

인터넷/SW

AI 서비스 경쟁에서 누가 이익을 남기는가

정해창

haechang.chung@daishin.com



인터넷/SW

- 인터넷·SW 업종 투자의견은 Overweight이며, Top-Pick으로 삼성에스디에스와 NAVER 제시
- 2027년 AI 서비스 경쟁은 챗봇을 넘어 소비자의 의도를 파악하고 구매·예약·업무를 실행하는 에이전트 시장으로 확대될 전망. 경쟁의 핵심은 소비자가 처음 요청하고 반복적으로 작업을 맡기는 점점의 확보
- **[AI 데이터센터]** 플랫폼의 선행투자는 인프라 공급자의 사업 기회. 서비스 경쟁에 필요한 연산과 시스템 연결 수요가 늘어나는 가운데, AI 데이터센터 설비와 실제 가동 가능한 용량을 확보한 공급자의 우위가 2027년에도 이어질 것으로 판단
- **[인터넷 플랫폼]** 글로벌 사업자의 진입은 국내 플랫폼의 경쟁 및 투자 부담을 높이지만, 기존 고객과 거래 기반을 지켜내고 AI로 추가 이익을 확보할 수 있는 기업에는 재평가의 기회도 존재. AI 경쟁 우려 속에서도 국내 플랫폼의 광고와 커머스 기반은 유효하며 최근 이용자 지표와 광고·커머스 실적은 기존 소비자 점점의 급격한 붕괴와 거리가 있음
- AI 성장 국면에서 달라지는 수익화와 투자 회수 속도에 따라 섹터 재평가 가능성에 주목. NAVER와 카카오 모두 국내에서 AI 에이전트 서비스 제공에 필요한 실행 자산을 보유
- 2024년 이후 AI 트레이드 국면에서 반도체와 인터넷/SW 섹터의 상대수익률 사이 음의 상관관계 관측. AI 최종수요가 유지되는 가운데 AI 투자 과열과 인프라 투자 회수·조달 부담에 대한 우려가 커지면, 기존 고객과 현금흐름으로 AI를 수익화하는 인터넷·SW 기업의 상대 매력도가 높아질 전망. 포트폴리오 분산 차원에서 편입 효과 유효
- 삼성에스디에스는 AX와 시스템 교체를 중심으로 한 업황 호조, NAVER는 본업 가치 대비 할인과 비용 우려 완화에 주목. 양사의 신규 AI 데이터센터 사업을 중장기 성장 경로로 평가

플랫폼의 투자 부담은 인프라 공급자의 사업기회가 된다

- 2027년 인터넷/SW 투자의견은 Overweight, Top Pick은 삼성에스디에스, NAVER 제시
- AI가 전 산업에서 주요 투자 논점으로 작용, 인터넷 플랫폼 기업은 소비자가 AI를 접하는 최전선에 위치, 그러나 신사업 기회 대비 인프라 투자에 대한 부담과 시장 재편의 불확실성 반영이 더 큰 상황
- 플랫폼의 서비스 경쟁력 확보를 위한 투자가 신규 수익화보다 먼저 발생 중, NAVER, 카카오는 글로벌 에이전트의 진입에 대응해 AI 실행 역량을 확보하고 서비스를 통합하는 중
- 플랫폼 기업의 투자는 인프라 공급자의 사업기회. 공급자 중에서는 클라우드 성장과 운영 수익의 연결성이 높고, 계약과 유상 가동을 조기에 확보하는 기업부터 투자 성과를 회수할 것으로 판단
- 삼성SDS는 기존 고객의 클라우드/구축/운영 수요를 통한 이익 회수에, NAVER는 견조한 광고/거래 기반과 AI 비용 증가율 둔화에 주목. GPUaaS 사업의 가시성 확대는 두 기업 모두에 주가 상승 촉매

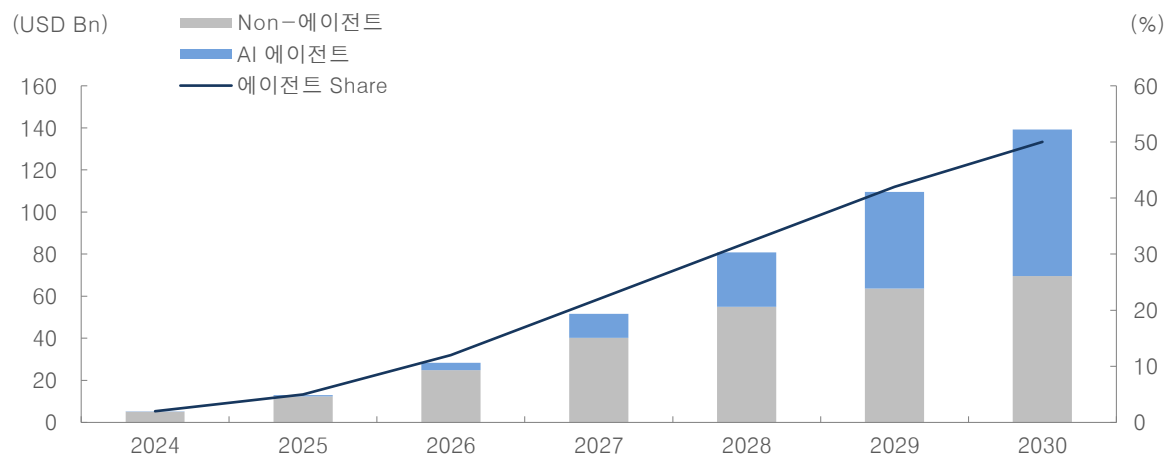
당사 Universe 인터넷/SW 기업의 실적 전망 및 투자의견								(단위:십억원,%,배)	
종목	NAVER		삼성에스디에스		카카오		LG CNS		
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		
목표주가	280,000원		320,000원		47,000원		92,000원		
현재가 (10/21)	179,500원		201,500원		30,950원		72,300원		
Upside	56.0%		58.8%		51.9%		27.2%		
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	13,775	15,904	14,605	15,172	8,189	8,878	6,622	7,119	
영업이익	2,187	2,567	791	1,006	942	1,088	615	653	
OPM	15.9	16.1	5.4	6.6	11.5	12.3	9.3	9.2	
영업이익 YoY	-1.0	17.4	-17.3	27.1	28.7	15.5	11.5	6.1	
순이익	1,846	2,014	648	814	562	934	477	513	
ROE	6.4	6.6	6.2	7.5	4.2	6.9	15.5	15.1	
PBR	0.9	0.9	1.5	1.4	1.2	1.1	2.2	2.0	
PER	15.1	13.8	24.9	19.8	28.0	16.3	14.7	13.6	

