

NAVER
(035420)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

330,000

유지

현재주가

249,000

(26.02.06)

인타넷업종

분업 둔화 국면, 신사업은 인내 필요

- 4Q 영업이익은 컨센 부합. 광고 성장률 둔화 시작, 쇼핑은 수수료 인상 효과 지속
- 2026년 매출 분류 변경. C2C를 중심으로, 내수 중심의 커머스를 글로벌로 확장 계획
- 신사업 리레이팅 여지는 있으나, 본업 둔화 속 신사업 기대감의 추가 반영엔 시간 필요

투자의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.1조원, 2) 커머스 18.9조원, 3) 파이낸셜 3.4조원, 4) 웹툰 0.8조원, 5) 엔터프라이즈 2.5조원, 6) LY 지분가치 5.2조원 등

참고) SOTP로 방식으로 추정한 총 기업가치는 2026 EPS 기준 22배 수준

4Q. 꺾이는 광고와 아직은 건조한 커머스

4Q25 매출액 3조 1,951억원(YoY 10.7%, QoQ 1.8%), 영업이익 6,106억원(YoY 12.7%, QoQ 7.0%) 기록. 매출은 컨센 소폭 하회, 영업이익은 컨센 부합

서치플랫폼. 매출 1조 596억원(YoY -0.5%, QoQ -0.1%) 기록. 통합 광고 매출 성장률은 6.7%로 기록하며, 전분기 10.5% 대비 둔화. 이는 통합 광고 성장을 견인해온 커머스 광고의 기저가 4Q24부터 높아진 영향으로, 향후에도 통합 광고 매출 지속 둔화 전망. **커머스** 매출 1조 539억원(YoY 36.0%, QoQ 6.9%)으로 수수료 인상 효과로 매출 고성장 기록. 해당 효과는 1Q26까지 지속될 전망. 단, 수수료 인상이 2025년 6월부터 반영되기 시작한 점을 감안하면, 이후 커머스 매출 성장률 역시 점진적 둔화 불가피 판단. 한편 글로벌 C2C 플랫폼 포시마크는 매출, 거래액 모두 두 자릿수 성장 기록. 커머스 관련 인력 채용과 마케팅비 증가, GPU 투자 확대가 지속 중이나, 일부 자산의 내용 연수 변경 등으로 4Q25 영업비용 2조 5,845억원(YoY 10.3%, QoQ 0.7%) 기록했으며, OPM은 전분기대비 0.9%p 상승

향후 중장기 성장축: 국내는 파이낸셜, 글로벌은 C2C. 단, 시간이 필요할 것

2026년부터 매출 분류 변경 예정. 기존에는 광고, 커머스, 핀테크, 콘텐츠, 엔터프라이즈 사업부문으로 매출을 구분해왔으나, 향후 네이버 플랫폼, 파이낸셜, 글로벌 도전(C2C, 콘텐츠, 엔터프라이즈)으로 재편될 예정. 특히 주목할 만한 것은 C2C 사업 매출이 신규로 공개된다는 것. C2C 사업은 향후 네이버가 전략적으로 육성하고자 하는 핵심 사업 중 하나로, 성장이 제한적이었던 내수 광고, 커머스 중심의 사업 구조에서 벗어나, 글로벌 시장을 대상으로 한 사업 확장에 나서는 것으로 판단

결과적으로 네이버는 국내에서는 두나무 편입을 계기로 파이낸셜 사업 확장에, 글로벌 시장에서는 C2C, 콘텐츠 등의 사업 확대에 주력하는 것으로 판단. C2C 사업은 매출이 별도로 공개되기 시작한 만큼, 의미 있는 실적 기여 확인 시, 독립적인 사업 가치 부각이 가능하며, 파이낸셜 등의 신사업을 역시 실적 가시화 시 사업부문별 리레이팅 여지는 유효하다고 판단. 다만, 이러한 변화가 실적으로 확인되기까지는 파이낸셜은 디지털 자산 제도 정립과 두나무 편입 등이 완료되어야 하며, C2C는 구조적 성장 확인이 필요해 다소 시간이 요구됨. 이에 단기적으로는 본업 성장 둔화가 먼저 부각되며 추가 측면에서는 신사업 기대감의 추가 반영은 점진적일 것으로 전망

