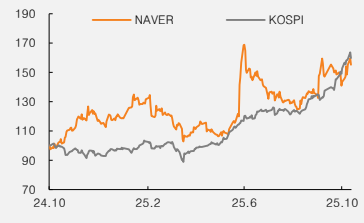


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 400,000원
현재주가(25/11/4)	267,000원
상승여력	49.8%

영업이익(25F, 십억원)	2,207
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	2,197
EPS 성장률(25F, %)	13.1
MKT EPS 성장률(25F, %)	-
P/E(25F, x)	19.8
MKT P/E(25F, x)	14.6
KOSPI	4,121.74
시가총액(십억원)	41,880
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	85.8
외국인 보유비중(%)	40.0
베타(12M) 일간수익률	0.53
52주 최저가(원)	174,600
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.5	35.3	52.0
상대주가	-9.1	-16.0	-4.5



[인터넷/게임]

임희석

heeseok.lim@miraeeasset.com

035420 · 인터넷

NAVER

강력한 매수 타이밍

3Q25 Review: 사업부 전반 호조

매출액 3조 1,380억원(+16% YoY), 영업이익 5,710억원(+9% YoY)으로 컨센서스를 3%, 1% 상회했다. 서치플랫폼 매출액은 1조 600억원(+6% YoY)으로 예상치에 부합했으며 성장률 감소세 지속에 대한 우려를 해소했다. 폭발적인 성장세를 보인 커머스 부문은 9,850억원(+36% YoY)으로 예상치를 9% 상회했다. 커머스 호조는 AI 추천 고도화에 따른 스마트스토어 성장 및 Take Rate 증대 효과에 기인한다.

콘텐츠 매출액은 5,090억원(+10% YoY)으로 예상치를 5% 상회했다. 웹툰 부문이 YoY 10% 이상의 매출 성장세를 이어나가며 성장을 견인했다. 영업비용은 2조 5,670억원(+17% YoY)으로 예상치를 5% 상회했다.

광고, 커머스, 콘텐츠 모두 개선 중

AI 타겟팅 고도화로 서치플랫폼 YoY 성장률 반전이 나타나고 있으며 AI를 활용한 애드부스트 쇼핑 효과로 커머스 광고 고성장세가 관찰되고 있다. 3분기 서치플랫폼+커머스 광고 YoY 성장률은 12%로 성장이 가속화(2Q: +9%)되었다. 커머스 부문 고성장세 지속 및 시장 점유율 증가에 따른 커머스 광고 단가 상승이 예상된다.

웹툰 부문 호조에 따라 콘텐츠 부문 성장세 회복도 나타나고 있다. 디즈니와의 파트너십을 통한 신규 플랫폼 출시 효과로 26년 이후 성장세가 10% 이상으로 다시금 가속화될 것이다. IP 및 광고 비중 증대에 따른 수익성 개선도 이어질 전망이다.

투자 의견 '매수', 목표주가 400,000원으로 상향

광고, 커머스, 콘텐츠 부문 호조에 따른 26F 실적 전망 조정으로 목표주가를 기존 340,000원에서 400,000원(타겟 P/E 29배 유지)으로 18% 상향한다. 인터넷 업종 내 Top Pick 의견을 유지하며 강력한 매수 시점으로 추천한다. 26F P/E 19배 수준으로 밸류에이션 매력도 역시 높은 상황이다.

두나무 합병 양상이 단기 업사이드를 결정지을 것이다. 추가적인 현금, 자사주 투입 없이 달이 진행될 경우 멀티플 리레이팅이 일어나긴 어려울 것이나 26F EPS 증가가 9월 이후의 주가 상승분을 정당화할 수 있다. 추가적인 자원 활용을 통해 50%의 지분을 확보하는 케이스로 전개될 경우 P/E 멀티플은 30배 수준까지 리레이팅, 26F EPS는 20% 이상 상승이 가능할 전망이다. 기댓값이 높은 구간이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	9,671	10,738	12,119	13,736	15,179
영업이익 (십억원)	1,489	1,979	2,207	2,559	3,005
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.6	19.8
순이익 (십억원)	1,012	1,923	2,127	2,169	2,575
EPS (원)	6,180	11,913	13,475	13,828	16,414
ROE (%)	4.4	7.9	8.0	7.6	8.4
P/E (배)	36.2	16.7	19.8	19.3	16.3
P/B (배)	1.5	1.2	1.5	1.4	1.3
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5

