



BUY (유지)

목표주가(12M) 320,000원(상향)
현재주가(6.20) 269,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,021.84
52주 최고/최저(원)	269,500/155,000
시가총액(십억원)	42,698.8
시가총액비중(%)	1.73
발행주식수(천주)	158,437.0
60일 평균 거래량(천주)	805.5
60일 평균 거래대금(십억원)	168.5
외국인지분율(%)	48.85
주요주주 지분율(%)	
국민연금공단	9.24
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	6.05

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	11,877.4	13,018.6
영업이익(십억원)	2,274.2	2,604.9
순이익(십억원)	1,885.5	2,180.6
EPS(원)	11,953	13,762
BPS(원)	184,058	199,216

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,864.4	12,795.2
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,368.7	2,693.3
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,436.0	2,715.5
순이익	1,012.3	1,923.2	1,879.4	2,109.4
EPS	6,180	11,913	11,862	13,314
증감률	33.36	92.77	(0.43)	12.24
PER	36.25	16.70	22.72	20.24
PBR	1.51	1.20	1.48	1.39
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.84	14.45
ROE	4.41	7.90	7.04	7.30
BPS	148,137	166,221	181,731	193,980
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130



Analyst 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 6월 23일 | 기업분석_Update

NAVER (035420)

멀티플 회복 국면

투자의견 Buy, 목표주가 320,000원으로 상향

투자의견 Buy 유지, 목표주가 320,000원으로 상향, 인터넷 산업 내 Top Pick 유지, 비중 확대 추천한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target 멀티플 24배를 적용했다. 멀티플은 현재 글로벌 전략보다 내수 확장 가능성이 중요한 시기임을 고려하여 팬데믹 이후 하향 안정화되던 2022-2024년 12MF P/E의 평균을 적용했다. 하나증권은 5월 28일자 「NAVER: 에이전트 시대에도 경쟁력 유효」 리포트를 통해 국내 AI 에이전트 시장에서 네이버가 우위를 점할 가능성이 높으며 추가 M&A 혹은 서비스로 글로벌을 타겟한다면 탄력적인 리레이팅이 가능할 것이라 전망한 바 있다. 여전히 해당 관점 유효하나 2가지 변수가 추가되었다. 1) 하정우 센터장의 시미래기획수석 임명(6/15), 2) 스테이블 코인의 부각이다. 네이버는 수석 임명 직후 이를 간은 주가 변동이 크지 않았으나 소버린 AI에 대한 정책 기조가 확인되며 지난주 +34%라는 수익률을 기록했다. AI 강국 특별법 발의(6/20)와 같이 소버린AI 관련 정책이 점차 가시화되면서 네이버의 자체 LLM 모델, 공공 클라우드 역량 부각될 것으로 전망한다. 또한 스테이블 코인이라는 새로운 헤게모니에서도 경쟁력 갖추고 있다. 국내 온라인 커머스 생태계의 한 축(2024년 GMV 50조원)을 담당하고 있으며 네이버페이를 이미 보유 중이다. 시장에 참여하지 않을 이유는 없다. 물론 스테이블 코인의 상용화는 전통 은행, 결제사의 수익 구조를 재정의하는 문제기 때문에 실제 발행이 이뤄지기까지 많은 입법, 개정 절차와 시간이 필요할 것이라 예상한다. 도입으로 지급준비금에서 발생하는 이자 수익, B2B/B2C 솔루션 통한 수익 창출 가능하며 국내 GMV 점유율 확대도 기대 가능하기에 긍정적이다. 최근 변수와 별개로 하반기 광고/커머스 성장을 바탕으로 한 이익 증가의 가시성이 높다. 전사에 커서 도입을 추진하고 있어 생산성, 수익성 개선이 숫자로 확인될 수 있다. 또한 2025-2026년 AI 에이전트의 출시로 AI 시대에서의 경쟁력에 대한 우려도 방어 가능하다.

