2026.11.13

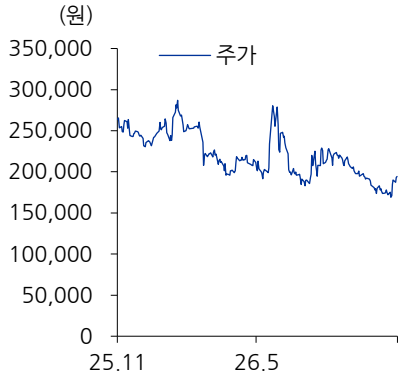
(035420)

NAVER

인터넷/게임/우주 정의훈
6170 / uihoon0607@eugenefn.com

무거워진 AI 팩토리의 어깨

투자의견	BUY(유지)
목표주가	320,000 원(유지)
현재주가	181,800 원(11/12)



시가총액(십억원)	27,657
발행주식수(천주)	152,109
52 주 최고	304,000 원
최저	166,000 원
52 주 일간 Beta	0.27
60 일 평균 거래대금	1,517 억원
외국인 지분율	36.4%
배당수익률(26E)	1.4%
주주구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.5%
BlackRock Fund Advisors (외 15 인)	7.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	0.7	-10.9	-31.0

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	320,000	320,000	-
영업이익(26E)	1,979	2,068	▼
영업이익(27E)	2,240	2,427	▼

12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	12,035	13,670	15,611
영업이익	2,208	1,979	2,240
세전손익	2,420	2,406	2,343
당기순이익	1,819	1,827	1,779
EPS(원)	12,453	11,394	11,096
증감률(%)	2.6	-8.5	-2.6
PER(배)	19.5	16.0	16.4
ROE(%)	7.4	6.2	5.7
PBR(배)	1.4	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	11.6	11.0	8.2

❝ 3분기 매출액 3.47조원(+10.7%yoy), 영업이익은 4,513억원(-20.9%yoy, OPM 13.0%)으로 영업이익 컨센서스(4,930억원) 하회. 이른 추석에 따른 영업일수 감소와 쇼핑 수수료 개편 기저 소멸로 매출 성장이 둔화되고, 컴퓨팅 자산 입고·오프라인 투자 비용이 집중된 영향. 지배순이익도 지분법·금융상품 평가손익 축소로 3,995억원(-45.0%yoy) 기록

❝ 광고 매출은 1조 4,748억원(+5.5%yoy)으로 성장률이 전분기(+7.5%yoy) 대비 둔화되며 매출 부진의 주요인이 됨. 추석 영향(약 -2%p)을 감안해도 검색 광고의 성장 여력 둔화가 확인됐고, AI브리핑 등 신규 지면의 매출 기여도 아직 미미함. AI 예측 모델 적용에 따른 효율 개선은 긍정적이나 실질적인 AI 수익화 성과는 내년 이후에나 확인 가능

❝ 서비스 매출액은 4,736억원(+13.1%yoy)으로 수수료 개편 기저가 소멸되며 성장률이 전분기(+31.3%yoy) 대비 급둔화됐고, 스마트스토어 거래액도 +6.4%yoy에 그침. 앱 거래 비중 20% 상회 등 구조 개선은 유효하나, 프로모션·물류 투자(2030년까지 약 1조원) 부담이 동반되는 점은 아쉬움

❝ 파이낸셜 플랫폼은 매출 4,877억원(+14.1%yoy)으로 결제액(26.2조원, +15.6%yoy) 성장에도 NPay Connect 단말기 보급 비용으로 부문 마진율이 2.2%(-4.4%pyoy)까지 하락함. 보급이 연말까지 이어지는 만큼 수익성 부담도 당분간 지속될 전망

❝ 글로벌 도전 매출액은 1조 364억원(+15.9%yoy)으로 C2C(+47.8%yoy)가 견인했으나 전분기 대비로는 감소(-6.9%qoq). 콘텐츠(-5.1%yoy)는 일본 웹툰 부진이 지속됐고, 엔터프라이즈(+33.0%yoy)만 사우디 디지털트윈·AI B2B 성장으로 유일하게 성장 가속

