

NAVER (035420)

AI보다 중요한 자본배분

인터넷/게임

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

2Q26 Review: 감가상각 연장 효과 제외 시 연결이익 5천억원 하회

네이버의 2분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3조 3,888억원(+16.2% YoY)과 5,203억원(-0.2% YoY)로 기대치를 하회했다. Npay의 공격적인 확장과 함께 C2C인 알라팝 비용 증가가 예상보다 더 크게 이익을 짓눌렀다. 동사는 하반기 관련 사업의 확장이 예고되어 있어 이익이 하락할 수 있다고 예고했다. 동분기 GPU, CPU 등 자산의 감가상각연환을 기존 5년에서 6년으로 연장하며 연간 1천억원 수준의 비용이 연 효과가 있음을 감안하면 연결 영업이익은 5천억원을 미달한 것으로 파악된다.

AI 전환을 선언했지만, 자본은 여전히 과거를 향한다

지난 6월, 네이버는 엔비디아와 협업을 통해 AI factory 사업에 진출하며 기존 B2C 중심에서 B2B 사업구조로 무게 중심이 이동할 것이라고 밝혔다. 그러나 해당 발언 후 두달이 채 되지 않은 8월 6일, C2C 자회사 크림에 추가로 1,300억원의 자금을 투입했다. 동분기 실적에서 Npay, C2C 알라팝 편입에 따른 적자 확대에 이어 또 한번의 C2C로 자금이 투입되며 B2B 중심으로 사업 구조를 전환하겠다는 방향성과 실제 자본배분 사이의 간극이 부각됐다. 컨퍼런스 콜에서도 관련 질문이 쇄도했다. AI factory 신사업 기대감은 유효하나 회사의 사업적 집중도 없이 자본이 분산되고 있다는 느낌은 지우기 어려웠다. 신사업 진출로 커머스 등 기존 사업의 우선순위가 조정될 수 있느냐는 질의에 대해 동사는 "사업적 우선 순위 변동은 없을 것"이라고 답했다.

장점의 희석, 단점의 부각: 결단이 필요한 시점

AI factory 사업은 법적 책임 측면에서는 asset light일 수 있지만, 경제적 측면에서는 그렇지 않다. 네이버 book에 부채가 기입되지 않더라도 투자자는 잠재적 부채로 인식한다. 메타 Hyperion 자금 조달 과정에서 나타난 투자자 반응은 이를 방증한다. 당사가 네이버에 AI factory 사업이 적합하다고 판단한 이유는 두 가지다. 첫째, 기존 사업이 연간 2조원의 FCF를 창출하고 있다는 점이다. 둘째, 이러한 현금 창출력이 네오클라우드 사업의 잠재적 변동성을 흡수하며 자금 조달 측면에서 경쟁우위를 제공할 수 있기 때문이다. 그러나 현재 투자자들이 확인하고 있는 모습은 다르다. AI factory가 본격화되기도 전에 기존 사업의 마진이 빠르게 둔화되고 있으며 동시에 C2C로 자본 투자는 지속되고 있다. 이는 기존 사업의 강점은 희석시키는 반면, 자본 배분에 대한 우려는 키우는 요인이다. AI를 통한 광고/커머스 마진 개선은 아직 시장에서 충분히 증명되지 않았다. 네이버 역시 예외는 아니다. 현재까지 AI의 수익성은 B2B 영역에서만 비교적 명확하게 증명되고 있다. 모든 사업을 동시에 끌고 갈 수는 없다. 이제 네이버는 무엇을 키우고 무엇을 줄일 것인지, 투자자에게 명확한 답을 제시해야 할 시점이다. 아직 시간은 있다.

Meritz Research 2026. 8. 7

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	330,000원
현재주가 (8.6)	226,000원
상승여력	46.0%

표1 NAVER 2Q26P 실적 Review

(십억원)	2Q26P	2Q25	(% YoY)	1Q26	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,388.8	2,915.1	16.2	3,241.1	4.6	3,357.6	0.9	3,365.9	0.7
영업이익	520.4	521.6	-0.2	541.8	-4.0	568.6	-8.5	566.3	-8.1
세전이익	902.0	683.6	32.0	393.5	129.2	748.4	20.5	656.8	37.3
순이익	698.6	488.8	42.9	285.3	144.8	543.2	28.6	479.2	45.8
영업이익률(%)	15.4	17.9		16.7		16.9		16.8	
세전이익률(%)	26.6	23.5		12.1		22.3		19.5	
순이익률(%)	20.6	16.8		8.8		16.2		14.2	

