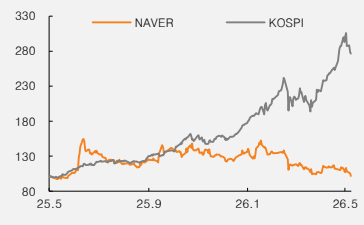


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 280,000원
현재주가(26/5/20)	191,500원
상승여력	46.2%

영업이익(26F,십억원)	2,378
Consensus 영업이익(26F,십억원)	2,418
EPS 성장률(26F,%)	-2.2
MKT EPS 성장률(26F,%)	235.0
P/E(26F,x)	15.8
MKT P/E(26F,x)	8.0
KOSPI	7,208.95
시가총액(십억원)	30,041
발행주식수(백만주)	157
유동주식비율(%)	86.0
외국인 보유비중(%)	36.7
베타(12M) 일간수익률	0.60
52주 최저가(원)	183,100
52주 최고가(원)	290,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-10.3	-25.5	3.5
상대주가	-22.6	-58.6	-62.6



[인터넷/소프트웨어/게임]

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com

NAVER

트래픽 감소 우려

26년 수익성 악화는 불가피

1분기 매출액 3조 2,410억원(+16% YoY), 영업이익 5,420억원(+7% YoY)으로 매출액은 컨센서스를 3% 상회, 영업이익은 3% 하회했다. 영업이익률은 16.7%로 YoY 1.4%p 하락했다. 수익성 악화는 인프라비 급증에 기인한다. 인프라비는 2,510억원(+32% YoY)으로 예상치를 15% 상회했다.

26F 매출액은 13조 7,160억원(+14% YoY), 영업이익은 2조 3,780억원(+8% YoY)을 기록할 전망이다. 인프라비 급증에 따른 수익성 악화는 불가피할 전망이다. 26F 영업이익률은 17.3%로 YoY 1%p 하락할 전망이다. GPU 투자 확대에 따른 비용 급증이 나타나고 있으나 신규 매출 발생에는 오랜 시간이 걸릴 전망이다.

플랫폼 트래픽 감소세 관찰

NAVER 앱의 체류시간 감소세가 관찰되고 있다. 트래픽 조사기관 닐슨 코리안클릭 기준 4월 NAVER 안드로이드 앱 월간 체류시간은 YoY 11% 감소(3월: -3% YoY) 하였고, 월평균 체류시간은 YoY 9% 감소(3월: -1% YoY)하며 하락세가 심화되었다. 센서타워 기준 4월 NAVER 앱 실행당 평균 체류시간은 YoY 8% 감소했다.

AI 브리핑 침투율을 확대하고 있음에도 체류시간 감소세가 발생하고 있는 점이 우려되는 부분이다. 쿼리 수 및 체류시간의 감소세가 지속될 경우 광고 부문 성장성 둔화는 불가피하다. 트래픽 반전을 위해서는 AI 브리핑의 퀄리티를 제고할 필요가 있다. 동사는 AI 브리핑 침투율을 연내 40%까지 상승시킬 계획이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원으로 하향

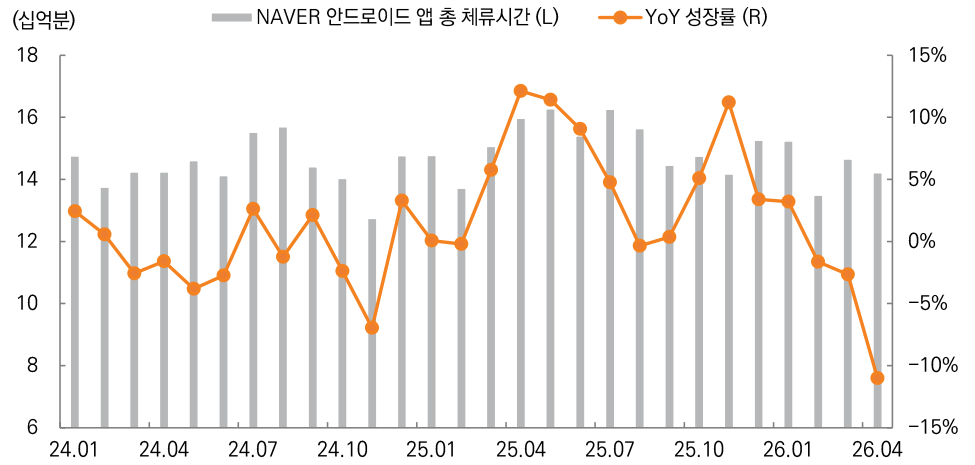
1) 인프라비 상향을 반영한 실적 조정, 2) 실적 기준연도 변경(26F→27F), 3) 트래픽 감소세 관찰에 따른 타겟 멀티플 하향(P/E 29배→20배)을 반영해 목표주가를 400,000원에서 280,000원으로 하향한다. 26F P/E 16배, 27F P/E 14배 수준으로 밸류에이션 부담이 높지는 않으나 단기적인 모멘텀을 기대하긴 어려운 구간이다.

