
3. 아시아는 차기 AI 컴퓨팅 확장의 핵심 권역이 될 수 있을까	07
4. 한국은 정부가 수요자·공급자·금융자로 시장에 개입	08
III. 과연 국내 수요는 얼마나 되는가	10
1. 한국 AI DC를 채울 네 가지 수요	10
2. 한국 시장의 크기를 국내 수요만으로 판단할 필요는 없다	12
3. 결국 가장 큰 시장은 해외 수요	13
4. 데이터센터를 짓는다고 모두 돈을 버는 것은 아니다	16
IV. 투자전략	18
V. 기업분석	27
1. NAVER (035420)	28
2. NHN (181710)	31
3. 삼성에스디에스 (018260)	35
4. LG씨엔에스 (064400)	38

I. 핵심 요약

AI 인프라,
수익화의 조건이 갖춰지고
있다

우리는 국내 AI DC 산업의 수익화 가능성을 점검했다. 미국에서는 이미 관련 밸류체인 기업의 실적 성장이 확인되고 있지만, 국내 사업자의 수익화 가능성에 대해서는 여전히 회의적인 시각이 존재한다. 그러나 국내의 AI 수요 기반과 인프라, 정책 환경을 종합하면 국내 사업자가 담당할 역할은 분명하다고 판단한다. 특히 하반기부터 주요 고객과 사업 구조가 구체화되면서 사업환경은 더욱 우호적으로 전개될 전망이다. AI 인프라가 실제 수익사업으로 자리 잡기 위한 조건이 예상보다 빠르게 갖춰지고 있다.

새로운 수익원,
새로운 멀티플

인터넷/SW 산업에서 AI DC에 주목하는 이유도 여기에 있다. 성숙 단계에 접어든 기존 사업에 새로운 증장기 수익원이 추가되는 것뿐 아니라, 기존에는 부여받지 못했던 성장 멀티플을 받을 수 있는 계기가 될 수 있다. AI DC는 단순한 CAPEX 확대가 아니라 Cloud·GPUaaS·AI 서비스·DBO 등 새로운 매출원을 만들어내는 사업이다. 향후 실적 기여가 확인될 경우 기존 본업과 별도로 사업가치를 평가할 여지도 커질 전망이다.

결국 핵심은 수요다

현재 가장 중요한 질문은 결국 수요다. 정부가 GPU를 조달하는 것만으로 산업의 경제성을 설명할 수는 없다. 누가 실제 컴퓨팅을 사용하고, 누가 비용을 지불하는지를 확인해야 한다. 우리는 정부·공공 수요가 초기 가동률의 하방을 만들고, 대형 ICT·제조기업의 캡티브 수요가 시장의 기반을 형성하며, 그 위에 일반기업의 GPUaaS와 해외 수요가 추가되는 구조를 예상한다. 특히 증장기 시장의 상방은 글로벌 AI 기업과 CSP 등 해외 고객의 장기 수요를 얼마나 유지할 수 있는지에 달려 있다고 판단한다.

투자에서 실적으로,
지금이 선점 구간

인터넷/SW 업종에 대해 Positive 의견을 유지한다. 시장의 관심은 이제 ‘누가 얼마나 투자하는가’에서 ‘누가 먼저 돈을 벌기 시작하는가’로 이동할 시점이다. 일부 사업자는 이미 올해 하반기부터 신규 GPU와 데이터센터의 매출 기여가 시작되고, 2027년에는 주요 증설 물량이 본격적으로 실적에 반영된다. 아직 대부분의 AI 데이터센터 계획이 구축 또는 초기 가동 단계에 있어 관련 사업가치는 주가와 실적 추정치에 충분히 반영되지 않았다. 그러나 하반기부터 주요 앵커 테넌트와 장기 계약이 공개되고, 2027년 이후 가동률과 수익성이 숫자로 확인되면 AI 인프라 사업에 적용되는 할인은 빠르게 축소될 수 있다. 실적이 모두 확인된 이후보다 수익화의 가시성이 높아지는 지금이 선제적으로 비중을 확대할 시점이라고 판단한다.

Top Pick: 삼성SDS·NHN,
NAVER도 비중확대 제시

기존 최선호주인 삼성SDS와 NHN을 최선호주로 유지한다. GPUaaS와 AI 인프라 사업의 실적 기여가 상대적으로 빠르게 확인될 가능성이 높다. NAVER도 비중확대 의견을 제시한다. 내년 AI 팩토리의 상업가동을 앞두고 있으며, 향후 앵커 테넌트와 장기 계약이 확인될 경우 1GW 확장 계획과 별도 사업가치에 대한 가시성이 빠르게 높아질 수 있다. LG씨엔에스도 관심종목으로 제시한다. 직접적인 GPU 투자 부담보다 DBO 수주와 운영 매출을 통해 AI DC CAPEX 확대의 수혜를 받을 수 있다는 점에 주목한다.

II. 미국 중심에서 지역 거점으로, AI 인프라의 재편

1. 미국 중심 인프라는 유지되지만, 지역 분산은 불가피하다

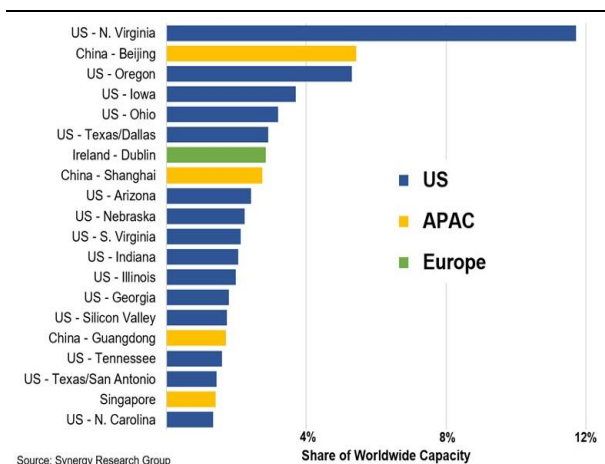
연일 공개된 투자 계획,
과연 수요는?

최근 국내 대형 ICT 기업들의 AI 데이터센터 투자계획이 잇따라 공개되고 있다. 그러나 투자 규모만으로 시장의 성장성을 판단하기는 어렵다. 먼저 확인해야 할 것은 한국에서 실제로 이만큼의 AI 컴퓨팅 수요가 발생할 수 있는지다. 국내 수요가 어디에서 형성되고, 이를 어떤 사업자가 수익으로 연결할 수 있는지부터 짚어봤다.

미국 중심 구조 위에 지역
성장이 더해진다

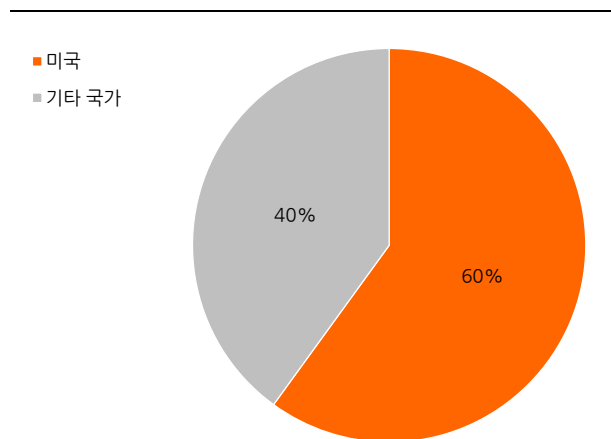
글로벌 AI 인프라는 현재 미국에 절대적으로 집중돼 있다. 지난 상반기 기준, 세계 하이퍼스케일러 상위 20개 시장은 미국 15개, APAC 4개, 유럽 1개다. 시장조사기관에 따르면, 2030년까지 북미의 시장 규모 자체는 3배 이상 확대되지만, 비중은 약 60%에서 54%로 낮아진다. 미국의 투자가 줄어드는 것이 아니라 북미 시장이 계속 성장하는 가운데 다른 지역에 신규 AI 인프라 투자가 더 빠르게 증가하면서 지역별 성장축이 추가될 전망이다.

[그림1] 하이퍼스케일 데이터센터 상위 20개 중 15개가 미국



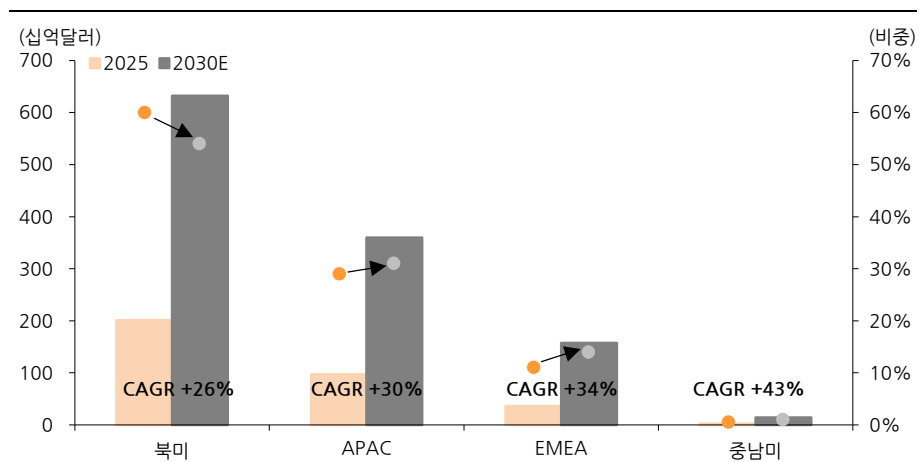
자료: Synergy Research Group, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 하이퍼스케일러 용량 중 미국이 60%



자료: Synergy Research Group / TechInsights, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 북미 시장이 계속 성장하는 가운데, 기타 지역 투자도 빠르게 진행 전망



주: 점 도표는 시장 내 비중 / 자료: S&P Global 451 Research, 한화투자증권 리서치센터

AI 인프라 성격이 달라진다	글로벌 AI 컴퓨팅 수요가 지역별로 분산되는 배경에는 AI 인프라의 성격 변화가 있다. 과거 클라우드 시장에는 AWS·Microsoft·Google 등이 미국에서 대규모 인프라를 확보하고 주요 국가에 리전을 추가하는 구조가 경제적이었다. 반면 생성형 AI가 정부·금융·국방·의료와 제조업까지 확산되면서 컴퓨팅 자원이 일반적인 IT 인프라를 넘어 국가 전략자산으로 인식되기 시작했다.
데이터와 규제가 지역화를 요구 중	자국 언어와 산업 데이터를 활용한 모델 학습과 파인튜닝, 민감 데이터의 국내 처리, 서비스 연속성과 공급망 통제에 대한 요구가 증가하면서 미국에 위치한 GPU를 원격으로 사용하는 방식만으로는 국가와 기업의 요구를 충족하기 어려워지고 있다. 결국 AI 컴퓨팅은 비용만을 기준으로 한 중앙집중형 인프라에서 데이터·규제·산업수요와 가까운 지역별 인프라로 확장될 수밖에 없는 구조가 된다.
학습은 집중, 추론은 분산	AI 수요가 학습에서 추론으로 확장되는 점도 지역 분산을 가속한다. 프론티어 모델의 대규모 학습은 수십만개의 GPU를 하나의 캠퍼스에 집적하는 것이 효율적이기 때문에 향후에도 미국이나 대규모 저가 전력을 확보할 수 있는 특정 지역에 집중될 가능성이 높다. 반면 AI 서비스 사용량이 증가할수록 전체 컴퓨팅에서 추론과 파인튜닝의 비중이 확대되며, 이들 워크로드는 사용자와 기업 데이터에 가까운 곳에서 처리할수록 지연시간과 데이터 관리 측면에서 유리하다.
전력 제약이 입지를 분산	미국 내부의 전력 확보와 인허가 제약도 AI 데이터센터의 지역 분산을 가속하는 요인이다. AI 데이터센터는 수백MW에서 GW급 전력을 필요로 하지만, Northern Virginia 등 기존 핵심 지역에서는 전력망 연결 대기기간이 길어지고 송배전 설비 증설 부담도 커지고 있다. 이에 따라 신규 투자가 Texas나 Midwest 등으로 이동하고 있으며, 일부 지역에서는 전력가격 상승, 용수 사용, 환경 부담과 주민 반대까지 데이터센터 개발의 제약요인으로 부각되고 있다.
미국을 대체할 수는 없지만 성장축이 다변화될 전망	이는 미국의 AI 인프라 투자가 감소한다는 의미는 아니다. 다만 신규 대규모 컴퓨팅 용량의 입지를 결정할 때 GPU 비용뿐 아니라 전력 확보 시점, 인허가 기간과 지역사회 수용성까지 고려해야 하면서 미국 외 지역의 상대적 매력도가 높아지고 있다. 특히 충분한 전력을 빠르게 확보하면서 현지 AI 수요까지 보유한 유럽·아시아 지역은 미국을 대체하기보다 글로벌 AI 인프라의 추가 거점으로 선택될 가능성이 높아진다.

2. 국가와 민간 경계가 약해지고 있다

유럽, 데이터 주권을 산업정책으로 전환	최근 유럽의 움직임이 이를 가장 명확하게 보여준다. 유럽의 AI DC 확대는 미국 CSP의 단순한 해외 리전 증설이 아니라 데이터 주권과 AI 자립을 정책으로 전환한 사례다.
Sovereign AI가 실제 인프라로 구축	EU는 AI Factory를 단순 HPC 투자보다 기술주권과 전략적 자율성 확보를 위한 인프라로 정의하고 있다. 현재 19개의 AI Factory가 구축되고 있으며, 2026년 7월에는 최대 7개의 AI Gigafactory 구축 절차를 시작했다. Gigafactory는 개별 시설에 10만개 이상의 첨단 AI 프로세서를 집적하는 구조로, EU·회원국이 최대 €10bn을 지원하고 최소 €20bn의 민간투자를 유도할 계획이다.
정부와 민간의 경계가 흐려진다	이 과정에서 공공 인프라와 민간 클라우드의 경계가 약해지고 있다. 최신 GPU 클러스터는 반도체뿐 아니라 액체냉각, 초고속 네트워크, 데이터센터 전력설비와 운영 소프트웨어가 동시에 결합되어야 한다. 정부가 모든 인프라를 직접 구축하면 기술 변화에 대응하는 속도가 늦어지고, 반대로 민간이 모든 선행투자를 부담하면 자본 부담과 수요 불확실성이 지나치게 커진다. 이에 따라 정부는 초기 수요와 금융·부자·전력 인프라를 지원하고 민간 사업자가 실제 데이터센터 구축과 운영을 맡는 방식이 확대되고 있다.
민간 투자도 본격화 중	민간 투자도 실제 CAPEX로 이어지고 있다. Mistral AI는 프랑스에서 1.38만개의 GB300 GPU를 포함한 44MW 규모의 AI 인프라를 확보했으며, 별도로 프랑스 Campus AI에서 최대 200MW의 Compute capacity를 확보하는 계획을 추진하고 있다. Nebius도 핀란드 Lappeenranta에 최대 310MW 규모의 AI Factory를 건설하고 있으며 2027년부터 고객에게 용량을 공급할 예정이다.
미국 역시 민간 중심으로 시장을 키우는 중	미국 역시 방식은 다르지만 국가와 민간 경계가 약해지고 있다. 유럽이 공공 주도로 자체 컴퓨팅 인프라를 구축하는 방식이라면, 미국은 민간이 데이터센터와 AI Compute를 구축하고 정부가 인허가·부자·금융지원과 공공 수요를 통해 이를 뒷받침하는 구조에 가깝다. 지난해 AI Action Plan은 AI 모델뿐 아니라 데이터센터, 발전설비, 반도체와 네트워크를 하나의 전략 인프라로 보고 대규모 민간 투자를 촉진하는 방향을 제시했다.

[표1] 유럽 AI 인프라 정책 관련 민간 협력 사례

국가	사례	규모 / 투자	구조
프랑스	Mistral AI, Bruyères-le-Châtel	GB300 13,800개, 44MW / \$830mn 차입금 조달	민간 AI 사업자의 자체 GPU-컴퓨팅 인프라 확보, Bpifrance 등 금융 참여
프랑스	Campus AI × Mistral	Mistral 최대 200MW 확보(1단계 96MW)	Bpifrance-Mistral-MGX-NVIDIA JV, 공공자본과 민간 사업자 결합
핀란드	Nebius, Lappeenranta AI Factory	최대 310MW, 2027년 1차 가동	민간 AI Cloud 사업자가 대규모 DC/GPU 인프라 직접 구축
독일	Deutsche Telekom × NVIDIA Industrial AI Cloud	약 € 1bn, 최대 10,000 Blackwell GPU	민간 투자 중심, 독일·유럽 디지털 주권과 연계
포르투갈	Nscale × Microsoft × Start Campus	기존 12,600+ Blackwell Ultra → 66,000+ Rubin 추가 / 200MW 2단계 건물 / 추가 투자 € 695mn	Microsoft 수요 확보 + Nscale 컴퓨팅 투자 + Start Campus DC 구축

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

3. 아시아는 차기 AI 컴퓨팅 확장의 핵심 권역이 될 수 있을까

한국도 APAC의 대안 거점

한국은 아시아 AI 데이터센터 시장에서 절대적인 우위를 가진 지역이라기보다, AI 인프라가 권역별로 분산되는 과정에서 주요 대안 거점 중 하나로 부상할 가능성이 높다. 아시아의 수요는 빠르게 증가하고 있지만 국가별 전력·부지·규제와 산업구조가 달라 특정 국가로 수요가 집중되기 어렵다. 향후에는 복수의 지역이 각자의 강점을 기반으로 AI 컴퓨팅 수요를 나눠 수용하는 구조가 형성될 전망이다.

