

NAVER
(035420)

이지는 Jee Eun Lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

280,000

유지

현재주가

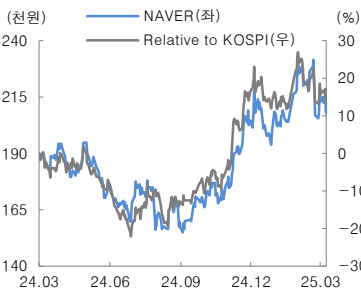
(25.03.18)

209,000

인터넷업종

KOSPI	2612.34
시가총액	33,113십억원
시가총액비중	1.54%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	232,000원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,773억원
외국인지분율	48.50%
주요주주	국민연금공단 8.44% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	-1.6	30.5	13.5
상대수익률	-5.5	-6.5	28.7	16.7



기업분석

초개인화 커머스가
시작됐다

- 3/12 초개인화 커머스 앱 ‘네이버플러스 스토어’ 출시
- 2025년 커머스 광고, 중개 수수료 매출 모두 성장 가능 전망
- 이익 성장이 전망되면서 낮아진 밸류 부담. 인터넷 업종 탐픽 추천

투자의견 매수, 목표주가 280,000원, 인터넷 Top-pick으로 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 11.9조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.7조원, 6) LY 지분가치 6.3조원 등

1H25엔 커머스 광고, 2H25엔 수수료 매출이 커머스 실적 견인할 것

3/12 초개인화 커머스를 겨냥한 ‘네이버+스토어’ 앱 출시. 1) 이에 따라 광고 슬롯 확대 외에 ‘+스토어 전용 광고’ 상품 또한 새롭게 출시. 1Q25부터는 광고 지면 확장 및 신규 광고 상품 출시 효과가 온기로 반영되면서 매 분기 10% 초반의 성장을 유지 전망. 2) 6/2부터 중개 수수료율 정책 변경 계획. 이에 따라 네이버 쇼핑의 평균 수수료율은 기존 2%에서 2.8%로 상승 추정. 중개 수수료율 인상에 따라 커머스 중개 매출은 2025년 YoY 24% 증가 전망. 또한 이는 이익으로 그대로 반영되는 효과. 공격적인 마케팅에도 ‘25E, ‘26E OPM 19.7%(YoY 1.1%p), 21.1%(YoY 1.4%p) 예상

커머스 실적 모멘텀 본격화 전망

1분기는 광고 비수기 영향과 커머스 사업 확장에 따른 마케팅비 증가로 인해 실적 모멘텀은 다소 부족 예상. 단, 커머스 사업 개편으로 2H25, 2026년 수익성 강화 전망. 특히 광고, 커머스 산업 전반이 부진한 상황에서 자체적 사업 개편을 통해 실적 성장을 이끌어내고 있는 점은 긍정적. 커머스로 인한 이익 성장이 기대되면서 현 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 16배 수준으로 밸류 부담도 낮아짐. 2024년 하반기는 광고 실적 개선이 주가 상승을 견인했다면, 2025년엔 커머스 실적 성장이 확인되면서 주가 상승 흐름 지속될 것으로 전망. 이에 따라 인터넷 업종 내 최 선호주로 추천

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
영업이익	1,489	1,996	2,391	2,813	3,139
세전순이익	1,481	2,263	2,604	3,054	3,380
총당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
지배지분순이익	1,012	1,879	1,979	2,321	2,569
EPS	6,180	11,567	12,184	14,292	15,818
PER	36.2	16.2	17.2	14.6	13.2
BPS	141,671	153,503	164,784	177,958	192,657
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
ROE	4.4	7.8	7.7	8.3	8.5