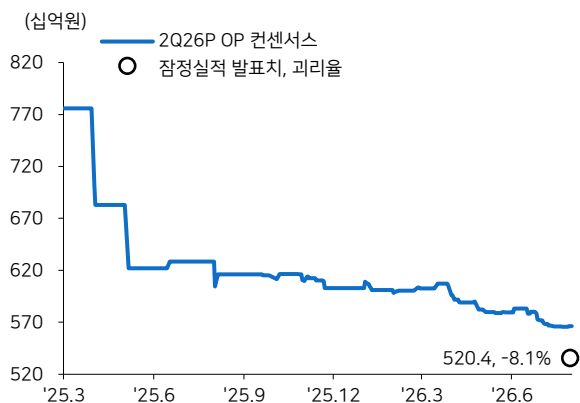
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

표2 NAVER 2026년 · 2027년 실적 추정치 변경: 두나무 연결 편입 제외(추후 합병 시 재산입 예정)/AI factory사업 추가

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff.)
매출액	13,731.8	14,091.2	-2.6	15,531.9	17,164.5	-9.5
영업이익	2,177.0	2,604.5	-16.4	2,699.3	4,037.1	-33.1
세전이익	2,556.9	2,782.5	-8.1	3,234.7	4,372.0	-26.0
순이익	1,925.9	1,981.0	-2.8	2,418.9	2,637.2	-8.3
영업이익률(%)	15.9	18.5	-2.6%p	17.4	23.5	-6.1%p
세전이익률(%)	18.6	19.7	-1.1%p	20.8	25.5	-4.7%p
순이익률(%)	14.0	14.1	-0.1%p	15.6	15.4	+0.2%p

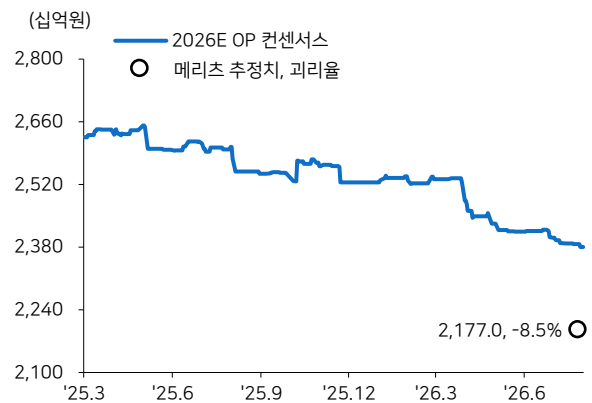
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2Q26P 영업이익, 컨센서스 8% 하회



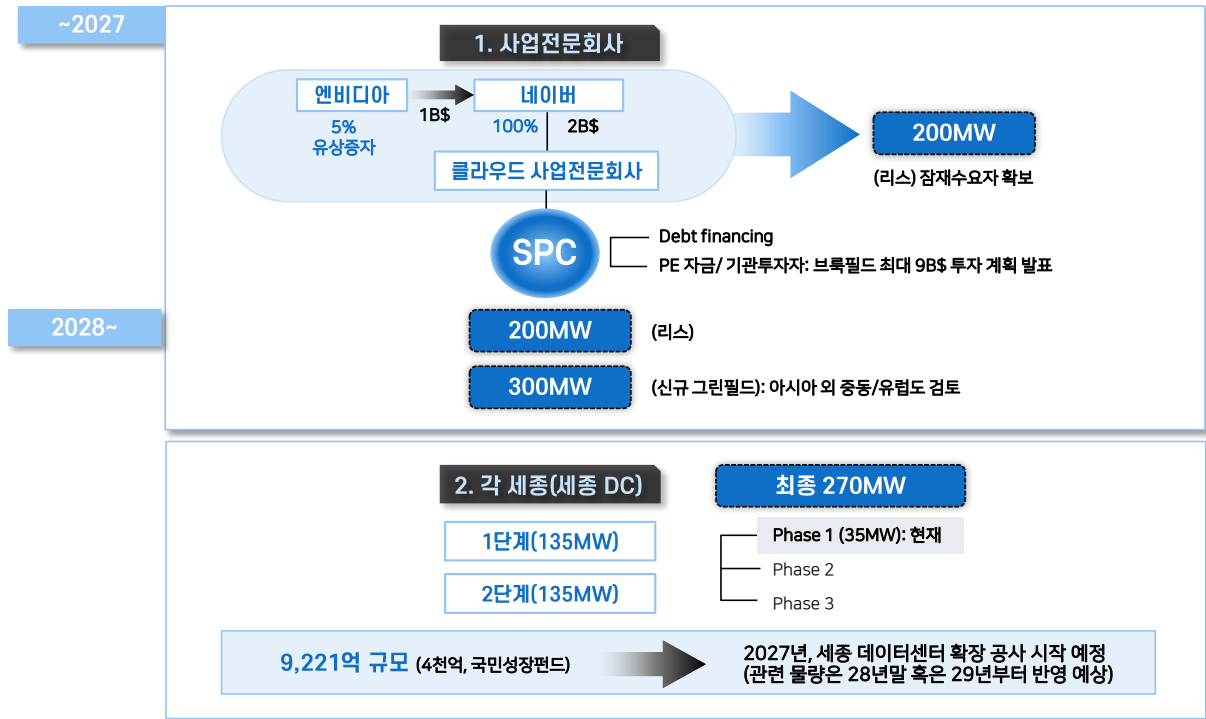
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2026E 영업이익, 컨센서스 9% 하회 전망



