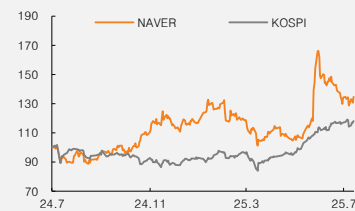


투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	310,000원
현재주가(25/8/7)	235,500원
상승여력	31.6%

영업이익(25F,십억원)	2,180
Consensus 영업이익(25F,십억원)	2,262
EPS 성장률(25F,%)	-10.0
MKT EPS 성장률(25F,%)	24.0
P/E(25F,x)	22.0
MKT P/E(25F,x)	11.9
KOSPI	3,227.68
시가총액(십억원)	37,312
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	85.0
외국인 보유비중(%)	43.2
베타(12M) 일간수익률	0.79
52주 최저가(원)	155,000
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.0	4.4	44.7
상대주가	-12.8	-18.4	15.2



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraesec.com

035420 · 인터넷

NAVER

평이한 실적

2Q25 Review: 컨센서스 부합

매출액 2조 9,150억원(+12% YoY), 영업이익 5,220억원(+10% YoY)으로 컨센서스(매출액 2조 9,500억원, 영업이익 5,280억원)에 부합했다. 커머스, 콘텐츠 부문 호조가 서치플랫폼 부진을 상쇄했다. 서치플랫폼 매출액은 1조 370억원(+6% YoY)으로 예상치를 4% 하회했다. 광고 효율 지표인 ROAS는 YoY 20% 이상 개선됐다.

커머스 매출액은 8,610억원(+20% YoY)으로 예상치를 4% 상회했는데 이는 커머스 광고와 중개 및 판매 매출 호조에 기인한다. 웹툰과 스노우 모두 호조를 보인 콘텐츠 매출액은 4,740억원(+13% YoY)을 기록하며 성장세 반전에 성공했다. 영업비용은 2조 3,940억원(+12% YoY)으로 예상치에 부합했다.

하반기에도 기델 부분은 커머스

이번 분기에도 동사의 국내 전자상거래 시장 점유율(2Q: 18.3%) 확대 흐름이 이어졌다. 동사의 2분기 GMV YoY 성장률은 약 4%로 시장 성장률을 2%p 이상 상회했다. 플러스 스토어 앱이 GMV 성장에 긍정적인 영향을 끼치고 있다. 스마트스토어 거래액은 YoY 10% 성장하며 견조한 흐름을 이어나갔다.

6월 시행한 스마트스토어 수수료 1% 인상 효과가 온기 반영되기 시작하면서 하반기 중개 및 판매 매출액 YoY 성장률은 27%까지 상승(상반기: +14%)할 전망이다. 플러스 스토어 유저들의 객단가 상승은 커머스 광고 단가 상승으로 이어질 것이다. 하반기 커머스 광고 YoY 성장률은 24%(상반기: +18%)까지 상승할 전망이다.

투자의견 '매수', 목표주가 310,000원 유지

25F P/E 22배, 26F P/E 20배로 밸류에이션 매력은 존재하나 다시금 모멘텀이 발생하느냐는 시간이 소요될 것으로 보인다. 정부의 소비인 AI 정책 수혜에 대한 기대감도 여전히 존재하나 정부의 최종 팀 선발 시기가 27년으로 예상됨에 따라 단기적인 모멘텀을 기대하기는 어려운 상황이다.