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

표 6. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용		주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,329.1	당사 추정
	12MF 영업이익	1,515.2	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,151.5	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.0x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,879.2	
(2) 커머스	12MF 매출액	3,472.6	당사 추정
	12MF 영업이익	1,041.8	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	791.8	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	15.0x	글로벌 peer 12MF PER 대비 20% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	11,876.3	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금	82,313	
	Target EV/거래대금	0.02	카카오페이 2024년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	1,135.9	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.17	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	1,698.3	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	645.0	
(5) 클라우드	12MF 매출액	664.4	
	Target PSR	4.0x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	2,650.9	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	3,402.2	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	32,457.0	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	6,299.9	
(7) 기타	순차입금 (g)	863.0	3Q24 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) - (g) + (h)		43,624.2	
주식 수(천주)		158,437.0	
적정 주가(원)		275,341	
목표 주가(원)		280,000	반올림 적용
현재 주가(원)		209,000	
상승 여력		34.0%	

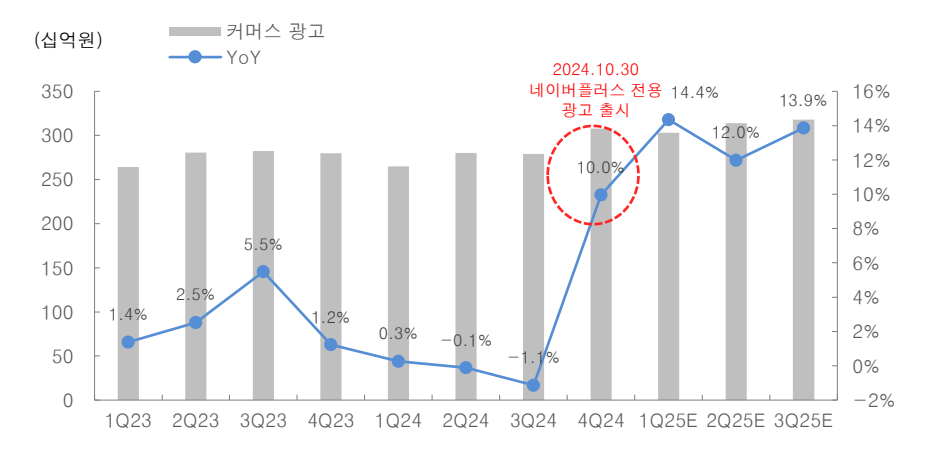
자료: 대신증권 Research Center

표 7. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,627.1	2,715.6	2,885.6	2,824.1	2,959.8	3,093.1	3,269.5	10,754.3	12,146.5	13,356.5
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,013.6	1,082.5	1,096.0	1,137.0	3,946.2	4,329.1	4,738.1
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	773.0	811.9	828.6	845.2	2,949.5	3,258.7	3,552.0
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	228.7	258.5	252.5	278.5	918.9	1,018.1	1,133.3
기타	6.6	12.0	14.8	44.3	11.9	12.1	14.9	13.3	77.7	52.2	52.8
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	771.3	831.5	910.9	958.9	2,922.9	3,472.6	3,859.8
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	302.9	313.8	317.9	338.6	1,132.1	1,273.2	1,349.7
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	413.8	462.2	536.5	562.8	1,595.8	1,975.4	2,270.6
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	54.6	55.5	56.5	57.4	195.2	224.0	239.4
핀테크	353.9	385.1	385.1	400.9	430.5	445.8	452.6	482.0	1,525.0	1,810.9	2,082.1
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	477.5	460.2	462.3	469.6	1,796.4	1,869.6	1,878.4
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	425.3	422.7	423.1	429.6	1,544.6	1,700.8	1,707.6
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	35.9	22.5	21.3	26.1	160.2	105.7	106.8
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	16.4	15.0	17.8	13.9	62.3	63.0	64.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	131.2	139.8	171.3	222.1	563.8	664.4	798.1
YoY Growth rate	10.8%	9.1%	11.1%	13.7%	11.8%	12.7%	13.9%	13.3%	11.2%	12.9%	10.0%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	12.0%	10.6%	9.9%	6.8%	10.0%	9.7%	9.4%
검색	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	8.2%	10.5%	9.0%
디스플레이	5.3%	8.1%	11.0%	9.7%	13.0%	10.0%	10.0%	10.5%	8.6%	10.8%	11.3%
기타	73.7%	215.8%	311.1%	592.2%	80.0%	1.0%	1.0%	-70.0%	341.5%	-32.8%	1.0%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	9.6%	15.6%	25.6%	23.7%	14.8%	18.8%	11.1%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	14.4%	12.0%	13.9%	10.0%	2.3%	12.5%	6.0%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	6.0%	18.1%	34.1%	36.0%	25.8%	23.8%	14.9%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	13.7%	17.1%	22.3%	7.2%	14.2%	14.8%	6.9%
핀테크	11.2%	13.4%	13.0%	12.6%	21.6%	15.8%	17.5%	20.2%	12.6%	18.7%	15.0%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	7.0%	9.6%	-0.1%	0.5%	3.7%	4.1%	0.5%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	12.1%	12.2%	18.5%	25.1%	26.1%	17.8%	20.1%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,310.8	2,395.3	2,449.8	2,600.0	8,758.6	9,755.8	10,544.0
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	671.4	702.3	691.6	723.3	2,664.5	2,788.6	2,944.2
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	991.2	1,033.0	1,068.4	1,128.0	3,790.0	4,220.6	4,609.4
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	196.3	198.3	207.2	212.5	704.8	814.3	914.6
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	451.9	461.7	482.5	536.2	1,599.3	1,932.3	2,075.9
영업이익	439.1	489.3	525.3	542.0	513.3	564.5	643.4	669.5	1,995.7	2,390.7	2,812.5
영업이익률	17.4%	18.6%	19.3%	18.8%	18.2%	19.1%	20.8%	20.5%	18.6%	19.7%	21.1%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	416.4	458.1	473.3	631.0	1,878.0	1,978.8	2,321.2
순이익률	20.2%	12.9%	19.2%	17.6%	14.7%	15.5%	15.3%	19.3%	17.5%	16.3%	17.4%

