

NAVER (035420)

하반기, 네이버 주목할 포인트 두 가지

인터넷/게임

Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.krRA 김수민
sumin_kim@meritz.co.kr

1분기와 유사한 2분기. 그러나 커머스는 기대해 볼 만

네이버의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3조 3,576억원(+15.2% YoY)과 5,686억원(+9.0% YoY)으로 기존 추정을 유지한다. 전 사업부 2분기 흐름은 1분기와 유사하다. 다만 6월은 1) 올림픽 시청(치지직)을 위해 가입한 멤버십 회원들이 커머스로 유입되었고, 2) '삼성전자 감사제' 사전 협의를 통해 물량을 확보한 덕에 거래액이 크게 상승했다. 전쟁, 환율 등으로 부진한 서비스(여행) 거래액을 상품이 상쇄한다. 파이낸셜은 기존 오프라인 고성장에 더해 쇼핑 호조로 견조한 성과가 예상된다.

쿠팡 반사 효과가 마무리 단계이나 네이버 거래액 성장률은 확대 기초를 이어간다. 동사는 N배송 커버리지를 3년 내 50%까지 확대할 계획이며 관련 비용을 보조하는 등 연내 투자를 예고한 바 있다. 배송과 관련된 비용은 2/3분기 규모를 확인할 수 있을 전망이다. 인프라비는 GPU 투자가 올해 1조원 이상 예고되어 있어 연말까지 증가한다. 다만 내부 필요에 의한 컴퓨팅 자원 투자는 올해가 peak일 것으로 예상된다.

하반기, 네이버 주목할 포인트 두 가지

지난 6월 8일, 네이버는 엔비디아와의 협업을 통해 글로벌 AI 팩토리 사업에 진출하겠다고 밝혔다. 이를 통해 1) 기간 B2C에 지나치게 편중되어 있던 사업 구조를 B2B로 전환할 예정이며 향후 투자 금액은 기존 B2C(ex 포시마크, 소다, 알라팝 등)가 아닌 B2B에 활용된다. 사업 진행에 있어서도 2) 엔비디아 협업으로 GPU 우선 조달권을 활용해 수요자와의 계약 확인을 전제로 capa 증설이 진행될 것으로 전망된다.

그동안 네이버의 사업적 결정이 투자자를 실망시켰던 것과 달리 이번 신사업은 시장의 수요에 대응한다는 측면에서 긍정적으로 해석한다. 최근 xAI와 메타가 기존에 내부 모델 개발을 위해 활용하던 인프라를 외부 판매용으로 전환하며 초과 수요가 안정화된 이후를 우려하는 시각도 있다. 당사는 GPU 우선조달권을 통해 최신성을 유지할 수 있다는 측면에서 네이버가 공급자 우위를 가장 오래 유지할 수 있다고 판단한다. 다만 1GW 완성 시기가 2032년으로 너무 멀고 관련된 추가 내용이 공유되지 못해 추가에 적절히 반영되지 못하고 있다고 판단한다. 현 주가는 Fwd PER(두나무 제외) 13배까지 하락했다. 하반기 1) 공정공시를 통한 AI팩토리 파트너사/고객 가시화, 2) 디지털자산 2단계 입법과 이후 두나무 합병이 진행되면 네이버의 2027년 이후 그림이 보다 명확해지며 주가가 본격적으로 반영할 것으로 예상된다.

Meritz Research 2026. 7. 3

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)

330,000원

현재주가 (7.2)

