인터넷/게임/엔터
김지현
02)739-5938
kimjh@heungkuksec.co.kr

(035420)

NAVER

BUY(유지)

커머스에 집중

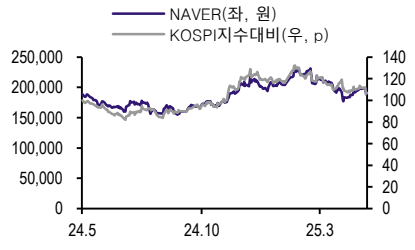
목표주가	260,000원(하향)
현재주가(05/09)	191,000원
상승여력	36.1%
시가총액	30,261십억원
발행주식수	158,437천주
52주 최고가 / 최저가	232,000 / 155,000원
3개월 일평균거래대금	138십억원
외국인 지분율	48.6%
주요주주	
국민연금공단 (외 1인)	9.2%
BlackRock Fund Advisors (외 14인)	6.1%
자사주 (외 1인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.0	-15.3	9.4	1.4
상대수익률(KOSPI)	-4.4	-17.5	8.8	6.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	11,753	12,720
영업이익	1,489	1,979	2,312	2,680
EBITDA	2,071	2,653	3,031	3,396
지배주주순이익	1,012	1,923	1,594	1,897
EPS	6,233	12,139	10,704	12,742
순차입금	480	-2,744	-1,444	-2,408
PER	35.9	16.4	17.8	15.0
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.8	10.8	9.5	8.2
배당수익률	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	4.4	7.9	6.2	7.1
컨센서스 영업이익	1,489	1,979	2,297	2,604
컨센서스 EPS	6,233	12,139	12,295	14,069

주가추이



1Q25 Review: 커머스 광고 성장 지속

1분기 매출액은 2조 7,868억원(+10.3%YoY, -3.4%QoQ), 영업이익은 5,053억원(+15.0%YoY, -6.8% QoQ, opm 18.1%)을 기록. 1분기에도 광고 업황 회복은 관찰되지 않았음에도 클립과 홈피드 콘텐츠 증가에 체류 시간 증가 및 지면 확대와 검색 상품 개선에 YoY성장을 지속. 커머스 부문은플러스 스토어와 개인화를 통한 추천 고도화를 통해 커머스 광고의 매출이 전분기비 증가하는 효과. 중개 및 판매도 N배송 개편 등으로 고객의 편의성이 증가하며 GMV는 12.8조원(+5% YoY)로 증가. 핀테크 부문은 결제액이 19.6조원 (+17.4YoY, +2%QoQ)로 지속 증가하며 매출액 3,927억원(+11.0%YoY, -2.0%QoQ)를 기록.

커머스, 집토끼 키우기 전략

3월 12일 출시된 별도의 쇼핑 앱 플러스스토어의 가입자수는 예상 대비 더딘 상황. 초기 강력한 프로모션을 집행하기보다 네이버 지면에서 자연스러운 유입을 독려하는 전략에 마케팅비용은 4,302억원(17.1% YoY, -3.9% QoQ)를 사용. 초기 사용자 정착을 위한 프로모션 방향성은 충성 고객 중심의 앱 유입에 집중. 해당 전략을 통한 국내 이커머스 MS 확대는 앱 고도화가 완료된 이후가 될 것.

6월부터 수수료 체계가 변경되며 기존보다 1%p 상승되면서 하반기 매출 증대를 전망. 플러스스토어는 이용자의 관심사에 최적화된 추천 및 프로모션을 진행 중임에 장기적으로 커머스 광고의 성장까지 이어질 것.

투자의견 BUY, 목표주가 260,000원

투자의견 BUY와 목표주가 260,000원 하향. 여전히 글로벌 Peer대비 높은 밸류에이션을 정당화하기 위한 AI를 통한 성장 혹은 AI 역량이 가시화되지 않고 있음. 커머스 부문의 수익성 확대는 수수료 개편으로 2분기부터 확인할 수 있을 것으로 전망하나 커머스 앱의 성장 프로모션 방향이 기존 사용자 락인을 주요한 전략으로 삼아 동사의 국내 이커머스 점유율은 예상보다 장기적인 시점에 이루어질 것으로 판단.