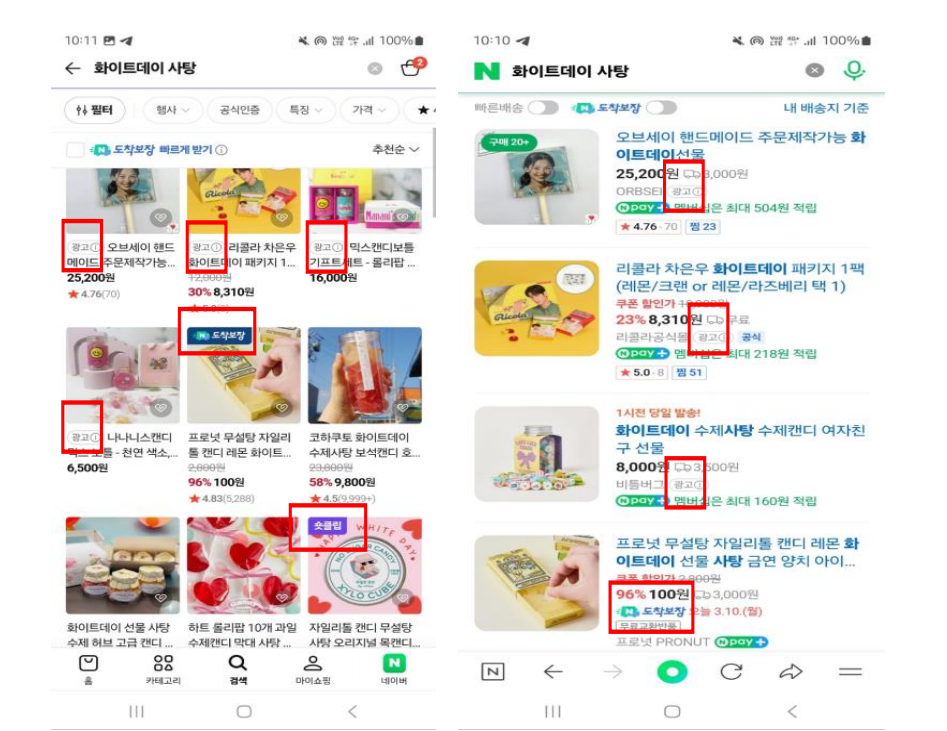
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 39.네이버, 커머스 광고 매출 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 40.가격비교 vs. 플러스 스토어 광고 노출 비교



