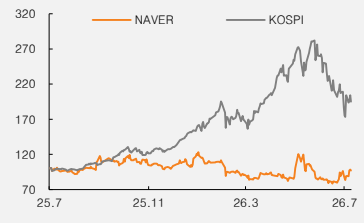


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	280,000원
현재주가(26/8/6)	226,000원
상승여력	23.9%

영업이익(26F,십억원)	2,170
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,380
EPS 성장률(26F,%)	-0.5
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	18.4
MKT P/E(26F,x)	6.2
KOSPI	6,296.38
시가총액(십억원)	35,469
발행주식수(백만주)	159
유동주식비율(%)	87.2
외국인 보유비중(%)	35.2
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	183,200
52주 최고가(원)	287,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.0	-9.2	-1.1
상대주가	47.0	-26.6	-49.8



[인터넷/소프트웨어/게임]

임혁석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

중장기 관점에서 바라볼 때

2Q26 Review: 수익성 악화

매출액 3조 3,888억원(+16% YoY), 영업이익 5,203억원(flat YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합했으나 영업이익은 8% 하회했다. 플랫폼 매출액은 1조 9,022억원(+12% YoY)으로 예상치에 부합했다. 성장세가 둔화된 광고 매출액은 1조 4,472억원(+7% YoY)으로 예상치를 2% 하회했다.

파이낸셜 매출액은 4,707억원(+16% YoY)으로 예상치를 3% 상회했다. 영업비용은 2조 8,684억원(+20% YoY)으로 예상치를 3% 상회했다. 마케팅 비용은 6,049억원(+25% YoY)으로 QoQ 18% 증가했다. 마케팅비 급증은 동사의 오프라인 통합 단말기 '네이버페이 커넥트' 프로모션 확대에 기인한다.

AI DC 사업 구체화 단계

27년 상반기 55MW 규모로 AI팩토리 서비스를 시작해 27년 연내 100MW, 28년 200MW 규모까지 서비스를 확대할 계획이다. 200MW 규모에 필요한 DC 상면은 대부분 확보했다. 이후 국내 그린필드 자체 구축 및 글로벌 파트너를 활용해 1GW 급으로 확장할 계획이다. 해외 데이터센터 구축은 논의 단계에 있다.

AI DC 매출액은 27년 1.3조원, 28년 3.3조원, 초기 마진율은 6~7% 수준으로 가정한다. 동사는 AI팩토리 운영사를 100% 자회사로 두고 컴퓨팅 매출을 총액으로 인식하며, 특수목적법인(SPV)에 컴퓨팅 비용을 지급한다. 또한 SPV에 대한 지분 투자 규모에 따라 지분법이익도 추가로 발생할 수 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 280,000원 유지

AI DC 사업 매출을 27년부터 반영하기 시작하나 비용 추정치 상향으로 목표주가 280,000원(27F 타겟 P/E 20배)을 유지한다. 27F P/E 16.1배로 밸류에이션 부담이 높지 않다. 하반기 GPUaaS 수주가 이어질 경우 AI DC 수요 불확실성이 완화돼 리레이팅으로 이어질 가능성이 높다.

