

NAVER (035420/KS)

히든천재

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 320,000 원(상향)

현재주가: 256,000 원

상승여력: 25.0%



Analyst
남효지

hjinam@sk.com.kr
3773-9288

Company Data

발행주식수	15,844 만주
시가총액	40,560 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.24%
BlackRock Fund	6.05%

Stock Data

주가(25/07/07)	256,000 원
KOSPI	3,059.47 pt
52주 최고가	290,500 원
52주 최저가	155,000 원
60일 평균 거래대금	271 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Preview: 영업이익 5,272 억원 전망

매출액 2.92 조원(+11.8% YoY, +4.7% QoQ), 영업이익 5,272 억원(+11.5% YoY, +4.3% QoQ), 지배주주순이익 4,799 억원(+41.8% YoY, +13.0% QoQ)으로 영업이익은 컨센서스 5,352 억원에 부합할 것으로 전망한다. 광고는 아직까지 더딘 회복세를 보이며 서치플랫폼은 +2.5% QoQ 성장에 그칠 것으로 예상된다. 커머스 매출은 8,560 억원(+19.1% YoY, +8.6% QoQ)으로 거래액 성장은 더디나 6월부터 수수료 인상 효과가 반영되었고, 앱 개편에 따라 커머스 광고의 고성장이 지속되며 매출액은 양호하다. 영업비용은 2.39 조원(+11.7% YoY, +4.7% QoQ)으로 커머스 관련 인력 충원으로 인건비 증가, 커머스와 웹툰향 마케팅비 집행, GPU 및 데이터센터 성격에 따라 인프라비도 증가한다.

하반기 코어 사업의 회복 기대

하반기부터는 본격적으로 실적이 올라가는 구간이다. 특히 커머스 사업에서 성과를 확인할 수 있다. 3 분기에는 수수료 상승 효과가 온기로 반영되고, 쿠팡과의 협업을 통해 신선식품과 생활용품 카테고리에서의 거래액 증가, 쿠팡커머스 경쟁력 강화가 기대된다. 또한 하반기 광고/커머스 성수기를 앞두고 7/21 민생회복 소비쿠폰 지급에 따라 소비 활성화, 광고주들의 집행 증가로 이어진다면 코어 사업에서의 실적 상향도 가능하다.

목표주가 32 만원으로 상향

NAVER의 목표주가를 기존 30만원에서 32만원으로 상향한다. 목표주가 산정 실적 구간 변경(25E → 2Q25E~1Q26E 합산), 글로벌 peers valuation 상승 등을 반영했다. 최근 2~3년 동안 코어 사업 성장률 둔화로 시장에서 상대적으로 소외받았으나, 새 정부의 경기 회복 의지, 적극적인 AI 투자는 동사 사업에서의 긍정적인 분위기 전환으로 이어질 수 있다. 특히 그 동안 크게 주목받지 못했던 파이낸셜, AI 사업에서의 높은 성장 잠재력이 발견되었고, 사업 영역 확장 또는 성과가 구체화되면 추가적인 가치 부여가 가능하다.

영업실적 및 투자지표

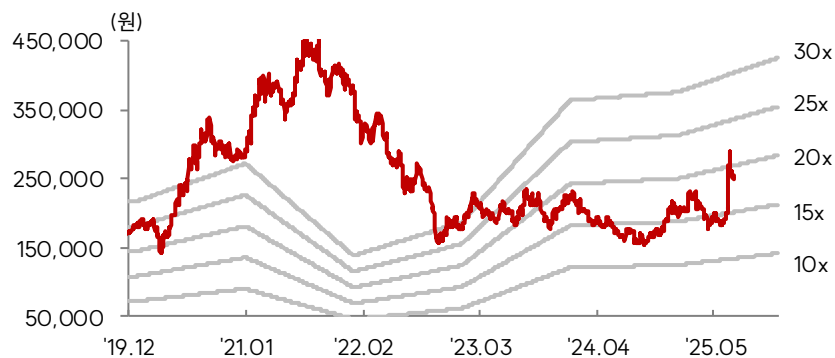
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	8,220	9,671	10,738	11,953	13,291	14,560
영업이익	십억원	1,305	1,489	1,979	2,221	2,603	2,908
순이익(지배주주)	십억원	760	1,012	1,923	1,988	2,274	2,565
EPS	원	4,634	6,233	12,139	12,550	14,353	16,190
PER	배	38.3	35.9	16.4	19.8	17.3	15.4
PBR	배	1.2	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	16.1	18.0	11.3	17.9	15.1	13.0
ROE	%	3.3	4.4	7.9	7.4	7.8	8.2