자료: 제공 워크북, 대신증권 Research Center. 주가 2026.10.21 종가, 순이익은 종순이익

Muse 출시 이후 소비자 접점을 확보하기 위한 AI 서비스 경쟁 심화

- 2027년에는 챗봇 시장에서 형성된 AI 서비스 경쟁이 사용자의 의도를 입력받아 작업을 실행하는 에이전트 경쟁으로 확대될 것으로 전망
- 올해 9월 8일 Meta의 'Muse' 출시를 계기로 소비자용 AI 에이전트 서비스 경쟁 본격화. xAI의 Grok Bot, OpenAI의 Dots 등 에이전트 봇 형태의 서비스들이 2026년 3분기에 경쟁적으로 출시
- 쟁점은 에이전트 서비스에서 소비자의 의도가 처음 입력되는 접점과 작업을 마친 뒤 다시 돌아오는 이용 습관을 누가 먼저 선점하는지 여부
- Muse는 유저 접점을 넓히기 위해 무료 서비스 제공 시작. 유저 점유율 확대 이후 결제수수료로 수익모델 다각화를 꾀하는 전략을 취하면서 소비자 접점을 확보하기 위한 경쟁이 지속될 전망
- 글로벌 사업자의 서비스 확장은 국내 시장에서도 경쟁 압력을 높이는 요인. 새로운 AI 서비스가 확산되는 국면에서는 경쟁을 이겨내고 국내 소비자와의 접점을 지켜낼 수 있는지 증명해야 하는 상황
- 국내 플랫폼들은 각자의 영역에서 커머스, 예약 등의 로컬 실행 능력과 이용자 접점에서 우위를 형성 중. 경쟁 속에서 중장기 실적과 경쟁 우위에 대한 신뢰도를 회복하는 것이 주가 회복의 포인트

생성형 AI 모델 매출에서 AI 에이전트의 성장 기여 확대 전망



자료: Gartner, 대신증권 Research Center

주가는 실적보다 AI 경쟁력과 투자 회수를 묻는다

경쟁적인 AI 통합 서비스 출시. 신사업 기대보다 증명을 원하는 시장

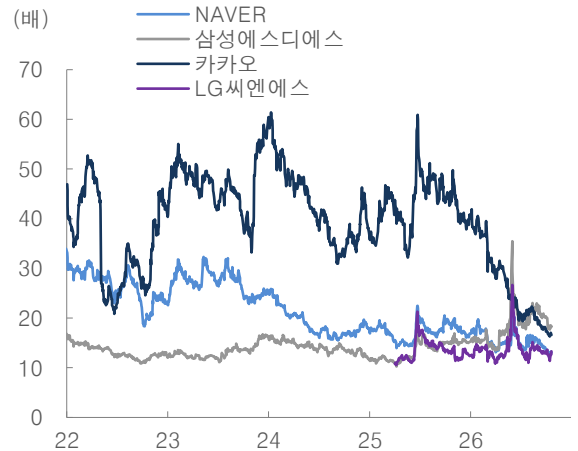
- 2026년은 AI 서비스 경쟁이 본격 확대된 원년. 프론티어 모델에서는 OpenAI와 Anthropic을 필두로 모델 성능 개선 및 점유율 경쟁 격화. 소비자용 AI 에이전트에서는 연초 OpenClaw가 오픈소스로 배포되었고, 이를 개선했한 소비자용 AI 에이전트 서비스 본격 확산
- 인터넷 플랫폼은 AI를 소비자에게 직접 전달하는 접점. 국내 플랫폼은 기존 수익 기반을 유지하면서도 AI 경쟁과 투자 부담에 대한 불확실성을 평가받는 중
- 주가 회복의 관건은 기존 고객 접점을 기반으로 글로벌 AI 서비스의 확장 속에서 로컬 영향력을 유지하고 중장기 이익을 창출하면서 투자 부담을 통제할 수 있음을 입증하는 것

22년 이후 주가 현황(10/21 종가)



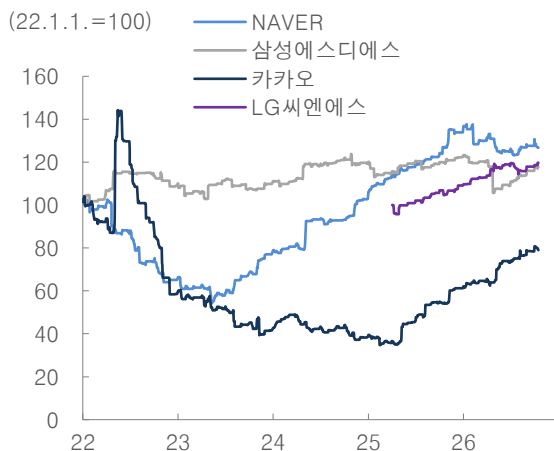
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

22년 이후 12M FWD PER



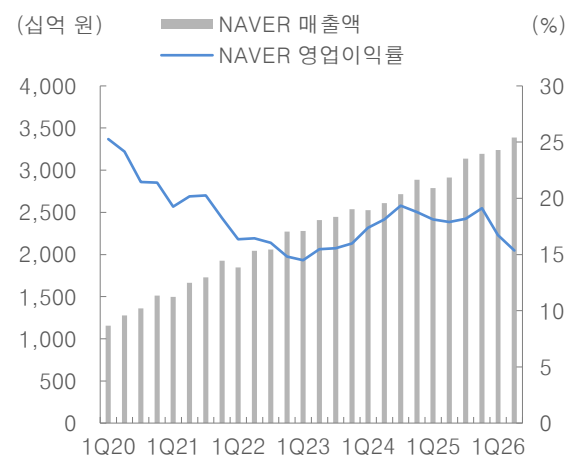
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