다만 본업의 수익성 회복이 이어지기 전까지 리레이팅 폭은 제한적일 전망이다. AI DC 사업의 유의미한 이익 기여가 가능한 시점은 29년 이후로 판단한다. 1) 트래픽 감소에 따른 광고 성장세 둔화, 2) 공격적인 단말기 보급에 따른 마케팅비 급증으로 하반기 수익성 악화는 불가피한 상황이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,852	16,749	20,427
영업이익 (십억원)	1,979	2,208	2,170	2,584	3,067
영업이익률 (%)	18.4	18.3	15.7	15.4	15.0
순이익 (십억원)	1,923	1,953	1,932	2,197	2,604
EPS (원)	11,913	12,376	12,316	14,000	16,591
ROE (%)	7.9	7.4	6.6	6.9	7.7
P/E (배)	16.7	19.6	18.4	16.1	13.6
P/B (배)	1.2	1.3	1.1	1.1	1.0
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.3	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,585	3,637	10,738	12,035	13,852	16,749
(% YoY)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	14.3%	13.8%	11.0%	12.1%	15.1%	20.9%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	2,012	2,055	6,137	6,965	7,809	8,669
(% YoY)	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	12.3%	10.7%	11.1%	9.9%	13.5%	12.1%	11.0%
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,507	1,529	4,989	5,436	5,877	6,353
서비스	328	347	419	435	445	455	505	527	1,148	1,529	1,932	2,316
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	471	496	517	1,487	1,668	1,943	2,257
(% YoY)	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	16.0%	16.1%	15.1%	11.6%	12.2%	16.5%	16.1%
글로벌 도전	795	816	894	896	942	1,016	1,077	1,065	3,113	3,402	4,100	5,823
(% YoY)	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	24.4%	20.5%	18.9%	13.0%	9.3%	20.5%	42.0%
C2C	223	228	251	286	351	398	410	426	826	987	1,585	1,879
콘텐츠	446	462	498	445	440	464	493	440	1,776	1,851	1,838	1,856
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	174	199	511	564	677	2,088
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,868	3,037	3,077	8,758	9,827	11,682	14,165
(% YoY)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	19.8%	18.3%	19.1%	7.0%	12.2%	18.9%	21.3%
개발/운영비용	671	683	733	744	749	787	808	830	2,610	2,831	3,174	3,478
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,257	1,327	1,341	3,844	4,265	5,112	5,711
인프라	189	198	219	205	251	220	250	234	705	811	954	2,271
마케팅	430	482	502	506	512	605	653	673	1,599	1,920	2,442	2,706
영업이익	505	522	571	611	542	520	548	560	1,979	2,208	2,170	2,584
(% YoY)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-3.9%	-8.3%	32.9%	11.6%	-1.7%	19.1%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	15.3%	15.4%	18.4%	18.3%	15.7%	15.4%
지배주주순이익	425	489	726	313	285	699	469	480	1,923	1,953	1,932	2,197
NPM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	20.6%	13.1%	13.2%	17.9%	16.2%	14.0%	13.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	13,716	15,323	13,852	16,749	1%	9%	13,775	15,529	1%	8%	27년 네오클라우드 신사업 매출 반영 시작 광고 성장률 하향 마케팅비 상향
영업이익	2,378	2,652	2,170	2,584	-9%	-3%	2,380	2,779	-9%	-7%	
지배주주순이익	1,899	2,196	1,932	2,197	2%	0%	1,848	2,303	5%	-5%	
영업이익률	17.3%	17.3%	15.7%	15.4%	-	-	17.3%	17.9%	-	-	
순이익률	13.8%	14.3%	14.0%	13.1%	-	-	13.4%	14.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q26 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	3,389	3,362	1%	3,366	1%
영업이익	520	566	-8%	566	-8%
지배주주순이익	699	503	39%	479	46%

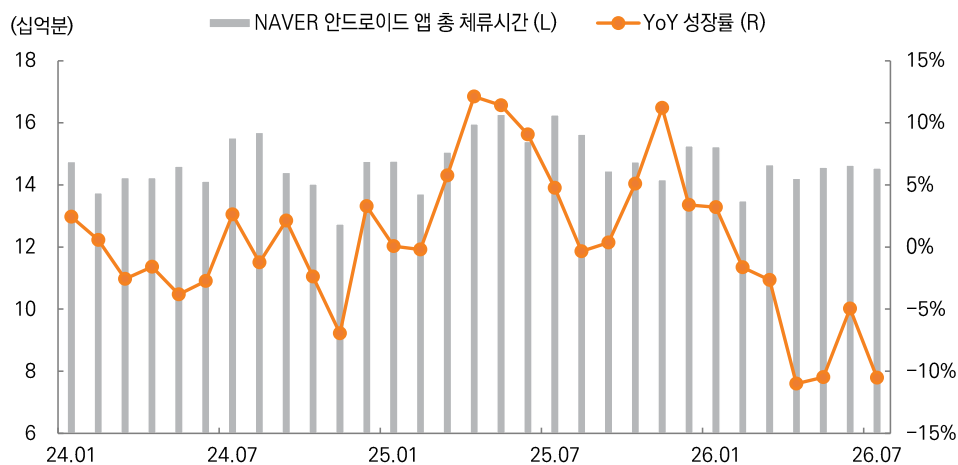
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	2,197	
Target P/E (배)	20	2H25 평균 P/E. 성장성 의문 속 수익성 악화기
목표 시가총액 (십억원)	43,946	
주식 수 (천주)	156,944	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	226,000	
상승여력	23.9%	