NAVER 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,912.9	3,087.5	3,165.9	10,737.7	11,953.1	13,291.5
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,037.7	1,074.8	1,109.9	3,946.2	4,235.1	4,496.9
검색광고	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	776.3	800.0	821.4	2,949.5	3,151.5	3,351.8
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	246.7	256.2	267.7	918.9	987.8	1,064.1
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	849.9	947.7	972.7	2,923.0	3,558.2	4,242.8
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	412.8	435.9	449.9	1,508.4	1,691.4	1,936.0
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	472.0	470.7	470.3	1,796.4	1,872.3	1,933.1
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	140.4	158.5	163.1	563.7	596.2	682.7
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,388.1	2,498.6	2,563.5	8,758.5	9,731.6	10,688.3
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	710.5	715.7	739.6	2,664.4	2,853.5	2,996.2
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.2	1,092.9	1,118.6	3,789.9	4,199.9	4,824.9
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	196.2	206.6	213.9	704.8	806.0	910.8
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	467.1	483.4	491.5	1,599.4	1,872.3	1,956.4
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	524.8	589.0	602.4	1,979.3	2,221.5	2,603.2
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	18.0%	19.1%	19.0%	18.4%	18.6%	19.6%
순이익	555.8	332.1	530.1	444.1	423.7	476.6	567.9	514.7	1,862.0	1,982.8	2,267.7
지배주주순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	477.9	569.5	516.2	1,877.9	1,988.4	2,274.0
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.6%	13.7%	9.7%	11.0%	11.3%	11.2%
서치플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	6.1%	7.7%	4.2%	9.9%	7.3%	6.2%
검색광고	6.2%	6.1%	9.5%	11.0%	8.2%	6.1%	6.2%	6.9%	8.2%	6.8%	6.4%
디스플레이	5.3%	8.1%	11.0%	9.7%	7.3%	5.0%	11.6%	6.2%	8.6%	7.5%	7.7%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	18.2%	30.6%	25.5%	14.8%	21.7%	19.2%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	12.0%	13.2%	12.2%	11.3%	12.1%	14.5%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	12.4%	1.7%	0.6%	3.7%	4.2%	3.2%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	12.7%	9.6%	-8.2%	26.1%	5.8%	14.5%
영업비용	7.0%	5.0%	6.1%	10.0%	9.3%	11.7%	14.1%	9.4%	7.0%	11.1%	9.8%
개발/운영	0.1%	6.0%	4.0%	4.2%	8.1%	4.1%	9.0%	7.4%	3.6%	7.1%	5.0%
파트너	9.8%	5.9%	5.8%	7.6%	6.7%	10.7%	16.5%	9.5%	7.3%	10.8%	14.9%
인프라	28.1%	20.9%	13.2%	13.1%	11.4%	14.3%	16.0%	15.5%	18.3%	14.4%	13.0%
마케팅	5.0%	-4.3%	7.0%	25.6%	17.1%	27.3%	15.8%	9.8%	8.1%	17.1%	4.5%
영업이익	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	11.0%	12.1%	11.1%	32.9%	12.2%	17.2%
순이익	117.9%	15.8%	48.8%	4.71%	-23.8%	43.5%	7.1%	15.9%	88.4%	6.5%	14.4%

자료: NAVER, SK 증권

NAVER 12MF P/E Bandchart



자료: Dataguide, SK 증권

NAVER 목표주가 산정

항목	비고	
서치플랫폼		
NOPLAT	1,022.3	OPM 32% 가정
Target Multiple	16.1	GOOGL, META 12mf P/E 평균 15% 할인 적용
적정 가치	16,440.0	
커머스		
NOPLAT	787.5	OPM 28% 가정
Target Multiple	24.0	CPNG, AMZN 12mf P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	18,900.0	
웹툰		
시가총액	1,561.2	WBTN 3개월 평균 시가총액
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	593.9	
핀테크		
12mf 거래액	87,155.9	
Target Multiple	0.1	paypalEV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	6,505.5	
엔터프라이즈		
12mf 매출액	611.6	
Target Multiple	3.9	MSFT, AMZN, GOOGL, META 12mf P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,375.4	
LY		
시가총액	35,735.2	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	6,946.9	
순차입금	882.5	
합산 가치	50,879.1	
주식 수(천 주)	158,437.0	
적정 주가(원)	321,131	
목표 주가(원)	320,000	
현재 주가(원)	256,000	7/7 종가 기준
상승 여력	25.0%	