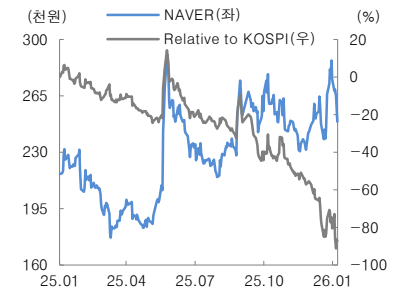
(단위: 십억원, 원, %)

구분	4Q24	3Q25	4Q25				1Q26			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,886	3,138	3,287	3,195	10.7	1.8	3,262	3,124	12.1	-2.2
영업이익	542	571	608	611	12.7	7.0	604	568	12.5	-6.9
순이익	554	511	437	518	-6.5	1.3	541	524	14.3	1.1

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	5089.14
시가총액	39,056십억원
시가총액비중	1.17%
지분금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 176,900원
120일 평균거래대금	3,713억원
외국인지분율	40.17%
주요주주	국민연금공단 9.33% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.2	-5.7	9.0	7.3
상대수익률	-14.8	-25.4	-31.5	-46.5



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,035	13,210	14,565
영업이익	1,489	1,979	2,208	2,504	2,925
세전순이익	1,481	2,322	2,413	2,923	3,361
총당기순이익	985	1,932	1,820	2,221	2,554
지배지분순이익	1,012	1,923	1,959	2,201	2,531
EPS	6,180	11,913	12,362	13,895	15,978
PER	36.2	16.7	20.1	17.9	15.6
BPS	141,671	157,703	172,214	185,044	199,957
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
ROE	4.4	7.9	7.4	7.8	8.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

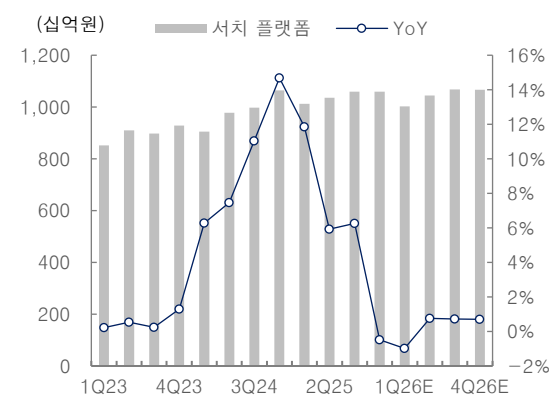
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	12,127	13,388	12,035	13,210	-0.8	-1.3
판매비와 관리비	9,921	10,916	9,827	10,706	-1.0	-1.9
영업이익	2,205	2,472	2,208	2,504	0.1	1.3
영업이익률	18.2	18.5	18.3	19.0	0.2	0.5
영업외손익	687	685	205	419	-70.1	-38.8
세전순이익	2,893	3,157	2,413	2,923	-16.6	-7.4
지배지분순이익	2,220	2,373	1,959	2,201	-11.8	-7.2
순이익률	18.5	17.9	15.1	16.8	-3.4	-1.1
EPS(지배지분순이익)	14,014	14,975	12,362	13,895	-11.8	-7.2

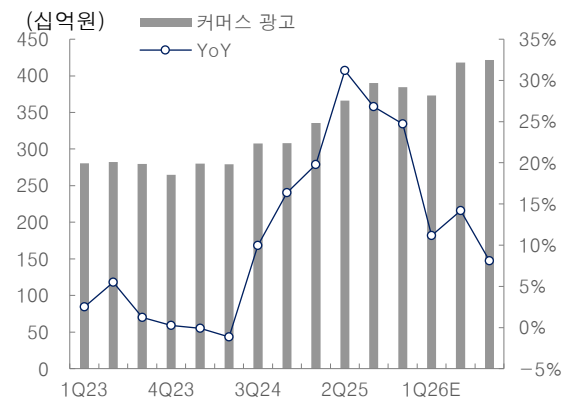
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. 서치플랫폼(SA+DA) 매출 추이 전망



