MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.12

투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 240,000원
현재주가(26/11/11)	194,300원
상승여력	23.5%

영업이익(26F,십억원)	2,018
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,090
EPS 성장률(26F,%)	-7.1
MKT EPS 성장률(26F,%)	275.0
P/E(26F,x)	16.9
MKT P/E(26F,x)	5.3
KOSPI	5,375.36
시가총액(십억원)	29,555
발행주식수(백만주)	159
유동주식비율(%)	89.0
외국인 보유비중(%)	36.4
베타(12M) 일간수익률	0.27
52주 최저가(원)	169,000
52주 최고가(원)	287,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.7	-8.1	-26.1
상대주가	30.3	33.7	-43.6



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

035420 · 인터넷

NAVER

우려되는 본업 성장성 악화

3Q26 Review: 광고, 커머스 동반 부진

매출액 3조 4,724억원(+11% YoY), 영업이익 4,513억원(-21% YoY)으로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 8% 하회했다. 광고 매출액은 1조 4,748억원(+6% YoY)으로 성장세 둔화가 지속됐다. 서비스 매출액은 4,736억원(+13% YoY)을 기록했다. 추석 연휴와 쇼핑 수수료 개편 효과 소멸로 네이버 플랫폼 매출 성장률은 전분기 12%에서 7%로 둔화됐다. 스마트스토어 거래액 성장률도 6%에 그쳤다.

영업비용은 3조 211억원(+18% YoY)으로 증가했다. AI 인프라 투자 확대에 따라 인프라비가 YoY 29% 증가하며 예상치를 13% 상회했다. 커머스 프로모션 및 NPay Connect 보급 확대에 따라 마케팅비도 YoY 32% 증가했다.

본업 악화 속 AI DC 신사업 확장

코리안클릭 기준 NAVER 앱 월간 총 체류시간 감소세(-10% YoY)가 지속되고 있는 가운데 광고 매출액 YoY 성장률(1Q: 9.3% → 2Q: 7.5% → 3Q: 5.5%) 하락세가 확대되고 있다. AI 검색 서비스의 이용자 경험 개선 및 수익화 시도에도 불구하고 단기간 내 유의미한 광고 성장률 반등은 쉽지 않을 전망이다.

AI 팩토리 사업은 구체화되고 있다. 북미 AI 추론 기업과 20MW 규모의 첫 고객 계약을 체결했다. 계약 기간은 4~5년, 총 계약 규모는 2조원 수준이다. 27년 상반기 서비스 개시를 시작으로 28년까지 200MW 규모의 AI 컴퓨팅 인프라를 확보할 계획이다. 잔여 180MW에 대해서도 10개 이상의 잠재 고객사와 협의 중이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 240,000원으로 하향

광고, 커머스 성장세 둔화를 반영한 27F 실적 조정으로 목표주가를 280,000원에서 240,000원(타겟 P/E 20배 유지)으로 하향한다. 27F P/E 16.3배 수준에서 거래 중이며, 현재 주가는 AI DC 사업 공식화 이전보다도 낮다. 주가 부진 요인으로는 1) 광고 본업 성장성 악화, 2) AI DC 수요 가시성에 대한 의문을 꼽을 수 있다.

밸류에이션 부담은 낮아졌으나 단기 모멘텀은 제한적일 전망이다. 경쟁 생성형 AI 플랫폼으로의 쿼리 이탈과 플랫폼 체류시간 감소에 따른 광고 성장세 둔화는 지속될 전망이다. AI DC 사업이 모멘텀으로 작용하기 위해서는 높은 단가의 추가 계약 확보 또는 기존 200MW 공급 계획을 넘어서는 수요 확인이 필요하다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,615	16,192	19,532
영업이익 (십억원)	1,979	2,208	2,018	2,465	3,083
영업이익률 (%)	18.4	18.3	14.8	15.2	15.8
순이익 (십억원)	1,923	1,953	1,794	1,904	2,239
EPS (원)	11,913	12,376	11,491	11,951	14,050
ROE (%)	7.9	7.4	6.5	6.6	7.4
P/E (배)	16.7	19.6	16.9	16.3	13.8
P/B (배)	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.5	1.6	1.6

