NAVER (035420)

브룩필드 투자 확정, AI DC 사업 진짜 합니다

BUY(유지)

목표주가(12M)	400,000원
현재주가(10.27)	174,300원

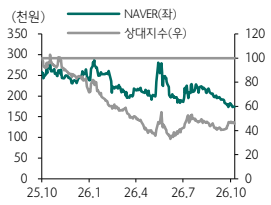
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,638.34
52주 최고/최저(원)	287,000/173,600
시가총액(십억원)	26,512.6
시가총액비중(%)	0.57
발행주식수(천주)	159,350.5
60일 평균 거래량(천주)	795.8
60일 평균 거래대금(십억원)	164.2
외국인지분율(%)	35.43
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.49
BlackRock Fund Advisors 외 14 인	7.31

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	13,763.1	15,864.4
영업이익(십억원)	2,118.0	2,533.9
순이익(십억원)	1,923.1	2,230.4
EPS(원)	12,284	13,814
BPS(원)	191,534	204,825

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	10,737.7	12,035.0	13,731.3	16,209.4
영업이익	1,979.3	2,208.1	2,041.9	2,718.1
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,604.1	3,416.4
순이익	1,923.2	1,953.2	1,994.4	2,498.1
EPS	11,913	12,376	12,807	15,678
증감율	92.77	3.89	3.48	22.42
PER	16.70	19.59	13.61	11.12
PBR	1.20	1.35	0.85	0.80
EV/EBITDA	11.27	11.85	8.20	5.97
ROE	7.90	7.36	6.69	7.55
BPS	166,221	180,117	205,232	218,319
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630

Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

투자 확정, 사업구조 일부 변경

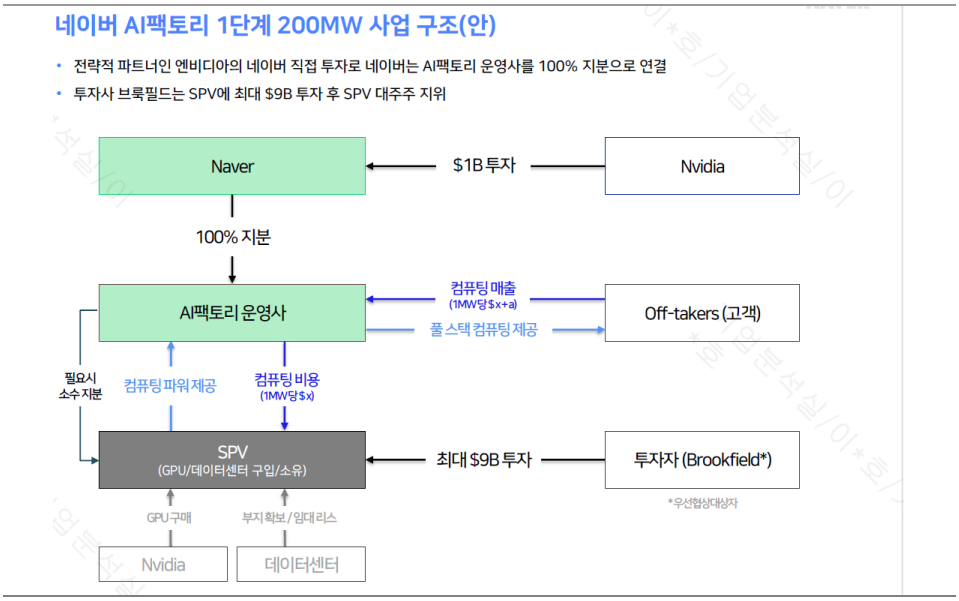
10월 27일 AI DC 사업을 위한 브룩필드의 90억달러 투자가 확정됐다. 선결조건 충족으로 엔비디아의 지분 투자도 예정대로 이뤄질 것으로 예상된다. 브룩필드 AI 인프라 펀드의 투자목적회사(Green Holding L.P)가 설립하는 Asset Co.(가칭)가 컴퓨팅 서비스 인프라를 조성하고 네이버클라우드가 사용하는 방식으로 사업을 진행할 계획이다. 또한 NAVER는 약 18.7조원의 지급보증을 제공한다. 이는 GPUaaS 공급대금의 명목 총액으로 연간 네이버클라우드가 지급할 GPUaaS 이용료가 대략 연 3조원임을 짐작할 수 있다. 기존 사업 구상에서 변경된 부분은 NAVER가 별도로 AI 팩토리 운영사를 설립하지 않고 네이버클라우드가 사업의 주체가 되며, K-IFRS 회계 기준에 따라 Asset Co.에 대한 지배력이 인정되어 종속회사로 편입 예정이라는 점이다. 해당 변경으로 AI DC 사업에서 발생하는 지배주주순이익은 큰 변동이 없으나 NAVER의 재무상태표에 AI DC를 위한 자산과 자본이 인식된다. 또한 SPV인 Asset Co.의 영업이익도 연결로 반영되기에 200MW 구축 후 NAVER의 연간 영업이익률은 30%를 상회할 것으로 예상한다.

