

NAVER (035420)

이재은 Jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

330,000

목표주가

상향

현재주가

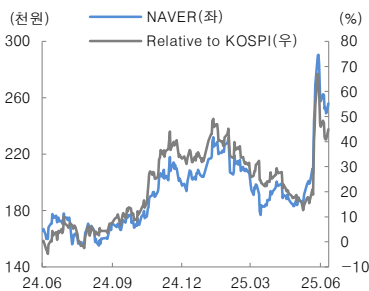
256,000

(25.07.07)

인터넷업종

KOSPI	3059.47
시가총액	40,560십억원
시가총액변동	1.83%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	2,191억원
외국인지분율	45.46%
주요주주	국민연금공단 9.24% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	33.9	33.5	23.1	52.3
상대수익률	23.1	1.6	0.3	42.5



탑라인 성장에 주목할 시점

- TP 18% 상향. 커머스 사업가치, 파이낸셜 지분가치 상향 조정 영향
- 주가는 높아진 이익 레벨보다 매출 성장률에 반응. 향후 매출 성장 주목
- 광고, 커머스 사업 순항 중으로 내수 회복으로 탄력 강화 기대

투자 의견 매수, 목표주가 33만원으로 기존 대비 17.8% 상향

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.8조원, 2) 커머스 16.4조원, 3) 파이낸셜 3.5조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 엔터프라이즈 2.2조원, 6) LY 지분가치 7조원 등. 목표주가 상향은 커머스 영업가치 산정 시 적용한 멀티플 상향 및 파이낸셜 지분가치 상향 조정 영향

2Q25. 광고 무난, 커머스 성장 시작

2Q25 매출액 2조 8,880억원(YoY 10%, QoQ 4%), 영업이익 5,282억원(YoY 12%, QoQ 5%) 예상. 1) 서치 플랫폼 매출 1조 549억원(YoY 8%, QoQ 4%) 추정. SA, DA는 전분기와 유사한 매출 성장률 예상. 2) 커머스 매출 8,440억원(YoY 17%, QoQ 7%) 추정. 커머스 광고 성장 지속, 중개 수수료 인상 효과(한 달 반영) 영향. 비용의 경우, 주가 상승에 따른 주식보상비용 발생, 커머스 사업 확대에 따른 마케팅비 QoQ 3% 증가 예상

광고, 커머스는 내수 회복으로 탄력 강화

코로나 이후 NAVER의 주가는 이익 성장보다는 매출 성장률에 반응. 향후에도 본업의 사업 확장에 따라 어느 정도 비용이 수반되어 이익의 개선은 시장 기대치를 다소 하회할 수 있으나, 지금은 이익보다는 외형 성장에 집중할 필요. 이미 이익은 2020년 이전 대비 2배 수준으로 성장. 이익보다는 매출 성장률이 주가의 키로 판단

광고, 커머스 사업 순항 중이며, 내수 회복으로 탄력 강화 기대. 플레이스 광고 개수 상향, 증권토론펙 광고 도입, ADVoost 도입을 통한 광고 단가 상승 등 점진적으로 광고 매출 성장 도모. 6월 쇼핑 수수료가 인상된 가운데 정부의 내수 진작 정책에 따른 소비 여력 보강 효과로 커머스,페이 GMV의 가파른 성장 기대. 하반기 실적 발표에서 각 사업부의 GMV 상승 및 광고, 커머스, 페이의 매출 성장률 반등이 확인될 경우 주가 상승세 지속 가능 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,938	13,709	15,736
영업이익	1,489	1,979	2,286	2,739	3,162
세전순이익	1,481	2,322	2,364	2,863	3,285
총당기순이익	985	1,932	1,779	2,176	2,497
지배지분순이익	1,012	1,923	1,785	2,182	2,504
EPS	6,180	11,913	11,264	13,773	15,807
PER	36.2	16.7	22.7	18.6	16.2
BPS	141,671	157,703	171,116	183,824	198,567
PBR	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3
ROE	4.4	7.9	6.8	7.8	8.3

