

NAVER

(035420)

정해창

haechang.chung@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

290,000

하향

현재주가

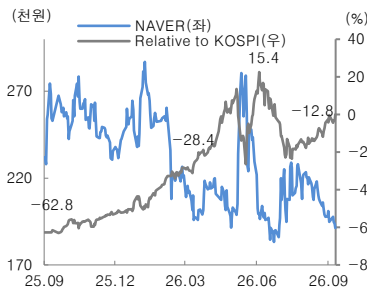
192,000

(26.10.01)

인터넷업종

KOSPI	6971.35
시가총액	29,080십억원
시가총액비중	0.44%
자본금(보통주)	17십억원
52주 최고/최저	287,000원 / 183,200원
120일 평균거래대금	3,337억원
외국인지분율	35.53%
주요주주	국민연금공단 8.48% BlackRock Fund Advisors 외 14 인 7.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-3.1	-9.0	-24.9
상대수익률	-12.8	15.4	-28.4	-62.8



	2025	2026F
주당배당금(DPS) (원)	2,630	
수익률(%)	1.1	

총주주환원 (십억원)

수익률(%)

주: 대신증권 Research Center 추정. 추정치는 12M FWD 기준

부담이 있다면, 다 털어내고 가자

- 3분기 실적은 계절성과 비용 증가가 맞물리며 컨센서스를 하회할 전망
- 4분기 AIDC 계약과 두나무 결합 일정 지연 등은 기대감 약화 요인
- 비용 증가는 미래 사업을 위한 투자, 조정 시 매수기회로 활용

3Q26 Preview: 매출 둔화와 비용 증가로 컨센서스 하회 예상

6개월 목표주가 290,000으로 하향조정

동사의 3분기 실적은 연결 기준 매출액 3조 4,965억원(+11.4% YoY), 영업이익 4,493억원 전망(-21.3% YoY)으로 컨센서스 하회 전망, 기존 추정치 하향

추석 시점에 따른 광고·커머스 계절성, 가전 수요 선반영, 커머스 수수료 인상 효과의 기저 종료로 매출 성장 둔화. 동시에 경쟁적인 N pay Connect 단말기 설치 가속, AI 인프라 투자가 맞물려 수익성 압박

매출은 4Q 정상화, 신규 서비스의 이익 기여는 시간 필요

계절성으로 인한 매출 둔화는 4분기에 정상화될 전망이다. 비용 집행은 4분기까지 집중되어 부담 지속. AI 브리핑으로 인한 광고 효율 개선은 아직 규모가 작고, AI 팩토리는 2027년 공급 개시 이후 Ramp-up 속도와 사업성 확인 과정 필요. 미래 사업 투자 이후 신사업 성장과 이익률 회복까지의 시차 존재

우려 요인 집중으로 변동성 증가 가능성, 조정을 매수 기회로 활용

4분기에 실적 부담, AIDC 계약에 대한 평가, 두나무 결합 일정 등이 겹치며 변동성 확대 가능. 다만 멤버십과 결제액 등 핵심 사업 지표는 견조하고, 비용 증가의 상당 부분은 미래 사업의 경쟁력과 신규 수익원 구축을 위한 투자. 기존 사업의 체력이 유지되는 가운데 발생하는 단기 조정을 매수 기회로 제안

(단위: 십억원, %)

구분	3Q25	2026	직전추정	당사추정	3Q26(F)			4Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	3,138	3,389	3,625	3,497	11.4	3.2	3,535	3,668	14.8	4.9
영업 이익	571	520	590	449	-21.3	-13.6	546	537	-12.1	19.4
순이익	726	699	708	602	-17.1	-13.9	516	168	46.5	72.1