AI DC 사업, 진짜 합니다

네오클라우드 사업의 2027년 매출액 1조 566억원, 영업이익 2,738억원(OPM 25.9%), 지배주주순이익 772억원으로, 2028년 매출액 3조 3,606억원, 영업이익 1조 706억원(OPM 32.2%), 지배주주순이익 3,813억원으로 전망한다. MW당 연간 매출액은 235억원으로 가정했으며 2028년 말 200MW를 목표로 순차적인 배치를 반영했다. 글로벌 네오클라우드 기업의 B300 On-demand 렌탈 가격의 45%를 할인한 보수적인 장기 계약 단가이므로 실제 단기 계약이 혼합될 경우 매출 추정치는 상향될 가능성이 높다.

AI DC 섹터 투자심리가 급변하는 가운데 국내에서는 기존 사업의 현금 창출력과 고객 기반을 갖추고, 엔비디아를 비롯한 공급망 및 프론티어 AI 기업과의 협력 기반을 확보한 사업자를 우선 선별할 필요가 있다. NAVER는 검색·광고·커머스의 현금창출 기반에 더해 브룩필드 자금 조달을 마쳤다. 엔비디아의 지분투자를 통해 강한 파트너십을 갖출 예정이다. 기존 목표인 2027년 상반기 55MW, 2027년 말 100MW, 2028년 말 200MW 공급을 위한 AI DC 임차 공간 확보와 GPU 구매 약정도 마무리된 것으로 파악된다. 자금조달과 인프라 확보라는 핵심 불확실성이 해소되면서 사업은 투자계획에서 실제 서비스 공급 단계로 이동하고 있다. 반면 주가는 최초 AI DC 사업 진출 발표 이후 사업가치를 충분히 반영하지 못하고 있다고 판단한다. 향후 6개월간 고객사 계약, GPU 설치 및 상용 서비스 개시와 동시에 초기 매출 발생이 순차적으로 가시화될 전망이다. 인터넷 산업 Top Pick 유지, 강력 매수 추천한다.

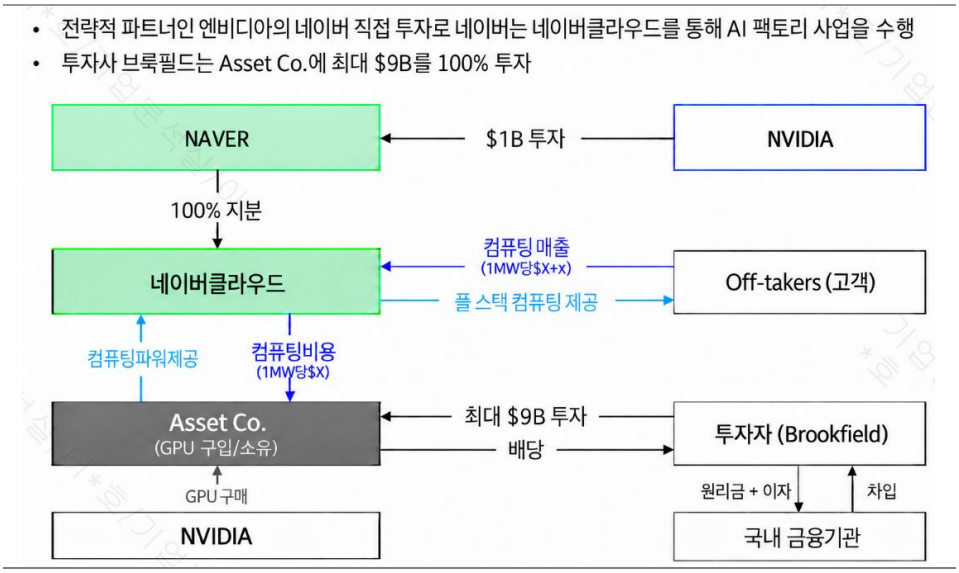
도표 1. NAVER AI 팩토리 1단계 200MW 사업 구조(이전)