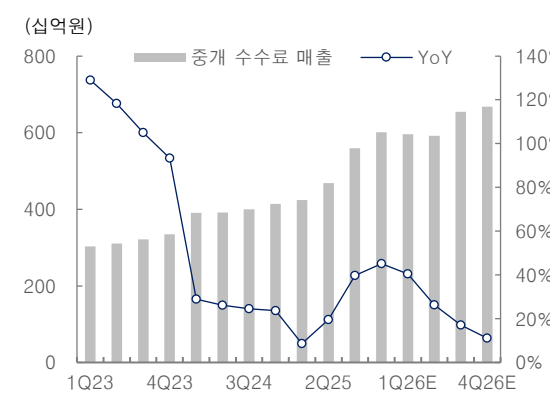
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 2. 커머스 광고 매출 추이 전망



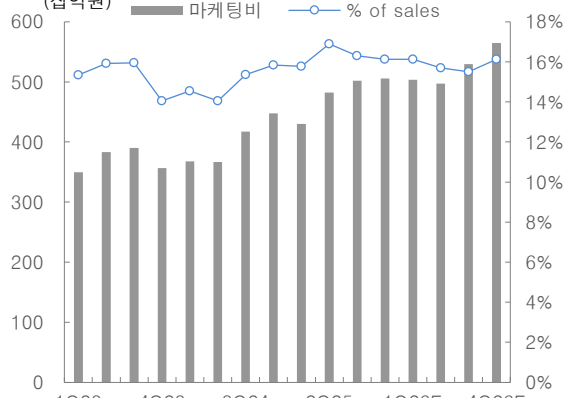
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. 커머스 수수료 매출 추이 전망



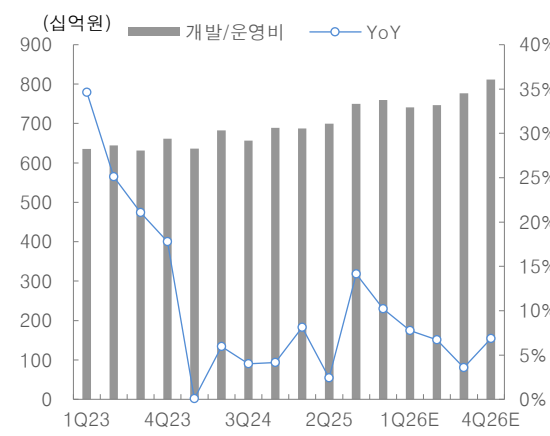
자료: NAVER, 대신증권 Research Center
주: 포사마크, 소다 포함

