NAVER (035420)

이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com
조혜빈 Research Assistant
hevin.cho@yuantakorea.com

굳세어라 NAVER

버틸 수 있는 이유

YouTube 1인당 사용시간 2020년 59분에서 2025년 139분으로 136% 증가 vs 2020년 NAVER 광고매출액 3조 5,215억원에서 2024년 5조 782억원 44%(연평균 13%) 증가. 모바일 ChatGPT MAU 2024년 2월 70만명에서 2025년 4월 1,072만명으로 14배 증가 vs 1Q25 NAVER 광고매출액 1조 3,210억원 YoY 13% 증가. YouTube 및 ChatGPT 사용량 급증에도 NAVER 검색사용량 및 (검색)광고 매출액 성장은 견조하게 유지 중.
(1) Google검색, YouTube 및 ChatGPT 가 줄 수 없는 NAVER 만의 차별화된 (생활정보, 쇼핑, 로컬 등) 검색 컨텐츠 (2) ChatGPT보다 우월한 검색결과에 대한 신뢰도(정확성, 시의성 등) (3) UGC검색 중심으로 NAVER 플랫폼내 체류시간 증가 (4) 30년 이상 NAVER 검색에 길들여진, 정답을 스스로 찾아가는(발견검색) 한국인의 오래된 검색 습관 (5) 향후 개편될 AI검색과 기존 통합검색과의 시너지 가능성 등으로 향후에도 ChatGPT 등 AI 검색 사용량이 증가하겠지만, 그리고 이러한 AI검색사용량의 증가가 일정부분 NAVER의 트래픽을 대체하겠지만, 이와는 별도로 NAVER 검색도 사용량 및 매출액이 증가할 수 있다는 의견임

광고, 커머스 중심 2025년 2분기 및 하반기 실적 개선 전망

〈광고〉 ADVoost 등 AI 활용 기존 대비 광고 클릭률(CTR) 2배 증가, 체류시간 증가 등 광고 효율성 증가로 광고 성수기인 2분기 및 하반기 견조한 성장 전망.
〈커머스〉 수수료율이 약 1% 증가된 '플러스스토어' 거래액 증가에 의한 매출 및 이익 증가, 넷플릭스, 마켓컬리 등 멤버쉽 제휴 확대에 따른 구매액 확대, '플러스스토어' 출시에 따른 제휴몰 비중 감소, 스마트스토어 비중 증가로 인한 AI활용성 증가, 쇼핑 AI 에이전트 출시(예정)에 따른 사용자 편의성 증가로 하반기 커머스에 의한 전체 실적 개선 견인 기대

현재 AI 경쟁력은 거대모델 경쟁력이 아닌 META처럼 사용자 데이터에 기반한 사용자 편의성 증가, 매출 증가 여부가 주요 경쟁력인 상황임. AI에 기반한 동사의 실적 개선 지속과 하반기 AI 에이전트, AI 검색기능 강화로 벨류에이션 회복 전망

BUY (M)

목표주가	290,000원 (M)
직전 목표주가	290,000원
현재주가 (5/29)	189,300원
상승여력	53%

시가총액	299,921억원
총발행주식수	158,437,008주
60일 평균 거래대금	1,086억원
60일 평균 거래량	553,071주
52주 고/저	232,000원 / 155,000원
외인지분율	48.60%
배당수익률	0.57%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.7)	(8.6)	8.0
상대	(9.2)	(14.9)	6.3
절대 (달러환산)	0.6	(2.7)	7.1

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28,921	10.8	3.8	29,018	-0.3
영업이익	5,526	16.9	9.4	5,386	2.6
세전계속사업이익	6,048	29.4	4.3	5,869	3.0
지배순이익	4,549	34.4	7.1	4,256	6.9
영업이익률 (%)	19.1	+1.0 %pt	+1.0 %pt	18.6	+0.5 %pt
지배순이익률 (%)	15.7	+2.7 %pt	+0.5 %pt	14.7	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	96,706	107,377	117,384	124,261
영업이익	14,888	19,793	22,514	24,861
지배순이익	10,123	19,232	21,565	22,940
PER	33.1	15.5	13.9	13.1
PBR	1.3	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	16.6	10.6	8.5	6.7
ROE	4.4	7.9	7.8	7.0