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

표 1. NAVER 목표주가 산출

(단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용	주요 가정	
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,317.1	당사 추정
	12MF 영업이익	1,511.0	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,148.4	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,818.9	
(2) 커머스	12MF 매출액	3,778.1	당사 추정
	12MF 영업이익	1,133.4	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	861.4	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 대비 20% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	16,366.6	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금	84,584	
	Target EV/거래대금	0.06	카카오페이 현재 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	3,501.8	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.22	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	1,671.8	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	634.9	
(5) 클라우드	12MF 매출액	621.5	
	Target PSR	3.6x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	2,218.6	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	3,644.3	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	35,058.2	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	6,804.8	
(7) 기타	순차입금 (g)	844.0	1Q25 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h)		43,602.3	
	주식 수(천주)	158,437.0	
	적정 주기(원)	329,403	
	목표 주기(원)	330,000	반올림 적용
	현재 주기(원)	256,000	
	상승 여력	28.9%	

자료: 대신증권 Research Center

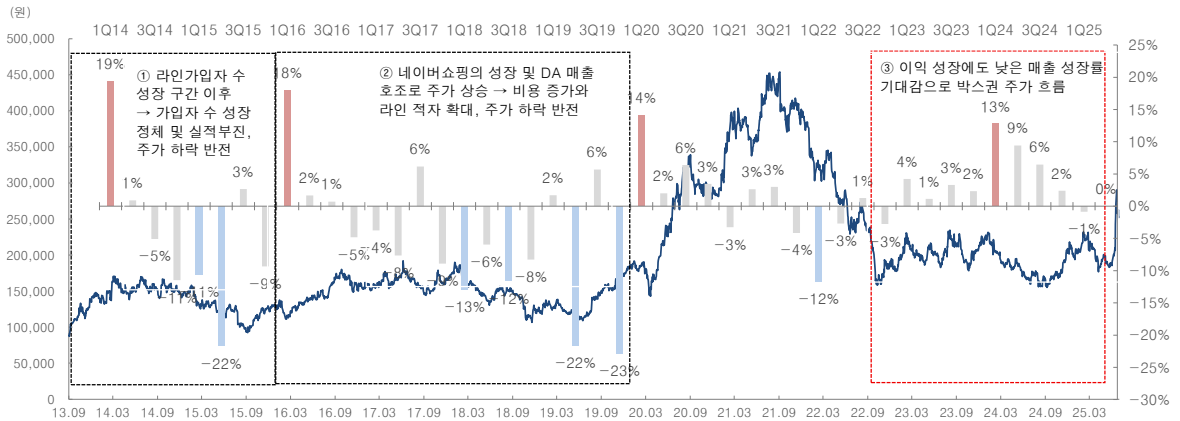
표 2. NAVER 연결 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,888.0	3,055.5	3,208.1	10,737.7	11,938.3	13,708.9
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,054.9	1,074.1	1,117.5	3,946.2	4,259.2	4,602.0
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	791.4	813.6	829.9	2,949.5	3,188.5	3,475.5
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	249.1	245.6	272.2	918.9	984.0	1,064.5
기타	6.6	12.0	14.8	44.3	41.8	14.4	14.9	15.5	77.7	86.7	62.0
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	844.0	937.5	1,002.0	2,922.9	3,571.4	4,357.7
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	318.1	321.2	343.2	1,132.1	1,290.8	1,518.4
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	469.4	558.9	600.5	1,595.8	2,052.9	2,595.9
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	56.4	57.4	58.4	195.2	227.7	243.3
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	406.3	436.2	467.4	1,508.4	1,702.6	2,195.3
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	442.9	449.5	454.3	1,796.4	1,806.0	1,852.3
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	406.7	410.8	414.9	1,544.6	1,655.1	1,701.5
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	21.2	20.9	25.5	160.2	91.1	90.2
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	14.9	17.8	13.9	62.3	59.7	60.6
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	139.9	158.2	166.8	563.8	599.1	701.5
YoY Growth rate	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	10.6%	12.5%	11.2%	11.0%	11.2%	14.8%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	7.8%	7.7%	5.0%	10.0%	7.9%	8.0%
검색	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	8.2%	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%	8.1%	9.0%
디스플레이	5.3%	8.1%	11.0%	9.7%	7.3%	6.0%	7.0%	8.0%	8.6%	7.1%	8.2%
기타	73.7%	215.8%	311.1%	592.2%	533.3%	20.0%	1.0%	-65.0%	341.5%	11.5%	-28.4%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	17.4%	29.2%	29.3%	14.8%	22.2%	22.0%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	13.5%	15.1%	11.5%	2.3%	14.0%	17.6%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.9%	39.7%	45.1%	25.8%	28.6%	26.5%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	15.5%	19.0%	24.3%	8.9%	14.2%	16.6%	6.9%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	10.3%	13.3%	16.6%	11.3%	12.9%	28.9%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	5.4%	-2.9%	-2.8%	3.7%	0.5%	2.6%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	12.3%	9.4%	-6.1%	26.1%	6.3%	17.1%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,359.8	2,450.1	2,560.9	8,758.6	9,652.2	10,969.7
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	693.4	704.2	729.0	2,664.5	2,814.4	3,001.5
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,019.5	1,055.4	1,106.8	3,790.0	4,155.9	4,838.4
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	202.2	213.9	224.6	704.8	829.9	959.6
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	444.7	476.7	500.5	1,599.3	1,852.1	2,170.2
영업이익	439.1	472.7	525.3	542.0	505.3	528.2	605.3	647.3	1,979.1	2,286.1	2,739.2
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.3%	19.8%	20.2%	18.4%	19.1%	20.0%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	447.4	378.2	533.5	1,878.0	1,783.8	2,181.4
순이익률	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	15.2%	15.5%	12.4%	16.6%	17.5%	14.9%	15.9%

