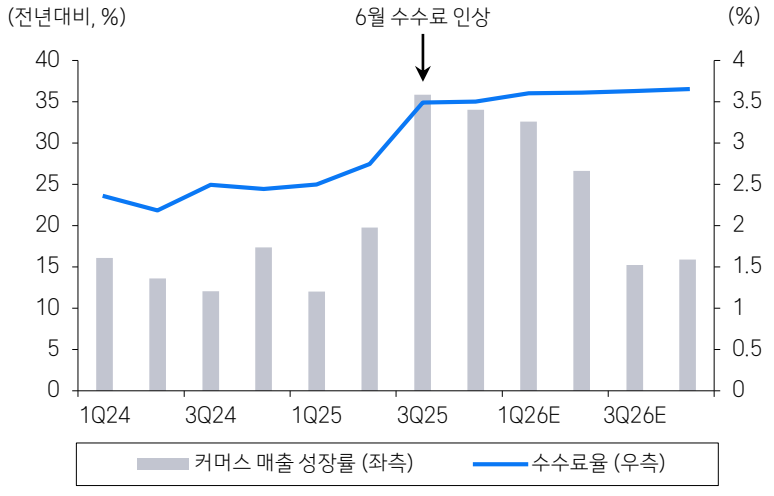
# 커머스가 매출 성장 견인

## ▶ 커머스 매출 성장이 `26년 네이버 전체 매출의 두 자리대 성장 견인

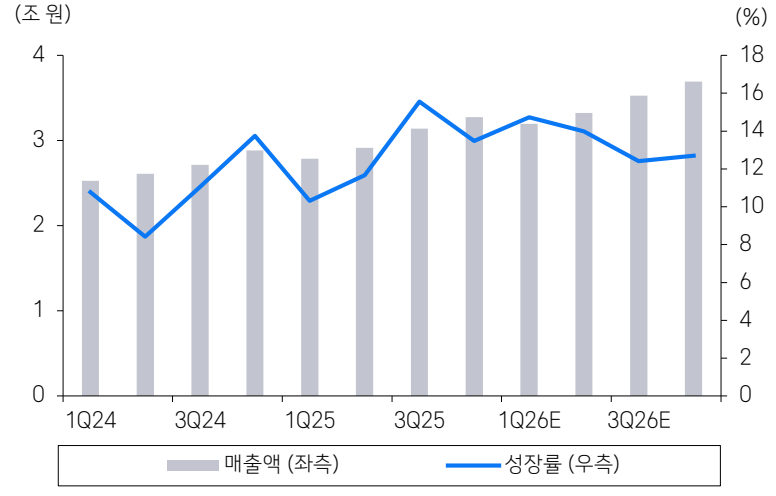
- 커머스 수수료 인상 효과가 지속되며 네이버 커머스 매출은 `26년에도 20%가 넘는 고성장을 지속할 전망
- 서치플랫폼 매출도 콘텐츠 추천 강화와 AI 광고 도구 확대로 `25년 대비 성장률 상승 예상
- 커머스 매출 성장에 힘입어 네이버 전체 매출 성장률은 `25년 12.8%에서 `26년 13.4%로 높아질 전망