표 1 NAVER 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	**2,526**	**2,610**	**2,716**	**2,886**	**2,787**	**2,807**	**3,007**	**3,153**	**10,738**	**11,753**	**12,720**
YoY	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	7.5%	10.7%	9.3%	11.0%	9.5%	8.2%
QoQ	-0.4%	3.3%	4.0%	6.3%	-3.4%	0.7%	7.1%	4.8%			
[사업부문별]											
서치플랫폼	905	978	998	1,064.7	1,012.7	999.9	1,009.2	1,103.9	3,946	4,126	4,453
커머스	703	719	725	775	788	819	940	977	2,923	3,524	3,908
핀테크	354	368	385	401	393	417	432	428	1,508	1,669	1,825
콘텐츠	446	420	463	467	459	436	473	481	1,796	1,849	1,885
클라우드	117	125	145	178	134	135	153	163	564	585	649
[영업수익비중]											
서치플랫폼	35.8%	37.5%	36.7%	36.9%	36.3%	35.6%	33.6%	35.0%	36.8%	35.1%	35.0%
커머스	27.8%	27.5%	26.7%	26.9%	28.3%	29.2%	31.3%	31.0%	27.2%	30.0%	30.7%
핀테크	14.0%	14.1%	14.2%	13.9%	14.1%	14.9%	14.4%	13.6%	14.0%	14.2%	14.3%
콘텐츠	17.7%	16.1%	17.0%	16.2%	16.5%	15.5%	15.7%	15.2%	16.7%	15.7%	14.8%
클라우드	4.6%	4.8%	5.3%	6.2%	4.8%	4.8%	5.1%	5.2%	5.3%	5.0%	5.1%
영업비용	**2,087**	**2,138**	**2,190**	**2,344**	**2,281**	**2,290**	**2,367**	**2,502**	**8,758**	**9,441**	**10,040**
YoY	7.0%	5.0%	6.1%	10.0%	9.3%	7.1%	8.1%	6.8%	7.0%	7.8%	6.3%
QoQ	-2.1%	2.4%	2.5%	7.0%	-2.7%	0.4%	3.3%	5.7%			
[비용구성]											
개발/운영비	636	683	657	689	688	701	676	729	2,664	2,794	2,876
대행/파트너	913	917	938	1,022	974	1,000	1,071	1,123	3,790	4,169	4,532
인프라	170	172	178	185	189	181	193	203	705	766	818
마케팅	367	367	417	448	430	408	426	448	1,599	1,712	1,814
영업이익	**439**	**473**	**525**	**542**	**505**	**516**	**641**	**650**	**1,979**	**2,312**	**2,680**
YoY	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	9.2%	21.9%	19.9%	32.9%	16.8%	15.9%
QoQ	8.3%	7.6%	11.1%	3.2%	-6.8%	2.2%	24.0%	1.5%			
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.4%	21.3%	20.6%	18.4%	19.7%	21.1%
당기순이익	**556**	**332**	**530**	**444**	**424**	**320**	**449**	**365**	**1,862**	**1,558**	**1,945**
YoY	1173.2%	15.8%	48.8%	47.1%	-23.8%	-3.6%	-15.3%	-17.7%	88.4%	-16.3%	24.8%
QoQ	84.1%	-40.3%	59.6%	-16.2%	-4.6%	-24.4%	40.1%	-18.6%			
순이익률	22.0%	12.7%	19.5%	15.4%	15.2%	11.4%	14.9%	11.6%	17.3%	13.3%	15.3%
지배기업순이익	**511**	**338**	**520**	**509**	**425**	**313**	**457**	**399**	**1,878**	**1,594**	**1,897**
YoY	827.4%	26.4%	38.5%	61.9%	-16.8%	-7.6%	-12.2%	-21.5%	85.5%	-15.1%	19.0%
QoQ	62.5%	-33.7%	53.8%	-2.3%	-16.5%	-26.4%	46.2%	-12.6%			

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 NAVER 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2025E	2026E	비고
지배기업순이익 (억원)	1,593.8	1,897.3	
수정 EPS (원)	11,408		(12M Fwd EPS)
목표 PER (배)	22.5		글로벌 Peer 12m fwd 평균
목표주가 (원)	260,000		만원 단위 반올림
현재주가(5/9)	191,000		
상승여력 (%)	36.1%		

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**9,671**	**10,738**	**11,753**	**12,720**	**13,270**
증가율 (Y-Y,%)	17.6	11.0	9.5	8.2	4.3
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,312**	**2,680**	**2,858**
증가율 (Y-Y,%)	14.1	32.9	16.8	15.9	6.6
EBITDA	2,071	2,653	3,031	3,396	3,578
영업외손익	(7)	343	(149)	10	92
순이자수익	10	89	(122)	(37)	49
외화관련손익	62	38	0	0	0
지분법손익	244	565	1,951	1,951	1,951
세전계속사업손익	1,481	2,322	2,163	2,691	2,951
당기순이익	**985**	**1,932**	**1,558**	**1,945**	**2,233**
지배기업당기순이익	**1,012**	**1,923**	**1,594**	**1,897**	**2,225**
증가율 (Y-Y,%)	33.2	90.0	(17.1)	19.0	17.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	22.2	16.3	12.7	9.6	7.3
영업이익증가율(3Yr)	7.0	14.3	21.0	21.6	13.0
EBITDA증가율(3Yr)	6.6	14.7	17.6	17.9	10.5
순이익증가율(3Yr)	5.2	(51.1)	32.3	25.4	5.0
영업이익률(%)	15.4	18.4	19.7	21.1	21.5
EBITDA마진(%)	21.4	24.7	25.8	26.7	27.0
순이익률 (%)	10.2	18.0	13.3	15.3	16.8
NOPLAT	**990**	**1,647**	**1,666**	**1,937**	**2,164**
(+) Dep	582	674	718	716	720
(-) 운전자본투자	(854)	(520)	1,091	(79)	(69)
(-) Capex	641	554	606	656	685
OpFCF	1,785	2,286	686	2,075	2,268