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	3Q25	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,138	3,279	9,671	10,738	12,119	13,736
(% YoY)	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	13.6%	17.6%	11.0%	12.9%	13.3%
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,037	1,060	1,129	3,589	3,946	4,238	4,519
커머스	703	719	725	775	788	861	985	1,053	2,547	2,923	3,688	4,502
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	366	392	1,107	1,132	1,402	1,676
중개 및 판매	391	391	400	414	424	468	559	597	1,269	1,596	2,048	2,533
멤버십	48	47	46	54	55	57	60	64	171	195	237	292
파이낸셜	354	368	385	401	393	412	433	444	1,355	1,508	1,682	1,928
콘텐츠	446	420	463	467	459	474	509	508	1,733	1,796	1,950	2,163
웹툰	395	383	424	428	423	434	472	471	1,503	1,629	1,799	2,019
스노우	36	22	21	26	23	28	26	26	169	105	104	101
기타	16	15	18	14	13	12	11	11	60	62	47	43
엔터프라이즈	117	125	145	178	134	132	150	145	447	564	561	625
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,567	2,670	8,182	8,758	9,912	11,177
개발/운영비용	636	683	657	689	688	699	750	752	2,573	2,664	2,889	3,181
파트너	913	917	938	1,022	974	1,014	1,097	1,161	3,534	3,790	4,246	4,789
인프라	170	172	178	185	189	198	219	232	596	705	837	1,009
마케팅	367	367	417	448	430	482	502	525	1,480	1,599	1,939	2,198
영업이익	439	473	525	542	505	522	571	609	1,489	1,979	2,207	2,559
(% YoY)	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	8.6%	12.4%	14.1%	32.9%	11.5%	16.0%
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.6%	15.4%	18.4%	18.2%	18.6%
지배주주순이익	511	338	520	554	425	489	726	487	1,012	1,923	2,127	2,169
NPM	20.2%	13.0%	19.2%	19.2%	15.2%	16.8%	23.1%	14.8%	10.5%	17.9%	17.5%	15.8%

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	11,909	13,195	12,119	13,736	2%	4%	11,938	13,191	2%	4%	광고, 커머스, 콘텐츠, 엔터프라이즈 부문 상황
영업이익	2,183	2,438	2,207	2,559	1%	5%	2,197	2,568	0%	0%	
지배주주순이익	1,700	1,843	2,127	2,169	25%	18%	1,946	2,198	9%	-1%	
영업이익률	18.3%	18.5%	18.2%	18.6%	-	-	18.4%	19.5%	-	-	
순이익률	14.3%	14.0%	17.5%	15.8%	-	-	16.3%	16.7%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 3Q25 실적 비교

(십억원)

	발표	추정치	과리율	컨센서스	과리율
매출액	3,138	3,018	4%	3,043	3%
영업이익	571	573	0%	568	1%
지배주주순이익	726	389	87%	494	47%

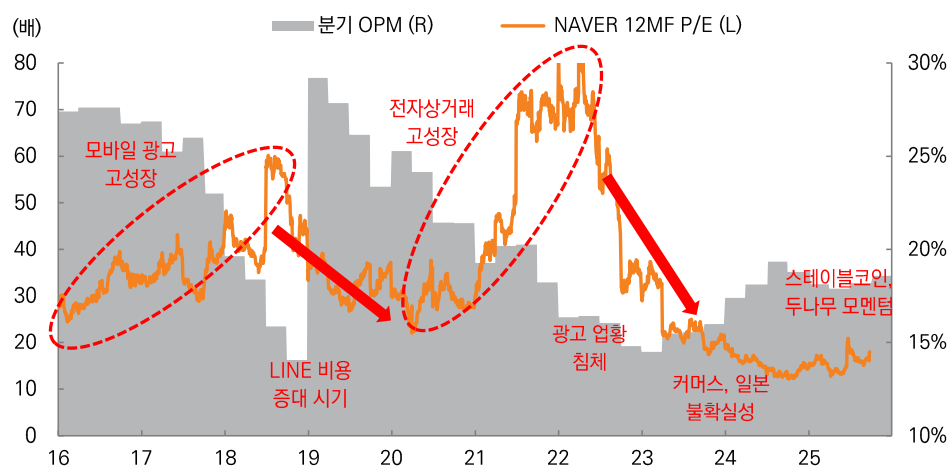
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 밸류에이션

구분	내용	비고
2026년 지배주주순이익 (십억원)	2,169	
Target P/E (배)	29	1H16 평균 P/E
목표 시가총액 (십억원)	62,749	
주식 수 (천주)	156,853	
목표주가 (원)	400,000	
현재주가 (원)	267,000	
상승여력	49.8%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익의 추이