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,795	15,973	19,056
영업이익	1,979	2,208	2,048	2,233	2,700
세전순이익	2,322	2,420	2,317	2,346	3,028
총당기순이익	1,932	1,819	1,741	1,763	2,275
지배지분순이익	1,923	1,953	1,753	1,818	2,261
EPS	11,913	12,376	11,233	11,416	14,202
PER	16.7	19.6	17.5	17.2	13.8
BPS	157,703	174,768	193,923	199,334	211,321
PBR	1.3	1.4	1.0	1.0	0.9
ROE	7.9	7.4	6.1	5.9	6.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	14,005	16,780	13,795	15,973	-1.5	-4.8
판매비와 관리비	11,742	14,122	11,747	13,741	0.0	-2.7
영업이익	2,262	2,658	2,048	2,233	-9.5	-16.0
영업이익률	16.2	15.8	14.8	14.0	-1.3	-1.9
영업외손익	269	114	269	114	0.0	0.0
세전순이익	2,531	2,772	2,317	2,346	-8.5	-15.4
지배지분순이익	1,914	2,138	1,753	1,818	-8.4	-15.0
순이익률	13.6	12.4	12.6	11.0	-1.0	-1.4
EPS(지배지분순이익)	12,261	13,430	11,233	11,416	-8.4	-15.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 수정 목표주가 산출 (십억원, %)

구분	지분가치	기업가치	지분율	할인율	비고
영업가치	45,957				
네이버플랫폼	35,358	35,358	100	0	네이버 플랫폼 2027년 영업이익 2,03조 FY1 3년 평균인 x P/E 17.4배 적용
네이버파이낸셜	4,037	5,850	69	0	두나무 합병 시 기업가치평가 (4,9조원-연간 거래금액 x 5.7%) 2026년 예상 결제금액 성장 반영
글로벌 C2C	4,047	5,110	88	10	C2C '26년 수익 추정 1,44조 Poshmark 인수 가치 x P/S 3.2배 적용
엔터프라이즈	2,515	2,515	100	0	'27년 GPUaaS 예상 수익 0.9조원 글로벌 Peer(CoreWeave) x PSR Global Peer 평균 6.0배 적용
비영업가치	6,585				
Naver Webtoon	810	2,132	63	40	WBTN, NASDAQ 시가총액 USD 1.47 Bn
LINE Yahoo	5,776	29,756	32	40	LY Corp, Tokyo Stock Exchange 시가총액 JPY 3.46 Tn
Valuation					
지분가치	52,542				
+ 순차입금	-6,727				
적정시가총액	45,815				
총 주식수 (천주)	159,228				
산출주가	287,734				
목표주가	290,000				
현재주가	192,000				
Upside	51.0%				

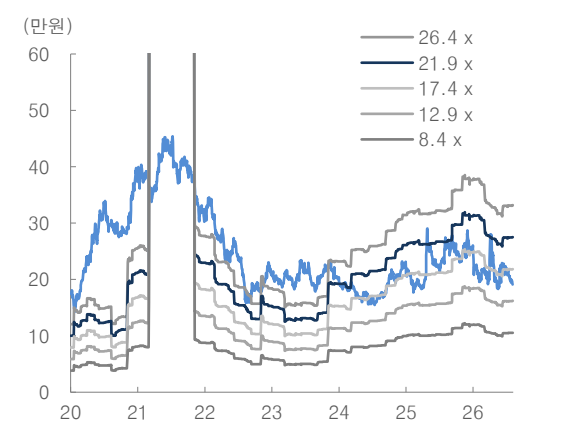
자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 2.NAVER 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E	2027E	2028E
매출액	2,786.8	2,915.1	3,138.1	3,195.1	3,241.1	3,388.8	3,496.5	3,668.5	13,795	15,973	19,056
(% YoY)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	16.2%	11.4%	14.8%	14.6%	15.8%	19.3%
네이버 플랫폼	1,604.7	1,693.1	1,816.6	1,850.3	1,839.8	1,902.2	1,967.2	2,054.6	7,764	8,362	9,091
광고	1,276.2	1,346.6	1,398.1	1,415.3	1,394.5	1,447.2	1,503.6	1,547.7	5,893	6,346	6,826
서비스	328.5	346.6	418.6	434.9	445.3	455.0	463.5	506.8	1,871	2,016	2,265
파이낸셜 플랫폼	386.7	405.6	427.3	448.6	459.7	470.7	498.2	515.1	1,944	2,219	2,404
글로벌 도전	795.4	816.4	894.1	896.2	941.6	1,015.9	1,031.2	1,098.8	4,088	5,393	7,561
C2C	222.7	227.5	250.6	285.7	351.1	397.9	403.5	444.6	1,597	2,159	2,619
콘텐츠	446.2	462.1	498.2	444.9	440.1	464.3	448.7	446.9	1,800	1,694	1,612
엔터프라이즈	126.6	126.7	145.3	165.6	150.5	153.7	179.0	207.3	691	1,540	3,330
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	541.8	520.3	449.3	536.7	2,048	2,233	2,700
(% YoY)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	-0.2%	-21.3%	-12.1%	-7.2%	9.0%	20.9%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	15.4%	12.9%	14.6%	14.8%	14.0%	14.2%
순이익	423.7	497.4	734.7	163.0	291.0	704.3	591.1	154.7	1,741	1,763	2,275
(% YoY)	-23.8%	49.8%	38.6%	-68.3%	-31.3%	41.6%	-19.5%	-5.1%	-4.3%	1.3%	29.0%
순이익률(%)	15.2%	17.1%	23.4%	5.1%	9.0%	20.8%	16.9%	4.2%	12.6%	11.0%	11.9%

