

NAVER
(035420)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

330,000

유지

현재주가

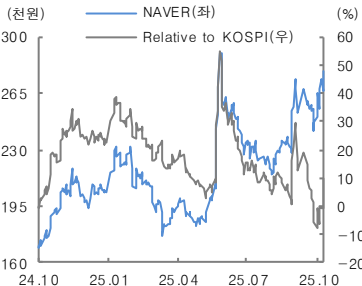
278,500

(25.11.05)

인타넷업종

KOSPI	4004.42
시가총액	43,683십억원
시가총액비중	1.31%
지분금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	290,500원 / 174,600원
120일 평균거래대금	3,508억원
외국인지분율	39.98%
주요주주	국민연금공단 9.33% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.1	20.0	41.1	57.8
상대수익률	-2.4	-4.1	-9.8	1.5



단기 이벤트 노이즈, 중장기 성장 가시성이 중요

- 3Q 실적은 컨센 부합. 커머스 사업 확장이 실적 견인. 단, 비용 부담 증가
- '26년 커머스 확장 효과 소멸 예상. AI 사업 속도 경쟁사 대비 더딘 것으로 판단
- 두나무 편입 시, 수익성 개선 기대. 단기 이벤트보다 장기 성장 구조 전환에 초점

투자의견 매수, 목표주가 330,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.9조원, 2) 커머스 18.1조원, 3) 파이낸셜 3.1조원, 4) 웹툰 1.2조원, 5) 엔터프라이즈 2.4조원, 6) LY 지분가치 5.6조원 등

3Q25. 탑라인 기대치 부합, 단, 사업 확장을 위한 비용 부담 확대

3Q25 매출액 3조 1,381억원(YoY 15.6%, QoQ 7.7%), 영업이익 5,706억원(YoY 8.6%, QoQ 9.4%) 기록. 매출, 영업이익 모두 컨센 부합

서치플랫폼. 매출 1조 602억원(YoY 6.3%, QoQ 2.3%) 기록. 통합 광고 매출 성장률은 10.5%로 전분기대비 1.8%p 증가했으나 이는 커머스 광고 성장에 기인하며, SA, DA의 성장성은 MSD% 수준 유지로 판단. 커머스 광고는 3월 앱 출시, 5월 ADVoost 출시로 YoY 31% 성장. 이러한 커머스 광고 매출은 커머스 사업 매출에도 반영되어, 수수료 인상 효과와 함께 커머스 매출 성장 견인. 커머스 매출 9,855억원(YoY 35.9%, QoQ 14.4%) 기록. 수수료 매출은 YoY 40% 성장. 단, 이런 효과가 모두 소멸되는 2026년부터는 매출 성장을 점진적 둔화 전망. 콘텐츠, 핀테크, 엔터프라이즈는 전분기와 유사한 수준의 성장을 기록하며, 특이사항 없는 것으로 파악

콘텐츠 및 커머스 관련 인력 채용, 마케팅비 증가 외 GPU 투자 확대 등에 따라 영업비용 YoY 17%, QoQ 7% 증가. 최근 엔비디아에게 공급받은 GPU 6만장 구매로 인프라이비 지속 증가 전망. GPU 6만장은 대부분 GPUaaS 사업에 활용될 것으로 예상

두나무, 광고와 커머스 중심 구조에서 벗어날 수 있는 key

2025년 동사는 쇼핑 앱 출시, 수수료 인상, 파트너사들과의 제휴 등 커머스 사업에 집중. 반면, 광고에 일부 시를 도입하고 있으나, 경쟁사들 대비 전반적인 AI 사업 속도 더딘 것으로 판단. 구글의 경우, 시오버뷰에 광고를 도입하며, 2개 분기 연속 검색 광고 매출 성장을 회복 중이며, AI 모드에도 광고 테스트 중. 카카오는 4분기부터 카카오톡에 AI 에이전트 기능을 단계적으로 도입. 네이버의 경우, AI 브리핑이 긍정적 반응을 얻고 있으나, 아직 수익화하기 이른 시점으로 판단하며, AI에이전트 역시 2026년 3월 쇼핑 에이전트부터 사업 시작

