

NAVER — 버는 속도보다 쓰는 속도

매출 +16.3%인데 영업이익 +3.4%, CAPEX는 2.3배가 됐다

- 1H26 매출 6조 6,298억원(+16.3%), 영업이익 1조 621억원(+3.4%). 이익률 18.0% → 16.0%.
- FY2025 CAPEX 1조 3,194억원으로 전년 5,801억원 대비 127.4% 증가.
- 7월 27일 NVIDIA 대상 제3자배정 증자(+4.61%)와 소각(-3.12%)이 같은 날 — 순증 1.49%다.

매출은 두 자리로 늘고 이익은 제자리다

8월 7일 공시된 2Q26 잠정실적은 매출 3조 3,888억원(QoQ +4.6%, YoY +16.2%), 영업이익 5,203억원(QoQ -4.0%, YoY -0.2%)이다. 매출이 16% 늘어난 분기에 영업이익은 늘지 않았다.

상반기 누계도 같은 방향이다. 매출 6조 6,298억원(+16.3%)에 영업이익 1조 621억원(+3.4%)으로, 영업이익률은 18.01%에서 **16.02%**로 1.99%p 낮아졌다. 분기 기준으로는 2Q25 17.89%에서 2Q26 **15.35%**로 2.54%p 내려왔다(표 1).

한편 순이익은 크게 늘었다 — 2Q26 세전 9,020억원(+32.0%)·지배주주 순이익 6,986억원(+42.9%)으로 영업외순이익이 3,817억원이다(구성은 공시에 없어 분해하지 않았다). **영업이익과 순이익이 반대로 움직인 분기라 한쪽만 보면 정반대 결론이 나온다.**

돈은 인프라와 연구개발로 나가고 있다

FY2025 CAPEX는 1조 3,194억원으로 전년 5,801억원 대비 **127.4% 늘었다**. 영업활동 현금흐름이 2조 5,899억원에서 3조 958억원으로 19.5% 늘어난 것과 비교하면, **CAPEX가 영업현금흐름에서 차지하는 비중은 22.4%에서 42.6%로 뛰었다**(표 2).

⚠️ 사업보고서의 자본적지출 항목(731억 → 1조 4,538억원)은 현금흐름표 CAPEX와 산출 범위가 달라 섞어 쓰지 않았다 — 본문은 현금흐름표 기준으로 통일했다.

연구개발비도 2조 2,218억원(+19.6%)으로 영업수익 대비 17.3% → **18.5%**가 됐다. **둘이 함께 늘어난 해에 이익률이 높랐으니, 하락은 매출 부진이 아니라 비용 선행의 결과로 읽는 것이 자연스럽다**(FY2024-FY2025 연간 이익률은 18.43%·18.35%로 유지돼 왔다).

성장은 커머스에서 나오고, 10년 만에 증자가 있었다

부문별로는 서치플랫폼 4조 1,689억원(+5.6%), **커머스 3조 6,884억원(+26.2%)**, 핀테크 1조 6,907억원(+12.1%)이다. 세 부문 합이 연결 매출의 78.5%이며 성장의 대부분은 커머스에서 나왔다 — 서치플랫폼은 최대 부문이지만 증가율은 셋 중 가장 낮다.

자본배분에서는 10년간 배당 11건·주식소각 7건·자기주식취득 5건으로 환원 공시가 23건이다. 그런데 **7월 27일 유상증자가 결정됐다 — 10년 공시 이력에서 처음이다**. 같은 날 주식소각도 함께 결정됐고, 두 건을 합치면 주식수는 **1.49%만 늘어난다**(표 3). 12개 위험신호 중 커진 것은 이 유상증자 1건이며 표시점수는 92점·등급 A+다 — **다만 아래 조건들을 보면 이 신호를 통상적인 자금난형 증자로 읽을 수 없다**.

매출채권회수는 56.3 → 51.2일로 짧아졌고, PER 16.14배·PBR 1.14배는 동종 중앙값(11.17·0.87) 대비 각각 44%·31% 높다.

국면 판단

**매출 성장 지속
비용 선행으로 마진 압박**

현재주가 (26/08/07)

210,000원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업이익률
(2Q26 15.35%)**

Key Data

시가총액	33.0조원
PER / PBR	16.1배 / 1.1배
외국인지분율	35.2%
공매도잔고 / 업종	0.9% / IT 서비스
위험신호 / 표시점수	1건(유상증자) / 92 A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	96,706	107,377	120,350	66,298
영업이익(억원)	14,888	19,793	22,081	10,621
영업이익률(%)	15.39	18.43	18.35	16.02
순이익(억원)	9,850	19,320	18,187	9,953
영업활동현금흐름(억원)	20,022	25,899	30,958	주p
CAPEX(억원)	6,923	5,801	13,194	주p

표 1. 매출과 이익이 갈린 분기 (단위: 억원, %)