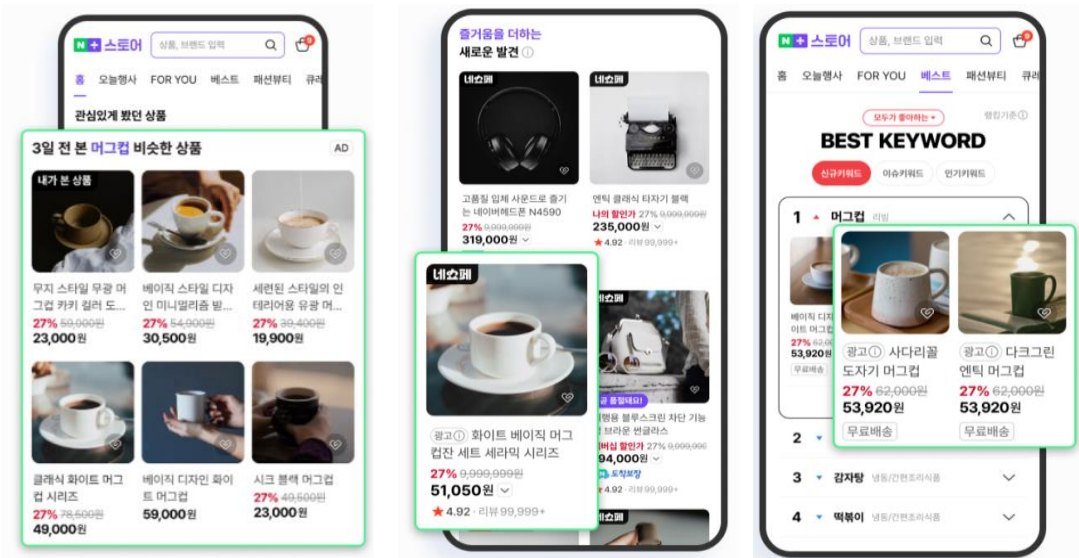
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 8. 네이버플러스 스토어 홈화면 광고 구성

탭	화면 배치	내용	광고 특징
	관심있게 봤던 상품	유저 이력 기반의 연관 광고 상품 추천	- 페이지 당 추천 광고 2개씩 추천 - 단, 이력 상품이 과거에 클릭했던 '광고 상품'인 경우 페이지 전체에 광고 노출
	개인화 광고 블록 (이런 xxx를 찾으셨나요?)	유저 이력 기반으로 추출한 태그의 연관 광고 상품 추천	- 광고 상품으로만 구성, 페이지당 6개(모바일) 또는 10개(PC) 광고 노출
홈 탭	하단 피드	유저의 이력 및 베스트 상품의 연관 광고 상품 추천	- 총 40개의 광고가 일반 상품과 섞여 노출
	쇼핑베스트 차트	쇼핑베스트 차트 검색어에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 쇼핑 베스트 차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출
베스트 탭	베스트 키워드/브랜드 차트	쇼핑베스트 차트 검색어/브랜드에 대한 연관성과 광고주의 입찰가를 기반으로 선정된 광고 노출	- 베스트키워드차트(신규/이슈/인기 키워드)에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출 - 베스트브랜드차트에 왼쪽 정렬 기준 2, 3번째 상품 위치에 노출

