

인터넷/소프트웨어 (비중확대/유지)

AI DC 사업자 줄세우기

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 수요-공급 불균형 구간에 대한 고민	4
글로벌 AI 학습 연산 수요 추정 (D↑)	4
글로벌 AI 추론 연산 수요 추정 (D↑↑)	7
공급 속도의 혁신 가능성 점검 (S↑)	11
30년까지는 확실시되는 단가 상승 구간 (P↑)	16
III. 아시아 지역의 데이터센터 매력도	18
북미, 높아지는 DC 공급 장벽	18
Latency가 AI DC 입지에 미치는 영향은	19
아시아, AI DC의 새로운 공급 대안	20
IV. 결국 중요한 것은 수요 가시성	21
AI 수요의 성장이 곧 Neocloud의 성장은 아니다	21
CAPA 확대보다 중요한 수요의 선점	22
국내 사업자의 수요 가시성 점검	23
V. 국내 DC 사업자 현황 및 실적 추정	24
국내 사업자 DC 타임라인	24
주요 GPUaaS 사업자 실적 추정	25
VI. 밸류에이션 및 투자전략	29
코어위브, 네비우스, 아이렌이 주는 시사점	29
수요 가시성 기반의 투자전략 필요	30
Global Company Analysis	31
NAVER	32
삼성에스디에스	37
LG씨엔에스	41
NHN	44
코어위브	49
네비우스	51
아이렌	53

I. Investment Summary

수요-공급 불균형 구간에 대한 고민

글로벌 AI 컴퓨트 수요는 2030년 약 187GW, 2032년 285GW까지 확대될 전망이다. 학습 수요가 증가하는 가운데, 특히 추론은 AI 사용자 확대와 Agentic AI 확산, 모델 호출 횟수 및 Token 증가가 맞물리며 가파른 성장이 예상된다. 연산효율 개선에도 AI DC 수요 증가는 지속될 전망이다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨트 공급은 2030년 129GW에서 2032년 233GW까지 확대될 전망이다.

2030년까지는 강한 수요 우위가 지속되나, 공급이 가속되는 31년 이후에는 수급 불균형이 점차 완화될 전망이다. 전력 확보와 계통연계, 인허가 등 공급 병목을 감안하면 계획된 CAPA가 단기간에 모두 가동되기는 어려우며, 단기적으로는 AI 컴퓨트 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 다만 공급이 가속되는 2031년 이후에는 수요 우위가 약화되며, 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

AI 수요의 성장이 곧 Neocloud의 성장은 아니다

AI 연산 수요의 성장이 모든 AI DC 사업자의 성장을 보장하지는 않는다. 하이퍼스케일러와 프론티어 AI 사업자 역시 자체 DC 및 GPU CAPA 확보를 확대하고 있으며, 자체 AI 인프라 운영 역량도 갖추고 있다. 공급 부족기에는 Neocloud가 부족한 CAPA를 보완하며 높은 성장과 수익성을 확보할 수 있지만, 중장기적으로 공급 부족이 완화될수록 단순 GPU CAPA 제공의 희소성은 낮아질 가능성이 있다.

결국 Neocloud의 성장성을 판단할 때 전체 AI 연산 수요보다 외부 사업자에게 배분되는 수요 규모와 선점 여부가 중요하다. 대규모 CAPA를 선제적으로 확보하더라도 장기계약을 통해 가동률을 확보하지 못한다면 공급 확대 국면에서 수익성 하락 위험이 커질 수 있다. AI 수요의 구조적 성장과 개별 사업자의 수요 가시성을 구분해서 볼 필요가 있다.

수요 가시성 기반의 투자전략 필요

결국 AI DC 사업자의 장기 경쟁력은 '얼마나 많이 짓는가'보다 '누구의 수요를 확보했는가'에서 결정될 전망이다. 공급 부족 국면에서는 CAPA 확보 자체가 실적으로 연결되지만, 수급이 정상화될수록 장기계약과 캡티브 수요를 통해 높은 가동률을 유지할 수 있는 사업자와 그렇지 못한 사업자의 차별화가 확대될 것이다.

국내에서는 사업자별 수요 가시성에 따른 선별적 접근이 필요하다. 당사는 수요 가시성을 캡티브, 정부, 외부 테넌트 순으로 평가하며, 대형 외부 테넌트에 의존하는 순수 GPUaaS보다 코로케이션·DBO를 병행하는 사업자의 안정성이 높다고 판단한다. 대형주에서는 캡티브 수요를 확보한 삼성SDS, 중소형주에서는 정부 수요를 선점하고 실적이 가장 먼저 확인된 NHN을 Top Pick으로 제시한다. LG CNS 역시 DBO 경쟁력을 기반으로 GPUaaS까지 확장하고 있어 추가적인 리레이팅 가능성이 존재한다.

II. 수요-공급 불균형 구간에 대한 고민

글로벌 AI 학습 연산 수요 추정 (D ↑)

AI 학습 연산 수요는 2032년까지 약 20배 증가할 것으로 추정한다. 글로벌 학습 수요를 프론티어, Near-프론티어, 중국, 기타 중대형(소버린 AI 등)으로 구분하고, 각 그룹별 사업자 수와 연간 주요 모델 개선 횟수, 모델 개선 구간당 평균 학습량을 기반으로 연간 총 학습 연산량을 산출했다. 이에 따라 연간 총 학습량은 2026년 2.5E+29 FLOPs에서 2032년 5.1E+30 FLOPs로 약 20배 증가할 것으로 전망한다.

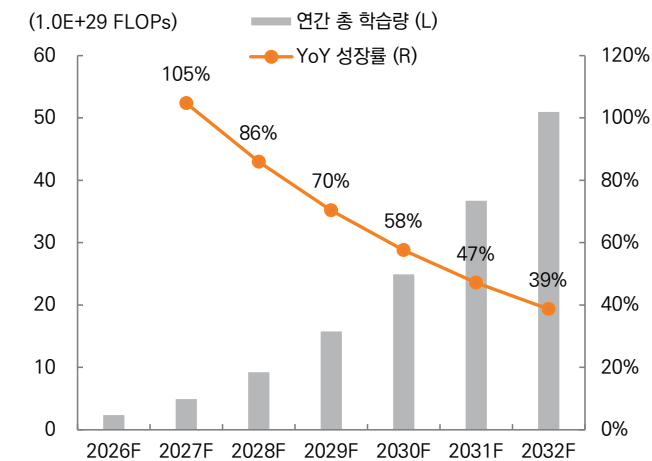
학습 연산 수요는 프론티어 모델이 주도하는 가운데 중국의 기여도 역시 점진적으로 확대될 전망이다. 프론티어 모델은 모델당 학습 연산량의 빠른 증가를 바탕으로 전체 학습 수요의 60% 중반을 지속적으로 차지할 것으로 가정했다. 중국은 자체 AI 생태계 확대와 프론티어 모델과의 격차 축소를 반영해 비중이 2026년 15%에서 2032년 19%로 상승하는 반면, Near-프론티어와 기타 중대형 모델은 절대 학습량 증가에도 불구하고 상대적 비중은 점진적으로 낮아질 것으로 추정했다.

표 1. 글로벌 AI 학습 연산 수요 추정 (1)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
연간 총 학습량 (Total Training FLOPs)	2.5E+29	5.0E+29	9.3E+29	1.6E+30	2.5E+30	3.7E+30	5.1E+30
YoY 성장률		105%	86%	70%	58%	47%	39%
1. 프론티어 모델 연간 학습량	1.5E+29	3.2E+29	6.1E+29	1.1E+30	1.7E+30	2.4E+30	3.3E+30
(비중)	62%	64%	66%	66%	67%	66%	65%
모델 개선 구간당 평균 총 학습량 (FLOPs)	1.3E+28	2.7E+28	5.1E+28	8.8E+28	1.4E+29	2.0E+29	2.8E+29
YoY 성장률		113%	90%	72%	58%	46%	37%
(연간 주요 모델 개선 4회, 사업자 수 3개 가정)	12						
2. Near-프론티어 모델 연간 학습량	4.6E+28	8.5E+28	1.5E+29	2.3E+29	3.5E+29	5.0E+29	6.8E+29
(비중)	19%	17%	16%	15%	14%	14%	13%
모델 개선 구간당 평균 총 학습량 (FLOPs)	3.9E+27	7.1E+27	1.2E+28	2.0E+28	2.9E+28	4.2E+28	5.7E+28
YoY 성장률		85%	71%	60%	50%	42%	36%
(연간 주요 모델 개선 3회, 사업자 수 4개 가정)	12						
3. 중국 모델 연간 학습량	3.7E+28	7.4E+28	1.4E+29	2.5E+29	4.1E+29	6.4E+29	9.5E+29
(비중)	15%	15%	15%	16%	16%	17%	19%
모델 개선 구간당 평균 총 학습량 (FLOPs)	2.0E+27	4.1E+27	7.8E+27	1.4E+28	2.3E+28	3.5E+28	5.3E+28
YoY 성장률		103%	89%	76%	66%	56%	48%
(연간 주요 모델 개선 3회, 사업자 수 6개 가정)	18						
4. 기타 중대형(소버린 AI 등)	1.1E+28	2.0E+28	3.3E+28	5.2E+28	7.5E+28	1.0E+29	1.4E+29
(비중)	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%
모델 개선 구간당 평균 총 학습량 (FLOPs)	3.7E+26	6.7E+26	1.1E+27	1.7E+27	2.5E+27	3.5E+27	4.6E+27
YoY 성장률		80%	66%	55%	46%	38%	32%
(연간 주요 모델 개선 3회, 사업자 수 10개 가정)	30						

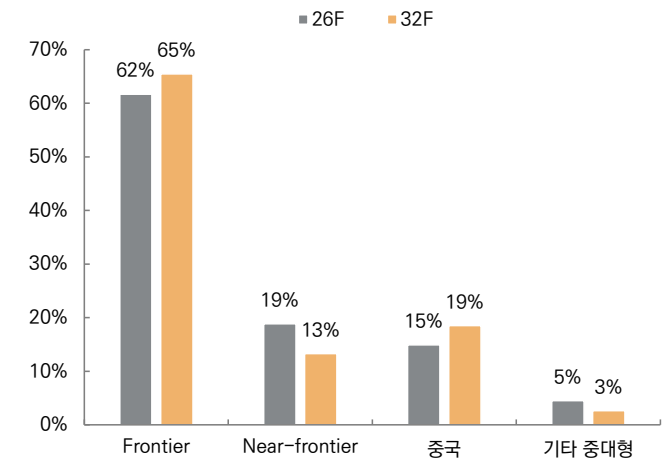
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 연간 총 학습량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 주요 모델군 학습량 비중 변화 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 AI 학습 연산 수요 추정 (2)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
연간 총 학습량 (Total Training FLOPs) (1)	2.5E+29	5.0E+29	9.3E+29	1.6E+30	2.5E+30	3.7E+30	5.1E+30
YoY 성장률		105%	86%	70%	58%	47%	39%
학습 이론 FLOPS/W	1.0E+12	1.4E+12	1.8E+12	2.3E+12	2.9E+12	3.5E+12	4.1E+12
YoY 성장률		35%	34%	29%	24%	21%	18%
MFU (Model FLOPs Utilization) 가정	38%	40%	41%	43%	44%	46%	48%
1년 환산 (초) (2)	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07
실효 FLOPS/W (3)	3.8E+11	5.3E+11	7.4E+11	9.9E+11	1.3E+12	1.6E+12	2.0E+12
연평균 Training IT Load(GW) = (1) ÷ (2) ÷ (3) / 1.0E+9	20	30	40	51	62	73	82
Training IT CAPA 가동률	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
필요 Training IT CAPA (GW)	24	35	47	60	73	85	96
PUE (Power Usage Effectiveness. 총 시설전력/IT 전력)	1.33	1.23	1.18	1.14	1.11	1.09	1.07
필요 Facility Power CAPA (GW)	32	43	55	68	81	94	103
YoY 성장률		35%	28%	23%	18%	16%	11%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

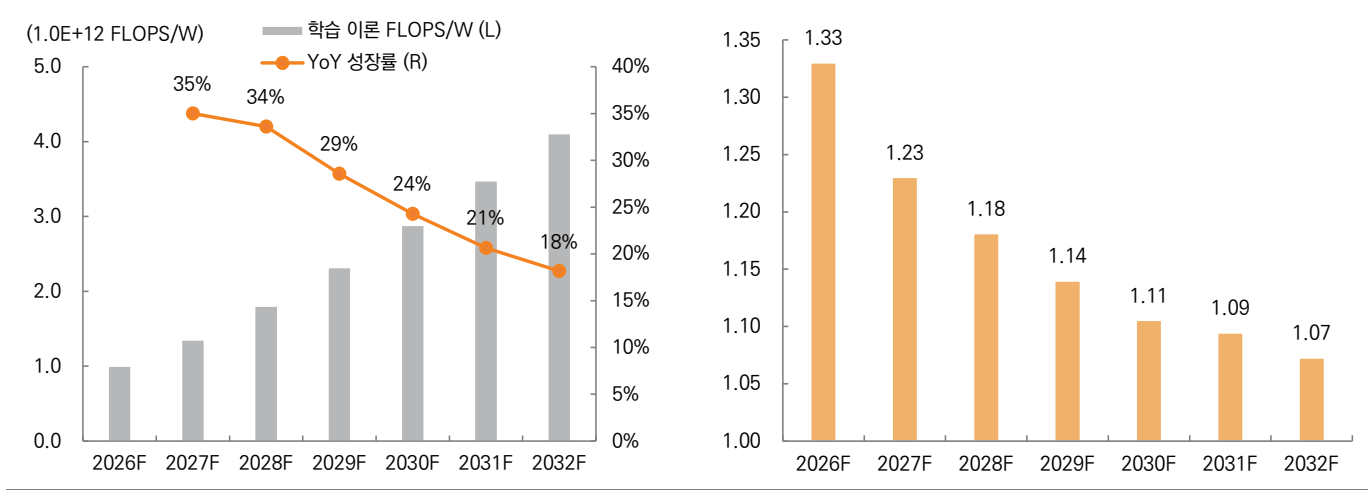
학습 연산량의 급증이 동일한 수준의 전력 수요 증가로 이어지지는 않을 전망이다. GPU 세대교체에 따른 이론 연산효율(FLOPS/W) 개선과 실제 학습 과정의 연산자원 활용도를 나타내는 MFU 상승을 반영했다. 학습 이론 연산효율은 2026년 1.0E+12 FLOPS/W에서 2032년 4.1E+12 FLOPS/W로 약 4배 개선되고, MFU 역시 38%에서 48%까지 상승할 것으로 가정했다. 이에 따라 연간 학습 연산량이 약 20배 증가하는 동안 연평균 Training IT Load는 20GW에서 82GW로 약 4배 증가하는 데 그칠 것으로 추정한다.

실제 필요한 데이터센터 CAPA는 연평균 IT Load보다 높다. 학습용 IT 인프라의 가동률을 85%로 가정할 경우 필요 Training IT CAPA는 2026년 24GW에서 2032년 96GW로 확대된다. 여기에 냉각·전력변환 등 비(非)IT 전력 사용을 반영한 PUE를 적용하면, 필요 Facility Power CAPA는 같은 기간 32GW에서 103GW로 약 3.2배 증가할 것으로 예상된다. 신규 AI 데이터센터의 고밀도화와 액체냉각 확대 등을 고려해 PUE는 2026년 1.33에서 2032년 1.07까지 점진적으로 개선되는 것으로 가정했다.

효율 개선은 전력 수요의 증가율을 낮출 뿐 절대적인 CAPA 확대 필요성을 제거하지 못한다. 필요 Facility Power CAPA의 YoY 증가율은 2027년 35%에서 2032년 11%까지 둔화되지만, 절대 수요는 매년 증가해 2032년에는 학습 수요만으로 100GW를 상회할 것으로 추정한다. 향후 AI 데이터센터 수급을 판단할 때 연산량 증가뿐 아니라 GPU 연산효율, 실제 활용률 및 PUE 개선 속도를 함께 고려해야 하는 이유다.

그림 3. 학습 이론 FLOPS/W 전망

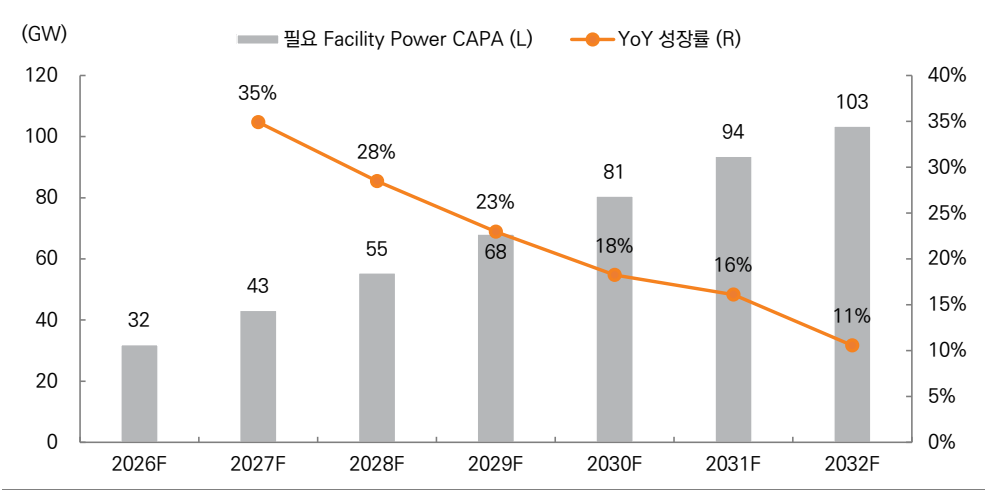
그림 4. PUE 추이 가정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 AI 학습 컴퓨트 수요 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 AI 추론 연산 수요 추정 (D↑↑)

글로벌 B2C 추론 연산 수요 추정

B2C 추론 수요는 AI 사용자 확대와 이용량 증가가 맞물리며 급증할 전망이다. 글로벌 AI 사용자는 2026년 16억명에서 2032년 44억명으로 증가하고, 인구 대비 침투율은 19%에서 50%까지 상승할 것으로 가정했다. 사용자당 Query 증가까지 더해지며 연간 Query는 2.9E+12건에서 1.7E+13건으로 약 6배 증가할 것으로 추정한다.

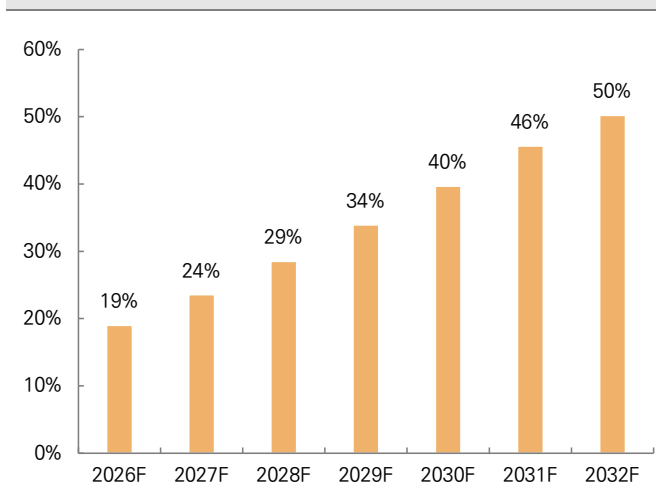
특히 Agentic AI 확산과 모델 호출 복잡도 상승이 추론 수요를 가속할 전망이다. Agentic Query는 하나의 요청 처리에 계획·검색·추론·검증 등 다수의 모델 호출을 수반해 일반 Query보다 호출 횟수가 많다. Context 및 Reasoning 확대에 따른 호출당 Token 증가까지 감안하면, B2C 추론 수요는 ‘사용 빈도 × 모델 호출 횟수 × 호출당 Token’의 동반 상승으로 빠르게 확대될 전망이다.

표 3. 글로벌 B2C 추론 연산 수요 추정 (1)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
글로벌 AI 사용자 수 (십억명)	1.6	2.0	2.4	2.9	3.4	3.9	4.4
글로벌 인구 (십억명)	8.3	8.4	8.4	8.5	8.6	8.6	8.7
AI 사용자 침투율	19%	24%	29%	34%	40%	46%	50%
연간 사용자 Query 수	2.9E+12	4.2E+12	5.9E+12	8.0E+12	1.1E+13	1.4E+13	1.7E+13
YoY 성장률		45%	40%	36%	33%	29%	22%
Normal Query	2.4E+12	3.5E+12	4.9E+12	6.6E+12	8.6E+12	1.1E+13	1.3E+13
Agentic Query	4.3E+11	6.6E+11	9.9E+11	1.4E+12	2.0E+12	2.8E+12	3.5E+12
연간 모델 호출 횟수	2.7E+13	4.7E+13	7.7E+13	1.2E+14	1.9E+14	2.8E+14	3.8E+14
Normal Query당 평균 모델 호출 횟수	5	5	6	6	7	7	8
Agentic Query당 평균 모델 호출 횟수	35	42	50	57	65	72	79
연간 총 Token	1.9E+17	4.2E+17	8.9E+17	1.8E+18	3.3E+18	5.8E+18	9.5E+18
YoY 성장률		124%	110%	98%	88%	77%	63%
Input Token	1.1E+17	2.5E+17	5.5E+17	1.1E+18	2.2E+18	3.9E+18	6.4E+18
Reasoning Token	6.8E+16	1.5E+17	3.0E+17	5.7E+17	1.0E+18	1.7E+18	2.8E+18
Output Token	1.2E+16	2.4E+16	4.4E+16	7.6E+16	1.3E+17	2.1E+17	3.1E+17

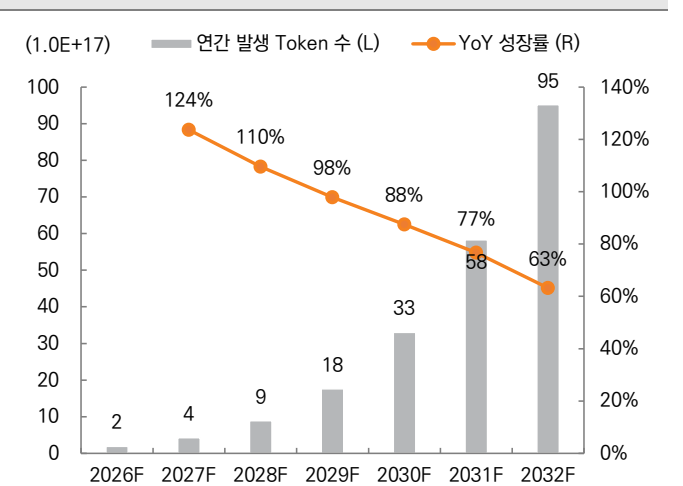
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 AI 인구 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 연간 B2C 추론 Token 발생량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Token 증가를 실제 연산량으로 환산하기 위해 추론 시 활성화되는 모델 규모를 함께 반영했다. 평균 Active Parameter는 2026년 200억개에서 2032년 366억개로 증가할 것으로 가정했다. 이에 연간 B2C 추론 연산량은 2026년 7.6E+27 FLOPs에서 2032년 6.9E+29 FLOPs로 약 90배 증가할 것으로 추정한다.

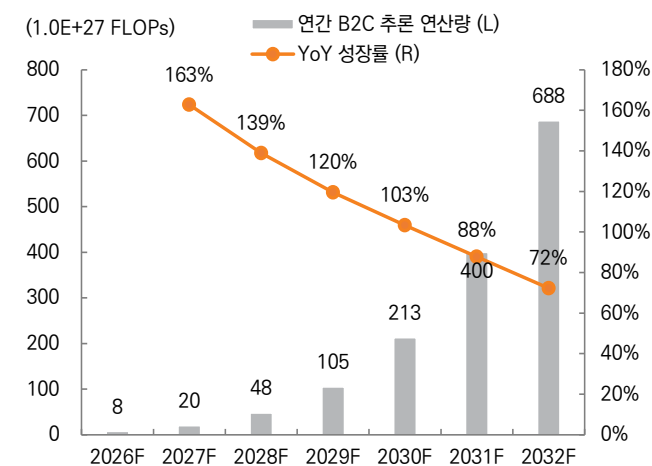
다만 GPU 연산효율과 실제 활용률 개선으로 전력 수요 증가폭은 크게 완화될 전망이다. 이론 추론 연산효율은 2026년 1.0E+12 FLOPS/W에서 2032년 4.1E+12 FLOPS/W로 개선되고, 이론 연산성능 대비 실효 연산효율 역시 6%에서 16%로 상승하는 것으로 가정했다. 이에 PUE와 인프라 가동률까지 고려한 필요 B2C Facility Power는 2026년 7GW에서 2032년 42GW로 약 6배 증가할 것으로 예상한다.