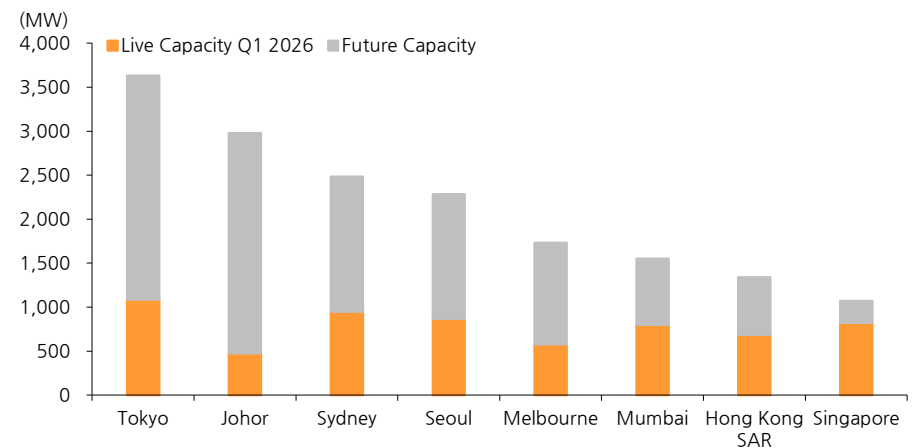
아시아는 하나의 허브로 수렴하지 않을 것

싱가포르의 네트워크와 금융·클라우드 생태계가 강하지만 전력과 토지 제약이 크다. 말레이시아는 상대적으로 저렴한 부지와 전력을 기반으로 빠르게 성장하고 있지만 데이터센터 투자가 집중되면서 전력·용수 부담도 확대되고 있다. 일본은 대규모 내수와 글로벌 CSP 생태계를 보유하고 있지만 전력비와 건설비 부담이 높다.

한국의 강점은 비용보다 산업 생태계

이 과정에서 한국의 경쟁력은 저렴한 전력이나 대규모 부지보다 HBM·메모리 중심의 반도체 공급망과 제조·플랫폼·통신 등 실제 AI 수요 기반을 동시에 보유한다는 점에 있다. 특히 AI 활용이 제조, 로봇틱스, 자율주행 등 피지컬 AI로 확대될수록 대기업 중심의 제조업 기반과 고도화된 네트워크 인프라는 한국 내 컴퓨팅 수요를 확대하고 해외 AI workload를 유치하는 기반으로 작용할 전망이다.

[그림4] APAC 주요 허브의 현재·예정 용량 비교



자료: CBRE Data Centre Solutions, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] APAC 데이터센터는 여러 지역 허브로 나뉠 것

	Singapore	Korea	Japan	Hong Kong SAR	Australia	Other Southeast Asia	India	Mainland China
Power Constraints	High	High	Medium	Medium	Medium	Low	Low	Low
Construction Costs	High	Medium	High	High	Medium	Medium	Low	Low
Shortage of Skilled Labour	High	Medium	High	Medium	Medium	High	Low	Low
Community and Environmental Risks	High	High	Medium	Medium	Medium	Low	Low	Low

자료: CBRE Data Centre Solutions, 한화투자증권 리서치센터

4. 한국은 정부가 수요자·공급자·금융자로 시장에 개입

민관 혼합형 AI 인프라로
전환 중

한국의 AI 컴퓨팅 정책은 정부가 직접 슈퍼컴퓨터를 구축하는 방식에서 민간 CSP와 데이터센터의 구축·운영 역량을 활용하는 민관 혼합형 구조로 이동하고 있다. 정부는 자체 슈퍼컴퓨터뿐 아니라 민간 클라우드 조달과 국가 AI컴퓨팅센터를 병행하며, 정책 범위도 단순한 GPU 확보에서 국가 차원의 컴퓨팅 공급망과 데이터 주권 확보로 확대하고 있다.

정부가 초기 수요를 직접
만든다

정부의 GPU 조달 규모도 빠르게 커지고 있다. 지난해에는 NAVER Cloud·카카오·NHN Cloud 등을 통해 B200·H200을 포함한 1만3천여개의 GPU를 확보했으며, 올해 2차 사업에서는 총 2조800억원 규모 사업을 통해 NAVER Cloud·삼성SDS·엘리스그룹이 Vera Rubin 2,016개와 B300 7,688개 등 총 9,704개를 도입하고 있다. 정부가 직접 대규모 구매수요를 만들면서 민간 사업자의 초기 투자와 가동률을 동시에 지원하는 구조가 형성된다.

이 과정에서 정부의 역할은 단순한 수요자에 그치지 않는다. 도입 물량 가운데 6,376개는 국가 AI 프로젝트와 산학연에 제공되고, 나머지 3,328개는 선정 CSP의 자체 AI·클라우드 역량 강화에 활용된다. 즉 정부가 GPU를 구매해 수요를 만들고, 확보한 컴퓨팅 자원을 다시 산학연에 공급하며, 동시에 민간 CSP의 인프라 확충까지 지원하는 구조다.

[표2] 2025년 1차 GPU 확보 사업자 선정: 약 1.3조 규모

사업자	GPU 종류	구축 수량	비고
NHN클라우드	B200	7,656	
	정부사용	6,120	국가 AI 프로젝트·산학연 지원
	자체사용	1,536	GPUaaS/AI 인프라 사업 활용
네이버클라우드	H200	3,056	
	정부사용	2,296	국가 AI 프로젝트·산학연 지원
	자체사용	760	자체 AI 개발·클라우드 서비스 활용
카카오	B200	2,424	
	정부사용	2,040	산학연 AI 연구개발 과제 공급
	자체사용	384	자체 AI 역량 강화

자료: 각 사, 언론종합, 한화투자증권

[표3] 2026년 2차 GPU 확보 사업자 선정: 약 2조 규모

사업자	GPU 종류	구축 수량	비고
네이버클라우드	Vera Rubin 1,008 + B300 3,112	4,120	
	정부사용	2,544	국가 AI 프로젝트·산학연 지원
	자체사용	1,576	GPU 클라우드·AI 모델/서비스 고도화
삼성에스디에스	Vera Rubin 1,008 + B300 2,016	3,024	국가 AI·산학연 지원 + 기업용 AI 학습추론 인프라
엘리스그룹	B300	2,560	국가 AI·산학연 지원 + 자체 GPU 클라우드 활용

자료: 각 사, 언론종합, 한화투자증권

금융자 역할까지 확대 중

최근에는 정책금융을 통한 금융자 역할도 강화되고 있다. 2026년 4월 국민성장펀드는 NAVER의 '각 세종' 데이터센터 증설과 GPU 도입에 4,000억원의 저리대출을 승인했다. 총사업비 9,221억원 가운데 첨단전략산업기금 3,400억원과 산업은행 600억원이 3%대 금리로 공급된다. 민간이 자체 조달해야 하는 대규모 AI 인프라 투자비의 일부를 정책금융이 부담하면서 사업자의 자본비용을 낮추는 구조가 만들어진다.

국가 AI컴퓨팅센터가 민간
협력의 허브가 될 것

국가 AI컴퓨팅센터 역시 같은 방향에 있다. 약 2.5조원 규모의 해남 센터는 삼성SDS 컨소시엄이 참여하는 민관협력 방식으로 구축되며, 정부·산학연의 AI 컴퓨팅 수요를 지원 하는 핵심 인프라로 활용될 예정이다. 2026년 8월 전남 해남 솔라시도에 착공해 초기 40MW, 향후 80MW의 전력을 확보하고 2028년 GPU 1.5만개, 2030년 5만개 확보를 목표로 한다.

수요·공급·금융을
정부가 연결

해남 센터의 의미는 국가 데이터센터 한 곳을 추가하는 데 그치지 않는다. 정부 수요와 민간 클라우드를 연결하는 중앙 인프라를 구축한다는 점이 중요하다. 결국 국내 AI 컴퓨팅 정책은 정부가 모든 인프라를 직접 소유하는 방식보다 정부가 수요를 만들고 컴퓨팅을 공급하며 자금조달까지 지원하고, 민간이 실제 구축과 운영을 담당하는 구조로 발전할 전망이다.

[표4] 국가 AI컴퓨팅 센터 개요

구분	내용
목적	국내 기업·스타트업·학계·연구기관에 대규모 AI 연산자원 공급, AI 모델 개발·학습·추론 지원
위치	전남 해남 솔라시도 데이터센터파크
사업비	약 2.5조원
규모	첨단 AI 반도체 1.5만장 규모
구축 목표	2028년 준공
사업 방식	정부·정책금융기관 + 민간 컨소시엄이 출자하는 민관합작 SPC 방식
운영 법인	(주)한국에이아이컴퓨팅센터(KOACC)
대표 사업자	삼성SDS 컨소시엄(삼성SDS, 네이버클라우드, 삼성물산, 카카오, 삼성전자, 클러쉬, KT 등)
주요 자원	고성능 GPU + 국산 NPU 기반 AI 컴퓨팅 인프라
주요 고객	스타트업·중소기업·학계·연구기관 등 산·학·연
서비스	GPU/NPU 연산자원, 대규모 AI 학습·추론, 산업별 AI 모델 개발, AI 서비스 실증·검증

자료: 과학기술정보통신부, 삼성SDS, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국가가 수요자·공급자·금융자로 시장에 개입



자료: 한화투자증권 리서치센터

III. 과연 국내 수요는 얼마나 되는가

1. 한국 AI DC 를 채울 네 가지 수요

결국 핵심은 누가 쓰고,
누가 돈을 내는가

정부의 GPU 확보와 대기업의 데이터센터 투자 확대만으로 산업의 경제성이 입증되는 것은 아니다. 핵심은 구축된 컴퓨팅 자원을 누가 사용하고, 누가 비용을 지불하는가다. 현재 국내 AI 컴퓨팅 시장은 하나의 대규모 상업시장으로 형성됐다고보다 정부·공공의 확정 수요를 기반으로 대기업의 자체 수요와 일반기업의 외부 GPU 수요가 순차적으로 더해지는 단계라고 판단한다.

네 개의 층으로 구분해
수요 추정

이에 우리는 2030년 국내 AI 수요를 ① 정부·공공, ② 국내 대기업 자체수요, ③ 국내 일반기업의 외부 GPU 수요, ④ 해외에서 유입되는 수요로 구분해 추정했다. 단순히 현재 발표된 GPU와 데이터센터 투자계획을 합산하는 방식은 지양했다. 이미 확인된 수요를 기준으로 두고, 향후 AI 도입 확대와 GPU 조달 증가, 기업의 GPUaaS 전환, 해외 수요 유입 가능성을 각각 반영해 실제 한국에서 소화될 수 있는 컴퓨팅 수요를 추정했다.

정부가 바닥을 만들고,
대기업이 규모를 키운다

수요의 규모를 계산하기 전에 먼저, 당사가 구분한 4가지 수요의 타당성을 분석해봤다. 첫 번째 정부와 공공의 확정 수요는 사용처가 정책적으로 만들어지고 있어 초기 인프라의 가동률 하방을 지지한다. 그리고 대기업의 캡티브 수요는 정부 조달보다 규모가 훨씬 클 것으로 예상된다. 지난해 NVIDIA가 발표한 계획에서는 정부 약 5만장 외에 삼성과 SK그룹, 현대차그룹이 각각 5만장, NAVER가 약 6만장의 최신 GPU를 확보하는 계획이 제시됐다. 전체 26만장 가운데 약 21만장이 민간 기업에 배정되는 구조고, 이 21만장이 모두 외부 고객에게 임대하기 위한 GPU인 것은 아니다. 반도체 설계와 공장·디지털트윈, 자율주행·로보틱스 등 자사의 서비스 수요가 상당 부분을 차지한다.

[그림] 한국 AI DC 를 채울 4가지 수요



자료: 한화투자증권 리서치센터

캡티브 수요가 초기 가동률을 지지	이는 데이터센터 사업자의 수요 안정성 측면에서도 중요하다. 대기업의 자체 AI 수요는 경기 상황에 따라 즉시 사라지는 임대 수요보다 상대적으로 장기적이다. 반도체 공정 최적화, 자율주행 학습, 로봇 시뮬레이션, 검색과 광고 추천처럼 기존 핵심 사업에 AI가 내재화될수록 컴퓨팅 사용량은 일회성 프로젝트보다 상시 인프라 수요에 가까워진다.
상업적 GPUaaS 수요도 확인되기 시작	최근에는 캡티브 수요를 넘어 실제 상업적 GPUaaS 수요도 일부 확인되기 시작했다. 삼성SDS는 지난 3월, 국내 최초로 B300 기반 GPUaaS를 출시했는데, 2분기 실적발표에서 도입 직후 수요가 빠르게 늘어 잔여 가용 물량이 제한적이며 3분기부터 풀 가동될 것으로 예상한다고 밝혔다. 삼성SDS는 이를 근거로 현재 약 110MW인 AI 인프라 규모를 2029년 230MW, 2031년 800MW 이상으로 확대할 계획이다. 아직 전체 국내 시장을 일반화하기에는 이른 사례지만, 적어도 최신 GPU에 대해서는 실제 기업 고객의 유료 수요가 발생하고 있다는 첫 번째 확인 지표로 볼 수 있다.

2. 한국 시장의 크기를 국내 수요만으로 판단할 필요는 없다

해외 수요도
국내 IDC를 채울 것

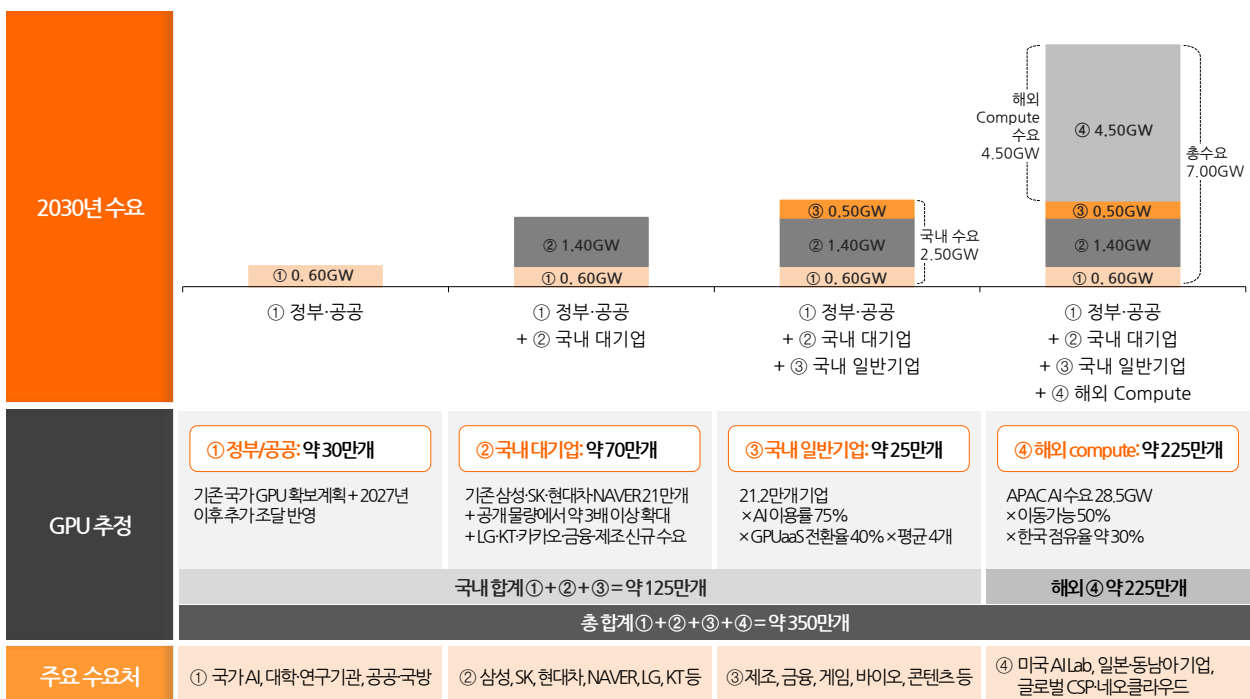
여기에 가장 큰 한 가지를 더 고려해야 한다. 한국에 구축되는 AI 데이터센터의 최종 고객이 반드시 한국 기업일 필요는 없다는 점이다. 모든 AI 워크로드가 같은 입지 조건을 요구하는 것도 아니다. 민감한 데이터를 활용하거나 응답속도가 중요한 추론은 사용자가 위치한 국가와 가까운 곳에서 처리하는 것이 유리하다. 반면 대규모 모델 학습, 합성데이터 생성, 배치 추론, 렌더링, 일부 파인튜닝과 시뮬레이션은 상대적으로 지역 제약이 적다. 네트워크가 연결돼 있고 충분한 GPU와 전력을 확보할 수 있다면 이러한 컴퓨팅 작업은 국경을 넘어 이동할 수 있다.