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	7,565	7,866	8,401
현금성자산	4,403	7,122	5,075	5,255	5,686
매출채권	1,706	1,588	1,796	1,888	1,963
재고자산	15	22	26	27	28
비유동자산	28,710	28,793	29,621	30,538	31,517
투자자산	22,523	22,226	23,129	24,068	25,045
유형자산	2,742	2,910	2,862	2,867	2,896
무형자산	3,446	3,657	3,630	3,602	3,576
자산총계	**35,738**	**38,168**	**37,185**	**38,403**	**39,918**
유동부채	6,306	6,092	4,770	4,486	4,172
매입채무	3,873	3,866	2,967	3,119	3,243
유동성이자부채	1,465	1,105	636	153	(335)
비유동부채	5,194	5,075	4,865	4,637	4,409
비유동이자부채	3,417	3,273	2,994	2,694	2,391
부채총계	**11,500**	**11,167**	**9,635**	**9,123**	**8,581**
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	24,544	25,965	27,390	29,119	31,177
자본조정	(2,597)	(1,944)	(2,820)	(2,820)	(2,820)
자기주식	(853)	(876)	(876)	(876)	(876)
자본총계	**24,238**	**27,001**	**27,551**	**29,280**	**31,337**
투하자본	3,524	3,507	4,514	4,403	4,326
순차입금	480	(2,744)	(1,444)	(2,408)	(3,630)
ROA	2.9	5.2	4.2	5.0	5.7
ROE	4.4	7.9	6.2	7.1	7.7
ROIC	35.1	46.8	41.5	43.4	49.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	6,233	12,139	10,704	12,742	14,946
BPS	142,887	160,694	164,164	175,077	188,062
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
Multiples(x,%)					
PER	35.9	16.4	17.8	15.0	12.8
PBR	1.6	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	17.8	10.8	9.5	8.2	7.4
배당수익율	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	15.7	10.7	n/a	41.2	28.3
PSR	3.8	2.9	2.6	2.4	2.3
재무건전성 (%)					
부채비율	47.4	41.4	35.0	31.2	27.4
Net debt/Equity	2.0	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	23.2	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	111.5	153.9	158.6	175.3	201.4
이자보상배율	n/a	n/a	19.0	72.7	n/a
이자비용/매출액	1.3	1.0	3.2	2.4	1.7
자산구조					
투하자본(%)	11.6	10.7	13.8	13.1	12.3
현금+투자자산(%)	88.4	89.3	86.2	86.9	87.7
자본구조					
차입금(%)	16.8	14.0	11.6	8.9	6.2
자기자본(%)	83.2	86.0	88.4	91.1	93.8

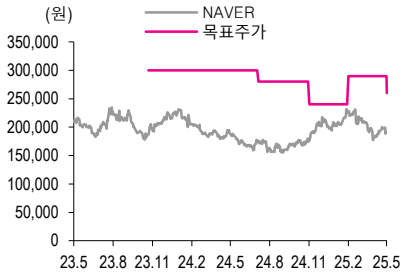
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**2,002**	**2,590**	**(1,536)**	**814**	**1,139**
당기순이익	985	1,932	1,558	1,945	2,233
자산상각비	582	674	718	716	720
운전자본증감	361	152	(1,091)	79	69
매출채권감소(증가)	43	(3)	(208)	(92)	(75)
재고자산감소(증가)	(2)	(13)	(4)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	347	(251)	(899)	152	124
투자현금	**(950)**	**(1,340)**	**286**	**194**	**123**
단기투자자산감소	482	(1,678)	(119)	(124)	(129)
장기투자증권감소	534	893	1,108	1,074	1,038
설비투자	(641)	(554)	(606)	(656)	(685)
유무형자산감소	(44)	8	(37)	(37)	(37)
재무현금	**(110)**	**(770)**	**(917)**	**(951)**	**(959)**
차입금증가	(180)	(636)	(748)	(783)	(791)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(62)	(119)	(168)	(168)	(168)
현금 증감	852	619	(2,167)	57	302
총현금흐름(Gross CF)	**2,311**	**2,935**	**(445)**	**735**	**1,070**
(-) 운전자본증가(감소)	(854)	(520)	1,091	(79)	(69)
(-) 설비투자	641	554	606	656	685
(+) 자산매각	(44)	8	(37)	(37)	(37)
Free Cash Flow	2,481	2,909	(2,180)	120	417
(-) 기타투자	(534)	(893)	(1,108)	(1,074)	(1,038)
잉여현금	3,015	3,802	(1,071)	1,194	1,455

NAVER - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2023-10-31	담당자변경			
2023-10-31	Buy	300,000	(35.1)	(22.8)
2024-07-15	Buy	280,000	(40.1)	(35.8)
2024-11-11	Buy	240,000	(15.1)	(3.3)
2025-02-10	Buy	290,000	(29.6)	(20.2)
2025-05-12	Buy	260,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 종로구 새문안로 68 (신문로 1가, 흥국생명빌딩 19층)
(사무소) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286