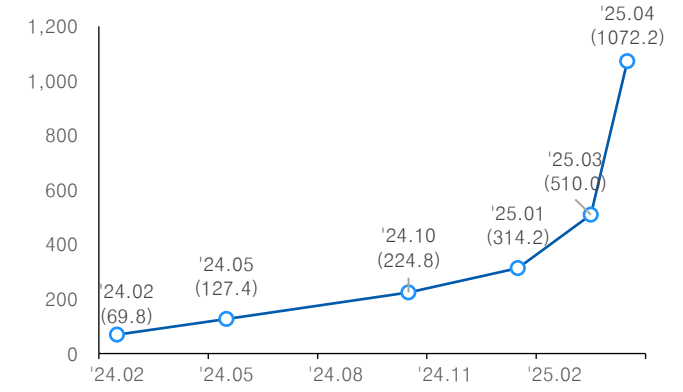
자료: 유안타증권

NAVER 실적 전망 (단위: 억원)

	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	1Q 25	2Q 25E	3Q 25E	4Q 25E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	25,260	26,105	27,156	28,857	27,868	28,921	29,486	31,110	96,706	107,378	117,385	124,261
YoY	*10.8%*	*8.4%*	*11.1%*	*13.7%*	*10.3%*	*10.8%*	*8.6%*	*7.8%*	*17.6%*	*11.0%*	*9.3%*	*5.9%*
서치플랫폼	9,053	9,784	9,977	10,647	10,127	10,642	10,663	11,295	35,890	39,462	42,727	43,483
검색	6,964	7,314	7,533	7,684	7,537	7,832	7,930	8,261	27,253	29,495	31,560	32,822
YoY	*6.2%*	*6.1%*	*9.5%*	*11.0%*	*8.2%*	*7.1%*	*5.3%*	*7.5%*	*4.5%*	*8.2%*	*7.0%*	*4.0%*
디스플레이	2,024	2,350	2,296	2,520	2,172	2,508	2,446	2,707	8,461	9,190	9,833	9,931
YoY	*5.3%*	*8.1%*	*11.1%*	*9.7%*	*7.3%*	*6.7%*	*6.6%*	*7.4%*	*-10.0%*	*8.6%*	*7.0%*	*1.0%*
커머스	7,034	7,190	7,254	7,751	7,879	8,136	8,245	8,720	25,468	29,230	32,980	36,362
YoY	*16.1%*	*13.6%*	*12.0%*	*17.4%*	*12.0%*	*13.2%*	*13.7%*	*12.5%*	*41.4%*	*14.8%*	*12.8%*	*10.3%*
커머스 광고	2,649	2,802	2,792	3,078	3,083	3,250	3,183	3,390	11,070	11,320	12,905	14,351
YoY	*0.2%*	*-0.1%*	*-1.1%*	*10.0%*	*16.4%*	*16.0%*	*14.0%*	*10.1%*	*2.7%*	*2.3%*	*14.0%*	*11.2%*
중개 및 판매	3,905	3,915	4,000	4,138	4,242	4,303	4,450	4,630	12,687	15,958	17,625	19,243
YoY	*28.9%*	*26.2%*	*24.6%*	*23.7%*	*8.0%*	*9.9%*	*11.3%*	*11.9%*	*110.1%*	*25.8%*	*10.4%*	*9.2%*
핀테크	3,539	3,685	3,851	4,009	3,927	4,083	4,203	4,379	13,547	15,084	16,592	17,977
YoY	*11.2%*	*8.5%*	*13.0%*	*12.6%*	*11.0%*	*10.8%*	*9.1%*	*9.2%*	*14.2%*	*11.3%*	*10.0%*	*8.3%*
콘텐츠	4,463	4,200	4,627	4,674	4,593	4,581	4,836	4,934	17,329	17,964	18,944	19,836
YoY	*8.5%*	*-0.1%*	*6.4%*	*0.2%*	*2.9%*	*9.1%*	*4.5%*	*5.6%*	*37.4%*	*3.7%*	*5.5%*	*4.7%*
클라우드	1,170	1,246	1,446	1,776	1,342	1,480	1,539	1,782	4,471	5,638	6,142	6,603
YoY	*25.5%*	*19.2%*	*17.0%*	*41.2%*	*14.7%*	*18.7%*	*6.4%*	*0.3%*	*11.0%*	*26.1%*	*8.9%*	*7.5%*
영업비용	20,868	21,378	21,903	23,436	22,815	23,394	23,870	24,792	81,816	87,585	94,871	99,400
인건비	5,292	5,732	5,371	5,858	5,739	5,797	5,801	6,011	21,759	22,253	23,348	24,053
YoY	*-1%*	*5%*	*1%*	*5%*	*8%*	*1%*	*8%*	*3%*	*25%*	*2%*	*5%*	*3%*
파트너	9,135	9,166	9,380	10,219	9,742	10,009	10,279	10,645	35,336	37,900	40,676	42,808
YoY	*10%*	*6%*	*6%*	*8%*	*7%*	*9%*	*10%*	*4%*	*19%*	*7%*	*7%*	*5%*
인프라	1,699	1,717	1,781	1,851	1,893	1,915	1,981	2,034	5,956	7,048	7,823	8,214
YoY	*28%*	*21%*	*15%*	*13%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*3%*	*18%*	*11%*	*5%*
마케팅	3,675	3,668	4,173	4,477	4,302	4,512	4,627	4,929	14,797	15,993	18,370	19,439
영업이익	4,392	4,727	5,253	5,421	5,053	5,526	5,617	6,318	14,889	19,793	22,514	24,861
영업이익률	*17.4%*	*18.1%*	*19.3%*	*18.8%*	*18.1%*	*19.1%*	*19.0%*	*20.3%*	*15.4%*	*18.4%*	*19.2%*	*20.0%*
YoY	*32.9%*	*26.8%*	*38.2%*	*33.7%*	*15.1%*	*16.9%*	*6.9%*	*16.5%*	*14.1%*	*32.9%*	*13.7%*	*10.4%*