커머스 사업 확장 효과의 점진적 소멸과 비용 증가가 예상되는 2026년, 두나무의 자회사 편입 및 연결 실적 반영이 현실화될 경우, 수익성은 큰 폭의 개선 가능 판단. 이에 시장의 관심은 두나무와의 결합을 통한 실적 개선 및 네이버의 지분율에 집중. 그러나, 이번 거래의 본질은 금융 사업 확장을 통한 장기 성장 동력 확보와 리더십 강화에 있다고 판단. 단기적으로 두나무 거래 이벤트에 따른 주가 변동성 있을 것으로 예상하나, 단기 모멘텀보다는 장기 성장성과 구조적 전환을 반영한 중장기적 주가 상승 흐름이 기대되는 국면으로 판단

(단위: 십억원, 원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25			4Q25				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,716	2,915	3,138	3,138	15.6	7.7	3,043	3,279	13.6	4.5
영업이익	525	522	571	571	8.6	9.4	568	585	7.9	2.5
순이익	520	585	626	626	20.3	7.0	494	420	-24.2	-32.9

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,119	13,399	14,950
영업이익	1,489	1,979	2,183	2,366	2,530
세전순이익	1,481	2,322	2,870	3,051	3,215
총당기순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
지배지분순이익	1,012	1,923	2,203	2,293	2,417
EPS	6,180	11,913	13,904	14,474	15,253
PER	36.2	16.7	20.0	19.2	18.3
BPS	141,671	157,703	173,755	187,165	201,354
PBR	1.6	1.3	1.6	1.5	1.4
ROE	4.4	7.9	8.3	8.0	7.9

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	12,036	13,332	12,119	13,399	0.7	0.5
판매비와 관리비	9,895	10,992	9,936	11,033	0.4	0.4
영업이익	2,141	2,339	2,183	2,366	1.9	1.1
영업이익률	17.8	17.5	18.0	17.7	0.2	0.1
영업외손익	687	685	687	685	0.0	0.0
세전순이익	2,829	3,024	2,870	3,051	1.5	0.9
지배지분순이익	2,172	2,273	2,203	2,293	1.4	0.9
순이익률	18.2	17.2	18.4	17.3	0.1	0.1
EPS(지배지분순이익)	13,709	14,347	13,904	14,474	1.4	0.9

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 목표주가 산출 (단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용		주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	4,338.6	당사 추정
	12MF 영업이익	1,518.5	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	1,154.1	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,927.4	
(2) 커머스	12MF 매출액	4,176.9	당사 추정
	12MF 영업이익	1,253.1	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	952.3	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	19.x	글로벌 peer 12MF PER 적용
	커머스 적정가치 (b)	18,094.2	
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금	93,499	
	Target EV/거래대금	0.05	카카오페이 2024년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%	
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	3,225.7	
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	2.24	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	3,236.5	
	지분율	63.3%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	1,229.2	
(5) 엔터프라이즈	12MF 매출액	672.0	
	Target PSR	3.5x	글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용
	엔터프라이즈 적정 가치 (e)	2,351.9	
(6) LY	LY 시총(십억엔)	3,055.9	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	28,773.4	
	A홀딩스의 LY 지분율	64.7%	
	NAVER A홀딩스 지분율	50.0%	
	할인율	40.0%	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	5,584.9	
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h)		52,413.2	
주식 수(천주)		156,852.0	
적정 주가(원)		334,157	
목표 주가(원)		330,000	반올림 적용
현재 주가(원)		278,500	
상승 여력		18.5%	

