

성장은 증명, AI 투자 이후의 이익 속도가 중요

Top line 은 여전히 좋지만

NAVER의 26년 2분기 연결 매출액은 3조 3,888억원으로 전년동기 대비 16.2%, 전분기 대비 4.6% 증가했다. 분기 매출 성장률만 보면 최근 몇 년 중 가장 견조한 구간에 속한다. 문제는 영업이익이었다. 영업이익은 5,203억원으로 전년동기 대비 0.2% 감소했고, OPM은 15.4%로 2Q25의 17.9% 대비 낮아졌다. 시장 컨센서스 영업이익이 약 5,600억원 수준이었던 점을 감안하면 이익단은 기대에 다소 못 미친 결과라고 볼 수 있다.

이익 둔화는 수요보다 비용의 문제

NAVER의 2Q26은 투자 속도가 이익 회수 속도를 앞선 분기라고 판단된다. 다만 핵심 플랫폼 매출은 여전히 견조하고 AI 사용성은 빠르게 확대되고 있다. 향후 주가가 본격적으로 재평가되려면 ① AI 광고/커머스 전환율의 반복 확인, ② 2027년 AI Factory 매출 가시화, ③ FCF 회복과 마진 안정이 순차적으로 필요하다.

AI Factory, 밸류에이션 프레임을 바꿀 수 있는 성장옵션

NAVER·NVIDIA·Brookfield는 각 세종(GAK Sejong)의 NVIDIA DSX 기반 AI Factory를 2027년 상반기 55MW, 2027년 말 누적 100MW, 2028년 누적 200MW로 확대하는 계획을 제시한 바 있다. 기존 55MW에서 200MW로의 확장에, 장기적으로 기가와트급 인프라를 지향한다. 공시상 NVIDIA 투자의 선결조건은 NAVER가 증자자금과 별도로 최소 90억달러 규모의 컴퓨팅 인프라를 확보하는 것이었다. 향후 Brookfield의 자금·사용계약 체결이 중요하며, 해당 사항이 완결될 때 확실한 구속력을 가질 수 있을 것으로 판단된다.

Fig. 1: NAVER 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	10,738	12,035	13,914	15,166	16,076
영업이익	1,979	2,208	2,217	2,574	2,844
세전이익	2,322	2,420	2,587	2,755	3,068
순이익[지배]	1,923	1,953	2,084	2,189	2,438
EPS(원)	11,913	12,376	13,347	13,741	15,303
증감률(%)	92.8	3.9	7.8	3.0	11.4
PER(배)	16.7	19.6	17.0	16.5	14.8
PBR	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	11.8	11.3	9.9	8.7
ROE(%)	7.9	7.4	7.3	7.2	7.5
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.2	1.2

자료: NAVER, BNK 투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자이견

[유지]

매수

목표주가(6M) 300,000 원

[유지]

32.5%

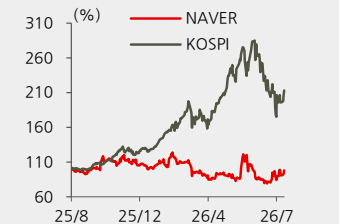
현재주가 226,500 원

2026/8/13

주식지표

시가총액	35,555 십억원
52 최고가	287,000 원
52 최저가	183,200 원
상장주식수	15,698 만주/0.0 만주
자본금/액면가	16 십억원/100 원
60 일평균거래량	214 만주
60 일평균거래대금	505 십억원
외국인지분율	35.0%
자기주식수	727 만주/4.6%
주요주주및지분율	
국민연금공단	8.2%
BlackRock Fund	7.1%