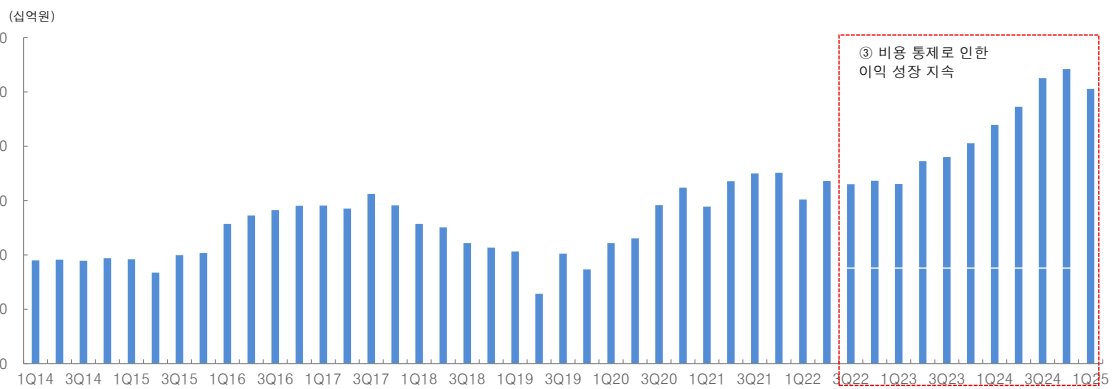
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. NAVER 주가와 컨센서스 대비 영업이익 추이