**네이버 커머스 매출 성장률 및 평균 중개 수수료율**




자료: NAVER, 삼성증권 추정

**네이버 연결 매출 및 성장률**




자료: NAVER, 삼성증권 추정

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

# 소버린 AI로 클라우드 매출 성장

## ▶정부의 AI 프로젝트 참여로 엔터프라이즈 클라우드 매출 본격 성장 전망

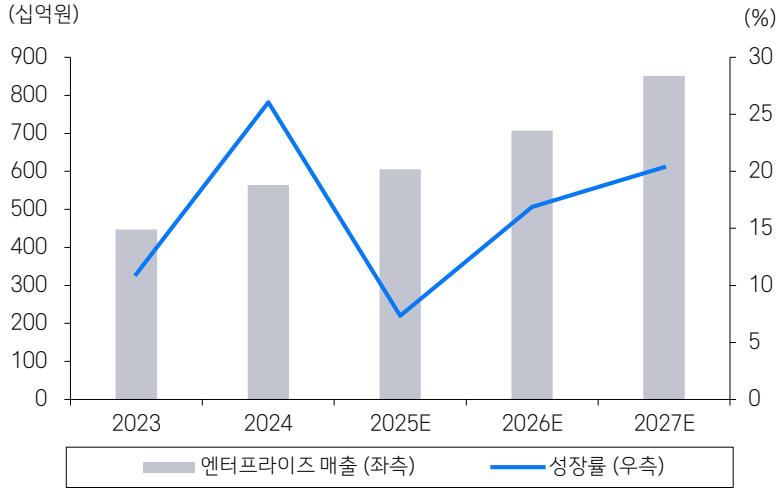
- 정부와 진행 중인 AI 프로젝트 가동으로 `26년부터 네이버 엔터프라이즈의 클라우드 매출 성장률 상승 전망
- 정부의 소버린 AI 프로젝트 자체의 매출 규모는 크지 않으나, 공공 부문의 레퍼런스 확보로 정부 및 공공 AI 프로젝트 수주 증가 예상
- 네이버클라우드는 `25년 한국수력원자력, 한국은행 등에 특화 AI를 구축. `26년 공공부문 AI 도입 확대로 매출 성장 기대

**네이버 엔터프라이즈 참여 국가 AI 프로젝트**

| 프로젝트명 | 내용 |
|---|---|
| AI 컴퓨팅자원 활용 기반 강화 사업 | • 정부 예산으로 GPU 2,296장 구매 및 운용<br>• GPU 필요한 산학연 프로젝트에 인프라 지원<br>• 20% 이하 GPU 자원 민간 판매 가능 |
| 독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트 | • 글로벌 AI 모델 95% 이상 성능의 AI 파운데이션 모델 개발<br>• `26년 최종 2개 팀 선발, GPU와 데이터 지원 |
| 국가 AI 컴퓨팅센터 구축 | • GPU 5만 장 확보하여 산학연 AI 연구 지원<br>• 삼성SDS 등과 컨소시엄 구축 |

자료: 삼성증권 정리

**네이버 엔터프라이즈 매출 및 성장률**




자료: NAVER, 삼성증권 추정

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

# 온서비스 AI 출시로 기존 사업 경쟁력 강화

### ▶에이전트N 순차 출시로 버티컬 서비스 경쟁력 제고

- 네이버는 `26년 상반기부터 쇼핑, 로컬, 금융 버티컬 각각의 AI 에이전트를 출시하여 서비스 경쟁력 제고 예정
- 네이버의 쇼핑 및 로컬 시장에서의 지배력을 바탕으로 AI 에이전트 시장을 선점하고, 이를 통해 기존 사업부 매출을 강화할 계획

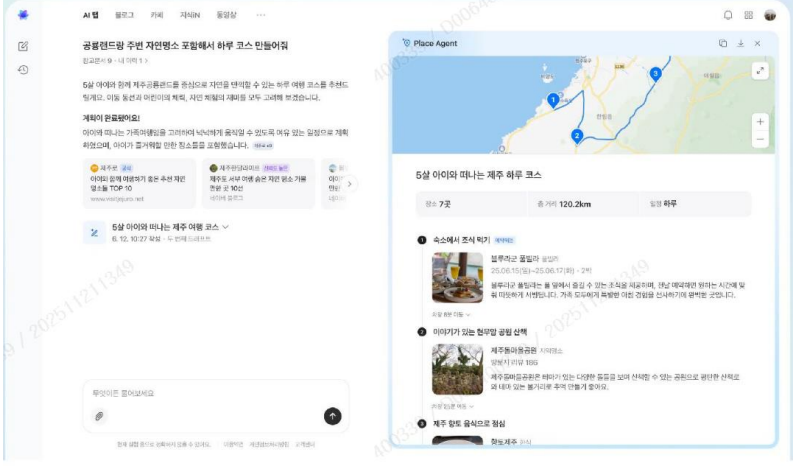
### ▶검색 AI 탭 출시와 버티컬 에이전트 통합으로 검색 경험 개선

- `26년 상반기 중으로 검색에서도 AI 탭을 별도 출시하여 구글 대비 AI 검색 격차를 최소화할 예정
- AI 탭에서 다양한 버티컬 AI 에이전트 서비스를 통합하여 범용 AI 에이전트로 역할 확대할 계획