주가동향



이종원

인터넷/게임/엔터

bluesky@bnkfn.co.kr

(02)2071-7657

BNK 투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10 층

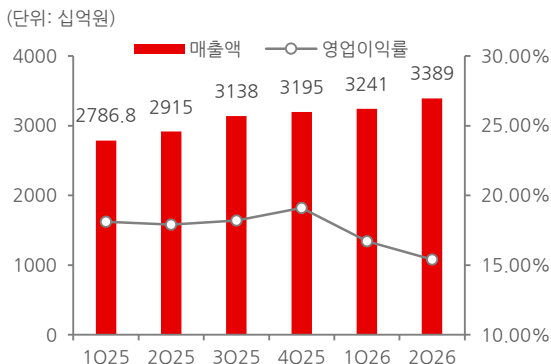
www.bnkfn.co.kr

매출과 영업이익 성장 속도의 디커플링

NAVER의 지난 26년 2분기 연결 매출액은 3조 3,888억원으로 전년동기 대비 16.2%, 전분기 대비 4.6% 증가했다. 분기 매출 성장률만 보면 최근 몇 년 중 매우 견조한 구간에 속한다. 문제는 영업이익이다. 영업이익은 5,203억원으로 전년동기 대비 0.2% 감소했고, OPM은 15.4%로 하락했는데, 시장이 실적 발표 직후 매출 성장보다 비용 부담에 더 민감하게 반응한 이유 중에 하나라고 판단된다. 월드컵 중계권, Npay Connect 단말 확대, 마케팅·인력, AI 관련 비용이 동시에 반영됐다. 결과적으로 2분기 실적은 탑라인의 성장률은 여전히 좋은데 투자 사이클 때문에 마진이 눌리는 구간으로 보는 게 맞다. NAVER 플랫폼은 2Q26 매출 1조 9,022억원으로 전년동기 대비 12.3% 성장했다. 광고 매출은 1조 4,472억원(YoY +7.5%), 서비스 매출은 4,550억원(YoY +31.3%)을 시현했다. 광고가 여전히 절대 규모를 담당하지만 이제 성장률의 무게중심의 큰축은 커머스·서비스로 이동하고 있다. 이러한 변화의 흐름은 NAVER의 향후 AI 전략을 이해하는 데 중요하다. 생성형 AI가 검색 결과를 대체하면 전통 검색광고에는 잠재적 압력이 생길 수 있지만, NAVER는 AI를 '검색 결과를 줄이는 기술'이 아니라, '구매·예약·결제까지 이어지는 의사결정 인터페이스'로 더 촘촘히 설계하고 있기 때문이다.

AI Tab은 6월 26일 정식 출시 이후 이용자 수가 빠르게 확대됐다. 7월 누적 이용자 1,000만 명으로 베타 대비 일평균 질의 수 약 7배, 사용자당 질의 수는 1.7배 증가했다. 이러한 숫자의 의미는 단순 MAU 증가보다 '대화형 탐색에서 사용자가 무엇을 묻고, 어떤 상품·장소·콘텐츠를 선택하는가'라는 고의도 데이터를 확보한다는 데 있다. NAVER는 이미 검색, 플레이스, 쇼핑, 결제 데이터를 보유하고 있기 때문에, AI Tab이 이 데이터들을 완성도 있게 연결하면 광고 타겟팅과 커머스 전환율을 동시에 높일 수 있다. 동사는 7월 말 AI Briefing 광고를 시작했고 초기 데이터에서 기존 검색광고 대비 클릭 전환율이 30% 이상 높고 구매 전환율은 3배 이상이었다 밝혔다. AI가 이제 단순 기술 투자가 아니라 광고 ARPU 개선 수단으로 진입하고 있다는 의미가 있다. 향후 광고주 수, 광고 단가, 반복 구매/재방문, 전체 광고 매출 기여도가 2~3개 분기 이상 꾸준히 누적되는지 여부를 확인해야 한다.

Fig. 2: NAVER 매출액 및 영업이익률



자료: NAVER, BNK 투자증권

Fig. 3: 네이버 AI Tab

이번 주말에 서울에 있는 카페를 가고 싶은데 추천해줘

이번 주말 서울 카페는 더바움 경복궁점, 코코넛박스 카페, 기델빙, 썬스Scene, 비아트 성수를 우선 추천해요. 서촌·홍대·성수천호 쪽으로 나눠 고르기 좋고, 주말 운영 시간도 확인된 곳들이라 방문 후보로 적합합니다. <네이버 플레이스> 4.8