AI 에이전트 시대, 개인화 데이터가 핵심

네이버는 AI 브리핑 노출을 연내 20% 수준으로 확대하고 금융, 헬스케어 등 특화 AI 브리핑 순차 도입할 예정이다. 연내 쇼핑 AI 에이전트 출시 이후 2026년부터 검색, 금융을 시작으로 버티컬 AI 에이전트 출시 예상된다. 향후 통합 에이전트로 구축할 예정으로 국내에서 높은 점유율 가져갈 수 있다고 판단한다. 네이버의 강점은 검색 엔진, 자체 AI 모델, 커머스, 핀테크, 페이, 콘텐츠, 클라우드를 모두 갖추고 있으며 해당 데이터를 에이전트 고도화에 사용할 수 있다는 점이다. 결국 B2C AI 에이전트의 차별화 포인트는 개인화 데이터의 유무가 될 것이다. 개별로 학습시키지 않아도 사용자의 의도와 기호를 파악할 수 있어야 한다. 네이버가 보유한 검색, 블로그/카페(UGC), 커머스는 국내외 사업자가 갖출 수 없는 대체 불가능한 개인화 데이터다. 통합 에이전트의 점유율 확대로 하위 플랫폼형 온라인 광고들을 모두 흡수하여 현재 연간 10% 내외의 광고 성장을 재가속할 것으로 전망한다. 또한 커머스 내 지배력 역시 강화되어 국내 온라인 커머스 GMV 내 공격적인 점유율 확대도 기대한다.

도표 1. NAVER 밸류에이션

(단위: 원, 배)

항목	가치	비고
1. 12MF EPS	13,036	2022-2024년 12MF P/E 평균
2. Target PER Multiple	24	
3. 적정주가(1*2)	313,282	
4. 목표주가	320,000	목표 시가총액 50.7조원
5. 현재주가	269,500	현재 시가총액 42.7조원
6. 상승여력	18.7%	

자료: 하나증권

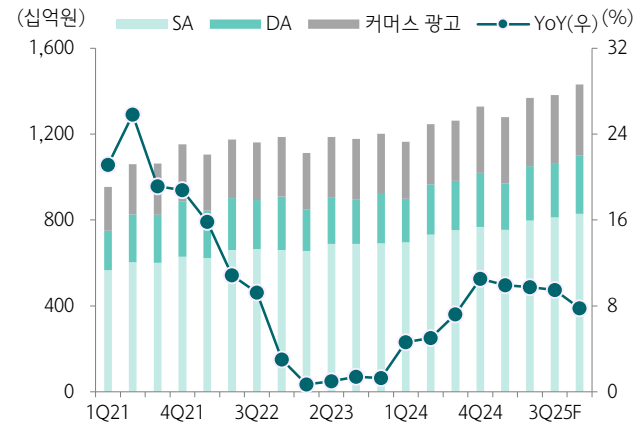
도표 2. NAVER 실적 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,893.5	3,038.8	3,145.3	10,737.7	11,864.4	12,795.2
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	10.8	11.9	9.0	11.0	10.5	7.8
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,076.0	1,085.9	1,125.2	3,946.2	4,299.8	4,569.7
YoY(%)	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	10.0	8.8	5.7	9.9	9.0	6.3
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	797.2	812.1	828.3	2,949.5	3,191.3	3,440.1
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	253.8	249.3	273.6	918.9	993.8	1,063.4
기타 서비스	6.5	12.1	14.8	44.3	41.8	25.1	24.6	23.3	77.7	114.8	66.3
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	822.3	904.1	934.0	2,923.0	3,448.3	3,818.5
YoY(%)	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	14.4	24.6	20.5	14.8	18.0	10.7
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	307.8	308.3	317.1	320.5	329.4	1,132.0	1,275.2	1,364.4
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	413.8	424.2	448.7	525.9	545.8	1,595.7	1,944.6	2,206.6
멤버십	48.0	47.4	46.2	53.6	55.5	56.6	57.7	58.8	195.2	228.6	247.4
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	410.0	417.8	434.9	1,508.4	1,655.4	1,795.8
