NAVER (035420)

Analyst 김현용 hykim@hmsec.com

피드와 N+스토어가 울려 퍼지고 있다

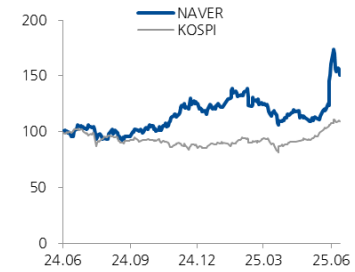
BUY	TP 300,000원
현재주가 (7/3)	253,000원
상승여력	18.6%
시가총액	40,085십억원
발행주식수	158,437천주
자본금/액면가	16십억원/100원
52주 최고가/최저가	290,500원/155,000원
일평균 거래대금 (60일)	263십억원
외국인 지분율	45.65%
주요주주 지분율	
국민연금공단	9.24%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	35.1	28.8	30.0
상대주가(%p)	18.6	5.0	1.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	12,292	14,767	260,000
After	13,152	15,086	300,000
Consensus	11,974	13,816	293,571
Cons. 차이	9.8%	9.2%	2.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

2 분기 영업이익 13% 증가 예상돼 확고한 시장 지배력 보여줄 전망

-동사 2분기 매출액은 2조 9,129억원(YoY +11.6%), 영업이익 5,323억원(YoY +12.6%)으로 시장 기대치(OP 5,371억원)에 부합할 것으로 예상. 매출은 서치플랫폼이 YoY +7%로 견조한 가운데 커머스가 YoY +15% 성장하며 전사를 견인할 전망. 피드형 개인화 광고 시장이 급부상하며, 검색 및 커머스에서 DA(피드형)로의 유입이 가속화되는 수혜를 동사가 온전히 받고 있는 상황. 한편, 커머스 거래액은 별도앱 출시, 수수료율 인상, N배송(구. 도착보장) 고성장에 따른 수수료 증가가 겹치며 YoY +8%로 시장 대비 6%p 초과 성장 기대. 영업이익률은 주가 급등에 따른 주보비 인식에 따라 18.3%(YoY +0.2%p)로 소폭 개선에 그칠 전망

서치플랫폼 승기 잡은 상황에서 AI 브리핑도 순항 중

-동사는 피드형 광고시장 선점 효과를 누리는 가운데, AI 브리핑 서비스도 연착륙을 위한 전개 중. 3월말 도입 당시 검색 쿼리의 1%에 불과했던 AI 브리핑 검색 결과는 현재 3~5% 수준으로 눈에 띄게 증가. 일반적인 검색 결과뿐 아니라 플레이스 내 사용자 리뷰 정리 등 다양한 영역으로 확장 적용 중. 연말까지 검색 쿼리의 15% 이상을 AI 브리핑 검색 결과로 보여주는 것이 목표

생필품, 화장품에서 존재감 늘어난 N+스토어: 3 분기말 컬리 입점으로 신선식품 강화

-커머스 고성장 및 증익의 핵심은 1)별도앱 및 멤버십을 중심으로 한 쇼핑 생태계 강화, 2)N배송 고성장에 따른 수수료 증가. 별도앱은 3/12 출시하여 6/8 700만 다운로드를 넘어섰으며, 멤버십은 6/27 오징어 게임 시즌3 공개까지 완만한 증가세를 보였을 것으로 추정. 아울러 N배송은 생필품, 화장품에서 라인업을 확대하며 고성장을 이어가고 있고, 3분기말 컬리 입점(네이버 쇼핑 내 최상단 메뉴로 입점 예상)을 통해 신선식품 라인업을 크게 강화할 계획