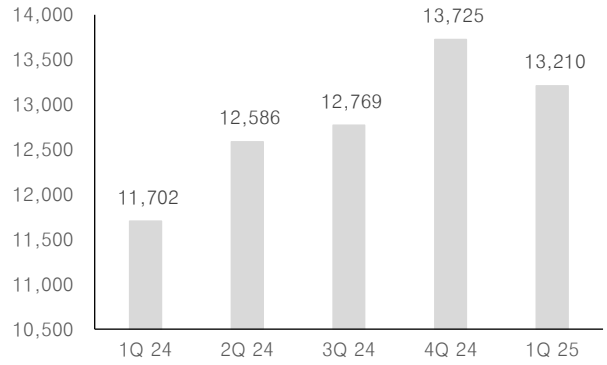
자료: 유안타증권 리서치센터

ChatGPT 모바일 버전 국내 MAU 추이 (단위 : 명)



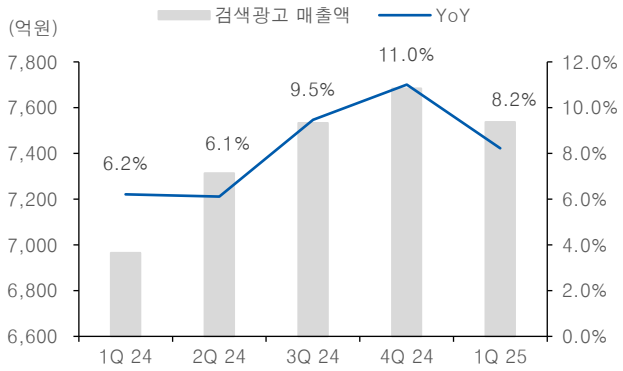
자료: Mobile Index, 유안타증권 리서치센터

NAVER 광고매출액 추이 (1Q24~1Q25) (단위 : 억 원)