22년 이후 12M FWD EPS



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

NAVER 매출 & 영업이익률



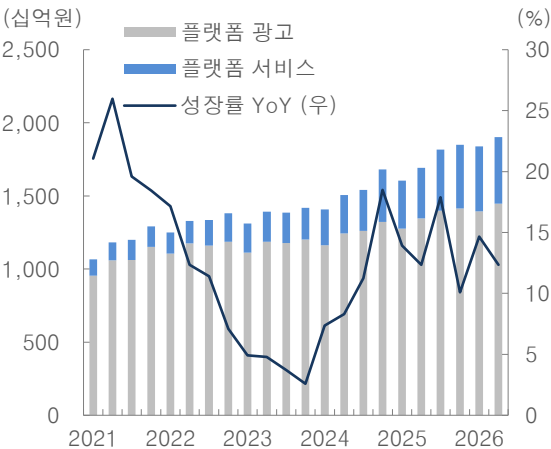
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

국내 플랫폼의 상업적 영향력은 견조

AI 이용 확대와 글로벌 서비스의 확장에도 결제/광고 등 수익사업의 영향력 견조

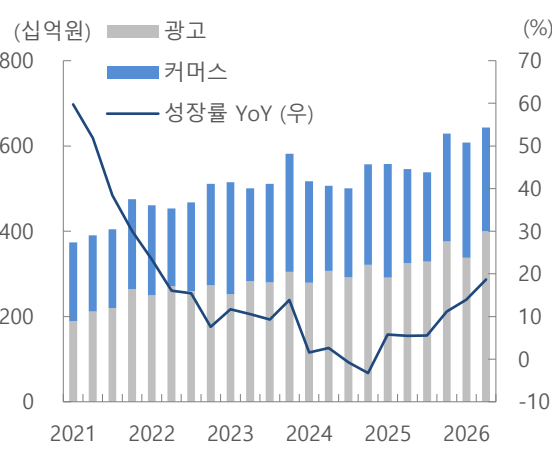
- 플랫폼 수익의 원천은 소비자의 온라인 활동과 이 과정에서 발생하는 광고 및 거래
- NAVER와 카카오톡의 2026년 1~9월 월평균 앱 이용자 수는 전년 동기 대비 각각 2.1%, 1.5% 감소했으나 결제 기반의 성장은 여전히 견조. 네이버의 신용카드 결제 금액은 YTD 기준 6.1% 증가, 카카오 또한 카카오페이를 포함하여 상반기 결제 금액은 전년 동기 대비 9.8% 성장한 것으로 추산
- 최근 실적은 광고/커머스 수익 기반이 AI의 확산과 숏츠 플랫폼의 성장으로 소멸하고 있다는 우려와는 거리가 있음. 기존 소비자 기반의 존속 여부를 넘어 AI로 생산성을 높일 수 있는지 확인할 필요

NAVER 플랫폼의 광고 & 서비스 수익



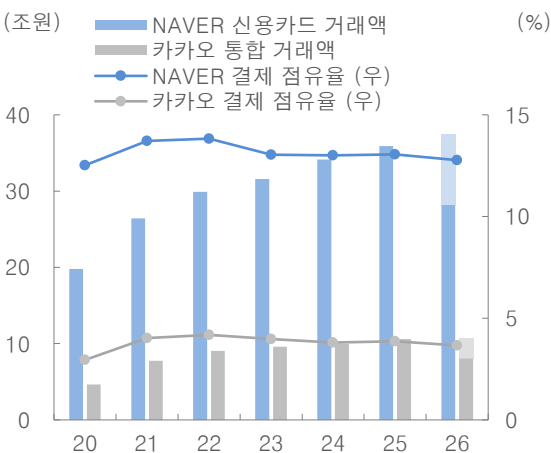
주: 2024 매출 공시 변경 이전 값은 추정치
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

카카오 플랫폼의 광고 & 서비스 수익



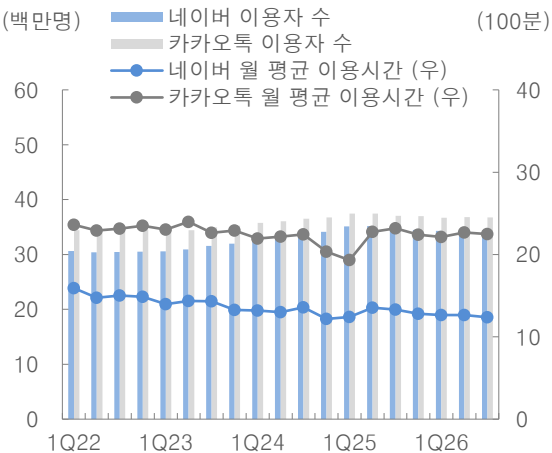
자료: 카카오, 대신증권 Research Center

온라인 신용카드 거래액



주: '26년 거래액은 3/4분기까지 누적 거래액, 4분기는 1~9월 누적의 1/3로 가정한 단순 연율화 추정(2026E)
자료: Epic Finance, 대신증권 Research Center

분기별 앱 이용자수 & 월평균 이용시간



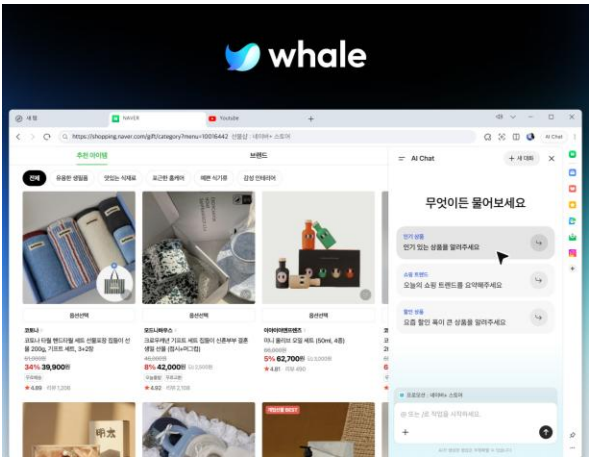
주: Android 앱 월평균
자료: Nielsen, 대신증권 Research Center