199,900원

상승여력

65.1%

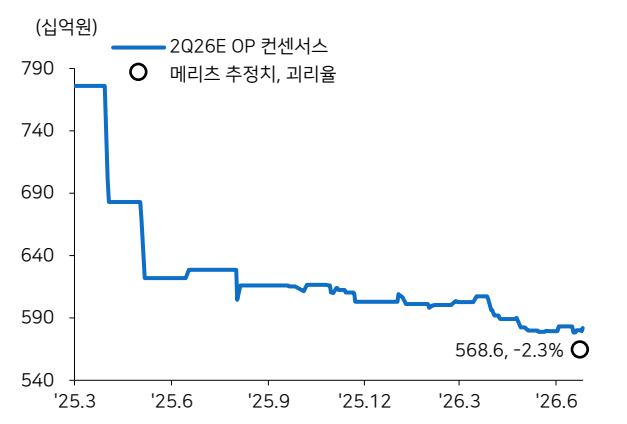
(십억원)	2Q26E	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,357.6	2,915.1	15.2	3,241.1	3.6	3,357.6	0.0	3,363.9	-0.2
영업이익	568.6	521.6	9.0	541.8	5.0	565.7	0.5	582.0	-2.3
세전이익	748.4	683.6	9.5	393.5	90.2	745.4	0.4	693.3	7.9
순이익	543.2	488.8	11.1	285.3	90.4	538.8	0.8	524.3	3.6
영업이익률(%)	16.9	17.9		16.7		16.8		17.3	
세전이익률(%)	22.3	23.5		12.1		22.2		20.6	
순이익률(%)	16.2	16.8		8.8		16.0		15.6	

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	2026E			2027E		
	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	14,091.2	14,091.2	0.0	17,164.5	17,164.5	0.0
영업이익	2,604.5	2,591.2	0.5	4,037.1	4,036.2	0.0
세전이익	2,782.5	2,769.2	0.5	4,372.0	4,529.4	-3.5
순이익	1,981.0	1,967.9	0.7	2,637.2	2,749.9	-4.1
영업이익률(%)	18.5	18.4	+0.1%p	23.5	23.5	+0.0%p
세전이익률(%)	19.7	19.7	+0.0%p	25.5	26.4	-0.9%p
순이익률(%)	14.1	14.0	+0.1%p	15.4	16.0	-0.6%p

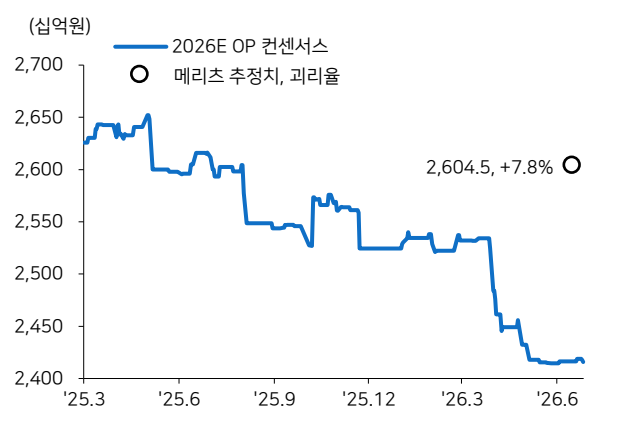
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26E 영업이익, 컨센서스 2% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 8% 상회 전망