내년 EPS 에 P/E 20 배만 적용해도 목표주가는 30 만원! 인터넷 최선호주 유지

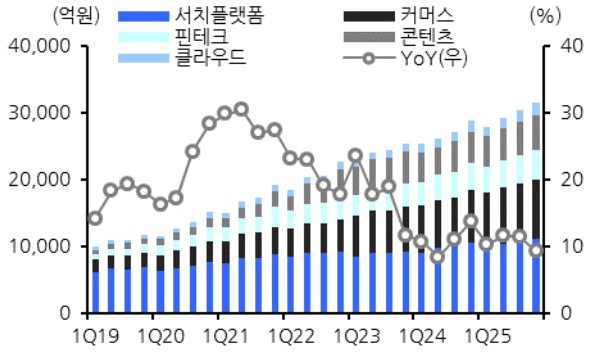
-동사 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 30만원으로 기존 대비 15% 상향. 목표주가는 2026년 EPS에 Target P/E 20배를 적용하여 산정. 인터넷 최선호주 제시의 근거는 1)AI 브리핑 서비스의 연착륙에 따른 실질적 수혜가 가능한 점, 2)커머스 고성장 및 마진 개선이 동시에 기대되는 점으로 요약됨

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2023	9,671	1,489	1,012	2,071	6,180	33.4	36.2	1.6	17.7	4.4	0.5
2024	10,738	1,979	1,923	2,653	11,913	92.8	16.7	1.2	11.1	7.9	0.6
2025F	11,881	2,249	2,084	2,249	13,152	10.4	19.2	1.4	17.6	7.8	0.5
2026F	13,022	2,544	2,390	3,791	15,086	14.7	16.7	1.3	9.3	8.2	0.7
2027F	14,424	2,803	2,683	3,518	16,937	12.3	14.9	1.2	9.8	8.6	0.7

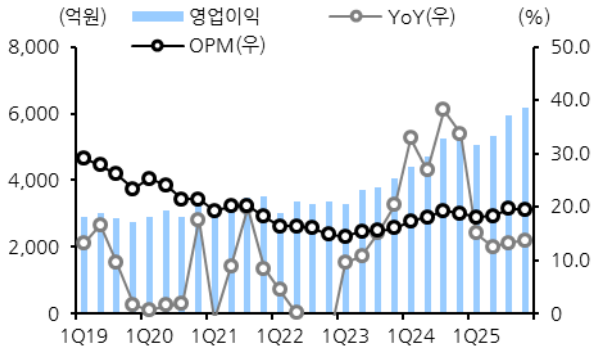
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> 분기별 부문별 영업수익 전망



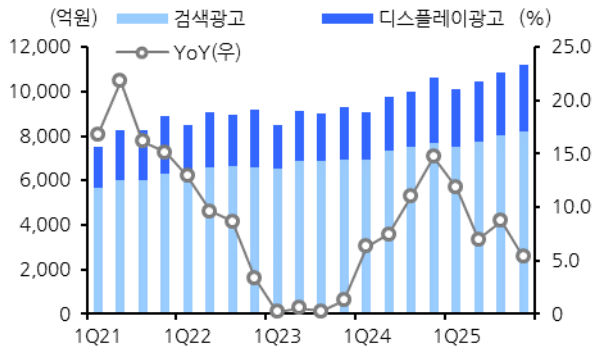
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림2> 분기별 영업이익 & OPM 전망



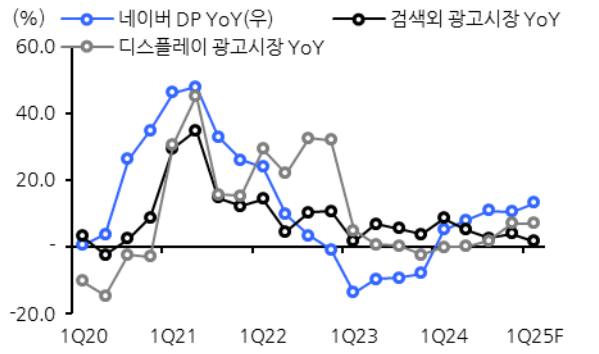
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림3> 서치플랫폼 분기별 영업수익 전망



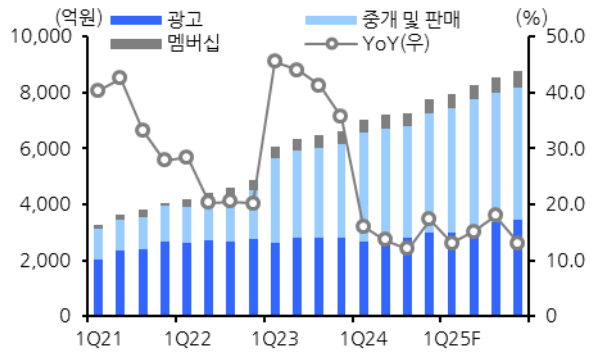
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림4> 디스플레이 광고 시장 vs 네이버 매출 YoY