NAVER, 검색과 커머스를 AI 수익화로 확장

서비스에 누적된 검색과 거래 데이터를 AI로 연결, 유저 경험 개선

- NAVER의 경쟁력은 국내 소비자의 탐색 의도를 실제 구매·예약으로 연결하는 데이터와 사업자 기반
- AI탭을 비롯해 기존 검색 진입점에서 AI 탐색과 거래가 이어지도록 서비스 확장 중
- 쇼핑 에이전트는 상품 리뷰와 배송지, 주문 마감, 도착 예정 정보를 함께 활용하며 플레이스 에이전트는 장소, 영업, 예약 정보를 활용해 조건에 맞는 업체를 추천하고 사용자 동의 후 네이버 예약 신청까지 연결
- AI 브리핑 광고는 기존 광고주와 과금 구조를 AI 화면에서도 활용할 기반을 확보, 글로벌 AI와의 경쟁에서도 로컬 정보와 광고주들의 과금 기반이 차별화 요소로 작용할 전망
- 2027년의 관건은 AI 인프라 비용을 AI 도입에 따른 광고·거래 이익 증가로 얼마나 상쇄할 수 있는가에 있음. AI 에이전트에 결제까지 연결이 가능할 경우 수익 경로 다변화 가능
- 최대 1GW 규모 NAVER AI Factory의 투자 회수는 외부 테넌트 계약·가동률·조달 조건이 핵심. 다만 자체 플랫폼 수요는 향후 활용 선택지를 넓힐 수 있으며 사업 리스크를 완화

검색/쇼핑/지도/웨일 등 AI 순차 도입 중



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

9월 브룩필드 방한, 자금 조달 및 계약 진행 중



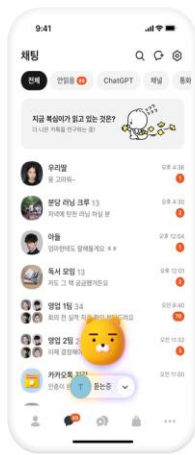
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

카카오톡의 배포 기반을 보유, 2027년은 온디바이스 AI 전략의 시험대

- 카카오톡의 폭넓은 설치 및 이용 기반은 AI 서비스를 배포하는 강점
- 카나나 in 카카오톡 에이전트는 대화 원문을 기기에서 처리하는 방식. 기기에서 처리 가능한 요청은 온디바이스가 맡고, 복잡한 검색·실행은 서버의 대형 모델과 도구를 활용. 이러한 온디바이스 전략은 개인 맥락의 외부 전송 부담을 낮추면서 일상 대화에 맞춘 제안을 제공하는 데 유리.
- 카카오는 10월 If(Kakao)26 행사에서 차기 AI 서비스로 "카나나 스페이스"와 "칸바스(Kanvas)" 공개
- 카나나 스페이스는 톡 안에서 AI를 호출하는 인터페이스, 칸바스는 PC에서 에이전트를 만들고 실행하는 서비스 구상. 스페이스는 12월 선정 이용자 CBT, 칸바스는 이르면 연내 소규모 CBT 계획으로 상용성과 확인은 향후 과제
- 설치 기반을 반복 이용으로 연결하려면 단말·서버를 결합해 충분한 작업 완료율과 응답속도를 확보해야 함. 이용 확대를 위한 서버 지출이 시장 예상을 웃돌 가능성도 고려

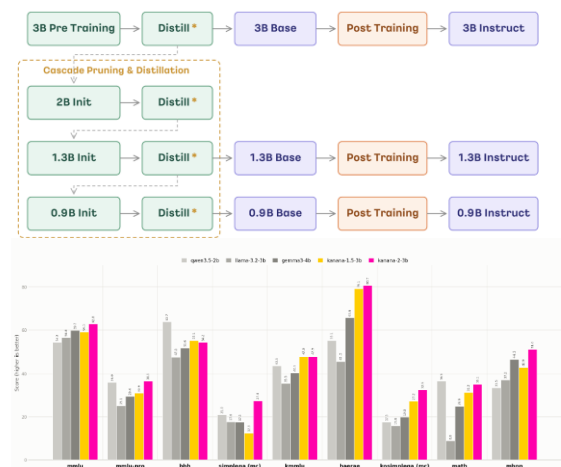
카카오톡에서 호출하는 카나나 스페이스 공개

대화하기
말로 했다, 글로 썼다
음성과 텍스트 모두
빠르게 물어보고 싶을 땐 목소리로,
조용히 이야기하고 싶을 땐 텍스트로.
내가 가장 편한 방식으로 대화해요.