❝ 영업비용은 3조 211억원(+17.7%yoy)으로 매출 성장률을 크게 상회함. 마케팅비(+32.3%yoy)·인프라비(+29.1%yoy) 급증으로 네이버 플랫폼 마진율은 24.0%(-9.7%p yoy)까지 하락. 4분기 하락세 완화를 제시했으나 30%대 회복은 어렵다고 인정한 만큼 수익성 눈높이 하향 불가피

❝ 결국 본업의 둔화를 AI팩토리가 상쇄해야 하는 구조. 브룩필드 투자 계약과 엔비디아 유상증자 납입이 완료됐고, 미국 AI 추론 기업과 약 2조원(20MW, 4~5년) 규모의 첫 공급 계약을 체결하며 27년 초기 물량 고객 확보를 마침. 잔여 180MW는 대형 AI 모델 개발사 등 10곳 이상과 협의 중이며, 기확보한 데이터센터 용량은 이미 28년 목표(200MW)를 상회. 베라 루빈 등 차세대 GPU를 수용할 수랭식 상면을 선점한 점도 협상 우위 요인. 회사는 27년 상반기 상용 서비스 개시 후 28년부터는 두 자릿수를 크게 상회하는 마진율을 제시함. 다만 초기 고객이 빅테크가 아닌 신생 AI 기업 중심이라는 점에서 계약 이행과 수요 지속성에 대한 우려는 상존

유진투자증권

실적전망 및 밸류에이션

네이버 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	2025	2026E
매출액	**2,786.8**	**2,915.1**	**3,138.1**	**3,195.1**	**3,241.1**	**3,388.8**	**3,472.4**	**3,568.1**	**12,035.0**	**13,670.3**
(yoy)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	10.7%	11.7%	12.1%	13.6%
네이버플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,902.2	1,948.4	1,996.8	6,964.7	7,687.1
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,447.2	1,474.8	1,504.5	5,436.2	5,820.9
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	455.0	473.6	492.3	1,528.5	1,866.2
파이낸셜플랫폼	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	470.7	487.7	512.4	1,668.2	1,930.3
글로벌도전	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	1,015.9	1,036.4	1,058.9	3,402.1	4,052.9
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	397.9	370.4	404.3	986.5	1,523.6
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	464.3	472.6	448.0	1,851.3	1,825.0
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	153.7	193.3	206.7	564.2	704.2
영업비용	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,584.4	2,699.3	2,868.4	3,021.1	3,102.1	9,826.9	11,690.9
(yoy)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	19.8%	17.7%	20.0%	12.2%	19.0%
영업이익	**505.3**	**521.6**	**570.6**	**610.6**	**541.8**	**520.3**	**451.3**	**466.0**	**2,208.1**	**1,979.4**
(yoy)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-20.9%	-23.7%	11.6%	-10.4%
OPM	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	13.0%	13.1%	18.3%	14.5%
세전이익	580.1	683.6	856.9	299.5	393.5	902.0	530.9	579.6	2,420.1	2,406.1
지배순이익	**424.8**	**488.8**	**726.4**	**313.2**	**285.3**	**698.6**	**399.5**	**424.6**	**1,953.2**	**1,808.1**
(yoy)	-16.8%	44.4%	39.6%	-43.5%	-32.8%	20.6%	11.5%	11.9%	16.2%	13.2%

자료: 유진투자증권

연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
매출액	10,737.7	12,035.0	13,670.3	15,611.5
영업이익	1,979.3	2,208.1	1,979.4	2,240.2
세전이익	2,322.2	2,420.1	2,406.1	2,343.1
지배순이익	1,923.2	1,953.2	1,808.1	1,760.8
EPS(원)	12,139	12,453	11,394	11,096
PER(배)	16.4	19.5	16.0	16.4
OPM	18.4%	18.3%	14.5%	14.4%
NPM	17.9%	16.2%	13.2%	11.3%