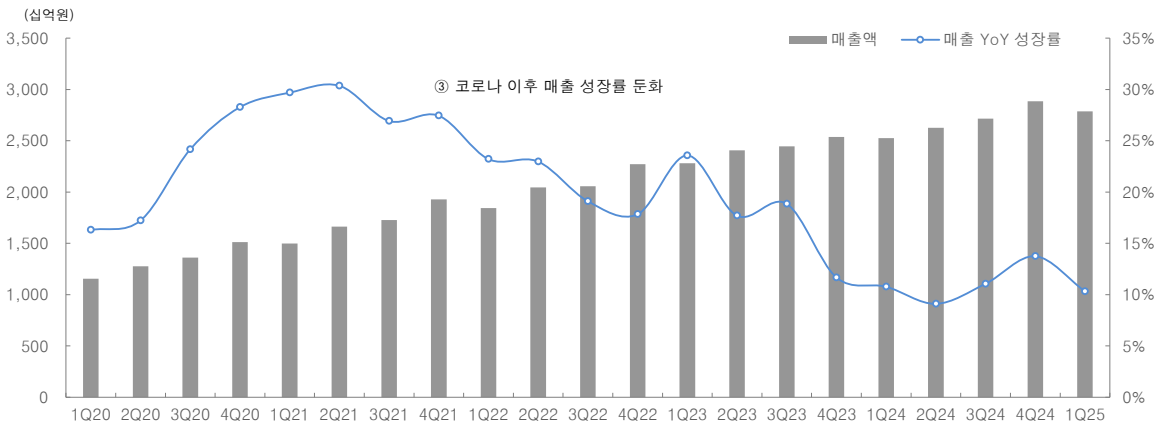
자료: NAVER, Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 2. NAVER 영업이익 추이



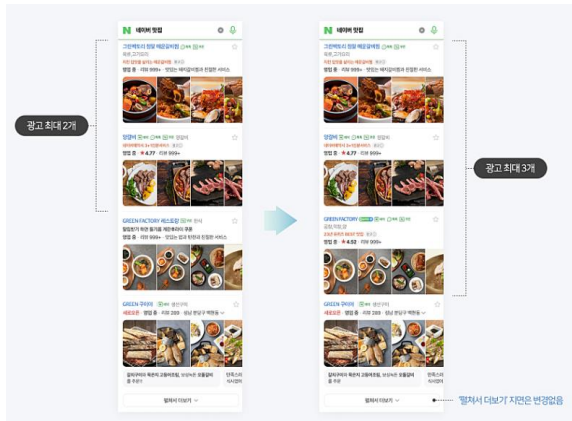
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. NAVER 매출 성장률 추이