자료: 카카오, 대신증권 Research Center

온디바이스 전략을 위한 경량 모델 개발 중

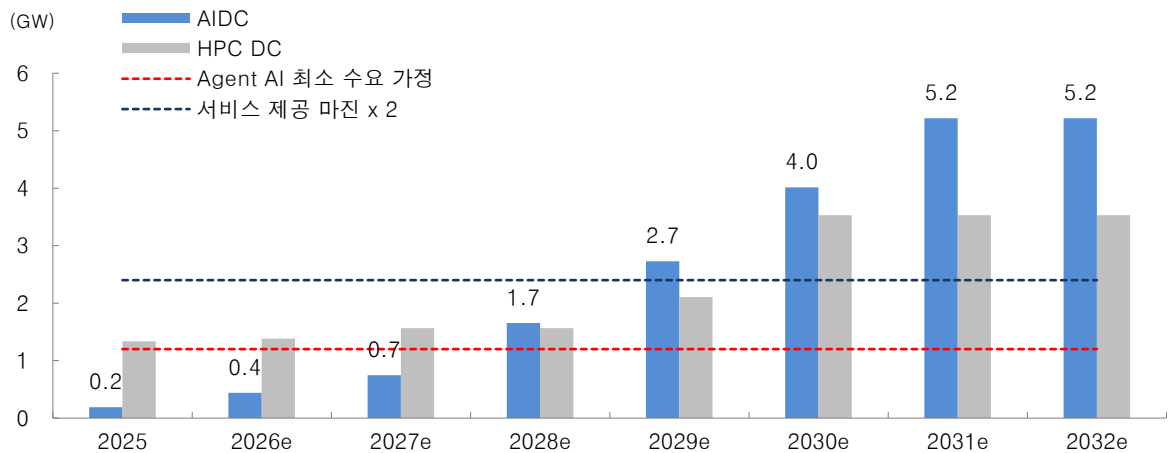


자료: 카카오, 대신증권 Research Center

인프라/AI 공급 병목 지속, 인프라 역량과 사업 노출도를 중심으로 우세 전망 유지

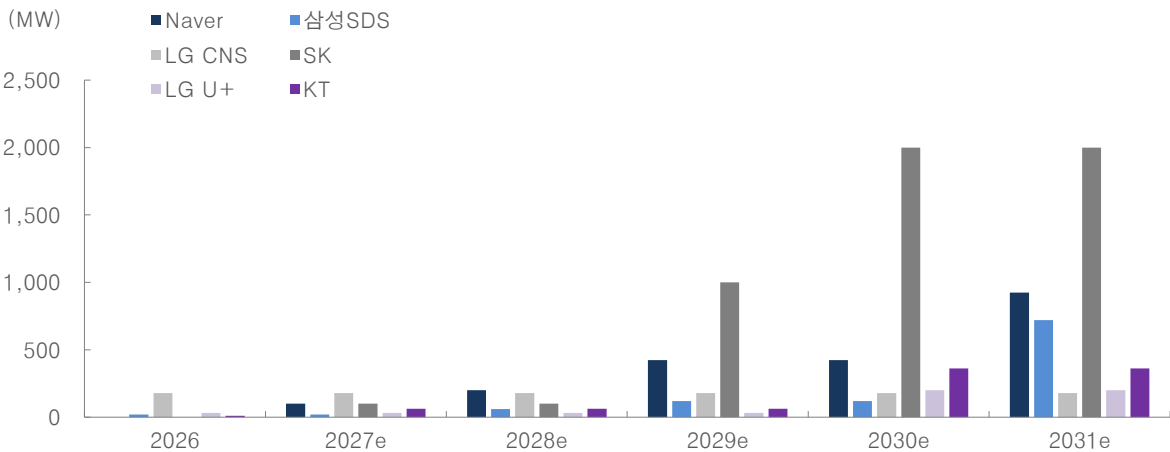
- AI 에이전트의 작업 범위가 넓어질수록 추론과 도구 호출 수요가 늘고, B2B AX 및 AI 적용 서비스 수요도 증가할 전망. 특히 개인의 민감정보가 서비스에 포함될 경우 개인정보의 국외 반출에 대한 규제 강화
- 이는 국내 AI 데이터센터 수요로 연결되며 에이전트 상용화 시나리오에 필요한 국내 AI 인프라 용량을 최소 1.2~2.4GW로 추산, 2027년은 AI 인프라의 수요가 데이터센터 공급을 상회할 것으로 전망
- AI 데이터센터 운영사의 공급자 우위 상황은 데이터센터 임대료 상승을 유발. 반면, 인터넷 플랫폼 기업에게 인프라 공급 부족은 투자비와 인프라 운영비의 증가 요인
- 삼성SDS와 LG CNS 등 데이터센터의 IaaS, DBO 사업 또는 NAVER의 AI Factory 신사업에 주목

국내 주요 데이터센터 증설 전망과 수요 예측



자료: 대신증권 Research Center

국내 주요 데이터센터 GPUaaS, DBO, Colocation 기업들의 AIDC 증설 로드맵



자료: 기업별 공시자료, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

AI 성장과 수익의 이전, 주가 반영의 시차가 인터넷/SW 섹터의 현재

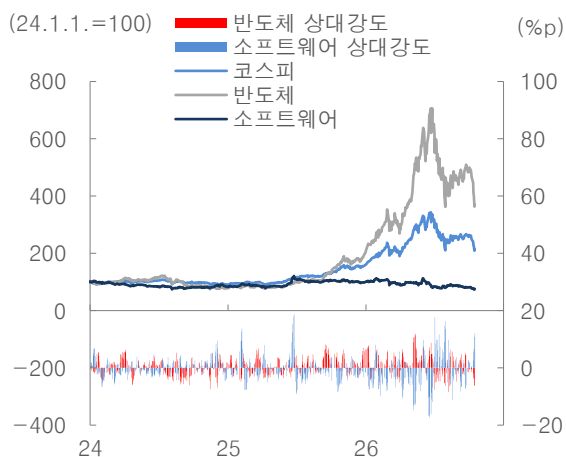
- 2027년 SW의 투자 논지는 AI 성장에 참여하면서 1) 인프라 투자 회수 부담과 다른 이익 경로를 확보하는 것과, 2) 선투자를 이익으로 회수할 수 있는지 여부. 그 속도에 따라 투자 매력이 갈릴 것
- 현재 인프라 기업의 매출 증가는 SW·플랫폼 기업의 경쟁 심화에 따른 투자비 증가와 맞물림. 인프라 공급 병목 상황에서 플랫폼의 서비스 경쟁력 확보를 위한 선행 지출은 AI 인프라 공급자의 우위를 형성. 이는 반도체, 전력기기, AIDC 임대료 상승에 이어 인프라 기업들의 주가 랠리로 이어졌음
- 당사는 인프라 공급 병목이 2029년까지 지속될 것으로 예상. 다만 주가 측면에서는 선반영된 인프라 투자 기대가 가격 부담과 우려로 바뀔 때, AI 확장의 수익화가 먼저 확인되는 플랫폼 기업부터 재평가 및 투자심리 개선이 시작될 것으로 판단
- 과거 닷컴버블 사례에서도 Cisco, Intel 등 인프라 기업의 주가 조정 이후 인터넷 인프라를 수익화했던 Amazon, eBay, Microsoft 등 인터넷 서비스 기업이 더 큰 주가 상승을 시현, 그 시차는 약 1~2년
- 최근 주가 흐름과 상대강도 변화에서 지수 대비 AI 인프라 산업과 인터넷/SW 기업의 수익률은 음의 상관관계를 보였음. 반도체와 소프트웨어 섹터의 일간 상대수익률 간 상관계수는 -0.54, 주간 상대수익률 간 상관계수는 -0.48
- 즉, AI 최종수요가 유지된다는 전제 하에 인터넷/SW 섹터는 매력적인 포트폴리오 분산의 후보. AI 버블에 대한 우려가 변동성을 키울수록 분산 매력도가 높아질 것