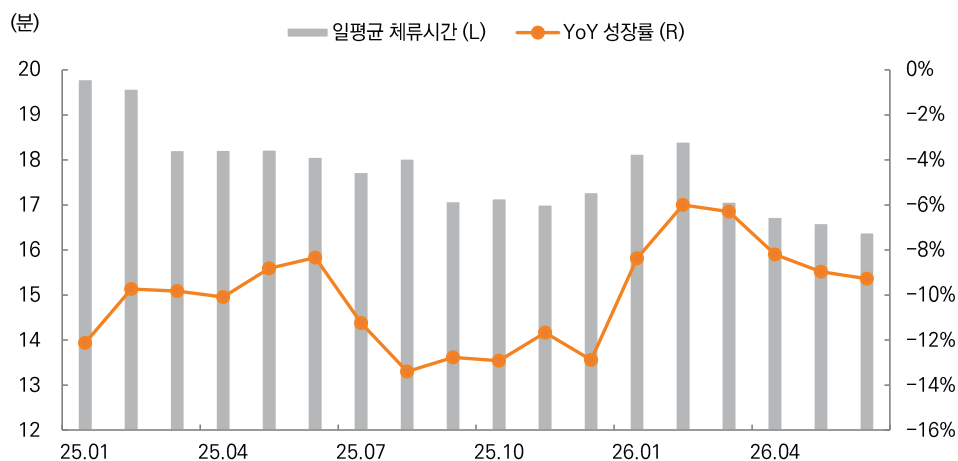
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 안드로이드 앱 월간 총 체류시간



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. NAVER 앱 일평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,035	13,852	16,749	20,427
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	12,035	13,852	16,749	20,427
판매비와관리비	9,827	11,682	14,165	17,360
조정영업이익	2,208	2,170	2,584	3,067
영업이익	2,208	2,170	2,584	3,067
비영업손익	212	390	346	405
금융손익	114	137	163	206
관계기업등 투자손익	495	228	158	174
세전계속사업손익	2,420	2,560	2,930	3,472
계속사업법인세비용	601	616	732	868
계속사업이익	1,819	1,944	2,197	2,604
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,819	1,944	2,197	2,604
지배주주	1,953	1,932	2,197	2,604
비지배주주	-134	11	0	0
총포괄이익	1,938	1,944	2,197	2,604
지배주주	2,087	2,094	2,367	2,805
비지배주주	-150	-150	-170	-201
EBITDA	2,953	2,977	3,434	3,961
FCF	1,861	1,049	2,102	2,483
EBITDA 마진율 (%)	24.5	21.5	20.5	19.4
영업이익률 (%)	18.3	15.7	15.4	15.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	13.9	13.1	12.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,928	12,832	14,257	16,032
현금 및 현금성자산	5,984	7,552	8,949	10,678
매출채권 및 기타채권	1,593	1,901	1,901	1,920
재고자산	20	20	21	21
기타유동자산	3,331	3,359	3,386	3,413
비유동자산	30,156	33,340	33,759	34,192
관계기업투자등	16,649	17,681	17,858	18,037
유형자산	3,608	4,516	4,749	4,989
무형자산	3,421	4,654	4,661	4,673
자산총계	41,084	46,172	48,016	50,225
유동부채	8,019	7,614	7,668	7,723
매입채무 및 기타채무	978	988	998	1,008
단기금융부채	1,962	2,400	2,402	2,405
기타유동부채	5,079	4,226	4,268	4,310
비유동부채	4,113	6,013	6,039	6,064
장기금융부채	2,211	3,441	3,441	3,441
기타비유동부채	1,902	2,572	2,598	2,623
부채총계	12,131	13,627	13,707	13,788
지배주주지분	27,582	31,163	32,927	35,055
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,586	1,609	1,609	1,609
이익잉여금	27,626	29,165	30,929	33,056
비지배주주지분	1,371	1,382	1,382	1,382
자본총계	28,953	32,545	34,309	36,437