자료: 유진투자증권

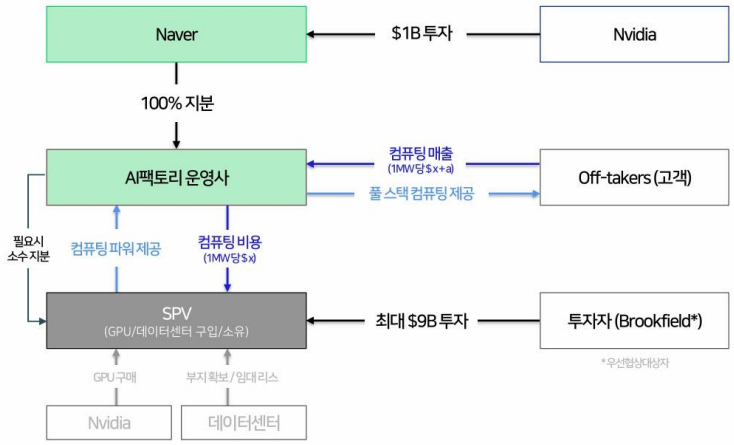
네이버 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
매출액	13,670	15,611	13,735	15,658	-0.5%	-0.3%
영업이익	1,979	2,240	2,068	2,427	-4.3%	-7.7%
세전이익	2,406	2,343	2,553	2,530	-5.8%	-7.4%
지배순이익	1,808	1,761	1,905	1,888	-5.1%	-6.7%
% of Sales						
영업이익	14.5%	14.3%	15.1%	15.5%		
세전이익	17.6%	15.0%	18.6%	16.2%		
지배순이익	13.2%	11.3%	13.9%	12.1%		

자료: 유진투자증권

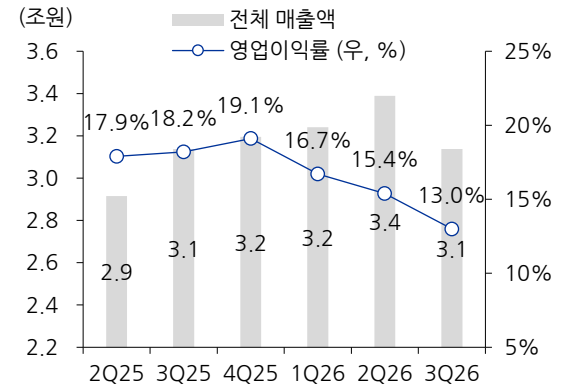
네이버 AI 팩토리 1 단계(200MW) 사업 구조

- 전략적 파트너인 엔비디아의 네이버 직접 투자로 네이버는 AI팩토리 운영사를 100% 지분으로 연결
- 투자사 브룩필드는 SPV에 최대 $9B 투자 후 SPV 대주주 지위