YoY(%)	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.3	8.5	8.5	11.3	9.7	8.5
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	441.6	481.1	488.9	1,796.4	1,870.8	1,948.8
YoY(%)	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	5.1	4.0	4.6	3.7	4.1	4.2
웹툰	394.6	382.9	424.0	427.9	422.7	406.6	444.8	448.9	1,629.3	1,722.9	1,803.0
스노우	35.5	22.3	21.1	25.8	23.5	22.9	22.2	26.8	104.7	95.4	94.9
기타(뮤직 등)	16.2	14.8	17.6	13.7	13.1	12.0	14.1	13.3	62.4	52.5	50.9
엔터프라이즈	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	143.6	150.0	162.2	563.7	590.0	662.5
YoY(%)	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	15.3	3.7	(8.6)	26.1	4.7	12.3
B2B(NCP/웍스)	111.3	118.2	123.1	126.9	119.7	127.2	130.6	141.2	479.5	518.6	576.8
기타(클로바/랩스 등)	5.7	6.4	21.5	50.6	14.5	16.5	19.4	21.0	84.3	71.4	85.7
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,346.4	2,405.0	2,462.8	8,758.5	9,495.7	10,101.9
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	9.8	9.8	5.1	7.0	8.4	6.4
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	695.7	702.4	701.6	2,664.4	2,787.4	2,957.6
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,016.0	1,049.6	1,086.4	3,789.9	4,126.2	4,390.4
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	194.6	206.4	213.6	704.8	803.9	869.1
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	440.2	446.6	461.1	1,599.4	1,778.1	1,884.8
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	547.1	633.8	682.5	1,979.3	2,368.7	2,693.3
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	15.7	20.7	25.9	32.9	19.7	13.7
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.9	20.9	21.7	18.4	20.0	21.0
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	423.7	349.5	505.4	592.7	1,932.0	1,871.2	2,118.1
YoY(%)	1,173.2	0.2	48.8	72.2	(23.8)	0.1	(4.7)	15.3	96.1	(3.1)	13.2
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	12.1	16.6	18.8	18.0	15.8	16.6
지배주주지분 순이익	510.6	338.4	520.4	553.9	424.8	350.5	496.1	607.9	1,923.2	1,879.4	2,109.4
비지배주주지분 순이익	45.2	(6.3)	9.7	(39.9)	(1.2)	(1.0)	9.3	(15.3)	8.7	(8.2)	8.7