자료: Dart, 하나증권

도표 2. NAVER AI 팩토리 1단계 200MW 사업 구조(변경 예상)

브룩필드 투자 확정. 네이버클라우드가 AI 팩토리 운영. Asset Co.는 지분 0%지만 지배력 인정으로 종속회사 편입



자료: 하나증권 재구성

도표 3. 네이버 데이터센터 확장 로드맵

누적 1GW 확장 목표

주: ChatGPT 활용 재구성
자료: 하나증권

도표 4. NAVER 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
영업수익	**2,786.8**	**2,915.1**	**3,138.1**	**3,195.1**	**3,241.1**	**3,388.8**	**3,497.9**	**3,603.6**	**12,035.0**	**13,731.3**	**16,209.4**
YoY(%)	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	16.2	11.5	12.8	12.1	14.1	18.0
서치플랫폼	**1,604.7**	**1,693.1**	**1,816.6**	**1,850.3**	**1,839.8**	**1,902.2**	**1,959.9**	**2,058.1**	**6,964.7**	**7,759.9**	**8,448.2**
YoY(%)	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	12.3	7.9	11.2	13.5	11.4	8.9
광고	**1,276.2**	**1,346.6**	**1,398.1**	**1,415.3**	**1,394.5**	**1,447.2**	**1,492.1**	**1,554.8**	**5,436.2**	**5,888.5**	**6,361.7**
YoY(%)	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	7.5	6.7	9.9	9.0	8.3	8.0
서비스	**328.5**	**346.6**	**418.6**	**434.9**	**445.3**	**455.0**	**467.8**	**503.3**	**1,528.5**	**1,871.4**	**2,086.5**
YoY(%)	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	31.3	11.8	15.7	33.1	22.4	11.5
파이낸셜 플랫폼	**386.7**	**405.6**	**427.3**	**448.6**	**459.7**	**470.7**	**492.3**	**520.1**	**1,668.2**	**1,942.7**	**2,255.3**
YoY(%)	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	16.0	15.2	15.9	12.2	16.5	16.1
글로벌 도전	**795.4**	**816.4**	**894.1**	**896.2**	**941.6**	**1,015.9**	**1,045.6**	**1,025.4**	**3,402.1**	**4,028.6**	**5,505.9**
YoY(%)	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	24.4	16.9	14.4	9.3	18.4	36.7
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	397.9	370.5	363.4	986.5	1,482.9	1,689.2
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	464.3	508.0	471.8	1,851.3	1,884.2	1,999.0
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	153.7	167.1	190.2	564.2	661.5	1,817.7
영업비용	**2,281.5**	**2,393.5**	**2,567.4**	**2,584.4**	**2,699.3**	**2,868.4**	**3,019.0**	**3,102.6**	**9,826.9**	**11,689.3**	**13,491.3**
YoY(%)	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	19.8	17.6	20.0	12.2	19.0	15.4
개발/운영비용	671.1	683.1	732.7	743.7	748.9	786.9	785.6	804.3	2,830.7	3,125.7	3,433.5
파트너	990.9	1,030.2	1,114.1	1,129.8	1,188.0	1,256.8	1,303.7	1,356.6	4,265.0	5,105.1	5,704.3
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	250.8	219.8	226.9	233.8	810.9	931.3	1,012.5
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	511.7	604.9	702.7	707.9	1,920.3	2,527.3	2,558.2
영업이익	**505.3**	**521.6**	**570.6**	**610.6**	**541.8**	**520.3**	**478.9**	**501.0**	**2,208.1**	**2,041.9**	**2,718.1**
YoY(%)	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	(0.2)	(16.1)	(18.0)	11.6	(7.5)	33.1
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	15.4	13.7	13.9	18.3	14.9	16.8
당기순이익	**423.7**	**497.4**	**734.7**	**163.0**	**291.0**	**704.3**	**527.3**	**493.4**	**1,818.7**	**2,016.0**	**2,664.8**
YoY(%)	(23.8)	0.5	38.6	(68.3)	(31.3)	0.4	(28.2)	202.7	(5.9)	10.8	32.2
당기순이익률(%)	15.2	17.1	23.4	5.1	9.0	20.8	15.1	13.7	15.1	14.7	16.4
지배주주지분 순이익	424.8	488.8	726.4	313.2	285.3	698.6	522.0	488.5	1,953.2	1,994.4	2,498.1
비지배주주지분 순이익	(1.2)	8.6	8.3	(150.2)	5.7	5.7	5.3	4.9	(134.5)	21.6	166.7