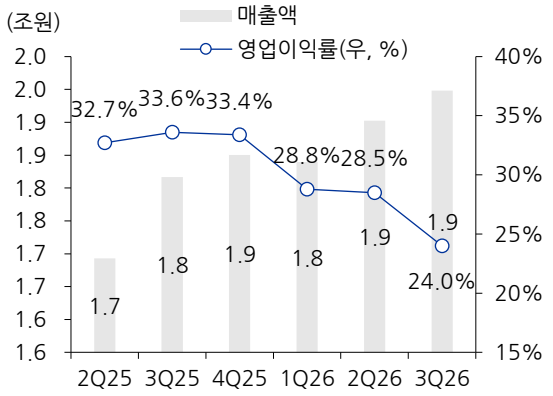
자료: NAVER, 유진투자증권

네이버 전체



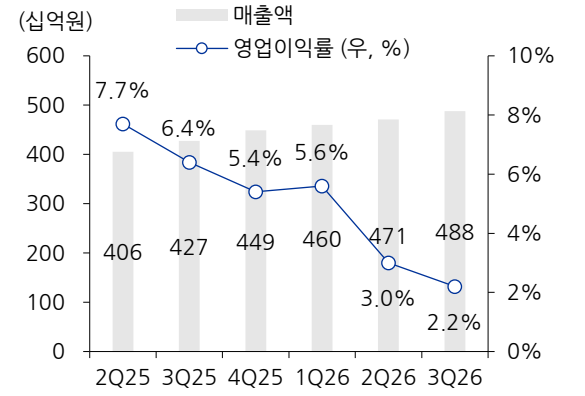
자료: NAVER, 유진투자증권

네이버 플랫폼



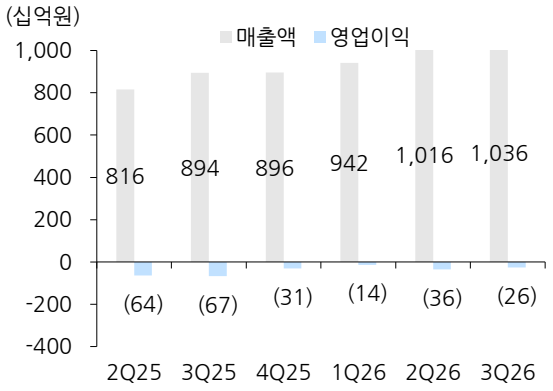
자료: NAVER, 유진투자증권

파이낸셜 플랫폼



자료: NAVER, 유진투자증권

글로벌 도전



자료: NAVER, 유진투자증권

NAVER(035420.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
자산총계	35,738	38,168	41,084	42,789	44,570
유동자산	7,028	9,375	10,928	8,736	8,981
현금성자산	4,403	7,123	8,394	5,731	5,541
매출채권	1,706	1,588	1,617	2,062	2,481
재고자산	15	22	20	36	43
비유동자산	28,710	28,793	30,156	34,054	35,589
투자자산	22,523	22,226	23,127	25,045	26,062
유형자산	2,742	2,910	3,608	4,371	4,937
기타	3,446	3,657	3,421	4,638	4,591
부채총계	11,500	11,167	12,131	10,935	11,373
유동부채	6,306	6,092	8,019	4,885	5,243
매입채무	3,873	3,866	4,238	1,695	2,039
유동성이자부채	1,465	1,105	2,397	1,793	1,793
기타	967	1,121	1,383	1,397	1,411
비유동부채	5,194	5,075	4,113	6,051	6,130
비유동이자부채	3,417	3,273	2,211	3,842	3,842
기타	1,777	1,801	1,901	2,209	2,288
자본총계	24,238	27,001	28,953	31,854	33,197
지배지분	23,206	25,460	27,582	30,364	31,707
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,586	1,609	1,609
이익잉여금	24,544	25,965	27,626	29,079	30,423
기타	(2,597)	(1,944)	(1,647)	(341)	(341)
비지배지분	1,032	1,541	1,371	1,490	1,490
자본총계	24,238	27,001	28,953	31,854	33,197
총차입금	4,883	4,378	4,609	5,635	5,635
순차입금	480	(2,745)	(3,786)	(96)	94