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

표 1. 분기 및 연간 실적 전망 (십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**3,241**	**3,389**	**3,472**	**3,513**	**3,676**	**3,956**	**4,208**	**4,351**	**12,035**	**13,615**	**16,192**	**19,532**
(% YoY)	16.3%	16.2%	10.7%	10.0%	13.4%	16.8%	21.2%	23.9%	12.1%	13.1%	18.9%	20.6%
네이버 플랫폼	1,840	1,902	1,948	1,991	1,983	2,061	2,118	2,147	6,965	7,681	8,309	8,971
(% YoY)	14.7%	12.3%	7.3%	7.6%	7.8%	8.4%	8.7%	7.8%	13.5%	10.3%	8.2%	8.0%
광고	1,394	1,447	1,475	1,492	1,470	1,525	1,554	1,572	5,436	5,809	6,120	6,442
서비스	445	455	474	498	513	536	564	575	1,529	1,872	2,189	2,529
파이낸셜 플랫폼	460	471	488	517	538	548	575	596	1,668	1,934	2,257	2,576
(% YoY)	18.9%	16.0%	14.1%	15.1%	17.0%	16.4%	17.9%	15.4%	12.2%	16.0%	16.7%	14.1%
글로벌 도전	942	1,016	1,036	1,006	1,155	1,347	1,516	1,609	3,402	4,000	5,626	7,985
(% YoY)	18.4%	24.4%	15.9%	12.3%	22.6%	32.6%	46.2%	59.9%	9.3%	17.6%	40.7%	41.9%
C2C	351	398	370	385	404	419	431	444	987	1,505	1,699	1,914
콘텐츠	440	464	473	422	444	469	477	426	1,851	1,799	1,817	1,835
엔터프라이즈	150	154	193	199	306	459	607	738	564	696	2,111	4,236
영업비용	**2,699**	**2,868**	**3,021**	**3,008**	**3,186**	**3,302**	**3,584**	**3,654**	**9,827**	**11,597**	**13,727**	**16,448**
(% YoY)	18.3%	19.8%	17.7%	16.4%	18.0%	15.1%	18.6%	21.5%	12.2%	18.0%	18.4%	19.8%
개발/운영비용	749	787	751	773	787	802	817	832	2,831	3,059	3,237	3,559
파트너	1,188	1,257	1,324	1,337	1,355	1,365	1,462	1,466	4,265	5,106	5,648	6,164
인프라	251	220	282	226	390	482	655	704	811	979	2,231	3,983
마케팅	512	605	664	673	655	653	651	652	1,920	2,453	2,611	2,742
영업이익	**542**	**520**	**451**	**505**	**489**	**654**	**624**	**697**	**2,208**	**2,018**	**2,465**	**3,083**
(% YoY)	7.2%	-0.2%	-20.9%	-17.3%	-9.7%	25.7%	38.4%	38.1%	11.6%	-8.6%	22.1%	25.1%
영업이익률	16.7%	15.4%	13.0%	14.4%	13.3%	16.5%	14.8%	16.0%	18.3%	14.8%	15.2%	15.8%
지배주주순이익	**285**	**699**	**400**	**411**	**394**	**507**	**479**	**525**	**1,953**	**1,794**	**1,904**	**2,239**
NPM	8.8%	20.6%	11.5%	11.7%	10.7%	12.8%	11.4%	12.1%	16.2%	13.2%	11.8%	11.5%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경 (십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		괴리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	13,852	16,749	13,615	16,192	-2%	-3%	13,765	15,936	-1%	2%	
영업이익	2,170	2,550	2,018	2,465	-7%	-3%	2,090	2,510	-3%	-2%	
지배주주순이익	1,932	2,182	1,794	1,904	-7%	-13%	1,897	2,192	-5%	-13%	광고, 커머스 매출액 하향
영업이익률	15.7%	15.2%	14.8%	15.2%	-	-	15.2%	15.8%	-	-	
순이익률	14.0%	13.0%	13.2%	11.8%	-	-	13.8%	13.8%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q26 실적 비교 (십억원)

	발표	추정치	괴리율	컨센서스	괴리율
매출액	3,472	3,585	-3%	3,508	-1%
영업이익	451	548	-18%	493	-8%
지배주주순이익	400	469	-15%	488	-18%