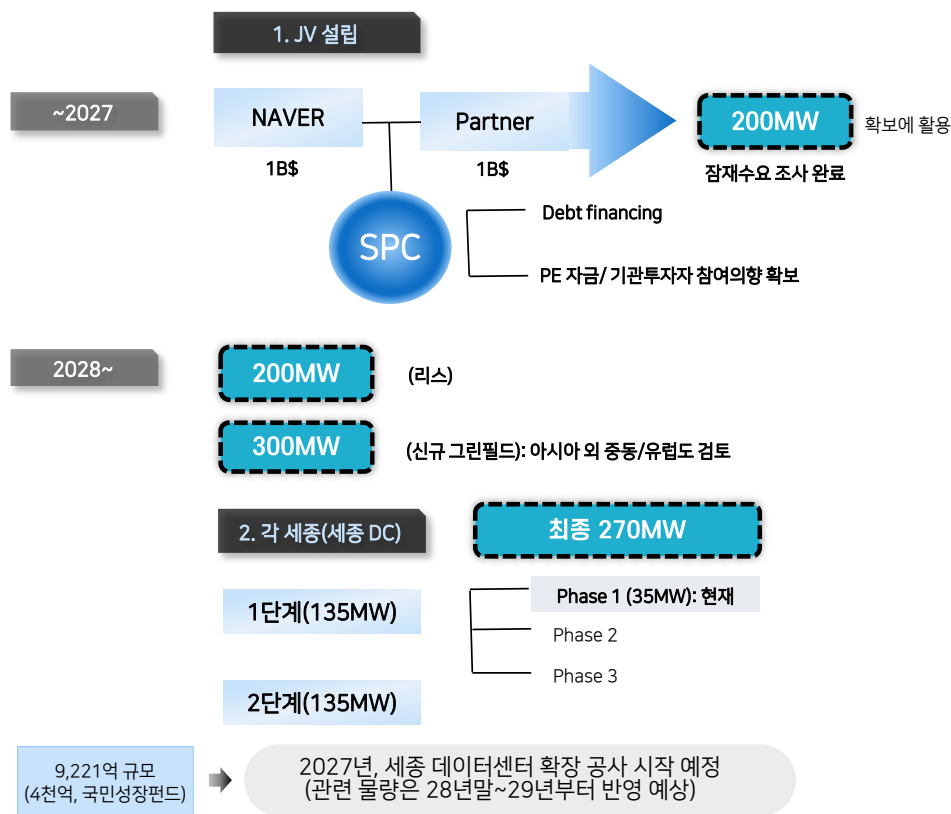
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

표3 엔비디아와 글로벌 AI 팩토리 공동 구축 사업 추진

구분	내용
공사 유형	2026.06.08 장래사업 · 경영 계획(공정공사)
단계별 인프라 구축 계획	2027년 상반기까지 55MW로 사업 시작 예정
	2027년말까지 100MW 구축 예정(누적)
	2028년 100MW 구축 예정(추가), 누적 200MW 이후 가속적으로 확대 예정. GW급 규모 도달까지 약 5~6년 예상

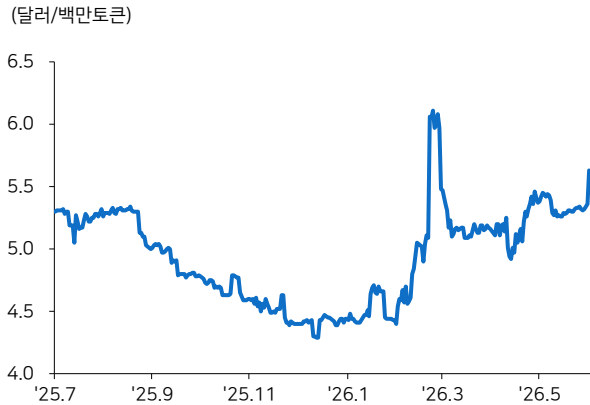
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 AI 팩토리 신규 사업 financing 전망



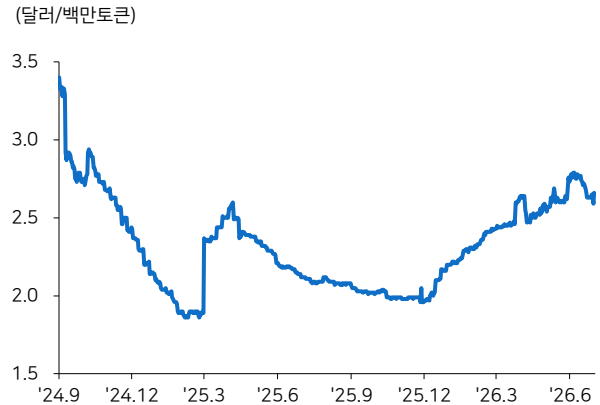
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림4 B200 스팟 가격은 지속 상승: 남은 물량 없음



주: 하이퍼 스케일러 제외
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 H100 스팟 가격은 최근 하락 전환



