Results Comment

NAVER (035420)

커머스 잘하고 있지만, 아쉬웠던 광고

- 2Q, 컨센 부합. 커머스 내 전 사업부 호실적 기록. 그러나 광고는 성장 둔화
- 하반기도 견조한 커머스 실적 전망. 단, 커머스 만으로 전사 매출 성장 제한적
- 안정적 이익 성장, 낮은 밸류에도 주가 상승을 위해 광고, AI 등 탑라인 개선 필요

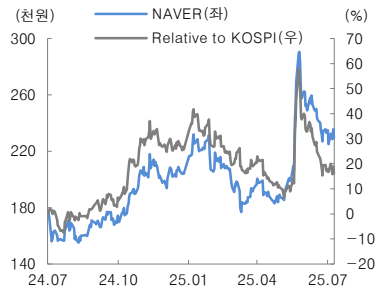
이지은

jeeeun.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	330,000 유지
현재주가 (25.08.08)	229,500 인터넷업종

KOSPI	3210.01
시가총액	36,361십억원
시가총액비중	1.64%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	2,259억원
외국인지분율	42.80%
주요주주	국민연금공단 9.24% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	21.6	1.8	41.1
상대수익률	-13.7	-2.3	-20.0	12.4



투자의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.5조원, 2) 커머스 17.4조원, 3) 파이낸셜 3.6조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 엔터프라이즈 2.3조원, 6) LY 지분가치 6.2조원 등

커머스 잘하고 있지만, 아쉬웠던 광고

2Q25 매출액 2조 9,150억원(YoY 11.7%, QoQ 4.6%), 영업이익 5,216억원(YoY 10.3%, QoQ 3.2%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합

서치플랫폼. 매출 1조 365억원(YoY 5.9%, QoQ 2.4%) 기록. 이번 분기부터 네이버는 SA, DA를 구분하지 않고 플랫폼(통합) 광고 실적 발표. 플랫폼 광고 매출은 YoY 8.7% 성장했으며, 커머스 광고가 성장을 견인. SA, DA는 2Q24 높아진 기저효과로 인해 매출 성장률 소폭 둔화된 것으로 추정. 커머스. 매출 8,611억원(YoY 19.8%, QoQ 9.3%) 기록. 커머스 광고 YoY 19.8% 성장. 앱 출시 효과뿐 아니라, 5월 애드부스트 쇼핑 캠페인 출시로 커머스 광고 단가 상승한 것으로 판단. 수수료 매출 YoY 20% 성장. 수수료 인상 효과 한달 반영된 영향. 네이버쇼핑의 GMV 성장률은 시장 성장률 약 2%를 상회한 약 5% 추정. 컨텐츠. 매출 4,740억원(YoY 12.8%, QoQ 3.2%) 기록. 인프라비는 GPU 등 신규 자산 취득에 따라 1,977억원(YoY 15.2%), 마케팅비 역시 각 사업부문 프로모션 집행으로 4,824억원(YoY 31.5%) 기록

하반기, 기대해볼 수 있는 것은 역시 커머스뿐

2분기 실적을 통해 견조한 커머스와 달리 광고는 예상보다 아쉬운 실적이었던 것으로 판단. SA, DA의 2024년 높은 기저로 인한 매출 성장률 둔화를 커머스 광고의 높은 매출 성장률이 상쇄하고 있긴 하나, 하반기에도 전반적인 광고 매출 성장률은 2025년 하반기 긴 연휴로 인한 광고 판매 일수 감소 등의 영향이 더해져 반등이 제한될 것으로 전망. 결국 기대할 수 있는 것은 커머스 사업. 앱 출시로 인한 거래액의 점진적인 성장과 수수료 인상이 하반기에 모두 이뤄지며, 전사 이익 성장을 주도할 것으로 전망

코로나 이후 동사는 꾸준한 이익 성장이 확인됐음에도 불구하고, 주가는 이익 성장보다는 매출 성장률에 영향을 받아왔음. 광고 매출 비중이 커머스보다 높아, 2025년 하반기 커머스 단독 성장만으로 전사 매출 성장률을 끌어올리기는 제한적이라고 판단. 안정적인 분기별 이익 성장과 낮은 밸류 부담(12MF PER 18배)을 고려해 매수 의견 유지하나, 주가의 탄력적인 상승을 위해서는 커머스 외 광고 부문 혹은 AI 등 신사업을 통한 탑라인의 가파른 개선 필요할 것으로 판단

(단위: 십억원, 원, %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25					3Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,610	2,787	2,888	2,915	11.7	4.6	2,905	3,016	11.1	3.5
영업이익	473	505	528	522	10.3	3.2	528	595	13.3	14.1
순이익	338	484	450	497	47.0	2.7	424	556	6.8	11.8

