

Company Update

Analyst 이승훈

02) 6915-5680

dozed@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 (유지) 320,000원

현재가 (9/7) 218,000원

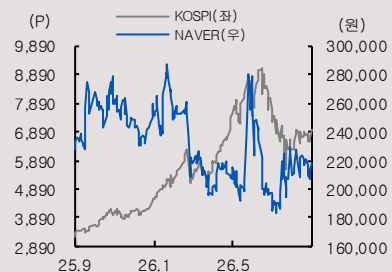
KOSPI (9/7)	6,995.39pt
시가총액	33,153십억원
발행주식수	159,318천주
액면가	100원
52주 최고가	287,000원
최저가	183,200원
60일 일평균거래대금	263십억원
외국인 지분율	36.1%
배당수익률 (2026F)	1.2%

주주구성	
국민연금공단	8.48%
BlackRock 외 14 인	7.31%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-7%	-22%	-56%
절대기준	4%	-2%	-5%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	320,000	320,000	-
EPS(26)	11,581	10,585	▲
EPS(27)	13,677	14,483	▼

NAVER 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

NAVER (035420)

아시아 유일 통합 AI 팩토리 사업자로의 부상

MW당 계약 가치가 재평가되고 있다

신규 AI팩토리 사업은 2027년 이후 가동, 새로운 가격을 바탕으로 초기 계약을 추진할 것이다. 시장에 알려진 MW당 연간 계약 가치 약 1,380만달러(약 200억원, 1GW 기준으로는 약 20조원 매출)는 현재 시장 가격 수준과 비교하면 보수적이다. 향후 장기 계약과 단기 고가 계약을 병행하는 형태로 수주가 이루어질 경우 전체 매출 잠재력 상향 가능성이 높다. 네비우스(Nebius)는 2026년 2분기 신규 장기 계약에서 MW당 2천만 달러 이상, 3분기에 단기 계약에서 4천만 달러 이상의 가격대까지 가능하다고 제시했다.

자산 리스크 없이 컴퓨팅 마진을 취하는 구조

200MW AI 팩토리 조성 계획은 자산을 직접 보유하지 않으면서도 AI 인프라 운영에서 발생하는 컴퓨팅 마진을 확보할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 자산 리스크를 낮추고 운영 스프레드와 수요 확대에 따른 업사이드에 집중할 수 있는 구조이기 때문이다. 공개된 구조안에 따르면 브룩필드가 주도하는 SPV가 GPU와 데이터센터 설비 등 인프라 자산을 매입·보유하고, 당사는 100% 자회사 형태의 운영사를 통해 해당 SPV로부터 컴퓨팅 자원을 조달해 외부 고객에게 재판매하는 구조를 검토한다.

경쟁력은 하드웨어보다 소프트웨어 역량이다

동사의 경쟁력은 GPU 보유 규모보다 이를 실제 수익으로 전환하는 소프트웨어 역량에 있다. 글로벌 네오클라우드 기업들이 프리미엄 단가를 받는 이유도 코어워브의 SUNK(Slurm on Kubernetes, 많은 GPU 작업을 한곳에서 순서와 우선순위에 맞게 효율적으로 배분해 장비가 놀지 않도록 하는 역할)처럼 많은 GPU 작업을 효율적으로 배분해 장비 활용도를 높이기 때문이다. 당사는 2020년 DGX SuperPOD(NVIDIA의 대규모 AI 학습용 GPU 클러스터 패키지) 도입 이후 GPU 클러스터를 상시 운영해 왔고, 자체 LLM을 학습시킨 경험도 보유한다. 국내 경쟁사가 콜로케이션(상면, 전력 임대 중심 사업) 중심에 머무는 반면 당사는 GPU 서비스 위에 소프트웨어 레이어를 결합한 풀스택 사업자라는 점에서 차별화된다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,752	15,788	18,248
영업이익	1,979	2,208	2,187	2,786	3,371
세전이익	2,322	2,420	2,406	2,905	3,534
지배주주순이익	1,923	1,953	1,808	2,179	2,651
EPS(원)	11,913	12,376	11,581	13,677	16,639
증가율(%)	92.8	3.9	-6.4	18.1	21.7
영업이익률(%)	18.4	18.3	15.9	17.6	18.5
순이익률(%)	18.0	15.1	13.3	13.8	14.5
ROE(%)	7.9	7.4	6.2	7.0	8.0
PER	16.7	19.6	18.4	15.6	12.8
PBR	1.2	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.4	12.0	11.5	8.9	7.0