그림 2. 마케팅비 추이 전망



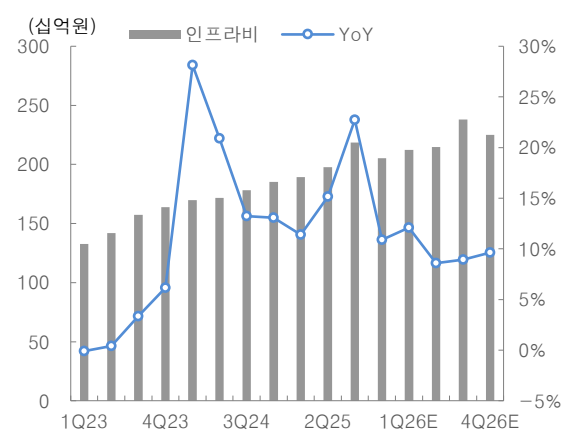
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. 개발/운영비(인건비 포함) 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 인프라비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용		주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,182.3	당사 추정
	12MF 영업이익	1,463.8	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,112.5	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,137.3	
(2) 커머스	12MF 매출액	4,368.2	당사 추정
	12MF 영업이익	1,310.5	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	995.9	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	커머스 적정가치 (b)	18,923.0	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금	4,936	
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	3,405.8	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.49	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	2,183.6	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	829.3	
(5) 엔터프라이즈	12MF 매출액	701.5	
	Target PSR	3.5x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	엔터프라이즈 적정 가치 (e)	2,455.4	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	2,900.6	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	27,047.0	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	5,249.8	
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f)		52,000.7	
주식 수(천주)		156,852.0	
적정 주가(원)		331,527	
목표 주가(원)		330,000	반올림 적용
현재 주가(원)		249,000	
상승 여력		32.5%	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 연결 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025P	2026E
매출액	2,786.8	2,915.0	3,138.1	3,195.1	3,124.0	3,165.5	3,418.1	3,502.4	10,737.7	12,034.9	13,210.0
서치 플랫폼	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,059.6	1,002.8	1,044.5	1,067.8	1,067.2	3,946.2	4,169.0	4,182.3
커머스	787.9	861.1	985.5	1,053.9	1,044.3	1,029.3	1,138.2	1,156.4	2,922.9	3,688.4	4,368.2
커머스 광고	308.3	335.6	366.3	390.3	384.5	373.1	418.3	421.8	1,132.1	1,400.5	1,597.7
중개 및 판매	424.2	468.2	558.9	600.9	596.1	591.6	654.2	668.0	1,595.8	2,052.2	2,510.0
멤버십	55.5	57.2	60.3	62.7	63.7	64.6	65.6	66.6	195.2	235.6	260.4
핀테크	392.7	411.7	433.1	453.1	461.7	461.9	520.0	526.8	1,508.4	1,690.6	1,970.4
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	456.7	458.7	466.9	506.4	555.7	1,796.4	1,899.2	1,987.6
웹툰	422.7	433.7	471.9	416.9	421.1	425.3	467.8	514.6	1,544.6	1,745.2	1,828.7
스노우	23.5	28.5	26.2	28.0	24.7	29.9	27.6	29.4	160.2	106.2	111.5
기타	13.1	11.8	11.1	11.8	13.0	11.7	11.0	11.7	62.3	47.8	47.4
엔터프라이즈	134.2	131.7	150.0	171.8	156.5	162.8	185.8	196.4	563.8	587.7	701.5
YoY Growth rate	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	12.1%	8.6%	8.9%	9.6%	11.0%	12.1%	9.8%
서치 플랫폼	11.9%	5.9%	6.3%	-0.5%	-1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	10.0%	5.6%	0.3%
커머스	12.0%	19.8%	35.9%	36.0%	32.5%	19.5%	15.5%	9.7%	14.8%	26.2%	18.4%
커머스 광고	16.4%	19.8%	31.2%	26.8%	24.7%	11.2%	14.2%	8.1%	2.3%	23.7%	14.1%
중개 및 판매	8.6%	19.6%	39.7%	45.2%	40.5%	26.4%	17.1%	11.2%	25.8%	28.6%	22.3%
멤버십	15.5%	20.7%	30.5%	17.0%	14.8%	13.0%	8.8%	6.2%	14.2%	20.7%	10.5%
핀테크	11.0%	11.7%	12.5%	13.0%	17.6%	12.2%	20.0%	16.3%	11.3%	12.1%	16.5%
콘텐츠	2.9%	12.9%	10.0%	-2.3%	-0.1%	-1.5%	-0.6%	21.7%	3.7%	5.7%	4.7%
엔터프라이즈	14.7%	5.7%	3.7%	-3.3%	16.6%	23.6%	23.8%	14.3%	26.1%	4.2%	19.4%
영업비용	2,281.5	2,393.4	2,567.4	2,584.5	2,555.6	2,571.3	2,746.7	2,832.6	8,758.6	9,826.8	10,706.2
개발/운영	687.7	699.3	749.8	759.2	741.1	746.4	776.7	811.2	2,664.5	2,896.0	3,075.4
파트너	974.2	1,014.0	1,097.0	1,114.4	1,098.6	1,113.2	1,202.1	1,231.7	3,790.0	4,199.7	4,645.7
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	212.2	214.7	238.1	225.0	704.8	810.8	890.0
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	503.7	497.0	529.8	564.7	1,599.3	1,920.3	2,095.1
영업이익	505.3	521.6	570.6	610.6	568.4	594.2	671.4	669.8	1,979.1	2,208.2	2,503.9
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	18.2%	18.8%	19.6%	19.1%	18.4%	18.3%	19.0%
지배주주 순이익	424.8	488.8	726.4	318.2	506.0	526.2	585.2	584.8	1,878.0	1,958.2	2,202.2
순이익률	15.2%	16.8%	23.1%	10.0%	16.2%	16.6%	17.1%	16.7%	17.5%	16.3%	16.7%