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,887	13,361	15,071
영업이익	1,489	1,979	2,259	2,588	2,888
세전순이익	1,481	2,322	2,646	3,020	3,320
총당기순이익	985	1,932	1,953	2,296	2,523
지배지분순이익	1,012	1,923	1,979	2,369	2,604
EPS	6,180	11,913	12,488	14,952	16,435
PER	36.2	16.7	18.4	15.3	14.0
BPS	141,671	157,703	172,340	186,228	201,599
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	4.4	7.9	7.5	8.3	8.5

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	11,938	13,709	11,887	13,361	-0.4	-2.5
판매비와 관리비	9,652	10,970	9,628	10,773	-0.3	-1.8
영업이익	2,286	2,739	2,259	2,588	-1.2	-5.5
영업이익률	19.1	20.0	19.0	19.4	-0.1	-0.6
영업외손익	77	123	386	432	398.8	250.4
세전순이익	2,364	2,863	2,646	3,020	11.9	5.5
지배지분순이익	1,785	2,182	1,979	2,369	10.9	8.6
순이익률	14.9	15.9	16.4	17.2	1.5	1.3
EPS(지배지분순이익)	11,264	13,773	12,488	14,952	10.9	8.6

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)		내용	주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,253.8	당사 추정
	12MF 영업이익	1,488.8	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,131.5	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	**21,498.8**	
(2) 커머스	12MF 매출액	4,013.4	당사 추정
	12MF 영업이익	1,204.0	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	915.1	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 대비 20% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	**17,386.3**	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버 페이 거래대금	86,817	
	Target EV/거래대금	0.06	카카오페이 2024년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버 페이) 지분 가치 (c)	**3,594.2**	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	1.19	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	1,651.8	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	**627.4**	
(5) 클라우드	12MF 매출액	644.4	
	Target PSR	3.6x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	**2,300.4**	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	3,391.4	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	31,980.4	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	**6,207.4**	
(7) 기타	**순현금 (g)**	**844.0**	1Q25 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h)		52,458.4	
주식 수(천주)		158,437.0	
적정 주가(원)		331,099	
목표 주가(원)		330,000	반올림 적용
현재 주가(원)		229,500	
상승 여력		43.8%	