트래픽 감소가 지속된다면 광고 성장성 둔화 및 수익성 악화 우려가 지속적으로 발생할 수밖에 없다. 체류시간 반전을 위해서는 AI 답변의 퀄리티를 높여 연결 링크로 가지 않게 되는 제로클릭 효과를 노릴 필요가 있다. 검색이 흔들리는 가운데 커머스 성장에 집중하는 전략은 동사의 리레이팅으로 이어지기는 어렵다는 판단이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	10,738	12,035	13,716	15,323	17,309
영업이익 (십억원)	1,979	2,208	2,378	2,652	3,161
영업이익률 (%)	18.4	18.3	17.3	17.3	18.3
순이익 (십억원)	1,923	1,953	1,899	2,196	2,671
EPS (원)	11,913	12,376	12,103	13,998	17,024
ROE (%)	7.9	7.4	6.5	6.9	7.9
P/E (배)	16.7	19.6	15.8	13.7	11.2
P/B (배)	1.2	1.3	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.5	1.7	1.7

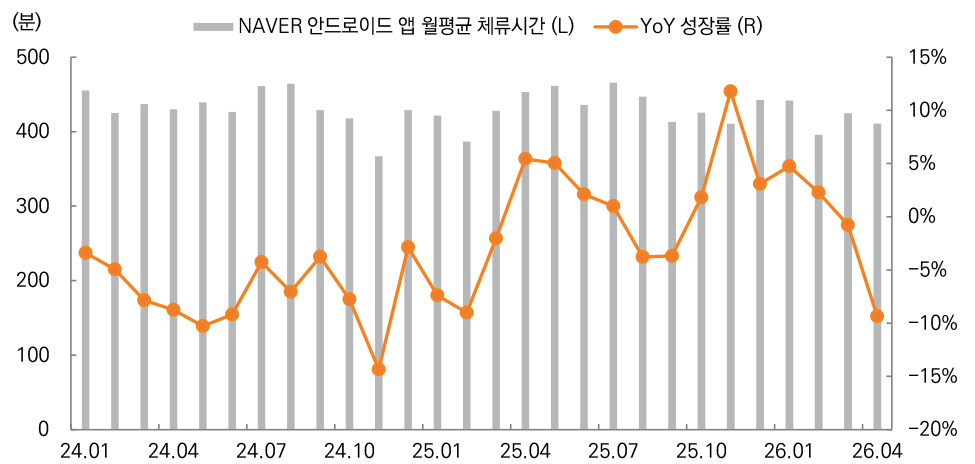
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. NAVER 안드로이드 앱 월간 총 체류시간