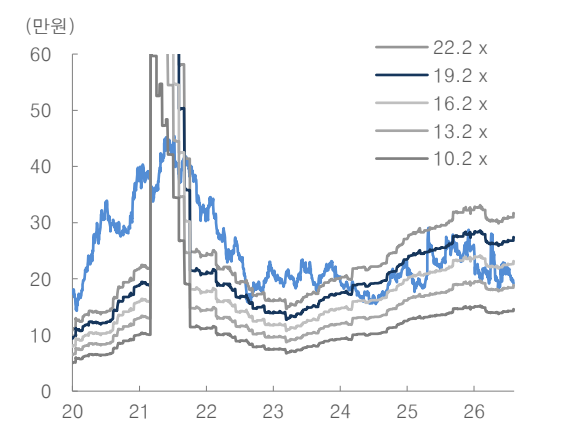
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. NAVER +1 FY P/E Band



주석: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. NAVER 12M Fwd P/E Band



주석: 3년 평균의 -2~+2표준편차 밴드
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

AIDC 공급 계약 발표 임박, 전략적 리스크 테이킹에서 찾는 매수기회

NAVER의 AIDC 계약은 초기 AI 팩토리 200MW를 단일 대형 테넌트의 장기계약으로 확보하는 방안을 검토했으나, 최근 AI 데이터센터의 단기 임차 가격이 증가하는 추세가 나타나면서 일부 장기 계약 확보와 함께 단기계약 다변화를 타진할 가능성이 대두된다. 이는 초기 매출 가시성을 일부 양보하는 대신 향후 시장가격 상승에 참여할 여지를 확보 하려는 전략이다.

이러한 전략의 경제적 근거는 컴퓨팅 수요 확대와 공급 제약에 있다. 당사는 최소 2029 년 까지 AI 컴퓨팅 인프라의 공급병목을 전망한 바 있다. 추론 수요 확대뿐 아니라 서버 취득비용 증가와 신규 GPU 공급 지연, AI 기업들의 경쟁이 공급 확보의 중요성을 높이 면서 AIDC의 임대료를 높이는 것이다.