자료: 대신증권 Research Center

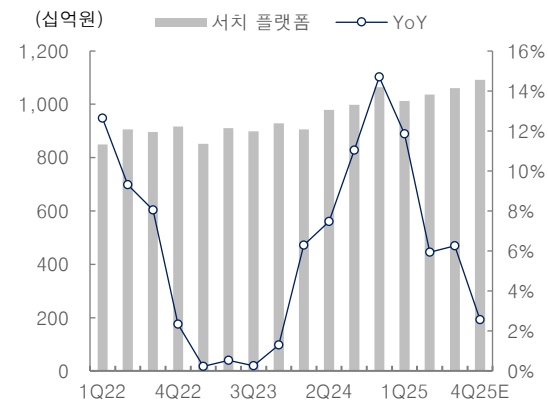
표 2. NAVER 연결 실적 추정 표

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	2,526.0	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.0	3,138.1	3,278.9	10,737.7	12,118.7	13,399.0
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,092.0	3,946.2	4,201.4	4,390.7
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	985.5	1,035.4	2,922.9	3,669.8	4,274.2
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	335.6	366.3	389.2	1,132.1	1,399.3	1,588.7
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	468.2	558.9	584.9	1,595.8	2,036.2	2,430.0
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	57.2	60.3	61.3	195.2	234.2	255.5
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	433.1	465.7	1,508.4	1,703.3	1,917.7
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	509.3	518.8	1,796.4	1,961.4	2,114.9
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	433.7	471.9	476.6	1,544.6	1,804.9	1,954.6
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	28.5	26.2	28.4	160.2	106.6	109.8
기타	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	11.8	11.1	13.8	62.3	49.8	50.4
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	150.0	166.8	563.8	582.8	701.5
YoY Growth rate	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	13.6%	11.0%	12.9%	10.6%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	5.9%	6.3%	2.6%	10.0%	6.5%	4.5%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	33.6%	14.8%	25.6%	16.5%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	26.4%	2.3%	23.6%	13.5%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	23.7%	8.6%	19.6%	39.7%	41.4%	25.8%	27.6%	19.3%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	16.0%	15.5%	20.7%	30.5%	14.4%	14.2%	20.0%	9.1%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	11.7%	12.5%	16.2%	11.3%	12.9%	12.6%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	12.9%	10.0%	11.0%	3.7%	9.2%	7.8%
엔터프라이즈	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	5.7%	3.7%	-6.1%	26.1%	3.4%	20.4%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.4	2,567.4	2,693.9	8,758.6	9,936.2	11,032.9
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	749.8	792.7	2,664.5	2,929.6	3,204.8
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,097.0	1,154.7	3,790.0	4,240.0	4,729.0
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	218.6	228.4	704.8	834.0	1,006.1
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	502.0	518.1	1,599.3	1,932.7	2,093.0
영업이익	439.1	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	570.6	585.0	1,979.1	2,182.5	2,366.2
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	17.8%	18.4%	18.0%	17.7%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	488.8	726.4	563.0	1,878.0	2,203.0	2,292.4
순이익률	20.2%	13.0%	19.2%	17.6%	15.2%	16.8%	23.1%	17.2%	17.5%	18.2%	17.1%

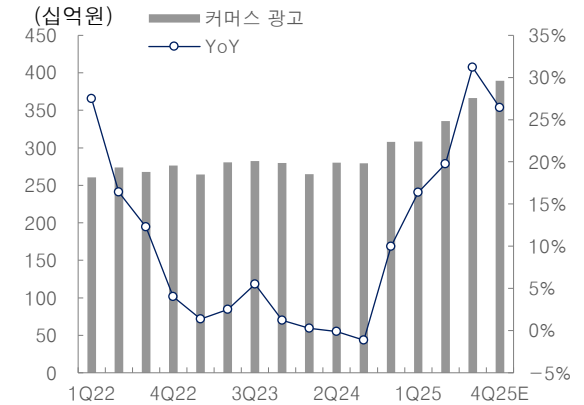
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. 서치플랫폼(SA+DA) 매출 추이 전망