지역별 추천 카페 상세 안내

더바움 경복궁점

더바움 경복궁점 카페, 디지털
영업 전 · 10:00에 영업 시작
서울 종로구 채부동
★ 4.82 · 리뷰 2,595

자료: NAVER, BNK 투자증권

AI Factory: 플랫폼 기업에서 AI 인프라 운영자로

지난 7월 25일 NAVER는 Brookfield, NVIDIA와 한국 소버린 AI Factory 인프라 확대 계획을 발표했다. 회사 발표 기준 초기 구축 규모는 200MW, 약 10만개의 NVIDIA GPU에 해당하며 세종 데이터센터를 기반으로 한다. 이는 6월에 제시했던 55MW 단계적 계획보다 크게 확장된 그림이다. 목표는 국내외 AI 기업, 산업계, 공공기관에 AI 모델 학습·추론용 compute를 공급하는 것이다. 동맹이 현실화 될 경우 NAVER의 차별화 가능성은 다양한 영역으로 뻗어나 갈 것으로 전망된다. 하이퍼클로바X, AI 에이전트, 검색·커머스 솔루션, 라인웍스 등을 글로벌 컴퓨팅과 결합하면 인프라-플랫폼-애플리케이션의 수직 통합형 매출을 만들 수 있게 된다. 단순 IaaS보다 고객 전환비용과 부가가치가 높아질 수 있는 구조를 꾀할 수 있을 것이다. NAVER 클라우드는 NVIDIA와의 협력을 통해 대규모 GPU 기반 AI 인프라를 확대할 수 있다. 이는 단순 내부 AI 서비스 고도화에 그치지 않고, 장기적으로 공공·기업 대상 AI 클라우드, 산업 특화 AI 모델, 피지컬 AI, 디지털 트윈 영역으로 확장될 수 있다. 2분기 동사 Enterprise 매출 1,537억원은 연결 매출의 약 4.5%에 불과하지만, AI Factory가 상용화되면 이 사업의 성격이 크게 바뀔 수 있다. 기존 클라우드·공공 AI·디지털트윈 프로젝트는 프로젝트형 매출 비중이 높았지만, GPU compute를 서비스로 판매하는 모델은 용량과 이용률이 올라갈수록 반복 매출 기반이 커진다. NAVER가 사우디 디지털트윈, 공공/소버린 AI, 일본 스마트빌딩 등 레퍼런스를 확보하는 이유도 단기 매출 규모보다, '내재화된 기술 스택을 해외에서 통째로 판매할 수 있는가'를 검증한다는 측면에서 중요하다고 판단된다.

국내에서 대규모 검색·커머스 데이터와 자체 AI 모델, 클라우드 인프라, 서비스 접점을 동시에 보유한 기업은 극히 제한적이라는 점에서, 향후 삼각 동맹을 통한 NAVER의 전략적 위치는 한 단계 더 높게 평가될 수 있을 것이다. 결국 NVIDIA 지분 투자의 가장 큰 가치는 약 1.5조원의 현금 자체가 아니라, NAVER가 검색·커머스 플랫폼에서 AI 컴퓨팅을 판매하는 글로벌 인프라 사업자로 확장할 수 있는 선택권을 확보했다는 데 있다고 볼 수 있다. NVIDIA 클라우드 파트너 지위와 글로벌 네트워크가 잠재적인 고객 유치의 신뢰도를 높일 수 있다는 점에서도 긍정적이다.

Fig. 4: 7월 25일 회담 주요 사항

주요 사항
NVIDIA, NAVER 지분 4.5%(약 1.5조원) 확보
하이퍼스케일 데이터센터 'GAK Sejong'에 NVIDIA AI 팩토리 최적화 플랫폼 DSX 아키텍처 적용
샌프란시스코에서 NVIDIA, Brookfield, NAVER AI 팩토리 인프라 확대 3자 협력 발표
28년까지 200MW로 인프라 규모 확대하고 장기적으로 1GW급 인프라 구축 예정

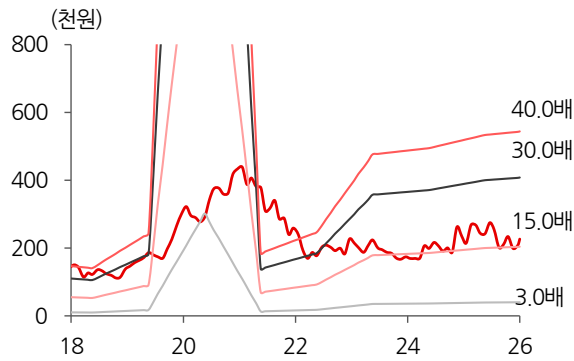
자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 5: NAVER NVIDIA 데이터센터 구축 계획