**네이버 에이전트 N 출시 예정**

자료: NAVER

**에이전트 연동된 'AI 탭' 출시 예정**



자료: NAVER

# 두나무 편입으로 영업이익과 성장 동력 확보

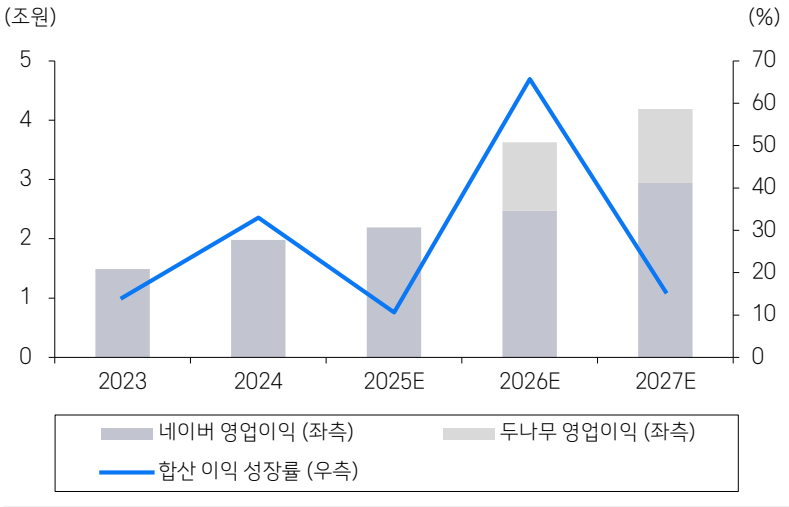
## ▶ 네이버 파이낸셜과 두나무 통합은 네이버의 가장 중요한 성장 동력

- 협의 중인 네이버파이낸셜와 두나무 지분 교환 성립 시 네이버는 업비트에서 발생하는 안정적인 매출과 영업이익을 실적에 편입 가능
- 합병 시 원화 스테이블 코인 발행과 유통 사업과 DeFi 등 블록체인 사업 진출로 신규 성장 동력 마련 전망

## ▶ 아직 해결해야할 과제들

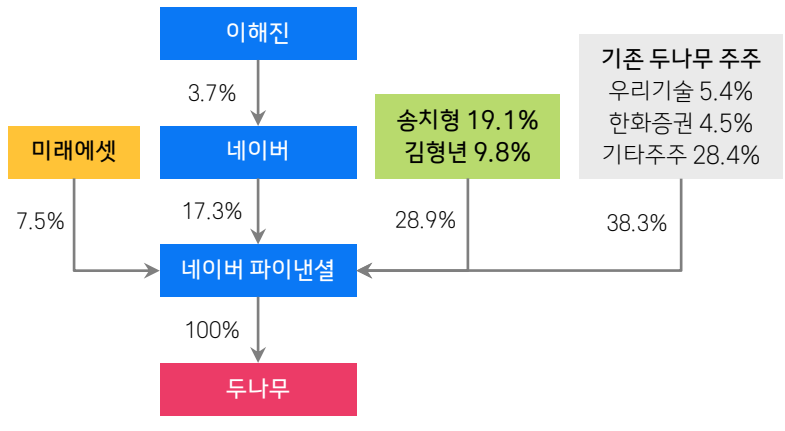
- 네이버 파이낸셜과 두나무의 지분 교환 비율이 1:3으로 성립될 경우 네이버 파이낸셜에 대한 네이버 지분율 하락. 추가 증자나 의결권 위임 통한 연결 자회사 지위 확보 필요. 정부의 금가분리(전통 금융과 가상자산 사업의 분리) 원칙 완화도 필요