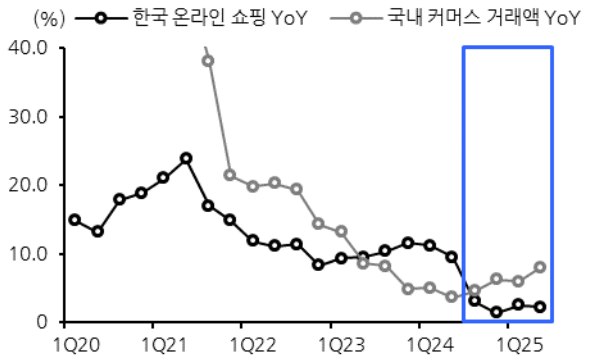
자료 : NAVER, KODA, 현대차증권

<그림5> 커머스 분기별 영업수익 전망



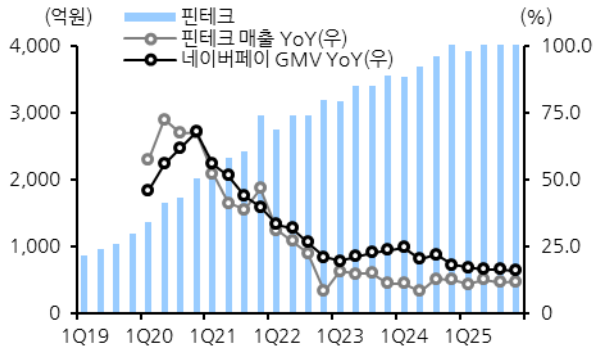
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림6> 커머스 거래액 성장률 vs 온라인 쇼핑 시장



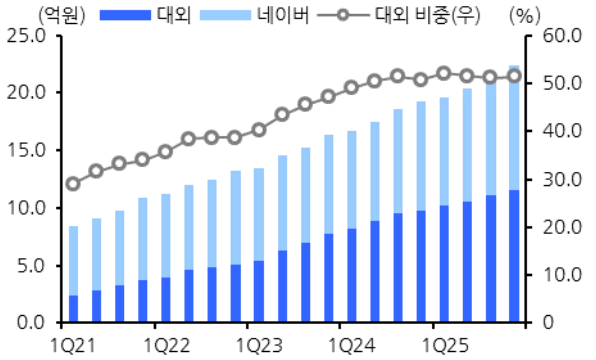
자료 : NAVER, 통계청, 현대차증권

<그림7> 핀테크 분기별 영업수익 전망



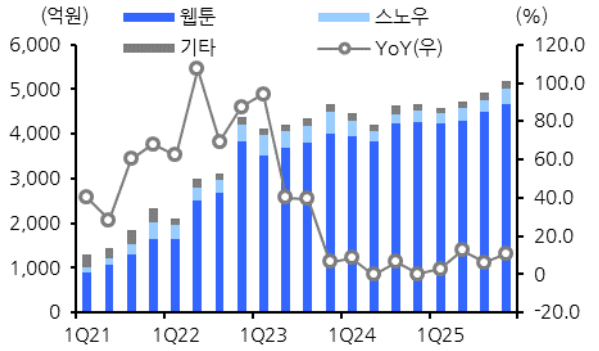
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림8> 네이버페이 거래액 및 대외 비중 추이



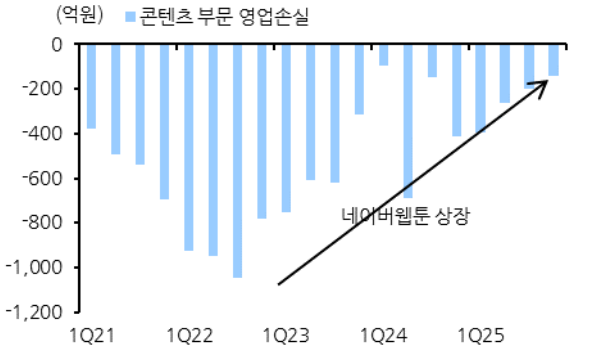
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림9> 콘텐츠 분기별 영업수익 전망