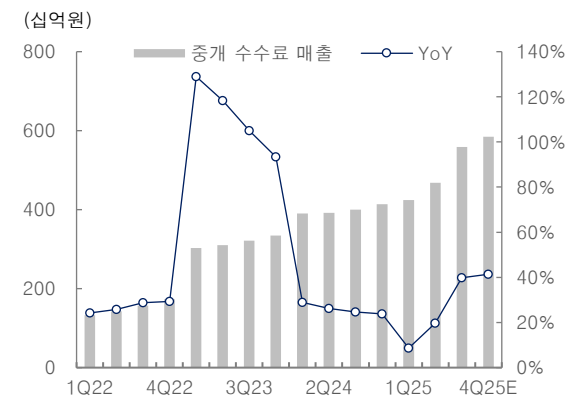
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 2. 커머스 광고 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

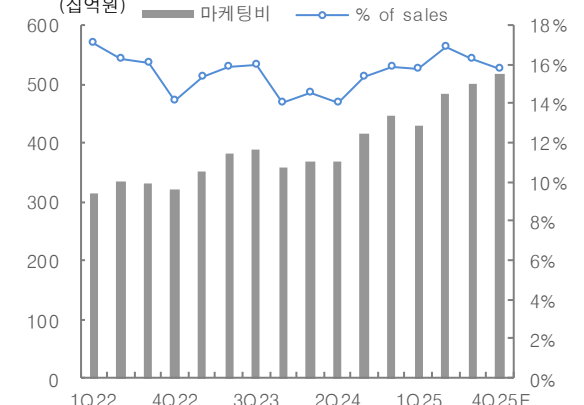
그림 1. 커머스 수수료 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

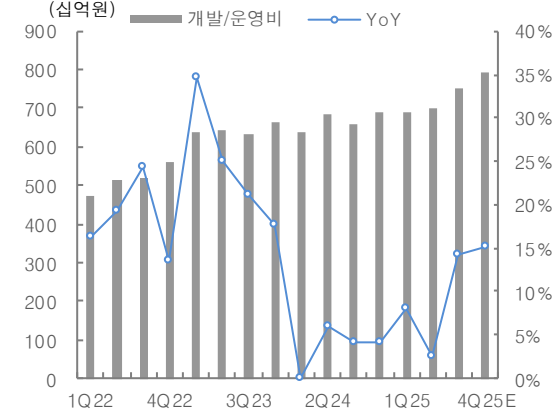
주: 포시마크, 소다 포함

그림 2. 마케팅비 추이 전망



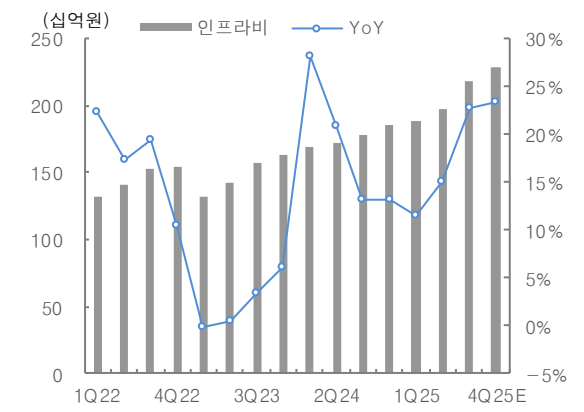
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. 개발/운영비(인건비 포함) 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 인프라비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	9,671	10,738	12,119	13,399	14,950
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,119	13,399	14,950
판매비와관리비	8,182	8,758	9,936	11,033	12,420
영업이익	1,489	1,979	2,183	2,366	2,530
영업외수익	15.4	18.4	18.0	17.7	16.9
EBITDA	2,071	2,653	2,752	2,934	3,096
영업외손익	-7	343	687	685	685
관계기업손익	267	145	545	453	453
금융수익	603	633	553	521	521
외환보통이익	62	38	38	38	38
금융비용	-683	-579	-403	-238	-238
외환보통손실	53	72	72	72	72
기타	-195	144	-8	-51	-51
법인세비용차감전순이익	1,481	2,322	2,870	3,051	3,215
법인세비용	-496	-390	-645	-732	-772
계속사업순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
당기순이익	10.2	18.0	18.4	17.3	16.3
비재계분순이익	-27	9	22	26	27
재계분순이익	1,012	1,923	2,203	2,293	2,417
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-26	70	70	70	70
포괄손익이익	724	2,631	2,924	3,017	3,142
비재계분포괄이익	-24	70	29	33	35
재계분포괄이익	749	2,561	2,895	2,984	3,108