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,096	2,702	3,122	3,554
당기순이익	1,819	1,944	2,197	2,604
비현금수익비용가감	1,362	1,261	1,394	1,531
유형자산감가상각비	680	745	787	831
무형자산상각비	65	62	63	63
기타	617	454	544	637
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	462	-49	75	56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	0	0	-5
재고자산 감소(증가)	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	0	0	0
법인세납부	-707	-616	-732	-868
투자활동으로 인한 현금흐름	-744	-2,977	-1,117	-1,173
유형자산처분(취득)	-1,220	-1,653	-1,020	-1,071
무형자산감소(증가)	-84	-1,295	-70	-75
장단기금융자산의 감소(증가)	449	-29	-27	-27
기타투자활동	111	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-524	861	-431	-474
장단기금융부채의 증가(감소)	372	1,232	2	2
자본의 증가(감소)	164	23	0	0
배당금의 지급	-168	-394	-433	-476
기타재무활동	-892	0	0	0
현금의 증가	1,788	1,568	1,397	1,729
기초현금	4,196	5,984	7,552	8,949
기말현금	5,984	7,552	8,949	10,678

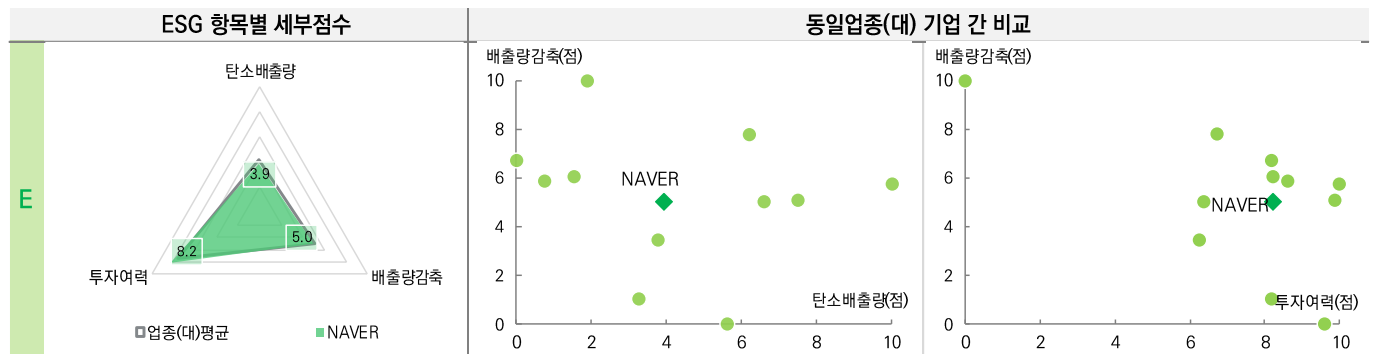
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

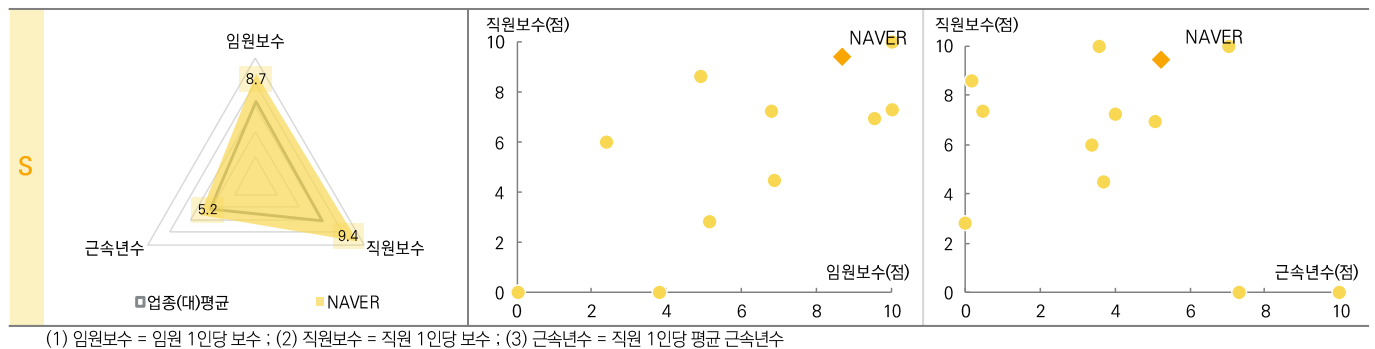
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	19.6	18.4	16.1	13.6
P/CF (x)	12.0	11.1	9.9	8.6
P/B (x)	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	11.9	10.8	8.9	7.3
EPS (원)	12,376	12,316	14,000	16,591
CFPS (원)	20,154	20,424	22,883	26,348
BPS (원)	180,117	202,827	214,068	227,624
DPS (원)	2,630	2,893	3,182	3,182
배당성향 (%)	21.6	22.3	21.7	18.3
배당수익률 (%)	1.1	1.5	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	12.1	15.1	20.9	22.0
EBITDA증가율 (%)	11.3	0.8	15.3	15.4
조정영업이익증가율 (%)	11.6	-1.7	19.1	18.7
EPS증가율 (%)	3.9	-0.5	13.7	18.5
매출채권 회전율 (회)	24.8	28.2	34.1	41.3
재고자산 회전율 (회)	573.4	681.1	815.4	984.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	4.5	4.7	5.3
ROE (%)	7.4	6.6	6.9	7.7
ROIC (%)	37.7	27.3	25.6	29.6
부채비율 (%)	41.9	41.9	40.0	37.8
유동비율 (%)	136.3	168.5	185.9	207.6
순차입금/자기자본 (%)	-14.6	-14.7	-18.0	-21.8
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	17.2	18.3	21.7