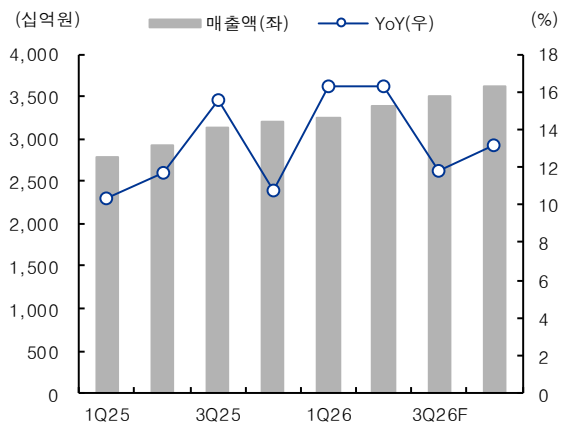
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. NAVER 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,389	3,507	3,615	12,035	13,752	15,788
QoQ	-3.4%	4.6%	7.6%	1.8%	1.4%	4.6%	3.5%	3.1%			
YoY	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	11.8%	13.1%	12.1%	14.3%	14.8%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,902	2,000	2,043	6,965	7,784	8,479
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,447	1,531	1,543	5,436	5,915	6,329
서비스	328	347	419	435	445	455	469	500	1,529	1,869	2,150
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	471	513	543	1,668	1,986	2,284
글로벌 도전	795	816	894	896	942	1,016	995	1,029	3,402	3,982	5,025
C2C	223	228	251	286	351	398	363	400	987	1,512	1,890
콘텐츠	446	462	498	445	440	464	473	463	1,851	1,840	1,877
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	154	158	166	564	629	1,258
영업이익	505	522	571	611	542	520	541	583	2,208	2,187	2,786
OPM	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	15.4%	16.1%	18.3%	15.9%	17.6%
QoQ	-6.8%	3.2%	9.4%	7.0%	-11.3%	-4.0%	4.0%	7.8%			
YoY	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-5.1%	-4.5%	11.6%	-1.0%	27.4%
세전이익	580	684	857	300	393	902	601	509	2,420	2,406	2,905
QoQ	7.2%	17.8%	25.3%	-65.0%	31.4%	129.2%	-33.4%	-15.3%			
YoY	-12.1%	46.3%	31.2%	-65.0%	-32.2%	32.0%	-29.9%	-15.3%	3.6%	20.0%	-100.0%
순이익(지배)	425	489	726	313	285	699	446	378	1,953	1,808	2,179
NIM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	20.6%	12.7%	10.5%	16.2%	13.1%	13.8%
QoQ	-23.3%	15.1%	48.6%	-56.9%	-8.9%	144.8%	-36.1%	-15.3%			
YoY	-16.8%	44.4%	39.6%	-43.5%	-32.8%	42.9%	-38.6%	20.7%	1.6%	-7.4%	20.5%

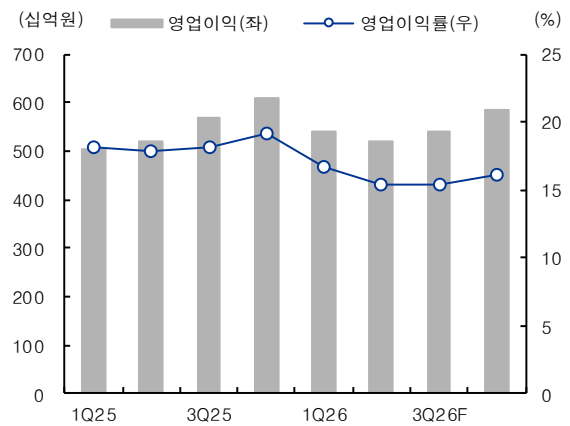
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 1. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



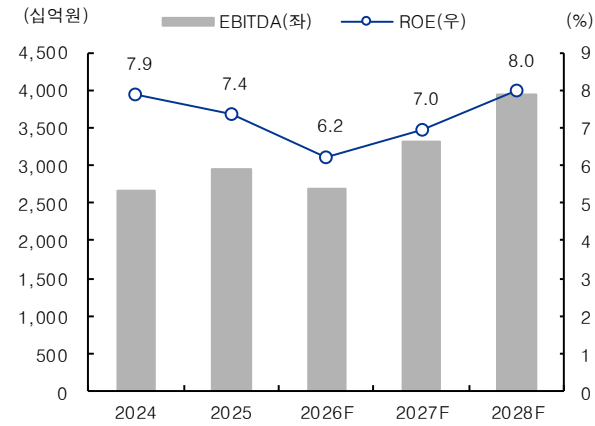
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 2. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