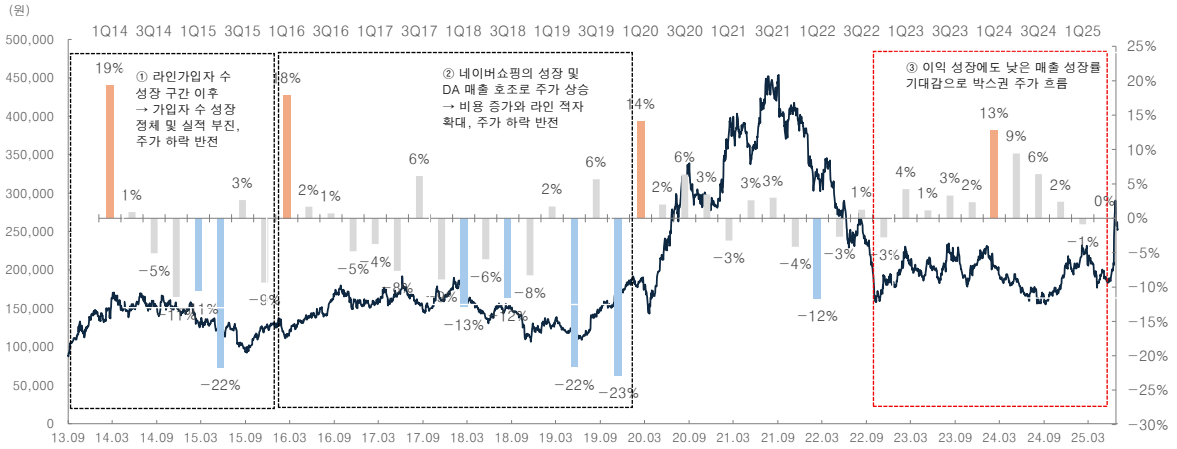
자료: 대신증권 Research Center

표 2. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.0	3,016.4	3,169.1	10,737.7	11,887.3	13,360.9
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,037.1	1,086.9	3,946.2	4,173.2	4,358.8
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	956.1	1,015.6	2,922.9	3,620.7	4,282.6
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	335.6	351.0	374.6	1,132.1	1,369.4	1,571.1
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	468.2	547.7	582.6	1,595.8	2,022.7	2,468.2
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.2	57.4	58.4	195.2	228.4	243.3
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	415.9	445.7	1,508.4	1,666.0	2,163.5
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	449.1	454.0	1,796.4	1,836.4	1,854.5
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	433.7	410.8	414.9	1,544.6	1,682.1	1,701.5
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	28.5	20.9	25.5	160.2	98.4	97.4
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	11.8	17.4	13.6	62.3	55.9	55.5
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	158.2	166.8	563.8	590.9	701.5
YoY Growth rate	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	11.1%	9.8%	11.0%	10.7%	12.4%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	5.9%	3.9%	2.1%	10.0%	5.8%	4.4%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	31.8%	31.0%	14.8%	23.9%	18.3%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	25.7%	21.7%	2.3%	21.0%	14.7%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	36.9%	40.8%	25.8%	26.8%	22.0%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	15.5%	20.7%	24.3%	8.9%	14.2%	17.0%	6.5%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	11.7%	8.0%	11.2%	11.3%	10.4%	29.9%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	12.9%	-3.0%	-2.8%	3.7%	2.2%	1.0%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	5.7%	9.4%	-6.1%	26.1%	4.8%	18.7%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.4	2,421.2	2,531.7	8,758.6	9,627.8	10,772.6
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	704.2	729.0	2,664.5	2,820.3	3,006.9
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,041.9	1,093.3	3,790.0	4,123.5	4,715.6
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	204.6	214.9	704.8	806.5	935.3
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	470.6	494.4	1,599.3	1,877.6	2,114.9
영업이익	439.1	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	595.2	637.4	1,979.1	2,259.5	2,588.3
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	19.7%	20.1%	18.4%	19.0%	19.4%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	488.8	415.3	649.8	1,878.0	1,978.8	2,368.9
순이익률	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	15.2%	16.8%	13.8%	20.5%	17.5%	16.6%	17.7%

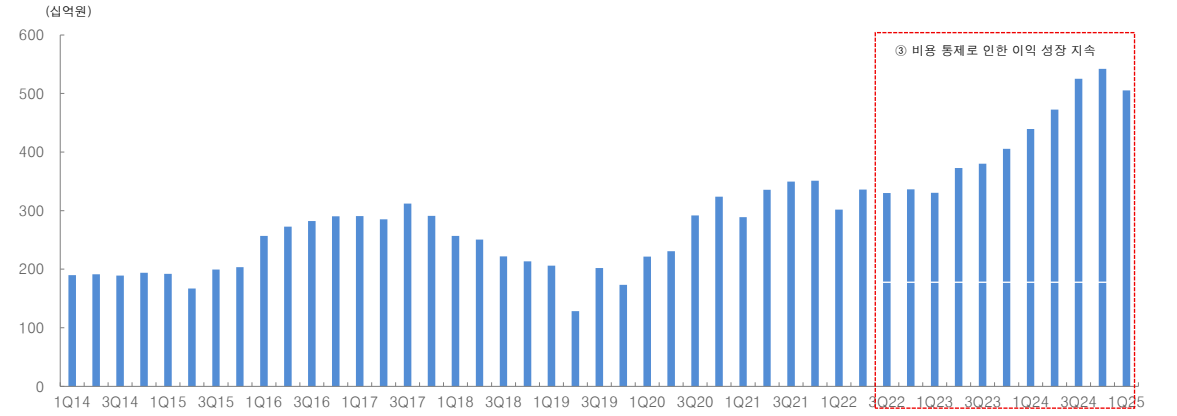
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. NAVER 주가와 컨센서스 대비 영업이익 추이



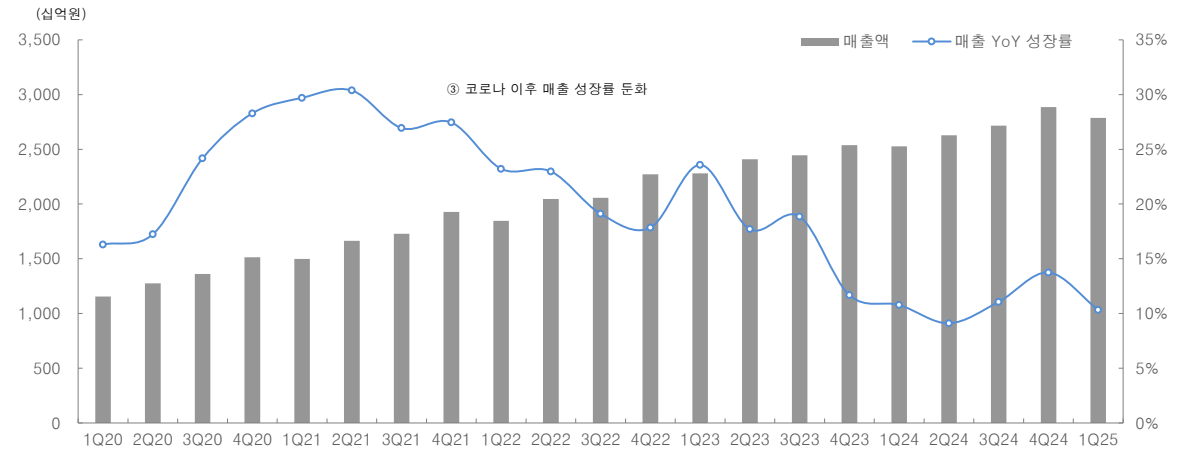
자료: NAVER, Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. NAVER 영업이익 추이