구분	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	29,151	31,381	31,950	32,411	33,888
영업이익	5,216	5,706	6,106	5,418	5,203
영업이익률(%)	17.89	18.18	19.11	16.72	15.35
세전 / 영업외손익	6,836 / 1,620	-	-	3,935 / -1,483	9,020 / 3,817
지배주주 순이익	4,888	-	-	2,853	6,986
상반기 누계 — 매출 66,298(+16.3%) · 영업이익 10,621(+3.4%) · 지배주주 순이익 9,839(+7.7%)					

주: 3Q25-4Q25 세전-지배주주 순이익은 잠정 공시 범위 밖이라 공란이다. 영업외손익은 역산값이며 구성이 공시되지 않아 분해하지 않았다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260807800026)-분기보고서(2026.03, 20260515001511) 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 2. 투자와 연구개발 (단위: 억원, %)

구분	2023	2024	2025	증감(YoY)
CAPEX(현금흐름 기준)	6,923	5,801	13,194	+127.4%
영업활동현금흐름	20,022	25,899	30,958	+19.5%
CAPEX ÷ 영업CF(%)	34.6	22.4	42.6	+20.2%p
연구개발비	-	18,579	22,218	+19.6%
연구개발비 ÷ 영업수익(%)	-	17.3	18.5	+1.2%p
참고 — 사업보고서 '유형자산 취득 및 자본적지출'은 731억원(FY24) → 14,538억원(FY25)으로 기재				

주: 사업보고서 기재 항목과 현금흐름표 CAPEX는 산출 범위가 달라 금액이 일치하지 않는다. 본문 비교는 현금흐름표 기준으로 통일했고 두 기준을 섞어 쓰지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연구개발 활동-유형자산 주석, 연결 현금흐름표

표 3. 같은 날의 증자와 소각 — 순증은 1.49%다 (단위: 주, 원, %)

구분	내용	주식수	증자전 대비
증자전 발행주식총수	2026-07-24 이사회결의일 기준	156,977,585	-
유상증자(제3자배정)	인수인 NVIDIA Corporation · 총 인수대금 미화 10억 달러	+7,241,564	+4.61%
주식소각	기취득 자기주식 · 소각예정금액 1조 170억원 · 자본금 감소 없음	-4,901,094	-3.12%
순효과	소각 예정일 2026-08-03 · 신주 상장 예정 2026-11-20	+2,340,470	+1.49%
발행가 204,500원 · 기준주가 204,276원 · 할인을 0%(배정 대상자와 협의) · 1년 의무보유(예탁결제원 전자등록 후 인출·매각 금지)			
선결조건	AI Factory 사업 확장에 쓸 최소 90억 달러 규모 컴퓨팅 인프라 확보가 납입의 선결조건이다(회사 공시)		

주: ⚠ 신주 7,241,564주와 조달액 1조 4,809억원은 잠정치다 — 총 인수대금이 달러(10억)로 정해져 있어 최종 주식수는 납입일 4영업일 전 환율로 확정되고, 회사가 확정 시 정정공시하겠다고 밝혔다. 표의 환산은 이사회결의일 전일 매매기준율 1,480.9원/USD 기준이다. 희석률·순효과는 공시된 주식수를 우리가 나눈 값이다. 소각예정 금액은 소각 주식수에 이사회결의일 종가(207,500원)를 곱한 값으로 회사가 기재했다 — 실제 취득원가가 아니다. 납입일(2026-10-30)과 상장예정일은 선결조건 충족을 감안한 계약상 최대 기한이라 앞당겨지거나 연장될 수 있다. 자료: 주요사항보고서(유상증자결정) 20260727000001 · 주식소각결정 20260727800009

점점 지표

1순위는 영업이익률이다. 2Q26 15.35%는 FY2024-FY2025 연간 18%대에서 벗어난 값이므로, 3Q에 되돌아오는지 비용 선행이 일시적인지 구조적인지를 가른다. CAPEX가 영업현금흐름의 42.6%를 쓰는 상태에서 이익률이 회복되지 않으면 잉여현금이 줄어든다. 연구개발비 비중 18.5%도 같은 방향의 축이다. 커머스 +26.2%가 이어지는지, 서치플랫폼 +5.6%가 반등하는지를 부문별 매출에서 확인한다. 유상증자는 최종 발행주식수를 확정하는 정정공시를 본다 — 인수대금이 달러로 고정돼 있어 환율에 따라 희석률 4.61%가 움직이고, 납입의 선결조건(컴퓨팅 인프라 90억 달러 확보) 충족 여부도 같은 공시에서 드러난다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260515001511) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260807800026).

한계: ① 2Q26은 외부감사 전 가결산 수치다. ② 부문별 영업이익이 공시되지 않아 이익률 하락을 부문으로 나누지 않았다. ③ 영업외손익은 세전이익·영업이익 역산값이며 구성이 공시되지 않아 분해하지 않았다. ④ 유상증자의 신주 수·조달액은 달러 인수대금(10억 달러)을 환율로 환산한 잠정치이며 납입일 환율로 확정된다. ⑤ 사업보고서 기재 자본적지출과 현금흐름표 CAPEX는 기준이 달라 함께 쓰지 않았다. ⑥ 콘텐츠·클라우드 부문이 카드 수집 범위에 없어 세 부문만 다뤘다.