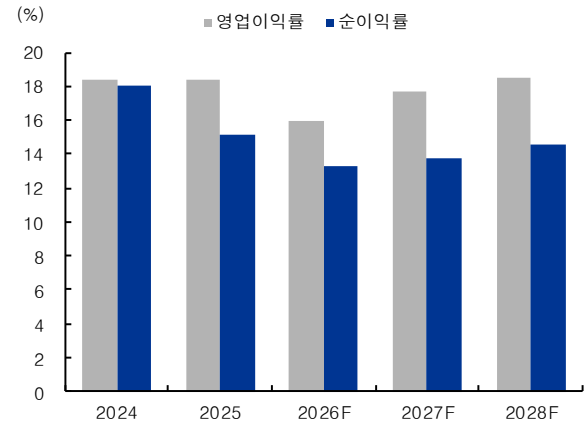
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 3. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



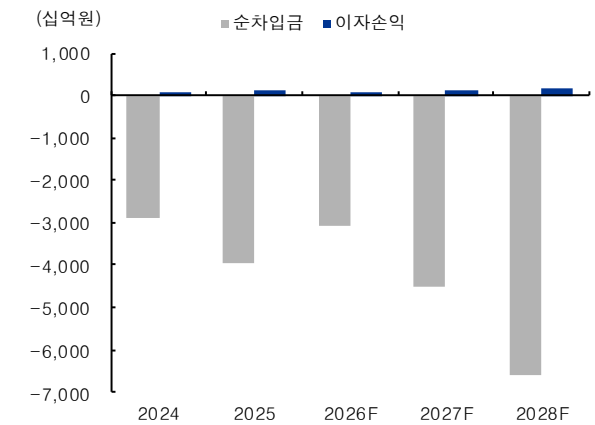
자료: 에프앤가이드 Quantwise, IBK투자증권

그림 4. NAVER의 영업이익률 및 순이익률 추이



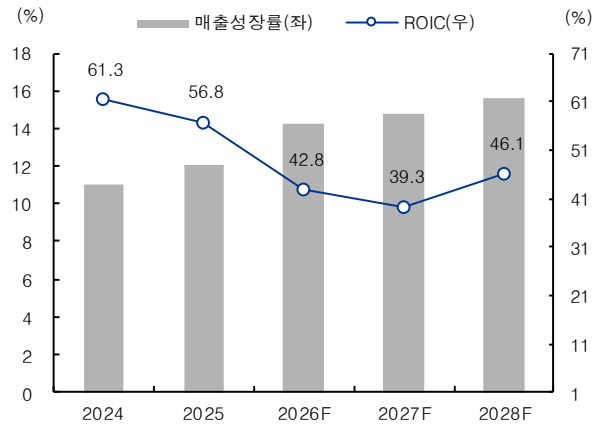
자료: 에프앤가이드 Quantwise, IBK투자증권

그림 5. NAVER의 순차입금 및 이자손익 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, IBK투자증권

그림 6. NAVER의 매출성장률과 ROIC 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, IBK투자증권

NAVER (035420)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,752	15,788	18,248
증가율(%)	11.0	12.1	14.3	14.8	15.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,752	15,788	18,248
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	8,758	9,827	11,565	13,002	14,877
판매비율(%)	81.6	81.7	84.1	82.4	81.5
영업이익	1,979	2,208	2,187	2,786	3,371
증가율(%)	32.9	11.6	-1.0	27.4	21.0
영업이익률(%)	18.4	18.3	15.9	17.6	18.5
순금융손익	54	245	249	119	164
이자손익	69	114	100	119	164
기타	-15	131	149	0	0
기타영업외손익	144	-528	-138	0	0
종속/관계기업손익	145	495	107	0	0
세전이익	2,322	2,420	2,406	2,905	3,534
법인세	390	601	578	726	884
법인세율	16.8	24.8	24.0	25.0	25.0
계속사업이익	1,932	1,819	1,828	2,179	2,651
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,828	2,179	2,651
증가율(%)	96.1	-5.9	0.5	19.2	21.7
당기순이익률 (%)	18.0	15.1	13.3	13.8	14.5
지배주주당기순이익	1,923	1,953	1,808	2,179	2,651
기타포괄이익	699	119	1,420	0	0
총포괄이익	2,631	1,938	3,248	2,179	2,651
EBITDA	2,653	2,953	2,694	3,319	3,934
증가율(%)	28.1	11.3	-8.8	23.2	18.5
EBITDA마진율(%)	24.7	24.5	19.6	21.0	21.6