따라서 한국 AI DC의 잠재 시장을 국내 기업의 AI 지출 규모만으로 한정할 필요는 없다. 아시아 지역에서 GPU 공급이 부족하거나 전력 및 데이터센터 확보가 어려운 국가의 기업이 한국의 컴퓨팅 자원을 이용하는 시나리오도 가능하다. 특히 한국은 반도체와 네트워크, 클라우드 운영 역량을 동시에 보유하고 있어 단순한 서버 설치 장소보다 AI 컴퓨팅을 안정적으로 운영할 수 있는 산업 생태계 측면에서 경쟁력을 가질 수 있다.

한국은 Compute 수출국이
될 수 있다

이 관점에서 AI 컴퓨팅은 새로운 형태의 수출 산업으로 볼 여지도 있다. 과거에는 반도체를 생산해 해외에 판매했다면 향후에는 국내 데이터센터에 설치된 GPU의 연산능력을 해외 고객에게 판매하는 방식이다. 물론 한국의 높은 전력비와 부지 비용을 고려하면 모든 종류의 대규모 학습 수요를 유지하기는 어렵다. 다만 아시아 지역에서 데이터 주권과 안정적인 네트워크, 공급망 신뢰성, 현지 지원이 중요한 기업용 AI 워크로드까지 고려하면 한국이 확보할 수 있는 시장은 국내 내수보다 넓게 봐야 한다.

[그림8] 국내 수요 추정하기



자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

3. 결국 가장 큰 시장은 해외 수요

해외 Compute가 시장의
상방을 결정

2030년 국내 AI 데이터센터 수요를 7GW까지 확대시키는 핵심은 해외 고객이 될 것으로 예상된다. 한국에 구축되는 AI 데이터센터의 고객이 반드시 한국 기업일 필요는 없다. 데이터가 위치한 국가에서 반드시 처리해야 하는 금융·의료 업무나 초저지연 inference를 제외하면 대규모 모델 학습, 파인튜닝, 시뮬레이션, 합성데이터 생성 등은 GPU가 충분하고 가격 경쟁력이 있는 지역으로 이동할 수 있다.

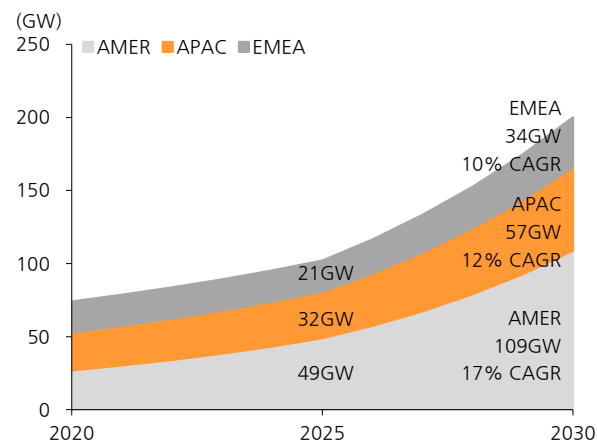
APAC 이동가능 수요를
14~15GW로 추정

시장조사기관 JLL은 APAC 데이터센터 용량이 2025년 32GW에서 2030년 57GW로 연평균 12% 증가할 것으로 전망한다. 2030년 용량을 약 57GW로 놓고, 이 워크로드 중 AI 비중이 50%까지 상승한다는 전망을 적용하면, 2030년 아시아 시장은 전력 기준 약 28.5GW로 추정된다. AI 워크로드 중 약 50%가 국가 간 이동이 가능한 비민감 비중이라고 보면 한국 사업자가 경쟁할 수 있는 시장은 약 14~15GW가 된다.

한국이 30%를 확보하면
4.5GW

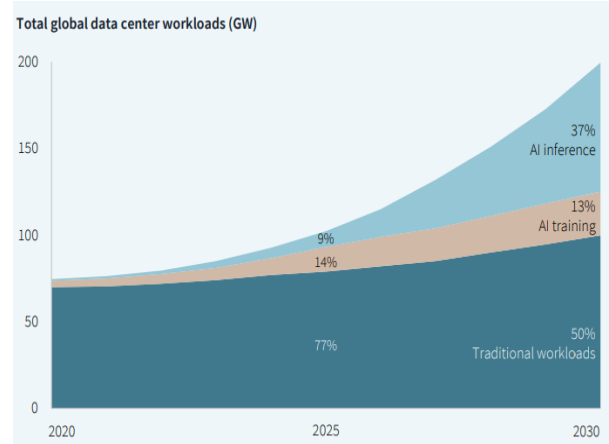
우리는 이 시장의 약 30%를 한국이 확보한다고 가정했다. APAC 전체 데이터센터 시장과 비교하면 약 8% 수준의 점유율에 해당하기 때문에 한국이 아시아 전체 AI 컴퓨팅 시장을 장악해야 성립하는 가정은 아니다. 이를 적용하면 해외에서 한국 데이터센터로 유입되는 수요는 약 4.5GW가 된다.

[그림9] APAC DC는 '30년까지 연평균 12% 성장



자료: JLL Research, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 글로벌 DC 워크로드 전망: '30년 AI 약 50%



자료: JLL Research, 한화투자증권 리서치센터

가장 먼저 볼 고객은
글로벌 AI Lab

해외 고객도 특정한 종류의 기업을 가정할 필요는 없다. 가장 가시성이 높은 고객은 글로벌 AI Lab과 AI-native 기업이 된다. 이들은 모델 규모와 서비스 사용량이 빠르게 증가해 자체 데이터센터만으로 필요한 GPU를 모두 확보하기 어렵고, CoreWeave 등 외부 사업자와 장기 계약을 병행하는 경우가 많다.

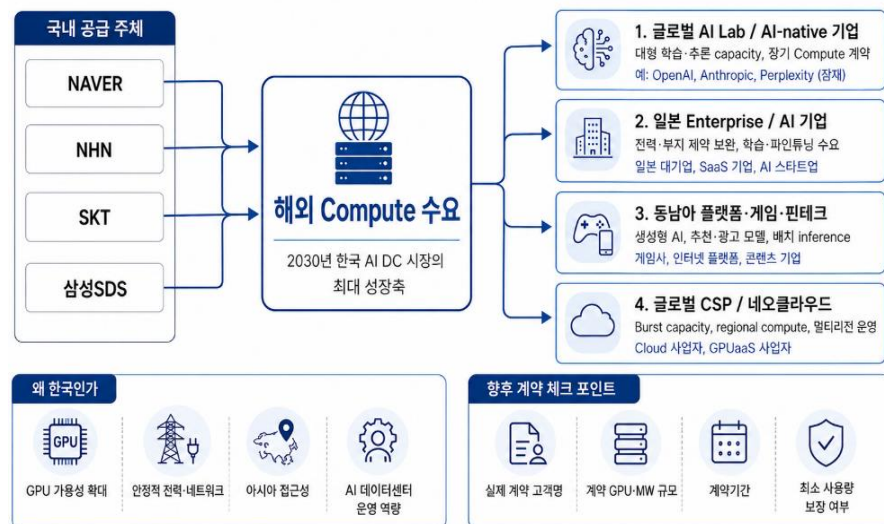
일본 Enterprise도
현실적인 수요처

국내에서는 OpenAI가 가장 구체적인 후보가 된다. OpenAI는 SKT와 국내 AI 데이터센터 개발을 위한 MOU를 체결했으며, 삼성SDS를 포함한 삼성 계열사와도 한국 내 추가 데이터센터 용량 확보 가능성을 검토하고 있다. 아직 실제 GPU 사용량이나 계약 MW가 확정된 것은 아니지만, 해외 AI 기업의 Compute 수요가 국내 데이터센터로 유입될 수 있다는 가장 직접적인 사례가 될 것으로 본다.

또한 일본의 AI 기업과 Enterprise 수요도 현실적인 시장이다. 일본은 AI 수요 자체는 크지만 데이터센터 건설비와 전력비가 높고 주요 지역의 전력 확보에도 시간이 필요하다. 자연시간이 크게 중요하지 않은 모델 학습, 시뮬레이션, 배치 inference는 한국의 GPU 인프라를 활용하는 것이 유리할 것으로 본다.

일본에서는 Sakana AI·SB Intuitions·Stockmark·Preferred Networks 등 자체 모델을 개발하는 AI 기업뿐 아니라 Hitachi·NTT DATA 등 대기업까지 생성형 AI와 산업 특화 모델 개발을 확대하고 있다. 일본 정부의 GENIAC 프로그램에서도 2026년 Sakana AI, Preferred Networks, Mercari, KDDI 등 다수 기업이 기반모델 개발 사업자로 선정됐다. 미국 AI 기업보다 계약 건당 규모는 작더라도 고객 수가 많고 반복적으로 Compute를 소비할 수 있는 시장이 될 것으로 본다.

[그림11] 해외 수요가 국내 AI DC의 핵심 성장축



자료: 한화투자증권 리서치센터

동남아 플랫폼도 잠재 고객

싱가포르와 동남아시아 역시 잠재 수요가 된다. Grab과 Sea가 대표적인 잠재 고객군이 될 수 있다. 싱가포르는 이미 데이터센터가 집중돼 있지만 토지와 전력 제약이 크고, 동남아시아는 전자상거래·게임·핀테크·인터넷 플랫폼을 중심으로 AI 사용량이 빠르게 늘어나는 지역이다. 이들 기업이 모든 GPU를 각 국가에 직접 구축하기보다 한국·일본·말레이시아 등 주변 허브의 컴퓨팅을 병행해서 사용하는 구조가 가능해진다.

글로벌 CSP·네오클라우드도 수요처

마지막으로 글로벌 CSP와 네오클라우드도 고객이 될 수 있다. 모든 CSP가 모든 지역에서 GPU를 직접 소유할 필요는 없기 때문에 신규 GPU 공급이 부족하거나 고객 수요가 예상보다 빠르게 증가할 경우 현지 사업자의 데이터센터를 임차하거나 파트너로 활용할 수 있다.

SK는 이미 AWS와 울산 AI 데이터센터를 공동 구축하고 있으며, 향후 국내 주요 거점으로 협력을 확대해 GW급 AI 연산 용량을 확보한다는 계획을 제시했다. Lambda 역시 SKT의 기존 글로벌 AI 파트너다. 따라서 향후에는 한국 사업자가 최종 기업 고객에게 직접 GPU를 판매하는 방식뿐 아니라, 글로벌 CSP나 네오클라우드에 수십~수백MW 규모의 대용량 연산 인프라를 통째로 임대·공급하는 형태도 가능해질 전망이다.

[표5] 최근까지 공개된 해외-국내 기업 AI DC 협력

해외 기업	국내 기업	발표일자	형식	주요 협력 내용
OpenAI	SK텔레콤	2025.10.01	MOU	국내 서남권 AI 데이터센터 공동 개발·구축·운영, 차세대 Compute/DC 솔루션 공동 개발
OpenAI	삼성SDS	2025.10.01	LOI	Stargate AI 데이터센터의 설계·개발·운영 협력, 기업용 OpenAI 서비스 제공
AWS	SK그룹·SKT	2025.06 / 2026.07	전략계약/추가 협력	울산 100MW AI Zone 공동 구축, 향후 국내 거점 확대 및 장기 GW급 Compute 확보 추진
Reflection AI	신세계그룹	2026.03	MOU	국내 250MW Sovereign AI Factory 구축, JV 설립 및 공동 운영 추진
Anthropic	NHN Techorus	2026.03	공식 리셀러	일본에서 AWS Bedrock 기반 Claude 판매·운영, 기존 7,700건+ 고객 기반 활용
Anthropic	LG CNS	2026.06	Claude Enterprise 계약	LG CNS 전사 도입 후 LG 계열사 및 외부 기업으로 확대
NVIDIA	NAVER	2026.06~07	전략적 제휴	55MW → 200MW, 장기 GW급 AI Factory 공동 구축 및 글로벌 GTM 추진
Anthropic	SK텔레콤	2026.07	MOU	한국 내 GW급 AI DC 구축 협력, Anthropic의 SKT 국내 AI DC 프로젝트 참여 예정
Mistral AI	NAVER Cloud	2026.07	전략적 파트너십	NAVER 인프라와 Mistral 모델을 결합해 Sovereign AI 공동사업 추진
Anthropic	삼성SDS	2026.07	전략적 파트너십	Claude Enterprise를 삼성 20개 계열사 약 7만 명으로 확대, 외부 기업 공동사업 추진

자료: 각 사, 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

4. 데이터센터를 짓는다고 모두 돈을 버는 것은 아니다

국내에서 AI DC 투자계획을 발표하는 기업은 많지만 사업모델과 수익구조는 서로 다르다. 따라서 데이터센터 규모나 GPU 확보량만으로 수익성을 판단하기는 어렵다.

우리는 사업자들을 크게 네 가지로 구분해봤다. Full-stack형은 자체 AI 서비스와 고객 기반을 활용해 초기 가동률을 확보하고, Cloud·AI 서비스까지 매출을 확장한다. GPUaaS형은 외부 고객에게 컴퓨팅 자원을 판매해 높은 성장성을 기대할 수 있지만 가동률이 낮을 경우 GPU 감가상각 부담이 커진다. IDC형은 GPU보다 전력과 공간을 판매해 상대적으로 안정적인 수익을 확보한다. SI·MSP형은 데이터센터 구축과 운영, 클라우드 전환 및 AI 서비스에서 매출을 창출한다.

결국 기업별 경쟁력은 GPU 보유량보다 고객 기반, 가동률, 판매단가, 추가 서비스 매출에서 결정된다. 가장 많은 투자를 집행한 기업과 가장 높은 이익을 창출하는 기업은 다를 수 있다.

[그림12] AI DC 비즈니스모델 구분에 따른 특징

구분	돈 버는 방식	수익성 핵심 변수	매출 성장성	이익 레버리지	투자부담	주요 기업
1 Full-stack / 플랫폼형	자체 AI+ GPUaaS+ Cloud+ AI 서비스/API 판매	자체수요, 외부가동률, AI 서비스매출	매우 높음	높음	매우 높음 → GPU 직접 보유	NAVER, SK telecom, aws, Azure, Google Cloud, ORACLE
2 GPUaaS / AI Cloud형	GPU 시간/클러스터 사용량 과금	GPU 가동률, 임대 단가, GPU 내용연수	중~높음	매우 높음	매우 높음 → GPU 직접 보유	SAMSUNG SDS, SK telecom, NHN CLOUD, CoreWeave, Lambda, Crusoe, NEBIUS
3 IDC / AI DC형	Rack/MW·전력·네트워크 임대, 장기 계약	계약 MW, DC 가동률, 전력 원가	중간	중간	중~높음 → GPU 보유 일부	KINX, SK telecom, EQUINIX, NTT DATA, SK 아이피, DIGITAL REALTY, +일부 통신사 IDC
4 SI·MSP·DBO형	DC 클라우드 구축, 이전, 운영관리 수수료	수주 규모, 운영계약, 서비스 마진	중~높음	중간	낮음 → GPU 보유 적음	accenture, LG CNS, kyndryl, SAMSUNG SDS, Capgemini, NTT DATA

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> ① Full-stack 형: 매출 확장성이 가장 크지만 자본부담도 가장 높다

Full-stack형의 장점은 동일한 GPU에서 데이터센터→Cloud→AI Model·API→최종 서비스까지 매출을 수직적으로 확장할 수 있다는 점이다. 단순 IDC보다 GPU당 매출의 상방이 크다. 반면 데이터센터와 GPU 투자비, 세대교체 위험을 직접 부담하기 때문에 자본집약도도 높다. 결국 자체 workload로 기본 가동률을 확보하고 외부 고객과 상위 AI 서비스까지 얼마나 효율적으로 연결하는지가 경쟁력을 결정한다. NAVER가 대표적이다. 자체 데이터센터와 GPU를 기반으로 Cloud, HyperCLOVA, 검색·광고·커머스 등 내부 서비스를 운영해 기본 가동률을 확보하고, 잔여 컴퓨팅은 외부 고객에게 판매한다.