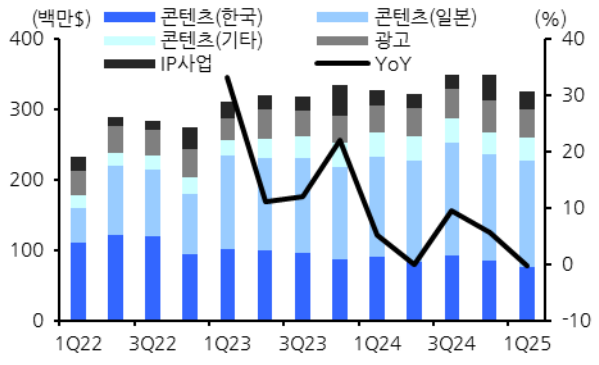
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림10> 콘텐츠 분기별 영업손실 추이



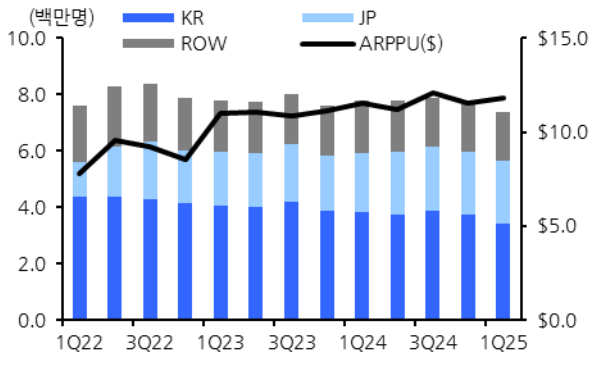
자료 : NAVER, 현대차증권

<그림11> 웹툰 항목별 매출액 상세 추이



자료 : NAVER, WBTN, 현대차증권

<그림12> 웹툰 결제자수 및 ARPPU 추이



자료 : NAVER, WBTN, 현대차증권

<표1> NAVER 실적 전망 상세 내역 (단위: 억원, 만명, %)