표 4. 글로벌 B2C 추론 연산 수요 추정 (2)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
연간 B2C 추론 연산량(FLOPs) (1)	7.6E+27	2.0E+28	4.8E+28	1.0E+29	2.1E+29	4.0E+29	6.9E+29
YoY 성장률		163%	139%	120%	103%	88%	72%
평균 Total Parameter	4.0E+11	5.0E+11	6.1E+11	7.2E+11	8.3E+11	9.3E+11	1.0E+12
YoY 성장률		25%	21%	18%	15%	13%	11%
평균 Active Parameter	2.0E+10	2.4E+10	2.7E+10	3.0E+10	3.2E+10	3.4E+10	3.6E+10
Active / Total Parameter	5.0%	4.7%	4.4%	4.2%	3.9%	3.7%	3.5%
Token당 연산량 (FLOPs/token)	4.0E+10	4.7E+10	5.4E+10	5.9E+10	6.4E+10	6.9E+10	7.2E+10
이론 추론 연산효율 (FLOPS/W)	1.0E+12	1.4E+12	1.8E+12	2.3E+12	2.9E+12	3.5E+12	4.1E+12
YoY 성장률		35%	34%	29%	24%	21%	18%
Inference 실효 연산효율 가정	6%	7%	8%	10%	12%	14%	16%
1년 환산(초) (2)	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07
실효 FLOPS/W (3)	6.0E+10	9.6E+10	1.5E+11	2.3E+11	3.4E+11	4.8E+11	6.4E+11
평균 B2C Inference IT Load(GW) = (1) ÷ (2) ÷ (3) / 1.0E+9	4	7	10	15	20	27	34
인프라 가동률	77%	79%	82%	83%	85%	86%	87%
필요 Inference IT CAPA (GW)	5	8	12	17	24	31	39
PUE (총 시설전력/IT 전력)	1.33	1.23	1.18	1.14	1.11	1.09	1.07
필요 B2C Facility Power (GW)	7	10	15	20	26	34	42
YoY 성장률		48%	41%	37%	32%	29%	25%

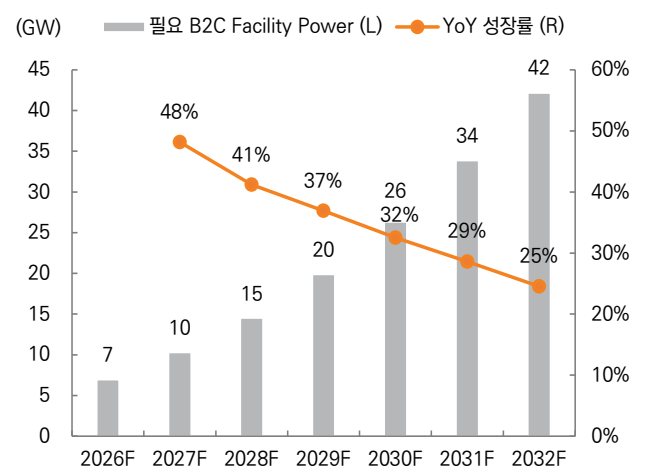
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 연간 B2C 추론 연산량



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 AI B2C 추론 컴퓨트 수요 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 B2B 추론 연산 수요 추정

B2B 추론 수요는 업무용 AI 확산과 기업 시스템 내 AI 내재화로 급증할 전망이다. 업무용 AI 활성 사용자는 2026년 2.5억명에서 2032년 7.1억명으로 증가하고, 지식근로자 대비 침투율은 25%에서 63%까지 상승할 것으로 가정했다. 이에 연간 B2B 총 추론 요청은 8.1E+13건에서 8.4E+14건으로 약 10배 증가할 것으로 추정한다.

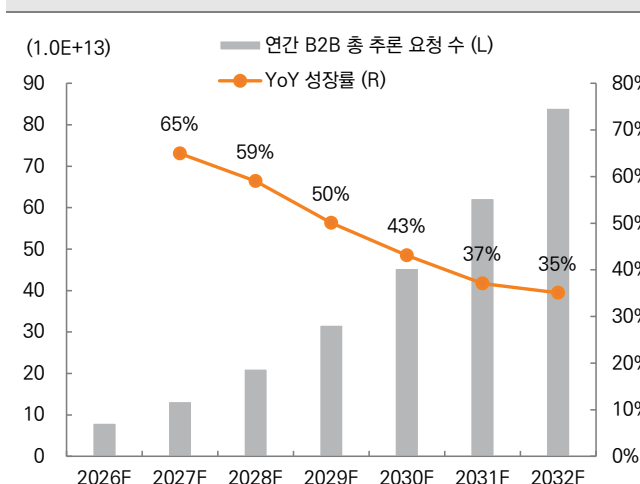
특히 Agent-driven과 Machine-driven 수요가 B2B 추론 증가를 주도할 전망이다. Agent는 하나의 Task 수행 과정에서 다수의 모델 호출을 발생시키며, Machine-driven은 거래·검색·문서·보안 등 기업 시스템 내에서 사람의 직접 요청 없이 반복적으로 추론을 발생시킨다. 이에 연간 B2B 총 Token은 2026년 1.0E+18에서 2032년 4.2E+19로 약 42배 증가할 것으로 예상된다.

표 5. 글로벌 B2B 추론 연산 수요 추정 (1)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
업무용 AI 활성 사용자 수 (십억명)	0.25	0.31	0.37	0.45	0.53	0.62	0.71
글로벌 지식근로자 수 (십억명)	1.00	1.02	1.04	1.06	1.08	1.10	1.13
업무용 AI 활성 사용자 침투율	25%	30%	36%	42%	49%	56%	63%
연간 B2B 총 추론 요청 수	8.1E+13	1.3E+14	2.1E+14	3.2E+14	4.5E+14	6.2E+14	8.4E+14
YoY 성장률		65%	59%	50%	43%	37%	35%
1. Human-driven	4.6E+11	6.7E+11	9.8E+11	1.4E+12	1.9E+12	2.6E+12	3.4E+12
Query당 평균 모델 호출 횟수	6.0	6.6	7.3	8.0	8.7	9.5	10.3
2. Agent-driven	1.6E+11	3.2E+11	6.1E+11	1.1E+12	1.9E+12	3.0E+12	4.7E+12
Task당 평균 모델 호출 횟수	50.0	56.3	63.0	69.9	76.9	83.8	91.2
3. Machine-driven	8.0E+13	1.3E+14	2.1E+14	3.1E+14	4.5E+14	6.2E+14	8.3E+14
Request당 평균 모델 호출 횟수	3.3	3.5	3.6	3.8	4.0	4.1	4.3
연간 B2B 총 Token	1.0E+18	2.1E+18	4.2E+18	8.0E+18	1.4E+19	2.5E+19	4.2E+19
YoY 성장률		109%	102%	91%	80%	72%	68%
1. Human-driven	2.2E+16	4.5E+16	9.0E+16	1.7E+17	3.1E+17	5.3E+17	8.7E+17
2. Agent-driven	1.0E+17	2.8E+17	7.3E+17	1.7E+18	3.8E+18	7.8E+18	1.5E+19
3. Machine-driven	8.7E+17	1.8E+18	3.4E+18	6.1E+18	1.0E+19	1.7E+19	2.6E+19

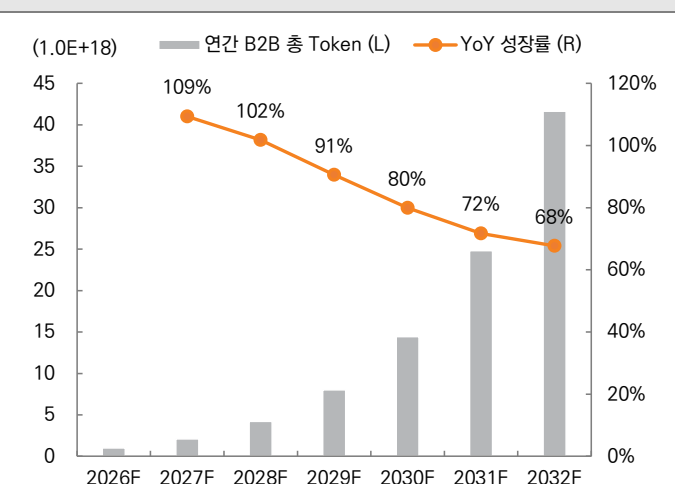
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 연간 B2B 총 추론 요청 수 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 연간 B2B 추론 Token 발생량 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Token 증가와 추론 시 활성화되는 모델 규모 확대를 반영하면 B2B 연산 수요는 더욱 빠르게 증가할 전망이다. 평균 Active Parameter는 2026년 150억개에서 2032년 332억개로 증가할 것으로 가정했다. 이에 연간 B2B 추론 연산량은 2026년 3.0E+28 FLOPs에서 2032년 2.8E+30 FLOPs로 약 92배 증가할 것으로 추정한다.

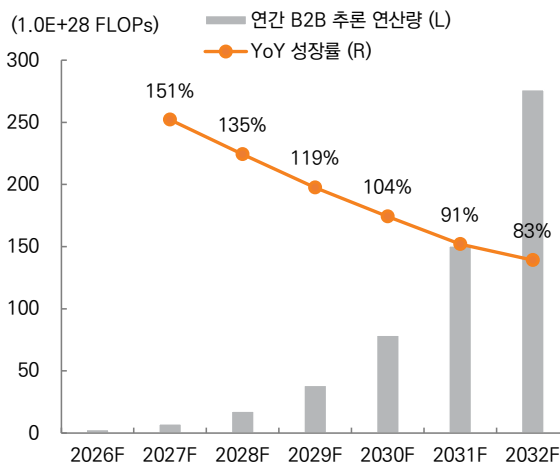
다만 GPU 연산효율과 실제 활용률 개선으로 전력 수요 증가폭은 크게 완화될 전망이다. 이론 추론 연산효율은 2026년 1.0E+12 FLOPS/W에서 2032년 4.1E+12 FLOPS/W로 개선되고, 실효율 가정도 8%에서 19%로 상승하는 것으로 반영했다. 이에 PUE와 인프라 가동률까지 고려한 필요 B2B Facility Power는 2026년 20GW에서 2032년 140GW로 약 7배 증가할 것으로 예상된다.

표 6. 글로벌 B2B 추론 연산 수요 추정 (2)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
연간 B2B 추론 연산량(FLOPs) (1)	3.0E+28	7.5E+28	1.8E+29	3.9E+29	7.9E+29	1.5E+30	2.8E+30
YoY 성장률		151%	135%	119%	104%	91%	83%
평균 Total Parameter	4.0E+11	5.0E+11	6.1E+11	7.2E+11	8.3E+11	9.3E+11	1.0E+12
YoY 성장률		25%	21%	18%	15%	13%	11%
평균 Active Parameter	1.5E+10	1.8E+10	2.1E+10	2.4E+10	2.7E+10	3.0E+10	3.3E+10
Active / Total Parameter	3.75%	3.60%	3.45%	3.35%	3.30%	3.25%	3.20%
Token당 연산량 (FLOPs/token)	3.0E+10	3.6E+10	4.2E+10	4.8E+10	5.4E+10	6.1E+10	6.6E+10
이론 추론 연산효율 (FLOPS/W)	1.0E+12	1.4E+12	1.8E+12	2.3E+12	2.9E+12	3.5E+12	4.1E+12
YoY 성장률		35%	34%	29%	24%	21%	18%
Inference 실효율 가정	8%	9%	11%	12%	14%	16%	19%
1년 환산(초) (2)	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07	3.2E+07
실효 연산효율 (FLOPS/W) (3)	8.0E+10	1.2E+11	1.9E+11	2.8E+11	4.0E+11	5.6E+11	7.6E+11
연평균 B2B Inference IT Load (GW) = (1) ÷ (2) ÷ (3) / 1.0E+9	12	19	29	43	62	85	115
인프라 가동률	77%	79%	82%	85%	86%	87%	88%
필요 B2B Inference IT CAPA (GW)	15	24	36	51	72	98	130
PUE (총 시설전력/IT 전력)	1.33	1.23	1.18	1.14	1.11	1.09	1.07
필요 B2B Facility Power (GW)	20	30	42	58	80	107	140
YoY 성장률		45%	42%	38%	37%	34%	30%

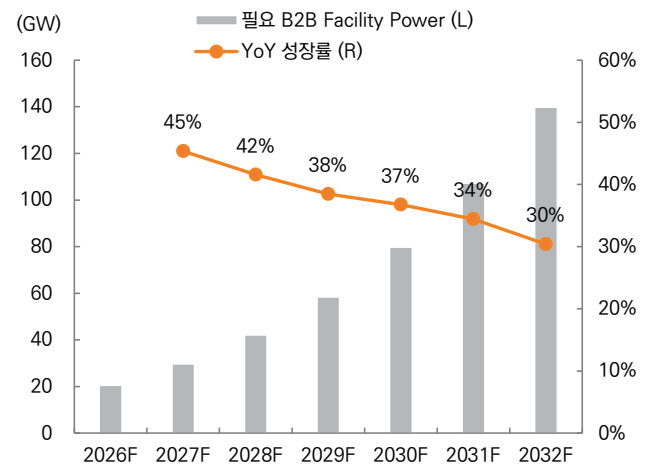
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 연간 B2B 추론 연산량



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 글로벌 AI B2B 추론 컴퓨트 수요 추정



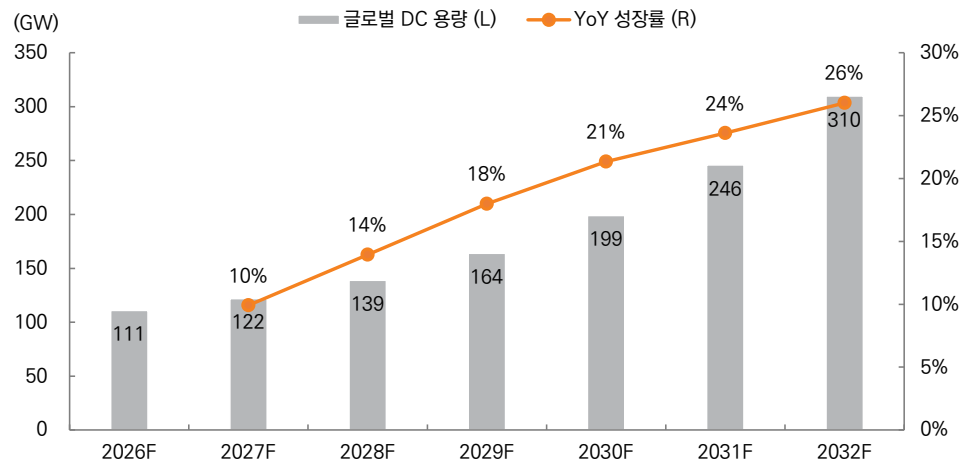
자료: 미래에셋증권 리서치센터

공급 속도의 혁신 가능성 점검 (S↑)

AI 및 클라우드 수요 확대에 대응해 글로벌 주요 사업자들의 대규모 DC 증설 계획이 빠르게 구체화되고 있다. 이를 반영할 경우 글로벌 DC 공급능력은 2026년 111GW에서 2032년 310GW로 약 200GW 증가할 것으로 추정한다. 특히 Microsoft는 현재 약 12GW의 글로벌 DC CAPA를 2032년 38GW 이상으로 확대할 계획으로 알려졌으며, OpenAI의 Stargate 역시 미국에서 당초 10GW 규모의 AI 인프라 확보를 목표로 추진돼 왔다.

향후 공급 증가 속도는 기존 DC 시장 대비 크게 가속될 전망이다. 하이퍼스케일러뿐 아니라 OpenAI·Oracle 등 AI 사업자와 Neocloud의 투자가 확대되면서 연간 신규 공급은 2026년 8GW에서 2032년 64GW 수준까지 증가할 것으로 가정했다. 다만 개발계획이 실제 공급으로 전환되기 위해서는 전력 확보와 계통연계, 인허가 및 건설이 선행되어야 하는 만큼, 계획 CAPA와 실제 가동 CAPA 간 차이는 지속될 가능성이 높다.

그림 14. 증설계획 기반 글로벌 DC 공급 능력 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 글로벌 주요 사업자의 대규모 DC CAPA 확보·개발 계획

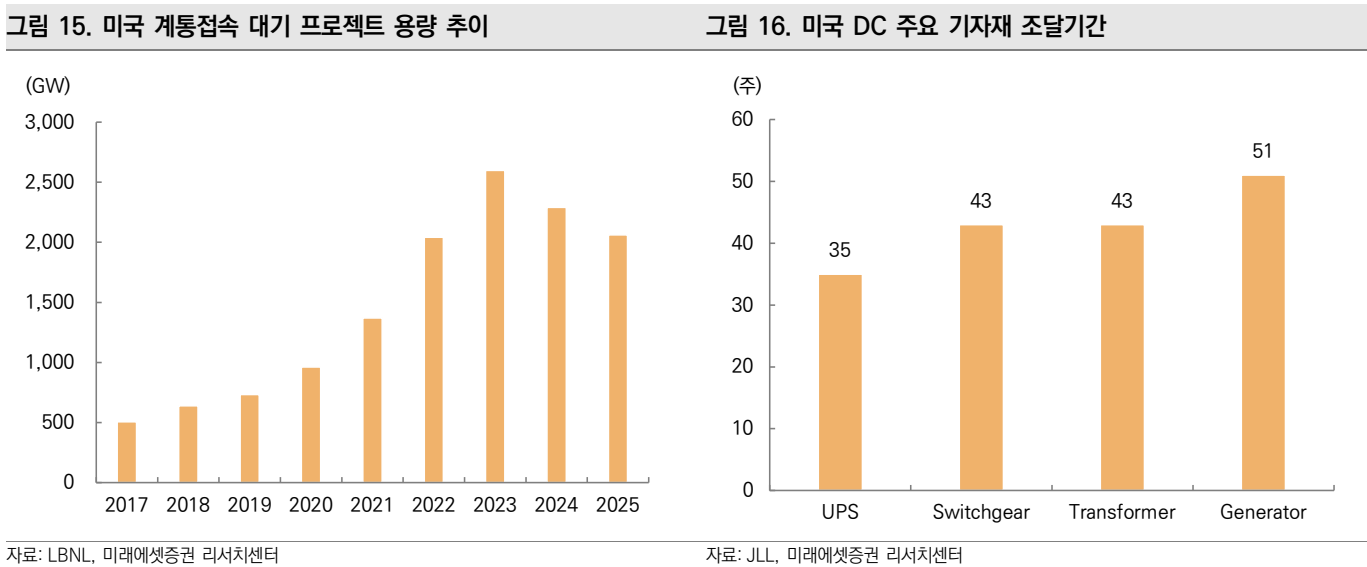
사업자	공개 계획 규모	목표시점	구분	비고
Microsoft	38GW	2032	총 CAPA 목표	글로벌 DC CAPA를 현재 대비 3배+ 확대
OpenAI / Stargate	10GW	2029	확보·개발	미국 AI 인프라 10GW 구축 목표, 다수 사이트 개발 중
Anthropic	10GW+	2027~	확보 CAPA	AWS 최대 5GW + Google/Broadcom 5GW 등
Digital Realty	9GW	중장기	개발 파이프라인	기존 약 3GW 외 Future Development IT CAPA 9GW
CoreWeave	8GW+	2030	총 CAPA 목표	5GW+ 추가 확보, Active Power 8GW+ 목표
Meta	5GW	2028~	자체 구축	Hyperion AI Cluster, 최종 5GW까지 확장 가능
Nebius	5GW	2026	확보 CAPA	2026년 말 Contracted Power 5GW 가이던스
IREN	5GW+	중장기	개발 파이프라인	북미·호주·유럽 등 글로벌 DC 파이프라인 5GW+
Crusoe	4.9GW	중장기	계약 CAPA	계약 4.9GW, 전체 개발 파이프라인은 40GW+
Amazon	현재 대비 2배	2027	자체 증설	2025년 +3.9GW 증설, 2027년 말까지 전력 CAPA 2배 확대
Google	Multi-GW	중장기	자체 증설	미국 내 복수 GW급 DC Campus 개발, AI 인프라 투자 확대
Applied Digital	3GW+	중장기	개발 파이프라인	대형 AI/HPC Campus 중심의 개발 파이프라인 확대

자료: 미래에셋증권 리서치센터

DC 공급의 최대 병목은 전력 확보와 계통연계

DC 증설 계획은 가속화되고 있으나, 실제 공급 속도는 전력 인프라 구축 속도에 의해 제한 될 가능성이 높다. AI DC의 대형화로 신규 전력 수요가 기존 전력 인프라의 증설 속도를 앞서고 있다. 과거 수십~수백MW 규모였던 DC가 최근에는 단일 캠퍼스 기준 1GW를 넘어 수GW까지 확대되면서, 단순한 부지 및 건물 확보를 넘어 대규모 발전·송전·변전 인프라 확보가 선행되어야 하는 사업으로 변화하고 있다. 특히 DC는 통상 1~3년 내 구축이 가능한 반면, 신규 발전설비는 5~15년의 시간이 소요된다.

특히 병목의 핵심은 발전설비의 절대량보다 계통접속과 송·변전 인프라에 있다. 미국의 발전·ESS 계통접속 대기 용량은 2,000GW를 상회하고 있으며, IEA는 Grid 제약으로 2030년까지 계획된 글로벌 DC 공급능력의 약 20%가 지연 위험에 노출된 것으로 추정한다. 전력 기저재의 긴 조달기간도 공급 속도를 제약한다. 미국 기준 주요 DC 기저재의 조달기간은 약 35~51주에 달하며, 계통연계에 필요한 대형 전력변압기는 사양에 따라 최대 4년까지 소요될 수 있다. 결국 계획된 DC CAPA가 실제 가동으로 전환되기 위해서는 부지나 자본보다 적시·적소에서 확보 가능한 전력(Time-to-Power)이 핵심 변수가 될 전망이다.



전력을 기다리는 대신, 전력으로 이동하는 DC

전력망 구축이 DC 공급의 최대 병목으로 부상하면서 DC 개발방식 역시 변화하고 있다. 기존에는 수요지 인근에 DC를 건설한 뒤 대규모 전력을 계통을 통해 공급받는 방식이 일반적이었으나, 최근에는 전력이 이미 확보된 지역으로 DC를 이동시키거나 발전설비와 DC를 동시에 구축하는 방식이 확대되고 있다. 즉, 입지 선정의 우선순위가 ‘Power-to-DC’에서 ‘DC-to-Power’로 변화하고 있으며, 이는 송전망 증설과 계통접속을 기다리는 시간을 단축할 수 있는 대안이다.

특히 AI 학습용 DC는 입지 이동의 제약이 상대적으로 낮다. 최종 사용자와의 실시간 통신이 중요한 추론과 달리, 대규모 모델 학습은 상대적으로 Latency 민감도가 낮아 수요지에서 떨어져 있더라도 저렴하고 대규모 전력을 빠르게 확보할 수 있는 지역에 연산설비를 배치할 수 있다. 이에 따라 향후 AI DC의 입지 경쟁력은 주요 도시와의 거리보다 GW급 전력을 얼마나 빠르게 확보할 수 있는가(Time-to-Power)에 의해 좌우될 가능성이 높다.

실제로 주요 사업자들은 발전원과 DC를 보다 직접적으로 결합하는 방식으로 전력 확보 전략을 다변화하고 있다. 원전 인접 지역에서 장기 전력계약을 체결하거나, DC와 신규 발전설비를 동시에 개발하고, 일부 사업자는 자체 발전설비까지 구축하는 사례가 등장하고 있다. 이는 기존의 ‘DC 개발 → 계통접속 → 전력 확보’라는 순차적 방식에서 벗어나 전력과 DC를 병렬적으로 개발함으로써 Time-to-Power를 단축하려는 움직임으로 판단된다.