닷컴 버블 당시 주요 인프라/애플리케이션 주가



주: 인프라 (Cisco, Intel) 애플리케이션 (MSFT, AMZN, EBAY) 평균
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

반도체-소프트웨어 주가와 상대강도

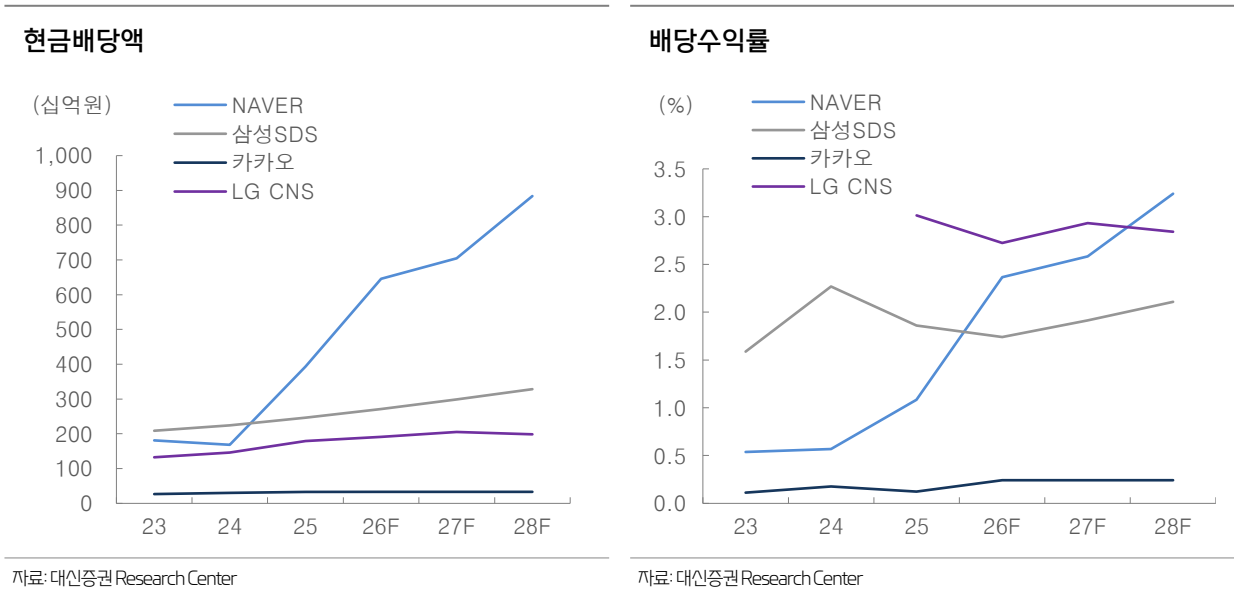


주: 상대강도는 주간수익률의 코스피 대비 상대수익률로 계산
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

AI 투자 확대 속, 이익과 현금을 주주환원으로 연결할 수 있는 기업에 주목

- **NAVER**: 2027년까지 직전 2년 평균 연결 잉여현금흐름(FCF) 25~35%를 주주환원 재원으로 활용
자사주 매입 후 소각 또는 현금 배당 방식으로 환원
- **카카오**: 별도 조정 FCF 20~35%, 분할 후 법인별 정책은 별도
카카오AI - 별도 기준 조정 FCF의 20% ~ 35%를 주주환원 재원으로 사용
본업 성과로 FCF가 전년 대비 50% 이상 급증할 경우, 환원 비율을 최대 40%까지 확대
카카오X - 자회사로부터 받는 배당금(세후 기준)의 30%를 주주환원
자본 비용과 세금을 차감한 투자 차익이 발생할 때, 그중 30%를 즉시 주주환원 재원으로 활용
- **삼성에스디에스**: 배당성향 30% 수준을 유지하는 정책 기조이나,
고배당 기업(배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상이면서 전년 대비 배당금액 10% 이상 증가)
요건 충족을 위한 배당 확대 가능
- **LG CNS**: 배당성향 40% 이상 원칙, 중간배당 정기 추진

기업	주가	배당수익률	배당성향	DPS	시가총액	총환원수익률	자사주	현금배당액	세제혜택
	[원]	27[%]	27[%]	27[원]	[조원]	27[%]	27[억원]	27[억원]	
NAVER	179,500	2.6	35.0	4,640	27.3	2.6	-	7,051	-
삼성SDS	201,500	1.9	36.7	3,860	15.6	1.9	-	2,986	분리과세
카카오	30,950	0.2	3.5	75	13.7	0.2	-	331	-
LG CNS	72,300	2.9	40.0	2,119	7.0	2.9	-	2,053	분리과세



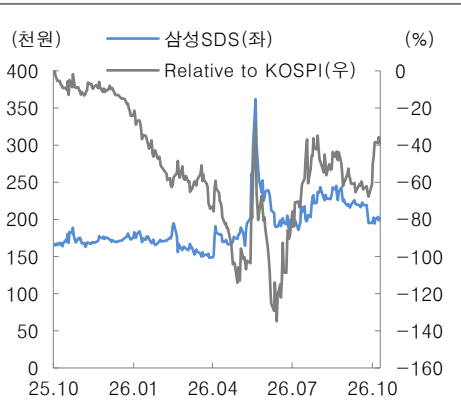
클라우드 이익 회복과 AIDC 투자의 가시성

투자의견	BUY (유지)
목표주가	320,000원 (하향)
현재주가 (26.10.21)	201,500원

KOSPI	5,735.66
시가총액	15,592십억원
시가총액비중	0.23%
자본금(보통주)	39십억원
52주 최고/최저	362,000원 / 148,300원
120일 평균 거래대금	1,001억원
외국인지분율	19.54%
주요주주	삼성전자 외 9인 48.90% 국민연금공단 8.70%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.2	5.2	11.8	21.8
상대수익률	9.7	23.8	24.5	-18.8

	2026F	2027F
주당배당금(DPS) (원)	3,509	3,860
수익률(%)	1.7%	1.9%
총주주환원 (십억원)	271	299
수익률(%)	1.7	1.9