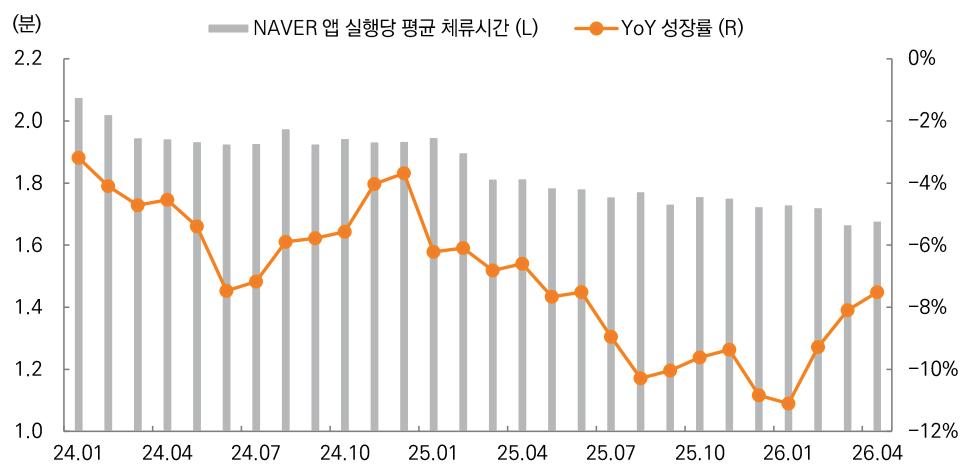
자료: 님스 코리아클릭, 미래셋증권 리서치센터

그림 41. NAVER 안드로이드 앱 월평균 체류시간



자료: 님스 코리아클릭, 미래셋증권 리서치센터

그림 42. NAVER 앱 실행당 평균 체류시간



자료: 센서타워, 미래셋증권 리서치센터

표 9. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	2,787	2,915	3,138	3,195	3,241	3,362	3,540	3,573	10,738	12,035	13,716	15,323
(% YoY)	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	16.3%	15.3%	12.8%	11.8%	11.0%	12.1%	14.0%	11.7%
네이버 플랫폼	1,605	1,693	1,817	1,850	1,840	1,931	2,032	2,078	6,137	6,965	7,881	8,927
(% YoY)	13.9%	12.4%	17.9%	10.1%	14.7%	14.1%	11.9%	12.3%	11.4%	13.5%	13.2%	13.3%
광고	1,276	1,347	1,398	1,415	1,394	1,476	1,538	1,563	4,989	5,436	5,972	6,661
서비스	328	347	419	435	445	455	494	515	1,148	1,529	1,909	2,266
파이낸셜 플랫폼	387	406	427	449	460	458	480	499	1,487	1,668	1,897	2,112
(% YoY)	10.8%	11.7%	12.4%	13.5%	18.9%	12.9%	12.3%	11.3%	9.8%	12.2%	13.7%	11.4%
글로벌 도전	795	816	894	896	942	973	1,028	996	3,113	3,402	3,938	4,283
(% YoY)	3.5%	10.3%	12.6%	10.7%	18.4%	19.1%	15.0%	11.1%	11.6%	9.3%	15.8%	8.8%
C2C	223	228	251	286	351	362	372	387	826	987	1,472	1,708
콘텐츠	446	462	498	445	440	458	493	440	1,776	1,851	1,831	1,849
엔터프라이즈	127	127	145	166	150	153	163	168	511	564	635	726
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,584	2,699	2,795	2,900	2,944	8,758	9,827	11,338	12,671
(% YoY)	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	18.3%	16.8%	13.0%	13.9%	7.0%	12.2%	15.4%	11.8%
개발/운영비용	671	683	733	744	749	783	797	825	2,610	2,831	3,154	3,472
파트너	991	1,030	1,114	1,130	1,188	1,220	1,269	1,276	3,844	4,265	4,954	5,561
인프라	189	198	219	205	251	261	274	278	705	811	1,064	1,202
마케팅	430	482	502	506	512	531	559	565	1,599	1,920	2,167	2,436
영업이익	505	522	571	611	542	566	640	629	1,979	2,208	2,378	2,652
(% YoY)	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	7.2%	8.6%	12.1%	3.1%	32.9%	11.6%	7.7%	11.5%
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	16.7%	16.9%	18.1%	17.6%	18.4%	18.3%	17.3%	17.3%
지배주주순이익	425	489	726	313	285	503	558	552	1,923	1,953	1,899	2,196
NPM	15.2%	16.8%	23.1%	9.8%	8.8%	15.0%	15.8%	15.4%	17.9%	16.2%	13.8%	14.3%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 연간 실적 추정치 변경

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		변경 사유
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	
매출액	13,550	15,313	13,716	15,323	1%	0%	13,707	15,178	0%	1%	비용 추정치 전반 상향
영업이익	2,483	2,894	2,378	2,652	-4%	-8%	2,418	2,779	-2%	-5%	
지배주주순이익	2,169	2,535	1,899	2,196	-12%	-13%	1,990	2,363	-5%	-7%	
영업이익률	18.3%	18.9%	17.3%	17.3%	-	-	17.6%	18.3%	-	-	
순이익률	16.0%	16.6%	13.8%	14.3%	-	-	14.5%	15.6%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 밸류에이션

구분	내용	비고
2027년 지배주주순이익 (십억원)	2,196	
Target P/E (배)	20	2H25 평균 P/E. 성장성 의문 속 수익성 악화기
목표 시가총액 (십억원)	43,919	
주식 수 (천주)	156,874	
목표주가 (원)	280,000	
현재주가 (원)	191,500	
상승여력	46.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	12,035	13,716	15,323	17,309
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	12,035	13,716	15,323	17,309
판매비와관리비	9,827	11,338	12,671	14,148
조정영업이익	2,208	2,378	2,652	3,161
영업이익	2,208	2,378	2,652	3,161
비영업손익	212	166	276	400
금융손익	114	158	205	246
관계기업등 투자손익	495	-16	47	130
세전계속사업손익	2,420	2,544	2,928	3,561
계속사업법인세비용	601	640	732	890
계속사업이익	1,819	1,904	2,196	2,671
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,819	1,904	2,196	2,671
지배주주	1,953	1,899	2,196	2,671
비지배주주	-134	6	0	0
총포괄이익	1,938	1,904	2,196	2,671
지배주주	2,087	2,052	2,366	2,877
비지배주주	-150	-147	-170	-207
EBITDA	2,953	3,366	3,702	4,272
FCF	1,861	3,752	2,128	2,359
EBITDA 마진율 (%)	24.5	24.5	24.2	24.7
영업이익률 (%)	18.3	17.3	17.3	18.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	16.2	13.8	14.3	15.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,096	4,905	3,338	3,630
당기순이익	1,819	1,904	2,196	2,671
비현금수익비용가감	1,362	1,446	1,553	1,731
유형자산감가상각비	680	923	985	1,046
무형자산상각비	65	65	66	66
기타	617	458	502	619
영업활동으로인한자산및부채의변동	462	2,012	92	-152
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	0	0	-64
재고자산 감소(증가)	1	0	0	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	0	0	0
법인세납부	-707	-640	-732	-890
투자활동으로 인한 현금흐름	-744	-2,430	-1,357	-1,680
유형자산처분(취득)	-1,220	-1,153	-1,211	-1,271
무형자산감소(증가)	-84	-1,200	-70	-75
장단기금융자산의 감소(증가)	449	-77	-77	-334
기타투자활동	111	0	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-524	-555	-430	-474
장단기금융부채의 증가(감소)	372	-162	2	2
자본의 증가(감소)	164	0	0	0
배당금의 지급	-168	-394	-433	-476
기타재무활동	-892	1	1	0
현금의 증가	1,788	1,802	1,362	1,287
기초현금	4,196	5,984	7,786	9,148
기말현금	5,984	7,786	9,148	10,435