>> ② GPUaaS 형: 가동률 상승에 따른 이익 레버리지가 가장 크다

삼성SDS와 NHN Cloud가 대표적이다. 삼성SDS는 SCP 기반으로 데이터센터와 MSP를 결합하고 있으며, NHN Cloud도 GPU Cluster와 FactoryX를 통해 GPU 임대에서 AI 인프라 운영·플랫폼까지 사업 범위를 확대하고 있다.

GPUaaS의 수익성은 가동률과 판매단가가 결정한다. GPU 투자비와 감가상각은 사용 여부와 관계없이 발생하기 때문에 도입 초기부터 고객을 확보하는 것이 중요하다. 장기 계약 비중과 가동률이 높을수록 투자비 회수기간이 짧아지고 영업레버리지가 확대된다.

>> ③ IDC 형: GPU 보다 전력과 MW 를 판매하는 사업이다

IDC 사업의 경제성은 확보 전력 MW × 계약률 × MW당 임대단가로 단순화된다. AI 서버의 전력밀도와 냉각 요구가 높아질수록 AI workload를 수용할 수 있는 전력·냉각 인프라의 가치도 상승한다. GPU를 직접 보유하지 않는 경우 세대교체와 감가상각 위험은 고객이 부담한다. 대신 GPU 가격 상승에 따른 이익 레버리지도 제한적이어서 장기 MW 계약을 통한 안정적인 현금흐름이 핵심이 된다.

케이아이엔엑스가 대표적인 IDC 기업이다. 동사는 IDC를 중심으로 Rack 공간과 전력을 제공하고 여기에 IX, CloudHub 등 네트워크 서비스를 결합해 매출을 창출한다. AI 데이터센터에서도 기본적인 수익구조는 크게 달라지지 않는다. 핵심은 확보한 전력용량을 얼마나 많은 고객으로 채우고, 어느 가격에 장기간 계약하느냐에 달려 있다.

>> ④ SI·MSP·DBO 형: 낮은 자본부담으로 AI 인프라 확대의 수혜를 받는다

이 사업모델은 GPU와 데이터센터를 직접 보유하지 않아 상대적으로 자본집약도가 낮다. 고객의 AI 인프라 투자가 늘어날수록 설계·구축·이전·운영 매출이 증가하는 구조다.

LG CNS가 대표적이다. 데이터센터의 설계·구축과 위탁운영, 클라우드 전환을 담당하며 초기 구축 매출 이후 장기 운영계약으로 반복 매출을 확보한다. 향후에는 클라우드 운영, 인프라 관리, 보안까지 계약 범위를 확대하는 것이 수익성 개선의 핵심이 된다. 삼성SDS 역시 GPU 투자와 구축·운영 서비스 매출을 함께 가져가는 복합형 사업자라는 점에서 단일 BM보다 수익원과 실적 안정성이 높을 것으로 전망된다.

IV. 투자전략

인터넷/SW 업종 Positive
투자의견 유지

인터넷/SW 업종에 대해 Positive 투자의견을 유지한다. 국내 AI 인프라 산업의 관심은 이제 누가 얼마나 투자하는가에서 누가 먼저 돈을 벌기 시작하는가로 이동할 시점이다. 정부의 GPU 조달과 대기업의 자체 AI 수요가 초기 가동률을 뒷받침하는 가운데 기업용 GPUaaS와 해외 수요까지 더해지며 국내 사업자의 수익화 기반이 형성되고 있다. 일부 사업자는 이미 올해 하반기부터 신규 인프라의 매출 기여가 시작되고, 2027년에는 주요 증설 물량이 본격적으로 실적에 반영된다. 실적이 확인된 이후보다 수익화가 가시화되는 지금이 관련 기업의 비중을 선제적으로 확대할 시점이라고 판단한다.

주요 앵커 테넌트 계약이
구체화되면서
사업 정당성은 확인될 것

AI DC 사업은 향후 인터넷/SW 기업에 기존 사업과는 별개의 신규 사업가치를 부여할 수 있는 영역이라고 판단한다. 아직 대부분의 계획이 구축초기 가동 단계에 있어 현재 주가와 실적 추정치에는 관련 가치가 충분히 반영되지 않았다. 그러나 하반기부터 주요 앵커 테넌트와 장기 계약이 구체화되고, 내년 이후 가동률과 매출이 실제 숫자로 확인되기 시작하면 사업의 정당성과 수익성에 대한 할인 요인은 빠르게 축소될 수 있다.

관련 종목에 대해서는 모두 긍정적인 투자 관점을 제시한다. 기존 최선호주로 제시해온 삼성에스디에스와 NHN은 여전히 최선호주로 유지한다. 두 기업은 GPUaaS와 AI 인프라 사업의 실적 기여가 가장 빠르게 가시화될 수 있다는 점에서 우선순위가 높다.

NAVER 역시 AI 팩토리의 초기 수익화와 향후 앵커 테넌트 공개 가능성을 감안하면 현 구간은 비중을 확대할 수 있는 시점으로 판단한다. LG씨엔에스는 DBO 수주 확대와 운영 매출 전환이 본격화되며 성장성이 확인될 가능성이 높아 관심종목으로 제시한다. 결국 종목별 사업모델은 다르지만, 내년을 앞두고 AI 인프라 투자가 실적으로 전환된다는 공통된 방향성에 주목할 필요가 있다.

[표6] 인터넷/SW 업종 커버리지

기업명	투자의견	목표주가(원)	시가총액 (십억원)	2026F		2027F		2026F P/E(배)	2027F P/E(배)
				매출액성장률 (%)	영업이익성장률 (%)	매출액성장률 (%)	영업이익성장률 (%)		
NAVER	Buy(유지)	300,000(유지)	329.2	15.0	0.7	10.4	16.7	15.6	13.4
NHN	Buy(유지)	87,000(상향)	23.0	20.6	56.6	11.6	28.0	18.4	14.5
삼성에스디에스	Buy(유지)	300,000(상향)	181.0	3.5	-12.9	4.8	29.6	25.0	19.0
LG 씨엔에스	Buy(유지)	100,000(상향)	72.1	6.7	7.4	9.2	19.3	14.3	12.4

주: 8월 27일 종가 기준

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

>> NAVER

기존 자체 AI 수요 지원
사업에서 외부 판매
수익사업으로 확장 중

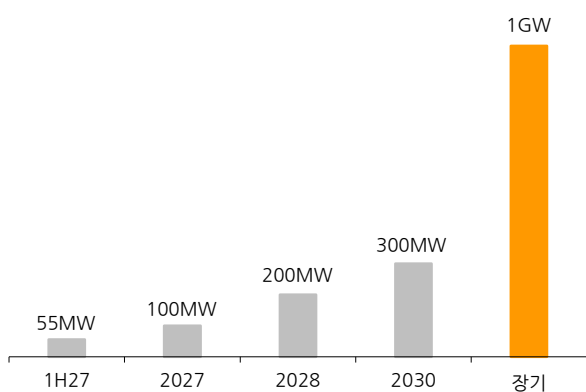
초기에는 임차를 통해
시장 진입,
이후 자체 인프라 비중
확대 예상

NAVER의 AI 인프라 사업은 기존 자체 AI 수요를 지원하는 데이터센터에서 글로벌 고객에게 인프라를 판매하는 수익사업으로 확장되고 있다. 동사는 2026년 6월 NVIDIA와 GW급 AI 팩토리 구축 계획을 발표한 데 이어, 7월에는 Brookfield까지 파트너로 참여시키며 투자 규모와 실행 계획을 구체화했다. 초기 NVIDIA DSX AI Factory는 2027년 상반기 55MW로 가동을 시작하고, 2027년 말 100MW, 2028년 200MW까지 확대한다. 장기적으로는 1GW 이상의 글로벌 AI 인프라 구축을 목표로 한다.

초기 200MW까지는 속도가 우선된다. 회사는 신규 데이터센터를 모두 직접 건설하기보다 외부 임대 상면을 적극 활용할 계획이며, 2028년까지 필요한 200MW 상면의 대부분을 이미 확보했다고 밝혔다. 이후 1GW 단계에서는 각 세종 추가 증설과 그린필드 자체 구축을 병행한다. 즉 초기에는 임차를 통해 시장 진입 시점을 앞당기고, 수요가 확인된 이후 자체 인프라 비중을 확대하는 방식이다.

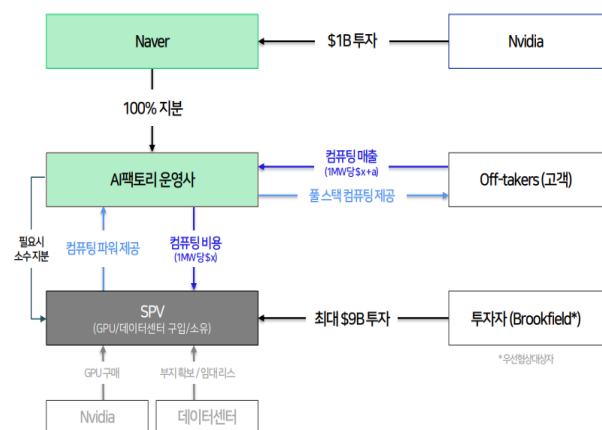
자금조달 구조도 투자 부담을 낮추는 방향으로 설계된다. 200MW 프로젝트에는 총 100억달러 규모의 자금조달 계획이 제시됐으며, NVIDIA가 NAVER에 10억달러 규모의 지분투자를 추진하고 Brookfield가 최대 90억달러의 인프라 금융을 제공하는 구조를 협의하고 있다. NAVER가 모든 GPU와 인프라 CAPEX를 자체 재무제표로 부담하는 방식이 아니라 외부 자본을 활용해 사업 규모를 빠르게 키우는 구조다. 이와 별도로 정부도 각 세종 증설과 GPU 도입에 총사업비 9,221억원 가운데 4,000억원을 3%대 정책금융으로 지원하고 있어 자본비용 측면의 부담도 낮아진다.

[그림13] NAVER AI 팩토리 인프라 확장 로드맵



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] NAVER AI 팩토리 1 단계 사업구조



자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

200MW까지는 국내·미국
고객을 중심,
그 후 글로벌 고객 예상

단기적으로는 수요처가 핵심이다. 동사는 NVIDIA 생태계와 기존 기업·공공 고객을 활용해 초기 가동 용량에 대해 글로벌 대형 고객을 포함한 고객을 이미 선제적으로 확보했다고 밝혔다. 1GW 단계에서는 국내 수요만으로는 한계가 있는 만큼 중동에서 데이터 센터·클라우드 사업을 구체적으로 협의하고 있으며 남미에서도 초기 논의를 진행하고 있다. 결국 200MW까지는 국내·미국 고객을 중심으로 가동률을 확보하고, 이후 1GW 확대의 성패는 해외 소버린 AI와 글로벌 AI Lab 수요 확보에 달려 있다고 판단한다.

AI 팩토리 매출
2027년 약 1조원,
2028년 2.4조원,
2029년 3.6조원 전망

AI 팩토리 매출은 연평균 가동 Capacity에 가동률과 MW당 매출을 적용해 추정했다. 초기 앵커 고객 확보를 감안해 평균 가동률은 2027년 75%에서 2029년 95%까지 상승한다고 가정했으며, MW당 매출은 회사가 제시한 1GW 기준 20조원 수준보다 보수적인 190억원을 적용했다. 이에 따라 AI 팩토리 매출은 2027년 약 1.0조원, 2028년 2.4조원, 2029년 3.6조원으로 확대될 전망이다.

단기적으로는 주요 테넌트
계약 공개가 AI 팩토리
사업의 가치평가를 높이는
핵심 변수

단기적으로는 주요 앵커 테넌트 계약 공개가 장기 1GW 증설 계획의 현실성과 AI 팩토리 사업의 가치평가를 높이는 핵심 변수가 될 전망이다. 앵커 테넌트와 계약 규모, 자금 조달 구조가 구체화되는 시점에 AI 팩토리의 사업가치를 반영해 적정주가를 재산정할 예정이다.

[표7] 네이버 AI 팩토리 사업 실적 추정

	2027E	2028E	2029E	증장기 ~1GW
연말 Capacity	100MW	200MW	200MW	1,000MW
연평균 Capacity	70MW	150MW	200MW	1,000MW
평균 가동률	75%	85%	95%	95~100%
실질 가동 Capacity	53MW	128MW	190MW	950~1,000MW
AI 팩토리 매출	약 1.0조원	약 2.4조원	약 3.6조원	약 18~19조원
OPM 가정	5~8%	12~15%	18~20%	20%+
AI 팩토리 영업이익	500~800억원	3~4천억원	6~7천억원	3.6~3.8조원+

자료: 한화투자증권 리서치센터

>> NHN

NHN의 인프라는 내년까지
현재 대비 두 배 가까이
확대 예상

NHN의 AI 인프라 사업은 현재 약 38MW에서 2027년 하반기 68MW로 확대될 전망이다. 판교·광주·양평을 중심으로 현재 38MW의 인프라를 운영하고 있으며, 이 가운데 약 22MW가 매출을 발생시키는 것으로 추정한다. 2027년 하반기에는 20MW 외부 임차와 10MW 자체 구축을 통해 30MW를 추가 확보할 계획으로, 전체 AI 인프라 용량은 현재 대비 약 80% 증가하게 된다.

신규 증설 리전은
정부 수요 일부에 더해 상업
수요 비중이 확대될 가능성

기존 인프라와 신규 증설의 수요 성격은 다소 달라질 것으로 본다. 양평을 중심으로 한 기존 GPU 인프라는 정부 AI 컴퓨팅 지원사업 물량이 상당 부분을 채우면서 초기 가동률을 확보했다. 반면 신규 30MW는 정부 수요 일부에 더해 일반기업 GPUaaS와 해외 고객 중심의 상업 수요 비중이 확대될 가능성이 높다. 동사 역시 잔여 GPU의 장기계약과 해외 고객 확보를 주요 수요처로 언급하고 있어, 향후 실적의 핵심 변수는 정부 발주 규모보다 신규 인프라의 상업적 가동률이 될 것이다.

자회사가 있는 일본이
현실적인 해외 수요처가
될 수도 있어

일본이 가장 현실적인 해외 수요처가 될 수 있다고 본다. 일본 자회사 NHN Techorus는 기존 Cloud·MSP 사업에서 여러 레퍼런스를 축적하고 있으며, 최근에는 Anthropic 공식 리셀러 자격도 확보했다. 따라서 신규 고객을 처음부터 확보하기보다 기존 일본 Enterprise 고객이 생성형 AI를 도입하면서 발생하는 학습·파인튜닝·추론 수요를 동사의 GPUaaS로 전환하는 전략도 가능할 것으로 예상된다. 즉, 글로벌 AI Lab의 초대형 Anchor 계약보다는 다수의 일본 Enterprise·AI 고객을 누적해 가동률을 높이는 형태가 동사에 보다 현실적인 해외 확장 방식이라고 판단한다.

[표8] NHN 클라우드 IDC Capa 현황 및 계획(가정)

구분	센터/리전	주요 용도	GPU (추정)	MW 캐파	가동	비고
판교	NHN Cloud Center	기존 클라우드 리전 + 민간 GPUaaS	약 500~1,000장	12M	가동 중	크래프톤향 Blackwell Ultra 1,000장+ 기준. MW는 8개 서버룸 x 3,500RU x 8.8kW/rack ÷ 42U로 추정
광주	국가AI 데이터센터	공공 AI 컴퓨팅 + GPU 서비스	약 1,500장	6MW	가동 중	공공/국가 AI 사업 성격. A100/H100/T4/TPU 등 구성 보도 기준
양평	양평 AI 데이터센터 Factory X Seoul	B200 GPUaaS, 정부·민간AI인프라	7,656장	20MW	가동 중	6,120장은 정부 AI 사업, 1,536장은 NHN 자체·민간 장기계약 대상
합계(현재)	판교+광주+양평		약 10,000여 장	38MW	가동 중	38MW 중 22MW만 매출발생
추가 30MW 증설 계획	신규	차세대 GPUaaS / B300+ 대응	약 8,000~9,000장	+30MW	계획	20MW 외부 임차 + 10MW 자체 구축 2027년 하반기 목표 GPU 수는 양평 밀도 7,656장/20W 적용
증설 후 합계			약 18,000~19,000장+	68MW		

자료: NHN클라우드, 한화투자증권 리서치센터

추가 30MW에 대한 실적 기여는 2027년보다 2028년부터 본격화될 전망이다. 신규 30MW가 2027년 하반기에 가동되는 만큼 첫해에는 매출 기여기간이 짧고 초기 가동률도 낮을 가능성이 높다. 반면 GPU 감가상각과 데이터센터 임차료, 전력·운영비 등 비용은 가동과 동시에 발생한다. 이에 따라 신규 인프라 사업은 내년 초기 램프업 과정에서 소폭의 영업손실이 발생할 가능성이 있다고 본다.