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 클라우드 사업자 주가 수익률 및 밸류에이션

(수익률, %)	네이버	카카오	NHN	삼성SDS	LG CNS	텐센트	알리바바	바이두	LY	알파벳	아마존	MS
1W	0.1	2.9	3.4	5.7	0.0	2.1	-0.5	6.4	6.4	4.6	3.2	5.1
1M	-28.7	-17.2	-34.5	-32.9	-42.3	-10.7	-27.8	-18.3	2.7	-4.0	-7.5	-16.6
3M	2.1	-22.4	-2.2	33.8	38.6	-12.1	-20.3	1.1	11.5	21.5	14.8	4.0
6M	-19.1	-43.2	13.1	15.1	25.1	-30.9	-36.6	-23.5	4.5	15.4	4.7	-20.5
1Y	-20.7	-39.9	20.3	22.1	-2.9	-14.2	-13.6	31.0	-17.0	105.4	9.6	-21.9
YTD	-17.6	-41.3	20.1	17.5	27.5	-28.2	-33.8	-16.3	4.5	15.4	4.7	-20.5
(PER, 배)												
2025	19.6	54.1	30.4	17.5	13.5	21.7	43.6	20.3	13.6	33.9	33.0	36.4
2026E	15.7	22.5	10.4	20.9	15.8	12.3	14.8	14.1	16.5	25.3	23.6	22.5
2027E	13.1	19.6	8.6	17.5	14.0	11.1	10.4	12.6	13.7	23.6	21.0	19.7

주: 2026.7.2 종가 기준(미국 기업들은 7.1 종가 기준)
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 특화 소프트웨어 클라우드 사업자 주가 수익률 및 밸류에이션

(수익률, %)	서비스나우	세일즈포스	오라클	어도비	스노우플레이크	데이터독	SAP	팔로알토 네트워크	팔란티어	툰슨로이터	클라우드플레어
1W	12.8	6.9	-9.5	7.3	15.6	18.8	4.0	23.4	10.8	4.9	10.2
1M	-22.1	-22.1	-42.6	-23.0	-6.8	-4.7	-16.8	17.2	-21.7	-9.6	-9.1
3M	1.7	-12.4	-1.9	-12.6	70.6	122.9	-5.0	119.1	-14.2	-3.6	19.9
6M	-30.9	-38.4	-26.9	-39.7	19.1	94.5	-32.7	91.1	-29.3	-35.6	24.9
1Y	-47.7	-40.0	-34.9	-46.2	20.9	99.9	-45.0	78.2	-3.8	-57.9	33.2
YTD	-30.9	-38.4	-26.9	-39.7	19.1	94.5	-32.7	91.1	-29.3	-35.6	24.9
(PER, 배)											
2025	82.0	19.3	25.5	12.5	N/A	427.6	33.9	192.4	279.2	44.7	N/A
2026E	25.4	12.3	19.2	8.7	147.4	108.8	19.6	95.1	85.7	19.3	205.6
2027E	21.0	10.5	15.0	7.7	96.5	90.3	16.9	80.5	60.9	16.9	153.6