주: 1Q26부터 매출 분류 변경, AI 팩토리 비용은 우선 인프라 비용으로 배분. 추후 변경 예정
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**10,737.7**	**12,035.0**	**13,731.3**	**16,209.4**	**20,036.6**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	10,737.7	12,035.0	13,731.3	16,209.4	20,036.6
판관비	8,758.5	9,826.9	11,689.3	13,491.3	16,202.4
영업이익	**1,979.3**	**2,208.1**	**2,041.9**	**2,718.1**	**3,834.2**
금융손익	54.3	245.1	518.8	512.5	362.8
종속/관계기업손익	144.5	495.2	228.0	260.0	241.9
기타영업외손익	144.1	(528.3)	(184.7)	(74.2)	(122.4)
세전이익	**2,322.2**	**2,420.1**	**2,604.1**	**3,416.4**	**4,316.4**
법인세	390.2	601.4	588.1	751.6	949.6
계속사업이익	1,932.0	1,818.7	2,016.0	2,664.8	3,366.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1,932.0**	**1,818.7**	**2,016.0**	**2,664.8**	**3,366.8**
비지배주주지분 순이익	8.7	(134.5)	21.6	166.7	477.5
지배주주순이익	**1,923.2**	**1,953.2**	**1,994.4**	**2,498.1**	**2,889.3**
지배주주지분포괄이익	2,561.2	2,087.4	3,198.8	2,174.1	2,746.8
NOPAT	1,646.7	1,659.4	1,580.8	2,120.1	2,990.7
EBITDA	2,652.8	2,953.4	3,094.6	4,840.1	7,603.9
성장성(%)					
매출액증가율	11.03	12.08	14.09	18.05	23.61
NOPAT증가율	66.33	0.77	(4.74)	34.12	41.06
EBITDA증가율	28.08	11.33	4.78	56.40	57.10
영업이익증가율	32.95	11.56	(7.53)	33.12	41.06
(지배주주)순익증가율	89.98	1.56	2.11	25.26	15.66
EPS증가율	92.77	3.89	3.48	22.42	15.66
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	24.71	24.54	22.54	29.86	37.95
영업이익률	18.43	18.35	14.87	16.77	19.14
계속사업이익률	17.99	15.11	14.68	16.44	16.80

대차대조표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**9,374.9**	**10,928.5**	**13,312.3**	**15,181.4**	**18,315.7**
금융자산	7,535.6	9,019.2	11,173.7	12,558.0	15,112.9
현금성자산	4,195.5	5,984.0	7,865.3	8,628.1	10,440.4
매출채권	478.0	491.7	554.5	681.3	832.8
재고자산	21.7	20.2	22.8	28.0	34.3
기타유동자산	1,339.6	1,397.4	1,561.3	1,914.1	2,335.7
비유동자산	**28,793.0**	**30,156.0**	**34,610.5**	**39,988.7**	**44,365.3**
투자자산	20,910.2	21,394.0	24,311.6	24,511.8	24,758.0
금융자산	3,504.0	4,745.2	5,498.4	5,510.4	5,566.6
유형자산	2,909.6	3,607.6	4,083.5	9,032.2	13,110.8
무형자산	**3,657.2**	**3,421.0**	**4,404.3**	**4,633.6**	**4,685.5**
기타비유동자산	**1,316.0**	**1,733.4**	**1,811.1**	**1,811.1**	**1,811.0**
자산총계	**38,167.9**	**41,084.5**	**47,922.8**	**55,170.2**	**62,681.0**
유동부채	**6,092.2**	**8,018.9**	**8,534.4**	**8,742.3**	**9,002.4**
금융부채	1,104.9	2,397.4	1,749.2	1,761.4	1,818.6
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,987.3	5,621.5	6,785.2	6,980.9	7,183.8
비유동부채	**5,074.8**	**4,112.6**	**5,857.0**	**5,940.5**	**6,029.2**
금융부채	**3,273.4**	**2,211.1**	**3,841.5**	**3,841.5**	**3,841.5**
기타비유동부채	1,801.4	1,901.5	2,015.5	2,099.0	2,187.7
부채총계	**11,167.0**	**12,131.5**	**14,391.4**	**14,682.8**	**15,031.6**
지배주주지분	**25,459.9**	**27,581.9**	**32,031.0**	**34,116.2**	**36,592.7**
자본금	**16.5**	**16.5**	**17.2**	**17.2**	**17.2**
자본잉여금	1,422.7	1,586.3	3,089.1	3,089.1	3,089.1
자본조정	(638.5)	(452.1)	(489.6)	(489.6)	(489.6)
기타포괄이익누계액	(1,305.7)	(1,194.5)	148.6	148.6	148.6
이익잉여금	25,965.0	27,625.7	29,265.6	31,350.9	33,827.3
비지배주주지분	**1,541.0**	**1,371.1**	**1,500.4**	**6,371.2**	**11,056.7**
자본총계	**27,000.9**	**28,953.0**	**33,531.4**	**40,487.4**	**47,649.4**
순금융부채	(3,157.3)	(4,410.6)	(5,583.0)	(6,955.0)	(9,452.8)