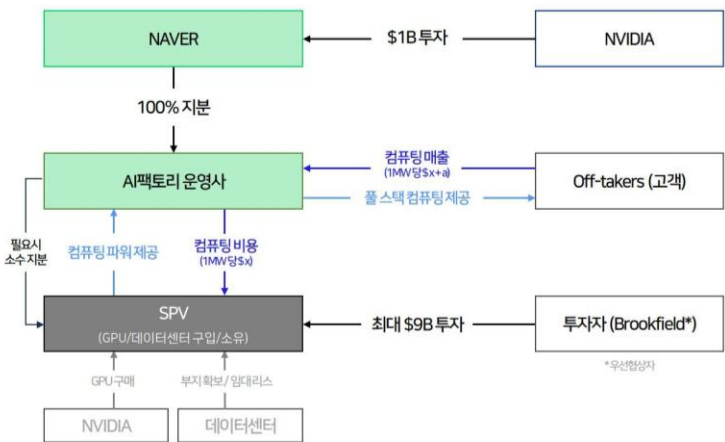
AI 에이전트의 확산은 이러한 수요를 강화할 수 있다. 최근 주목을 받고 있는 Meta의 Muse와 함께 xAI의 Grok Bot, OpenAI의 Dots, Google의 Gemini Spark등 에이전트 서 비스들이 본격적인 이용자 확대에 나선다면 컴퓨팅 사용량도 증가와 동시에 인프라 전반 의 수요를 확대할 것이다.

4분기 Naver의 AI 팩토리 계약 발표 과정에서는 시장 기대와 확정 물량의 차이가 단기 주가 향방에 영향을 미칠 것이다. 당사는 연내에 Brookfield의 파인낸싱 계약과 테넌트 고객사의 컴퓨팅 구매계약 장기 고객 계약의 구체화를 전망한다. 만약 시장이 200MW 전량의 장기계약을 기대하는 상황에서 일부 물량만 공개된다면 매출 가시성 저하로 해석 될 수 있다. 그러나 미계약 물량은 협상 실패의 결과가 아닌 미래 판매 조건 개선이다.

현재의 수급 환경에서는 일부 물량의 판매 선택권을 보존하는 전략이 합리적이라고 판단 한다. 초기 고객 규모에 대해 시장이 실망으로 반응한다면 이는 오히려 주가 조정을 중 기 성장 기회에 접근하는 매수 기회로 판단한다.

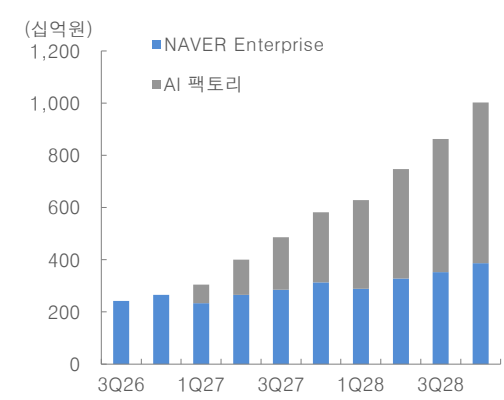
그림 3. NAVER AI 팩토리 1 단계 200MW 사업 구조안

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



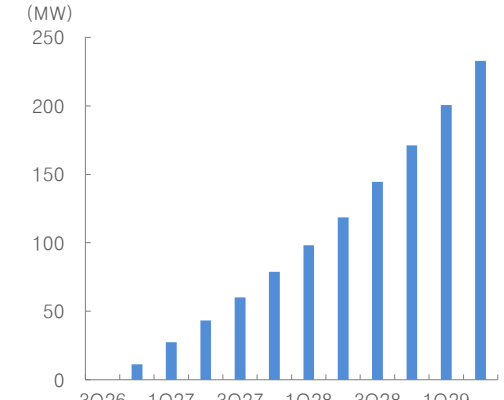
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 클라우드/엔터프라이즈 수익 추정



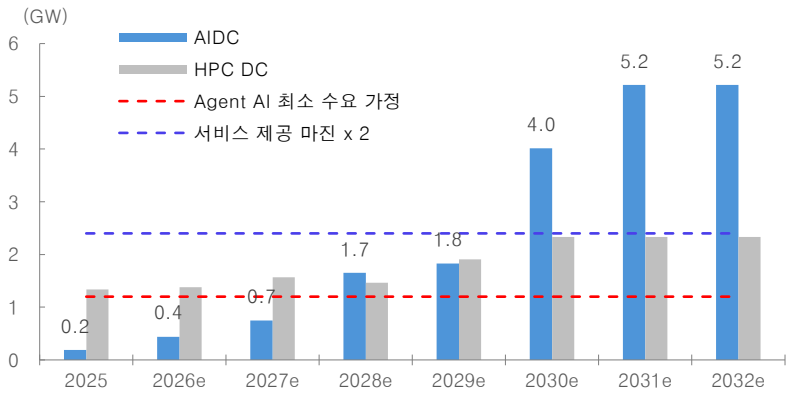
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 5. NAVER AI 팩토리 AIDC 전력 용량 추정