하지만 2028년부터는 30MW 증설분이 연간 실적에 온기로 반영되고 장기계약 고객과 GPUaaS 이용량이 늘면서 매출 증가가 고정비 부담을 상회하기 시작한다. 기존 정부형 물량은 상대적으로 안정적인 매출 기반을 제공하고, 신규 상업용 물량의 가동률 상승이 추가 이익을 결정하는 구조가 된다.

결국 동사 인프라 사업의 투자포인트는 단순한 38MW→68MW 증설 자체보다 추가 30MW를 얼마나 빠르게 유료 고객으로 채우는가에 있다고 본다. 기존 정부 수요가 사업의 하방을 지지하는 가운데 일본을 포함한 해외 Enterprise와 국내 일반기업의 GPUaaS 수요가 신규 용량을 채울 경우, 2028년 이후 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

[표9] NHN 클라우드 신규 증설 30MW에 대한 실적 추정

	2027E	2028E	2029E	비고
가동 개월수	6개월	12개월	12개월	2027년 하반기(20MW 임차+10MW 자체) 가동 개시 가정
GPU 대수(전체)	10,000대	10,000대	10,000대	정부40% : 상업60% 혼합 가정
└ 정부형 물량	4,000대	4,000대	4,000대	회사가 발명한 '글로벌 타겟' 기조 반영
└ 상업형 물량	6,000대	6,000대	6,000대	신규 정부발주보다 상업 비중이 높다는 전제
가동률(정부형)	70%	92%	92%	확정계약, 단가 낮지만 가동률 안정
가동률(상업형)	30%	50%	60%	단가 높지만 초기 영업-경쟁 리스크로 가동률 보수적
매출-정부형	515억	1,354억	1,354억	단가 4,200원/GPU
매출-상업형	568억	1,892억	2,271억	단가 7,200원/GPU
매출 합계	1,083억	3,246억	3,625억	
GPU 감가상각비	587억	1,175억	1,175억	4년 정액, 2027년은 반기 상각
자체DC 건물상각	15억	30억	30억	600억(10MW×60억/MW), 20년 정액
임차료(20MW)	240억	480억	480억	20만원/kW/월
전력비	157억	315억	315억	150원/kWh, 부하율 80%
기타 운영비	162억	487억	544억	매출의 15%(인건비·유지보수 등)
비용 합계	1,161억	2,487억	2,544억	
영업이익	-24억	759억	1,081억	신규 30MW 증분 기준(기존 사업 제외)
영업이익률	-2%	23%	30%	

자료: NHN클라우드, 한화투자증권 리서치센터 추정

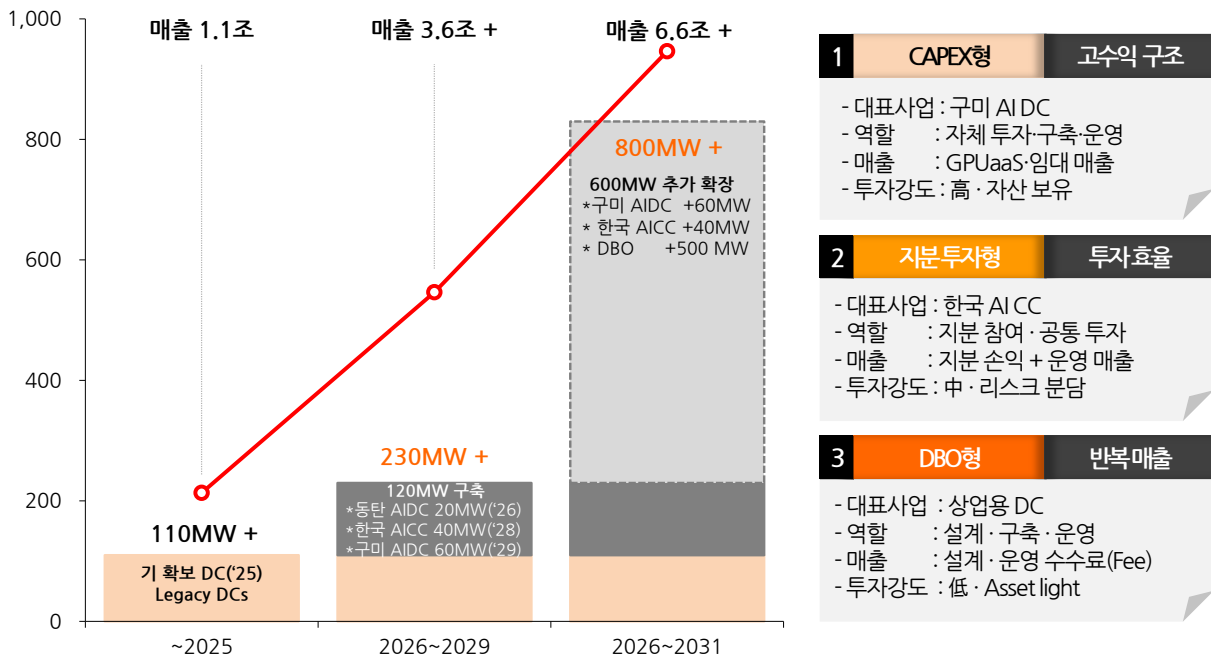
>> 삼성에스디에스

2031년까지 800MW 이상
확대 계획

삼성에스디에스는 기존 클라우드 사업을 넘어 AI 데이터센터를 중장기 성장축으로 확대하고 있다. 최근 동사가 제시한 로드맵은 현재 110MW 수준의 AI 인프라를 2029년 230MW, 2031년 800MW 이상으로 확대하는 것이다. 확대 방식도 과거처럼 데이터센터를 직접 짓는 방식에 한정되지 않고, CAPEX형, 지분투자형, DBO형을 동시에 추진한다. 특히 DBO는 자산을 직접 소유하지 않고도 구축 및 운영 매출을 확보할 수 있어 800MW 확대 과정에서 자본 부담을 낮추는 역할을 한다. 회사는 이미 1분기 첫 DBO 수주를 확보했으며 2분기에도 추가 사업을 구체화하고 있다.

중요한 점은 인프라 증설 이전부터 수익화가 시작되고 있다는 점이다. 2025년 동사의 클라우드 매출은 2,68조원으로 전년 대비 15.4% 증가했고, 2026년 2분기에는 7,794억원으로 전년 대비 17% 성장했다. 특히 CSP 매출은 3,281억원으로 24% 증가했으며, 금융·공공·조선 등 대외 클라우드 매출은 75% 증가했다. 지난 3월 도입한 B300 GPU 역시 도입 직후 수요가 빠르게 늘어 잔여 물량이 제한적이며 회사는 3분기부터 풀가동될 것으로 예상한다. 7월부터는 국가 AI 연구용 GPU 공급사업도 시작돼 B300·H100을 2027년 3월까지 학계와 연구기관에 공급하는 실적이 반영될 것으로 추정한다.

[그림15] 삼성에스디에스 AI 인프라 사업 확대 로드맵



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

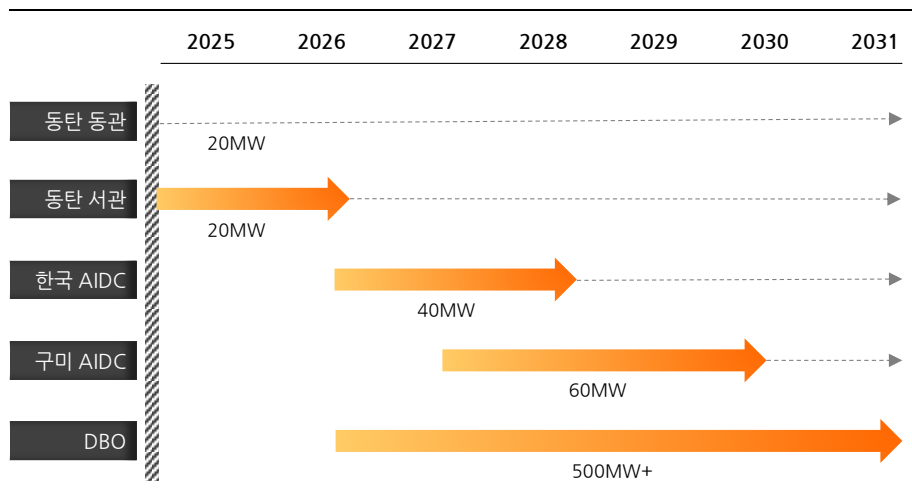
GPUaaS 가동률 상승과
DBO 사업 확대가 동시에
나타날 것

이익은 초기에는 매출보다 완만하게 증가할 가능성이 높다. 직접 투자형 데이터센터와 GPU는 가동 초기 감가상각 부담이 발생하기 때문이다. 실제 2026년 2분기 IT서비스 영업이익률은 11.5%로 전년 대비 0.6%p 낮았으며 회사 역시 대외 사업 확대를 위한 선제적 투자를 원인으로 설명했다. 다만 B300 가동률 상승과 공공·금융 매출 확대를 통해 하반기에는 전년 수준의 수익성을 회복할 것으로 전망한다. 향후에는 직접투자형 GPUaaS의 가동률 상승과 함께 자본투입이 적은 DBO 매출 비중이 확대되면서 IT서비스 영업이익률은 12% 이상 수준으로 영업레버리지가 나타날 가능성이 높다.

투자여력도 충분하다. 삼성SDS는 2031년까지 총 10조원을 투자하며 이 가운데 5조원을 AI 데이터센터와 AI 인프라에 배정할 계획이다. 2026년 2분기 말 현금성 자산은 약 7.6조원이고 차입금은 없는 상태이며, KKR과의 협력을 통해 1.2조원의 신규 자금도 확보했다. 따라서 단기적으로 CAPEX가 증가하더라도 재무구조 훼손 가능성은 제한적이라고 판단한다.

동사 실적의 핵심은 2026~2027년 GPUaaS 가동률 상승에서 시작되고, 2028~2029년 신규 데이터센터 가동을 계기로 성장 폭이 한 단계 확대될 전망이다. 기존에는 클라우드가 IT서비스 사업의 성장률을 높이는 역할에 그쳤다면, 향후에는 GPUaaS·AI 데이터센터·DBO가 동시에 확대되면서 클라우드 자체의 시장규모와 수익원이 함께 커진다. 특히 직접투자형 인프라와 자본효율적인 DBO를 병행한다는 점에서 AI 데이터센터 투자 확대가 단순한 CAPEX 증가에 그치지 않고 중장기 매출과 이익 성장으로 연결될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림16] 삼성에스디에스 AI 인프라 증설 계획



자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

>> LG 씨엔에스

직접 투자에 따른 리스크를 줄이는 DBO 사업에 집중

LG씨엔에스는 직접 GPU 투자에 따른 가동률과 감가상각 위험은 상대적으로 작은 DBO 사업에 집중 중이다. 단기적으로는 DBO 수주잔고가 실적 가시성을 높이고, 중장기적으로는 데이터센터 운영·MSP까지 반복 매출이 누적되는 구조가 된다. NAVER와 NHN이 가동률 상승에서 높은 이익 레버리지를 기대한다면, 동사는 AI 데이터센터 CAPEX 확대 자체가 수주로 연결되고 이후 운영 매출까지 누적되는 자본효율형 사업 모델이 핵심 경쟁력이라고 볼 수 있다.

삼성 AI DC 중심으로 약 1조 원 이상의 DBO 사업 수주

올해 상반기에는 삼성 AI 데이터센터에를 중심으로 약 1조원 이상의 대형 데이터센터 DBO 사업을 신규 수주했다. 기존 죽전 데이터센터에서도 NAVER Cloud와 대규모 코로케이션 계약을 체결하면서 구축 이후 운영 매출까지 연결되고 있다. DBO 사업은 건설 단계에서 일회성 매출이 발생한 뒤 데이터센터 운영, 코로케이션, Cloud·MSP로 반복 매출이 이어지는 구조이기 때문에 최근 수주는 2026~2027년 구축 매출뿐 아니라 이후 운영 매출의 기반까지 확보했다는 점에서 의미가 있다.

기존 상암·부산·가산 등은 자체 자산에서 안정적인 운영·클라우드 매출을 만드는 기반이고, 죽전·삼성의 DBO 사업은 고객의 CAPEX를 기반으로 설계·구축 매출을 먼저 확보한 뒤 운영 매출까지 이어지는 성장사업이다. 특히 삼성 약 80MW, 죽전 약 100MW, 부산 AI Box 60MW와 해외 프로젝트를 감안하면 최근 신규 사업의 규모가 과거 자체 센터를 빠르게 상회하고 있어, 중장기 실적 성장 모멘텀을 강화할 전망이다.

[표10] LG 씨엔에스 주요 데이터센터 및 DBO 리전

구분	센터 / 지역	규모 추정	특징
자체 운영	상암 IT센터	18MW	금융 특화 프리미엄 센터
자체 운영	부산 글로벌 클라우드센터	40MW	클라우드 전용 거점, AI Box 캠퍼스 추가 예정
자체 운영	가산	20MW	고객 맞춤형 모듈형 센터
기존 거점	인천	7MW	자체 보유 운영
위탁운영	하남	40MW	외부 자산을 LG CNS가 운영, 대형 상업용 DC 레퍼런스
DBO	죽전	100MW	퍼시픽자산운용 발주, 하이퍼스케일급
DBO	삼성	80MW	약 1조원+ 수주, NAVER Cloud 입주 등
AI 신규 확장	부산 AI Box Campus	60MW	AI Box 50개 × 1.2MW, 단계적 구축 예정
해외 구축	자카르타 KMG	30MW → 220MW 계획	1단계 약 1,000억원, 2026년 말 완공 목표
해외 운영	미국·유럽·중국 등	비공개	글로벌 네트워크·클라우드 지원

자료: LG씨엔에스, 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.

인터넷/SW (Positive)

누가 이 GPU를 다 쓸까

: 국내 AI DC의 수요와 수익화 전략



V.

기업분석

1. NAVER (035420)
2. NHN (181710)
3. 삼성에스디에스 (018260)
4. LG씨엔에스 (064400)

NAVER (035420)

AI DC가 열어줄 멀티플 상방

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

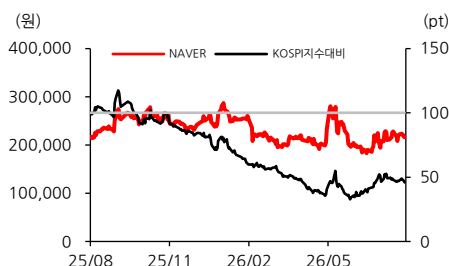
현재 주가(8/27)	216,500원
상승여력	▲ 38.6%
시가총액	329,246억원
발행주식수	152,076천주
52 주 최고가 / 최저가	287,000 / 183,200원
90 일 일평균 거래대금	4,886.57억원
외국인 지분율	36.1%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	8.5%
BlackRockFundAdvisors (외	7.3%
이해진 (외 1 인)	4.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.8	8.9	-14.9	-0.7
상대수익률(KOSPI)	-6.1	24.9	-25.6	-117.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	10,738	12,035	13,843	15,280
영업이익	1,979	2,208	2,223	2,595
EBITDA	2,653	2,953	3,159	3,518
지배주주순이익	1,923	1,953	2,048	2,379
EPS	12,139	13,256	13,896	16,145
순차입금	-2,745	-3,786	-4,591	-7,162
PER	17.8	16.3	15.6	13.4
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.4	9.9	9.0	7.3
배당수익률	0.5	0.5	0.5	0.5
ROE	7.9	7.4	7.2	7.9

주가 추이



동사의 하반기 실적 추정치 상향 가능성은 제한적이기에 실적 모멘텀 플레이를 기대하기는 어렵습니다. AI DC 및 클라우드, 디지털 자산 등 신규 사업 진행에 대한 성과들이 순차적으로 공개되기를 기대합니다. 동사에 대한 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지합니다.