표 8. 주요 AI DC의 전력 선확보·동시개발 사례

사업자 / 프로젝트	지역	규모	전력 확보 방식	비고
Crusoe / Abilene	텍사스	DC 1.2GW	Grid + ESS	대규모 계통접속 선확보, ESS·태양광 병행
AWS / Susquehanna	펜실베이니아	1.92GW	원전 PPA	원전 인접 DC, 2042년까지 장기 전력계약
Meta / Hyperion	루이지애나	DC 5GW	발전소 동시개발	가스발전·ESS 등 전력 인프라와 DC 동시 증설
Google / Meitner	텍사스	GW급	발전원 Co-location	DC와 신규 발전원을 동일 지역에서 동시 개발
SpaceXAI / Colossus	미시시피	1.2GW	자체 발전	Grid 의존도를 낮추기 위해 자체 가스발전소 구축
Google / Duane Arnold	아이오와	615MW	원전 PPA	폐쇄 원전 재가동과 연계, 25년 전력계약 체결
NextEra / Paducah	켄터키	DC 1.2GW+	전용 발전	DC와 대규모 전용 발전자원을 패키지로 개발

자료: 미래에셋증권 리서치센터

모듈러 DC의 확산 가능성

전력 확보 이후 DC 공급 속도를 결정하는 또 다른 변수는 건설기간이다. 기존 대형 DC는 부지별 설계와 전력·냉각설비 시공이 현장에서 순차적으로 진행돼 통상 수년의 개발기간이 필요하다. 반면 모듈러 DC는 전력·냉각·IT 설비를 공장에서 사전 제작한 뒤 현장에서 조립하는 방식으로, 설비 제작과 토목공사를 병렬화해 구축기간을 크게 단축할 수 있다. Schneider Electric 등 주요 인프라 사업자는 Prefabricated Modular 방식이 기존 방식 대비 구축기간을 최대 40~60% 단축할 수 있다고 제시하고 있다.

AI DC의 고밀도화는 오히려 모듈러 방식의 확산 가능성을 높이는 요인이다. GPU 세대교체가 빨라지고 랙당 전력밀도가 상승하면서 전력·냉각설비 역시 반복 가능한 단위로 표준화될 필요성이 커지고 있다. 모듈러 방식은 전체 캠퍼스를 일시에 완공하는 대신 MW 단위로 필요한 만큼 증설하고 완성된 Module부터 가동할 수 있어, GPU 수요 변화에 보다 유연하게 대응할 수 있다. 장기적으로 DC 공급방식이 개별 부지마다 설계·시공하는 건설업에서 표준화된 설비를 반복 생산·조립하는 제조업에 가까운 형태로 변화할 가능성도 존재한다.

국내에서도 모듈러 방식의 AI DC 적용이 시작되고 있다. 엘리스그룹은 서버·전력·냉각·네트워크 인프라를 모듈 단위로 통합한 PMDC(Portable Modular Data Center)를 개발하고 있으며, 기존 건축형 DC 대비 빠른 구축과 단계적 증설을 강점으로 제시하고 있다. 특히 고밀도 GPU와 액체냉각을 모듈 단위로 통합해 AI 연산 수요 발생 시 필요한 용량을 신속하게 추가하는 구조를 지향하고 있어, 국내에서도 DC 공급방식이 건축 중심에서 모듈 조립 방식으로 확장될 가능성을 보여준다.

그림 17. 엘리스그룹 PMDC 예시



자료: 엘리스그룹, 미래에셋증권 리서치센터

DC의 물리적 경계 확장

육상 DC의 전력·토지·냉각 제약이 심화되면서 DC 입지를 해상과 해저로 확장하려는 시도도 본격화되고 있다. 플로팅 DC는 조선소에서 전력·냉각·IT 인프라를 사전 제작한 뒤 해상에 설치하는 방식으로, 육상 부지 확보 부담을 줄이고 해수 기반 냉각을 활용할 수 있다는 장점이 있다. 특히 기존 항만·조선 인프라를 활용할 경우 모듈 단위 증설과 설치기간 단축이 가능해, 육상 DC를 보완하는 수십MW급 공급 대안으로 발전할 가능성이 있다.

해저 DC 역시 실증 단계를 넘어 초기 상용화 사례가 등장하고 있다. Microsoft는 Project Natick을 통해 240kW·864개 서버 규모의 해저 DC를 약 2년간 운영했으며, 서버 고장률이 육상 대비 1/8 수준임을 확인했다. 이후 프로젝트는 종료됐으나, 중국 하이난에서는 2023년부터 해저 DC를 운영한 데 이어 2025년 400개 이상의 고성능 서버를 탑재한 상업용 해저 컴퓨팅 클러스터를 구축했다. 단일 모듈은 1MW·최대 1,400PFLOPS 규모로, 해저 DC가 제한적이거나 초기 상용화 단계에 진입했음을 보여준다.

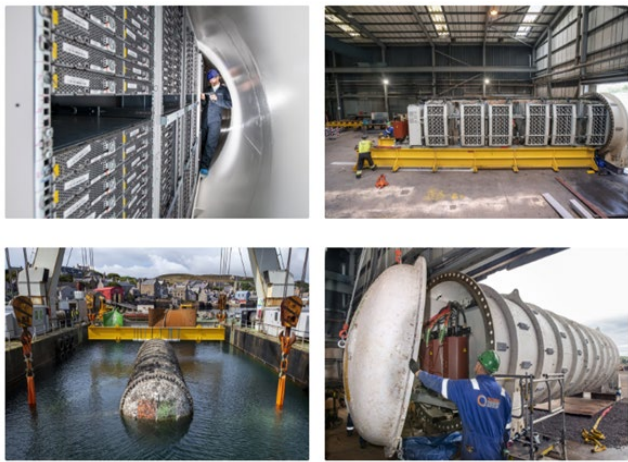
우주 DC는 한 단계 더 나아가 지상의 토지와 전력망이라는 물리적 제약 자체를 우회하려는 시도다. 우주 태양광과 궤도상 AI 연산을 결합할 경우 장기적으로 새로운 공급원이 될 수 있지만, 현재는 발사비용과 열 방출, 방사선, 고장 발생 시 유지보수 등 해결해야 할 과제가 많아 2030년 이전 글로벌 DC 공급에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 따라서 단기적으로는 기존 조선·해양 인프라를 활용할 수 있는 플로팅 DC, 중장기적으로는 해저 DC, 2030년대 이후에는 우주 DC의 공급 기여 가능성을 검토할 필요가 있다.

그림 18. Keppel 싱가포르 플로팅 DC



자료: Keppel, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. MS, 해저 DC 프로젝트 Natick



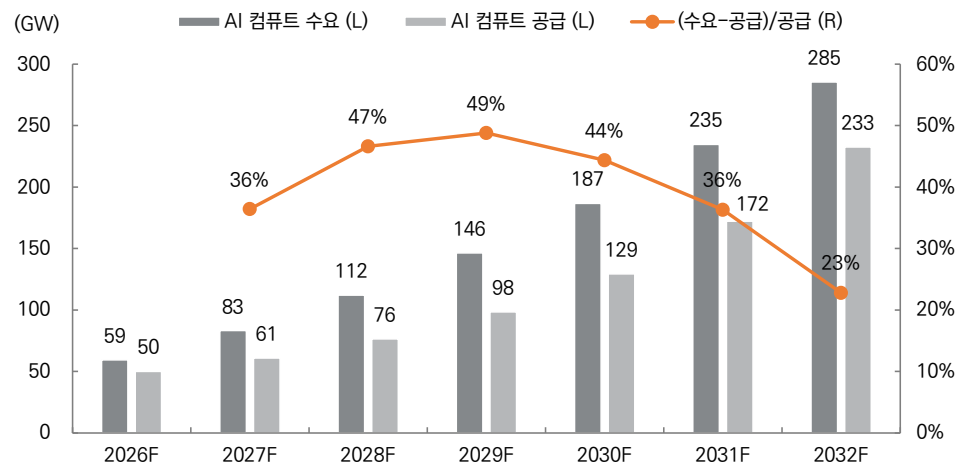
자료: MS, 미래에셋증권 리서치센터

30년까지는 확실시되는 단가 상승 구간 (P ↑)

앞서 추정한 AI 컴퓨트 수요와 글로벌 DC 공급 전망을 종합하면, 2030년까지 AI 컴퓨트 시장의 구조적인 공급 부족이 지속될 가능성이 높다. 당사 추정 AI 컴퓨트 수요는 2026년 59GW에서 2030년 187GW로 3배 이상 증가하는 반면, AI Workload에 할당 가능한 DC CAPA는 같은 기간 50GW에서 129GW로 증가하는 데 그칠 전망이다. 이에 따라 공급 대비 초과수요는 2028~2030년 40% 이상의 높은 수준을 유지할 것으로 추정한다.

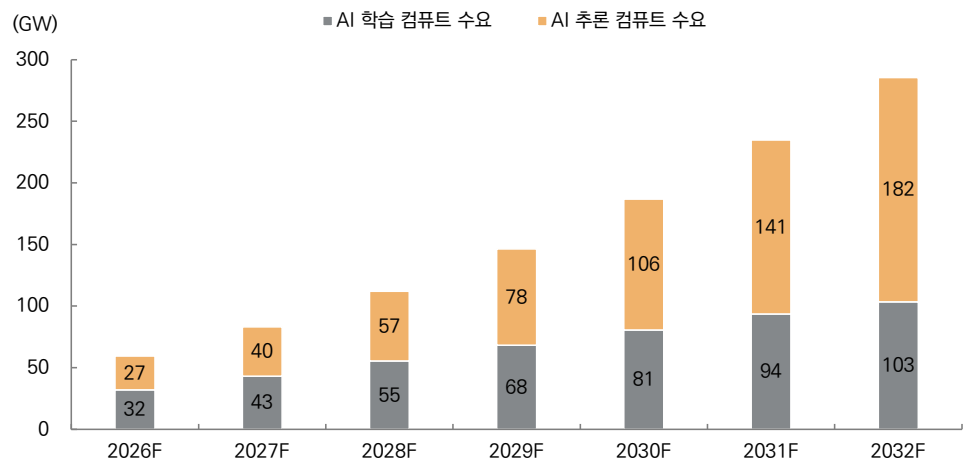
공급 확대에도 수급이 악화되는 이유는 AI 연산 수요의 증가 속도가 물리적 DC 증설 속도를 상회하기 때문이다. AI 컴퓨트 수요는 학습뿐 아니라 B2B·B2C 추론 수요가 동시에 확대되는 반면, DC 공급은 전력 확보와 계통연계, 기자재 조달 및 건설기간이라는 물리적 제약을 받는다. 결국 발표된 대규모 증설 계획이 차질 없이 진행되더라도 2027~2030년은 수요자가 제한된 AI CAPA를 두고 경쟁하는 Seller's Market이 지속될 전망이다.

그림 20. 글로벌 AI 컴퓨트 수요, 공급 곡선



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 글로벌 AI 컴퓨트 수요 추정



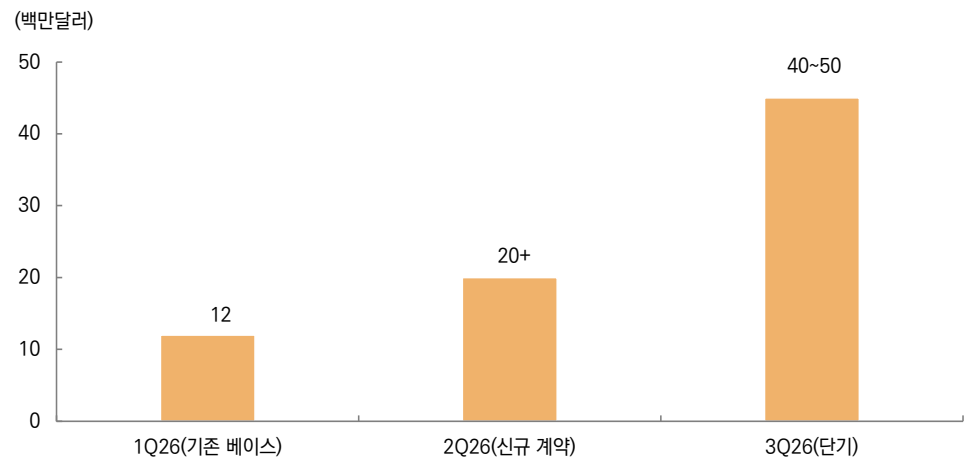
자료: 미래에셋증권 리서치센터

당사가 추정한 수급 불균형은 실제 신규 계약의 가격에서도 확인되고 있다. 대표적으로 Nebius의 AI 인프라 계약을 CAPA 기준으로 환산하면, 기존 설치 기반의 연간 MW당 매출은 약 \$12mn 수준이었던 반면 2026년 신규 계약은 \$20mn 이상, 최근 단기 계약은 \$40~50mn 수준까지 상승한 것으로 추정된다. 계약기간과 GPU 세대, 서비스 범위가 상이해 직접적인 가격 비교에는 한계가 있으나, 즉시 활용 가능한 최신 AI CAPA에 상당한 프리미엄이 형성되고 있다는 점은 분명하다.

이러한 가격 환경은 적어도 2030년까지 이어질 가능성이 높다. AI DC는 전력 확보뿐 아니라 최신 GPU 조달과 고밀도 냉각 인프라 구축까지 필요해 단기간 공급 확대가 어렵다. 2028~2030년에도 공급 대비 초과수요가 40% 이상으로 추정되는 만큼, 신규 CAPA의 계약단가 상승과 장기계약 확대를 뒷받침하는 환경이 지속될 전망이다.

다만 2031년 이후에는 단가의 방향성을 단정하기 어렵다. 현재 계획된 대규모 DC CAPA가 본격적으로 시장에 유입되며, 당사 추정 공급 부족률도 2030년 44%에서 2032년 23%까지 빠르게 축소된다. 동시에 GPU 연산효율과 모델 최적화가 빨라지거나 Agentic·Machine-driven AI 수요가 기대에 미치지 못할 경우, 필요한 물리적 CAPA 역시 낮아질 수 있다. 2030년까지는 공급 제약이 가격을 결정하지만, 이후에는 실제 수요의 실현 여부가 가격을 결정할 가능성이 높다.

그림 22. 네비우스 MW당 연간 계약 가치(ACV/MW)



자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

III. 아시아 지역의 데이터센터 매력도

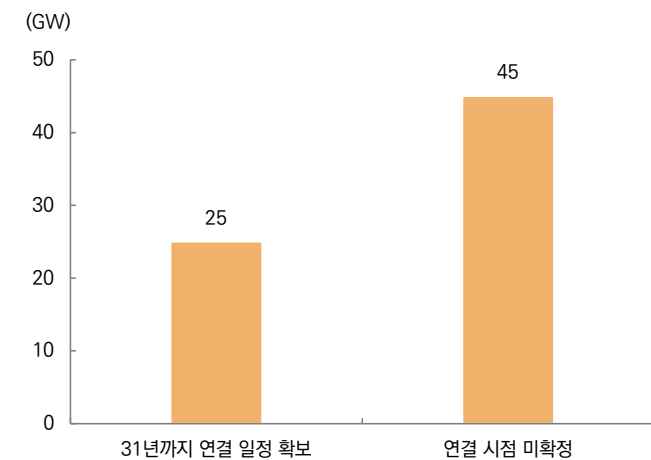
북미, 높아지는 DC 공급 장벽

글로벌 AI 컴퓨트 수요와 DC 인프라는 이미 북미에 높은 편중도를 보이고 있다. 북미는 글로벌 AI 컴퓨트 수요의 약 60~70%, DC 공급의 약 50%를 차지하는 것으로 추정된다. AI 컴퓨트 수요의 북미 집중도가 높은 가운데, 기존 핵심지역의 가용 전력은 빠르게 소진되고 있다. AI DC는 수백MW~GW급 전력을 단기간에 요구하지만, 실제 가동을 위해서는 발전 설비뿐 아니라 송전망·변전소·배전망의 동시 증설이 필요해 향후 증가하는 AI 컴퓨트 수요를 북미 내 신규 DC 공급만으로 충족하기는 점차 어려워질 전망이다.

전력 인프라의 공급속도가 DC 투자 속도를 따라가기 어렵다는 점도 문제다. Virginia에서는 25GW의 신규 DC가 2031년까지 연결 일정을 확보한 반면, 추가 45GW는 연결 시점조차 확정되지 않은 상태다. Northern Virginia와 Silicon Valley 등 기존 핵심시장에서는 신규 전력 확보에 수년이 소요되는 등 지역별 Time-to-Power 격차도 확대되고 있다. 이에 따라 DC 입지의 핵심 변수는 수요지 접근성에서 전력을 얼마나 빠르게 확보할 수 있는가 (Time-to-Power)로 이동하고 있으며, 전력 여력이 있는 신규 지역으로 공급이 분산될 유인도 커지고 있다.

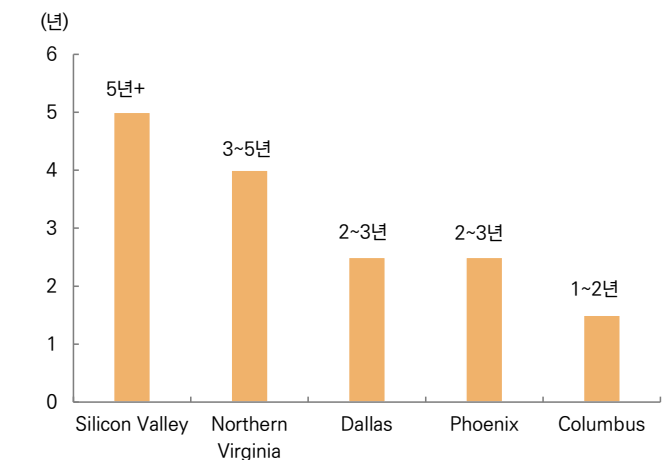
여기에 지역사회 반발과 규제 강화까지 더해지고 있다. Northern Virginia를 중심으로 전기 요금, 송전선·변전소, 소음·용수 및 환경부담에 대한 갈등이 확대되고 있으며, 주요 지역정부도 신규 DC의 입지·인허가 기준을 강화하고 있다. 결국 AI 컴퓨트 수요는 북미에 집중된 반면 이를 수용할 물리적·사회적 공급여력은 제한적이며, 이는 중장기적으로 AI 컴퓨트 인프라가 북미 외 지역으로 분산될 유인을 높일 전망이다.

그림 23. Virginia 신규 DC 전력 연결 현황



자료: Dominion Energy, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 북미 주요 DC 시장 Time-to-Power



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Latency가 AI DC 입지에 미치는 영향은

DC가 주요 수요지에서 멀어질수록 네트워크 Latency는 증가하지만, 국내에서의 지역 이동은 대부분의 AI 연산에서 결정적인 제약이 되기 어렵다. 국내 주요 지역 간 통신 지연은 통상 수~수십ms 수준으로, 수도권에서 지방으로 DC를 이전하더라도 일반적인 AI 서비스에 미치는 영향은 제한적이다. 따라서 지방 DC의 경쟁력은 Latency보다 전력 확보 속도와 비용, 통신망 접근성, 운영 인프라 등에 좌우될 가능성이 높다. 다만 초저지연 서비스는 여전히 수요지 인근 입지가 유리하다.

미국과 아시아처럼 대륙 간 거리가 벌어지면 영향은 연산의 종류에 따라 달라진다. 대규모 학습은 실시간 사용자 응답이 필요하지 않아 최종 사용자와 DC 간 Latency에 상대적으로 비민감하다. 미국과 아시아 간 100ms(0.1초) 이상의 지연도 수일~수개월에 걸친 전체 학습시간에는 영향이 미미하다. 다만 학습 중 GPU 간 통신속도는 매우 중요해 양 지역의 GPU를 연결하기보다는 원격 지역에 독립적인 대규모 GPU 클러스터를 구축하는 방식이 현실적이다. 합성데이터 생성 등 비실시간 추론 역시 원거리 DC 활용의 제약이 크지 않다.

반면 실시간 추론에서는 사용자와 DC 간 Latency가 서비스 품질에 직접적인 영향을 미친다. 챗봇·검색·코딩 보조는 네트워크 지연이 응답시간에 추가되고, 음성·실시간 AI Agent 처럼 반복적인 모델 호출이 필요한 서비스일수록 영향이 커진다. 따라서 향후 AI 연산은 학습·비실시간 추론은 수요지에서 자유롭게 이동하는 반면, Latency에 민감한 실시간 추론은 사용자 인근에 잔류하는 구조로 분화될 가능성이 높다. 이는 AI DC 공급이 반드시 현재의 AI 수요 집중지역에서 확대될 필요는 없음을 의미한다.

표 9. AI 연산 유형별 Latency 민감도 및 입지 특성

	대규모 학습	합성데이터·대량 추론	일반 추론	실시간 추론
Latency 민감도	매우 낮음	낮음	중간	높음
수요지 인접 필요성	낮음	낮음	중간	높음
주요 입지 결정요인	전력·GPU·비용	전력·GPU·비용	비용+Latency	Latency
원거리 DC 활용 가능성	높음	높음	제한적	낮음
대표 사례	프론티어 모델 학습	합성데이터·문서분석	챗봇·검색	음성·실시간 Agent

자료: 미래에셋증권 리서치센터

아시아, AI DC의 새로운 공급 대안

북미의 전력·부지 제약이 심화되는 가운데, 아시아는 AI DC의 대안 공급지로 부상할 전망이다. 대규모 학습 및 비실시간 추론은 최종 수요지와의 Latency에 상대적으로 비민감해 전력 확보 여건에 따라 연산 인프라의 지역 간 이동이 가능하다. 아시아는 대규모 전력과 부지 확보 여력이 상대적으로 높은 지역이 다수 존재하며, 기존의 우수한 통신 인프라와도 연계가 가능하다. 실제 아시아·태평양 DC 개발 파이프라인은 2026년 상반기 26.5GW로 6개월 만에 7.1GW 증가하는 등 신규 공급이 빠르게 확대되고 있다.

상대적으로 우호적인 정책·인허가 환경 역시 공급 확대를 뒷받침할 전망이다. AI·클라우드 인프라를 전략산업으로 인식하는 국가가 늘어나면서 전력·부지 확보, 투자 인센티브 및 관련 인프라 구축을 통한 DC 유치 경쟁도 확대되고 있다. 특히 말레이시아·태국은 대규모 DC 투자를 적극적으로 유치하고 있으며, 일본 역시 전력 제약이 심한 도쿄권에서 지방으로 DC를 분산하기 위한 정책지원을 확대하고 있다. 북미 주요 시장에서 전력망 부담과 지역사회 회 반발로 신규 개발의 제약이 커지는 것과 대비되는 부분이다.

다만 아시아 내에서도 신규 AI DC 공급여건은 지역별로 차별화될 전망이다. 일본·싱가포르 는 우수한 통신 인프라를 보유한 반면 전력·부지 제약이 존재하고, 말레이시아·태국은 대규모 신규 공급을 위한 전력·부지 및 정책 측면에서 우위를 보인다. 한국은 수도권의 공급제약에도 지방을 중심으로 확장 여력이 존재하며, 인도 역시 대규모 전력·부지 확보가 강점이다. 결국 AI 연산의 입지 유연성이 확대될수록, 전력·부지 확보와 개발 속도에서 우위인 아시아 지역으로 글로벌 AI DC 투자가 분산될 가능성이 높다.

표 10. 아시아 주요 지역별 AI DC 공급여건 비교

국가 / 주요 시장	전력 확보	부지 확장성	정책·인허가	통신 인프라	비고
한국 / 서울·지방	★★	★★	★★	★★★★	수도권 공급 제약, 지방은 전력·부지 확장 여력
일본 / 도쿄·오사카·후쿠오카	★	★★	★★★★	★★★★	핵심지역 전력 확보 장기화, 지방 분산 정책 지원
말레이시아 / 조호르	★★★★	★★★★	★★★★	★★	대규모 전력 확보 실적 우수, 향후 Grid 부담 확대
태국 / 방콕	★★	★★★★	★★★★	★★	부지·유치정책 강점, 전력 인프라 확충 진행
인도 / 뭄바이·하이데라바드	★★	★★★★	★★	★★	발전·부지 확장성 우위, 지역별 Grid 여건 편차
싱가포르	★	★	★★	★★★★	전력·토지 구조적 제약, 신규 공급은 선별적

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 결국 중요한 것은 수요 가시성

AI 수요의 성장이 곧 Neocloud의 성장은 아니다

글로벌 AI 컴퓨트 수요의 가파른 성장이 외부 AI 인프라 시장의 동일한 성장을 의미하지는 않는다. Microsoft·Amazon·Google·Meta 등 하이퍼스케일러는 자체 DC와 코로케이션을 병행하며 상당 부분의 AI Workload를 자체 인프라에서 소화하고 있다. 자체 클라우드와 AI 가속기까지 보유한 하이퍼스케일러는 컴퓨트 수요 증가의 상당 부분이 외부 사업자의 매출이 아닌 자체 Capex와 인프라 확대로 흡수될 가능성이 높다. 따라서 전체 AI 컴퓨트 수요를 Neocloud나 외부 DC 사업자의 잠재시장으로 직접 연결해서는 안 된다.