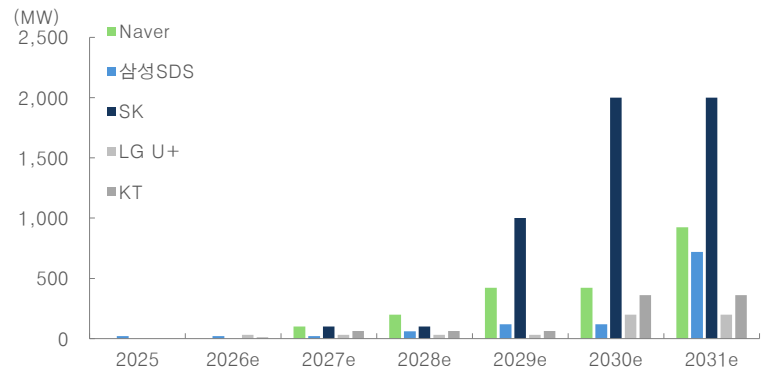
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 6. 국내 데이터센터 수요-공급 전망



주: 각 연도 말 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 국내 주요 AI 데이터센터 공급 기업별 타임라인 추정



주: 각 기업별 공개된 일정에 구체적 실행 단계를 고려하여 조정된 수치
자료: NAVER, 삼성SDS, SK, LG U+, KT, 대신증권 Research Center

두나무 결합 일정 지연의 부담, 디지털 결제 기회와 구분

네이버파이낸셜과 두나무의 사업 결합은 예정된 시점보다 지연될 가능성을 고려해야 한다. 주식교환 일정은 최초에 26년 6월 30일로 공시되었으나 두 차례 조정을 거쳐 현재 공시상 일정은 12월 31일이다. 관련 승인 절차 등 후속 절차를 감안하면, 연말이 가까워 질수록 일정의 추가 변경 가능성이 주가에 부담으로 작용할 수 있다. 당사는 연내 거래 종결을 확정적인 전제로 두기보다 지연 가능성을 반영하는 접근이 적절하다고 판단한다.

일정 불확실성의 주요 배경은 기업결합 심사와 디지털자산 제도 설계가 동시에 진행되고 있다는 점이다. 거래에는 공정위 기업결합 승인과 관련 법령에 따른 대주주 변경 승인, 신고 등의 절차가 필요하다. 별도로 디지털자산 기본법 2단계 입법에서는 스테이블코인 발행 주체와 가상자산거래소 지배구조 등 핵심 쟁점이 조율되고 있다. 입법 완료 자체가 현재 거래 승인의 법적 선행조건이라고 단정할 수는 없으나 제도 미확정이 정책 판단을 복잡하게 만든다는 점, 승인 지연이 무산 가능성을 의미하지 않는다는 점이 핵심이다.

연내 입법 가능성은 보수적으로 평가한다. 예정됐던 입법 일정은 정부안 제출 지연으로 무기한 연기 중이다. 국회측은 정부안과 별개의 의원안을 중심으로 11월 정무위 상정 의지를 밝히고 있어 연말에 해당 의제가 대중의 주목을 받을 가능성이 높다, 그러나 입법 의지가 곧 연내 법안 통과를 의미하지는 않는다. 이러한 상황에서 결합 승인과 신사업 일정은 당초 기대보다 늦어질 가능성이 높다고 판단한다.