주: 영업외부문 일회성 효과를 제거해 자체 조정한 순이익으로 P/E 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	10,738	12,119	13,736	15,179
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	10,738	12,119	13,736	15,179
판매비와관리비	8,758	9,912	11,177	12,175
조정영업이익	1,979	2,207	2,559	3,005
영업이익	1,979	2,207	2,559	3,005
비영업손익	343	570	333	428
금융손익	69	122	164	200
관계기업등 투자손익	145	428	148	208
세전계속사업손익	2,322	2,777	2,892	3,433
계속사업법인세비용	390	629	723	858
계속사업이익	1,932	2,148	2,169	2,575
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,932	2,148	2,169	2,575
지배주주	1,923	2,127	2,169	2,575
비지배주주	9	21	0	0
총포괄이익	2,631	2,148	2,169	2,575
지배주주	2,561	2,091	2,112	2,507
비지배주주	70	57	57	68
EBITDA	2,653	2,881	3,198	3,649
FCF	2,036	1,618	2,312	2,695
EBITDA 마진율 (%)	24.7	23.8	23.3	24.0
영업이익률 (%)	18.4	18.2	18.6	19.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.9	17.6	15.8	17.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	2,590	2,562	2,892	3,305
당기순이익	1,932	2,148	2,169	2,575
비현금수익비용가감	1,003	1,126	1,142	1,248
유형자산감가상각비	609	612	576	582
무형자산상각비	65	62	62	63
기타	329	452	504	603
영업활동으로인한자산및부채의변동	152	-260	85	86
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	-629	-723	-858
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,340	-1,570	-754	-792
유형자산처분(취득)	-522	-944	-580	-610
무형자산감소(증가)	-24	-15	-65	-70
장단기금융자산의 감소(증가)	-2,224	-589	-109	-112
기타투자활동	1,430	-22	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-770	712	-181	-200
장단기금융부채의 증가(감소)	-377	881	4	4
자본의 증가(감소)	180	0	0	0
배당금의 지급	-119	-168	-186	-204
기타재무활동	-454	-1	1	0
현금의 증가	619	1,156	1,958	427
기초현금	3,576	4,196	5,351	7,309
기말현금	4,196	5,351	7,309	7,735

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

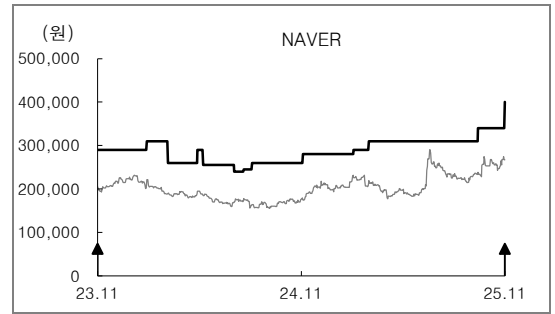
(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	9,375	11,305	13,371	13,909
현금 및 현금성자산	4,196	5,351	7,309	7,735
매출채권 및 기타채권	1,565	1,751	1,751	1,751
재고자산	22	22	22	22
기타유동자산	3,592	4,181	4,289	4,401
비유동자산	28,793	29,652	29,662	31,587
관계기업투자등	17,406	17,954	17,954	19,841
유형자산	2,910	3,241	3,245	3,273
무형자산	3,657	3,610	3,613	3,621
자산총계	38,168	40,957	43,032	45,496
유동부채	6,092	8,076	8,140	8,204
매입채무 및 기타채무	1,003	975	995	1,015
단기금융부채	544	3,160	3,164	3,169
기타유동부채	4,545	3,941	3,981	4,020
비유동부채	5,075	3,900	3,929	3,957
장기금융부채	3,258	2,099	2,099	2,099
기타비유동부채	1,817	1,801	1,830	1,858
부채총계	11,167	11,976	12,068	12,161
지배주주지분	25,460	27,418	29,402	31,772
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	25,965	27,923	29,907	32,277
비지배주주지분	1,541	1,562	1,562	1,562
자본총계	27,001	28,980	30,964	33,334

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	16.7	19.8	19.3	16.3
P/CF (x)	10.9	12.9	12.6	11.0
P/B (x)	1.2	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	11.2	13.7	11.7	10.1
EPS (원)	11,913	13,475	13,828	16,414
CFPS (원)	18,180	20,748	21,112	24,371
BPS (원)	166,221	180,384	193,029	208,142
DPS (원)	1,130	1,243	1,367	1,367
배당성향 (%)	8.7	8.6	9.4	7.9
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	11.0	12.9	13.3	10.5
EBITDA증가율 (%)	28.1	8.6	11.0	14.1
조정영업이익증가율 (%)	32.9	11.5	16.0	17.4
EPS증가율 (%)	92.8	13.1	2.6	18.7
매출채권 회전율 (회)	22.2	25.6	29.3	32.4
재고자산 회전율 (회)	587.5	554.6	622.4	680.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	5.2	5.4	5.2	5.8
ROE (%)	7.9	8.0	7.6	8.4
ROIC (%)	39.7	34.6	41.1	48.5
부채비율 (%)	41.4	41.3	39.0	36.5
유동비율 (%)	153.9	140.0	164.3	169.5
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-13.9	-19.6	-19.8
조정영업이익/금융비용 (x)	18.9	20.2	21.5	25.2

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2025.11.05	매수	400,000	-	-
2025.09.18	매수	340,000	-25.01	-19.26
2025.03.06	매수	310,000	-30.19	-6.29
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.61%	1.73%	19.08%	0.58%

* 2025년 09월 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.