플랫폼 체류시간이 감소를 멈추고 반전에 성공하고 있는 부분은 주목해 볼 만하다. AI 기반의 유저 최적화로 이뤄내고 있는 체류시간 반전은 단순한 Q 증가가 아닌 P(광고 단가) 상승까지 이뤄낼 수 있기 때문이다. 하반기에도 체류시간 반전 흐름이 이어질 경우 점진적인 리레이팅이 발생할 것이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	11,902	13,114	13,560
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,180	2,446	2,617
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.3	18.7	19.3
순이익 (십억원)	1,012	1,923	1,698	1,849	2,038
EPS (원)	6,180	11,913	10,716	11,672	12,865
ROE (%)	4.4	7.9	6.5	6.6	6.9
P/E (배)	36.2	16.7	22.0	20.2	18.3
P/B (배)	1.5	1.2	1.3	1.3	1.2
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,018	3,182	9,671	10,738	11,902	13,114
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	11.1%	10.3%	17.6%	11.0%	10.8%	10.2%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,058	1,129	3,589	3,946	4,236	4,499
커머스	703	719	725	775	788	861	906	977	2,547	2,923	3,532	4,103
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	349	377	1,107	1,132	1,370	1,580
중개 및 판매	391	391	400	414	424	468	497	537	1,269	1,596	1,926	2,238
멤버십	48	47	46	54	55	57	60	63	171	195	236	286
핀테크	354	368	385	401	393	412	435	447	1,355	1,508	1,687	1,918
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	483	489	1,733	1,796	1,905	1,991
웹툰	395	383	424	428	423	434	443	449	1,503	1,629	1,749	1,837
스노우	36	22	21	26	23	28	28	28	169	105	108	109
기타	16	15	18	14	13	12	12	12	60	62	48	45
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	136	140	447	564	541	602
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,445	2,602	8,182	8,758	9,722	10,668
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	701	734	2,573	2,664	2,822	3,050
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,035	1,119	3,534	3,790	4,142	4,532
인프라	170	172	178	185	189	198	205	218	596	705	810	922
마케팅	367	367	417	448	430	482	504	531	1,480	1,599	1,948	2,164
영업이익	439	473	525	542	505	522	573	580	1,489	1,979	2,180	2,446
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	9.2%	7.0%	14.1%	32.9%	10.1%	12.2%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	19.0%	18.2%	15.4%	18.4%	18.3%	18.7%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	389	395	1,012	1,923	1,698	1,849
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	12.9%	12.4%	10.5%	17.9%	14.3%	14.1%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	
매출액	11,855	13,244	11,902	13,114	0%	-1%	11,917	13,090	0%	0%	마케팅비 상향 영업외손익 조정
영업이익	2,282	2,757	2,180	2,446	-4%	-11%	2,262	2,604	-4%	-6%	
지배주주순이익	1,697	2,017	1,698	1,849	0%	-8%	1,906	2,182	-11%	-15%	
영업이익률	19.2%	20.8%	18.3%	18.7%	-	-	19.0%	19.9%	-	-	
순이익률	14.3%	15.2%	14.3%	14.1%	-	-	16.0%	16.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 2Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	2,915	2,882	1%	2,905	0%
영업이익	522	532	-2%	528	-1%
지배주주순이익	489	380	29%	424	15%

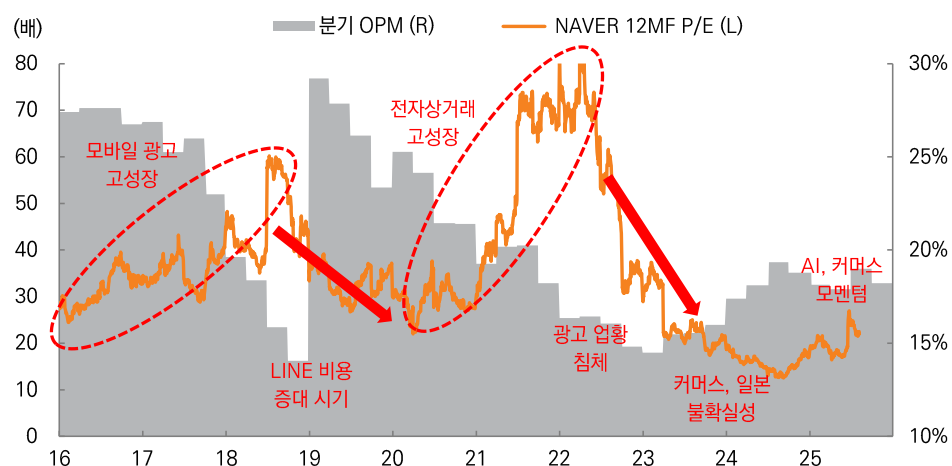
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2025년 지배주주순이익 (십억원)	1,698	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	49,117	
주식 수 (천주)	158,437	
목표주가 (원)	310,000	
현재주가 (원)	235,500	
상승여력	31.6%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	11,902	13,114	13,560
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	11,902	13,114	13,560
판매비와관리비	8,758	9,722	10,668	10,943
조정영업이익	1,979	2,180	2,446	2,617
영업이익	1,979	2,180	2,446	2,617
비영업손익	343	184	20	101
금융손익	69	121	158	198
관계기업등 투자손익	145	42	-159	-118
세전계속사업손익	2,322	2,364	2,466	2,718
계속사업법인세비용	390	642	616	679
계속사업이익	1,932	1,721	1,849	2,038
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	1,721	1,849	2,038
지배주주	1,923	1,698	1,849	2,038
비지배주주	9	23	0	0
총포괄이익	2,631	1,721	1,849	2,038
지배주주	2,561	1,676	1,800	1,984
비지배주주	70	45	49	54
EBITDA	2,653	2,805	3,045	3,227
FCF	2,036	1,669	1,954	2,124
EBITDA 마진율 (%)	24.7	23.6	23.2	23.8
영업이익률 (%)	18.4	18.3	18.7	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	14.3	14.1	15.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,385	2,534	2,734
당기순이익	1,932	1,721	1,849	2,038
비현금수익비용가감	1,003	1,091	1,002	1,037
유형자산감가상각비	609	572	545	556
무형자산상각비	65	53	54	55
기타	329	466	403	426
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	152	39	86	85
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	10	0	0
재고자산 감소(증가)	-13	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-251	0	0	0
법인세납부	-608	-642	-616	-679
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-614	-736	-774
유형자산처분(취득)	-522	-716	-580	-610
무형자산감소(증가)	-24	128	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-3	-91	-94
기타투자활동	1,430	-23	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	97	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	266	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-186	-204
기타재무활동	-454	-1	1	0
현금의 증가	619	1,202	1,617	1,146
기초현금	3,576	4,196	5,398	7,014
기말현금	4,196	5,398	7,014	8,161