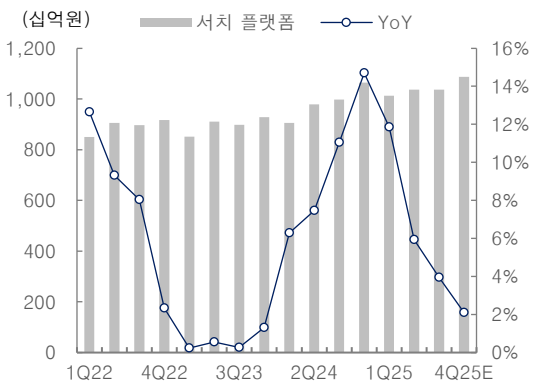
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. NAVER 매출 성장률 추이



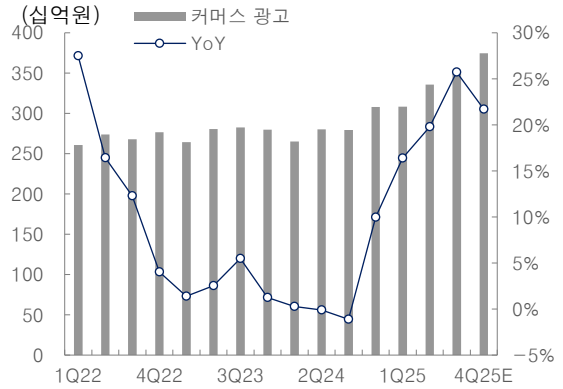
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 서치플랫폼(SA+DA) 매출 추이 전망



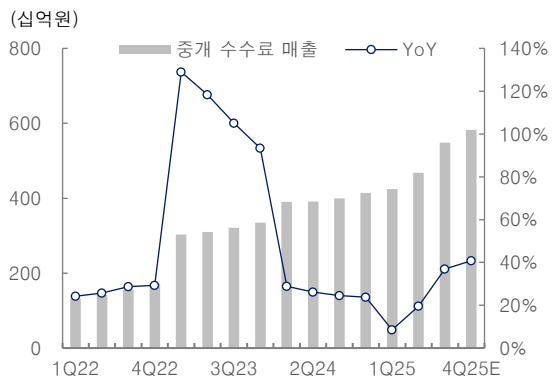
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 5. 커머스 광고 매출 추이 전망



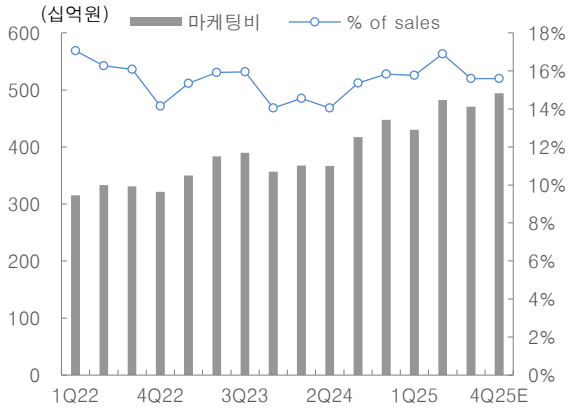
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 수수료 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center
주; 포시마크, 소다 포함