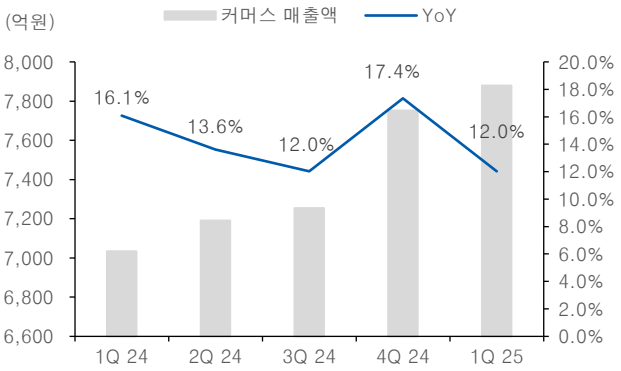
자료: NAVER, 유안타증권 리서치센터

검색광고 매출액 & YoY 성장률



자료: NAVER

커머스 매출액 & YoY 성장률



자료: NAVER

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**96,706**	**107,377**	**117,384**	**124,261**	**130,155**
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	96,706	107,377	117,384	124,261	130,155
판관비	81,818	87,585	94,871	99,400	103,286
영업이익	**14,888**	**19,793**	**22,514**	**24,861**	**26,868**
EBITDA	20,712	26,528	30,926	33,506	35,699
영업외손익	-74	3,429	6,312	5,239	5,234
외환관련손익	-427	-1,470	290	237	164
이자손익	-260	687	1,284	986	1,683
관계기업관련손익	2,665	1,445	1,134	1,341	1,516
기타	-2,053	2,768	3,604	2,675	1,871
법인세비용차감전순손익	14,814	23,222	28,826	30,100	32,102
법인세비용	4,964	3,902	7,321	7,224	7,705
계속사업순손익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
지배지분순이익	**10,123**	**19,232**	**21,565**	**22,940**	**24,466**
포괄순이익	7,244	26,307	50,204	56,587	64,122
지배지분포괄이익	7,488	25,612	49,770	56,098	63,568

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**20,022**	**25,899**	**32,284**	**36,242**	**37,804**
당기순이익	9,850	19,320	21,505	22,876	24,398
감가상각비	5,280	6,086	6,117	6,430	6,692
외환손익	-464	1,167	-290	-237	-164
종속,관계기업관련손익	-2,665	-1,445	-1,160	-1,341	-1,516
자산부채의 증감	3,608	1,523	1,016	3,533	3,558
기타현금흐름	4,413	-751	5,097	4,981	4,836
투자활동 현금흐름	**-9,498**	**-13,400**	**-51,656**	**-30,329**	**-40,272**
투자자산	6,022	12,802	-27,620	-16,107	-26,393
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,406	-5,540	-9,449	-8,000	-8,000
유형자산 감소	73	321	38	0	0
기타현금흐름	-9,187	-20,983	-14,625	-6,222	-5,879
재무활동 현금흐름	**-1,100**	**-7,703**	**-2,433**	**-6,043**	**-5,967**
단기차입금	1,130	-2,239	2,119	-167	-160
사채 및 장기차입금	-1,307	-1,531	-2,472	-2,000	-2,000
자본	-3,138	1,801	368	0	0
현금배당	-624	-1,190	0	-1,687	-1,687
기타현금흐름	2,839	-4,543	-2,447	-2,189	-2,120
연결범위변동 등 기타	-901	1,395	30,109	31,694	33,387
현금의 증감	**8,523**	**6,191**	**8,304**	**31,564**	**24,952**
기초 현금	27,242	35,765	41,955	50,259	81,823
기말 현금	35,765	41,955	50,259	81,823	106,775
NOPLAT	**14,888**	**19,793**	**22,514**	**24,861**	**26,868**
FCF	**13,616**	**20,359**	**22,835**	**28,242**	**29,804**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**70,281**	**93,749**	**113,596**	**148,370**	**176,491**
현금및현금성자산	35,765	41,955	50,259	81,823	106,775
매출채권 및 기타채권	17,059	15,881	14,635	15,034	15,747
재고자산	148	217	234	248	260
비유동자산	287,098	287,930	324,861	341,181	369,589
유형자산	27,416	29,096	30,583	32,152	33,460
관계기업등 지분관련자산	175,889	174,061	209,162	221,416	243,558
기타투자자산	36,423	35,040	35,841	39,694	43,946
자산총계	**357,378**	**381,679**	**438,457**	**489,551**	**546,080**
유동부채	63,056	60,922	93,489	91,725	87,899
매입채무 및 기타채무	38,727	38,661	31,110	31,732	30,145
단기차입금	3,330	1,354	1,388	1,388	1,388
유동성장기부채	4,429	2,000	18,200	18,200	18,200
비유동부채	51,943	50,748	30,379	28,337	26,257
장기차입금	9,936	8,631	8,048	7,048	6,048
사채	16,557	20,073	3,945	2,945	1,945
부채총계	**114,998**	**111,670**	**123,868**	**120,062**	**114,156**
지배지분	232,060	254,599	298,969	353,932	416,436
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,426	14,227	14,595	14,595	14,595
이익잉여금	245,444	259,650	279,389	300,642	323,421
비지배지분	10,320	15,410	15,620	15,556	15,488
자본총계	**242,380**	**270,009**	**314,589**	**369,489**	**431,924**
순차입금	**-2,178**	**-31,568**	**-52,817**	**-89,776**	**-119,727**
총차입금	48,830	43,783	43,430	40,686	38,008