**두나무 편입 시 늘어날 네이버 영업이익**




참고: 2026년 네이버파이낸셜과 두나무 통합 가정
자료: 각사, 삼성증권 추정

**지분 교환 이후 네이버와 두나무 지배 구조 (1:3 비율)**



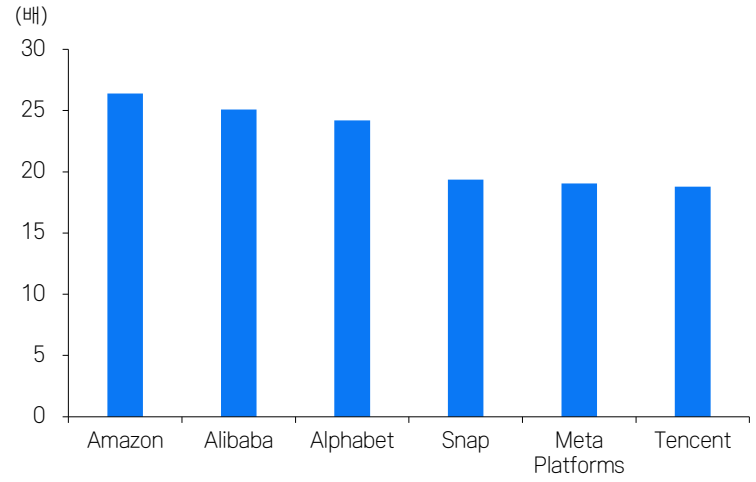

참고: 네이버파이낸셜과 두나무 기업 가치 1:3 가정
자료: 삼성증권

NAVER (035420KS, BUY, 목표주가: 330,000원)

# 강화된 성장 모멘텀 대비 매력적인 밸류에이션

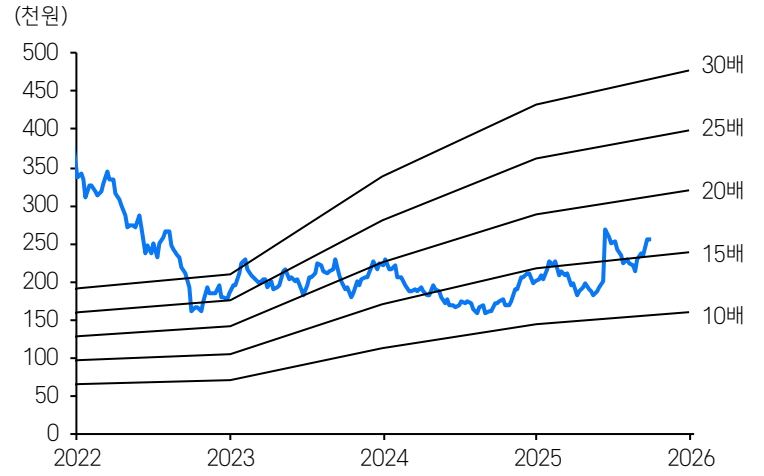
- 글로벌 플랫폼 기업들은 AI 사업 기대감으로 `26E P/E 19~26배 수준에서 거래
- NAVER도 `26년 AI 에이전트 출시, 소버린 AI 사업 본격화, 블록체인 비즈니스 확보 등으로 신규 성장 동력 확보
- `25년 정부 정책 수혜 기대로 12MF P/E 17배 수준으로 상승. `26년 신사업 가시화로 매출 성장률 상승 시 밸류에이션 회복 전망