주: 2026.7.1 종가 기준, 결산 시기는 캘린더 기준으로 통일
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 NAVER 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,358	3,467	4,026	12,035	14,091	17,165
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,947	2,002	2,090	6,965	7,879	8,745
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,484	1,523	1,593	5,436	5,994	6,620
서비스	328	347	419	435	445	464	479	497	1,529	1,885	2,125
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	467	480	899	1,668	2,306	4,073
글로벌 도전	795	816	894	896	942	943	984	1,037	3,402	3,906	4,346
C2C	223	228	251	286	351	357	360	393	987	1,461	1,637
콘텐츠	446	462	498	445	440	433	449	451	1,851	1,773	1,900
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	153	175	193	564	673	809
% YoY											
매출	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	15.2	10.5	26.0	12.1	17.1	21.8
네이버 플랫폼	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	15.0	10.2	12.9	13.5	13.1	11.0
광고	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	10.2	9.0	12.5	9.0	10.3	10.4
서비스	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	33.8	14.5	14.2	33.1	23.3	12.7
파이낸셜 플랫폼	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	15.2	12.3	100.4	12.2	38.2	76.7
글로벌 도전	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	15.5	10.1	15.8	9.3	14.8	11.3
C2C	4.2	11.6	28.9	33.5	57.7	56.9	43.6	37.6	19.4	48.1	12.0
콘텐츠	0.7	10.6	7.9	-1.9	-1.4	-6.4	-9.9	1.3	4.2	-4.3	7.2
엔터프라이즈	12.9	6.6	5.3	16.5	18.8	20.9	20.8	16.8	10.4	19.2	20.3
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,789	2,849	3,149	9,827	11,487	13,127
% to sales	81.9	82.1	81.8	80.9	83.3	83.1	82.2	78.2	81.7	81.5	76.5
% YoY	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	16.5	11.0	21.8	12.2	16.9	14.3
개발/운영비용	671	683	733	744	749	788	797	992	2,831	3,326	4,041
주식보상비용	67	31	69	69	52	51	71	71	236	245	247
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,190	1,228	1,291	4,265	4,896	5,346
인프라	189	198	219	205	251	259	268	280	811	1,058	1,239
마케팅	430	482	502	506	512	551	556	586	1,920	2,206	2,501
영업이익	505	522	571	611	542	569	617	877	2,208	2,605	4,037
% YoY	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	9.0	8.2	43.6	11.6	18.0	55.0
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	16.9	17.8	21.8	18.3	18.5	23.5
별도 영업이익	483	490	540	432	439	462	507	525	1,946	1,932	2,218
자회사 합산	22	31	31	178	103	107	111	352	263	672	1,819
세전이익	580	684	857	300	393	748	949	692	2,420	2,783	4,372
% YoY	-12.1	46.3	31.2	-44.7	-32.2	9.5	10.8	130.9	4.2	15.0	57.1
지배주주순이익	425	489	726	313	285	543	762	390	1,953	1,981	2,637
% YoY	-16.8	44.4	39.6	-43.5	-32.8	11.1	5.0	24.5	1.6	1.4	33.1

주: 4Q26 두나무 연결 편입을 가정

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

NAVER (035420)

KOSPI	7,648.09pt
시가총액	313,618억원
발행주식수	15,689만주
유동주식비율	86.03%
외국인비중	34.72%
52주 최고/최저가	287,000원/191,500원
평균거래대금	4,663.1억원

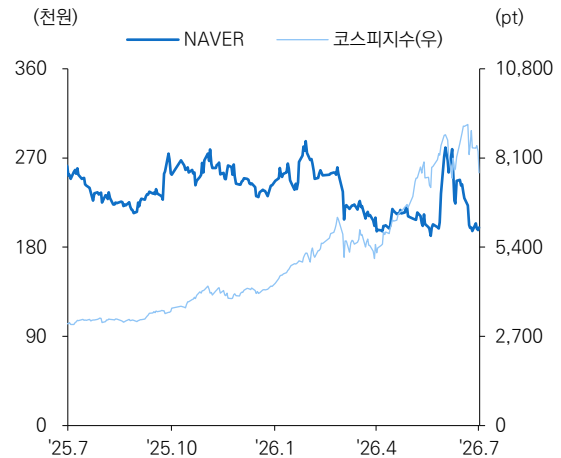
주요주주(%)

국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.11

주가상승률 (%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-28.7	-19.1	-20.7
상대주가	-18.0	-54.4	-68.1

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	33.4	142,887	36.2	1.57	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	92.8	160,694	16.7	1.24	11.3	7.9	41.4
2025	12,035.0	2,208.1	1,953.2	12,376	3.9	175,846	19.6	1.38	11.8	7.4	41.9
2026E	14,091.2	2,604.5	1,981.0	12,628	2.0	185,942	15.8	1.08	8.4	7.0	34.9
2027E	17,164.5	4,037.1	2,637.2	16,811	33.1	199,876	11.9	1.00	5.8	8.7	36.2