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	12,035	13,670	15,611
증가율(%)	17.6	11.0	12.1	13.6	14.2
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,035	13,670	15,611
판매 및 일반관리비	8,182	8,758	9,827	11,691	13,371
기타영업손익	18	7	12	19	14
영업이익	1,489	1,979	2,208	1,979	2,240
증가율(%)	14.1	32.9	11.6	(10.4)	13.2
EBITDA	2,071	2,653	2,953	2,498	3,364
증가율(%)	11.0	28.1	11.3	(15.4)	34.7
영업외손익	(7)	343	212	427	103
이자수익	137	194	247	139	48
이자비용	127	105	109	26	51
지분법손익	244	565	453	188	88
기타영업손익	(261)	(311)	(379)	125	18
세전순이익	1,481	2,322	2,420	2,406	2,343
증가율(%)	36.7	56.8	4.2	(0.6)	(2.6)
법인세비용	496	390	601	579	564
당기순이익	985	1,932	1,819	1,827	1,779
증가율(%)	46.3	96.1	(5.9)	0.4	(2.6)
지배주주지분	1,012	1,923	1,953	1,808	1,761
증가율(%)	33.2	90.0	1.6	(7.4)	(2.6)
비지배지분	(27)	9	(134)	19	18
EPS(원)	6,233	12,139	12,453	11,394	11,096
증가율(%)	34.5	94.7	2.6	(8.5)	(2.6)
수정EPS(원)	6,233	12,139	12,453	11,394	11,096
증가율(%)	34.5	94.7	2.6	(8.5)	(2.6)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
영업현금	2,002	2,590	3,096	(383)	2,799
당기순이익	985	1,932	1,819	1,827	1,779
자산상각비	582	674	745	519	1,124
기타비현금성손익	744	329	617	229	(203)
운전자본증감	361	152	462	(2,869)	(77)
매출채권감소(증가)	43	(3)	(14)	(90)	(419)
재고자산감소(증가)	(2)	(13)	1	(0)	(7)
매입채무증가(감소)	347	(251)	(12)	68	344
기타	(27)	420	488	(2,847)	5
투자현금	(950)	(1,340)	(744)	(2,392)	(2,658)
단기투자자산감소	482	(1,678)	57	119	(86)
장기투자증권감소	534	893	727	(283)	(849)
설비투자	641	554	1,235	1,532	1,602
유형자산처분	7	32	14	16	0
무형자산처분	(51)	(24)	(84)	(61)	(41)
재무현금	(110)	(770)	(524)	297	(417)
차입금증가	(180)	(636)	(407)	638	0
자본증가	(34)	(512)	(121)	(357)	(417)
배당금지급	62	119	168	394	417
현금 증감	852	619	1,788	(2,366)	(276)
기초현금	2,724	3,576	4,196	5,984	3,618
기말현금	3,576	4,196	5,984	3,618	3,342
Gross Cash flow	2,311	2,935	3,181	2,737	2,876
Gross Investment	1,071	(490)	339	5,380	2,649
Free Cash Flow	1,241	3,425	2,841	(2,643)	227

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS	6,233	12,139	12,453	11,394	11,096
BPS	142,887	160,694	175,846	191,346	199,812
DPS	1,205	1,130	2,630	2,630	2,630
밸류에이션(배,%)					
PER	35.9	16.4	19.5	16.0	16.4
PBR	1.6	1.2	1.4	1.0	0.9
EV/ EBITDA	17.8	10.8	11.6	11.0	8.2
배당수익율	0.5	0.6	1.1	1.4	1.4
PCR	15.7	10.7	12.0	10.5	10.0
수익성(%)					
영업이익율	15.4	18.4	18.3	14.5	14.4
EBITDA이익율	21.4	24.7	24.5	18.3	21.6
순이익율	10.2	18.0	15.1	13.4	11.4
ROE	4.4	7.9	7.4	6.2	5.7
ROIC	35.1	46.8	44.2	23.7	19.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	2.0	(10.2)	(13.1)	(0.3)	0.3
유동비율	111.5	153.9	136.3	178.8	171.3
이자보상배율	11.7	18.9	20.3	75.5	43.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
매출채권회전율	6.0	6.5	7.5	7.4	6.9
재고자산회전율	824.3	587.5	573.4	488.3	396.3
매입채무회전율	2.8	2.8	3.0	4.6	8.4

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-11-20	Buy	240,000	1년	-14.0	-3.3
2025-01-09	Buy	240,000	1년	-12.0	-3.3
2025-02-10	Buy	280,000	1년	-20.3	3.8
2025-03-19	Buy	280,000	1년	-19.9	3.8
2025-05-12	Buy	280,000	1년	-16.7	3.8
2025-08-11	Buy	280,000	1년	-13.7	-0.5
2025-10-02	Buy	280,000	1년	-7.3	-0.5
2025-11-06	Buy	340,000	1년	-30.0	-15.6
2025-11-11	Buy	340,000	1년	-30.1	-15.6
2025-11-28	Buy	340,000	1년	-30.8	-15.6
2026-01-12	Buy	340,000	1년	-31.8	-15.6
2026-02-09	Buy	340,000	1년	-34.8	-23.4
2026-05-04	Buy	320,000	1년	-35.8	-12.3
2026-08-10	Buy	320,000	1년	-38.4	-28.8
2026-08-10	Buy	320,000	1년	-38.4	-28.8
2026-10-07	Buy	320,000	1년	-44.0	-39.3
2026-10-26	Buy	320,000	1년	-43.6	-39.3
2026-11-13	Buy	320,000	1년		

NAVER(035420.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 정의훈