**글로벌 플랫폼 기업 P/E 밸류에이션**




참고: 2025년 11월 20일 기준
자료: 블룸버그

**NAVER 12개월 forward P/E 밴드**




자료: 삼성증권 추정

# 연간 및 분기 수익 추정

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **9,671** | **10,738** | **12,115** | **13,738** | **15,655** | **2,526** | **2,610** | **2,716** | **2,886** | **2,787** | **2,915** | **3,138** | **3,275** | **3,197** | **3,323** | **3,528** | **3,690** |
| 서치플랫폼 | 3,589 | 3,946 | 4,195 | 4,488 | 4,877 | 905 | 978 | 998 | 1,065 | 1,013 | 1,037 | 1,060 | 1,086 | 1,048 | 1,122 | 1,145 | 1,173 |
| 커머스 | 2,547 | 2,923 | 3,673 | 4,474 | 5,170 | 703 | 719 | 725 | 775 | 788 | 861 | 985 | 1,039 | 1,045 | 1,090 | 1,135 | 1,204 |
| 핀테크 | 1,355 | 1,508 | 1,686 | 1,904 | 2,137 | 354 | 368 | 385 | 401 | 393 | 412 | 433 | 448 | 451 | 468 | 485 | 501 |
| 콘텐츠 | 1,733 | 1,796 | 1,955 | 2,165 | 2,620 | 446 | 420 | 463 | 467 | 459 | 474 | 509 | 513 | 498 | 490 | 586 | 590 |
| 엔터프라이즈 | 447 | 564 | 605 | 707 | 851 | 117 | 125 | 145 | 178 | 134 | 132 | 150 | 189 | 155 | 153 | 176 | 224 |
| **영업비용** | **8,182** | **8,758** | **9,925** | **11,264** | **12,712** | **2,087** | **2,138** | **2,190** | **2,344** | **2,281** | **2,394** | **2,567** | **2,683** | **2,650** | **2,745** | **2,862** | **3,008** |
| 개발/운영 | 2,573 | 2,664 | 2,924 | 3,344 | 3,692 | 636 | 683 | 657 | 689 | 688 | 699 | 750 | 787 | 808 | 822 | 837 | 877 |
| 파트너 | 3,534 | 3,790 | 4,228 | 4,685 | 5,274 | 913 | 917 | 938 | 1,022 | 974 | 1,014 | 1,097 | 1,143 | 1,110 | 1,142 | 1,185 | 1,248 |
| 인프라 | 596 | 705 | 835 | 990 | 1,163 | 170 | 172 | 178 | 185 | 189 | 198 | 219 | 229 | 227 | 239 | 254 | 269 |
| 마케팅 | 1,480 | 1,599 | 1,939 | 2,245 | 2,583 | 367 | 367 | 417 | 448 | 430 | 482 | 502 | 524 | 505 | 542 | 586 | 613 |
| **영업이익** | **1,489** | **1,979** | **2,189** | **2,474** | **2,943** | **439** | **473** | **525** | **542** | **505** | **522** | **571** | **592** | **547** | **578** | **666** | **683** |
| 세전이익 | 1,481 | 2,322 | 2,891 | 3,208 | 3,827 | 660 | 467 | 653 | 541 | 580 | 684 | 857 | 771 | 703 | 752 | 854 | 899 |
| 당기순이익 | 985 | 1,932 | 2,317 | 2,548 | 3,063 | 556 | 332 | 530 | 514 | 424 | 497 | 735 | 661 | 527 | 600 | 697 | 724 |
| 지배주주순이익 | 1,012 | 1,923 | 2,294 | 2,522 | 3,032 | 511 | 338 | 520 | 554 | 425 | 489 | 726 | 654 | 522 | 594 | 690 | 717 |
| 수정 EPS (원) | 7,021 | 11,265 | 14,422 | 15,934 | 19,125 | 1,839 | 2,675 | 3,192 | 3,719 | 2,586 | 3,337 | 4,852 | 3,658 | 3,464 | 3,892 | 4,469 | 4,110 |
| **이익률 (%)** | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 15.4 | 18.4 | 18.1 | 18.0 | 18.8 | 17.4 | 18.1 | 19.3 | 18.8 | 18.1 | 17.9 | 18.2 | 18.1 | 17.1 | 17.4 | 18.9 | 18.5 |
| 세전이익률 | 15.3 | 21.6 | 23.9 | 23.4 | 24.4 | 26.1 | 17.9 | 24.1 | 18.8 | 20.8 | 23.5 | 27.3 | 23.5 | 22.0 | 22.6 | 24.2 | 24.4 |
| 순이익률 | 10.2 | 18.0 | 19.1 | 18.5 | 19.6 | 22.0 | 12.7 | 19.5 | 17.8 | 15.2 | 17.1 | 23.4 | 20.2 | 16.5 | 18.1 | 19.7 | 19.6 |
| 지배주주순이익률 | 10.5 | 17.9 | 18.9 | 18.4 | 19.4 | 20.2 | 13.0 | 19.2 | 19.2 | 15.2 | 16.8 | 23.1 | 20.0 | 16.3 | 17.9 | 19.6 | 19.4 |