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 NAVER AI 팩토리 신규 사업 financing 구조



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 메타 × Blue Owl SPV 기반 Off-Balance 구조



주: 상기 데이터는 1차 개발분 기준이며 최근 5GW로 확장을 결정, 총 투자 규모는 500억 달러 이상이 될 것으로 발표한 바 있음

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

표3 NAVER 실적 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,475	3,627	12,035	13,732	15,532
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	1,979	2,035	6,965	7,756	8,563
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,499	1,538	5,436	5,879	6,447
서비스	328	347	419	435	445	455	479	497	1,529	1,876	2,116
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	471	480	523	1,668	1,933	2,301
글로벌 도전	795	816	894	896	942	1,016	1,016	1,069	3,402	4,043	4,668
C2C	223	228	251	286	351	398	360	393	987	1,502	1,637
콘텐츠	446	462	498	445	440	464	481	482	1,851	1,868	2,122
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	175	193	564	673	909
% YoY											
매출	10.3	11.7	15.6	10.7	16.3	16.2	10.7	13.5	12.1	14.1	13.1
네이버 플랫폼	13.9	12.4	17.9	10.1	14.7	12.3	8.9	10.0	13.5	11.4	10.4
광고	9.8	8.3	10.9	7.1	9.3	7.5	7.3	8.7	9.0	8.2	9.7
서비스	33.7	31.7	49.0	21.3	35.6	31.3	14.5	14.2	33.1	22.7	12.8
파이낸셜 플랫폼	10.8	11.7	12.4	13.5	18.9	16.0	12.3	16.6	12.2	15.9	19.0
글로벌 도전	3.5	10.3	12.6	10.7	18.4	24.4	13.6	19.3	9.3	18.8	15.5
C2C	4.2	11.6	28.9	33.5	57.7	74.9	43.6	37.6	19.4	52.3	9.0
콘텐츠	0.7	10.6	7.9	-1.9	-1.4	0.5	-3.5	8.4	4.2	0.9	13.6
엔터프라이즈	12.9	6.6	5.3	16.5	18.8	21.3	20.8	16.8	10.4	19.3	35.0
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,868	2,941	3,046	9,827	11,555	12,833
% to sales	81.9	82.1	81.8	80.9	83.3	84.6	84.6	84.0	81.7	84.1	82.6
% YoY	9.3	12.0	17.2	10.3	18.3	19.8	14.5	17.9	12.2	17.6	11.1
개발/운영비용	671	683	733	744	749	787	797	809	2,831	3,141	3,419
주식보상비용	67	31	69	69	52	51	71	71	236	245	247
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,257	1,283	1,339	4,265	5,067	5,568
인프라	189	198	219	205	251	220	229	251	811	950	1,152
마케팅	430	482	502	506	512	605	632	648	1,920	2,396	2,694
영업이익	505	522	571	611	542	520	534	581	2,208	2,177	2,699
% YoY	15.0	10.3	8.6	12.7	7.2	-0.2	-6.5	-4.8	11.6	-1.4	24.0
영업이익률(%)	18.1	17.9	18.2	19.1	16.7	15.4	15.4	16.0	18.3	15.9	17.4
별도 영업이익	483	490	540	432	439	439	463	472	1,946	1,813	2,064
자회사 합산	22	31	31	178	103	81	71	109	263	364	636
세전이익	580	684	857	300	393	902	866	396	2,420	2,557	3,235
% YoY	-12.1	46.3	31.2	-44.7	-32.2	32.0	1.0	32.2	4.2	5.7	26.5
지배주주순이익	425	489	726	313	285	699	655	287	1,953	1,926	2,419
% YoY	-16.8	44.4	39.6	-43.5	-32.8	42.9	-9.8	-8.5	1.6	-1.4	25.6

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

NAVER (035420)

KOSPI	6,296.38pt
시가총액	354,694억원
발행주식수	15,932만주
유동주식비율	87.15%
외국인비중	35.18%
52주 최고/최저가	287,000원/183,200원
평균거래대금	5,025.5억원