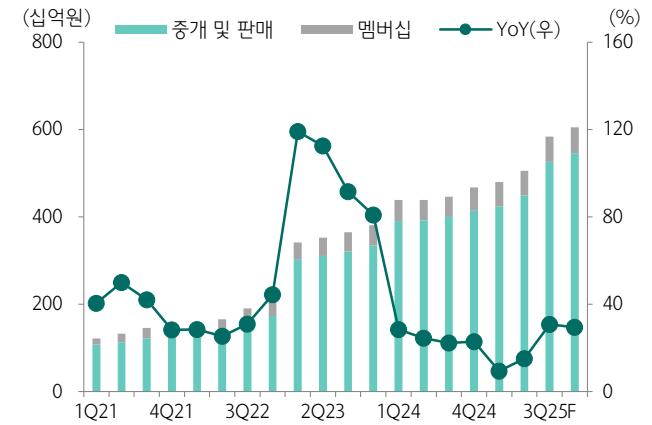
자료: 하나증권

도표 3. 네이버 광고 매출 추이



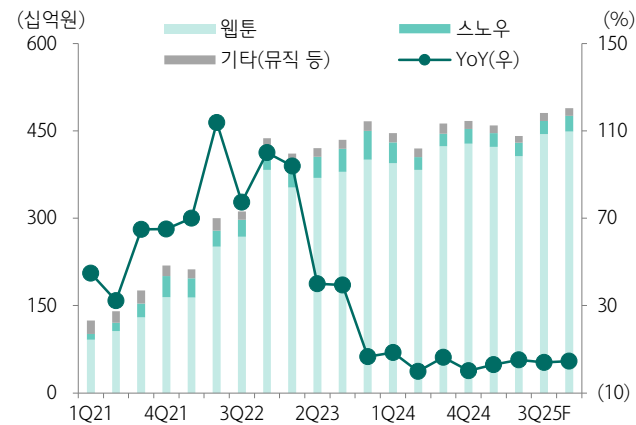
자료: 네이버, 하나증권

도표 4. 네이버 중개 및 판매, 멤버십 매출 추이



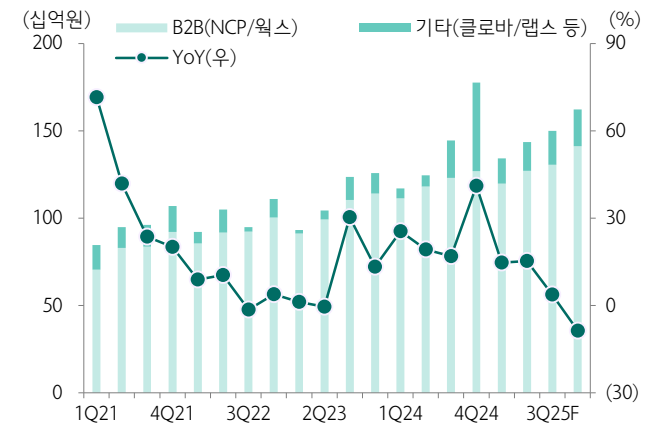
자료: 네이버, 하나증권

도표 5. 네이버 콘텐츠 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

도표 6. 네이버 엔터프라이즈 매출 추이



자료: 네이버, 하나증권

도표 7. AI 에이전트 시대 플랫폼 형태

항목	설명	장점	단점
AI 에이전트	자사 서비스 에이전트 내재화	트래픽, 사용자 맥락 확보, 광고 매출 확보	고도 기술/자본 필요, 사용자 습관 탈피 어려움
API 제공 사업자	메인 에이전트에자사 API를 MCP 형태로 연결	빠른 진입, 노출 기회 확보, 에이전트 트래픽 수혜	로열티 지불, 우선순위 밀릴 위험, 수동적 사업 불가피

자료: 하나증권

도표 8. 광고 BM의 변화 예시

기존 광고 구조	에이전트 중심 광고 구조
검색 → 클릭 → 구매	에이전트 호출 → 광고 최적화된 추천 → 구매
피드 스크롤 → 노출형 광고	에이전트 대화 중 자연스러운 광고 삽입
탐색 → 리타겟팅 광고	구매 결정 직전 광고 삽입

자료: Operator, 하나증권

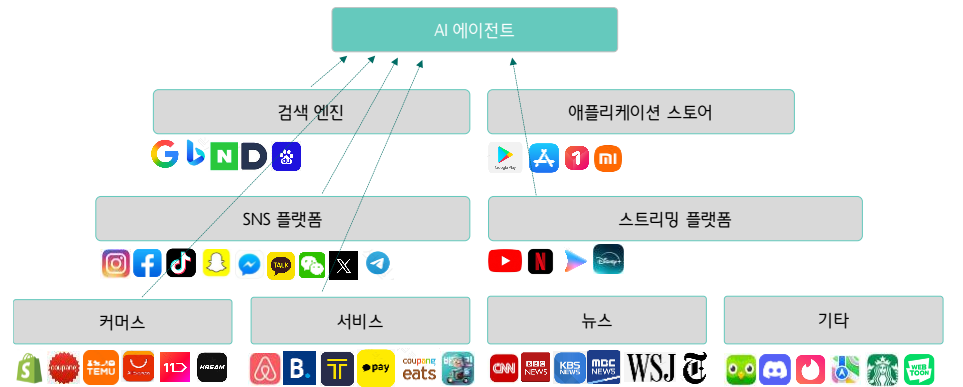
도표 9. API 제공 사업자 수익 구조 예상

항목	과거 구조	AI Agent 구조
유입	검색/앱 설치 → 직접 탐색	Agent가 API 연결해서 추천
수익	광고 판매 수익 + 커미션	광고 수익↓, 커미션 유지, 일부 API 호출당 로열티 구조 전환
경쟁력	브랜드 노출력, UI/디자인	Agent 최적화 데이터 품질, 상품 구성, 가격 경쟁력