그림 7. 마케팅비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	11,887	13,361	15,071
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,887	13,361	15,071
판매비와관리비	8,182	8,758	9,628	10,773	12,183
영업이익	1,489	1,979	2,259	2,588	2,888
영업이익률	15.4	18.4	19.0	19.4	19.2
EBITDA	2,071	2,653	2,829	3,156	3,454
영업외손익	-7	343	386	432	432
관계기업손익	267	145	223	133	133
금융수익	603	633	725	988	988
외환관련이익	62	38	38	38	38
금융비용	-683	-579	-625	-696	-696
외환관련손실	53	72	72	72	72
기타	-195	144	63	6	6
법인세비용차감전순손익	1,481	2,322	2,646	3,020	3,320
법인세비용	-496	-390	-692	-725	-797
계속사업순손익	985	1,932	1,953	2,296	2,523
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	1,953	2,296	2,523
당기순이익률	10.2	18.0	16.4	17.2	16.7
비지배지분순이익	-27	9	-25	-73	-81
지배지분순이익	1,012	1,923	1,979	2,369	2,604
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	70	70	70	70
포괄순이익	724	2,631	2,652	2,994	3,222
비지배지분포괄이익	-24	70	-34	-96	-103
지배지분포괄이익	749	2,561	2,686	3,090	3,325

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028	9,375	11,986	15,173	18,657
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,687	9,736	13,067
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,650	1,727	1,815
재고자산	15	22	24	27	31
기타유동자산	1,731	3,570	3,625	3,683	3,745
비유동자산	28,710	28,793	28,084	27,287	26,492
유형자산	2,742	2,910	2,920	2,929	2,936
관계기업투자금	17,589	17,406	16,736	15,977	15,217
기타비유동자산	8,379	8,477	8,428	8,381	8,339
자산총계	35,738	38,168	40,070	42,460	45,149
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
유동성채무	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
지배지분	23,206	25,460	27,305	29,505	31,941
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,458	1,458	1,458
이익잉여금	24,544	25,965	27,775	29,975	32,411
기타자본변동	-2,597	-1,944	-1,944	-1,944	-1,944
비지배지분	1,032	1,541	1,653	1,786	1,933
자본총계	24,238	27,001	28,958	31,291	33,874
순차입금	-218	-3,157	-5,813	-8,919	-12,261

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	12,488	14,952	16,435
PER	36.2	16.7	14.7	12.2	11.1
BPS	141,671	157,703	172,340	186,228	201,599
PBR	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
EBITDAPS	12,644	16,432	17,856	19,920	21,800
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.4	9.3	7.5
SPS	59,039	66,511	75,028	84,329	95,124
PSR	3.8	3.0	3.1	2.7	2.4
CFPS	14,111	18,180	20,696	23,618	25,498
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,974	3,389	3,604
당기순이익	985	1,932	1,953	2,296	2,523
비현금항목의 가감	1,326	1,003	1,326	1,446	1,517
감가상각비	582	674	570	568	566
외환손익	-30	135	147	147	147
지분법평가손익	-267	-145	-223	-133	-133
기타	1,041	339	832	865	937
자산부채의 증감	361	152	366	351	340
기타현금흐름	-670	-497	-672	-704	-776
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-44	5	251
투자자산	603	1,226	668	758	758
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	2,491	3,049	3,331
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,687	9,736
기말 현금	3,576	4,196	6,687	9,736	13,067
NOPLAT	990	1,647	1,668	1,967	2,195
FCF	881	1,742	1,478	1,735	2,207

재무비율

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	17.6	11.0	10.7	12.4	12.8
영업이익 증가율	14.1	32.9	14.2	14.6	11.6
순이익 증가율	46.3	96.1	1.1	17.5	9.9
수익성					
ROIC	20.4	27.2	27.1	32.0	35.7
ROA	4.3	5.4	5.8	6.3	6.6
ROE	4.4	7.9	7.5	8.3	8.5
안정성					
부채비율	47.4	41.4	38.4	35.7	33.3
순차입금비율	-0.9	-11.7	-20.1	-28.5	-36.2
이자보상배율	11.7	18.9	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

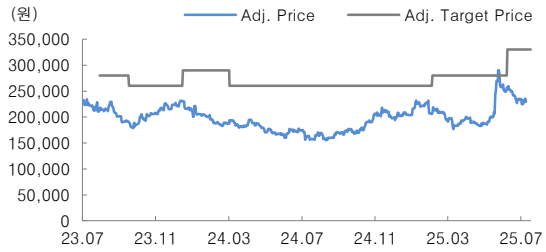
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.08.11	25.07.08	25.03.05	24.10.01	24.04.01	24.01.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	330,000	330,000	280,000	260,000	260,000	290,000
괴리율(평균,%)		(27.68)	(25.93)	(23.59)	(33.61)	(30.75)
괴리율(최대/최소,%)		(21.36)	3.75	(10.77)	(25.08)	(20.69)
제시일자	23.10.16	23.08.28				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	260,000	280,000				
괴리율(평균,%)	(20.36)	(25.27)				
괴리율(최대/최소,%)	(10.96)	(18.04)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250808)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(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