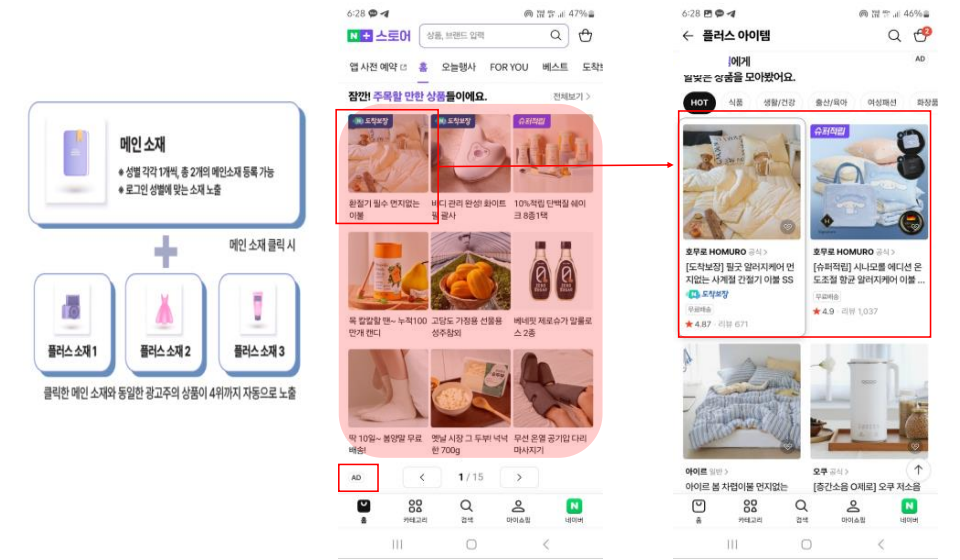
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 41. 플러스 스토어 광고 지면 확대



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 42.플러스 스토어 전용 광고 상품 출시



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 9. 중개 수수료를 정책 변경. 기존) 네이버 쇼핑 유입 수수료 폐지

구매 경로	수수료를 (VAT 포함)
외부 유입	X
네이버 쇼핑을 통한 구입	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

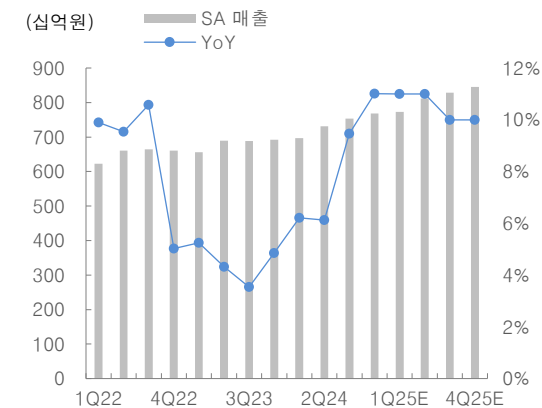
표 10.중개 수수료를 정책 변경. 신규) 네이버 쇼핑 판매 수수료 부과
(모든 판매 적용, 판매자 마케팅 시 수수료 2% 인하)

스토어 구분	마케팅 사용 여부	수수료를 (VAT 포함)
스마트 스토어	판매자 마케팅 미사용	3%
	판매자 마케팅 사용	1%
브랜드 스토어	판매자 마케팅 미사용	4%
	판매자 마케팅 사용	2%

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

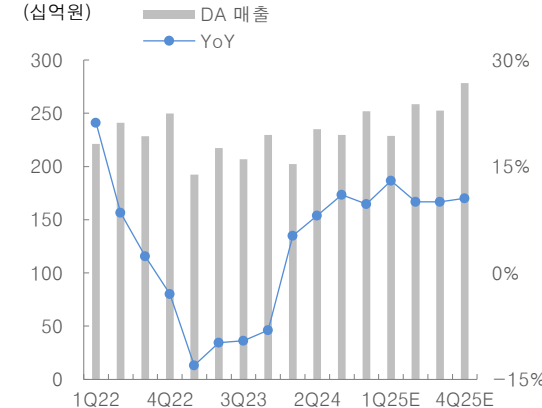
주: 판매자 마케팅이란, 네이버 내부 (쇼핑검색광고, 파워링크 등) 또는 외부 광고 및 개별 홍보(외부 SNS, 블로그 등)를 통해 유입시킨 유저에게 상품을 판매한 경우를 의미