- 투자의견 매수, 목표주가 320,000원 하향 조정. DCF 방식의 목표주가 산출에서 미래의 데이터센터 사업에 대한 리스크 프리미엄을 4.5%에서 5%로 상향 조정
- 2027년 투자포인트는 1) AIDC 가동률 상승과 증설, 2) 계열사 및 금융권의 AX와 시스템 교체, 3) 물류 사업 호조로 안정적인 본업 성장과 신사업 기대가 더해진다는 것
- 클라우드는 10%대 후반 성장이 예상되며, 고객 AX와 시스템 전환 수요가 MSP 확대를 뒷받침할 전망. GPU 인도 이후 가동률 확대로 CSP 성장도 이어질 것으로 판단
- 현재 건설 중인 해남 국가 데이터센터와 구미 AIDC, 그리고 추가적인 DBO 수주 가능성에 따른 중장기 성장 시나리오 가시화, 보유 현금을 중심으로 투자 재원이 확보되어 있어 자금 조달 여력이 강점이며, 자본 효율성 제고가 재평가 요인
- 물류는 계열사 해외 수출 물량 증가, 지정학적 사태 장기화와 유가 상승으로 인한 운임 상승이 겹치며 P와 Q가 동시에 성장 중. IT 서비스 대비 마진은 높지 않으나 한 자릿수 초반대의 외형 성장이 지속될 것
- 이익 회복에는 26년 1분기 퇴직급여로 발생한 일회성 비용의 기저효과와 클라우드 성장이 함께 작용

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	13,828	13,930	14,605	15,172	15,974
영업이익	911	957	791	1,006	1,110
세전순이익	1,103	1,076	891	1,119	1,226
총당기순이익	790	783	648	814	892
지배지분순이익	757	760	627	788	863
EPS	9,783	9,816	8,106	10,181	11,150
PER	13.1	17.5	24.9	19.8	18.1
BPS	120,618	128,152	133,069	139,742	147,033
PBR	1.1	1.3	1.5	1.4	1.4
ROE	8.4	7.9	6.2	7.5	7.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 삼성SDS, 대신증권 Research Center

2027년 이익 회복과 클라우드 확대에 주목

삼성에스디에스 목표주가 산출										(십억원, %)
	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
조정세후 영업이익	575	731	807	942	1,172	1,307	1,426	1,544	1,656	1,760
감가상각비	392	429	483	719	927	1,106	1,070	1,034	1,105	1,062
충 현금흐름	968	1,161	1,290	1,662	2,100	2,413	2,497	2,579	2,762	2,822
CAPEX&자산부채변동	-531	-808	-929	-2,026	-2,281	-1,945	-1,436	-1,432	-1,423	-1,410
운전자본증감	-120	-51	-55	-63	-75	-79	-86	-92	-95	-100
총 투자	-651	-860	-984	-2,090	-2,356	-2,025	-1,522	-1,525	-1,519	-1,511
FCFF	316	301	305	-428	-256	388	974	1,053	1,242	1,311
PV of FCFF	303	266	249	-321	-177	247	573	572	622	605
Valuation										
Total PV of FCFF	2,941									
PV of Terminal Value	15,989									
EV	18,931									
+ 순현금	7,982									
- 타인자본	1,953									
적정시가총액	24,959									
총 주식수 (천주)	77,378									
산출주가	322,566									
목표주가	320,000									
현재주가	201,500									
Upside	58.8%									

자료: 삼성SDS, 대신증권 Research Center

삼성에스디에스 실적 추이 및 전망										(십억원, %)	
	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	3,353	3,718	3,731	3,804	3,574	3,793	3,781	4,024	14,605	15,172	15,974
(%YoY)	-3.9%	5.9%	100%	7.5%	6.6%	20%	1.4%	5.8%	4.8%	3.9%	5.3%
IT서비스	1,610	1,762	1,719	1,799	1,780	1,808	1,811	1,989	6,891	7,389	8,060
클라우드	690	779	790	829	869	890	917	1,007	3,090	3,683	4,358
CSP	298	328	332	331	381	397	412	429	1,289	1,621	1,934
MSP	295	346	355	392	391	388	413	479	1,390	1,673	2,028
SaaS	96	104	102	105	97	103	90	97	409	388	395
SI	242	259	235	234	241	253	223	237	972	955	899
ITO	676	724	693	734	669	665	671	744	2,829	2,750	2,802
물류	1,742	1,955	2,010	2,004	1,793	1,984	1,969	2,034	7,713	7,781	7,913
항공해상	844	991	1,013	956	967	1,065	1,055	991	3,806	4,079	4,174
내륙창고	897	963	996	1,048	825	919	913	1,043	3,906	3,701	3,738
영업이익	78	232	238	243	226	242	254	285	791	1,006	1,110
(%YoY)	-70.8%	0.7%	2.3%	7.6%	188.2%	4.3%	6.7%	17.0%	-17.3%	27.1%	10.4%
영업이익률	2.3%	6.2%	6.4%	6.4%	6.3%	6.4%	6.7%	7.1%	5.4%	6.6%	6.9%
순이익	92	184	192	180	196	207	206	205	648	814	892
(%YoY)	-57.8%	4.6%	-4.5%	-4.0%	113.2%	12.7%	7.3%	13.6%	-17.2%	25.6%	9.5%
순이익률(%)	2.7%	5.0%	5.1%	4.7%	5.5%	5.5%	5.5%	5.1%	4.4%	5.4%	5.6%

자료: 삼성SDS, 대신증권 Research Center

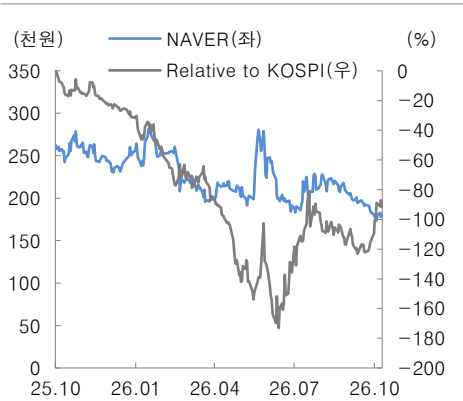
저평가된 본업, 마진 우려 완화와 AI Factory의 가시성 확대

투자의견	BUY (유지)
목표주가	280,000원 (하향)
현재주가 (26.10.21)	179,500원

KOSPI	5,735.66
시가총액	27,304십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	287,000원 / 173,600원
120일 평균 거래대금	3,295억원
외국인지분율	35.36%
주요주주	국민연금공단 9.49% BlackRock Fund Advisors 외 14인 7.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.3	-7.0	-16.1	-29.5
상대수익률	10.8	9.4	-6.6	-53.0