인프라 확장 계획, 초기 수요처가 공개되며 가시성 확인될 것

동사의 AI 인프라 사업은 기존 자체 AI 수요를 지원하는 데이터센터에서 글로벌 고객에게 AI Compute를 판매하는 독립적인 수익사업으로 확장되고 있다. 내년 상반기 55MW로 가동을 시작해, 2027년 말 100MW, 2028년 200MW, 장기적으로는 1GW 이상의 글로벌 AI 인프라 구축을 목표로 한다. 회사는 2028년까지 필요한 200MW 상면의 대부분을 이미 확보했다고 밝혔다. 이후 1GW 단계에서는 각 세종 추가 증설과 그린필드 자체 구축을 병행한다. 즉 초기에는 임차를 통해 시장 진입 시점을 앞당기고, 수요가 확인된 이후 자체 인프라 비중을 확대하는 방식이다.

중장기 중동 및 남미 고객까지 확대 예상

단기적으로는 수요처가 핵심이다. 동사는 NVIDIA 생태계와 기존 기업·공공 고객을 활용해 초기 가동 용량에 대해 글로벌 대형 고객을 포함한 고객을 이미 선제적으로 확보했다고 밝혔다. 1GW 단계에서는 국내 수요만으로는 한계가 있는 만큼 중동에서 데이터센터·클라우드 사업을 구체적으로 협의하고 있으며 남미에서도 초기 논의를 진행하고 있다. 결국 200MW까지는 국내·미국 고객을 중심으로 가동률을 확보하고, 이후 1GW 확대의 성패는 해외 소버린 AI와 글로벌 AI Lab 수요 확보에 달려 있다고 판단한다.

투자의견 BUY 및 목표주가 30만 원 유지

동사에 대한 투자의견 및 목표주가를 그대로 유지한다. 하반기 실적 추정치 상향 가능성은 제한적이기에 실적 모멘텀 플레이를 기대하기는 어렵다. AI DC 및 클라우드, 디지털 자산 등 신규 사업 진행에 대한 성과들이 순차적으로 공개되기를 기대한다. 단기적으로는 주요 앵커 테넌트 계약 공개가 장기 1GW 증설 계획의 현실성과 AI 팩토리 사업의 가치평가를 높이는 핵심 변수가 될 전망이다.



[표11] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,553	3,660	10,738	12,035	13,843	15,280
YoY(%)	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	16.2	13.2	14.5	11.0	12.1	15.0	10.4
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	1,979	2,058	6,137	6,965	7,779	8,593
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,496	1,557	4,989	5,436	5,895	6,385
서비스	328	347	419	435	445	455	483	501	1,148	1,529	1,884	2,208
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	471	499	523	1,487	1,668	1,952	2,305
글로벌 도전	795	816	894	896	942	1,016	1,075	1,079	3,113	3,402	4,112	4,382
C2C	223	228	251	286	351	398	409	414	826	987	1,572	1,655
콘텐츠	446	462	498	445	440	464	504	476	1,776	1,851	1,884	1,982
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	163	189	511	564	656	745
YoY(%)성장률												
네이버 플랫폼	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	12.3	9.0	11.2		13.5	11.7	10.5
광고	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	7.5	7.0	10.0		9.0	8.4	8.3
서비스	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	31.3	15.5	15.1		33.1	23.3	17.2
파이낸셜 플랫폼	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	16.0	16.7	16.5		12.2	17.0	18.1
글로벌 도전	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	24.4	20.3	20.4		9.3	20.9	6.6
C2C	4.2	11.6	28.9	33.5	57.7	74.9	63.0	45.0		19.4	59.3	5.3
콘텐츠	0.7	10.6	7.9	(1.9)	(1.4)	0.5	1.1	7.0		4.2	1.8	5.2
엔터프라이즈	12.9	6.6	5.3	16.5	18.8	21.3	12.2	13.9		10.4	16.2	13.6
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,868	2,986	3,065	8,758	9,827	11,619	12,685
YoY(%)	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	19.8	16.3	18.6	7.0	12.2	18.2	9.2
개발/운영비용	671	683	733	744	749	787	799	809	2,610	2,831	3,144	3,489
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,257	1,320	1,359	3,844	4,265	5,124	5,585
인프라	189	198	219	205	251	220	231	243	705	811	944	1,185
마케팅	430	482	502	506	512	605	637	654	1,599	1,920	2,408	2,426
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	520.3	566.8	594.5	1,979	2,208	2,223	2,595
YoY(%)	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	(0.2)	(0.7)	(2.6)	32.9	11.6	0.7	16.7
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	15.4	16.0	16.2	18.4	18.3	16.1	17.0
당기순이익	423.7	497.4	734.7	163.0	291.0	704.3	485.3	561.7	1,932	1,819	2,053	2,379
당기순이익률(%)	15.2	17.1	23.4	5.1	9.0	20.8	13.7	15.3	18.0	15.1	14.8	15.6

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	12,035	13,843	15,280
매출총이익	9,671	10,738	12,035	13,843	15,280
영업이익	1,489	1,979	2,208	2,223	2,595
EBITDA	2,071	2,653	2,953	3,159	3,518
순이자손익	10	89	138	238	249
외화관련손익	62	38	61	0	0
지분법손익	244	565	453	-132	0
세전계속사업손익	1,481	2,322	2,420	2,512	2,859
당기순이익	985	1,932	1,819	2,053	2,379
지배주주순이익	1,012	1,923	1,953	2,048	2,379
증가율(%)					
매출액	17.6	11.0	12.1	15.0	10.4
영업이익	14.1	32.9	11.6	0.7	16.7
EBITDA	11.0	28.1	11.3	7.0	11.4
순이익	46.3	96.1	-5.9	12.9	15.9
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.4	18.4	18.3	16.1	17.0
EBITDA 이익률	21.4	24.7	24.5	22.8	23.0
세전이익률	15.3	21.6	20.1	18.1	18.7
순이익률	10.2	18.0	15.1	14.8	15.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	2,002	2,590	3,096	2,440	3,746
당기순이익	985	1,932	1,819	2,053	2,379
자산상각비	582	674	745	936	924
운전자본증감	361	152	462	1,749	350
매출채권 감소(증가)	43	-3	-14	-66	-313
재고자산 감소(증가)	-2	-13	1	3	-5
매입채무 증가(감소)	347	-251	-12	1,699	512
투자현금흐름	-950	-1,340	-744	-946	-1,093
유형자산처분(취득)	-633	-522	-1,220	-950	-788
무형자산 감소(증가)	-51	-24	-84	-133	-136
투자자산 감소(증가)	482	-1,678	57	245	-85
재무현금흐름	-110	-770	-524	326	-166
차입금의 증가(감소)	-180	-636	-407	475	0
자본의 증가(감소)	-34	-512	-121	-149	-166
배당금의 지급	-62	-119	-168	-166	-166
총현금흐름	2,311	2,935	3,181	691	3,396
(-)운전자본증감(감소)	-854	-520	-352	-1,991	-350
(-)설비투자	641	554	1,235	964	788
(+)자산매각	-44	8	-70	-119	-136
Free Cash Flow	2,481	2,909	2,228	1,598	2,822
(-)기타투자	1,240	-516	-613	350	84
잉여현금	1,241	3,425	2,841	1,249	2,738
NOPLAT	990	1,647	1,659	1,818	2,159
(+) Dep	582	674	745	936	924
(-)운전자본투자	-854	-520	-352	-1,991	-350
(-)Capex	641	554	1,235	964	788
OpFCF	1,785	2,286	1,522	3,780	2,644

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	10,928	12,831	15,756
현금성자산	4,403	7,123	8,394	9,901	12,473
매출채권	1,706	1,588	1,617	2,011	2,324
재고자산	15	22	20	30	34
비유동자산	28,710	28,793	30,156	33,667	33,752
투자자산	22,523	22,226	23,127	25,330	25,414
유형자산	2,742	2,910	3,608	3,741	3,688
무형자산	3,446	3,657	3,421	4,596	4,650
자산총계	35,738	38,168	41,084	46,498	49,507
유동부채	6,306	6,092	8,019	11,203	11,907
매입채무	3,873	3,866	4,238	3,292	3,804
유동성이자부채	1,465	1,105	2,397	3,195	3,195
비유동부채	5,194	5,075	4,113	4,687	4,781
비유동이자부채	3,417	3,273	2,211	2,115	2,115
부채총계	11,500	11,167	12,131	15,890	16,688
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,586	1,604	1,604
이익잉여금	24,544	25,965	27,626	29,280	31,492
자본조정	-2,597	-1,944	-1,647	-1,758	-1,758
자기주식	-853	-876	-670	-670	-670
자본총계	24,238	27,001	28,953	30,608	32,820

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	6,233	12,139	13,256	13,896	16,145
BPS	142,887	160,694	175,846	185,795	199,899
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
CFPS	14,232	18,524	20,278	4,408	21,653
ROA(%)	2.9	5.2	4.9	4.7	5.0
ROE(%)	4.4	7.9	7.4	7.2	7.9
ROIC(%)	35.1	46.8	44.2	53.8	83.9
Multiples(x, %)					
PER	34.7	17.8	16.3	15.6	13.4
PBR	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
PSR	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2
PCR	15.2	11.7	10.7	49.1	10.0
EV/EBITDA	16.1	11.4	9.9	9.0	7.3
배당수익률	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	47.4	41.4	41.9	51.9	50.8
Net debt/Equity	2.0	-10.2	-13.1	-15.0	-21.8
Net debt/EBITDA	23.2	-103.5	-128.2	-145.3	-203.6
유동비율	111.5	153.9	136.3	114.5	132.3
이자보상배율(배)	11.7	18.9	20.3	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	11.6	10.7	11.3	7.2	5.9
현금+투자자산	88.4	89.3	88.7	92.8	94.1
자본구조(%)					
차입금	16.8	14.0	13.7	14.8	13.9
자기자본	83.2	86.0	86.3	85.2	86.1

NHN (181710)

기술 사업 가치 재평가, 하반기에 더욱 명확해질 것



▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 87,000원

현재 주가(8/27)	70,100 원
상승여력	▲ 24.1%
시가총액	22,960 억원
발행주식수	32,753 천주
52 주 최고가 / 최저가	75,200 / 24,800 원
90 일 일평균 거래대금	131.65 억원
외국인 지분율	12.3%

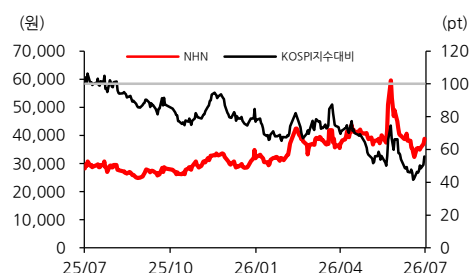
주주 구성	
이준호 (외 17 인)	56.7%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%
자사주 (외 1 인)	7.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	74.8	87.2	85.0	166.0
상대수익률(KOSPI)	72.5	103.2	74.3	49.2

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,456	2,516	3,035	3,387
영업이익	-33	132	207	266
EBITDA	72	236	337	437
순이익	-133	32	120	152
EPS(원)	-4,073	1,018	3,812	4,834
순차입금	-410	-1,401	-1,050	-936
PER	-17.2	68.9	18.4	14.5
PBR	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	26.2	3.8	3.7	3.1
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	-8.6	2.2	7.9	9.3

주가 추이



단기간에 가파르게 상승한 주가는 그동안 충분히 반영되지 않았던 클라우드 사업의 가치가 재평가되며 할인 폭이 축소되는 과정으로 판단합니다. 하반기에도 분기별 실적을 통해 수익성이 확인될 경우 기술사업부를 별도로 평가할 근거는 더욱 명확해질 전망입니다. 이에 동사 목표주가를 8만 7천원으로 높여 제시합니다.

신규 30MW는 정부 수요 일부에 더해 상업 수요 비중 클 것

동사는 판교·광주·양평을 중심으로 현재 38MW의 인프라를 운영하고 있으며, 이 가운데 약 22MW가 매출을 발생시키는 것으로 추정한다. 내년 하반기에는 20MW 외부 임차와 10MW 자체 구축을 통해 30MW를 추가 확보할 계획이며 기존 인프라와 신규 증설의 수요 성격은 다소 달라질 것으로 본다. 양평을 중심으로 한 기존 GPU 인프라는 정부 AI 컴퓨팅 지원사업 물량이 상당 부분을 채우면서 초기 가동률을 확보했다. 반면 신규 30MW는 정부 수요 일부에 더해 일반기업 GPUaaS와 해외 고객 중심의 상업 수요 비중이 확대될 가능성이 높다.

신규 물량 본격 실적 기여는 2028년부터 예상

추가 30MW에 대한 실적 기여는 2027년보다 2028년부터 본격화될 전망이다. 기존 정부형 물량은 상대적으로 안정적인 매출 기반을 제공하고, 신규 상업용 물량의 가동률 상승이 추가 이익을 결정하는 구조가 될 것이다. 결국 동사 인프라 사업의 투자포인트는 단순한 38MW → 68MW 증설 자체보다 추가 30MW를 얼마나 빠르게 유료 고객으로 채우는가에 있다고 본다. 기존 정부 수요가 사업의 하방을 지지하는 가운데 일본을 포함한 해외 Enterprise와 국내 일반기업의 GPUaaS 수요가 신규 용량을 채울 경우, 2028년 이후 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타날 가능성이 높다고 판단한다.

목표주가 8만 7천 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 8만 7천 원으로 상향한다. 게임사업 가치 1.2조, 결제사업 가치 0.3조, 기술사업 가치 1.3조 원을 반영해 산정했다. 단기 주가 상승폭은 다소 가파르지만, 이는 그동안 주가에 충분히 반영되지 않았던 클라우드 사업의 가치가 재평가되며 할인 폭이 축소되는 과정이다. 하반기에도 분기별 실적을 통해 수익성이 확인될 경우 기술사업부를 별도로 평가할 근거는 더욱 명확해질 것으로 전망한다.

[표12] NHN의 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	600.1	604.9	625.6	685.6	671.4	757.9	786.1	819.7	2,456.1	2,516.2	3,035.1	3,386.6
YoY(%)	(0.7)	0.9	2.8	6.5	11.9	25.3	25.7	19.6	8.2	2.4	20.6	11.6
게임매출	119.6	114.9	118.3	126.1	127.8	139.6	130.3	127.2	459.8	478.9	524.8	541.1
PC	45.3	43.3	41.7	42.4	48.0	49.1	49.9	47.9	173.0	172.6	194.9	207.0
모바일	74.3	71.7	76.6	83.8	79.8	90.5	80.4	79.3	286.9	306.3	329.9	334.1
결제	290.3	309.4	327.3	345.6	354.6	394.0	401.2	407.8	1,146.0	1,266.3	1,557.6	1,728.9
기술	105.6	104.5	111.8	139.1	125.7	159.8	169.5	175.7	414.0	460.4	630.7	750.5
영업비용	572.5	583.0	598.0	630.4	645.1	700.0	728.2	754.3	2,488.7	2,383.8	2,827.7	3,121.0
YoY(%)	(0.8)	2.1	(17.2)	1.9	12.7	20.1	21.8	19.6	(4.4)	(0.6)	6.8	8.5
인건비	113.8	108.1	107.9	106.2	114.1	116.0	117.3	118.3	438.7	435.9	465.7	505.3
지급수수료	395.5	410.1	420.8	454.3	456.2	507.3	525.9	548.4	1,647.1	1,680.7	2,037.8	2,241.9
광고선전비	18.2	21.0	23.7	23.9	23.6	17.5	25.8	27.0	67.1	86.8	93.9	111.4
영업이익	27.6	21.9	27.6	55.2	26.3	57.9	57.8	65.4	(32.6)	132.4	207.4	265.6
YoY(%)	1.3	(23.0)	흑전	120.9	(5.0)	164.2	109.3	18.5	(158.7)	흑전	56.6	28.0
영업이익률(%)	4.6	3.6	4.4	8.1	3.9	7.6	7.4	8.0	(1.3)	5.3	6.8	7.8
당기순이익	(0.2)	11.2	18.0	22.9	31.1	29.1	33.8	24.5	(192.6)	51.9	120.2	152.4
YoY(%)	적지	142.6	(44.4)	흑전	흑전	158.8	87.7	7.1	적지	흑전	131.5	26.8
순이익률(%)	(0.0)	1.9	2.9	3.3	4.6	3.8	4.3	3.0	(7.8)	2.1	4.0	4.5

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[표13] NHN의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원)

구분		비고
게임 사업 가치	1,217.5	
27E 매출액	541.1	
27E 순이익	121.8	OPM 30%, 법인세율 25% 적용
Target PER	10.0	국내외 peer 27E PER 30% 할인 적용
결제 사업 가치	283.4	
페이코 사업 가치	153.9	자회사 및 KCP 가치 반영 할인 70% 할인
투자 유치	750.0	외부 투자 유치 금액 7,500억 원
지분율	68%	
NHN KCP	129.5	상장사 50% 할인
시가총액	605.0	
지분율	43%	
기술 사업 가치	1,351.0	
27E 매출액	750.5	
27E 순이익	112.6	OPM 20%, 법인세율 25% 적용
Target PER	12.0	
적정 기업가치	2,852	
발행주식수(천주)	32,753	
적정주가(원)	87,071	
목표주가(원)	87,000	
현재주가(원)	70,100	
상승여력	24.1%	