그림 43.SA 매출 추이 전망



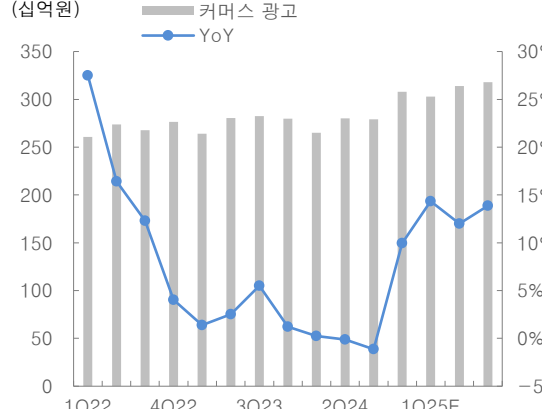
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 44.DA 매출 추이 전망



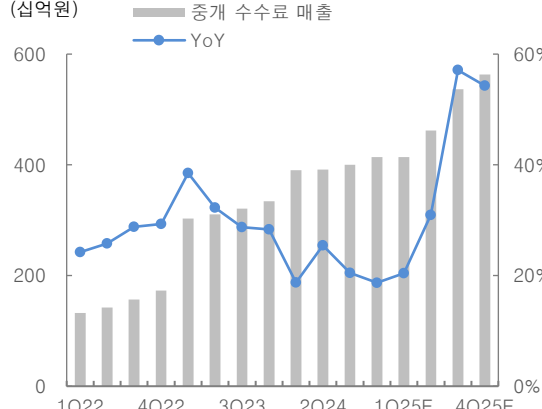
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 45.커머스 광고 매출 추이 전망



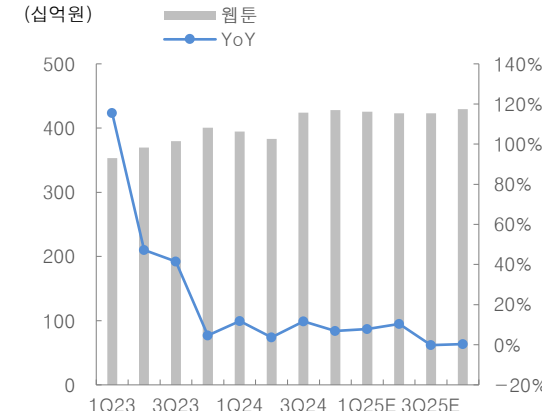
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 46.중개 및 판매 수수료 매출 추이 전망



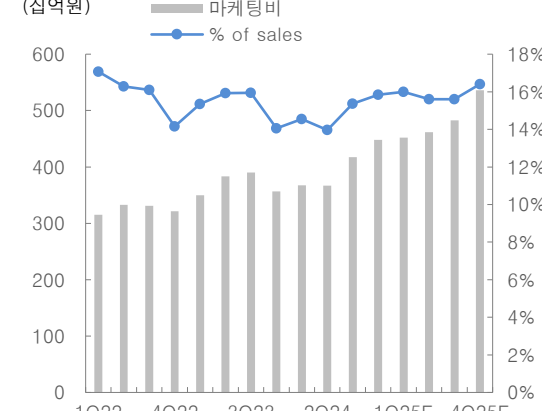
자료: WBTV, 대신증권 Research Center

그림 47.웹툰 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 48.마케팅비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,754	12,147	13,357	14,302
판매비와관리비	8,182	8,759	9,756	10,544	11,163
영업이익	1,489	1,996	2,391	2,813	3,139
영업이익률	15.4	18.6	19.7	21.1	21.9
EBITDA	2,071	2,545	2,960	3,398	3,737
영업외손익	-7	267	213	242	242
관계기업손익	267	145	275	286	286
금융수익	603	558	582	606	606
외환관련이익	62	62	62	62	62
금융비용	-683	-580	-623	-629	-629
외환관련손실	53	53	53	53	53
기타	-195	144	-21	-22	-22
법인세비용차감전순이익	1,481	2,263	2,604	3,054	3,380
법인세비용	-496	-384	-625	-733	-811
계속사업순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
당기순이익률	10.2	17.5	16.3	17.4	18.0
비배지분순이익	-27	0	0	0	0
지배지분순이익	1,012	1,879	1,979	2,321	2,569
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	-26	-26	-26	-26
포괄순이익	724	1,618	1,718	2,061	2,308
비배지분포괄이익	-24	0	0	0	0
지배지분포괄이익	749	1,618	1,718	2,061	2,308