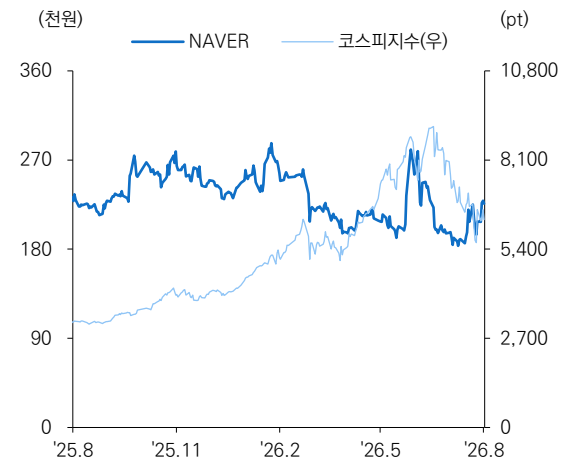
주요주주(%)

국민연금공단	8.21
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.11

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.0	-9.2	-1.1
상대주가	47.0	-26.6	-49.8

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	13,731.8	2,177.0	1,925.9	12,277	-0.8	194,910	18.4	1.16	10.3	6.6	33.5
2027E	15,531.9	2,699.3	2,418.9	15,193	23.8	204,266	14.9	1.11	7.9	7.7	33.7

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	12,035.0	13,731.8	15,531.9
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.1	14.1	13.1
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,035.0	13,731.8	15,531.9
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,826.9	11,554.8	12,832.6
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,208.1	2,177.0	2,699.3
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	15.9	17.4
금융손익	-79.5	54.3	245.1	492.3	493.6
총속/관계기업손익	266.5	144.5	495.2	518.2	648.2
기타영업외손익	-194.5	144.1	-528.3	-630.7	-606.3
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,420.1	2,556.9	3,234.7
법인세비용	496.4	390.2	601.4	615.6	782.2
당기순이익	985.0	1,932.0	1,818.8	1,941.3	2,452.6
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	1,953.2	1,925.9	2,418.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,095.8	2,952.9	4,577.4
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	1,818.8	1,941.3	2,452.6
유형자산상각비	528.0	608.6	680.0	934.6	1,282.5
무형자산상각비	54.3	64.9	65.3	117.6	169.9
운전자본의 증감	360.8	152.3	461.7	-40.6	672.4
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-743.7	-4,706.3	-4,064.5
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,234.7	-1,800.0	-1,260.0
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	11.3	-2,347.3	-2,520.2
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-524.5	-497.0	-677.6
차입금의 증감	-70.1	-504.7	230.3	-1,584.3	-265.2
자본의 증가	-313.8	180.1	163.7	1,480.9	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	1,788.5	-2,250.5	-164.7
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	5,984.0	3,733.5
기말현금	3,576.5	4,195.5	5,984.0	3,733.5	3,568.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,928.5	8,607.7	8,999.9
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,984.0	3,733.5	3,568.8
매출채권	491.4	478.0	491.7	561.0	634.6
재고자산	14.8	21.7	20.2	23.1	26.1
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,156.0	34,051.2	36,378.9
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,607.6	4,473.0	4,450.5
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	23,741.4	26,261.6
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,084.5	42,658.8	45,378.8
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,018.9	6,924.0	7,418.0
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	4,018.7
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	10,696.2	11,436.7
자본금	16.5	16.5	16.5	17.2	17.2
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,586.3	3,066.5	3,066.5
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	28,122.1	30,067.9
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,371.1	1,386.5	1,420.1
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,953.0	31,962.7	33,942.1

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	76,258	87,537	97,553
EPS(지배주주)	6,180	11,913	12,376	12,277	15,193
CFPS	14,111	18,180	20,154	22,108	28,614
EBITDAPS	12,644	16,432	18,714	20,586	26,077
BPS	142,887	160,694	175,846	194,910	204,266
DPS	1,205	1,130	2,630	2,630	3,017
배당수익률(%)	0.5	0.6	1.1	1.2	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	19.6	18.4	14.9
PCR	15.9	10.9	12.0	10.2	7.9
PSR	3.8	3.0	3.2	2.6	2.3
PBR	1.57	1.24	1.38	1.16	1.11
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	2,953.4	3,229.2	4,151.8
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.8	10.3	7.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	7.4	6.6	7.7
EBITDA 이익률	21.4	24.7	24.5	23.5	26.7
부채비율	47.4	41.4	41.9	33.5	33.7
금융비용부담률	1.3	1.0	0.9	0.7	0.5
이자보상배율(x)	11.7	18.9	20.3	23.6	38.6
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	24.8	26.1	26.0
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	573.4	633.9	631.3

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 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

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)	
2024.08.12	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-28.7	-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	-	-	