연도	용량
2027년 상반기	55MW 가동
2027년 내	100MW 확대
2028년	200MW 확장
중장기	GW급 인프라

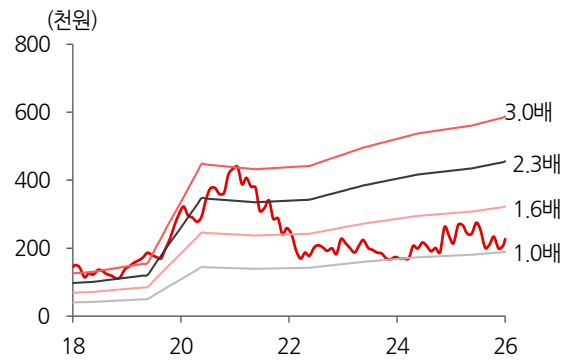
자료: NAVER, BNK투자증권

Fig. 8: NAVER PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK 투자증권

Fig.9: NAVER PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK 투자증권

표 1. NAVER 분기 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26A	2Q26A	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
매출액	2786.8	2915.1	3138.1	3195.1	3241.1	3,388.8	3,605.5	3,678.9	12035.0	13,914.3
네이버 플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,902.2	2,052.7	2,093.4	6,964.7	7,888.1
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,447.2	1,516.9	1,549.8	5,436.2	5,908.4
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	455.0	535.8	543.6	1,528.6	1,979.7
금융 플랫폼	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	470.7	491.4	511.4	1,668.2	1,933.2
글로벌 도전	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	1,015.9	1,061.3	1,074.1	3,402.1	4,093.0
개인간거래(C2C)	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	397.9	375.9	400.0	986.5	1,524.9
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	464.3	508.2	467.1	1,851.4	1,879.7
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	153.7	177.3	207.0	564.2	688.5
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,584.4	2,699.3	2,868.4	3,046.6	3,082.9	9,826.8	11,697.2
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	520.3	558.8	596.0	2,208.1	2,216.9
OPM	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	15.5%	16.2%	18.3%	15.9%
당기순이익	423.7	497.4	734.7	163.0	291.0	704.3	457.7	488.1	1,818.8	1,941.1

자료: NAVER, BNK 투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	10,076	11,664	13,657
현금성자산	4,196	5,984	4,458	5,596	7,262
매출채권	478	492	568	620	657
재고자산	22	20	23	25	27
비유동자산	28,793	30,156	32,169	33,405	34,245
투자자산	20,910	21,394	24,029	25,785	27,061
유형자산	2,910	3,608	3,047	2,585	2,205
무형자산	3,657	3,421	3,359	3,301	3,246
자산총계	38,168	41,084	42,245	45,069	47,902
유동부채	6,092	8,019	7,336	7,945	8,387
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	135	132	132	132	132
비유동부채	5,075	4,113	4,409	4,607	4,751
사채및장기차입금	2,870	1,256	1,256	1,256	1,256
부채총계	11,167	12,131	11,745	12,552	13,138
지배기업지분	25,460	27,582	29,272	31,440	33,855
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	25,965	27,626	29,316	31,483	33,898
자본총계	27,001	28,953	30,500	32,517	34,764
총차입금	4,378	4,609	2,613	2,637	2,655
순차입금	-3,157	-4,411	-4,631	-5,996	-7,827