ESG 레이팅 : NAVER (035420)

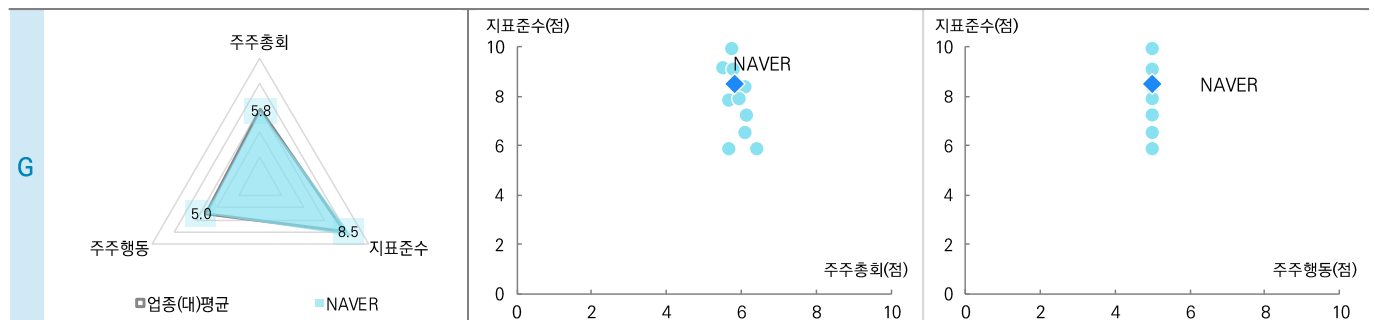
종합		세부항목						
ESG	카본 거버넌스 인센티브 □업종(대)평균 ■NAVER	ESG 점수	5.0	=	직전점수	5.0	업종(대)	커뮤니케이션서비스
		ESG 등급	BBB	=	직전등급	BBB	업종(중)	미디어와엔터테인먼트
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	임희석
		카본(E)	4.2	A	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	8.0	AA	10	=		
		거버넌스(G)	5.1	A	50	=		
							가중치 변경 없음	



(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출); (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례



(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수



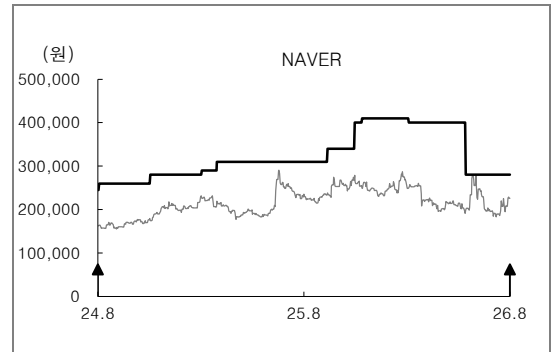
(1) 주주총회 = 주주 안전 종합 반대·기권 비율; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수 건 수 및 주주행동 수용 건 수; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수를
 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2026.05.21	매수	280,000	-	-
2026.02.09	매수	400,000	-45.35	-34.88
2025.11.18	매수	410,000	-38.73	-30.00
2025.11.05	매수	400,000	-34.86	-33.63
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.