반면 OpenAI·Anthropic 등 자체 DC가 없는 프론티어 AI 사업자는 구조적으로 외부 인프라 의존도가 높다. 다만 이들의 수요도 Neocloud에만 집중되지는 않는다. OpenAI는 Oracle·Azure·AWS와 CoreWeave 등으로 조달처를 다변화하고 있다. Anthropic은 AWS·Google 중심으로 대규모 CAPA를 확보하며 Neocloud를 병행하고 있다.

이에 따라 신규 Neocloud와 코로케이션 사업자에게는 단순한 CAPA 확대보다 자체 인프라가 제한적인 프론티어 AI 사업자의 수요를 얼마나 선점할 수 있는지가 더욱 중요할 전망이다. Neocloud는 OpenAI·Anthropic 등과의 직접 컴퓨트 계약을, 코로케이션 사업자는 AI Lab뿐 아니라 CSP·Neocloud를 통한 직·간접 장기계약을 확보해야 높은 가동률을 지속할 수 있다. 결국 공급 부족이 완화될수록 ‘얼마나 많은 CAPA를 개발했는가’보다 ‘누구의 수요로 그 CAPA를 채울 것인가’가 사업자의 가치를 차별화할 전망이다.

표 11. 주요 AI 사업자의 AI Compute CAPA 조달 구조 추정

사업자	자체 DC	코로케이션	CSP	Neocloud
Microsoft	60%	35%	0%	5%
Amazon	70%	25%	0%	5%
Google	75%	20%	0%	5%
Meta	70%	10%	0%	20%
OpenAI	0%	0%	65%	35%
Anthropic	0%	0%	90%	10%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

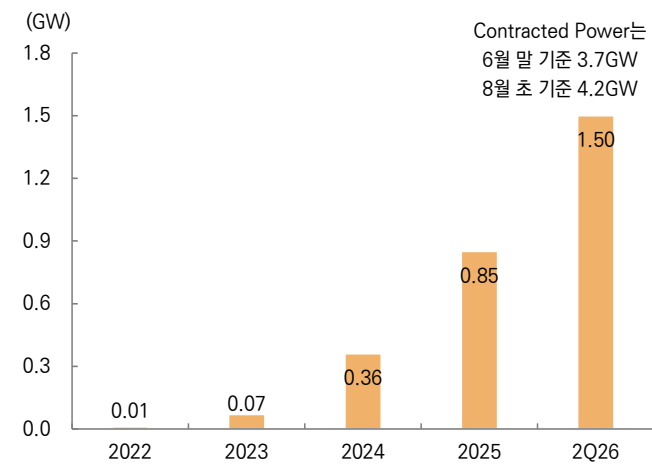
CAPA 확대보다 중요한 수요의 선점

AI DC 시장의 공급 부족이 지속되는 동안에는 전력과 CAPA를 확보하는 것 자체가 경쟁력으로 작용할 수 있다. 그러나 대규모 공급이 본격적으로 시장에 유입될수록 확보한 CAPA를 실제 수요로 채울 수 있는지가 중요해질 전망이다. 특히 AI 인프라는 GPU와 DC 구축에 대규모 선행투자가 필요한 만큼, 장기 고객계약 없이 진행되는 공격적인 CAPA 확대는 향후 가동률과 투자회수 부담으로 이어질 수 있다.

글로벌 Neocloud 사업자들은 이미 대규모 고객계약을 기반으로 CAPA 확대 전략을 강화하고 있다. CoreWeave는 OpenAI·Meta 등과 대규모 장기계약을 확보한 가운데 2030년 8GW 이상의 Active Power를 목표로 하고 있으며, Nebius 역시 Microsoft·Meta와 장기계약을 체결한 이후 글로벌 CAPA 확대를 가속하고 있다. 특히 고객계약에서 발생하는 현금흐름을 활용해 신규 GPU와 인프라 투자를 조달하는 사례도 나타나면서, 수요 가시성은 가동률뿐 아니라 자금조달 여력까지 결정하는 요인으로 확대되고 있다.

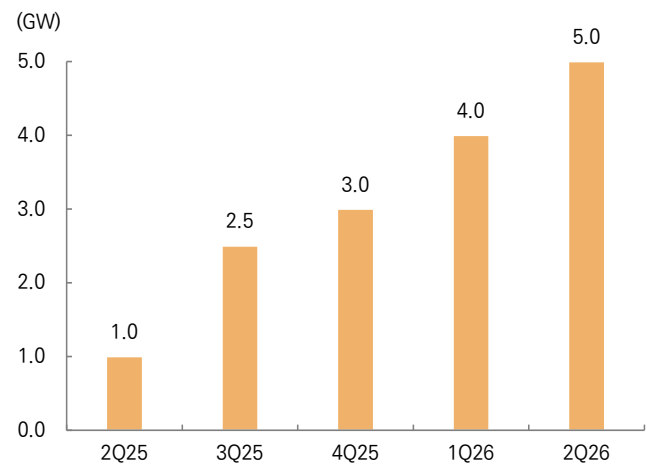
결국 AI 인프라 사업자의 경쟁력은 단순한 개발 파이프라인보다 확정된 고객과 계약의 질에서 차별화될 가능성이 높다. 공급 부족기에는 신규 CAPA 자체가 빠르게 소진될 수 있지만, 수급이 정상화될수록 고객의 신용도와 계약기간, 선금금 및 최소사용조건 등이 사업의 수익성과 투자회수 안정성을 좌우하게 된다. 따라서 중장기적으로는 ‘얼마나 많은 MW를 확보했는가’보다 ‘누구의 수요를 얼마나 장기간 확보했는가’가 중요할 전망이다.

그림 25. 코어위브 Active Power 추이



자료: 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 네비우스 Contracted Power 추이



자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

국내 사업자의 수요 가시성 점검

가장 이상적인 경우는 OpenAI·Anthropic 등 글로벌 프론티어 AI 사업자의 장기 Tenant 수요를 확보하는 것이다. 아직 국내 사업자의 대규모 수주 사례는 제한적이나, NAVER는 NVIDIA·Brookfield와 AI Factory를 200MW까지 확대해 국내외 AI 사업자에게 제공할 계획이다. SKT 역시 NVIDIA와 AI 클라우드 및 대규모 AI DC 개발을 추진하고 있어, NAVER와 SKT가 글로벌 AI Tenant 유치 가능성이 상대적으로 높은 사업자로 판단한다.

두 번째는 그룹 캡티브를 통한 안정적인 Base Load 확보다. 이 측면에서는 삼성SDS의 경쟁력이 두드러진다. 삼성SDS는 장기적으로 800MW 규모 AI 인프라 구축을 추진하고 있으며, 삼성 관계사의 AI 수요를 기반으로 높은 초기 가동률을 확보할 수 있을 전망이다. 그룹 전반의 AI 도입 확대를 감안하면 향후 증설 CAPA의 상당 부분을 캡티브 수요로 소화할 수 있을 것으로 판단한다.

세 번째는 AI DC 투자 확대에 따른 DBO 수요다. AI DC의 대형화·고밀도화로 설계부터 구축·운영까지 전문사업자에 위탁하는 수요 역시 증가할 전망이다. LG CNS는 국내에서 가장 풍부한 DC 구축·운영 레퍼런스를 확보한 대표 DBO 사업자이며, 최근에는 해외 DC 사업으로도 수주 영역을 확대하고 있다. 향후 AI DC 투자가 증가할수록 직접 CAPA를 보유하지 않더라도 고객의 투자 확대를 매출로 흡수할 수 있다는 점이 차별화된 강점이다.

마지막은 Sovereign AI 확대에 따른 공공 수요다. 정부의 AI 컴퓨팅 인프라 투자가 지속되면서 공공 GPU·클라우드 수요 역시 구조적으로 확대될 가능성이 높다. NHN클라우드는 이미 정부 AI 컴퓨팅자원 사업을 통해 양평 AI DC에 7,656장의 GPU 인프라를 구축하는 등 관련 레퍼런스를 확보했다. 공공 클라우드 경험과 GPUaaS 운영역량을 동시에 보유한 NHN은 향후 Sovereign AI 수요 확대의 주요 수혜 사업자로 판단한다.

V. 국내 DC 사업자 현황 및 실적 추정

국내 사업자 DC 타임라인

인터넷·소프트웨어 및 통신 사업자들의 AI DC 투자가 본격화되고 있다. 사업자별로 GPUaaS, 코로케이션, DBO 등 주력 영역은 상이하나, 최근에는 GW 단위의 대규모 증설 계획도 잇따르고 있다. 당사 추정 주요 국내 AI DC 공급 CAPA는 2030년 12.1GW, 2032년 18.0GW까지 확대될 전망이다.

반면 국내 AI 컴퓨팅 수요는 2030년 3.0GW, 2032년 4.8GW 수준으로 추정돼 계획된 공급 규모를 크게 하회한다. 국내 수요만으로는 신규 공급을 모두 소화하기 어려운 만큼, 하이퍼스케일러 및 프론티어랩 등 해외 대형 고객의 수요를 얼마나 유치할 수 있는지가 중요하다. 결국 중장기 AI DC 경쟁력은 확보한 CAPA 자체보다 실제 수요를 선점하고 높은 가동률을 유지할 수 있는 사업자의 역량에서 차별화될 전망이다.

표 12. 국내 주요 사업자 AI DC 사업 CAPA 확보 전망(자체 추정)

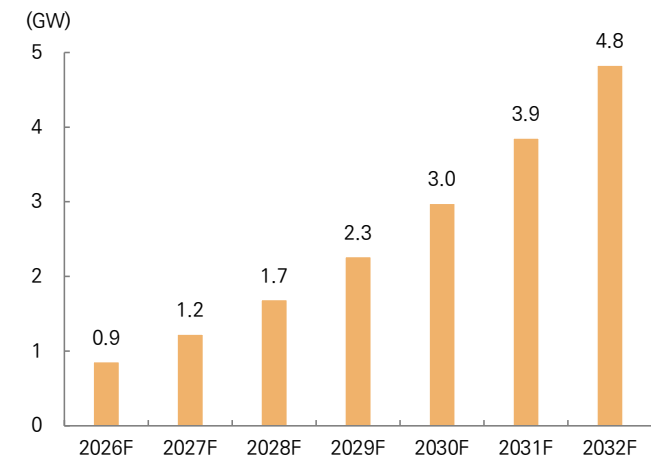
(MW)

사업자	사업 영역	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
SKT	GPUaaS, 코로케이션	100	200	1,000	5,000	6,500	8,000	9,500
NAVER	GPUaaS	0	100	200	400	600	800	1,000
NHN	GPUaaS	4	34	40	53	63	77	87
삼성SDS	GPUaaS	20	20	60	120	120	220	220
삼성SDS	DBO	30	100	200	300	400	500	600
KT	코로케이션 위주	180	210	260	280	300	1,100	1,200
LG유플러스	코로케이션 위주	160	210	280	340	400	460	520
GS	코로케이션 위주	0	0	1,200	2,400	2,400	2,400	2,400
기타 업체 공급 합산	DBO, 코로케이션	200	300	500	900	1,300	1,900	2,500
국내 사업자 공급 CAPA (GW)	합산	0.7	1.2	3.7	9.8	12.1	15.5	18.0

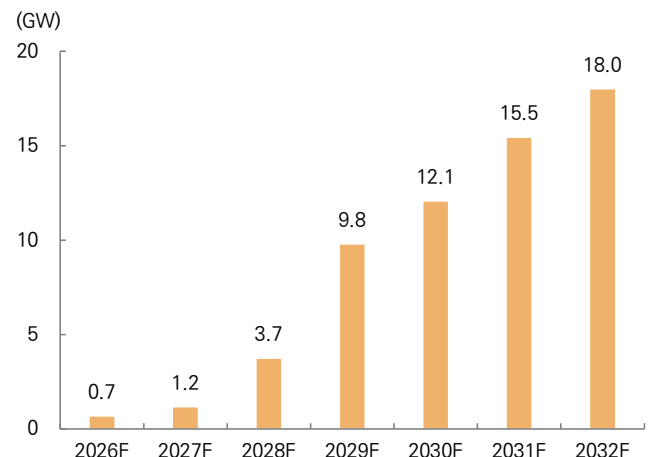
주: 당사 자체 추정 수치로 실제 각 사 중장기 계획과는 괴리가 존재할 수 있음
자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

그림 27. 국내 AI 컴퓨팅 수요 전망

그림 28. 국내 AI DC 공급 CAPA 전망



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래셋증권 리서치센터 추정

주요 GPUaaS 사업자 실적 추정

NAVER

NAVER는 GPUaaS를 중심으로 AI DC 사업을 본격 확대하고 있다. 2027년 100MW를 시작으로 2028년 200MW, 2030년 600MW, 2032년 1GW까지 확대하는 시나리오를 반영했다. 초기에는 외부 DC를 적극 활용해 증설 속도를 높이고, 이후 자체 DC 구축을 병행하면서 자체 DC 비중을 점진적으로 확대할 것으로 예상된다. 특히 500MW 이후 1GW로의 확장 과정에서는 글로벌 DC 구축도 고려하고 있어, 중장기 사업 영역은 국내에 국한되지 않을 전망이다.

다만 공격적인 CAPA 확대의 전제는 결국 대규모 외부 수요 확보다. NAVER는 단순 코로케이션보다 GPU 인프라와 운영 서비스를 함께 제공하는 GPUaaS를 주력으로 하는 만큼, 자체 GPU 인프라를 충분히 보유한 하이퍼스케일러보다는 OpenAI·Anthropic 등 프론티어랩의 컴퓨팅 수요 확보가 중요할 것으로 판단한다. 특히 NAVER가 언급한 200MW 규모 글로벌 고객과의 협력이 실제 장기 계약으로 이어지는지가 향후 증설 계획의 가시성을 판단할 주요 지표가 될 전망이다.

표 13. NAVER AI 팩토리 실적 전망

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
GPUaaS 매출액	1,275	3,250	6,250	10,500	14,500	18,500
(% YoY)	-	155%	92%	68%	38%	28%
임차 DC 매출액	1,000	2,400	3,000	3,000	3,000	3,000
자체 DC 매출액	275	850	3,250	7,500	11,500	15,500
GPUaaS 수전 용량 (MW)	100	200	400	600	800	1,000
임차 DC (MW)	70	150	150	150	150	150
비중	70%	75%	38%	25%	19%	15%
자체 DC (MW)	30	50	250	450	650	850
비중	30%	25%	63%	75%	81%	85%
PUE 가정	1.14	1.13	1.12	1.10	1.09	1.08
GPUaaS IT Load (MW)	88	177	358	543	732	925
임차 DC (MW)	61	133	134	136	137	139
자체 DC (MW)	26	44	224	407	595	787
비용(SPV Compute 사용료)	1,239	3,164	6,076	9,665	12,563	15,097
(% YoY)	-	155%	92%	59%	30%	20%
영업이익	36	86	174	835	1,937	3,403
OPM	3%	3%	3%	8%	13%	18%
(% YoY)	-	136%	103%	379%	132%	76%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

대규모 GPU 조달에는 외부 자본을 활용한 SPV 구조를 적용할 계획이다. SPV가 GPU 및 관련 인프라 투자를 담당하고 NAVER가 이를 임차해 GPUaaS를 제공하는 구조로, NAVER는 초기 CAPEX 부담을 낮추면서 AI 풀스택 운영 및 고객 확보에 집중할 수 있다. 당사는 GPUaaS 매출의 일정 비율을 SPV에 지급하는 형태를 가정했으며, GPU 투자비와 금융비용을 외부 자본과 분담하는 대신 NAVER가 서비스 운영에서 일정 수준의 마진을 확보하는 구조로 추정했다.

초기에는 높은 GPU 감가상각과 SPV 사용료 부담으로 수익성이 제한적이나, 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가와 자체 DC 비중 확대에 점진적인 마진 개선을 예상한다. 이에 NAVER 귀속 GPUaaS 영업이익률은 2027년 3%에서 2030년 8%, 2032년 18%까지 상승할 것으로 추정한다. 자체 DC 확대에 따른 임차비 절감도 긍정적이나, 궁극적인 실적의 핵심은 프론티어랩을 중심으로 GW급 CAPA를 뒷받침할 장기 수요를 확보할 수 있는지 여부가 될 전망이다.

표 14. NAVER AI 데이터센터 SPV 실적 전망

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
매출액	1,239	3,164	6,076	9,665	12,563	15,097
(% YoY)	-	155%	92%	59%	30%	20%
비용	1,086	2,774	5,326	8,405	10,823	12,877
(% of GPUaaS Sales)	85%	85%	85%	80%	75%	70%
1) 감가상각비	467	1,283	2,628	4,204	5,799	7,354
(% of GPUaaS Sales)	37%	39%	42%	40%	40%	40%
GPU 서버 관련	437	1,177	2,350	3,684	5,035	6,358
기타 인프라	30	105	278	520	764	996
CAPEX	4,600	6,200	12,551	14,126	15,899	16,611
GPU 서버 관련	3,798	4,763	8,973	9,988	11,536	12,366
비중	83%	77%	71%	71%	73%	74%
기타 인프라	802	1,437	3,578	4,139	4,363	4,245
비중	17%	23%	29%	29%	27%	26%
유형자산	4,323	9,452	19,779	30,094	40,598	50,225
GPU 서버 관련	3,538	7,313	14,285	20,919	27,763	34,087
기타 인프라	785	2,139	5,495	9,175	12,834	16,138
2) 전기료	138	342	636	1,017	1,250	1,413
(% of GPUaaS Sales)	11%	11%	10%	10%	9%	8%
3) 감가상각비 제외 운영비	481	1,150	2,062	3,184	3,774	4,110
(% of GPUaaS Sales)	38%	35%	33%	30%	26%	22%
GPUaaS 사업 총 영업이익	189	476	924	2,095	3,677	5,623
(% of GPUaaS Sales)	15%	15%	15%	20%	25%	30%
SPV 몫	153	390	750	1,260	1,740	2,220
(% of GPUaaS Sales)	12%	12%	12%	12%	12%	12%
NAVER AI 팩토리 몫	36	86	174	835	1,937	3,403
(% of GPUaaS Sales)	3%	3%	3%	8%	13%	18%
영업이익	153	390	750	1,260	1,740	2,220
OPM	12%	12%	12%	13%	14%	15%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성SDS

삼성SDS의 AI DC CAPA는 29년 120MW, 31년 220MW까지 확대될 예정이다. 29년 가동 목표인 구미 DC는 초기 60MW로, 31년까지 120MW로 확장할 계획이다. 한국 CC는 28년 40MW로 가동해 31년까지 80MW로 확대할 계획이다. 이에 GPUaaS 매출액은 27년 2,130억원에서 32년 2.6조원까지 증가할 전망이다.

삼성SDS의 차별점은 삼성 관계사를 중심으로 한 캡티브 수요 확보 가능성이다. 대규모 외부 고객 확보가 중요한 NAVER와 달리, 삼성전자 등 그룹 내 AI 연산 수요와 기존 기업 클라우드 고객을 기반으로 상대적으로 안정적인 수요 확보가 가능할 것으로 판단한다. 여기에 공공 GPU 사업 수주를 통해 외부 GPUaaS 레퍼런스도 확보하고 있어, 향후 기업용 생성형 AI 및 추론 수요 확대가 추가적인 성장 동력이 될 수 있다.

수익성은 초기 GPU 감가상각으로 인해 변동성이 나타날 수 있으나, CAPA 확대와 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가로 중장기 개선이 예상된다. DC 구축·운영 역량을 활용한 DBO 사업도 성장축으로 반영했다. 이를 합산한 AI DC 영업이익은 27년 440억원에서 32년 9,500억원까지 증가할 것으로 추정한다.

표 15. 삼성SDS AI DC 실적 추정

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
GPUaaS 매출액	213	351	1,036	1,455	1,605	2,587
동탄 DC	213	351	360	364	367	370
구미 DC	0	0	676	1,091	1,238	2,218
GPUaaS 수전 용량 (MW)	20	40	120	120	190	220
동탄 DC (MW)	20	20	20	20	20	20
구미 DC (MW)	0	0	60	60	90	120
한국 CC (MW)	0	20	40	40	80	80
PUE 가정	1.16	1.12	1.11	1.10	1.09	1.08
GPUaaS IT Load (MW)	17	36	109	109	175	204
영업비용	176	379	841	1,113	1,274	1,811
1. 감가상각비	46	176	286	377	515	661
(% of GPUaaS Sales)	22%	50%	28%	26%	32%	26%
GPU 서버 관련	39	149	241	318	436	561
기타 인프라	7	27	45	60	79	100
2. 전기료	23	37	105	144	153	239
(% of GPUaaS Sales)	11%	11%	10%	10%	10%	9%
3. 기타 운영비	107	165	450	592	606	911
(% of GPUaaS Sales)	50%	47%	43%	41%	38%	35%
GPUaaS 영업이익	37	-27	195	342	330	777
OPM	17%	-8%	19%	23%	21%	30%
한국 CC 지분법 이익	0	5	36	36	68	72
DBO 영업이익	7	20	36	55	77	101
영업이익+지분이익	44	-3	267	433	474	950

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NHN

NHN은 정부 GPU 사업을 기반으로 AI DC 사업을 확대하고 있다. 초기에는 정부 GPU 활용 매출액이 대부분을 차지하지만, 자체 GPU 투자가 이어지면서 2028년부터는 자체 GPU 활용 매출액이 본격화될 전망이다. 당사는 GPUaaS 수전용량이 2026년 4MW에서 2032년 87MW까지 확대되고, AI DC 매출액은 같은 기간 750억원에서 1.5조원까지 증가할 것으로 전망한다.

자체 GPU 확대에 따른 감가상각 부담으로 2028~2029년 AI DC 사업 마진율 하락이 예상되나, 2030년 이후 규모의 경제에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 중장기적으로 20% 이상의 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단한다. 영업이익은 2028년 970억원에서 2032년 3,210억원까지 증가할 것으로 추정한다.