자료: NHN, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,270	2,456	2,516	3,035	3,387
매출총이익	2,270	2,456	2,516	3,035	3,387
영업이익	56	-33	132	207	266
EBITDA	149	72	236	337	437
순이자손익	-2	-8	-5	-7	-13
외화관련손익	2	7	-1	0	0
지분법손익	6	-12	-6	-16	0
세전계속사업손익	13	-130	131	155	203
당기순이익	-23	-193	52	120	152
지배주주순이익	-9	-133	32	120	152
증가율(%)					
매출액	7.3	8.2	2.4	20.6	11.6
영업이익	42.4	적전	흑전	56.6	28.0
EBITDA	26.8	-51.9	228.3	42.7	29.9
순이익	적지	적지	흑전	131.5	26.8
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.4	-1.3	5.3	6.8	7.8
EBITDA 이익률	6.6	2.9	9.4	11.1	12.9
세전이익률	0.6	-5.3	5.2	5.1	6.0
순이익률	-1.0	-7.8	2.1	4.0	4.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	165	47	1,246	148	420
당기순이익	-23	-193	52	120	152
자산상각비	94	104	103	129	172
운전자본증감	15	-168	0	-128	89
매출채권 감소(증가)	10	-174	78	-119	-58
재고자산 감소(증가)	18	11	33	-7	-4
매입채무 증가(감소)	27	-18	49	-3	150
투자현금흐름	-294	-50	20	-489	-523
유형자산처분(취득)	-308	-42	-117	-425	-474
무형자산 감소(증가)	-31	-12	-18	-34	-34
투자자산 감소(증가)	68	22	77	-5	-5
재무현금흐름	269	-149	-324	-16	-16
차입금의 증가(감소)	115	-9	-27	0	0
자본의 증가(감소)	-26	-57	-296	-16	-16
배당금의 지급	-6	-17	-16	-16	-16
총현금흐름	209	275	1,246	276	331
(-)운전자본증가(감소)	-77	20	-835	128	-89
(-)설비투자	318	48	123	425	474
(+)자산매각	-20	-5	-12	-34	-34
Free Cash Flow	-53	202	1,946	-311	-89
(-)기타투자	86	166	758	25	9
잉여현금	-138	35	1,188	-336	-98
NOPLAT	-99	-24	52	161	199
(+) Dep	94	104	103	129	172
(-)운전자본투자	-77	20	-835	128	-89
(-)Capex	318	48	123	425	474
OpFCF	-246	13	868	-263	-15

주: IFRS 연결기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	1,537	1,419	2,202	1,979	1,931
현금성자산	879	764	1,693	1,342	1,228
매출채권	493	516	407	526	584
재고자산	67	49	26	33	36
비유동자산	1,912	1,774	1,649	1,988	2,334
투자자산	779	729	640	649	658
유형자산	706	701	685	995	1,314
무형자산	427	345	325	344	362
자산총계	3,450	3,193	3,851	3,967	4,265
유동부채	888	878	1,545	1,546	1,699
매입채무	664	648	1,355	1,353	1,503
유동성이자부채	110	124	101	101	101
비유동부채	571	549	536	543	550
비유동이자부채	222	230	191	191	191
부채총계	1,460	1,428	2,081	2,088	2,249
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	1,229	1,229	929	929	929
이익잉여금	524	325	630	734	871
자본조정	-140	-121	-114	-110	-110
자기주식	-54	-46	-48	-48	-48
자본총계	1,990	1,765	1,771	1,879	2,016

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	-244	-4,073	1,018	3,812	4,834
BPS	46,697	42,986	44,671	47,973	52,144
DPS	500	500	500	500	500
CFPS	5,975	8,158	38,040	8,420	10,105
ROA(%)	-0.3	-4.0	0.9	3.1	3.7
ROE(%)	-0.5	-8.6	2.2	7.9	9.3
ROIC(%)	-11.1	-2.5	5.2	8.9	37.4
Multiples(x, %)					
PER	-286.9	-17.2	68.9	18.4	14.5
PBR	1.5	1.6	1.6	1.5	1.3
PSR	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
PCR	11.7	8.6	1.8	8.3	6.9
EV/EBITDA	11.7	26.2	3.8	3.7	3.1
배당수익률	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	73.4	80.9	117.5	111.1	111.6
Net debt/Equity	-27.5	-23.2	-79.1	-55.9	-46.4
Net debt/EBITDA	-365.7	-571.2	-594.2	-311.9	-214.1
유동비율	173.0	161.5	142.6	128.1	113.6
이자보상배율(배)	2.4	n/a	5.1	7.4	7.6
자산구조(%)					
투자자본	36.4	38.3	-2.3	17.0	25.9
현금+투자자산	63.6	61.7	102.3	83.0	74.1
자본구조(%)					
차입금	14.3	16.7	14.1	13.4	12.6
자기자본	85.7	83.3	85.9	86.6	87.4

삼성에스디에스 (018260)

수요는 이미 확보, 증설 계획은 추가 상향 가능

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 300,000원

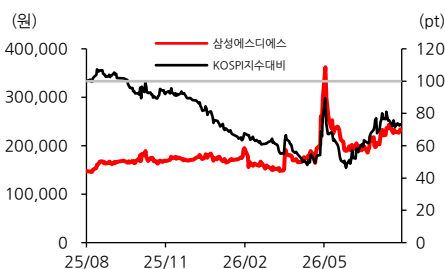
현재 주가(8/27)	234,000 원
상승여력	▲ 28.2%
시가총액	181,064 억원
발행주식수	77,378 천주
52 주 최고가 / 최저가	362,000 / 145,900 원
90 일 일평균 거래대금	1,375.17 억원
외국인 지분율	18.7%
주주 구성	
삼성전자 (외 11 인)	48.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.7%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.6	-10.5	20.0	60.3
상대수익률(KOSPI)	5.3	5.5	9.3	-56.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,828	13,930	14,419	15,105
영업이익	911	957	833	1,080
EBITDA	1,518	1,587	1,496	1,667
지배주주순이익	757	760	723	952
EPS	9,783	9,816	9,344	12,314
순차입금	-5,040	-5,563	-5,999	-6,813
PER	23.9	23.8	25.0	19.0
PBR	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.6	7.9	8.1	6.8
배당수익률	1.2	1.4	1.4	1.4
ROE	8.4	7.9	7.1	8.8

주가 추이



동사는 이미 명확한 앵커 테넌트를 확보했음에도 타 사업자 대비 인프라 증설 계획이 상대적으로 작습니다. 이는 수요 부족보다는 보수적인 투자계획에 가깝다고 판단하며, 향후 고객 수요가 확인될수록 추가 증설 계획이 상향될 가능성이 높다고 봅니다.

AI DC 사업, DBO까지 확대하며 본격화 예상

동사는 현재 110MW 수준의 AI 인프라를 2029년 230MW, 2031년 800MW 이상으로 확대한다는 계획을 공개했고, 확대 방식도 과거처럼 데이터센터를 직접 짓는 방식에 한정되지 않고, CAPEX형, 지분투자형, DBO형을 동시에 추진한다. 특히 DBO는 자산을 직접 소유하지 않고도 구축 및 운영 매출을 확보할 수 있어 자본 부담을 낮추는 역할을 할 것으로 예상한다. 이미 명확한 앵커 테넌트를 확보했음에도 타 사업자 대비 인프라 증설 계획이 상대적으로 작다. 이는 수요 부족보다는 보수적인 투자계획에 가깝다고 판단하며, 향후 고객 수요가 확인될수록 추가 증설 계획이 상향될 가능성도 높다고 본다.

하반기 B300 가동률 상승으로 매출 기여 본격화

이익은 초기에는 매출보다 완만하게 증가할 가능성이 높다. 직접 투자형 데이터센터와 GPU는 가동 초기 감가상각 부담이 발생하기 때문이다. 실제 지난 2분기 IT서비스 영업이익률은 11.5%로 전년 대비 0.6%p 낮았으며 회사 역시 대외 사업 확대를 위한 선제적 투자를 원인으로 설명했다. 다만 B300 가동률 상승과 공공·금융 매출 확대를 통해 하반기에는 전년 수준의 수익성을 회복할 것으로 전망한다. 이미 약 7조 원의 현금성자산이 있고 KKR과의 협력을 통해 1.2조원의 신규 자금도 확보했다. 따라서 단기적으로 CAPEX가 증가하더라도 재무구조 훼손 가능성은 제한적이라고 판단한다.

목표주가 30만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적 추정치 상향으로 30만 원으로 높여 제시한다. 하반기 실적은 GPUaaS 가동률이 상승하면서 시장 눈높이를 소폭 상회할 것으로 예상되고, 내년 이후에는 신규 데이터센터 가동을 계기로 성장 폭이 한 단계 확대될 전망이다. 특히 직접투자형 인프라와 자본효율적인 DBO를 병행한다는 점에서 중장기 매출과 이익 성장으로 연결될 가능성이 높다고 판단한다.



[표14] 삼성에스디에스 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,718	3,582	3,766	13,828	13,930	14,419	15,105
IT 서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,763	1,713	1,811	6,402	6,544	6,896	7,610
SI	236	318	241	246	243	259	251	253	1,079	1,041	1,006	1,108
ITO	712	695	680	735	677	724	672	726	2,999	2,822	2,799	2,850
클라우드	653	665	675	688	691	779	790	831	2,324	2,680	3,092	3,652
물류 BPO	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,955	1,869	1,956	7,427	7,386	7,523	7,495
매출비중(%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
IT 서비스	46	48	47	47	48	47	48	48	46	47	48	50
물류 BPO	54	52	53	53	52	53	52	52	54	53	52	50
영업이익	268.5	230.2	232.3	226.1	78.3	231.8	251.8	271.2	911	957	833	1,080
영업이익률(%)	7.7	6.6	6.8	6.4	2.3	6.2	7.0	7.2	6.6	6.9	5.8	7.1
IT 서비스	226	204	197	200	63	203	220	238	773	827	724	952
영업이익률(%)	14.1	12.1	12.4	12.0	3.9	11.5	12.8	13.1	12.1	12.6	10.5	12.5
물류 BPO	43	27	35	26	15	29	32	33	139	130	109	128
영업이익률(%)	2.3	1.4	2.0	1.4	0.9	1.5	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5	1.7
당기순이익	217.6	176.0	201.1	187.9	91.8	184.1	218.8	232.6	789.5	782.0	727.2	952
당기순이익률(%)	6.2	5.0	5.9	5.3	2.7	5.0	6.1	6.2	5.7	5.6	5.0	6.3
YoY(%)												
매출액	7.5	4.2	-5.0	-2.9	-3.9	5.9	5.6	6.5	4.2	0.7	3.5	4.8
IT 서비스	3.0	5.8	-2.1	2.3	0.6	5.0	7.3	8.5	4.8	2.2	5.4	10.4
SI	-18.2	18.8	-5.9	-7.5	3.0	-18.6	4.0	2.7	-6.3	-3.4	-3.4	10.2
ITO	-3.1	-8.9	-7.7	-4.0	-4.9	4.2	-1.2	-1.2	-2.4	-5.9	-0.8	1.8
클라우드	23.0	19.6	5.9	14.7	5.8	17.2	17.1	20.9	23.5	15.4	15.3	18.1
물류 BPO	11.6	2.9	-7.4	-7.1	-7.8	6.6	4.1	4.7	3.6	-0.5	1.8	-0.4
영업이익	18.9	4.2	-8.1	6.9	-70.8	0.7	8.4	20.0	12.7	5.0	-13.0	29.6
IT 서비스	33.0	2.9	-11.5	10.0	-72.1	-0.3	11.6	18.9	15.3	7.0	-12.5	31.5
물류 BPO	-24.1	15.2	17.4	-12.2	-64.1	8.7	-9.5	28.4	0.2	-6.1	-16.1	17.3
당기순이익	0.3	-7.6	8.2	-4.3	-57.8	4.6	8.8	23.8	12.5	-0.9	-7.0	31.0

자료: 삼성에스디에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	13,277	13,828	13,930	14,419	15,105
매출총이익	1,796	2,012	2,080	2,021	2,255
영업이익	808	911	957	833	1,080
EBITDA	1,421	1,518	1,587	1,496	1,667
순이자손익	143	133	136	128	126
외화관련손익	4	41	-18	13	0
지분법손익	6	5	6	3	0
세전계속사업손익	986	1,103	1,076	968	1,221
당기순이익	701	790	783	727	952
지배주주순이익	693	757	760	723	952
증가율(%)					
매출액	-23.0	4.2	0.7	3.5	4.8
영업이익	-11.8	12.7	5.0	-12.9	29.6
EBITDA	-0.5	6.8	4.5	-5.8	11.5
순이익	-37.9	12.6	-0.9	-7.1	31.0
이익률(%)					
매출총이익률	13.5	14.6	14.9	14.0	14.9
영업이익률	6.1	6.6	6.9	5.8	7.1
EBITDA 이익률	10.7	11.0	11.4	10.4	11.0
세전이익률	7.4	8.0	7.7	6.7	8.1
순이익률	5.3	5.7	5.6	5.0	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	1,461	1,238	1,203	1,113	1,506
당기순이익	701	790	783	727	952
자산상각비	613	607	630	662	587
운전자본증감	-106	-252	-347	-111	-42
매출채권 감소(증가)	194	-233	-32	25	-102
재고자산 감소(증가)	0	0	0	3	-1
매입채무 증가(감소)	-12	-60	-112	-26	65
투자현금흐름	-622	-1,069	-824	-1,853	-697
유형자산처분(취득)	-445	-473	-313	-364	-342
무형자산 감소(증가)	-29	-52	-44	-51	-57
투자자산 감소(증가)	-51	-552	-466	-1,416	-252
재무현금흐름	-463	-423	-509	831	-247
차입금의 증가(감소)	-208	-212	-242	1,084	0
자본의 증가(감소)	-251	-211	-230	-247	-247
배당금의 지급	-251	-216	-233	-247	-247
총현금흐름	1,510	1,680	1,703	1,303	1,548
(-)운전자본증감(감소)	-187	262	205	174	42
(-)설비투자	451	475	315	365	342
(+)자산매각	-24	-50	-42	-49	-57
Free Cash Flow	1,222	893	1,141	714	1,108
(-)기타투자	390	-19	143	-40	47
잉여현금	832	911	998	754	1,060
NOPLAT	575	652	696	626	842
(+) Dep	613	607	630	662	587
(-)운전자본투자	-187	262	205	174	42
(-)Capex	451	475	315	365	342
OpFCF	924	522	806	750	1,045

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	8,160	9,004	9,406	11,247	12,184
현금성자산	5,491	6,024	6,380	7,931	8,745
매출채권	2,229	2,534	2,595	2,773	2,875
재고자산	24	19	15	26	27
비유동자산	4,161	4,235	4,048	4,017	3,876
투자자산	1,687	1,647	1,472	1,535	1,582
유형자산	1,654	1,774	1,752	1,634	1,422
무형자산	819	814	824	848	872
자산총계	12,321	13,238	13,454	15,264	16,060
유동부채	2,392	2,495	2,332	2,469	2,551
매입채무	1,663	1,703	1,603	1,767	1,833
유동성이자부채	211	267	262	283	283
비유동부채	954	1,037	859	1,941	1,950
비유동이자부채	657	717	555	1,649	1,649
부채총계	3,345	3,533	3,191	4,410	4,501
자본금	39	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,426	1,426
이익잉여금	7,447	7,995	8,530	9,006	9,712
자본조정	-125	2	50	50	50
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	8,976	9,705	10,263	10,853	11,559