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 식당, 미용실 업종 플레이스 광고 노출 증가



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

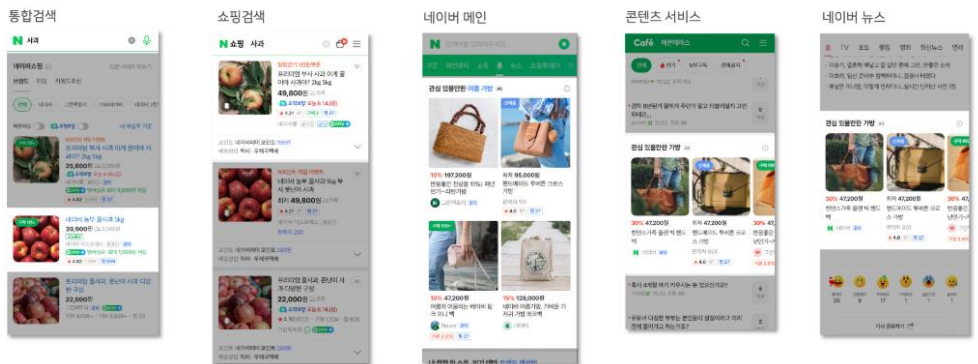
그림 5. 모바일 증권 토론방 광고 도입



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

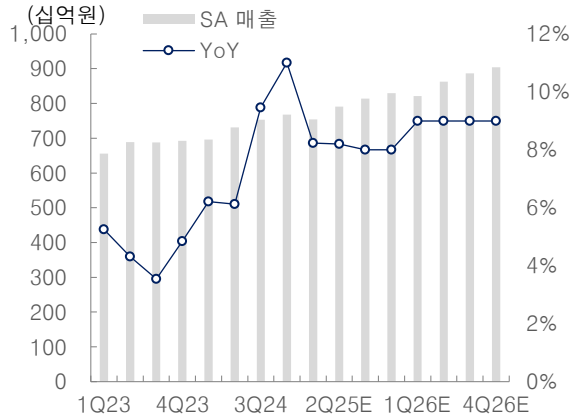
그림 6. ADVoost 쇼핑캠페인 5월 도입

ADVoost 쇼핑 캠페인 노출 예시



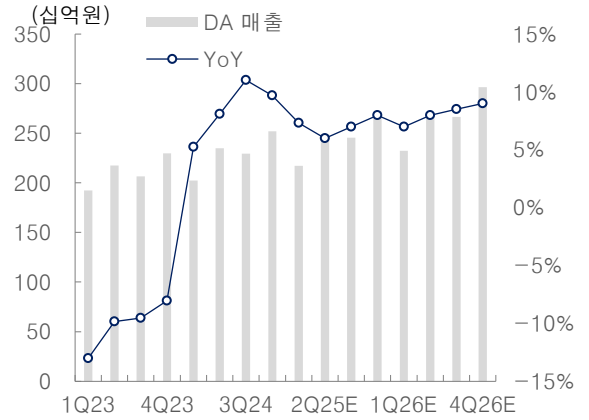
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 7. SA 매출 추이 전망



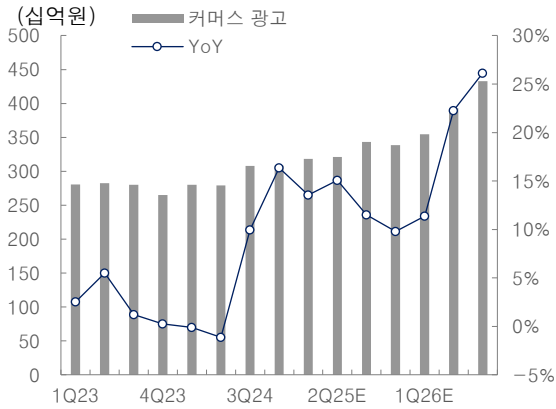
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 8. DA 매출 추이 전망



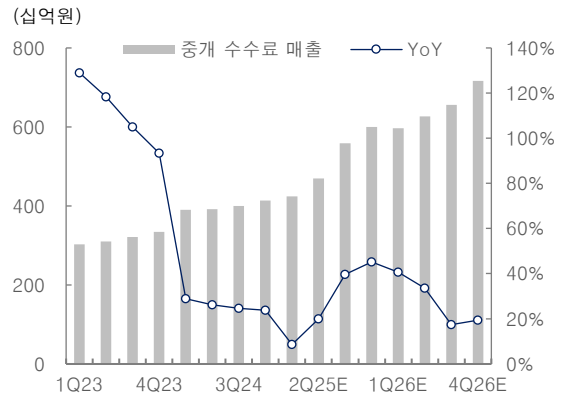
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 9. 커머스 광고 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 10. 커머스 수수료 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,938	13,709	15,736
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,938	13,709	15,736
판매비와판매비	8,182	8,758	9,652	10,970	12,574
영업이익	1,489	1,979	2,286	2,739	3,162
영업외수익	15.4	18.4	19.1	20.0	20.1
EBITDA	2,071	2,653	2,856	3,307	3,728
영업외손익	-7	343	77	123	123
관계기업손익	267	145	151	189	189
금융수익	603	633	597	638	638
외환평가이익	62	38	38	38	38
금융비용	-683	-579	-634	-666	-666
외환평가손실	53	72	72	72	72
기타	-195	144	-36	-38	-38
법인세비용차감전순이익	1,481	2,322	2,364	2,863	3,285
법인세비용	-496	-390	-584	-687	-789
계속사업순이익	985	1,932	1,779	2,176	2,497
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	1,779	2,176	2,497
당기순이익	102	180	149	159	159
비재계분순이익	-27	9	-5	-7	-7
재계분순이익	1,012	1,923	1,785	2,182	2,504
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	70	70	70	70
포괄순이익	724	2,631	2,478	2,874	3,196
비재계분포괄이익	-24	70	-7	-9	-10
재계분포괄이익	749	2,561	2,485	2,883	3,205