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	12,035.0	14,091.2	17,164.5
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.1	17.1	21.8
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,035.0	14,091.2	17,164.5
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,826.9	11,486.7	13,127.5
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,208.1	2,604.5	4,037.1
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	18.5	23.5
금융손익	-79.5	54.3	245.1	267.6	268.8
종속/관계기업손익	266.5	144.5	495.2	471.8	601.7
기타영업외손익	-194.5	144.1	-528.3	-561.3	-535.6
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,420.1	2,782.5	4,372.0
법인세비용	496.4	390.2	601.4	658.3	1,034.9
당기순이익	985.0	1,932.0	1,818.8	2,124.3	3,337.1
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	1,953.2	1,981.0	2,637.2

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,928.5	6,905.9	7,148.2
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7	1,303.3
매출채권	491.4	478.0	491.7	575.7	701.3
재고자산	14.8	21.7	20.2	23.7	28.9
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,156.0	34,481.2	38,557.6
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,607.6	4,406.0	4,350.6
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,421.0	4,103.4	3,933.5
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,394.1	24,238.5	28,540.1
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,084.5	41,387.1	45,705.8
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,018.9	6,931.2	7,953.8
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	132.2	132.2	132.2
유동성장기부채	442.9	200.0	1,597.2	300.0	0.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	4,112.6	3,772.1	4,182.4
사채	1,655.7	2,007.3	382.3	82.3	82.3
장기차입금	993.6	863.1	874.1	874.1	874.1
부채총계	11,499.8	11,167.0	12,131.5	10,703.3	12,136.2
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,586.3	1,586.3	1,586.3
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,194.5	-1,194.5	-1,194.5
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,625.7	29,213.2	31,399.1
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,371.1	1,514.4	2,214.2
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,953.0	30,683.8	33,569.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,095.8	3,186.0	5,976.3
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	1,818.8	2,124.3	3,337.1
유형자산상각비	528.0	608.6	680.0	1,001.7	1,315.4
무형자산상각비	54.3	64.9	65.3	117.6	169.9
운전자본의 증감	360.8	152.3	461.7	-57.5	1,154.0
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-743.7	-5,203.4	-6,034.7
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,234.7	-1,800.0	-1,260.0
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	11.3	-2,844.4	-4,301.6
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-524.5	-1,971.0	-633.9
차입금의 증감	-70.1	-504.7	230.3	-1,577.4	-240.5
자본의 증가	-313.8	180.1	163.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	1,788.5	-3,988.3	-692.4
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7
기말현금	3,576.5	4,195.5	5,984.0	1,995.7	1,303.3

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	76,258	89,828	109,416
EPS(지배주주)	6,180	11,913	12,376	12,628	16,811
CFPS	14,111	18,180	20,154	24,124	36,829
EBITDAPS	12,644	16,432	18,714	23,738	35,203
BPS	142,887	160,694	175,846	185,942	199,876
DPS	1,205	1,130	2,630	2,630	3,017
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.1	1.3	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	19.6	15.8	11.9
PCR	15.9	10.9	12.0	8.3	5.4
PSR	3.8	3.0	3.2	2.2	1.8
PBR	1.57	1.24	1.38	1.08	1.00
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	2,953.4	3,723.8	5,522.4
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.8	8.4	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	7.4	7.0	8.7
EBITDA 이익률	21.4	24.7	24.5	26.4	32.2
부채비율	47.4	41.4	41.9	34.9	36.2
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.7	0.4
이자보상배율(x)	11.7	18.9	20.3	28.2	57.3
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	24.8	26.4	26.9
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	573.4	641.6	653.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.05.30	산업분석	Buy	290,000	이효진	-42.0	-38.9	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-29.7	-10.8	
2025.02.10	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-30.2	-3.2	
2025.07.08	산업브리프	Buy	350,000	이효진	-31.6	-25.9	
2025.08.11	기업브리프	Buy	283,000	이효진	-17.4	-3.0	
2025.10.14	기업분석	Buy	410,000	이효진	-40.0	-30.0	
2026.04.06	기업브리프	Buy	330,000	이효진	-	-	