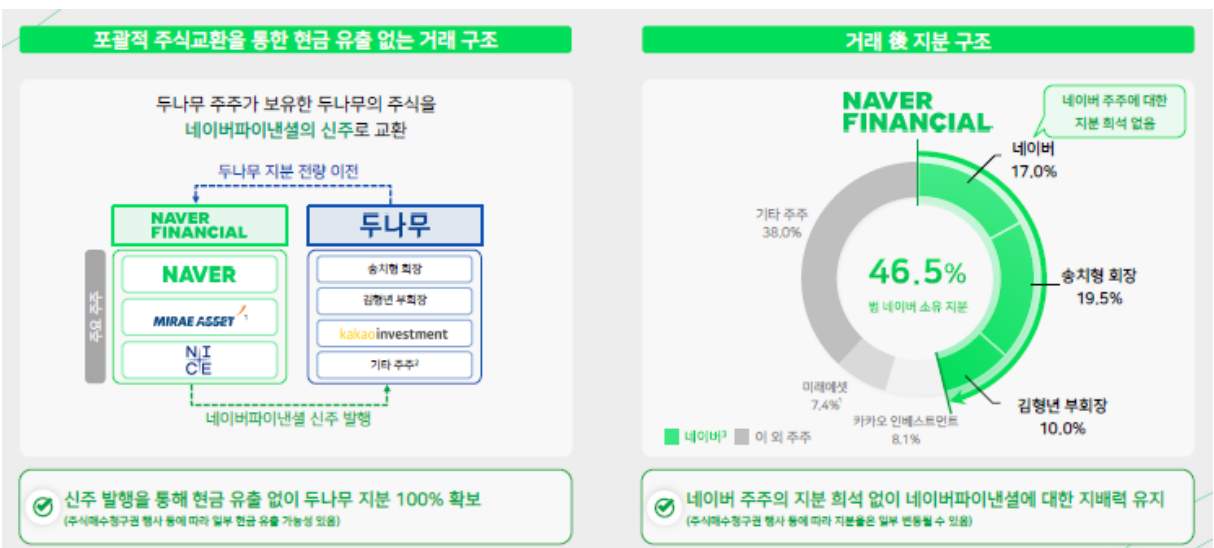
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. 2026년부터 네이버의 핵심 사업 및 신규 사업 기회를 명확하게 하기 위한 매출 분류 변경 계획

AS-IS		TO-BE	
단위: %		단위: %	
FY2025		FY2025	
매출액	100.0%	매출액	100.0%
서치플랫폼	34.6%	네이버 플랫폼	57.1%
커머스	30.6%	광고	45.0%
핀테크	14.0%	서비스	12.1%
콘텐츠	15.8%	파이낸셜 플랫폼	14.0%
엔터프라이즈	4.9%	글로벌 도전	28.9%
		C2C	8.2%
		콘텐츠	15.8%
		엔터프라이즈	4.9%