표 16. NHN AI DC 실적 전망

(십억원)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
AI DC 매출액	75	109	562	796	1,018	1,229	1,519
YoY 성장률		45%	416%	41%	28%	21%	24%
정부 GPU 활용 매출액	75	109	172	182	206	202	260
(% of Total DC Sales)	100%	100%	31%	23%	20%	16%	17%
자체 GPU 활용 매출액	0	0	390	614	812	1,027	1,259
(% of Total DC Sales)	0%	0%	69%	77%	80%	84%	83%
임차 DC 매출액	75	109	385	524	644	747	887
(% of Total DC Sales)	100%	100%	69%	66%	63%	61%	58%
자체 DC 매출액	0	0	177	272	374	482	632
(% of Total DC Sales)	0%	0%	31%	34%	37%	39%	42%
GPUaaS 수전 용량 (MW)	4	6	40	53	63	77	87
PUE 가정	1.32	1.29	1.26	1.23	1.20	1.18	1.15
GPUaaS IT Load (MW)	3	5	31	43	52	65	76
정부 GPU 활용 (MW)	3	5	7	9	8	10	8
자체 GPU 활용 (MW)	0	0	25	34	44	56	68
GPUaaS 임차 DC (MW)	3	5	21	28	32	39	44
GPUaaS 자체 DC (MW)	0	0	10	15	20	26	32
비용	53	76	466	665	831	988	1,198
1. 감가상각비(임차료 제외)	32	46	302	428	533	638	777
- 정부 GPU 관련(회계처리)	11	15	24	25	28	28	36
(% of 정부 GPU Sales)	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
- 자체 GPU 관련	0	0	172	261	332	409	502
(% of 자체 GPU Sales)	0%	0	44%	43%	41%	40%	40%
- DC 임차 관련	21	31	106	142	173	201	239
(% of 임차 DC Sales)	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%
2. 전기료	9	13	63	82	97	108	123
(% of Total DC Sales)	12%	12%	11%	10%	10%	9%	8%
3. 기타 운영비	12	18	100	156	200	242	299
(% of Total DC Sales)	16%	16%	18%	20%	20%	20%	20%
영업이익	23	33	97	130	188	241	321
OPM	30%	30%	17%	16%	18%	20%	21%
금융 관련 비용	0	0	15	24	33	42	55
(% of 자체 DC Sales)	0%	0%	9%	9%	9%	9%	9%
순이익	17	24	61	80	116	149	199
NPM	23%	22%	11%	10%	11%	12%	13%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

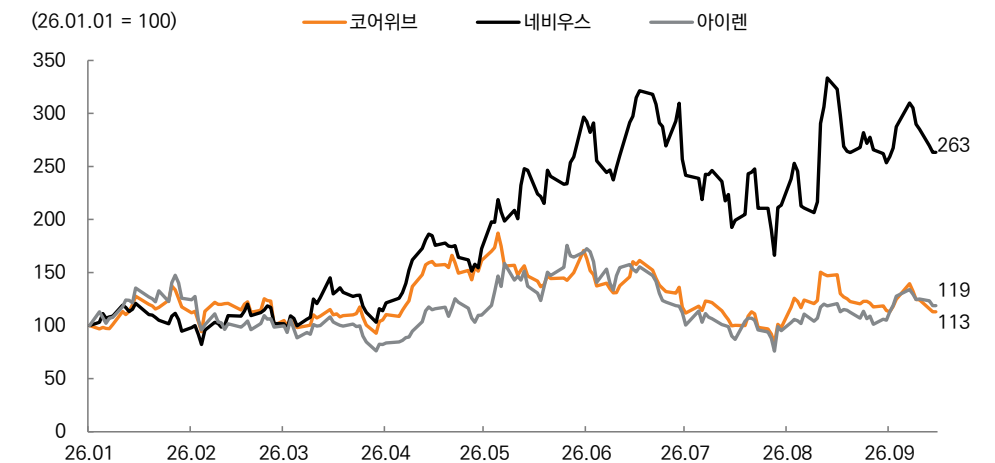
VI. 밸류에이션 및 투자전략

코어위브, 네비우스, 아이렌이 주는 시사점

글로벌 Neocloud 3사는 CAPA 확대가 가파른 외형 성장과 수익성 개선으로 이어지는 구간에 진입했다. 2Q26 코어위브 매출은 25.8억달러로 전년동기 대비 112% 증가했고 Adjusted EBITDA margin은 59%를 기록했다. 네비우스 역시 매출 5.8억달러(+454% YoY), AI Cloud Adjusted EBITDA margin 45%를 기록하는 등 시장 기대를 상회하는 실적과 수익성 개선이 이어지고 있다. IREN도 4Q FY26 AI Cloud 매출이 전분기 대비 110% 증가하며 본격적인 실적 기여가 시작됐다.

다만 주가 성과는 차별화됐다. 연초 이후 코어위브와 IREN이 10~20% 상승한 반면 네비우스는 2배 이상 상승했는데, 장기 수요 가시성의 빠른 개선이 리레이팅의 핵심 배경으로 판단한다. 네비우스는 Microsoft와 174억달러 규모의 5년 계약을 체결한 데 이어, Meta와 2025년 약 30억달러, 2026년에는 120억달러 규모의 확정 계약과 최대 150억달러의 추가 구매 약정을 확보했다. 향후 AI DC 공급 확대를 감안하면 CAPA 자체보다 대형 고객과의 장기계약을 통해 가동률과 투자회수 가시성을 확보한 사업자에 주목할 필요가 있다.

그림 29. 코어위브, 네비우스, 아이렌 상대주가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 글로벌 Neocloud 3사 주요 장기계약 현황

사업자	고객	발표 시점	계약 규모	기간 / CAPA
CoreWeave	Meta	2026.04	\$21bn	~2032
CoreWeave	Anthropic	2026.04	비공개	다년
Nebius	Microsoft	2025.09	\$17.4bn	5년 / ~2031
Nebius	Meta	2025.11	~\$3bn	5년
Nebius	Meta	2026.03	최대 \$27bn	5년
IREN	Microsoft	2025.11	\$9.7bn	5년 / 200MW
IREN	NVIDIA	2026.05	\$3.4bn	5년 / ~60MW

자료: 미래에셋증권 리서치센터

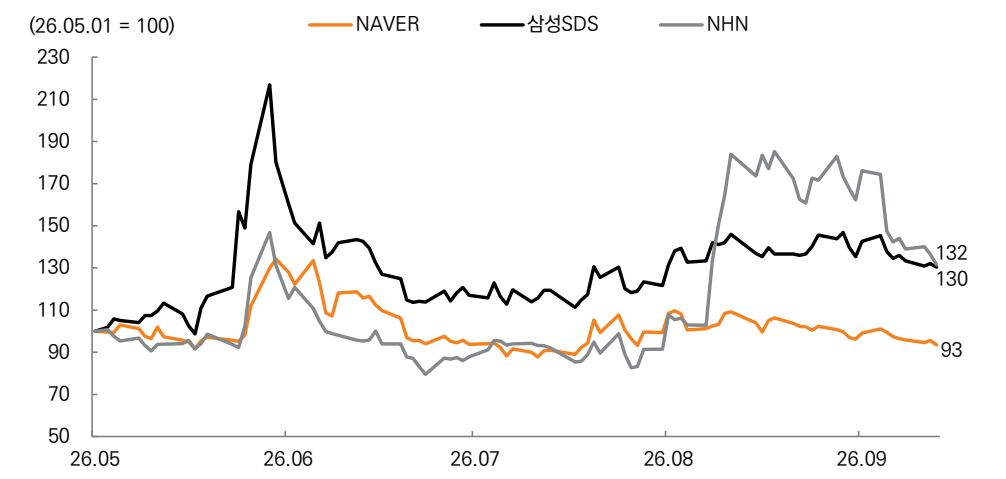
수요 가시성 기반의 투자전략 필요

AI DC 사업 계획이 본격화된 5월 이후 국내 GPUaaS 주요 사업자의 주가도 수요 가시성과 사업 진척도에 따라 차별화되고 있다. 삼성SDS는 자기자본 중심의 CAPA 증설과 삼성 계열사 기반 캡티브 수요가 강점으로 부각되며 12MF P/E 20배 수준까지 리레이팅됐다. NHN은 2Q26부터 GPUaaS 매출과 수익성 개선이 확인되며 실적 발표 이후 리레이팅이 진행됐다. 반면 NAVER는 대규모 CAPA 계획 대비 외부 수요의 가시성이 낮다는 시장의 의구심이 존재하며, 협의 중인 200MW 외부 테넌트 계약 공개가 향후 리레이팅의 주요 트리거가 될 전망이다.

수요-공급 불균형이 지속되며 MW당 매출 단가가 빠르게 상승하는 구간에서는 실적 추정치 상향에 따른 추가 리레이팅이 가능하다. 다만 장기적으로는 GPUaaS 수요의 불확실성을 고려할 필요가 있다. 하이퍼스케일러는 자체 DC·GPU 구축 역량을 보유해 외부 DC를 임차하더라도 GPUaaS까지 위탁할 유인이 낮다. 프론티어랩 역시 현재는 급증하는 컴퓨트 수요에 대응해 Neocloud를 활용하지만, 장기적으로 직접 GPU를 확보하고 DC·전력만 임차하는 비중이 높아질 수 있다.

따라서 AI DC 투자에서는 수요 가시성이 높거나 향후 높아질 사업자를 우선할 필요가 있다. 당사는 수요 가시성을 캡티브, 정부, 외부 테넌트 순으로 평가하며, 대형 외부 테넌트에 의존하는 순수 GPUaaS보다 코로케이션·DBO를 병행하는 사업자의 안정성이 높다고 판단한다. 대형주에서는 캡티브 수요를 확보한 삼성SDS, 중소형주에서는 정부 수요를 선점하고 실적이 가장 먼저 확인된 NHN을 Top Pick으로 제시한다. LG CNS 역시 DBO 경쟁력을 기반으로 GPUaaS까지 확장하고 있어 추가적인 리레이팅 가능성이 존재한다.

그림 30. 주요 GPUaaS 3사 상대 주가 추이



Global Company Analysis

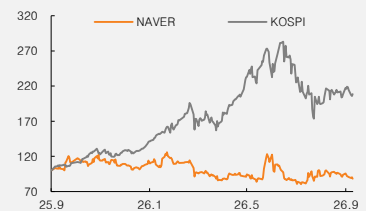
투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	280,000원
현재주가(26/9/16)	201,500원
상승여력	39.0%

영업이익(26F, 십억원)	2,170
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	2,197

EPS 성장률(26F, %)	0.0
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	16.3
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,717.97

시가총액(십억원)	30,647
발행주식수(백만주)	159
유동주식비율(%)	90.0
외국인 보유비중(%)	36.0
베타(12M) 일간수익률	0.38
52주 최저가(원)	183,200
52주 최고가(원)	287,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.6	-7.6	-14.3
상대주가	-8.2	-23.6	-56.0



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

NAVER

대형 테넌트 계약이 필요

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급은 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 다만 공급이 본격화되는 중장기에는 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

27년 이후 GPUaaS 사업 본격화

AI DC CAPA는 27년 100MW를 시작으로 28년 200MW, 30년 600MW, 32년 1GW까지 확대될 것으로 예상된다. 27년 상반기부터 55MW 규모의 AI DC 가동을 계획하고 있으며 27년 연간 1.2조원 수준의 매출을 올릴 전망이다. 30년 AI DC 매출액은 10.5조원, 32년 매출액으로 18.5조원을 예상한다.

초기에는 높은 GPU 감가상각과 SPV 사용료 부담으로 수익성이 제한적이거나, 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가와 자체 DC 비중 확대로 점진적인 마진 개선을 예상된다. 동사의 AI 팩토리 영업이익률은 27년 3%에서 30년 8%, 32년 18%까지 상승할 것으로 추정한다.

리레이팅의 키는 수요 가시성 확보

투자 의견 '매수', 목표주가 280,000원(27F Target P/E 20배)을 유지한다. 27F P/E 15배 수준에서 거래 중이며, 현재 주가는 AI DC 사업 공식화 이전 수준에 머물러 있다. 주가 부진의 요인으로 1) 실적 수익성 악화, 2) 플랫폼 트래픽 및 광고 성장성 둔화, 3) AI DC 사업 수요 가시성에 대한 의문을 꼽을 수 있다.

기존 본업의 부진과 관련한 1), 2) 요인은 단기간에 해결이 어려우나, AI DC 사업의 수요 가시성은 대형 테넌트 계약 공개 시 빠르게 개선될 수 있다. 동사는 초기 200MW 이상의 CAPA를 요구하는 잠재 고객이 존재한다고 밝힌 바 있다. 밸류에이션 부담이 낮은 가운데 트레이딩 관점에서 접근이 용이한 구간이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,852	16,749	20,427
영업이익 (십억원)	1,979	2,208	2,170	2,550	2,938
영업이익률 (%)	18.4	18.3	15.7	15.2	14.4
순이익 (십억원)	1,923	1,953	1,932	2,182	2,526
EPS (원)	11,913	12,376	12,376	13,695	15,851
ROE (%)	7.9	7.4	6.6	6.8	7.4
P/E (배)	16.7	19.6	16.3	14.7	12.7
P/B (배)	1.2	1.3	1.0	1.0	0.9
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.4	1.6	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

AI DC 실적 추정

동사는 GPUaaS를 중심으로 AI DC 사업을 본격 확대하고 있다. 2027년 100MW를 시작으로 2028년 200MW, 2030년 600MW, 2032년 1GW까지 확대하는 시나리오를 반영했다. 초기에는 외부 DC를 적극 활용해 증설 속도를 높이고, 이후 자체 DC 구축을 병행하면서 자체 DC 비중을 점진적으로 확대할 것으로 예상된다. 특히 500MW 이후 1GW로의 확장 과정에서는 글로벌 DC 구축도 고려하고 있어, 중장기 사업 영역은 국내에 국한되지 않을 전망이다.

다만 공격적인 CAPA 확대의 전제는 결국 대규모 외부 수요 확보다. NAVER는 단순 코로케이션보다 GPU 인프라와 운영 서비스를 함께 제공하는 GPUaaS를 주력으로 하는 만큼, 자체 GPU 인프라를 충분히 보유한 하이퍼스케일러보다는 OpenAI·Anthropic 등 프론티어랩의 컴퓨팅 수요 확보가 중요할 것으로 판단한다. 특히 NAVER가 언급한 200MW 규모 글로벌 고객과의 협력이 실제 장기 계약으로 이어지는지가 향후 증설 계획의 가시성을 판단할 주요 지표가 될 전망이다.

표 18. NAVER AI 팩토리 실적 전망

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
GPUaaS 매출액	1,275	3,250	6,250	10,500	14,500	18,500
(% YoY)	-	155%	92%	68%	38%	28%
임차 DC 매출액	1,000	2,400	3,000	3,000	3,000	3,000
자체 DC 매출액	275	850	3,250	7,500	11,500	15,500
GPUaaS 수전 용량 (MW)	100	200	400	600	800	1,000
임차 DC (MW)	70	150	150	150	150	150
비중	70%	75%	38%	25%	19%	15%
자체 DC (MW)	30	50	250	450	650	850
비중	30%	25%	63%	75%	81%	85%
PUE 가정	1.14	1.13	1.12	1.10	1.09	1.08
GPUaaS IT Load (MW)	88	177	358	543	732	925
임차 DC (MW)	61	133	134	136	137	139
자체 DC (MW)	26	44	224	407	595	787
비용(SPV Compute 사용료)	1,239	3,164	6,076	9,665	12,563	15,097
(% YoY)	-	155%	92%	59%	30%	20%
영업이익	36	86	174	835	1,937	3,403
OPM	3%	3%	3%	8%	13%	18%
(% YoY)	-	136%	103%	379%	132%	76%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

대규모 GPU 조달에는 외부 자본을 활용한 SPV 구조를 적용할 계획이다. SPV가 GPU 및 관련 인프라 투자를 담당하고 NAVER가 이를 임차해 GPUaaS를 제공하는 구조로, NAVER는 초기 CAPEX 부담을 낮추면서 AI 풀스택 운영 및 고객 확보에 집중할 수 있다. 당사는 GPUaaS 매출의 일정 비율을 SPV에 지급하는 형태를 가정했으며, GPU 투자비와 금융비용을 외부 자본과 분담하는 대신 NAVER가 서비스 운영에서 일정 수준의 마진을 확보하는 구조로 추정했다.

초기에는 높은 GPU 감가상각과 SPV 사용료 부담으로 수익성이 제한적이나, 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가와 자체 DC 비중 확대에 따른 점진적인 마진 개선을 예상한다. 이에 NAVER 귀속 GPUaaS 영업이익률은 2027년 3%에서 2030년 8%, 2032년 18%까지 상승할 것으로 추정한다. 자체 DC 확대에 따른 임차비 절감도 긍정적이나, 궁극적인 실적의 핵심은 프론티어랩을 중심으로 GW급 CAPA를 뒷받침할 장기 수요를 확보할 수 있는지 여부가 될 전망이다.

표 19. NAVER AI 데이터센터 SPV 실적 전망

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
매출액	1,239	3,164	6,076	9,665	12,563	15,097
(% YoY)	-	155%	92%	59%	30%	20%
비용	1,086	2,774	5,326	8,405	10,823	12,877
(% of GPUaaS Sales)	85%	85%	85%	80%	75%	70%
1) 감가상각비	467	1,283	2,628	4,204	5,799	7,354
(% of GPUaaS Sales)	37%	39%	42%	40%	40%	40%
GPU 서버 관련	437	1,177	2,350	3,684	5,035	6,358
기타 인프라	30	105	278	520	764	996
CAPEX	4,600	6,200	12,551	14,126	15,899	16,611
GPU 서버 관련	3,798	4,763	8,973	9,988	11,536	12,366
비중	83%	77%	71%	71%	73%	74%
기타 인프라	802	1,437	3,578	4,139	4,363	4,245
비중	17%	23%	29%	29%	27%	26%
유형자산	4,323	9,452	19,779	30,094	40,598	50,225
GPU 서버 관련	3,538	7,313	14,285	20,919	27,763	34,087
기타 인프라	785	2,139	5,495	9,175	12,834	16,138
2) 전기료	138	342	636	1,017	1,250	1,413
(% of GPUaaS Sales)	11%	11%	10%	10%	9%	8%
3) 감가상각비 제외 운영비	481	1,150	2,062	3,184	3,774	4,110
(% of GPUaaS Sales)	38%	35%	33%	30%	26%	22%
GPUaaS 사업 총 영업이익	189	476	924	2,095	3,677	5,623
(% of GPUaaS Sales)	15%	15%	15%	20%	25%	30%
SPV 몫	153	390	750	1,260	1,740	2,220
(% of GPUaaS Sales)	12%	12%	12%	12%	12%	12%
NAVER AI 팩토리 몫	36	86	174	835	1,937	3,403
(% of GPUaaS Sales)	3%	3%	3%	8%	13%	18%
영업이익	153	390	750	1,260	1,740	2,220
OPM	12%	12%	12%	13%	14%	15%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 20. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,585	3,637	12,035	13,852	16,749	20,427
(% YoY)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	14.3%	13.8%	12.1%	15.1%	20.9%	22.0%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	2,012	2,055	6,965	7,809	8,669	9,650
(% YoY)	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	12.3%	10.7%	11.1%	13.5%	12.1%	11.0%	11.3%
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,507	1,529	5,436	5,877	6,353	6,878
서비스	328	347	419	435	445	455	505	527	1,529	1,932	2,316	2,772
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	471	496	517	1,668	1,943	2,257	2,576
(% YoY)	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	16.0%	16.1%	15.1%	12.2%	16.5%	16.1%	14.1%
글로벌 도전	795	816	894	896	942	1,016	1,077	1,065	3,402	4,100	5,823	8,201
(% YoY)	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	24.4%	20.5%	18.9%	9.3%	20.5%	42.0%	40.8%
C2C	223	228	251	286	351	398	410	426	987	1,585	1,879	2,117
콘텐츠	446	462	498	445	440	464	493	440	1,851	1,838	1,856	1,875
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	174	199	564	677	2,088	4,209
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,868	3,037	3,077	9,827	11,682	14,199	17,489
(% YoY)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	19.8%	18.3%	19.1%	12.2%	18.9%	21.6%	23.2%
개발/운영비용	671	683	733	744	749	787	808	830	2,831	3,174	3,478	3,826
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,257	1,327	1,341	4,265	5,112	5,711	6,339
인프라	189	198	219	205	251	220	250	234	811	954	2,305	4,347
마케팅	430	482	502	506	512	605	653	673	1,920	2,442	2,706	2,977
영업이익	505	522	571	611	542	520	548	560	2,208	2,170	2,550	2,938
(% YoY)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-3.9%	-8.3%	11.6%	-1.7%	17.5%	15.2%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	15.3%	15.4%	18.3%	15.7%	15.2%	14.4%
지배주주순이익	425	489	726	313	285	699	469	480	1,953	1,932	2,182	2,526
NPM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	20.6%	13.1%	13.2%	16.2%	14.0%	13.0%	12.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,035	13,852	16,749	20,427
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	12,035	13,852	16,749	20,427
판매비와관리비	9,827	11,682	14,199	17,489
조정영업이익	2,208	2,170	2,550	2,938
영업이익	2,208	2,170	2,550	2,938
비영업손익	212	390	360	429
금융손익	114	137	163	203
관계기업등 투자손익	495	228	173	201
세전계속사업손익	2,420	2,560	2,910	3,367
계속사업법인세비용	601	616	727	842
계속사업이익	1,819	1,944	2,182	2,526
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,819	1,944	2,182	2,526
지배주주	1,953	1,932	2,182	2,526
비지배주주	-134	11	0	0
총포괄이익	1,938	1,944	2,182	2,526
지배주주	2,087	2,094	2,351	2,721
비지배주주	-150	-150	-169	-195
EBITDA	2,953	2,977	3,400	3,832
FCF	1,861	1,049	2,086	2,405
EBITDA 마진율 (%)	24.5	21.5	20.3	18.8
영업이익률 (%)	18.3	15.7	15.2	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	13.9	13.0	12.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,928	12,832	14,221	15,895
현금 및 현금성자산	5,984	7,552	8,913	10,540
매출채권 및 기타채권	1,593	1,901	1,901	1,920
재고자산	20	20	21	21
기타유동자산	3,331	3,359	3,386	3,414
비유동자산	30,156	33,340	33,759	34,192
관계기업투자등	16,649	17,681	17,858	18,037
유형자산	3,608	4,516	4,749	4,989
무형자산	3,421	4,654	4,661	4,673
자산총계	41,084	46,172	47,980	50,087
유동부채	8,019	7,614	7,668	7,723
매입채무 및 기타채무	978	988	998	1,008
단기금융부채	1,962	2,400	2,402	2,405
기타유동부채	5,079	4,226	4,268	4,310
비유동부채	4,113	6,013	6,039	6,064
장기금융부채	2,211	3,441	3,441	3,441
기타비유동부채	1,902	2,572	2,598	2,623
부채총계	12,131	13,627	13,707	13,788
지배주주지분	27,582	31,163	32,891	34,917
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,586	1,609	1,609	1,609
이익잉여금	27,626	29,165	30,893	32,919
비지배주주지분	1,371	1,382	1,382	1,382
자본총계	28,953	32,545	34,273	36,299

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,096	2,702	3,106	3,476
당기순이익	1,819	1,944	2,182	2,526
비현금수익비용가감	1,362	1,261	1,390	1,508
유형자산감가상각비	680	745	787	831
무형자산상각비	65	62	63	63
기타	617	454	540	614
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	462	-49	75	56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	0	0	-5
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	0	0	0
법인세납부	-707	-616	-727	-842
투자활동으로 인한 현금흐름	-744	-2,977	-1,117	-1,173
유형자산처분(취득)	-1,220	-1,653	-1,020	-1,071
무형자산감소(증가)	-84	-1,295	-70	-75
장단기금융자산의 감소(증가)	449	-29	-27	-27
기타투자활동	111	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-524	861	-452	-497
장단기금융부채의 증가(감소)	372	1,232	2	2
자본의 증가(감소)	164	23	0	0
배당금의 지급	-168	-394	-454	-500
기타재무활동	-892	0	0	1
현금의 증가	1,788	1,568	1,361	1,627
기초현금	4,196	5,984	7,552	8,913
기말현금	5,984	7,552	8,913	10,540

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	19.6	16.3	14.7	12.7
P/CF (x)	12.0	9.8	9.0	8.0
P/B (x)	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	11.9	9.2	7.6	6.3
EPS (원)	12,376	12,376	13,695	15,851
CFPS (원)	20,154	20,523	22,416	25,313
BPS (원)	180,117	199,782	210,627	223,343
DPS (원)	2,630	2,893	3,182	3,182
배당성향 (%)	21.6	23.4	22.9	19.8
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	12.1	15.1	20.9	22.0
EBITDA증가율 (%)	11.3	0.8	14.2	12.7
조정영업이익증가율 (%)	11.6	-1.7	17.5	15.2
EPS증가율 (%)	3.9	0.0	10.7	15.7
매출채권 회전율 (회)	24.8	28.2	34.1	41.3
재고자산 회전율 (회)	573.4	681.1	815.4	984.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	4.5	4.6	5.2
ROE (%)	7.4	6.6	6.8	7.4
ROIC (%)	37.7	27.3	25.3	28.4
부채비율 (%)	41.9	41.9	40.0	38.0
유동비율 (%)	136.3	168.5	185.4	205.8
순차입금/자기자본 (%)	-14.6	-14.7	-18.0	-21.5
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	17.2	18.0	20.8

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 300,000원
현재주가(26/9/16)	217,500원
상승여력	37.9%

영업이익(26F, 십억원)	828
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	824
EPS 성장률(26F, %)	-11.2
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	25.0
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,717.97
시가총액(십억원)	16,830
발행주식수(백만주)	77
유동주식비율(%)	51.0
외국인 보유비중(%)	18.9
베타(12M) 일간수익률	0.70
52주 최저가(원)	148,300
52주 최고가(원)	362,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.7	37.2	30.6
상대주가	-7.2	13.4	-33.0



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

삼성에스디에스

AI DC 사업자 중 최선호

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급은 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 다만 공급이 본격화되는 중장기에는 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

AI DC 증설에 따른 실적 기여 본격화

동사의 AI DC CAPA는 29년 120MW, 31년 220MW까지 확대될 예정이다. 29년 가동 목표인 구미 DC는 초기 60MW로, 31년까지 120MW로 확장할 계획이다. 한국 CC는 28년 40MW로 가동해 31년까지 80MW로 확대할 계획이다. 이에 GPUaaS 매출액은 27년 2,130억원에서 32년 2.6조원까지 증가할 전망이다.