투자지표

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	12,807	15,678	18,133
BPS	166,221	180,117	205,232	218,319	233,861
CFPS	18,180	20,154	21,580	30,080	49,083
EBITDAPS	16,432	18,714	19,872	30,376	47,722
SPS	66,511	76,258	88,175	101,731	125,750
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
주가지표(배)					
PER	16.70	19.59	13.61	11.12	9.61
PBR	1.20	1.35	0.85	0.80	0.75
PCFR	10.94	12.03	8.08	5.79	3.55
EV/EBITDA	11.27	11.85	8.20	5.97	4.09
PSR	2.99	3.18	1.98	1.71	1.39
재무비율(%)					
ROE	7.90	7.36	6.69	7.55	8.17
ROA	5.20	4.93	4.48	4.85	4.90
ROIC	41.13	38.63	33.09	27.56	23.83
부채비율	41.36	41.90	42.92	36.27	31.55
순부채비율	(11.69)	(15.23)	(16.65)	(17.18)	(19.84)
이자보상배율(배)	18.87	20.31	18.78	25.00	28.18

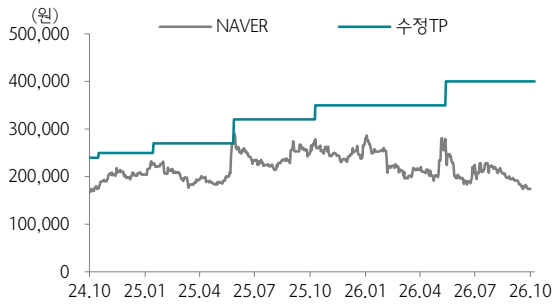
현금흐름표 (단위:십억원)

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**2,589.9**	**3,095.8**	**4,446.9**	**4,280.2**	**7,136.3**
당기순이익	1,932.0	1,818.7	2,016.0	2,664.8	3,366.8
조정	505.6	815.4	931.6	1,694.3	3,905.7
감가상각비	673.5	745.3	1,052.6	2,121.9	3,769.7
외환거래손익	135.1	(14.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(565.2)	(453.2)	(451.1)	(567.0)	0.0
기타	262.2	538.2	330.1	139.4	136.0
영업활동자산부채변동	152.3	461.7	1,499.3	(78.9)	(136.2)
투자활동 현금흐름	**(1,340.0)**	**(743.7)**	**(3,371.6)**	**(8,860.2)**	**(11,480.8)**
투자자산감소(증가)	2,330.9	11.3	(2,359.4)	366.9	(246.2)
자본증가(감소)	(554.0)	(1,220.4)	(1,194.2)	(6,800.0)	(6,800.0)
기타	(3,116.9)	465.4	182.0	(2,427.1)	(4,434.6)
재무활동 현금흐름	**(347.2)**	**(524.5)**	**1,600.3**	**(535.2)**	**(491.8)**
금융부채증가(감소)	(377.0)	371.6	982.2	12.2	57.1
자본증가(감소)	180.1	163.6	1,503.5	0.0	0.0
기타재무활동	(31.3)	(891.3)	(491.8)	(134.6)	(136.1)
배당지급	(119.0)	(168.4)	(393.6)	(412.8)	(412.8)
현금의 증감	**902.6**	**1,788.5**	**1,700.6**	**762.9**	**1,812.2**
Unlevered CFO	2,934.9	3,180.7	3,360.7	4,792.8	7,820.8
Free Cash Flow	2,035.9	1,861.1	3,237.1	(2,519.8)	336.3

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER



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

Compliance Notice

- 당사는 2026년 10월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2026년 10월 28일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	97.74%	2.26%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 10월 25일