그러나 국내 일정의 지연과 글로벌 디지털 결제의 방향성은 구분할 필요가 있다. USDC는 국경 간 송금과 결제/정산에 활용되는 인프라로 확장되고 있으며, 일본에서는 JPYC가 제도권 엔화 스테이블코인 발행을 시작했다. 이는 규제 요건을 충족하는 비은행 사업자가 금융 서비스의 일부를 제공할 기회가 확대되는 사례다. NAVER는 사용자, 가맹점, 결제 접점을, 두나무는 디지털자산 고객 기반과 기술 역량을 보유하고 있어 향후 원화 스테이블코인 사업 영역에서 결합 효과를 모색할 수 있다.

그림 8. 일본, 법제화 이후 핀테크 사업자의 엔화 스테이블코인 정식 발행 허용

日本円ステーブルコイン

 **JPYC**

発行開始

2025年10月27日
午後1時受付開始

発行償還プラットフォーム  **同時公開**



자료: JPYC, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	10,738	12,035	13,795	15,973	19,056
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,035	13,795	15,973	19,056
판매비와관리비	8,758	9,827	11,747	13,741	16,355
영업이익	1,979	2,208	2,048	2,233	2,700
영업이익률	18.4	18.3	14.8	14.0	14.2
EBITDA	2,653	2,953	2,835	3,064	3,559
영업외손익	343	212	269	114	327
관계기업손익	145	495	367	30	30
금융수익	633	807	918	1,058	1,232
외환관련이익	38	61	0	0	0
금융비용	-579	-562	-524	-482	-443
외환관련손실	72	148	148	148	148
기타	144	-528	-492	-492	-492
법인세비용차감전순이익	2,322	2,420	2,317	2,346	3,028
법인세비용	-390	-601	-576	-583	-752
계속사업순이익	1,932	1,819	1,741	1,763	2,275
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,819	1,741	1,763	2,275
당기순이익률	18.0	15.1	12.6	11.0	11.9
비배지분순이익	9	-134	-12	-54	14
지배지분순이익	1,923	1,953	1,753	1,818	2,261
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	70	12	197	0	0
포괄순이익	2,631	1,938	3,707	1,764	2,276
비배지분포괄이익	70	-150	-26	-54	14
지배지분포괄이익	2,561	2,087	3,733	1,818	2,262

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	11,913	12,376	11,233	11,416	14,202
PER	16.7	19.6	17.5	17.2	13.8
BPS	157,703	174,768	193,923	199,334	211,321
PBR	1.3	1.4	1.0	1.0	0.9
EBITDAPS	16,432	18,714	18,160	19,246	22,351
EV/EBITDA	11.3	11.8	8.5	7.6	6.2
SPS	66,511	76,258	88,376	100,317	119,675
PSR	30	32	22	1.9	1.6
CFPS	18,180	20,154	21,526	23,773	28,238
DPS	1,130	2,630	2,292	2,321	2,995

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	11.0	12.1	14.6	15.8	19.3
영업이익 증가율	32.9	11.6	-7.2	9.0	20.9
순이익 증가율	96.1	-5.9	-4.3	1.3	29.0
수익성					
ROC	27.2	26.3	23.0	24.2	29.7
ROA	5.4	5.6	4.8	4.9	5.6
ROE	7.9	7.4	6.1	5.9	6.9
안정성					
부채비율	41.4	41.9	40.1	40.3	40.0
순차입금비율	-11.7	-15.2	-20.1	-22.0	-24.4
이자보상배율	18.9	20.3	14.1	14.1	16.7