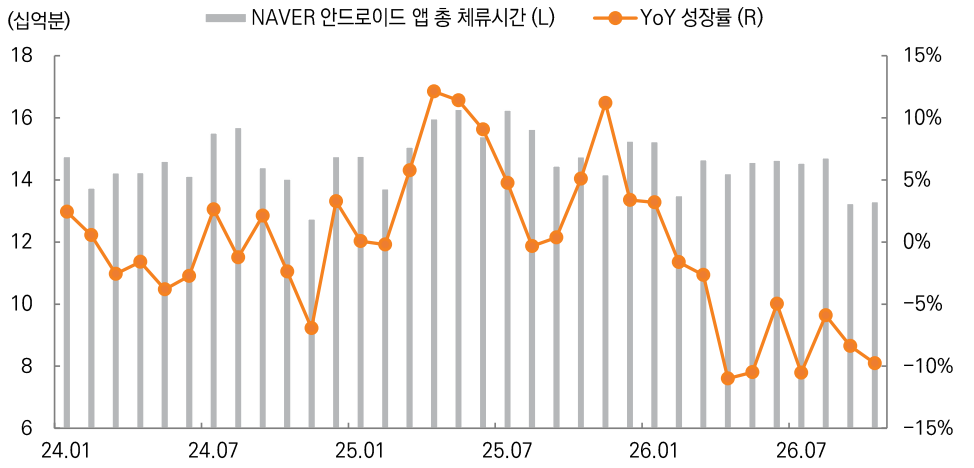
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	1,904	
Target P/E (배)	20	2H25 평균 P/E. 성장성 의문 속 수익성 악화기
목표 시가총액 (십억원)	38,085	
주식 수 (천주)	158,685	
목표주가 (원)	240,000	
현재주가 (원)	194,300	
상승여력	23.5%	

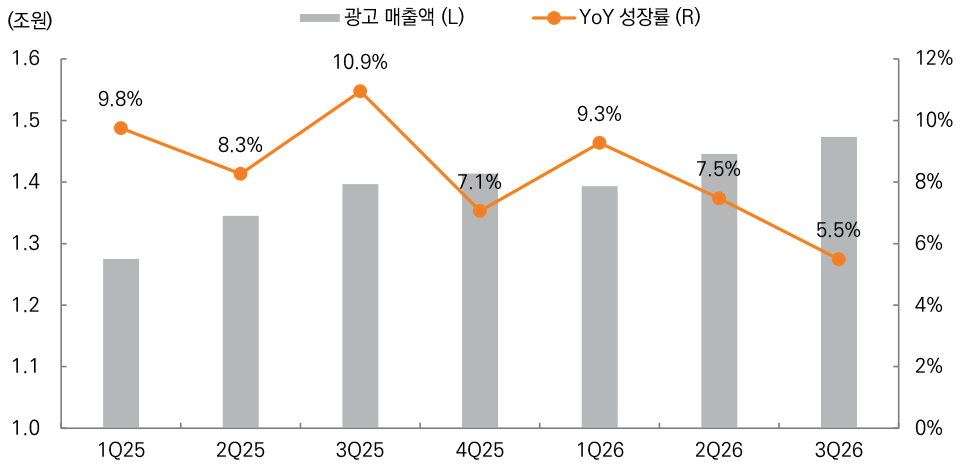
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 안드로이드 앱 월간 총 체류시간 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. NAVER 광고 매출액, YoY 성장률 추이