자료: 하나증권

도표 10. AI 에이전트 내재화 시도

AI 에이전트 내재화 작업 시작



자료: Operator, 하나증권

도표 11. 네이버 생태계



자료: NAVER, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	9,670.6	10,737.7	11,864.4	12,795.2	13,726.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	11,864.4	12,795.2	13,726.4
판매비	8,181.8	8,758.5	9,495.7	10,101.9	10,778.3
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,368.7	2,693.3	2,948.1
금융손익	(79.5)	54.3	138.0	(98.9)	(69.3)
종속/관계기업손익	266.5	144.5	144.5	294.4	294.4
기타영업외손익	(194.5)	144.1	(215.3)	(173.4)	(124.6)
세전이익	1,481.4	2,322.2	2,436.0	2,715.5	3,048.6
법인세	496.4	390.2	564.7	597.4	670.7
계속사업이익	985.0	1,932.0	1,871.2	2,118.1	2,377.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	985.0	1,932.0	1,871.2	2,118.1	2,377.9
비지배주주지분 손이익	(27.3)	8.7	(8.2)	8.7	10.2
지배주주순이익	1,012.3	1,923.2	1,879.4	2,109.4	2,367.7
지배주주지분포괄이익	748.8	2,561.2	2,566.3	2,099.7	2,357.4
NOPAT	990.0	1,646.7	1,819.6	2,100.8	2,299.5
EBITDA	2,071.2	2,652.8	2,368.7	2,693.3	2,948.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.65	11.03	10.49	7.85	7.28
NOPAT증가율	22.16	66.33	10.50	15.45	9.46
EBITDA증가율	11.02	28.08	(10.71)	13.70	9.46
영업이익증가율	14.11	32.95	19.67	13.70	9.46
(지배주주)순이익증가율	33.14	89.98	(2.28)	12.24	12.25
EPS증가율	33.36	92.77	(0.43)	12.24	12.24
수익성(%)					
매출총이익률	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA이익률	21.42	24.71	19.96	21.05	21.48
영업이익률	15.40	18.43	19.96	21.05	21.48
계속사업이익률	10.19	17.99	15.77	16.55	17.32

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	6,180	11,913	11,862	13,314	14,944
BPS	148,137	166,221	181,731	193,980	207,860
CFPS	14,111	18,180	14,004	15,701	17,617
EBITDAPS	12,644	16,432	14,951	16,999	18,607
SPS	59,039	66,511	74,884	80,759	86,636
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
주가지표(배)					
PER	36.25	16.70	22.72	20.24	18.03
PBR	1.51	1.20	1.48	1.39	1.30
PCR	15.87	10.94	19.24	17.16	15.30
EV/EBITDA	17.96	11.27	16.84	14.45	12.80
PSR	3.79	2.99	3.60	3.34	3.11
재무비율(%)					
ROE	4.41	7.90	7.04	7.30	7.65
ROA	2.91	5.20	4.73	4.95	5.24
ROIC	30.40	41.13	46.40	57.25	67.22
부채비율	47.45	41.36	40.34	39.40	38.36
순부채비율	(0.90)	(11.69)	(14.80)	(17.03)	(19.44)
이자보상배율(배)	11.72	18.87	22.58	25.68	28.11