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	13,904	14,474	15,253
PER	36.2	16.7	13.2	12.6	12.0
BPS	141,671	157,703	173,755	187,165	201,354
PBR	1.6	1.3	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	12,644	16,432	17,370	18,519	19,543
EV/EBITDA	18.0	11.3	14.4	12.6	11.1
SPS	59,039	66,511	76,489	84,570	94,360
PSR	3.8	3.0	3.6	3.3	3.0
CFPS	14,111	18,180	20,081	21,794	22,819
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	12.9	10.6	11.6
영업이익 증감률	14.1	32.9	10.3	8.4	6.9
순이익 증감률	46.3	96.1	15.2	4.2	5.4
수익성					
ROIC	20.4	27.2	27.4	29.2	31.3
ROA	4.3	5.4	5.6	5.7	5.8
ROE	4.4	7.9	8.3	8.0	7.9
안정성					
부채비율	47.4	41.4	38.1	35.5	33.3
순차입금비율	-0.9	-11.7	-19.6	-26.8	-33.3
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	11,902	14,689	17,655
현금및현금성자산	3,576	4,196	6,592	9,250	12,070
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	1,661	1,729	1,809
재고자산	15	22	25	27	30
기타유동자산	1,731	3,570	3,625	3,683	3,745
비유동자산	28,710	28,793	28,406	27,928	27,453
유형자산	2,742	2,910	2,920	2,929	2,936
관계기업투자지급	17,589	17,406	17,058	16,618	16,178
기타비유동자산	8,379	8,477	8,428	8,381	8,339
자산총계	35,738	38,168	40,308	42,618	45,108
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
유동상채무	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	27,529	29,654	31,902
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,458	1,458	1,458
잉여잉여금	24,544	25,965	27,999	30,124	32,372
기타자본변동	-2,597	-1,944	-1,944	-1,944	-1,944
비재계분	1,032	1,541	1,666	1,795	1,931
자본총계	24,238	27,001	29,196	31,449	33,833
순차입금	-218	-3,157	-5,718	-8,433	-11,265

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,913	3,102	3,212
당기순이익	985	1,932	2,225	2,319	2,443
비현금항목의 가감	1,326	1,003	957	1,134	1,172
감가상각비	582	674	570	568	566
외환손익	-30	135	147	147	147
자본법정이익	-267	-145	-545	-453	-453
기타	1,041	339	785	872	912
자산부채의 증감	361	152	356	360	348
기타현금흐름	-670	-497	-624	-712	-751
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-366	-314	-69
투자자산	603	1,226	346	438	438
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	2,397	2,668	2,820
기초 현금	2,724	3,576	4,196	6,592	9,250
기말 현금	3,576	4,196	6,592	9,250	12,070
NOPLAT	990	1,647	1,692	1,798	1,923
FCF	881	1,742	1,502	1,566	1,935

[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 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	25.11.06	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
과다율(평균%)		(27.13)	(26.15)	(23.59)	(33.61)	(30.75)
과다율(최대/최소%)		(15.61)	3.75	(10.77)	(25.08)	(20.69)

제시일자	23.11.06
투자의견	Buy
목표주가	260,000
과다율(평균%)	(17.93)
과다율(최대/최소%)	(10.96)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

제시일자
투자의견
목표주가
과다율(평균%)
과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251103)

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 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상