항목	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
영업수익	22,804	24,079	24,453	25,370	25,261	26,105	27,156	28,856	27,868	29,129	30,273	31,544	82,201	96,706	107,377	118,814
서치플랫폼(광고)	8,518	9,104	8,985	9,283	9,054	9,784	9,977	10,647	10,127	10,467	10,850	11,220	35,680	35,890	39,462	42,664
검색광고	6,557	6,892	6,882	6,922	6,964	7,314	7,533	7,684	7,537	7,758	8,055	8,176	26,086	27,253	29,495	31,526
디스플레이	1,961	2,212	2,103	2,361	2,090	2,470	2,444	2,963	2,590	2,709	2,795	3,044	9,594	8,637	9,967	11,138
커머스(쇼핑)	6,059	6,329	6,474	6,605	7,034	7,190	7,254	7,751	7,879	8,274	8,559	8,763	18,011	25,467	29,229	33,475
핀테크(페이)	3,182	3,397	3,408	3,560	3,539	3,685	3,851	4,009	3,927	4,151	4,307	4,493	11,866	13,547	15,084	16,878
콘텐츠(웹툰/뮤직)	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,628	4,673	4,593	4,734	4,916	5,186	12,616	17,329	17,964	19,429
클라우드	932	1,045	1,236	1,259	1,170	1,246	1,446	1,776	1,342	1,503	1,641	1,882	4,028	4,472	5,638	6,368
% YoY	23.6	17.7	18.9	11.7	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.6	11.5	9.3	20.6	17.6	11.0	10.7
서치플랫폼	0.2	0.5	0.3	1.3	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	7.0	8.8	5.4	8.4	0.6	10.0	8.1
검색광고	5.2	4.3	3.5	4.8	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	6.1	6.9	6.4	8.6	4.5	8.2	6.9
디스플레이	-13.6	-9.6	-9.2	-7.8	6.6	11.7	16.2	25.5	23.9	9.7	14.4	2.7	8.1	-10.0	15.4	11.7
커머스(쇼핑)	45.5	44.0	41.3	35.7	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	15.1	18.0	13.1	22.1	41.4	14.8	14.5
핀테크(페이)	15.8	14.9	15.1	11.3	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	12.6	11.8	12.1	21.2	14.2	11.3	11.9
콘텐츠(웹툰/뮤직)	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.9	12.7	6.2	11.0	82.0	37.4	3.7	8.2
클라우드	1.2	-0.4	30.5	13.3	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	20.6	13.5	6.0	6.0	11.0	26.1	12.9
영업비용	19,499	20,352	20,651	21,315	20,868	21,378	21,903	23,436	22,815	23,806	24,322	25,377	69,154	81,817	87,585	96,320
영업이익	3,305	3,727	3,802	4,055	4,393	4,727	5,253	5,420	5,053	5,323	5,951	6,167	13,047	14,888	19,793	22,494
광고/커머스	4,641	4,818	4,933	5,146	5,070	5,585	5,774	6,140	5,891	6,007	6,357	6,589	17,893	19,538	22,570	24,844
핀테크	271	270	334	205	261	361	328	246	349	388	384	335	961	1,080	1,196	1,456
콘텐츠	-752	-607	-621	-315	-97	-686	-146	-412	-397	-262	-197	-142	-3,699	-2,295	-1,341	-998
클라우드	-817	-693	-870	-967	-672	-651	-599	-594	-703	-541	-504	-533	-2,006	-3,347	-2,516	-2,281
영업이익률(%)	14.5	15.5	15.5	16.0	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.3	19.7	19.6	15.9	15.4	18.4	18.9
검색외 광고시장	8,627	9,321	9,532	9,873	9,377	9,801	9,793	10,266	9,476	-	-	-	35,736	37,352	39,236	40,500
동영상 광고 시장	3,336	3,819	3,891	4,433	4,236	4,452	4,251	4,416	4,112	-	-	-	13,352	15,479	17,354	17,400
모바일 DA 시장	3,492	3,575	3,656	3,639	3,494	3,583	3,726	3,897	3,689	-	-	-	14,242	14,362	14,700	15,800
PC DA 시장	1,798	1,927	1,985	1,802	1,647	1,766	1,816	1,953	1,674	-	-	-	8,142	7,511	7,182	7,300
% YoY	1.7	6.9	5.6	3.9	8.7	5.2	2.7	4.0	1.1	-	-	-	9.9	4.5	5.0	3.2
온라인 쇼핑시장	53.7	55.5	57.2	61.7	63.8	65.0	63.5	67.2	65.4	66.4	67.0	68.8	206.9	228.1	259.4	267.6
% YoY	9.3	9.6	10.4	11.6	11.2	9.5	3.1	1.4	2.4	2.2	5.5	2.4	10.6	10.2	6.1	3.2
커머스 GMV (조원)	11.6	11.9	12.0	12.4	12.2	12.3	12.5	13.2	13.2	13.3	13.5	14.1	41.7	47.9	50.2	54.1
% YoY	20	15	14	11	5	4	5	6	8	8	8	7	18	15	5	8
Take Rate (%)	4.88	4.98	5.05	4.95	5.37	5.46	5.43	5.51	5.66	5.83	5.95	5.79	4.03	4.96	5.45	5.81
핀테크 GMV (조원)	13.4	14.6	15.2	16.3	16.7	17.5	18.6	19.3	19.6	20.4	21.7	22.4	48.8	59.5	72.1	84.1
% YoY	20	15	14	11	25	20	22	18	17	17	17	16	28	22	21	17
네이버	8.0	8.3	8.3	8.6	8.5	8.7	9.0	9.5	9.4	9.9	10.6	10.9	30.3	33.2	35.7	40.8
대외	5.4	6.3	6.9	7.7	8.2	8.8	9.6	9.8	10.2	10.5	11.1	11.5	18.5	26.3	36.4	43.3
Take Rate (%)	2.37	2.33	2.24	2.18	2.12	2.11	2.07	2.08	2.00	2.03	1.98	2.01	2.43	2.28	2.09	2.01
콘텐츠 매출액	4,113	4,204	4,349	4,663	4,463	4,200	4,628	4,673	4,593	4,734	4,916	5,186	12,616	17,329	17,964	19,429
% YoY	94.0	40.0	39.4	6.6	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.4	12.7	6.2	11.0	82.0	37.4	3.7	8.2
웹툰	3,531	3,696	3,798	4,006	3,946	3,829	4,241	4,278	4,227	4,290	4,482	4,667	10,664	15,031	16,294	17,666
스노우	448	358	395	494	355	223	211	258	235	285	263	339	1,279	1,695	1,047	1,122
기타	134	150	156	163	162	148	176	137	131	159	171	180	673	603	623	641