자료: 동사, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	**12,035**	**13,615**	**16,192**	**19,532**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**12,035**	**13,615**	**16,192**	**19,532**
판매비와관리비	**9,827**	**11,597**	**13,727**	**16,448**
조정영업이익	**2,208**	**2,018**	**2,465**	**3,083**
영업이익	**2,208**	**2,018**	**2,465**	**3,083**
비영업손익	**212**	**360**	**201**	**227**
금융손익	114	123	149	235
관계기업등 투자손익	495	213	28	-33
세전계속사업손익	2,420	2,378	2,666	3,310
계속사업법인세비용	601	567	667	827
계속사업이익	1,819	1,812	2,000	2,482
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,819**	**1,812**	**2,000**	**2,482**
지배주주	1,953	1,794	1,904	2,239
비지배주주	-134	17	96	244
총포괄이익	**1,938**	**1,812**	**2,000**	**2,482**
지배주주	2,087	1,952	2,155	2,674
비지배주주	-150	-140	-155	-192
EBITDA	2,953	2,825	3,954	5,424
FCF	1,861	1,060	-2,040	-2,331
EBITDA 마진율 (%)	24.5	20.7	24.4	27.8
영업이익률 (%)	18.3	14.8	15.2	15.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	13.2	11.8	11.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	**10,928**	**10,771**	**13,378**	**17,188**
현금 및 현금성자산	5,984	5,491	8,071	11,833
매출채권 및 기타채권	1,593	1,901	1,901	1,920
재고자산	20	20	21	21
기타유동자산	3,331	3,359	3,385	3,414
비유동자산	**30,156**	**31,342**	**35,687**	**40,794**
관계기업투자등	16,649	15,683	15,840	15,998
유형자산	3,608	4,516	8,694	13,629
무형자산	3,421	4,654	4,661	4,673
자산총계	**41,084**	**42,113**	**49,065**	**57,982**
유동부채	**8,019**	**7,056**	**7,117**	**7,180**
매입채무 및 기타채무	978	988	998	1,008
단기금융부채	1,962	1,100	1,102	1,105
기타유동부채	5,079	4,968	5,017	5,067
비유동부채	**4,113**	**5,645**	**5,664**	**5,684**
장기금융부채	2,211	3,671	3,671	3,671
기타비유동부채	1,902	1,974	1,993	2,013
부채총계	**12,131**	**12,700**	**12,782**	**12,864**
지배주주지분	**27,582**	**28,025**	**29,474**	**31,214**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,586	1,609	1,609	1,609
이익잉여금	27,626	29,026	30,477	32,216
비지배주주지분	**1,371**	**1,388**	**6,809**	**13,904**
자본총계	**28,953**	**29,413**	**36,283**	**45,118**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3,096**	**2,713**	**3,565**	**4,881**
당기순이익	1,819	1,812	2,000	2,482
비현금수익비용가감	1,362	1,226	1,982	2,908
유형자산감가상각비	680	745	1,427	2,277
무형자산상각비	65	62	63	63
기타	617	419	492	568
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	95	76	58
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	-567	-667	-827
투자활동으로 인한 현금흐름	**-744**	**-2,977**	**-5,702**	**-7,314**
유형자산처분(취득)	-1,220	-1,653	-5,605	-7,212
무형자산감소(증가)	-84	-1,295	-70	-75
장단기금융자산의 감소(증가)	449	-29	-27	-27
기타투자활동	111	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-524**	**-208**	**4,153**	**5,715**
장단기금융부채의 증가(감소)	372	163	2	2
자본의 증가(감소)	164	23	4,605	6,212
배당금의 지급	-168	-394	-454	-500
기타재무활동	-892	0	0	1
현금의 증가	**1,788**	**-493**	**2,580**	**3,763**
기초현금	4,196	5,984	5,491	8,071
기말현금	5,984	5,491	8,071	11,833

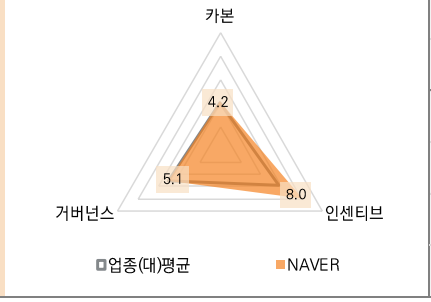
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	19.6	16.9	16.3	13.8
P/CF (x)	12.0	10.0	7.8	5.7
P/B (x)	1.3	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	11.9	9.6	7.6	6.1
EPS (원)	12,376	11,491	11,951	14,050
CFPS (원)	20,154	19,452	24,987	33,830
BPS (원)	180,117	180,087	189,189	200,103
DPS (원)	2,630	2,893	3,182	3,182
배당성향 (%)	21.6	25.1	25.0	20.1
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.6	1.6
매출액증가율 (%)	12.1	13.1	18.9	20.6
EBITDA증가율 (%)	11.3	-4.3	40.0	37.2
조정영업이익증가율 (%)	11.6	-8.6	22.1	25.1
EPS증가율 (%)	3.9	-7.1	4.0	17.6
매출채권 회전율 (회)	24.8	27.7	32.9	39.5
재고자산 회전율 (회)	573.4	669.5	788.3	941.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	4.4	4.4	4.6
ROE (%)	7.4	6.5	6.6	7.4
ROIC (%)	37.7	27.7	21.1	17.4
부채비율 (%)	41.9	43.2	35.2	28.5
유동비율 (%)	136.3	152.7	188.0	239.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.6	-12.8	-17.6	-22.5
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	17.8	21.3	26.7

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : NAVER (035420)

