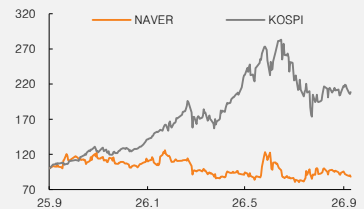


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	280,000원
현재주가(26/9/16)	201,500원
상승여력	39.0%

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

035420 · 인터넷

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 요인으로는 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 협의가 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 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

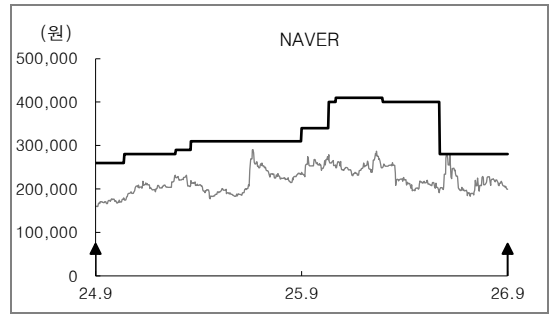
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

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

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2026.05.21	매수	280,000	-	-
2026.02.09	매수	400,000	-45.35	-34.88
2025.11.18	매수	410,000	-38.73	-30.00
2025.11.05	매수	400,000	-34.86	-33.63
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.