	2026F	2027F
주당배당금(DPS) (원)	4,251	4,640
수익률(%)	2.4	2.6
총주주환원(십억원)	646	705
수익률(%)	2.4	2.6



- 투자의견 매수, 목표주가 280,000원 하향 조정
- 2027년 투자포인트는 1) AI Factory 성장 경로 추가, 2) 인프라 선행투자 비용 부담 정점 통과, 3) 국내외 광고·커머스 기반의 견조한 펀더멘털 대비 저평가된 주가 등임
- 현재 동사의 주가는 국내 광고·커머스와 글로벌 C2C 성장에 비해 경쟁·비용 불확실성이 과도하게 반영됐다는 판단. 기존 이익 기반이 유지되는 가운데 비용 증가율 둔화가 확인되면 마진 우려와 할인 완화를 기대
- AI Factory의 경우 Brookfield의 구속력 있는 자금 약정과 집행 조건, 글로벌 테넌트의 최소 구매조건이 공개되는 것이 포인트. 최근 네오클라우드의 조달 여건이 악화돼도 AI 최종수요가 유지되는 한 공급 병목 지속 불가피
- 2026년 하반기 선행 투자·비용 부담 정점 통과 예상, 이후 매출 성장에 비해 비용 증가가 완만해지며 영업이익률 하락폭 축소 예상. 2027년 OPM 16.1% 전망
- 검색/커머스/지도/예약/결제 등 로컬 실행 서비스에 AI를 접목하며 글로벌 서비스와 경쟁 가능. 충분한 로컬 영향력을 유지할 수 있을 것으로 전망

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,775	15,904	18,932
영업이익	1,979	2,208	2,187	2,567	3,032
세전순이익	2,322	2,420	2,456	2,681	3,360
총당기순이익	1,932	1,819	1,846	2,014	2,525
지배지분순이익	1,923	1,953	1,855	2,064	2,516
EPS	11,913	12,376	11,887	12,964	15,799
PER	16.7	19.6	15.1	13.8	11.4
BPS	157,703	174,768	194,577	199,653	211,025
PBR	1.3	1.4	0.9	0.9	0.9
ROE	7.9	7.4	6.4	6.6	7.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

매출 성장 속에서도 AI 투자 비용의 회수가 핵심

NAVER 목표주가 산출					(십억원, %)
구분	지분가치	기업가치	지분율	할인율	비고
영업가치	45,096				
네이버플랫폼	34,839	34,839	100	0	네이버플랫폼 2028년 영업이익 2,033조 / FY1 3년 평균 x P/E 17.2배 적용
네이버파이낸셜	4,037	5,850	69	0	두나무 합병시 기업가치 평가 4.9조
글로벌 C2C	4,481	5,093	88	0	C2C '26년 매출 추정 1.59조 / Poshmark 인수 가치 x P/S 3.2배 적용
엔터프라이즈	1,740	1,740	100	0	'27년 GPUaaS 예상 매출 0.7조원 / 글로벌 Peer (CoreWeave) x PSR Global Peer 평균 2.6배 적용
비영업가치	6,571	0	0	0	
NAVER Webtoon	598	1,575	63	40	WBTN, NASDAQ 시가총액 USD 1.23 Bn
LINE Yahoo	5,972	30,770	32	40	LY Corp, Tokyo Stock Exchange 시가총액 JPY 3.01 Tn
Valuation					
지분가치	51,667				
- 순차입금	-6,390				
적정시가총액	45,277				
총 주식수 (천주)	159,228				
산출주가	284,356				
목표주가	280,000				
현재주가	179,500				
Upside	56.0%				

자료: NAVER, 대산증권 Research Center

NAVER 실적 추이 및 전망												(십억원, %)
	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E	
매출액	3,241	3,389	3,490	3,655	3,673	3,797	4,118	4,315	13,775	15,904	18,932	
(% YoY)	16.3%	16.2%	11.2%	14.4%	13.3%	12.1%	180%	18.1%	14.5%	15.5%	19.0%	
네이버플랫폼	1,840	1,902	1,964	2,044	1,995	2,004	2,148	2,175	7,749	8,323	9,040	
광고	1,395	1,447	1,500	1,537	1,507	1,527	1,635	1,638	5,879	6,307	6,775	
서비스	445	455	464	507	488	477	513	537	1,871	2,016	2,265	
파이낸셜플랫폼	460	471	498	515	526	553	562	577	1,944	2,219	2,404	
글로벌도전	942	1,016	1,028	1,096	1,152	1,240	1,408	1,563	4,082	5,363	7,488	
C2C	351	398	401	442	511	514	526	578	1,591	2,129	2,546	
콘텐츠	440	464	449	447	407	405	450	432	1,800	1,694	1,612	
엔터프라이즈	151	154	179	207	234	320	432	553	691	1,540	3,330	
영업이익	542	520	496	628	633	589	658	687	2,187	2,567	3,032	
(% YoY)	7.2%	-0.2%	-13.0%	2.9%	16.9%	13.2%	32.5%	9.3%	-1.0%	17.4%	18.1%	
영업이익률	16.7%	15.4%	14.2%	17.2%	17.2%	15.5%	16.0%	15.9%	15.9%	16.1%	16.0%	
순이익	291	704	627	224	509	609	631	265	1,846	2,014	2,525	
(% YoY)	-31.3%	41.6%	-14.7%	37.2%	75.0%	-13.5%	0.7%	18.5%	1.5%	9.2%	25.3%	
순이익률(%)	9.0%	20.8%	18.0%	6.1%	13.9%	16.0%	15.3%	6.1%	13.4%	12.7%	13.3%	

자료: NAVER, 대산증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 정해창)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[인터넷/SW]

삼성에스디에스(018260) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