수익성은 초기 GPU 감가상각으로 인해 변동성이 나타날 수 있으나, CAPA 확대와 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가로 중장기 개선이 예상된다. DC 구축·운영 역량을 활용한 DBO 사업도 성장축으로 반영했다. 이를 합산한 AI DC 영업이익은 27년 440억원에서 32년 9,500억원까지 증가할 것으로 추정한다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 300,000원으로 상향

실적 기준연도 변경(27년→28년)으로 목표주가를 260,000원에서 300,000원(타겟 P/E 22배 유지)으로 상향하며, 인터넷/SW 업종 대형주 Top Pick으로 추천한다. 국내 AI DC 사업자 중에서 가장 높은 수요 가시성을 확보한 업체로 차별화된 밸류에이션을 부여받을 만하다. 27F P/E 18.3배, 28F 15.9배에서 거래 중이다.

동사가 제시한 220MW CAPA는 캡티브 수요로도 상당 부분 소화 가능할 전망이다. 대형 외부 테넌트가 필요한 경쟁사 대비 수요 가시성이 높다. 자기자본 중심의 투자로 이익 레버리지 효과도 클 전망이다. 컴퓨터 단가 상승이 본격화되며 밸류에이션 리레이팅이 나타날 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	13,828	13,930	14,438	15,458	16,517
영업이익 (십억원)	911	957	828	1,163	1,347
영업이익률 (%)	6.6	6.9	5.7	7.5	8.2
순이익 (십억원)	757	760	674	920	1,055
EPS (원)	9,783	9,816	8,712	11,884	13,636
ROE (%)	8.4	7.9	6.7	8.6	9.2
P/E (배)	13.1	17.5	25.0	18.3	15.9
P/B (배)	1.1	1.3	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	2.3	1.9	1.5	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 삼성에스디에스, 미래에셋증권 리서치센터

AI DC 실적 추정

동사의 AI DC CAPA는 29년 120MW, 31년 220MW까지 확대될 예정이다. 29년 가동 목표인 구미 DC는 초기 60MW로, 31년까지 120MW로 확장할 계획이다. 한국 CC는 28년 40MW로 가동해 31년까지 80MW로 확대할 계획이다. 이에 GPUaaS 매출액은 27년 2,130억원에서 32년 2.6조원까지 증가할 전망이다.

삼성SDS의 차별점은 삼성 관계사를 중심으로 한 캡티브 수요 확보 가능성이다. 대규모 외부 고객 확보가 중요한 NAVER와 달리, 삼성전자 등 그룹 내 AI 연산 수요와 기존 기업 클라우드 고객을 기반으로 상대적으로 안정적인 수요 확보가 가능할 것으로 판단한다. 여기에 공공 GPU 사업 수주를 통해 외부 GPUaaS 레퍼런스도 확보하고 있어, 향후 기업용 생생형 AI 및 추론 수요 확대가 추가적인 성장 동력이 될 수 있다.

수익성은 초기 GPU 감가상각으로 인해 변동성이 나타날 수 있으나, CAPA 확대와 고성능 GPU 도입에 따른 MW당 매출 증가로 중장기 개선이 예상된다. DC 구축·운영 역량을 활용한 DBO 사업도 성장축으로 반영했다. 이를 합산한 AI DC 영업이익은 27년 440억원에서 32년 9,500억원까지 증가할 것으로 추정한다.

표 21. 삼성SDS AI DC 실적 추정

(십억원)

	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
GPUaaS 매출액	213	351	1,036	1,455	1,605	2,587
동탄 DC	213	351	360	364	367	370
구미 DC	0	0	676	1,091	1,238	2,218
GPUaaS 수전 용량 (MW)	20	40	120	120	190	220
동탄 DC (MW)	20	20	20	20	20	20
구미 DC (MW)	0	0	60	60	90	120
한국 CC (MW)	0	20	40	40	80	80
PUE 가정	1.16	1.12	1.11	1.10	1.09	1.08
GPUaaS IT Load (MW)	17	36	109	109	175	204
영업비용	176	379	841	1,113	1,274	1,811
1. 감가상각비	46	176	286	377	515	661
(% of GPUaaS Sales)	22%	50%	28%	26%	32%	26%
GPU 서버 관련	39	149	241	318	436	561
기타 인프라	7	27	45	60	79	100
2. 전기료	23	37	105	144	153	239
(% of GPUaaS Sales)	11%	11%	10%	10%	10%	9%
3. 기타 운영비	107	165	450	592	606	911
(% of GPUaaS Sales)	50%	47%	43%	41%	38%	35%
GPUaaS 영업이익	37	-27	195	342	330	777
OPM	17%	-8%	19%	23%	21%	30%
한국 CC 자본법 이익	0	5	36	36	68	72
DBO 영업이익	7	20	36	55	77	101
영업이익+자본이익	44	-3	267	433	474	950

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	3,490	3,512	3,391	3,537	3,353	3,718	3,575	3,792	13,930	14,438	15,458	16,517
(% YoY)	7.5%	4.2%	-5.0%	-2.9%	-3.9%	5.9%	5.4%	7.2%	0.7%	3.6%	7.1%	6.9%
IT서비스	1,600	1,678	1,596	1,669	1,611	1,763	1,717	1,840	6,544	6,929	7,772	8,627
(% YoY)	3.0%	5.8%	-2.1%	2.3%	0.6%	5.0%	7.6%	10.2%	2.2%	5.9%	12.2%	11.0%
Cloud	653	665	675	688	691	779	780	819	2,680	3,069	3,873	4,699
(% YoY)	23.0%	19.6%	5.9%	14.7%	5.8%	17.2%	15.7%	19.1%	15.4%	14.5%	26.2%	21.3%
CSP	267	265	280	271	298	328	330	336	1,083	1,293	1,700	2,062
(% YoY)	41.8%	26.3%	18.2%	17.5%	11.6%	24.0%	18.0%	24.0%	25.1%	19.4%	31.4%	21.3%
MSP	284	297	294	311	296	347	347	374	1,187	1,363	1,615	1,857
(% YoY)	11.6%	19.9%	0.0%	17.6%	4.0%	16.6%	17.8%	20.2%	11.8%	14.8%	18.4%	15.0%
SaaS	102	103	100	105	97	105	103	108	410	413	434	455
(% YoY)	15.7%	4.9%	-5.4%	0.9%	-4.5%	1.4%	3.0%	3.0%	3.5%	0.7%	5.0%	5.0%
SI	236	318	241	246	243	259	250	271	1,041	1,023	1,053	1,074
(% YoY)	-18.3%	18.8%	-5.9%	-7.5%	3.0%	-18.6%	3.6%	10.0%	-3.4%	-1.8%	3.0%	2.0%
ITO	712	695	680	735	677	724	686	750	2,822	2,837	2,846	2,854
(% YoY)	-3.1%	-8.9%	-7.6%	-4.0%	-4.9%	4.2%	1.0%	2.0%	-5.9%	0.5%	0.3%	0.3%
물류	1,889	1,834	1,796	1,868	1,742	1,955	1,859	1,952	7,386	7,509	7,686	7,890
(% YoY)	11.6%	2.9%	-7.4%	-7.1%	-7.8%	6.6%	3.5%	4.5%	-0.5%	1.7%	2.4%	2.7%
매출원가	2,944	2,989	2,894	3,023	2,959	3,188	3,045	3,224	11,850	12,416	13,076	13,890
(% YoY)	6.8%	4.2%	-5.2%	-3.6%	0.5%	6.7%	5.2%	6.6%	0.3%	4.8%	5.3%	6.2%
(% of Sales)	84.4%	85.1%	85.3%	85.5%	88.2%	85.8%	85.2%	85.0%	85.1%	86.0%	84.6%	84.1%
판매비	277	293	265	288	316	298	280	302	1,123	1,195	1,219	1,280
(% YoY)	4.8%	5.1%	0.8%	-2.5%	13.9%	1.6%	5.4%	4.8%	2.0%	6.4%	2.1%	5.0%
(% of Sales)	7.9%	8.3%	7.8%	8.1%	9.4%	8.0%	7.8%	8.0%	8.1%	8.3%	7.9%	7.8%
영업이익	269	230	232	226	78	232	251	267	957	828	1,163	1,347
(% YoY)	18.9%	4.2%	-8.1%	6.9%	-70.8%	0.7%	8.2%	17.9%	5.0%	-13.5%	40.4%	15.9%
영업이익률	7.7%	6.6%	6.8%	6.4%	2.3%	6.2%	7.0%	7.0%	6.9%	5.7%	7.5%	8.2%
지배주주순이익	212	171	195	182	92	179	196	207	760	674	920	1,055
NPM	6.1%	4.9%	5.8%	5.2%	2.8%	4.8%	5.5%	5.4%	5.5%	4.7%	5.9%	6.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 밸류에이션

구분	내용	비고
2028년 지배주주순이익 (십억원)	1,055	
Target P/E (배)	22	2019년 P/E 평균. 클라우드 전환 본격화 시기
목표 시가총액 (십억원)	23,213	
주식 수 (천주)	77,378	
목표주가 (원)	300,000	
현재주가 (원)	217,500	
상승여력	37.9%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

삼성에스디에스 (018260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,930	14,438	15,458	16,517
매출원가	11,850	12,416	13,076	13,890
매출총이익	2,080	2,022	2,382	2,627
판매비와관리비	1,123	1,195	1,219	1,280
조정영업이익	957	828	1,163	1,347
영업이익	957	828	1,163	1,347
비영업손익	119	139	157	162
금융손익	136	172	207	217
관계기업등 투자손익	6	-33	-50	-55
세전계속사업손익	1,076	967	1,320	1,509
계속사업법인세비용	293	281	383	433
계속사업이익	783	686	937	1,075
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	783	686	937	1,075
지배주주	760	674	920	1,055
비지배주주	23	12	18	20
총포괄이익	821	686	937	1,075
지배주주	806	673	920	1,055
비지배주주	15	13	17	20
EBITDA	1,587	1,366	1,634	1,931
FCF	888	2,046	851	400
EBITDA 마진율 (%)	11.4	9.5	10.6	11.7
영업이익률 (%)	6.9	5.7	7.5	8.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.5	4.7	6.0	6.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,406	11,286	11,926	12,102
현금 및 현금성자산	1,559	3,148	3,656	3,697
매출채권 및 기타채권	2,595	2,694	2,772	2,852
재고자산	15	16	16	16
기타유동자산	5,237	5,428	5,482	5,537
비유동자산	4,048	3,924	3,999	4,677
관계기업투자등	113	117	118	119
유형자산	1,752	1,624	1,686	2,339
무형자산	824	824	836	859
자산총계	13,454	15,210	15,925	16,779
유동부채	2,332	2,571	2,594	2,617
매입채무 및 기타채무	678	826	834	842
단기금융부채	262	262	262	262
기타유동부채	1,392	1,483	1,498	1,513
비유동부채	859	1,937	1,939	1,941
장기금융부채	555	555	555	555
기타비유동부채	304	1,382	1,384	1,386
부채총계	3,191	4,507	4,533	4,558
지배주주지분	9,916	10,343	11,017	11,825
자본금	39	39	39	39
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297
이익잉여금	8,530	8,958	9,630	10,439
비지배주주지분	347	359	376	396
자본총계	10,263	10,702	11,393	12,221

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,203	2,426	1,351	1,600
당기순이익	783	686	937	1,075
비현금수익비용가감	920	647	646	800
유형자산감가상각비	599	508	438	547
무형자산상각비	31	30	33	37
기타	290	109	175	216
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-347	1,202	-57	-59
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-32	-65	-19	-19
재고자산 감소(증가)	0	-1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-112	146	7	7
법인세납부	-297	-281	-383	-433
투자활동으로 인한 현금흐름	-824	-586	-595	-1,310
유형자산처분(취득)	-313	-380	-500	-1,200
무형자산감소(증가)	-44	-30	-45	-60
장단기금융자산의 감소(증가)	-466	-176	-50	-50
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-509	-247	-247	-247
장단기금융부채의 증가(감소)	-167	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-233	-247	-247	-247
기타재무활동	-109	0	0	0
현금의 증가	-110	1,589	508	41
기초현금	1,669	1,559	3,148	3,656
기말현금	1,559	3,148	3,656	3,697

자료: 삼성에스디에스, 미래에셋증권 리서치센터

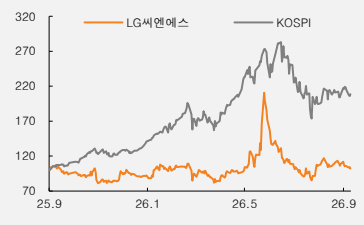
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	17.5	25.0	18.3	15.9
P/CF (x)	7.8	12.6	10.6	9.0
P/B (x)	1.3	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	5.1	7.2	5.7	4.8
EPS (원)	9,816	8,712	11,884	13,636
CFPS (원)	22,006	17,225	20,464	24,235
BPS (원)	128,172	133,695	142,391	152,838
DPS (원)	3,190	3,190	3,190	3,190
배당성향 (%)	31.5	36.0	26.3	22.9
배당수익률 (%)	1.9	1.5	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	0.7	3.6	7.1	6.9
EBITDA증가율 (%)	4.5	-13.9	19.6	18.2
조정영업이익증가율 (%)	5.0	-13.5	40.4	15.9
EPS증가율 (%)	0.3	-11.2	36.4	14.7
매출채권 회전율 (회)	7.9	7.9	8.3	8.8
재고자산 회전율 (회)	808.4	915.8	958.4	1,013.9
매입채무 회전율 (회)	18.3	18.9	17.8	18.7
ROA (%)	5.9	4.8	6.0	6.6
ROE (%)	7.9	6.7	8.6	9.2
ROIC (%)	14.8	12.6	18.2	19.3
부채비율 (%)	31.1	42.1	39.8	37.3
유동비율 (%)	403.4	439.0	459.8	462.5
순차입금/자기자본 (%)	-54.2	-68.5	-69.2	-65.3
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	18.0	25.3	29.3

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	100,000원
현재주가(26/9/16)	69,700원
상승여력	43.5%

영업이익(26F, 십억원)	585
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	582
EPS 성장률(26F, %)	6.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	14.4
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,717.97
시가총액(십억원)	6,753
발행주식수(백만주)	97
유동주식비율(%)	49.7
외국인 보유비중(%)	5.6
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	55,400
52주 최고가(원)	143,700

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.8	6.3	-2.2
상대주가	-9.4	-12.2	-49.8



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

LG씨엔에스

DBO 강자, GPUaaS로 확장

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급은 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 다만 공급이 본격화되는 중장기에는 GPUaaS 사업자가 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

DBO 수요 확대, 해외로 확장

AI DC 증설 수요는 Hyperscaler와 플랫폼 사업자뿐 아니라 데이터센터를 투자자산으로 확보하려는 대체투자 운용사까지 확산되고 있다. 수급 불균형 장기화로 신규 DC 개발이 가속되며 설계·구축·운영을 수행하는 DBO 수요도 증가할 전망이다. 국내에서 가장 많은 DBO 레퍼런스와 운영 역량을 확보한 동사의 수혜가 예상된다.

해외 확장 가능성도 높다. 동사는 인도네시아에서 AI DC 구축·운영 레퍼런스를 확보했으며 추가 증설도 가능하다. 아시아 각국의 AI DC 투자가 확대되는 가운데, 전력·부지 확보가 용이한 지역으로 컴퓨터 투자가 분산될 전망이다. 국내에서 축적한 DBO 역량을 기반으로 해외 수주 기회도 확대될 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 100,000원 유지

실적 전망 및 목표주가 100,000원(27F Target P/E 20배)을 유지한다. 27F P/E 13.9배로 밸류에이션 부담이 낮은 가운데, 국내외 DBO 수요 확대와 GPUaaS 사업 진출에 따른 AI DC 모멘텀을 동시에 기대할 수 있는 구간이다.

동사는 상대적으로 수익성이 낮은 DBO 중심의 사업 구조로 타 AI DC 사업자 대비 낮은 밸류에이션을 받아왔다. 그러나 최근 AI Factory 구축을 위해 GPU 및 인프라에 3,810억원 규모의 투자를 결정하며 GPUaaS 사업을 본격화하고 있다. 향후 GPUaaS 사업 계획이 구체화될수록 AI DC 사업자로서의 이익 레버리지와 밸류에이션 리레이팅 가능성이 부각될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	5,983	6,130	6,568	7,198	8,039
영업이익 (십억원)	513	552	585	647	747
영업이익률 (%)	8.6	9.0	8.9	9.0	9.3
순이익 (십억원)	365	438	470	485	559
EPS (원)	4,180	4,548	4,855	5,001	5,771
ROE (%)	18.3	17.3	15.3	14.3	15.0
P/E (배)	-	13.5	14.4	13.9	12.1
P/B (배)	-	2.0	2.1	1.9	1.7
배당수익률 (%)	-	3.0	2.7	2.7	2.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG씨엔에스, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,211	1,460	1,522	1,936	1,315	1,521	1,639	2,093	5,983	6,130	6,568	7,198
(% YoY)	13.2%	0.7%	5.8%	-4.4%	8.6%	4.2%	7.7%	8.1%	6.7%	2.5%	7.1%	9.6%
클라우드&AI	717	872	880	1,118	765	906	957	1,225	3,352	3,587	3,854	4,281
(% YoY)	30.1%	8.2%	10.6%	-6.8%	6.7%	3.9%	8.9%	9.6%	0.0%	7.0%	7.4%	11.1%
스마트엔지니어링	206	267	306	414	228	275	317	430	1,237	1,194	1,250	1,312
(% YoY)	-7.4%	-10.7%	10.7%	-5.6%	10.4%	3.0%	3.5%	3.9%	0.0%	-3.5%	4.7%	5.0%
디지털 비즈니스 서비스	288	321	337	404	322	340	364	438	1,394	1,349	1,465	1,604
(% YoY)	-3.0%	-6.9%	-8.2%	4.5%	11.9%	6.0%	8.3%	8.5%	0.0%	-3.2%	8.6%	9.5%
매출원가	1,053	1,221	1,310	1,593	1,134	1,288	1,409	1,722	5,051	5,177	5,553	6,080
(% of Sales)	86.9%	83.6%	86.1%	82.3%	86.2%	84.7%	86.0%	82.3%	84.4%	84.5%	84.6%	84.5%
(% YoY)	12.1%	1.6%	9.5%	-7.0%	7.6%	5.4%	7.6%	8.1%	5.9%	2.5%	7.3%	9.5%
판매비	79	98	92	127	87	105	100	138	418	396	430	471
(% of Sales)	6.5%	6.7%	6.1%	6.6%	6.6%	6.9%	6.1%	6.6%	7.0%	6.5%	6.5%	6.5%
(% YoY)	-19.8%	-10.4%	-6.8%	14.1%	9.8%	7.3%	8.2%	8.7%	12.8%	-5.2%	8.5%	9.6%
영업이익	79	141	120	216	94	128	130	233	513	552	585	647
(% YoY)	144.3%	2.3%	-15.8%	7.9%	19.4%	-9.2%	8.0%	7.8%	10.5%	8.4%	5.2%	10.7%
(% of Sales)	6.5%	9.6%	7.9%	11.2%	7.2%	8.4%	7.9%	11.1%	8.6%	9.1%	8.9%	9.0%
지배주주순이익	57	99	105	181	81	119	97	174	365	438	470	485
NPM	4.7%	6.8%	6.9%	9.3%	6.1%	7.8%	5.9%	8.3%	6.1%	7.2%	7.2%	6.7%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 3,810억원 규모 GPU 확보 공시

유형자산 취득결정

1. 취득물건 구분	기타 유형자산
- 취득물건명	GPU 및 인프라 설비(NVIDIA Vera Rubin 등)
2. 취득내역	취득가액(원)
	381,400,000,000
	자산총액(원)
	5,285,275,191,175
	자산총액대비(%)
	7.2
	대규모법인여부
	해당
3. 거래상대	한국휴렛팩커드 유한회사 등
4. 취득목적	AI Factory 구축을 위한 GPU 장비 확보
5. 취득예정일자	2027-06-30
6. 이사회결의일(결정일)	2026-09-11

자료: 전자공시, 미래에셋증권 리서치센터

LG씨엔에스 (064400)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	6,130	6,568	7,198	8,039
매출원가	5,177	5,553	6,080	6,776
매출총이익	953	1,015	1,118	1,263
판매비와관리비	400	430	471	516
조정영업이익	552	585	647	747
영업이익	552	585	647	747
비영업손익	41	43	0	0
금융손익	18	34	48	58
관계기업등 투자손익	16	9	-48	-58
세전계속사업손익	593	628	647	747
계속사업법인세비용	154	156	162	187
계속사업이익	439	472	485	560
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	439	472	485	560
지배주주	438	470	485	559
비지배주주	1	1	1	1
총포괄이익	443	472	485	560
지배주주	442	470	484	559
비지배주주	1	1	1	2
EBITDA	686	712	775	881
FCF	374	819	489	550
EBITDA 마진율 (%)	11.2	10.8	10.8	11.0
영업이익률 (%)	9.0	8.9	9.0	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	7.2	6.7	7.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,965	4,269	4,588	4,962
현금 및 현금성자산	1,141	2,033	2,331	2,685
매출채권 및 기타채권	1,664	1,681	1,698	1,715
재고자산	61	61	62	62
기타유동자산	1,099	494	497	500
비유동자산	1,320	1,331	1,334	1,357
관계기업투자등	145	147	148	150
유형자산	536	521	524	543
무형자산	53	45	44	46
자산총계	5,285	5,600	5,922	6,320
유동부채	1,861	1,890	1,905	1,921
매입채무 및 기타채무	664	671	678	684
단기금융부채	333	333	333	333
기타유동부채	864	886	894	904
비유동부채	483	477	477	478
장기금융부채	439	432	432	432
기타비유동부채	44	45	45	46
부채총계	2,344	2,366	2,382	2,399
지배주주지분	2,932	3,224	3,529	3,909
자본금	52	52	52	52
자본잉여금	624	624	624	624
이익잉여금	2,221	2,512	2,817	3,197
비지배주주지분	9	10	11	12
자본총계	2,941	3,234	3,540	3,921

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	418	919	609	690
당기순이익	439	472	485	560
비현금수익비용가감	285	249	241	262
유형자산감가상각비	119	115	116	121
무형자산상각비	15	12	12	13
기타	151	122	113	128
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-206	320	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-15	-17	-17	-17
재고자산 감소(증가)	-15	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-123	7	7	7
법인세납부	-123	-156	-162	-187
투자활동으로 인한 현금흐름	-530	161	-130	-155
유형자산처분(취득)	-44	-100	-120	-140
무형자산감소(증가)	-6	-5	-10	-15
장단기금융자산의 감소(증가)	-450	296	0	0
기타투자활동	-30	-30	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	174	-186	-179	-179
장단기금융부채의 증가(감소)	54	-7	0	0
자본의 증가(감소)	594	0	0	0
배당금의 지급	-219	-179	-179	-179
기타재무활동	-255	0	0	0
현금의 증가	64	892	299	354
기초현금	1,077	1,141	2,033	2,331
기말현금	1,141	2,033	2,331	2,685

자료: LG씨엔에스, 미래에셋증권 리서치센터

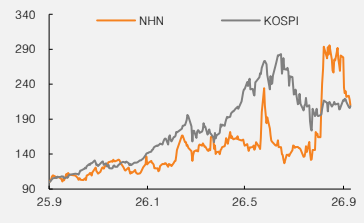
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	13.5	14.4	13.9	12.1
P/CF (x)	8.2	9.4	9.3	8.2
P/B (x)	2.0	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	7.4	7.4	6.4	5.2
EPS (원)	4,548	4,855	5,001	5,771
CFPS (원)	7,523	7,435	7,496	8,482
BPS (원)	30,270	33,275	36,426	40,347
DPS (원)	1,850	1,850	1,850	1,850
배당성향 (%)	40.8	38.0	36.9	32.0
배당수익률 (%)	3.0	2.6	2.6	2.6
매출액증가율 (%)	2.5	7.1	9.6	11.7
EBITDA증가율 (%)	11.2	3.8	8.9	13.6
조정영업이익증가율 (%)	7.6	5.9	10.7	15.4
EPS증가율 (%)	8.8	6.8	3.0	15.4
매출채권 회전율 (회)	3.7	3.9	4.3	4.7
재고자산 회전율 (회)	115.0	107.8	116.9	129.3
매입채무 회전율 (회)	7.1	8.3	9.0	9.9
ROA (%)	9.0	8.7	8.4	9.2
ROE (%)	17.3	15.3	14.3	15.0
ROIC (%)	25.3	27.2	33.2	37.9
부채비율 (%)	79.7	73.2	67.3	61.2
유동비율 (%)	213.1	225.9	240.8	258.3
순차입금/자기자본 (%)	-30.9	-46.7	-51.1	-55.2
조정영업이익/금융비용 (x)	21.3	21.9	24.3	28.1

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	80,000원
현재주가(26/9/16)	53,400원
상승여력	49.8%

영업이익(26F, 십억원)	194
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	200
EPS 성장률(26F, %)	242.0
MKT EPS 성장률(26F, %)	282.0
P/E(26F, x)	16.4
MKT P/E(26F, x)	6.5
KOSPI	6,717.97
시가총액(십억원)	1,749
발행주식수(백만주)	32
유동주식비율(%)	36.2
외국인 보유비중(%)	13.9
베타(12M) 일간수익률	0.78
52주 최저가(원)	25,700
52주 최고가(원)	75,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-28.5	38.0	98.5
상대주가	-25.7	14.0	1.9



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

AI DC 사업 성과 본격화

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급은 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 가파른 상승이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 다만 공급이 본격화되는 중장기에는 단순 CAPA 확보만으로 높은 수익성을 유지하기 어려울 수 있다.