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

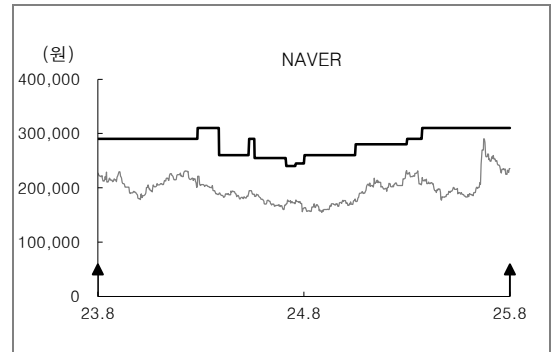
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	10,549	12,256	13,495
현금 및 현금성자산	4,196	5,398	7,014	8,161
매출채권 및 기타채권	1,565	1,534	1,534	1,534
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	3,595	3,686	3,778
비유동자산	28,793	29,448	29,497	30,184
관계기업투자등	17,406	18,073	18,073	18,687
유형자산	2,910	3,053	3,088	3,142
무형자산	3,657	3,476	3,487	3,503
자산총계	38,168	39,996	41,753	43,680
유동부채	6,092	7,645	7,709	7,773
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	2,729	2,733	2,738
기타유동부채	4,545	3,941	3,981	4,020
비유동부채	5,075	3,798	3,827	3,856
장기금융부채	3,258	1,915	1,915	1,915
기타비유동부채	1,817	1,883	1,912	1,941
부채총계	11,167	11,443	11,536	11,628
지배주주지분	25,460	26,990	28,653	30,487
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,494	29,158	30,992
비지배주주지분	1,541	1,564	1,564	1,564
자본총계	27,001	28,554	30,217	32,051

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	22.0	20.2	18.3
P/CF (x)	10.9	13.3	13.1	12.1
P/B (x)	1.2	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	11.2	12.4	10.9	9.9
EPS (원)	11,913	10,716	11,672	12,865
CFPS (원)	18,180	17,753	17,996	19,407
BPS (원)	166,221	175,874	186,374	197,950
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	10.8	11.0	10.0
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	11.0	10.8	10.2	3.4
EBITDA증가율 (%)	28.1	5.8	8.5	6.0
조정영업이익증가율 (%)	32.9	10.1	12.2	7.0
EPS증가율 (%)	92.8	-10.0	8.9	10.2
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.1	28.0	28.9
재고자산 회전율 (회)	587.5	544.6	594.2	608.3
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	4.4	4.5	4.8
ROE (%)	7.9	6.5	6.6	6.9
ROIC (%)	39.7	36.2	44.2	47.2
부채비율 (%)	41.4	40.1	38.2	36.3
유동비율 (%)	153.9	138.0	159.0	173.6
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-14.3	-19.2	-21.9
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	21.3	23.2	24.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2025.03.06	매수	310,000	-	-
2025.02.07	매수	290,000	-23.68	-20.17
2024.11.08	매수	280,000	-27.39	-17.14
2024.08.09	매수	260,000	-35.83	-30.88
2024.07.25	매수	245,000	-31.29	-28.57
2024.07.08	매수	240,000	-27.69	-26.04
2024.05.13	매수	255,000	-32.42	-26.08
2024.05.03	매수	290,000	-34.26	-32.83
2024.03.11	매수	260,000	-28.39	-25.27
2024.02.02	매수	310,000	-35.52	-32.90
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.