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	11,913	12,376	11,581	13,677	16,639
BPS	160,694	175,846	190,584	201,789	215,918
DPS	1,130	2,630	2,630	2,630	2,630
밸류에이션(배)					
PER	16.7	19.6	18.4	15.6	12.8
PBR	1.2	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.4	12.0	11.5	8.9	7.0
성장성지표(%)					
매출증가율	11.0	12.1	14.3	14.8	15.6
EPS증가율	92.8	3.9	-6.4	18.1	21.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.2	1.2
ROE	7.9	7.4	6.2	7.0	8.0
ROA	5.2	4.6	4.2	4.7	5.5
ROIC	61.3	56.8	42.8	39.3	46.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	41.4	41.9	41.4	40.1	39.1
순차입금 비율(%)	-12.8	-15.1	-11.0	-14.8	-19.6
이자보상배율(배)	18.9	20.3	16.3	20.4	24.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	22.2	24.8	27.3	29.8	32.8
재고자산회전율	587.5	573.4	472.8	386.5	387.3
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	11,955	13,668	16,000
현금및현금성자산	4,196	5,984	6,366	7,682	9,583
유가증권	2,860	2,337	2,058	2,227	2,411
매출채권	478	492	516	542	569
재고자산	22	20	38	44	50
비유동자산	28,793	30,156	33,090	33,477	33,926
유형자산	2,910	3,608	3,896	4,092	4,329
무형자산	3,657	3,421	4,678	4,714	4,757
투자자산	20,910	21,394	22,745	22,754	22,764
자산총계	38,168	41,084	45,044	47,145	49,925
유동부채	6,092	8,019	7,179	7,394	7,804
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	135	132	764	795	828
유동성장기부채	200	1,597	305	305	305
비유동부채	5,075	4,113	6,003	6,104	6,223
사채	2,007	382	1,718	1,718	1,718
장기차입금	863	874	1,107	1,107	1,107
부채총계	11,167	12,131	13,182	13,498	14,027
지배주주지분	25,460	27,582	30,363	32,149	34,400
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,609	1,609	1,609
자본조정등	-639	-452	-490	-490	-490
기타포괄이익누계액	-1,306	-1,194	149	149	149
이익잉여금	25,965	27,626	29,079	30,865	33,116
비지배주주지분	1,541	1,371	1,499	1,499	1,499
자본총계	27,001	28,953	31,862	33,647	35,898
비이자부채	6997	7755	7836	8121	8618
총차입금	4,170	4,376	5,346	5,377	5,409
순차입금	-3,462	-4,380	-3,513	-4,967	-7,019

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	2,025	2,715	3,218
당기순이익	1,932	1,819	1,828	2,179	2,651
비현금성 비용 및 수익	1,003	1,362	963	413	400
유형자산감가상각비	609	680	507	532	563
무형자산상각비	65	65	0	0	0
운전자본변동	152	462	-501	4	4
매출채권등의 감소	-3	-14	-516	-26	-27
재고자산의 감소	-13	1	-2	-6	-7
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-497	-547	-265	119	163
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-1,589	-1,286	-1,409
유형자산의 증가(CAPEX)	-554	-1,235	-1,090	-728	-801
유형자산의 감소	32	14	16	0	0
무형자산의 감소(증가)	-24	-84	-56	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	839	564	113	-9	-10
기타	-1633	-3	-572	-513	-555
재무활동 현금흐름	-770	-524	-165	-114	92
차입금의 증가(감소)	105	26	204	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-875	-550	-369	-114	92
기타 및 조정	139	-40	111	1	0
현금의 증가	619	1,788	382	1,316	1,901
기초현금	3,576	4,196	5,984	6,366	7,682
기말현금	4,196	5,984	6,366	7,682	9,583

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

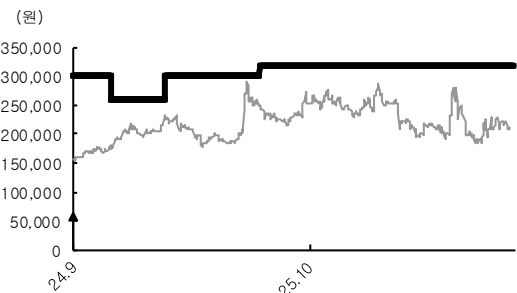
투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

NAVER	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.11.03	매수	300,000	-37.81	-22.83
	2024.11.03	1년경과	300,000	-40.98	-40.10
	2024.11.08	매수	260,000	-21.81	-10.77
	2025.02.07	매수	300,000	-29.53	-3.17
	2025.07.15	매수	320,000	-26.83	-10.31
	2026.07.15	1년경과	320,000	-33.42	-28.44
	2026.09.07	매수	320,000		