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,567	12,184	14,292	15,818
PER	36.2	16.2	15.4	13.1	11.8
BPS	141,671	153,503	164,784	177,958	192,657
PBR	1.6	1.2	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	12,644	15,673	18,224	20,920	23,007
EV/EBITDA	18.0	11.5	10.1	8.1	6.7
SPS	59,039	66,218	74,790	82,240	88,062
PSR	3.8	2.8	2.8	2.5	2.4
CFPS	14,117	19,888	21,304	24,108	26,195
DPS	1,205	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.6	11.2	12.9	10.0	7.1
영업이익 증가율	14.1	34.0	19.8	17.6	11.6
순이익 증가율	46.3	90.7	5.3	17.3	10.7
수익성					
ROIC	20.4	27.8	30.1	35.2	39.2
ROA	4.3	5.4	6.1	6.8	7.1
ROE	4.4	7.8	7.7	8.3	8.5
안정성					
부채비율	47.4	45.1	43.5	41.8	40.2
순차입금비율	-0.9	-9.0	-15.9	-22.8	-29.2
이자보상배율	11.7	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,359	11,844	14,701	17,819
현금및현금성자산	3,576	5,845	8,251	11,038	14,100
매출채권 및 기타채권	1,706	1,773	1,856	1,930	1,991
재고자산	15	16	19	20	22
기타유동자산	1,731	1,725	1,719	1,713	1,707
비유동자산	28,710	28,420	28,256	28,114	28,000
유형자산	2,742	2,876	2,988	3,082	3,160
관계기업투자금	17,589	17,200	16,941	16,693	16,445
기타비유동자산	8,379	8,344	8,327	8,339	8,396
자산총계	35,738	37,779	40,100	42,814	45,820
유동부채	6,306	6,115	6,093	6,140	6,219
매입채무 및 기타채무	3,873	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	333	336	340	343	347
유동상채무	443	175	69	27	11
기타유동부채	1,657	1,731	1,811	1,897	1,989
비유동부채	5,194	5,625	6,055	6,487	6,920
차입금	2,649	3,044	3,439	3,833	4,228
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,580	2,617	2,654	2,691
부채총계	11,500	11,740	12,148	12,627	13,139
자배지분	23,206	24,930	26,762	28,902	31,289
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,270	1,305	1,305	1,305
이익잉여금	24,544	26,242	28,039	30,178	32,566
기타지분변동	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597
비배지분	1,032	1,109	1,190	1,285	1,391
자본총계	24,238	26,039	27,952	30,187	32,681
순차입금	-218	-2,347	-4,453	-6,876	-9,548

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,797	2,770	3,127	3,402
당기순이익	985	1,879	1,979	2,321	2,569
비현금항목의 가감	1,327	1,351	1,481	1,594	1,685
감가상각비	582	550	569	585	598
외환손익	-30	43	43	43	43
지분법평가손익	-267	-145	-275	-286	-286
기타	1,042	904	1,144	1,252	1,331
자산부채의 증감	360	-84	-101	-91	-77
기타현금흐름	-670	-349	-589	-697	-776
투자활동 현금흐름	-950	-1,541	-1,806	-1,883	-1,766
투자자산	603	365	220	183	141
유형자산	-633	-633	-753	-793	-633
기타	-919	-1,273	-1,274	-1,274	-1,274
재무활동 현금흐름	-110	-96	74	103	128
단기차입금	-371	3	3	3	3
사채	177	177	177	177	177
장기차입금	218	218	218	218	218
유상증자	0	27	35	0	0
현금배당	-62	-181	-182	-182	-182
기타	-71	-339	-177	-113	-88
현금의 증감	852	2,268	2,406	2,787	3,062
기초 현금	2,724	3,576	5,845	8,251	11,038
기말 현금	3,576	5,845	8,251	11,038	14,100
NOPLAT	990	1,657	1,817	2,138	2,385
FCF	881	1,566	1,626	1,923	2,343