자료 : NAVER, 디지털광고협회, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**9,671**	**10,738**	**11,881**	**13,022**	**14,424**
증가율 (%)	17.6	11.0	10.7	9.6	10.8
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
매출원가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**9,671**	**10,738**	**11,881**	**13,022**	**14,424**
매출이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
증가율 (%)	17.6	11.0	10.7	9.6	10.8
판매관리비	**8,182**	**8,758**	**9,632**	**10,478**	**11,621**
판관비율(%)	84.6	81.6	81.1	80.5	80.6
EBITDA	**2,071**	**2,653**	**2,249**	**3,791**	**3,518**
EBITDA 이익률 (%)	21.4	24.7	18.9	29.1	24.4
증가율 (%)	11.0	28.1	-15.2	68.5	-7.2
영업이익	**1,489**	**1,979**	**2,249**	**2,544**	**2,803**
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.9	19.5	19.4
증가율 (%)	14.1	32.9	13.6	13.1	10.2
영업외손익	**-274**	**198**	**316**	**324**	**445**
금융수익	603	633	298	274	385
금융비용	683	579	47	0	0
기타영업외손익	-195	144	65	50	60
종속/관계기업관련손익	267	145	178	244	246
세전계속사업이익	**1,481**	**2,322**	**2,744**	**3,112**	**3,495**
세전계속사업이익률	15.3	21.6	23.1	23.9	24.2
증가율 (%)	36.7	56.8	18.2	13.4	12.3
법인세비용	496	390	666	728	819
계속사업이익	985	1,932	2,078	2,384	2,676
중단사업이익					
당기순이익	**985**	**1,932**	**2,078**	**2,384**	**2,676**
당기순이익률 (%)	10.2	18.0	17.5	18.3	18.6
증가율 (%)	46.3	96.1	7.6	14.7	12.3
지배주주지분 순이익	1,012	1,923	2,084	2,390	2,683
비지배주주지분 순이익	-27	9	-6	-7	-7
기타포괄이익	-261	699	717	0	0
총포괄이익	724	2,631	2,795	2,384	2,676

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**7,028**	**9,375**	**8,478**	**18,296**	**19,409**
현금성자산	3,576	4,196	2,417	11,923	12,213
단기투자자산	827	2,927	3,127	2,956	3,362
매출채권	491	478	523	627	713
재고자산	15	22	24	20	23
기타유동자산	1,421	1,340	2,012	2,393	2,722
비유동자산	**28,710**	**28,793**	**32,944**	**29,095**	**31,339**
유형자산	2,742	2,910	3,820	3,073	2,908
무형자산	3,446	3,657	3,673	3,673	3,673
투자자산	21,231	20,910	24,137	21,035	23,443
기타비유동자산	1,291	1,316	1,314	1,314	1,314
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**35,738**	**38,168**	**41,423**	**47,391**	**50,748**
유동부채	**6,306**	**6,092**	**8,215**	**12,361**	**13,024**
단기차입금	333	135	139	139	139
매입채무	0	0	0	0	0
유동성장기부채	443	200	1,820	6,820	6,820
기타유동부채	5,530	5,757	6,256	5,402	6,065
비유동부채	**5,194**	**5,075**	**3,692**	**3,332**	**3,612**
사채	1,656	2,007	394	394	394
장기차입금	994	863	905	905	905
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,545	2,204	2,393	2,033	2,312
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**11,500**	**11,167**	**11,907**	**15,693**	**16,635**
지배주주지분	23,206	25,460	27,953	30,142	32,564
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,460	1,460	1,460
자본조정 등	-607	-639	-634	-634	-634
기타포괄이익누계액	-1,990	-1,306	-586	-586	-586
이익잉여금	24,544	25,965	27,698	29,886	32,309
비지배주주지분	**1,032**	**1,541**	**1,562**	**1,556**	**1,548**
자본총계	**24,238**	**27,001**	**29,516**	**31,698**	**34,112**