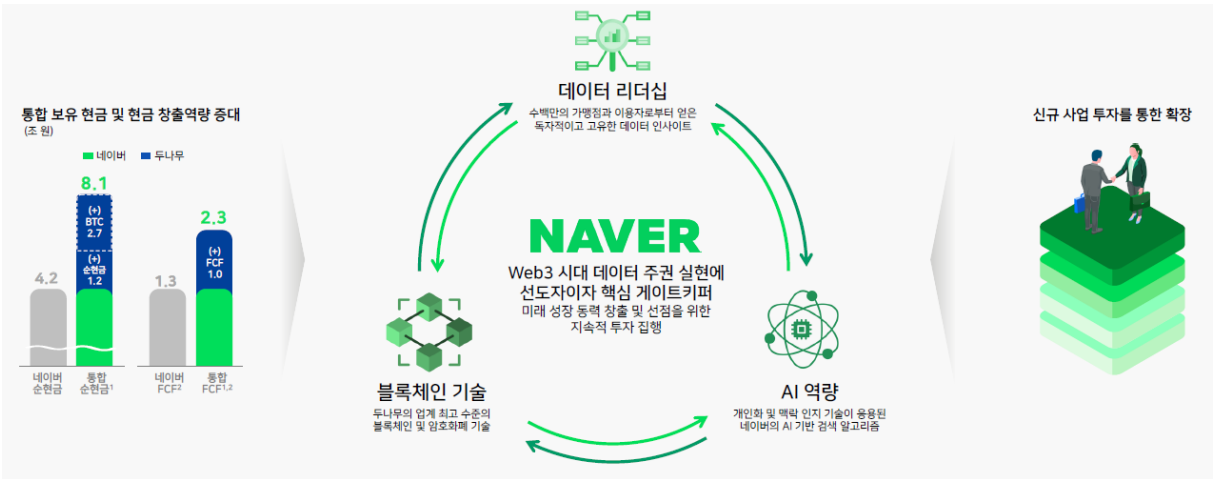
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 네이버파이낸셜+두나무, 포괄적 주식 교환 이후 지분 구조



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 5. 데이터, AI, 블록체인 융합으로 웹3 시대에서의 성장 기회 확대



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,035	13,210	14,565
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,035	13,210	14,565
판매비와관리비	8,182	8,758	9,827	10,706	11,640
영업이익	1,489	1,979	2,208	2,504	2,925
영업외수익	15.4	18.4	18.3	19.0	20.1
EBITDA	2,071	2,653	2,778	3,072	3,491
영업외손익	-7	343	205	419	436
관계기업손익	267	145	495	248	258
금융수익	603	633	808	538	560
외환보통이익	62	38	38	38	38
금융비용	-683	-579	-569	-228	-237
외환보통손실	53	72	72	72	72
기타	-195	144	-528	-139	-145
법인세비용차감전순이익	1,481	2,322	2,413	2,923	3,361
법인세비용	-496	-390	-593	-701	-807
계속사업순이익	985	1,932	1,820	2,221	2,554
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	1,820	2,221	2,554
당기순이익	10.2	18.0	15.1	16.8	17.5
비재계분순이익	-27	9	-138	20	23
재계분순이익	1,012	1,923	1,959	2,201	2,531
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	70	70	70	70
포괄순이익	724	2,631	2,519	2,920	3,253
비재계분포괄이익	-24	70	-191	26	29
재계분포괄이익	749	2,561	2,710	2,894	3,224