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

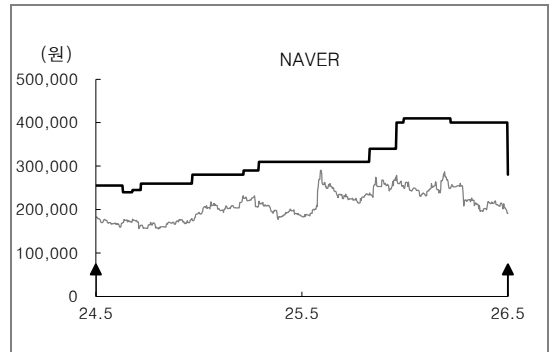
(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	10,928	12,806	14,246	16,113
현금 및 현금성자산	5,984	7,786	9,148	10,435
매출채권 및 기타채권	1,593	1,593	1,593	1,799
재고자산	20	20	21	23
기타유동자산	3,331	3,407	3,484	3,856
비유동자산	30,156	33,662	34,083	34,509
관계기업투자등	16,649	18,780	18,968	19,157
유형자산	3,608	3,837	4,063	4,289
무형자산	3,421	4,556	4,560	4,569
자산총계	41,084	46,468	48,329	50,622
유동부채	8,019	9,366	9,438	9,511
매입채무 및 기타채무	978	988	998	1,008
단기금융부채	1,962	2,400	2,402	2,405
기타유동부채	5,079	5,978	6,038	6,098
비유동부채	4,113	4,619	4,645	4,670
장기금융부채	2,211	2,047	2,047	2,047
기타비유동부채	1,902	2,572	2,598	2,623
부채총계	12,131	13,985	14,083	14,181
지배주주지분	27,582	31,106	32,869	35,063
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,586	1,586	1,586	1,586
이익잉여금	27,626	29,131	30,894	33,088
비지배주주지분	1,371	1,377	1,377	1,377
자본총계	28,953	32,483	34,246	36,440

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	19.6	15.8	13.7	11.2
P/CF (x)	12.0	9.0	8.0	6.8
P/B (x)	1.3	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	11.9	7.4	6.4	5.1
EPS (원)	12,376	12,103	13,998	17,024
CFPS (원)	20,154	21,356	23,896	28,060
BPS (원)	180,117	202,557	213,797	227,785
DPS (원)	2,630	2,893	3,182	3,182
배당성향 (%)	21.6	22.7	21.7	17.8
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	12.1	14.0	11.7	13.0
EBITDA증가율 (%)	11.3	14.0	10.0	15.4
조정영업이익증가율 (%)	11.6	7.7	11.5	19.2
EPS증가율 (%)	3.9	-2.2	15.7	21.6
매출채권 회전율 (회)	24.8	27.9	31.2	33.1
재고자산 회전율 (회)	573.4	674.4	746.0	787.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	4.3	4.6	5.4
ROE (%)	7.4	6.5	6.9	7.9
ROIC (%)	37.7	38.4	42.1	47.3
부채비율 (%)	41.9	43.1	41.1	38.9
유동비율 (%)	136.3	136.7	150.9	169.4
순차입금/자기자본 (%)	-14.6	-19.8	-23.0	-26.1
조정영업이익/금융비용 (x)	20.3	21.7	24.6	29.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)				
2026.05.21	매수	280,000	-	-
2026.02.09	매수	400,000	-45.35	-34.88
2025.11.18	매수	410,000	-38.73	-30.00
2025.11.05	매수	400,000	-34.86	-33.63
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



* 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
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 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.