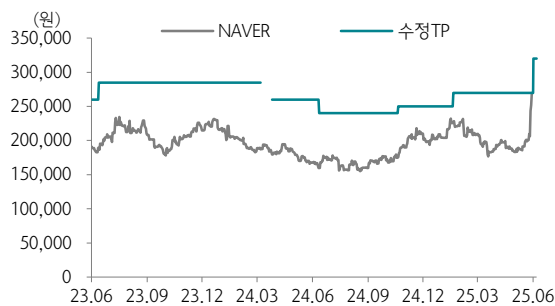
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	7,028.1	9,374.9	10,804.6	11,943.7	13,292.6
금융자산	5,100.7	7,535.1	8,798.2	9,802.3	11,007.8
현금성자산	3,576.5	4,195.5	5,231.4	6,018.8	6,994.3
매출채권	491.4	478.0	521.0	556.4	594.0
재고자산	14.8	21.7	23.7	25.3	27.0
기타유동자산	1,421.2	1,340.1	1,461.7	1,559.7	1,663.8
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,564.8	31,865.0	33,245.5
투자자산	21,231.1	20,910.2	22,657.3	23,957.5	25,337.9
금융자산	3,642.3	3,504.0	3,684.5	3,696.4	3,709.0
유형자산	2,741.6	2,909.6	2,919.9	2,919.9	2,919.9
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,673.4	3,673.4	3,673.4
기타비유동자산	1,291.5	1,316.0	1,314.2	1,314.2	1,314.3
자산총계	35,737.8	38,167.9	41,369.4	43,808.7	46,538.1
유동부채	6,305.6	6,092.2	8,255.3	8,611.9	8,990.5
금융부채	1,465.5	1,104.9	2,762.4	2,777.9	2,794.3
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	4,840.1	4,987.3	5,492.9	5,834.0	6,196.2
비유동부채	5,194.3	5,074.8	3,636.9	3,770.2	3,911.8
금융부채	3,417.5	3,273.4	1,673.3	1,673.3	1,673.3
기타비유동부채	1,776.8	1,801.4	1,963.6	2,096.9	2,238.5
부채총계	11,499.8	11,167.0	11,892.2	12,382.2	12,902.3
지배주주지분	23,206.0	25,459.9	27,917.4	29,858.0	32,057.0
자본금	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,459.5	1,459.5	1,459.5
자본조정	(607.3)	(638.5)	(634.3)	(634.3)	(634.3)
기타포괄이익누계액	(1,990.2)	(1,305.7)	(586.1)	(586.1)	(586.1)
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,661.8	29,602.4	31,801.5
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,559.8	1,568.5	1,578.7
자본총계	24,238.0	27,000.9	29,477.2	31,426.5	33,635.7
순금융부채	(217.8)	(3,156.8)	(4,362.4)	(5,351.1)	(6,540.2)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	2,896.7	2,524.7	2,807.7
당기순이익	985.0	1,932.0	1,871.2	2,118.1	2,377.9
조정	656.4	505.6	97.8	31.8	31.8
감가상각비	582.3	673.5	0.0	0.0	0.0
외환거래손익	(30.5)	135.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(244.3)	(565.2)	(147.2)	(294.4)	(294.4)
기타	348.9	262.2	245.0	326.2	326.2
영업활동 자산부채변동	360.8	152.3	927.7	374.8	398.0
투자활동 현금흐름	(949.8)	(1,340.0)	(1,375.0)	(1,552.2)	(1,645.9)
투자자산감소(증가)	1,920.2	2,330.9	(1,597.3)	(1,005.8)	(1,086.1)
자본증가(감소)	(640.6)	(554.0)	(191.1)	0.0	0.0
기타	(2,229.4)	(3,116.9)	413.4	(546.4)	(559.8)
재무활동 현금흐름	(161.4)	(347.2)	(17.6)	(153.3)	(152.3)
금융부채증가(감소)	(17.7)	(377.0)	57.5	15.4	16.4
자본증가(감소)	(313.8)	180.1	36.8	0.0	0.0
기타재무활동	232.5	(31.3)	56.5	(0.0)	(0.0)
배당지급	(62.4)	(119.0)	(168.4)	(168.7)	(168.7)
현금의 증감	891.0	902.6	894.4	787.4	975.5
Unlevered CFO	2,311.4	2,934.9	2,218.8	2,487.6	2,791.1
Free Cash Flow	1,361.6	2,035.9	2,701.8	2,524.7	2,807.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

NAVER



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.23	BUY	320,000		
25.2.10	BUY	270,000	-25.16%	-0.19%
24.11.11	BUY	250,000	-18.33%	-7.20%
24.7.3	BUY	240,000	-29.94%	-25.13%
24.4.16	BUY	260,000	-31.83%	-25.08%

담당자 변경

Compliance Notice

- 당사는 2025년 6월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(이준호)는 2025년 6월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.48%	4.52%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 06월 20일