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	12,362	13,895	15,978
PER	36.2	16.7	14.8	13.2	11.5
BPS	141,671	157,703	172,214	185,044	199,957
PBR	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	12,644	16,432	17,532	19,388	22,035
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.7	10.6	8.4
SPS	59,039	66,511	75,960	83,377	91,932
PSR	3.8	3.0	3.3	3.0	2.7
CFPS	14,111	18,180	17,515	22,279	24,970
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	17.6	11.0	12.1	9.8	10.3
영업이익 증감률	14.1	32.9	11.6	13.4	16.8
순이익 증감률	46.3	96.1	-5.8	22.0	15.0
수익성					
ROIC	20.4	27.2	27.0	31.0	36.3
ROA	4.3	5.4	5.6	6.1	6.7
ROE	4.4	7.9	7.4	7.8	8.3
안정성					
부채비율	47.4	41.4	38.4	35.9	33.6
순차입금비율	-0.9	-11.7	-19.1	-26.8	-34.2
이자보상배율	11.7	18.9	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	11,693	14,588	17,870
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,387	9,157	12,303
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,657	1,720	1,792
재고자산	15	22	24	27	29
기타유동자산	1,731	3,570	3,625	3,683	3,745
비유동자산	28,710	28,793	28,356	27,674	27,003
유형자산	2,742	2,910	2,920	2,929	2,936
관계기업투자지급	17,589	17,406	17,008	16,363	15,728
기타비유동자산	8,379	8,477	8,428	8,381	8,339
자산총계	35,738	38,168	40,049	42,261	44,873
유동부채	6,306	6,092	5,958	5,935	5,961
매입채무 및 기타채무	3,873	3,866	3,866	3,866	3,866
차입금	333	135	55	22	9
유동상차금	443	200	90	41	18
기타유동부채	1,657	1,891	1,947	2,006	2,067
비유동부채	5,194	5,075	5,154	5,234	5,314
차입금	2,649	2,870	2,925	2,979	3,034
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,204	2,229	2,255	2,280
부채총계	11,500	11,167	11,112	11,169	11,275
자본계분	23,206	25,460	27,285	29,318	31,681
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,458	1,458	1,458
잉여잉여금	24,544	25,965	27,755	29,788	32,151
기타자본변동	-2,597	-1,944	-1,944	-1,944	-1,944
비재계분	1,032	1,541	1,651	1,775	1,918
자본총계	24,238	27,001	28,937	31,092	33,598
순차입금	-218	-3,157	-5,513	-8,341	-11,498

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,562	3,214	3,527
당기순이익	985	1,932	1,820	2,221	2,554
비현금항목의 가감	1,326	1,003	955	1,308	1,402
감가상각비	582	674	570	568	566
외환손익	-30	135	147	147	147
자본법정이익	-267	-145	-495	-248	-258
기타	1,041	339	733	842	947
자산부채의 증감	361	152	360	365	357
기타현금흐름	-670	-497	-573	-681	-786
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-316	-109	126
투자자산	603	1,226	396	643	633
유형자산	-633	-522	-728	-768	-522
기타	-919	-2,044	15	15	15
재무활동 현금흐름	-110	-770	-106	-34	13
단기차입금	-371	-463	-80	-33	-13
사채	177	-51	-51	-51	-51
장기차입금	218	105	105	105	105
유상증자	0	0	35	0	0
현금배당	-62	-119	-168	-169	-169
기타	-71	-242	53	113	140
현금의 증감	852	619	2,191	2,770	3,146
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,387	9,157
기말 현금	3,576	4,196	6,387	9,157	12,303
NOPLAT	990	1,647	1,665	1,903	2,223
FCF	881	1,742	1,475	1,671	2,235

[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:이지은)

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

제시일자	26.02.09	26.01.08	25.07.08	25.03.05	24.10.01	24.04.01
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	330,000	330,000	330,000	280,000	260,000	260,000
과다율(평균%)		(21.22)	(26.27)	(26.15)	(23.59)	(33.61)
과다율(최대/최소%)		(13.03)	(15.61)	3.75	(10.77)	(25.08)

제시일자	24.02.28
투자의견	Buy
목표주가	290,000
과다율(평균%)	(35.17)
과다율(최대/최소%)	(32.76)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260206)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.5%	10.5%	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