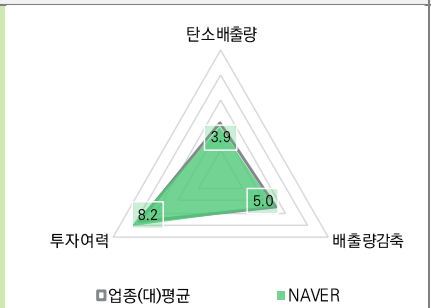
종합



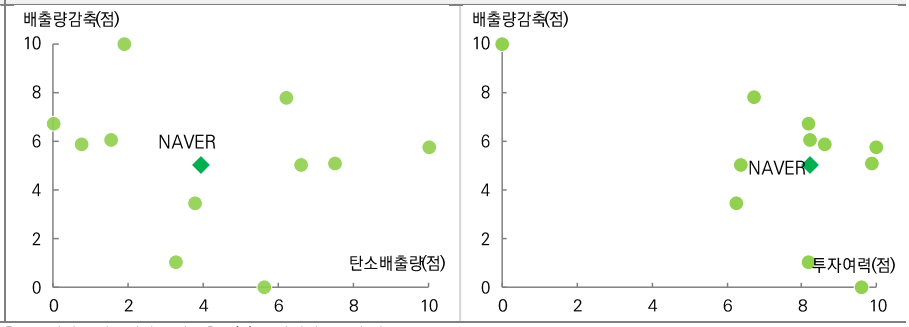
세부항목

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	=	가중치 변경 없음	
거버넌스(G)	5.1	A	50	=		

ESG 항목별 세부점수

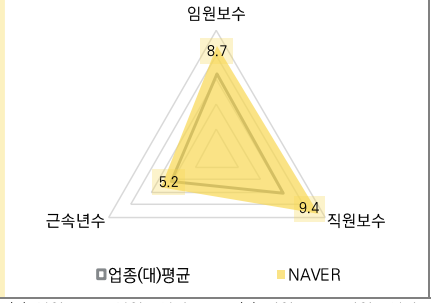


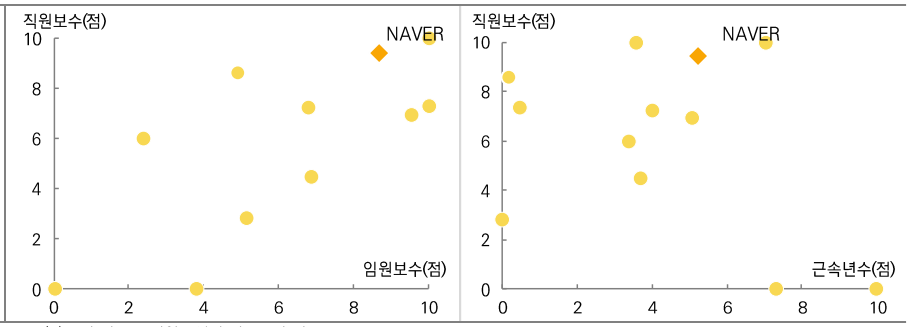
동일업종(대) 기업 간 비교



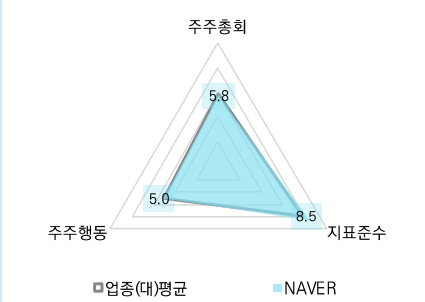
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE

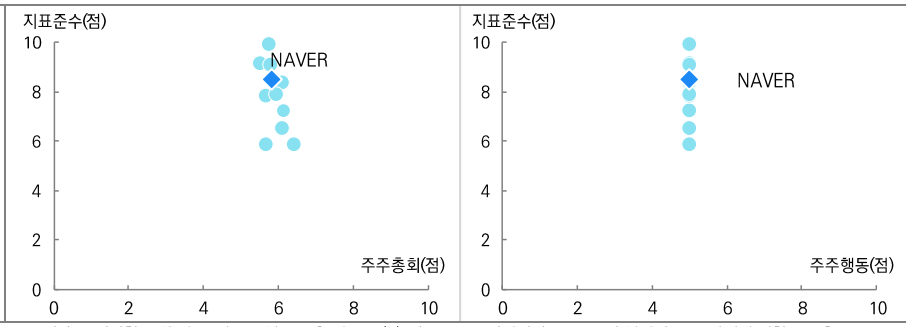
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





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





(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율

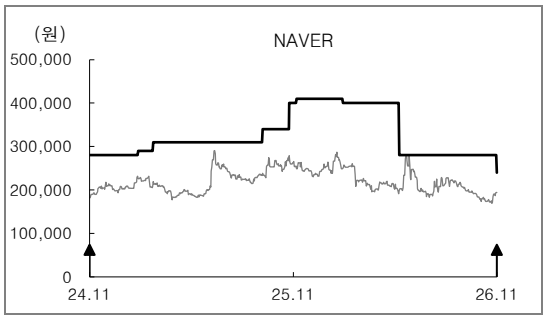
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

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)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2026.11.12	매수	240,000	-	-
2026.05.21	매수	280,000	-26.55	0.18
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



* 괴리율 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 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 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.