증설 이후 AI DC 실적 기여 본격화

초기에는 정부 GPU 활용 매출이 대부분을 차지하지만, 자체 GPU 투자가 이어지며 28년부터 자체 GPU 기반 매출도 본격화될 전망이다. 당사는 GPUaaS 수전용량이 26년 4MW에서 32년 87MW까지 확대되고, AI DC 매출액은 같은 기간 750억원에서 1.5조원까지 증가할 것으로 전망한다.

자체 GPU 확대에 따른 감가상각 부담으로 28~29년 AI DC 사업 마진율 하락이 예상되나, 30년 이후 규모의 경제에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 중장기적으로 20% 이상의 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단한다. 영업이익은 28년 970억원에서 32년 3,210억원까지 증가할 것으로 추정한다.

중소형주 Top Pick으로 커버리지 개시

투자 의견 '매수', 목표주가 80,000원(27F 타겟 P/E 17배), 인터넷/SW 업종 중소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 다른 대형 사업자 대비 AI DC 사업의 레버리지 효과가 가장 큰 점이 매력적이다. 타겟 P/E 17배는 26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단이다. 27F P/E 11.3배에서 거래 중이다.

AI 컴퓨터 단가 상승이 본격화되며 1) AI DC 사업자로서의 멀티플 리레이팅, 2) 27년 이후 실적 추정치 상황이 이뤄질 전망이다. 대형 외부 테넌트가 필요한 경쟁사와 달리 정부 기반 수요 가시성이 높다는 점이 장점이다. 1차 정부 사업에서 최대 GPU 물량을 운영한 만큼, 27년 추가 정부 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	2,456	2,516	2,979	3,336	4,086
영업이익 (십억원)	-33	132	194	267	407
영업이익률 (%)	-1.3	5.2	6.5	8.0	10.0
순이익 (십억원)	-133	32	106	152	249
EPS (원)	-3,904	954	3,264	4,706	7,696
ROE (%)	-8.6	2.2	7.1	9.4	13.8
P/E (배)	-	30.4	16.4	11.3	6.9
P/B (배)	0.4	0.6	1.1	1.0	0.9
배당수익률 (%)	2.8	1.7	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

AI DC 실적 추정

동사는 정부 GPU 사업을 기반으로 AI DC 사업을 확대하고 있다. 초기에는 정부 GPU 활용 매출액이 대부분을 차지하지만, 자체 GPU 투자가 이어지면서 2028년부터는 자체 GPU 활용 매출액이 본격화될 전망이다. 당사는 GPUaaS 수전용량이 2026년 4MW에서 2032년 87MW까지 확대되고, AI DC 매출액은 같은 기간 750억원에서 1.5조원까지 증가할 것으로 전망한다.

자체 GPU 확대에 따른 감가상각 부담으로 2028~2029년 AI DC 사업 마진을 하락이 예상되나, 2030년 이후 규모의 경제에 따른 수익성 개선이 본격화될 전망이다. 중장기적으로 20% 이상의 영업이익률을 달성이 가능할 것으로 판단한다. 영업이익은 2028년 970억원에서 2032년 3,210억원까지 증가할 것으로 추정한다.

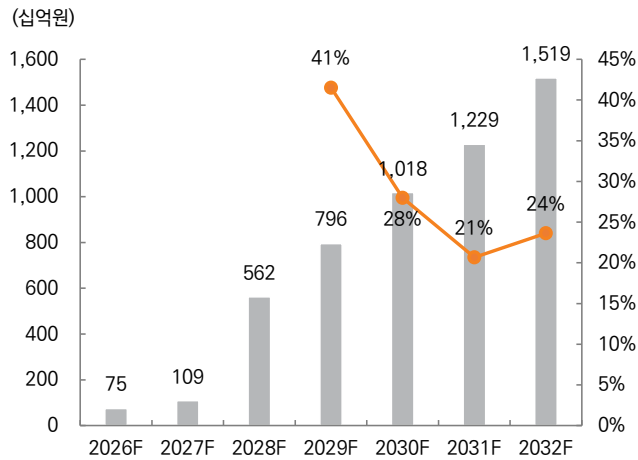
표 25. NHN AI DC 실적 전망

(십억원)

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
AI DC 매출액	75	109	562	796	1,018	1,229	1,519
YoY 성장률		45%	416%	41%	28%	21%	24%
정부 GPU 활용 매출액 (% of Total DC Sales)	75 100%	109 100%	172 31%	182 23%	206 20%	202 16%	260 17%
자체 GPU 활용 매출액 (% of Total DC Sales)	0 0%	0 0%	390 69%	614 77%	812 80%	1,027 84%	1,259 83%
임차 DC 매출액 (% of Total DC Sales)	75 100%	109 100%	385 69%	524 66%	644 63%	747 61%	887 58%
자체 DC 매출액 (% of Total DC Sales)	0 0%	0 0%	177 31%	272 34%	374 37%	482 39%	632 42%
GPUaaS 수전 용량 (MW)	4	6	40	53	63	77	87
PUE 가정	1.32	1.29	1.26	1.23	1.20	1.18	1.15
GPUaaS IT Load (MW)	3	5	31	43	52	65	76
정부 GPU 활용 (MW)	3	5	7	9	8	10	8
자체 GPU 활용 (MW)	0	0	25	34	44	56	68
GPUaaS 임차 DC (MW)	3	5	21	28	32	39	44
GPUaaS 자체 DC (MW)	0	0	10	15	20	26	32
비용	53	76	466	665	831	988	1,198
1. 감가상각비(임차료 제외)	32	46	302	428	533	638	777
- 정부 GPU 관련(회계처리)	11	15	24	25	28	28	36
(% of 정부 GPU Sales)	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
- 자체 GPU 관련	0	0	172	261	332	409	502
(% of 자체 GPU Sales)	0%	0	44%	43%	41%	40%	40%
- DC 임차 관련	21	31	106	142	173	201	239
(% of 임차 DC Sales)	28%	28%	28%	27%	27%	27%	27%
2. 전기료	9	13	63	82	97	108	123
(% of Total DC Sales)	12%	12%	11%	10%	10%	9%	8%
3. 기타 운영비	12	18	100	156	200	242	299
(% of Total DC Sales)	16%	16%	18%	20%	20%	20%	20%
영업이익	23	33	97	130	188	241	321
OPM	30%	30%	17%	16%	18%	20%	21%
금융 관련 비용	0	0	15	24	33	42	55
(% of 자체 DC Sales)	0%	0%	9%	9%	9%	9%	9%
순이익	17	24	61	80	116	149	199
NPM	23%	22%	11%	10%	11%	12%	13%

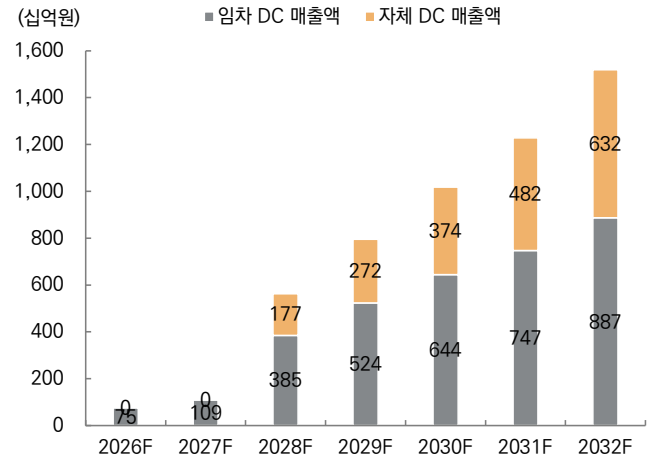
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. AI DC 매출액 전망



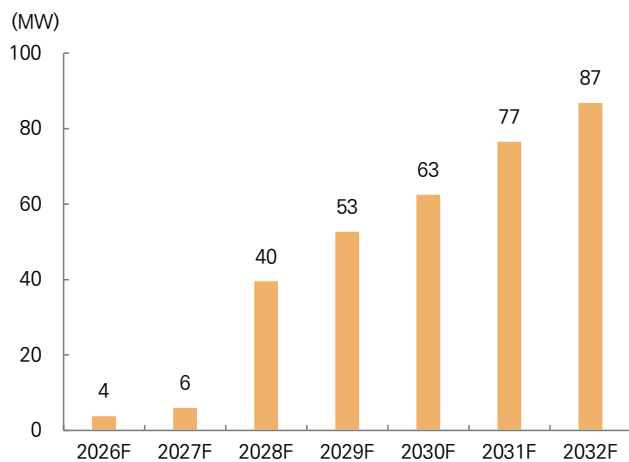
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 임차 DC, 자체 DC 매출액 전망



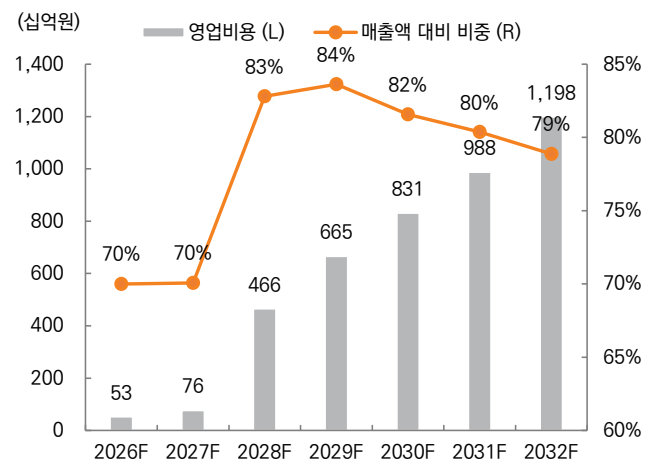
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. AI DC CAPA 전망 (수전 기준)



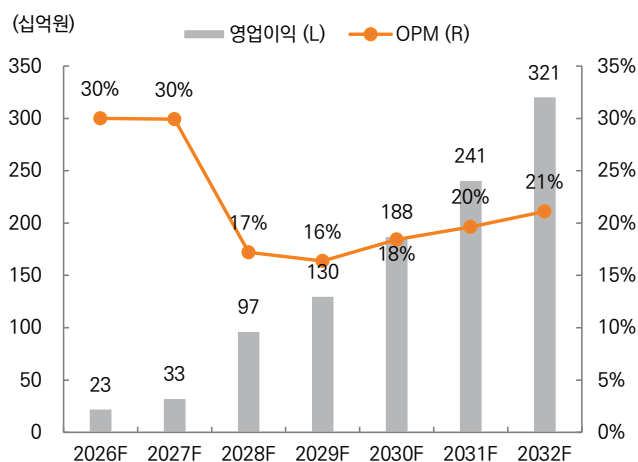
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. AI DC 영업비용 전망



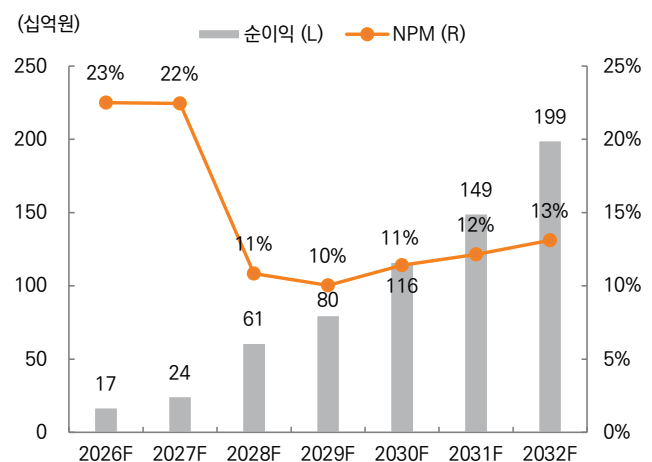
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. AI DC 영업이익의 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. AI DC 순이익의 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 '매수', 목표주가 80,000원(27F 타겟 P/E 17배), 인터넷/SW 업종 내 중 소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 다른 대형 사업자 대비 AI DC 사업의 레버리지 효과가 가장 큰 점이 매력적이다. 타겟 P/E 17배는 26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단이다. 27F P/E 11.8배에서 거래 중이다.

AI 컴퓨트 단가 상승이 본격화되며 1) AI DC 사업자로서의 멀티플 리레이팅, 2) 27년 이후 실적 추정치 향상이 이뤄질 전망이다. 대형 외부 테넌트가 필요한 경쟁사와 달리 정부 기반 수요 가시성이 높다는 점이 장점이다. 1차 정부 사업에서 최대 GPU 물량을 운영한 만큼, 27년 추가 정부 사업 수주 가능성이 높다고 판단한다.

표 26. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	152	
Target P/E (배)	17	26년 AI DC 사업 본격화 이후 12MF P/E 밴드 상단 GPUaaS 수주 발생 시 추가적인 리레이팅이 가능한 구간으로 판단
목표 시가총액 (십억원)	2,586	
주식 수 (천주)	32,329	
목표주가 (원)	80,000	
현재주가 (원)	53,400	
상승여력	49.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 27. 분기 및 연간 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	600	605	626	686	671	758	766	783	2,516	2,979	3,336	4,086
(% YoY)	-0.7%	0.9%	2.8%	6.5%	11.9%	25.3%	22.5%	14.2%	2.4%	18.4%	12.0%	22.5%
게임	120	115	118	126	128	140	140	142	479	550	597	641
(% YoY)	-1.9%	8.0%	5.1%	6.0%	6.8%	21.5%	18.2%	12.8%	0.0%	14.7%	8.6%	7.4%
PC	45	43	42	42	48	49	48	49	173	194	210	227
모바일	74	72	77	84	80	91	92	93	306	355	387	414
결제	290	309	327	346	355	394	409	415	1,273	1,572	1,826	2,045
(% YoY)	4.2%	7.8%	15.5%	16.2%	22.1%	27.3%	25.0%	20.0%	0.0%	23.6%	16.1%	12.0%
기술	106	104	112	139	126	160	158	164	461	607	700	1,219
(% YoY)	11.0%	6.6%	8.8%	17.4%	19.0%	52.9%	41.0%	17.8%	0.0%	31.6%	15.4%	74.1%
그 외	85	76	68	75	63	65	60	62	304	250	212	181
영업비용	572	583	598	630	645	700	712	727	2,384	2,785	3,069	3,680
(% YoY)	-0.8%	2.1%	-17.2%	1.8%	12.7%	20.1%	19.1%	15.3%	-4.2%	16.8%	10.2%	19.9%
지급수수료	396	410	421	454	456	507	516	533	1,681	2,013	2,236	2,433
인건비	114	108	108	106	114	116	119	117	436	466	512	553
광고선전비	18	21	24	24	24	18	18	18	87	77	74	77
감가상각비	26	25	25	27	33	37	37	37	103	144	154	413
통신비	4	4	4	3	3	3	3	3	15	13	14	14
기타	15	15	17	16	15	19	19	19	62	72	79	190
영업이익	28	22	28	55	26	58	54	56	132	194	267	407
(% YoY)	1.3%	-23.0%	흑전	120.8%	-5.1%	164.2%	95.5%	1.3%	흑전	46.6%	37.6%	52.2%
영업이익률	4.6%	3.6%	4.4%	8.1%	3.9%	7.6%	7.1%	7.1%	5.3%	6.5%	8.0%	10.0%
지배주주순이익	-4	9	12	15	24	20	31	32	32	106	152	249
NPM	-0.6%	1.5%	1.9%	2.1%	3.5%	2.6%	4.0%	4.1%	1.3%	3.6%	4.6%	6.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NHN (181710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,516	2,979	3,336	4,086
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	2,516	2,979	3,336	4,086
판매비와관리비	2,384	2,785	3,069	3,680
조정영업이익	132	194	267	407
영업이익	132	194	267	407
비영업손익	-1	17	-2	-2
금융손익	-7	-1	-3	0
관계기업등 투자손익	-5	16	-1	-5
세전계속사업손익	131	211	265	405
계속사업법인세비용	79	69	72	109
계속사업이익	52	142	194	295
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	52	142	194	295
지배주주	32	106	152	249
비지배주주	20	36	41	47
총포괄이익	47	142	194	295
지배주주	29	89	122	186
비지배주주	17	53	72	110
EBITDA	236	301	388	549
FCF	313	-371	230	406
EBITDA 마진율 (%)	9.4	10.1	11.6	13.4
영업이익률 (%)	5.2	6.5	8.0	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.3	3.6	4.6	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	2,202	1,779	2,041	2,532
현금 및 현금성자산	1,564	962	1,129	1,419
매출채권 및 기타채권	371	504	564	691
재고자산	26	31	34	42
기타유동자산	241	282	314	380
비유동자산	1,649	1,829	1,921	2,081
관계기업투자등	170	221	248	304
유형자산	685	713	785	888
무형자산	325	310	297	286
자산총계	3,851	3,608	3,962	4,613
유동부채	1,545	1,008	1,123	1,364
매입채무 및 기타채무	1,211	656	735	900
단기금융부채	101	75	78	85
기타유동부채	233	277	310	379
비유동부채	536	703	764	893
장기금융부채	191	191	191	191
기타비유동부채	345	512	573	702
부채총계	2,081	1,710	1,887	2,256
지배주주지분	1,463	1,554	1,691	1,925
자본금	19	19	19	19
자본잉여금	929	929	929	929
이익잉여금	630	721	858	1,091
비지배주주지분	308	343	385	431
자본총계	1,771	1,897	2,076	2,356

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	374	-251	410	640
당기순이익	52	142	194	295
비현금수익비용가감	211	175	194	250
유형자산감가상각비	86	91	108	132
무형자산상각비	17	15	13	11
기타	108	69	73	107
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	163	-499	96	201
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	78	-34	-26	-55
재고자산 감소(증가)	33	-5	-4	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	49	0	0	0
법인세납부	-63	-69	-72	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	13	-259	-204	-285
유형자산처분(취득)	-58	-120	-180	-234
무형자산감소(증가)	-18	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-32	-24	-51
기타투자활동	71	-107	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	554	-41	-12	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	-62	-25	3	6
자본의 증가(감소)	-300	0	0	0
배당금의 지급	-18	-15	-15	-15
기타재무활동	934	-1	0	0
현금의 증가	942	-602	167	290
기초현금	622	1,564	962	1,129
기말현금	1,564	962	1,129	1,419

자료: NHN, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	30.4	16.4	11.3	6.9
P/CF (x)	3.7	5.5	4.5	3.2
P/B (x)	0.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	-	4.1	2.8	1.5
EPS (원)	954	3,264	4,706	7,696
CFPS (원)	7,808	9,712	11,976	16,858
BPS (원)	46,129	49,548	53,784	61,010
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	29.7	10.7	7.9	5.1
배당수익률 (%)	1.7	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	2.4	18.4	12.0	22.5
EBITDA증가율 (%)	228.3	27.5	29.1	41.6
조정영업이익증가율 (%)	흑전	46.6	37.6	52.2
EPS증가율 (%)	흑전	242.0	44.2	63.5
매출채권 회전율 (회)	13.6	14.7	14.4	15.0
재고자산 회전율 (회)	66.9	105.5	102.8	107.2
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.5	3.8	5.1	6.9
ROE (%)	2.2	7.1	9.4	13.8
ROIC (%)	8.6	24.2	20.6	30.7
부채비율 (%)	117.5	90.1	90.9	95.8
유동비율 (%)	142.6	176.5	181.9	185.7
순차입금/자기자본 (%)	-79.1	-45.7	-50.6	-58.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.1	8.7	12.4	18.6

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 144
현재주가(26/9/16)	USD 83.35
상승여력	72.8%

나스닥 종합(p)	25,978.43
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	N/A

시가총액(십억USD)	45.97
시가총액(조원)	62.21
상장주식수(백만주)	551.5
60일 평균 거래대금(백만USD)	2,371.80
52주 최저가(USD)	60.82
52주 최고가(USD)	143.08

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.8	-2.9	-29.8
상대주가	-18.5	-16.4	-39.7



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

코어위브

수요가 낮춘 자금조달의 문턱

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급 역시 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 상승 압력이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 중장기적으로는 단순 CAPA 확보보다 안정적인 고객과 장기 계약을 선점한 사업자의 경쟁력이 중요해질 것으로 판단한다.

AI 컴퓨터 수요, 엔터프라이즈로 확산

3Q 이후에도 신규 고객 확보가 이어지고 있다. 코어위브는 Hudson River Trading과 차세대 Vera Rubin NVL72 기반의 대규모 컴퓨터 공급 계약을 체결하는 등 금융·엔터프라이즈 고객으로 수요 기반을 확대하고 있다. 기존 AI Lab과 하이퍼스케일러 중심의 AI 컴퓨터 수요가 금융·산업으로 확산되며 고객 기반도 다변화되고 있다.

특히 Hudson River Trading 계약은 차세대 Rubin CAPA를 선제적으로 판매했다는 점에서 의미가 있다. 공급이 본격화되기 이전부터 차세대 GPU에 대한 대규모 수요가 확인되고 있으며, AI 컴퓨터 공급 확대가 곧바로 공급과잉으로 이어질 가능성이 제한적임을 보여주는 사례로 판단한다.

수요 확보가 CAPA 확대로 연결

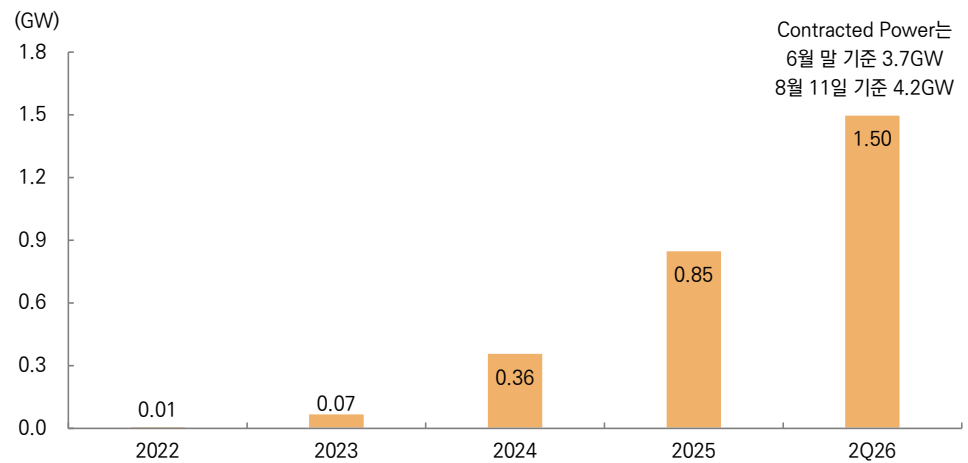
코어위브는 8월 26억달러 규모의 신규 대출을 조달했다. 이번 대출은 약 5년 만기인 반면 이를 뒷받침하는 고객 계약의 평균 기간은 약 3년으로, 금융기관이 계약 만료 이후의 재계약 및 CAPA 재임대 가능성까지 일부 인정하기 시작했다는 점에서 의미가 있다. 기존 장기 계약에 의존했던 자금조달 구조가 보다 유연해지고 있다.