(단위:십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**2,002**	**2,590**	**1,949**	**1,725**	**3,643**
당기순이익	985	1,932	2,078	2,384	2,676
유형자산 상각비	528	609	0	1,247	714
무형자산 상각비	54	65	0	0	0
외환손익	-46	117	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	361	152	-131	-1,662	498
기타	120	-285	2	-244	-246
투자활동으로인한현금흐름	**-950**	**-1,340**	**-3,592**	**3,018**	**-3,118**
투자자산의 감소(증가)	895	766	-2,312	3,346	-2,162
유형자산의 감소	7	32	4	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-641	-554	-1,095	-500	-550
기타	-1,212	-1,584	-188	171	-406
재무활동으로인한현금흐름	**-110**	**-770**	**-185**	**4,764**	**-235**
차입금의 증가(감소)	779	-354	65	-34	27
사채의증가(감소)	-49	352	-1,613	0	0
자본의 증가	-314	180	37	0	0
배당금	-62	-119	-168	-202	-261
기타	-464	-829	1,495	5,000	0
기타현금흐름	**-90**	**140**	**49**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**852**	**619**	**-1,779**	**9,506**	**290**
기초현금	2,724	3,576	4,196	2,417	11,923
기말현금	3,576	4,196	2,417	11,923	12,213

(단위:원, 배, %)

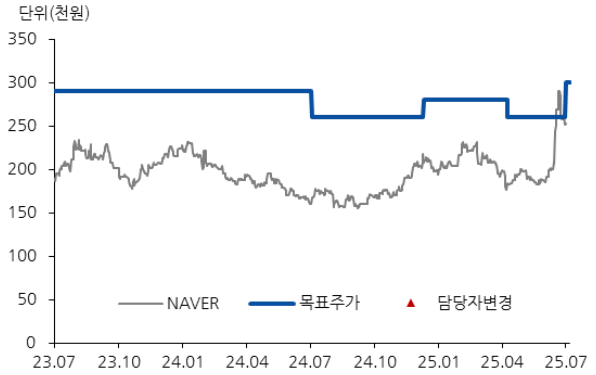
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	6,013	11,967	13,116	15,044	16,890
EPS(지배순이익 기준)	6,180	11,913	13,152	15,086	16,937
BPS(자본총계 기준)	149,241	170,420	186,292	200,064	215,305
BPS(지배지분 기준)	142,887	160,694	176,432	190,246	205,534
DPS	1,205	1,130	1,350	1,750	1,750
P/E(당기순이익 기준)	37.2	16.6	19.2	16.8	14.9
P/E(지배순이익 기준)	36.2	16.7	19.2	16.7	14.9
P/B(자본총계 기준)	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
P/B(지배지분 기준)	1.6	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(Reported)	17.7	11.1	17.6	9.3	9.8
배당수익률	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	46.5	99.0	9.6	14.7	12.3
EPS(지배순이익 기준)	33.4	92.8	10.4	14.7	12.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	4.1	7.5	7.4	7.8	8.1
ROE(지배순이익 기준)	4.4	7.9	7.8	8.2	8.6
ROA	2.8	5.2	5.2	5.4	5.5
안정성 (%)					
부채비율	47.4	41.4	40.3	49.5	48.8
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	11.7	18.9	N/A	N/A	N/A

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.10.31	BUY	290,000	-32.57	-20.52
2023.05.01	AFTER 6M	290,000	-31.19	-19.14
2024.07.05	BUY	260,000	-33.23	-16.15
2024.12.12	BUY	280,000	-25.40	-17.32
2025.04.11	BUY	260,000	-21.13	11.73
2025.07.04	BUY	300,000		

▶ 최근 2년간 NAVER 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김현용의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2024.07.01~2025.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	91.5%
보유	14건	8.5%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.