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	13,611	14,479	15,442
BPS	154,077	170,953	200,262	237,079	278,946
EBITDAPS	12,644	16,432	19,520	21,148	22,532
SPS	59,039	66,511	74,089	78,430	82,149
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
PER	**33.1**	**15.5**	**13.9**	**13.1**	**12.3**
PBR	**1.3**	**1.1**	**0.9**	**0.8**	**0.7**
EV/EBITDA	**16.6**	**10.6**	**8.5**	**6.7**	**5.5**
PSR	**3.5**	**2.8**	**2.6**	**2.4**	**2.3**

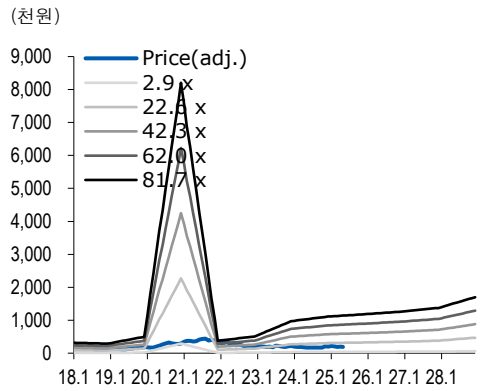
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**17.6**	**11.0**	**9.3**	**5.9**	**4.7**
영업이익 증가율 (%)	**14.1**	**32.9**	**13.7**	**10.4**	**8.1**
지배순이익 증가율 (%)	**33.2**	**90.0**	**12.1**	**6.4**	**6.7**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	**15.4**	**18.4**	**19.2**	**20.0**	**20.6**
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	18.4	18.5	18.8
EBITDA 마진 (%)	21.4	24.7	26.3	27.0	27.4
ROIC	38.8	49.2	63.6	93.9	85.7
ROA	2.9	5.2	5.3	4.9	4.7
ROE	**4.4**	**7.9**	**7.8**	**7.0**	**6.4**
부채비율 (%)	47.4	41.4	39.4	32.5	26.4
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-12.4	-17.7	-25.4	-28.8
영업이익/금융비용 (배)	11.7	18.9	16.9	19.4	22.4

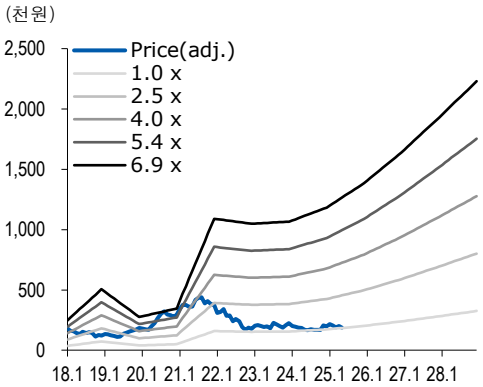
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

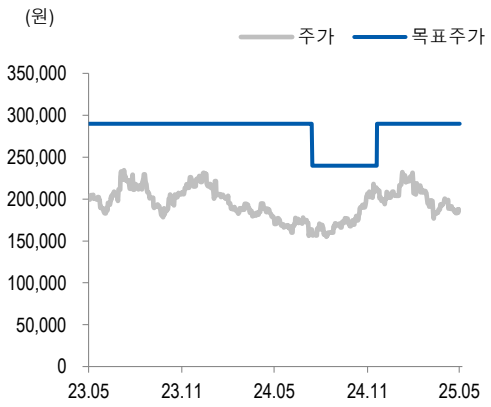
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-30	BUY	290,000	1년		
2024-12-18	BUY	290,000	1년		
2024-08-12	BUY	240,000	1년	-26.11	-9.17
2023-11-08	1년 경과 이후		1년	-33.73	-20.17
2022-11-08	BUY	290,000	1년	-30.78	-19.14

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이창영**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.