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	8,962	9,783	9,816	9,344	12,314
BPS	111,893	120,618	128,152	135,965	145,086
DPS	2,700	2,900	3,190	3,190	3,190
CFPS	19,509	21,716	22,006	16,833	20,007
ROA(%)	5.7	5.9	5.7	5.0	6.1
ROE(%)	8.2	8.4	7.9	7.1	8.8
ROIC(%)	13.8	15.0	15.4	13.9	19.0
Multiples(x, %)					
PER	19.0	23.9	23.8	25.0	19.0
PBR	1.5	1.9	1.8	1.7	1.6
PSR	1.0	1.3	1.3	1.3	1.2
PCR	8.7	10.8	10.6	13.9	11.7
EV/EBITDA	6.0	8.6	7.9	8.1	6.8
배당수익률	1.6	1.2	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	37.3	36.4	31.1	40.6	38.9
Net debt/Equity	-51.5	-51.9	-54.2	-55.3	-58.9
Net debt/EBITDA	-325.4	-332.0	-350.5	-401.1	-408.7
유동비율	341.2	360.8	403.4	455.5	477.6
이자보상배율(배)	21.2	18.2	18.9	9.6	10.0
자산구조(%)					
투하자본	37.0	37.0	36.6	32.1	29.8
현금+투자자산	63.0	63.0	63.4	67.9	70.2
자본구조(%)					
차입금	8.8	9.2	7.4	15.1	14.3
자기자본	91.2	90.8	92.6	84.9	85.7

LG씨엔에스 (064400)

하반기 신규 DBO 프로젝트 본격화

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404 / RA 김나우 now.kim@hanwha.com 3772-7710

Buy (유지)

목표주가(상향): 100,000원

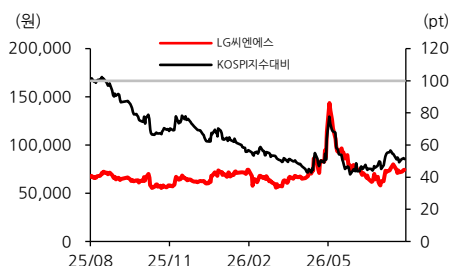
현재 주가(8/27)	74,400 원
상승여력	▲ 34.4%
시가총액	72,083 억원
발행주식수	96,886 천주
52 주 최고가 / 최저가	143,700 / 55,400 원
90 일 일평균 거래대금	1,604.22 억원
외국인 지분율	5.1%
주주 구성	
LG (외 6 인)	47.1%
국민연금공단 (외 1 인)	6.1%
엘지씨엔에스우리사주 (외 1 인)	3.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.0	-21.4	-0.1	8.9
상대수익률(KOSPI)	8.7	-5.4	-10.8	-108.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,983	6,130	6,542	7,144
영업이익	513	552	593	707
EBITDA	617	686	744	826
지배주주순이익	365	438	506	582
EPS	4,180	4,520	5,219	6,005
순차입금	-447	-908	-1,368	-1,766
PER	17.8	16.5	14.3	12.4
PBR	3.1	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.0	9.2	7.8	6.6
배당수익률	2.2	2.5	2.5	2.5
ROE	18.3	17.3	16.1	16.5

주가 추이



동사는 대규모 GPU 투자 없이도 국내 데이터센터 투자가 늘어나는 과정에서 DBO 사업으로 인한 수혜가 예상됩니다. 차세대 금융 DX 및 로봇 사업도 하반기에 보다 본격화될 것으로 전망합니다. 동사에 대한 목표주가를 10만 원으로 올려 제시합니다.

GPU 투자 부담 없이 시장 확대 수혜

동사는 국내 AI 데이터센터 CAPEX가 늘어날수록 직접 대규모 GPU를 매입하지 않고도 수주 규모를 확대할 수 있는 구조를 가진다. 외부 사업자의 데이터센터 투자 자체가 늘어나는 과정에서 설계·구축·운영 수요를 선점하는 사업자다. 특히 삼성중전에서 확보한 하이퍼스케일 레퍼런스와 인도네시아 첫 해외 AI 데이터센터 수주가 추가 국내외 DBO 수주의 진입장벽으로 작용할 가능성이 높다. 단기적인 실적 모멘텀을 기대할 수는 없지만, 중장기적으로 운영·MSP·AI 서비스가 누적되면 반복 매출로 인한 영업 레버리지가 드러날 것으로 예상된다.

차세대 금융시스템 및 로봇 등 향후 성장동력 풍부

동사의 단기 실적 안정성을 높일 수 있는 것은 금융DX 사업이다. 축적된 레퍼런스를 기반으로 최근에도 NH농협은행 관련 대규모 프로젝트를 수주했으며 하반기 실적 기여는 더욱 본격화될 전망이다. 로봇 사업도 아직 전사 실적에서 차지하는 비중은 미미하지만, 하반기부터는 사업화 단계로 진입하고 있다는 점에 주목한다. 동사는 파운데이션 모델(RFM), 휴머노이드 하드웨어, 자체 학습·운영 플랫폼 '피지컬웍스'를 결합한 Full-stack RX 사업을 추진한다.

목표주가 10만 원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 목표주가를 실적 추정치 상향으로 10만 원으로 높여 제시한다. 27E 예상 EPS에 P/E 목표배수 17배를 적용했다. 하반기보다는 내년 이후 실적 성장 모멘텀이 강해질 것으로 전망한다. 데이터센터의 운영 및 클라우드 매출이 누적되고, 신규 DBO 수주가 추가되면서 제한적인 박스권에서 머물던 밸류에이션 멀티플도 점진적으로 상향될 것으로 예상된다.



[표15] LG 씨엔에스의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,521	1,635	2,071	6,130	6,542	7,144
YoY(%)	13.2	0.7	5.8	(4.4)	8.6	4.2	7.4	7.0	2.5	6.7	9.2
DBS	288	321	337	403	322	340	361	412	1,349	1,434	1,525
클라우드 & AI	717	872	879	1,118	765	906	965	1,246	3,587	3,882	4,237
스마트 엔지니어링	206	267	306	414	228	275	310	414	1,194	1,226	1,382
YoY(%)											
DBS	(2.9)	(6.9)	(8.2)	4.5	11.9	6.0	7.1	2.1	(3.2)	6.3	6.3
클라우드 & AI	30.1	8.2	10.6	(6.8)	6.7	3.8	9.7	11.4	7.0	8.2	9.2
스마트 엔지니어링	(7.3)	(10.7)	10.6	(5.6)	10.4	3.0	1.1	(0.1)	(3.5)	2.7	12.7
영업이익	79	141	120	212	94	128	131	239	552	593	707
YoY(%)	144.3	2.3	(15.8)	5.9	19.4	(9.2)	9.1	12.9	7.6	7.4	19.3
영업이익률(%)	6.5	9.6	7.9	11.0	7.2	8.4	8.0	11.6	9.0	9.1	9.9
순이익	57	99	105	178	81	119	112	194	395	506	582
YoY(%)	362.2	(3.8)	(11.0)	36.9	64.9	15.6	12.4	(3.6)	1.0	13.3	5.2
순이익률(%)	4.7	6.8	6.9	9.2	6.2	7.8	6.9	9.4	6.4	7.7	8.1

자료: LG씨엔에스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	5,605	5,983	6,130	6,542	7,144
매출총이익	835	931	952	990	1,110
영업이익	464	513	552	593	707
EBITDA	561	617	686	744	826
순이자손익	-4	5	18	52	82
외화관련손익	24	0	0	0	0
지분법손익	11	7	17	4	0
세전계속사업손익	443	485	593	680	786
당기순이익	332	365	439	506	582
지배주주순이익	332	365	438	506	582
증가율(%)					
매출액	12.8	6.7	2.5	6.7	9.2
영업이익	20.4	10.5	7.6	7.4	19.3
EBITDA	18.4	9.9	11.2	8.5	11.0
순이익	25.4	9.8	20.3	15.3	14.9
이익률(%)					
매출총이익률	14.9	15.6	15.5	15.1	15.5
영업이익률	8.3	8.6	9.0	9.1	9.9
EBITDA 이익률	10.0	10.3	11.2	11.4	11.6
세전이익률	7.9	8.1	9.7	10.4	11.0
순이익률	5.9	6.1	7.2	7.7	8.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업현금흐름	144	715	418	691	654
당기순이익	332	365	439	506	582
자산상각비	97	104	134	152	119
운전자본증감	-338	121	-206	123	-49
매출채권 감소(증가)	-133	-83	-15	344	-185
재고자산 감소(증가)	-11	21	-15	-71	-17
매입채무 증가(감소)	23	-14	-123	248	173
투자현금흐름	-114	-13	-530	-582	-120
유형자산처분(취득)	-39	-30	-44	-41	-52
무형자산 감소(증가)	-11	-6	-6	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-2	-4	-15	-16	-43
재무현금흐름	-255	-141	174	-387	-179
차입금의 증가(감소)	-151	-27	-221	-280	0
자본의 증가(감소)	-104	-133	381	-179	-179
배당금의 지급	-104	-133	-219	-179	-179
총현금흐름	617	718	724	681	702
(-)운전자본증감(감소)	301	-196	108	-44	49
(-)설비투자	44	31	44	41	52
(+)자산매각	-6	-6	-6	-4	-4
Free Cash Flow	267	878	566	681	598
(-)기타투자	99	47	563	442	21
잉여현금	167	831	3	239	577
NOPLAT	348	385	408	441	523
(+) Dep	97	104	134	152	119
(-)운전자본투자	301	-196	108	-44	49
(-)Capex	44	31	44	41	52
OpFCF	101	654	390	597	542

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	3,037	3,435	3,965	4,248	4,880
현금성자산	671	1,166	1,680	1,939	2,337
매출채권	1,574	1,714	1,708	1,399	1,584
재고자산	66	46	61	133	150
비유동자산	1,003	1,069	1,320	1,306	1,264
투자자산	367	460	732	765	786
유형자산	549	545	536	497	442
무형자산	88	64	53	44	36
자산총계	4,041	4,505	5,285	5,554	6,144
유동부채	1,543	1,852	1,861	1,819	2,004
매입채무	1,197	1,255	1,119	1,315	1,488
유동성이자부채	22	232	333	222	222
비유동부채	629	529	483	395	397
비유동이자부채	591	486	439	348	348
부채총계	2,172	2,382	2,344	2,214	2,401
자본금	47	47	52	52	52
자본잉여금	35	35	624	624	624
이익잉여금	1,772	2,003	2,221	2,619	3,022
자본조정	9	30	36	36	36
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,868	2,123	2,941	3,340	3,743

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당지표					
EPS	3,811	4,180	4,520	5,219	6,005
BPS	21,369	24,257	30,270	34,383	38,538
DPS	1,520	1,672	1,850	1,850	1,850
CFPS	7,080	8,238	7,476	7,029	7,250
ROA(%)	8.4	8.5	8.9	9.3	9.9
ROE(%)	19.0	18.3	17.3	16.1	16.5
ROIC(%)	23.0	24.6	24.9	25.2	30.5
Multiples(x, %)					
PER	0.0	17.8	16.5	14.3	12.4
PBR	0.0	3.1	2.5	2.2	1.9
PSR	0.0	1.1	1.2	1.1	1.0
PCR	0.0	9.0	10.0	10.6	10.3
EV/EBITDA	-0.1	11.0	9.2	7.8	6.6
배당수익률	n/a	2.2	2.5	2.5	2.5
안정성(%)					
부채비율	116.3	112.2	79.7	66.3	64.1
Net debt/Equity	-3.1	-21.1	-30.9	-41.0	-47.2
Net debt/EBITDA	-10.4	-72.5	-132.4	-183.9	-213.9
유동비율	196.8	185.5	213.1	233.6	243.5
이자보상배율(배)	12.6	19.2	21.3	27.5	35.5
자산구조(%)					
투하자본	61.3	47.7	42.6	38.8	35.5
현금+투자자산	38.7	52.3	57.4	61.2	64.5
자본구조(%)					
차입금	24.7	25.3	20.8	14.6	13.2
자기자본	75.3	74.7	79.2	85.4	86.8

[Compliance Notice]

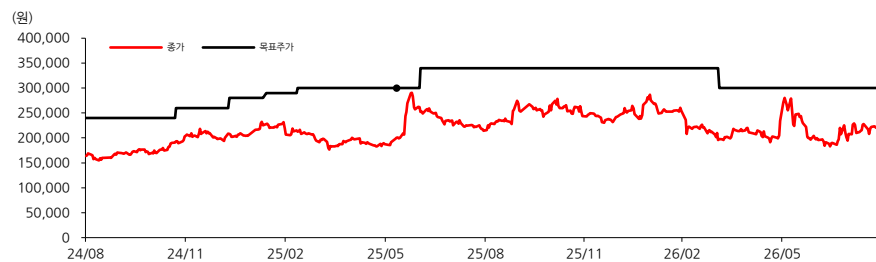
(공표일: 2026년 8월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER 주가와 목표주가 추이]



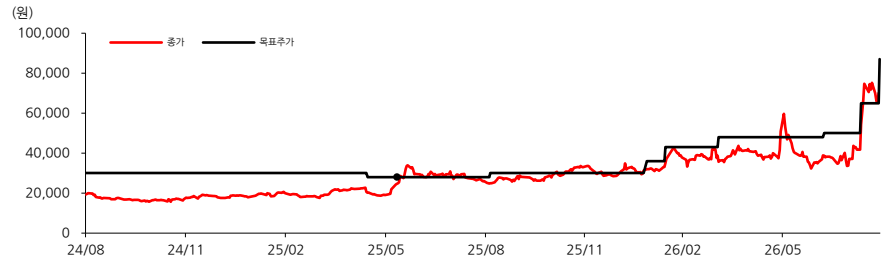
[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	240,000	260,000	260,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	280,000	280,000	290,000	290,000	300,000	300,000
일 시	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.09	2025.05.21	2025.05.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25	2025.08.08	2025.08.29
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	300,000	300,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2025.09.04	2025.09.23	2025.09.26	2025.09.29	2025.10.31	2025.11.12
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000	340,000
일 시	2025.11.27	2026.01.09	2026.02.06	2026.03.16	2026.04.03	2026.04.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	340,000	340,000	340,000	340,000	300,000	300,000
일 시	2026.05.20	2026.06.08	2026.07.01	2026.07.02	2026.08.07	2026.08.28
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.86	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-23.97	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000	-31.99	-3.17
2025.07.02	Buy	340,000	-28.57	-15.59
2026.04.03	Buy	300,000		

[NHN 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.19	2024.12.04	2025.05.14	2025.09.04	2026.01.26
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		30,000	30,000	28,000	30,000	36,000
일 시	2026.02.12	2026.03.27	2026.04.02	2026.04.24	2026.05.13	2026.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,000	43,000	48,000	48,000	48,000	48,000
일 시	2026.05.29	2026.07.08	2026.08.11	2026.08.28		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	48,000	50,000	65,000	87,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.05.14	Buy	28,000	-4.81	21.25
2025.09.04	Buy	30,000	-1.77	16.00
2026.01.26	Buy	36,000	-10.90	-7.92
2026.02.12	Buy	43,000	-11.12	-1.40
2026.04.02	Buy	48,000	-17.25	24.17
2026.07.08	Buy	50,000	-23.70	-12.60
2026.08.11	Buy	65,000	5.18	15.69
2026.08.28	Buy	87,000		

[LG씨엔에스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

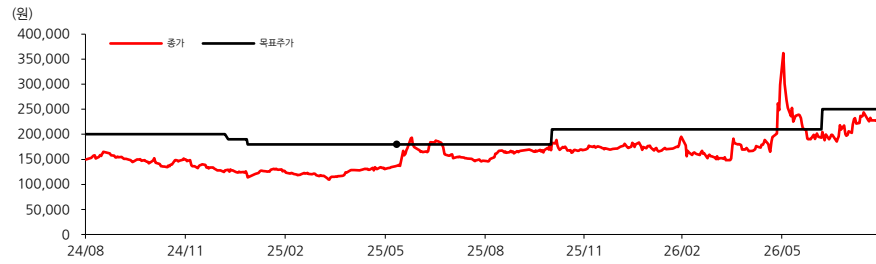
일 시	2026.03.16	2026.03.16	2026.04.30	2026.05.20	2026.05.27	2026.08.28
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김소혜	90,000	90,000	90,000	90,000	100,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2026.03.16	Buy	90,000	-17.22	59.67
2026.08.28	Buy	100,000		

[삼성에스디에스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2024.08.30	2024.09.03	2024.11.19	2024.12.04	2025.01.06	2025.01.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	200,000	200,000	200,000	200,000	190,000	180,000
일 시	2025.04.25	2025.06.05	2025.06.13	2025.07.25	2025.09.04	2025.09.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2025.09.26	2025.10.31	2025.11.12	2025.12.08	2025.12.26	2026.01.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2026.03.16	2026.04.15	2026.04.24	2026.05.20	2026.05.27	2026.05.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000	210,000
일 시	2026.06.26	2026.07.02	2026.07.07	2026.07.31	2026.08.28	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	210,000	210,000	250,000	250,000	300,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.01.06	Buy	190,000	-33.92	-31.63
2025.01.24	Buy	180,000	-19.66	7.50
2025.10.31	Buy	210,000	-13.77	72.38
2026.07.07	Buy	250,000	-14.39	-2.60
2026.08.28	Buy	300,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.3%	3.7%	0.0%	100.0%