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	11,264	13,773	15,807
PER	36.2	16.7	16.2	13.3	11.6
BPS	141,671	157,703	171,116	183,824	198,567
PBR	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	12,644	16,432	18,024	20,873	23,531
EV/EBITDA	18.0	11.3	12.8	10.2	8.3
SPS	59,039	66,511	75,351	86,526	99,320
PSR	3.8	3.0	3.4	3.0	2.6
CFPS	14,111	18,180	19,374	22,274	24,932
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	11.2	14.8	14.8
영업이익 증감률	14.1	32.9	15.5	19.8	15.4
순이익 증감률	46.3	96.1	-7.9	22.3	14.8
수익성					
ROIC	20.4	27.2	27.9	33.8	38.9
ROA	4.3	5.4	5.9	6.7	7.3
ROE	4.4	7.9	6.8	7.8	8.3
안정성					
부채비율	47.4	41.4	38.6	36.2	33.8
순차입금비율	-0.9	-11.7	-19.7	-27.6	-35.0
이자보상비율	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	11,853	14,787	18,110
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,551	9,333	12,489
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,653	1,743	1,844
재고자산	15	22	24	28	32
기타유동자산	1,731	3,570	3,625	3,683	3,745
비유동자산	28,710	28,793	28,011	27,270	26,530
유형자산	2,742	2,910	2,920	2,929	2,936
관계기업투자지급	17,589	17,406	16,664	15,959	15,255
기타비유동자산	8,379	8,477	8,428	8,381	8,339
자산총계	35,738	38,168	39,864	42,056	44,640
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
유동상차부	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	27,111	29,125	31,460
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,458	1,458	1,458
이익잉여금	24,544	25,965	27,581	29,595	31,930
기타자본변동	-2,597	-1,944	-1,944	-1,944	-1,944
비재계분	1,032	1,541	1,641	1,763	1,904
자본총계	24,238	27,001	28,752	30,887	33,364
순차입금	-218	-3,157	-5,678	-8,516	-11,683

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,870	3,200	3,508
당기순이익	985	1,932	1,779	2,176	2,497
비현금항목의 기입	1,326	1,003	1,290	1,353	1,453
감가상각비	582	674	570	568	566
외환손익	-30	135	147	147	147
자본법정평가손익	-267	-145	-151	-189	-189
기타	1,041	339	724	827	929
자산부채의 증감	361	152	364	337	326
기타현금흐름	-670	-497	-564	-667	-768
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	28	-50	196
투자자산	603	1,226	741	703	703
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	2,356	2,781	3,156
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,551	9,333
기말 현금	3,576	4,196	6,551	9,333	12,489
NOPLAT	990	1,647	1,721	2,082	2,403
FCF	881	1,742	1,531	1,850	2,415

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 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.

[투자등급관련사항]

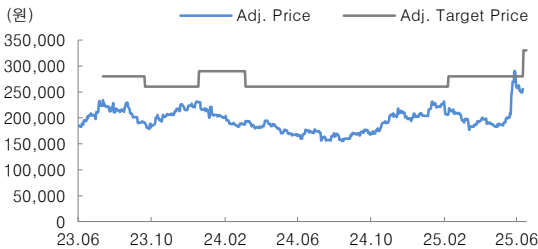
산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

(기준일자: 20250705)

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



재수입자	25.07.08	25.03.05	24.10.01	24.04.01	24.01.14	23.10.16
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과 이후	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000	280,000	260,000	260,000	290,000	260,000
과다율(평균%)		(26.15)	(23.59)	(33.61)	(30.75)	(20.36)
과다율(최대/최소%)		3.75	(10.77)	(25.08)	(20.69)	(10.96)
재수입자	23.08.07					
투자의견	Buy					
목표주가	280,000					
과다율(평균%)	(24.06)					
과다율(최대/최소%)	(18.04)					
재수입자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						