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	2,590	3,096	3,227	3,143	3,130
당기순이익	1,932	1,819	1,941	2,038	2,270
비현금비용	2,577	2,836	1,362	1,310	1,308
감가상각비	674	745	622	520	436
비현금수익	-1,574	-1,474	-464	-255	-299
자산및부채의증감	152	462	876	584	424
매출채권감소	-3	-14	-77	-51	-37
재고자산감소	-13	1	-3	-2	-2
매입채무증가	-251	-12	0	0	0
법인세환급(납부)	-608	-707	-647	-716	-798
투자활동현금흐름	-1,340	-744	-2,799	-2,007	-1,458
유형자산증가	-554	-1,235	0	0	0
유형자산감소	32	14	0	0	0
무형자산순감	-24	-84	0	0	0
재무활동현금흐름	-770	-524	-1,954	2	-5
차입금증가	-377	372	-1,561	24	18
자본의증감	180	164	0	0	0
배당금지급	-119	-168	-394	-22	-23
현금의증가	619	1,788	-1,526	1,138	1,667
기말현금	4,196	5,984	4,458	5,596	7,262
잉여현금흐름(FCF)	2,036	1,861	3,227	3,143	3,130

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK 투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,914	15,166	16,076
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,914	15,166	16,076
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	8,758	9,827	11,697	12,592	13,232
판매비율	81.6	81.7	84.1	83.0	82.3
영업이익	1,979	2,208	2,217	2,574	2,844
영업이익률	18.4	18.3	15.9	17.0	17.7
EBITDA	2,653	2,953	2,839	3,094	3,280
영업외손익	343	212	371	181	224
금융이자손익	69	114	134	156	199
외화관련손익	28	-13	0	0	0
기타영업외손익	246	111	237	25	25
세전이익	2,322	2,420	2,587	2,755	3,068
세전이익률	21.6	20.1	18.6	18.2	19.1
법인세비용	390	601	647	716	798
법인세율	16.8	24.8	25.0	26.0	26.0
계속사업이익	1,932	1,819	1,941	2,038	2,270
당기순이익	1,932	1,819	1,941	2,038	2,270
당기순이익률	18.0	15.1	13.9	13.4	14.1
지배기업순이익	1,923	1,953	2,084	2,189	2,438
총포괄손익	2,631	1,938	1,941	2,038	2,270

주요투자지표

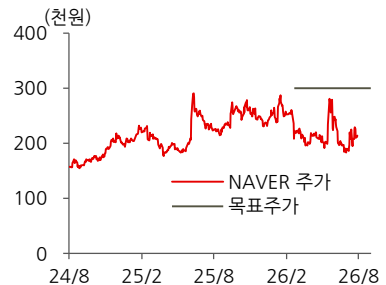
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	11,913	12,376	13,347	13,741	15,303
BPS	166,221	180,117	187,940	201,544	216,702
CFPS	18,180	20,154	18,177	19,419	20,584
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
PER (배)	16.7	19.6	17.0	16.5	14.8
PSR	3.0	3.2	2.5	2.4	2.2
PBR	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
PCR	10.9	12.0	12.5	11.7	11.0
EV/EBITDA	11.3	11.8	11.3	9.9	8.7
배당성향 (%)	8.7	21.6	20.6	19.6	17.6
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율	11.0	12.1	15.6	9.0	6.0
영업이익증가율	32.9	11.6	0.4	16.1	10.5
순이익증가율	90.0	1.6	6.7	5.0	11.4
EPS 증가율	92.8	3.9	7.8	3.0	11.4
부채비율 (%)	41.4	41.9	38.5	38.6	37.8
차입금비율	16.2	15.9	8.6	8.1	7.6
순차입금/자기자본	-11.7	-15.2	-15.2	-18.4	-22.5
ROA (%)	5.2	4.6	4.7	4.7	4.9
ROE	7.9	7.4	7.3	7.2	7.5
ROIC	39.7	37.7	41.2	63.8	96.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/8/13 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
NAVER (035420)	26/03/05	매수	300,000 원	-29.3	-24.5
	26/05/08	매수	300,000 원	-25.1	-6.5
	26/06/26	매수	300,000 원	-34.4	-25.0
	26/07/28	매수	300,000 원	-28.6	-23.7
	26/08/14	매수	300,000 원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30 기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로 1(부전동) 부산은행 부전동별관 3 층, 4 층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로 2 길 24 (여의도동) BNK 금융타워 6 층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15 대로 642 BNK 경남은행본점 1 층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK 경남은행 울산영업부 1 층 / T 052-210-6900 / F 052-271-6111

BNK 금융그룹

BNK 부산은행 / BNK 경남은행 / BNK 캐피탈 / BNK 투자증권 / BNK 저축은행