이는 확보된 수요가 자금조달을 거쳐 CAPA 증설로 연결되는 Neocloud의 성장 구조를 보여준다. 계약기간보다 긴 자금조달이 가능해지며 신규 CAPA 투자의 유연성도 높아질 수 있다. 금융기관의 평가 기준이 개별 계약에서 AI 컴퓨터 CAPA의 후속 수요와 재판매 가능성으로 확대되고 있다는 점도 주목할 부분이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD mn)	1,915	5,131	12,920	26,622	42,512
영업이익 (USD mn)	324	-46	1,071	4,233	7,167
영업이익률 (%)	16.9	-0.9	8.3	15.9	16.9
순이익 (USD mn)	-863	-1,167	-2,702	-1,939	-530
EPS	-4.30	-2.75	-4.81	-3.89	-1.43
ROE (%)	-	-29.9	-55.7	-33.1	-4.0
P/E (배)	-	17.1	11.6	6.8	4.7
P/B (배)	-	6.1	3.6	1.7	1.1

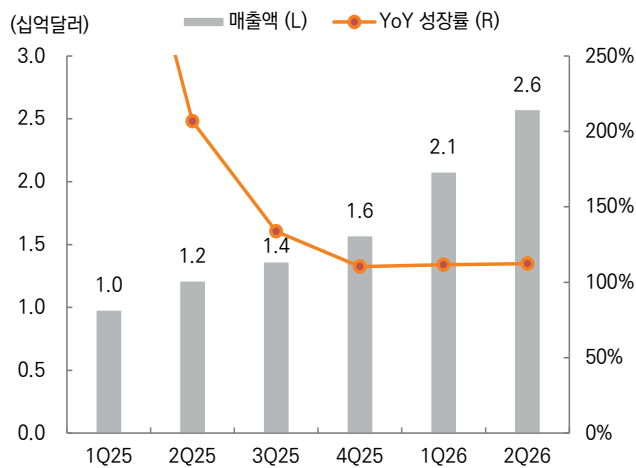
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 블룸버그, 코어위브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. Active Power 추이



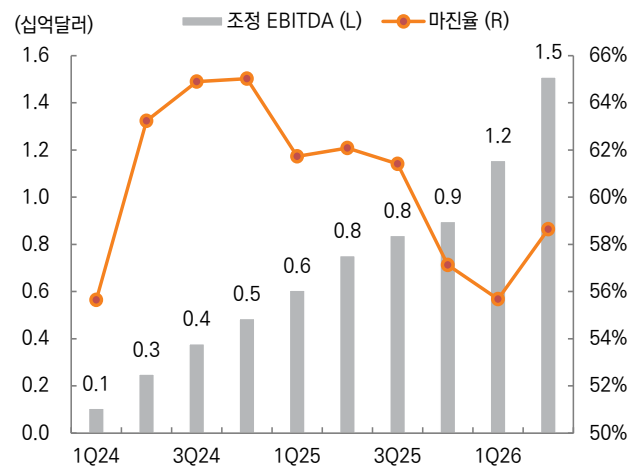
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 분기 매출액, YoY 성장률 추이



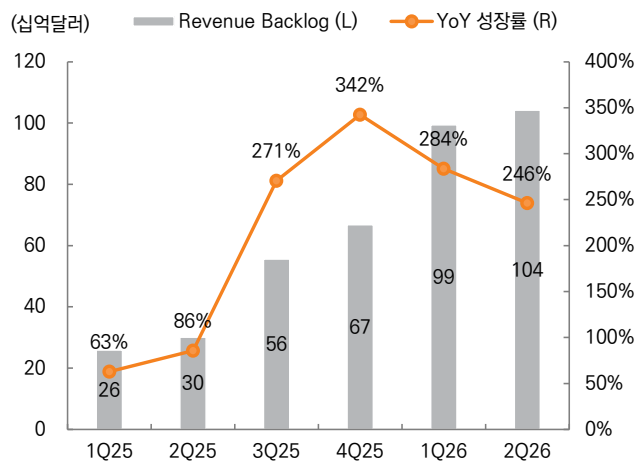
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 분기 조정 EBITDA, 마진 추이



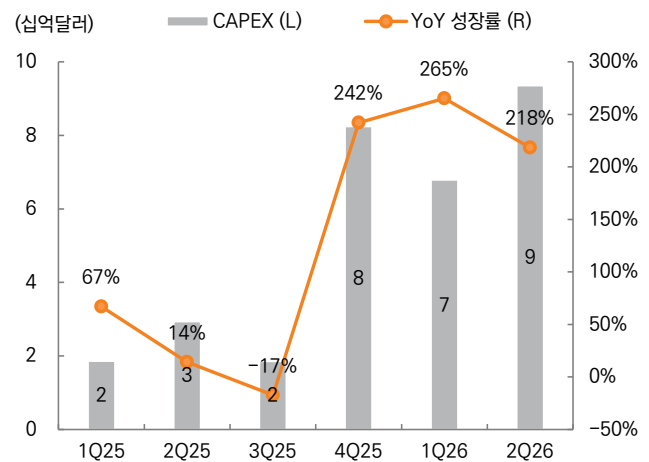
자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. Revenue Backlog 추이



자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. CAPEX 추이



자료: 코어워브, 미래에셋증권 리서치센터

Not Rated

블룸버그 평균목표주가	USD 298.06
현재주가(26/9/16)	USD 209.37
상승여력	42.4%

나스닥 종합(p)	25,978.43
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	0.0

시가총액(십억USD)	56.92
시가총액(조원)	77.03
상장주식수(백만주)	271.9
60일 평균 거래대금(백만USD)	4,423.54
52주 최저가(USD)	73.87
52주 최고가(USD)	286.69

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-24.6	61.2	134.1
상대주가	-22.4	38.9	101.3



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

네비우스

가격 인상이 보여주는 컴퓨트 공급난

컴퓨트 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨트 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨트 공급 역시 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨트 단가의 상승 압력이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 중장기적으로는 단순 CAPA 확보보다 안정적인 고객과 장기 계약을 선점한 사업자의 경쟁력이 중요해질 것으로 판단한다.

GPU 가격 재차 인상, 수요 강세 확인

네비우스는 10월 1일부터 주요 GPU의 온디맨드 가격을 약 20% 인상할 예정이다. H100은 시간당 3.85달러에서 4.50달러로 17%, H200은 4.50달러에서 5.40달러로 20% 인상된다. 최신 Blackwell 기반의 B200과 B300 역시 각각 19%, 21% 인상되며, GPU 세대 전반에서 가격 상승세가 이어지고 있다.

이번 인상은 5월에 이어 두 번째 가격 인상이다. CAPA 확대가 빠르게 진행되는 가운데 추가 가격 인상이 가능하다는 점에서 AI 컴퓨트 수요 강세가 지속되고 있음을 확인할 수 있다. 특히 구형 GPU까지 인상 대상에 포함되며 전반적인 수급 타이트 현상이 이어지고 있는 것으로 판단한다.

단가 상승, 실적 성장 가속 요인

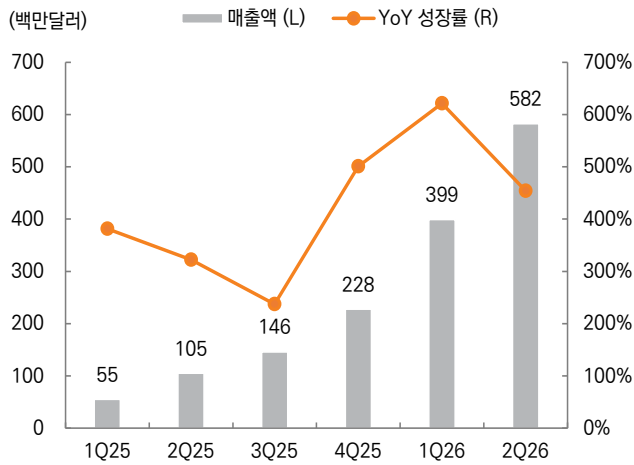
GPUaaS는 높은 고정비 구조로 인해 가격 상승이 매출 증가를 넘어 수익성 개선으로 연결될 가능성이 높다. 특히 신규 GPU뿐 아니라 기존 GPU의 가격까지 동반 상승하고 있다는 점에서 단기적으로 네비우스의 MW당 매출 및 수익성 개선이 이어질 것으로 전망한다.

30년까지 AI 컴퓨트 수요-공급 불균형이 심화될 것으로 예상되는 만큼 GPUaaS 단가의 추가 상승 가능성도 열려 있다. 다만 31년 이후 공급 증가가 가속될 경우 가격 상승세는 점차 둔화될 수 있으며, 이 시점부터는 CAPA 확대보다 장기 계약과 대형 고객을 통한 안정적인 수요 확보 여부가 사업자 간 차별화 요인이 될 전망이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD mn)	92	530	3,301	11,939	24,618
영업이익 (USD mn)	-400	-612	-910	-420	2,626
영업이익률 (%)	-436.7	-115.5	-27.6	-3.5	10.7
순이익 (USD mn)	-641	83	-616	-1,356	-133
EPS	-2.28	0.34	-1.72	-4.09	2.36
ROE (%)	-	-3.8	-5.4	-0.4	4.4
P/E (배)	-	-	53.6	14.1	6.9
P/B (배)	85.1	38.3	18.2	5.0	2.4

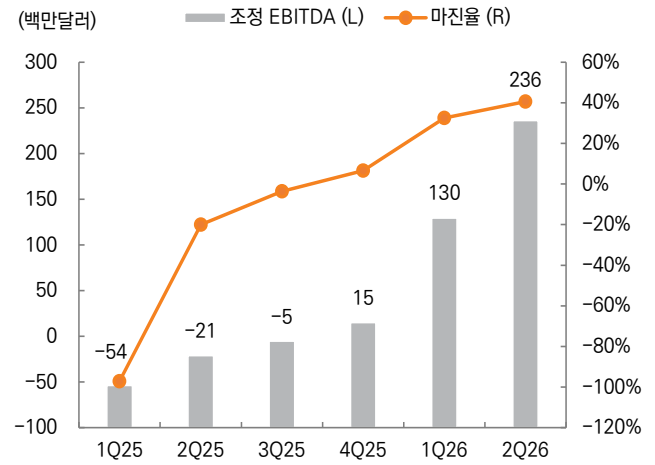
주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 블룸버그, 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 분기 매출액, YoY 성장률 추이



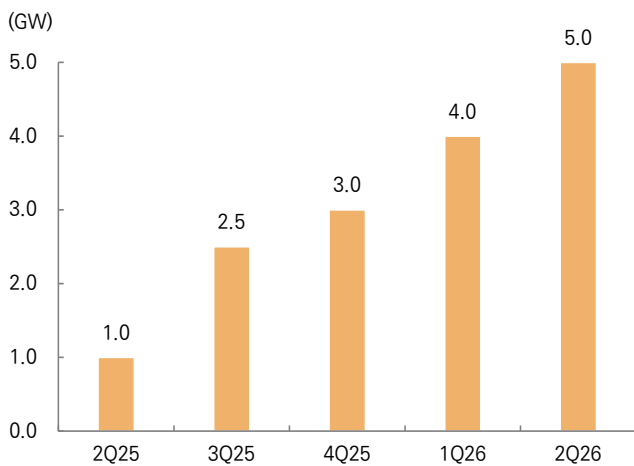
자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 분기 조정 EBITDA, 마진율 추이



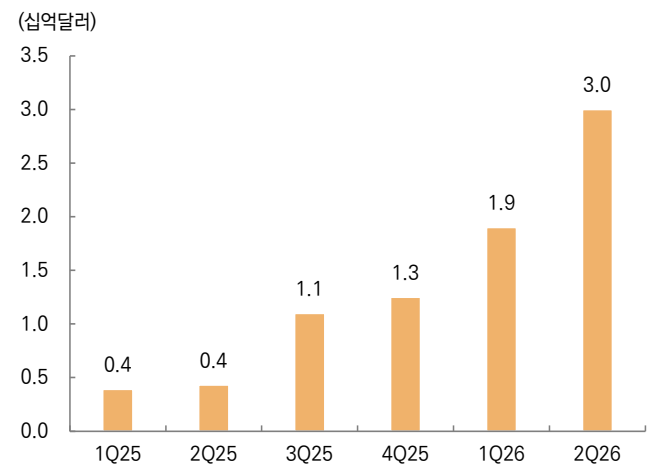
자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. Contracted Power 추이



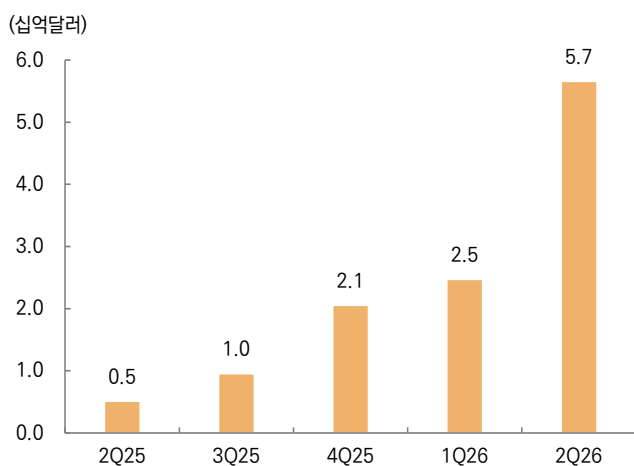
자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. ARR 추이



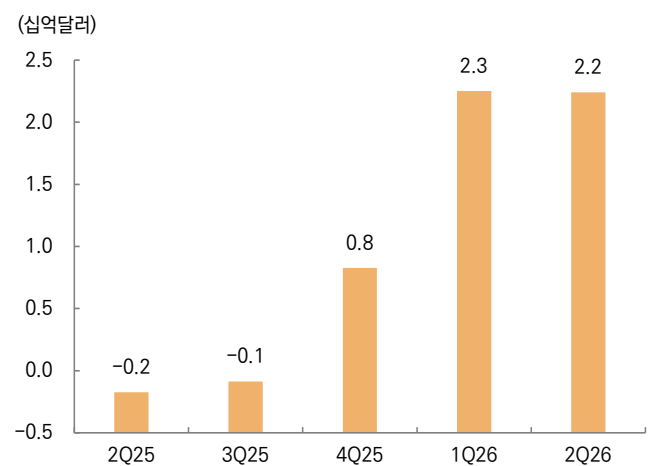
자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 분기 CAPEX 추이



자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 영업활동 현금흐름 추이



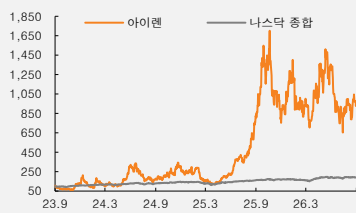
자료: 네비우스, 미래에셋증권 리서치센터

Not Rated

Refinitiv 평균목표주가	USD 78.3
현재주가(26/9/16)	USD 42.62
상승여력	83.8%

나스닥 종합(p)	25,978.43
EPS 성장률(26F, %)	-
P/E(26F, x)	-
배당수익률(%)	0.0
시가총액(십억USD)	16.79
시가총액(조원)	22.73
상장주식수(백만주)	394.1
60일 평균 거래대금(백만USD)	1,781.38
52주 최저가(USD)	29.31
52주 최고가(USD)	76.41

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-3.3	-5.2	16.9
상대주가	-0.5	-18.3	0.5



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeasset.com

아이렌

AI Cloud, 성장의 중심으로

컴퓨터 수요-공급 불균형 장기화 전망

글로벌 AI 컴퓨터 수요는 30년 약 187GW, 32년 285GW까지 확대될 전망이다. 특히 추론은 Agentic AI 확산, 모델 호출 및 Token 증가로 연산효율 개선을 상회하는 성장이 예상된다. 하이퍼스케일러와 AI 사업자, Neocloud의 증설로 글로벌 AI 컴퓨터 공급 역시 30년 129GW에서 32년 233GW까지 확대될 전망이다.

30년까지 수요-공급 불균형이 심화되며 AI 컴퓨터 단가의 상승 압력이 지속될 가능성이 높다. 공급이 가속되는 31년 이후에도 수요 우위는 이어지겠으나 수급 불균형은 점차 완화될 전망이다. 중장기적으로는 단순 CAPA 확보보다 안정적인 고객과 장기 계약을 선점한 사업자의 경쟁력이 중요해질 것으로 판단한다.

AI Cloud 중심의 사업 전환 가속

FY 4Q26 AI Cloud 매출은 7,050만달러로 QoQ 110% 증가했으며, FY26 매출은 1.29억달러로 전년 대비 약 8배 성장했다. 현재 가동 중인 AI Cloud ARR은 10억 달러, 26년 CAPA 기준 계약 ARR은 40억달러까지 확대됐다. 26년 공급 CAPA가 대부분 판매된 가운데 27년 물량 역시 다수 고객과 계약 협상이 진행 중이다.

Microsoft향 첫 50MW 규모 Horizon 1도 8월 인도를 완료했으며, Horizon 2~4는 4Q26 순차 가동을 목표로 구축 중이다. IREN은 26년 누적 0.3GW, 27년 0.8GW의 AI DC CAPA 공급을 목표로 하고 있어, 기존 전력 자산이 AI 컴퓨터 매출로 전환되는 속도도 가속될 전망이다.

CAPA 확대와 함께 단가도 상승

수요 강세는 계약 단가에서도 확인된다. 최근 체결된 3년 계약은 IT Load 기준 MW당 연간 매출 2,000만달러 이상으로 약 2년의 투자금 회수기간을 확보했으며, 현재 협상 중인 계약은 MW당 2,500만달러 수준까지 상승했다. 고객 선금금 역시 GPU CAPEX의 45~55%를 충당하고 있다.

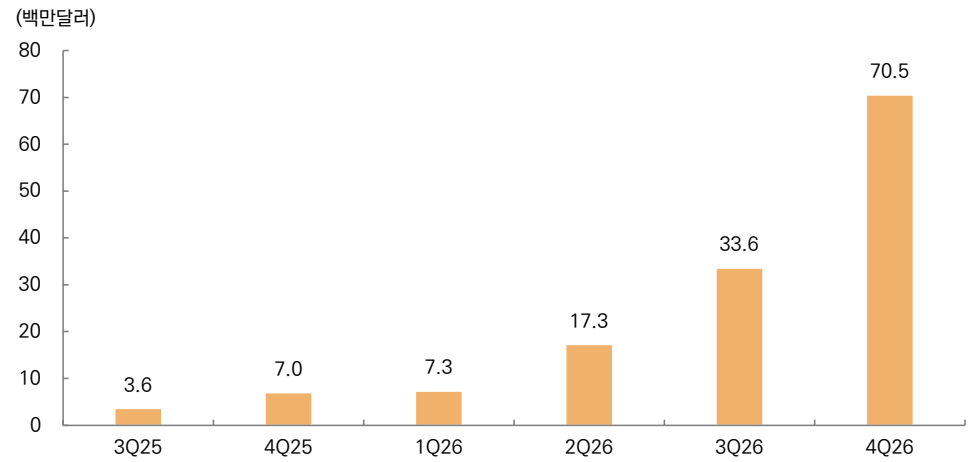
동사는 5GW 이상의 글로벌 DC 개발 파이프라인을 확보하고 있으며, Bitcoin Mining 설비를 AI Cloud로 전환하는 작업도 진행 중이다. 향후에는 확보한 전력과 부지를 얼마나 빠르게 AI DC로 개발하고 높은 단가의 장기 계약으로 연결하는지가 성장의 핵심 변수가 될 전망이다.

결산기 (06월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (USD mn)	187	501	707	2,802	7,336
영업이익 (USD mn)	-27	17	-1,047	-254	1,236
영업이익률 (%)	-14.5	3.5	-148.0	-9.1	16.8
순이익 (USD mn)	-29	87	-703	-500	365
EPS	-0.32	0.41	-2.22	-1.12	0.29
ROE (%)	0.6	4.2	-5.4	-19.1	-159.8
P/E (배)	22.8	14.6	67.2	19.8	8.6
P/B (배)	5.5	6.2	20.4	6.0	2.3

주: GAAP 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

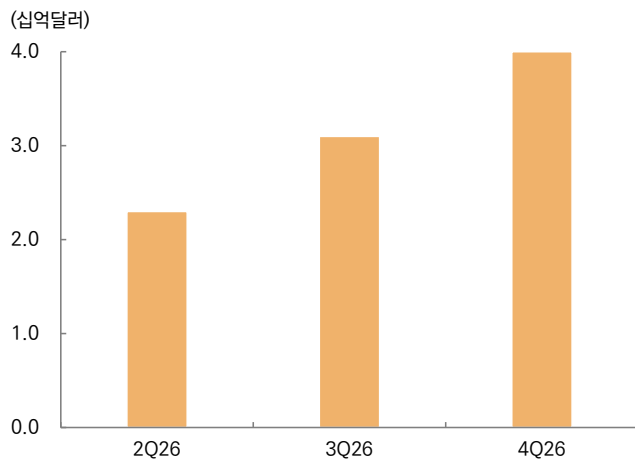
자료: 블룸버그, 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. AI Cloud 매출액 추이



자료: 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 계약 클라우드 ARR



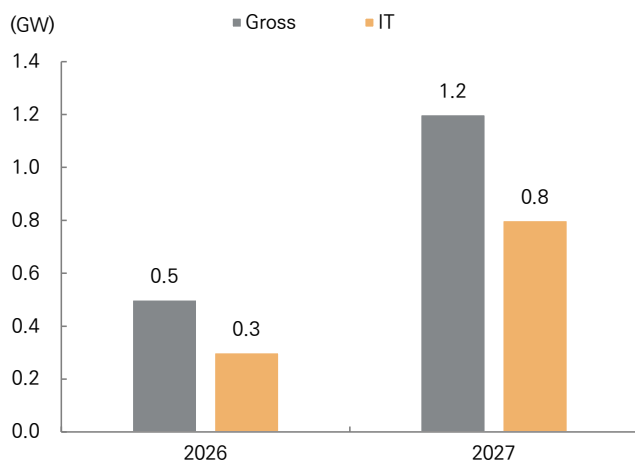
자료: 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 아이렌 3년, 5년 계약 MW당 단가 추이



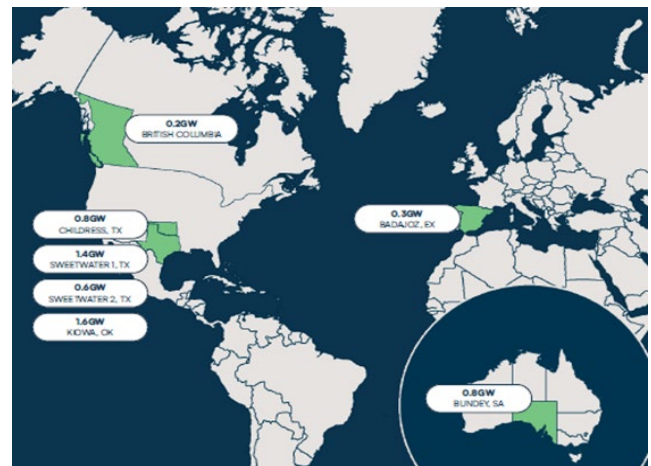
자료: 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. AI DC CAPA 추이



자료: 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. AI DC 종설 지역



자료: 아이렌, 미래에셋증권 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2025.07.07	분석 대상 제외		-	-
2026.05.21	매수	280,000	-	-	2025.01.24	매수	179,000	-26.48	8.10
2026.02.09	매수	400,000	-45.35	-34.88	2025.01.09	매수	191,000	-34.80	-32.98
2025.11.18	매수	410,000	-38.73	-30.00	2024.11.27	매수	231,000	-41.66	-35.15
2025.11.05	매수	400,000	-34.86	-33.63	2024.01.23	매수	244,000	-37.25	-30.29
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26	LG씨엔에스 (064400)				
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29	2026.07.31	매수	100,000	-	-
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17	2026.05.21	매수	110,000	-24.30	30.64
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14	2025.07.07	분석 대상 제외		-	-
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88	2025.04.29	매수	70,000	-9.08	39.14
삼성에스디에스 (018260)					2025.04.18	매수	68,000	-22.28	-19.56
2026.09.18	매수	300,000	-	-	NHN (181710)				
2026.07.31	매수	260,000	-11.74	-5.77	2026.09.18	매수	80,000	-	-
2026.05.21	매수	240,000	-9.20	50.83					