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	9,375	10,928	13,172	14,407	15,962
현금및현금성자산	4,196	5,984	8,563	10,040	11,736
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	1,704	1,809	1,951
재고자산	22	20	23	27	32
기타유동자산	3,570	3,308	2,882	2,531	2,242
비유동자산	28,793	30,156	31,337	32,333	33,502
유형자산	2,910	3,608	4,226	4,643	4,927
관계기업투자금	17,406	16,649	17,239	17,991	18,944
기타비유동자산	8,477	9,900	9,873	9,699	9,632
자산총계	38,168	41,084	44,509	46,740	49,464
유동부채	6,092	8,019	8,454	8,974	9,597
매입채무 및 기타채무	3,866	4,238	4,238	4,238	4,238
차입금	135	132	129	126	123
유동성채무	200	1,597	1,685	1,778	1,878
기타유동부채	1,891	2,051	2,402	2,831	3,358
비유동부채	5,075	4,113	4,281	4,449	4,547
차입금	2,870	1,256	1,319	1,375	1,356
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,204	2,856	2,962	3,073	3,191
부채총계	11,167	12,131	12,735	13,423	14,144
자배지분	25,460	27,582	30,270	31,740	33,648
자본금	16	16	17	17	17
자본잉여금	1,423	1,586	3,067	3,067	3,067
이익잉여금	25,965	27,626	28,985	30,455	32,364
기타지분변동	-1,944	-1,647	-1,799	-1,799	-1,799
비배지분	1,541	1,371	1,505	1,578	1,673
자본총계	27,001	28,953	31,775	33,317	35,321
순차입금	-3,157	-4,411	-6,390	-7,338	-8,635

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	2,590	3,096	3,299	3,685	4,186
당기순이익	1,932	1,819	1,741	1,763	2,275
비현금항목의 가감	1,003	1,362	1,619	2,022	2,221
감가상각비	674	745	787	832	859
외환손익	135	-15	57	57	57
지분법평가손익	-145	-495	-367	-30	-30
기타	339	1,127	1,142	1,163	1,335
자산부채의 증감	152	462	413	395	357
기타현금흐름	-497	-547	-474	-495	-667
투자활동 현금흐름	-1,340	-744	-1,855	-1,739	-1,961
투자자산	1,226	98	-688	-893	-1,153
유형자산	-522	-1,220	-1,336	-1,186	-1,086
기타	-2,044	379	169	339	277
재무활동 현금흐름	-770	-524	1,234	-201	-276
단기차입금	-463	-200	-3	-3	-3
사채	-51	0	0	0	0
장기차입금	105	26	63	56	-19
유상증자	0	0	1,481	0	0
현금배당	-119	-168	-394	-348	-353
기타	-242	-182	87	94	99
현금의 증감	619	1,788	2,579	1,477	1,697
기초 현금	3,576	4,196	5,984	8,563	10,040
기말 현금	4,196	5,984	8,563	10,040	11,736
NOPLAT	1,647	1,659	1,539	1,678	2,029
FCF	1,742	1,086	779	1,359	1,837

[Compliance Notice]

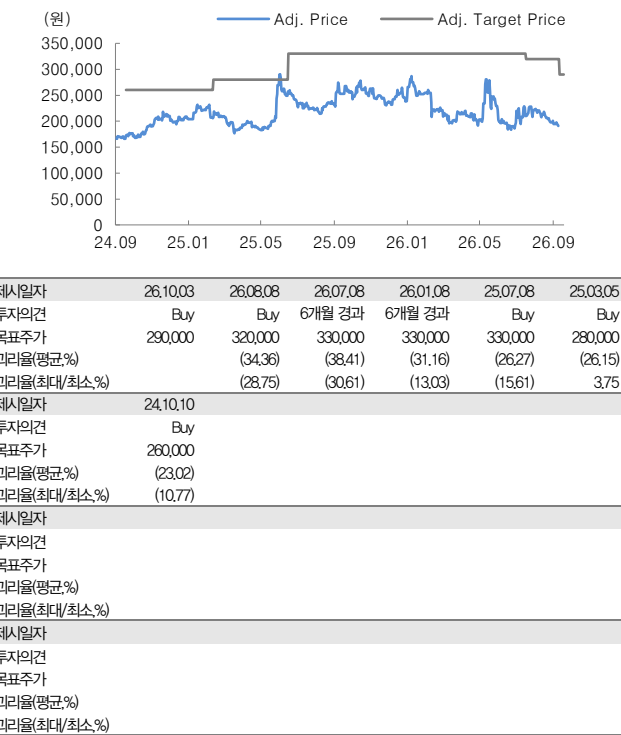
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정해창)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260929)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상