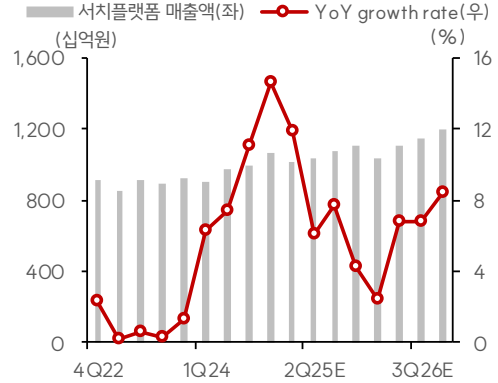
자료: NAVER, SK 증권

DA, SA 성장률 추이



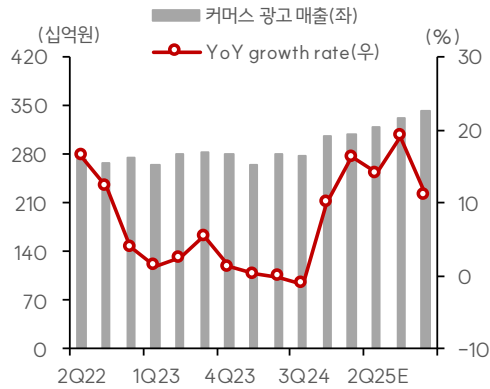
자료: NAVER, SK 증권

서치플랫폼 실적 추이 및 전망



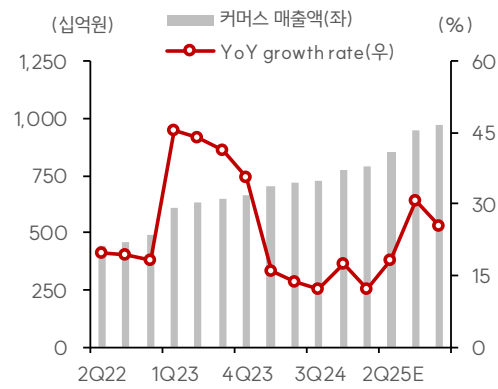
자료: NAVER, SK 증권

커머스 광고 고성장 지속



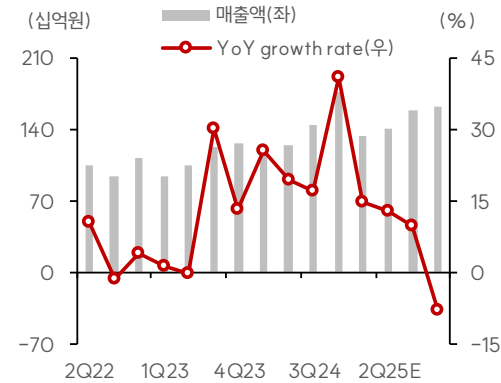
자료: NAVER, SK 증권

커머스 매출 추이 및 전망



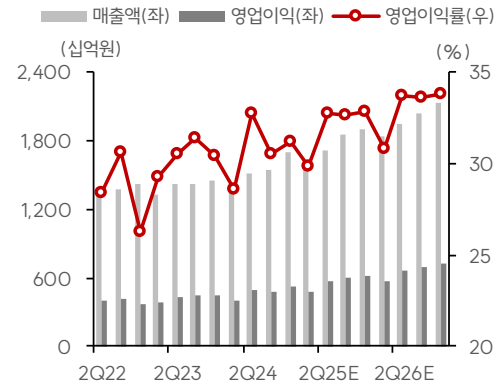
자료: NAVER, SK 증권

클라우드 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	8,661	9,821	11,782
현금및현금성자산	3,576	4,196	1,443	1,769	2,945
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	2,056	2,307	2,544
재고자산	15	22	25	28	30
비유동자산	28,710	28,793	30,495	32,532	33,545
장기금융자산	3,642	3,504	3,686	3,707	3,727
유형자산	2,742	2,910	3,570	4,470	4,470
무형자산	3,446	3,657	3,673	3,673	3,673
자산총계	35,738	38,168	39,155	42,353	45,326
유동부채	6,306	6,092	5,092	5,765	6,249
단기금융부채	1,011	544	597	670	738
매입채무 및 기타채무	1,313	1,003	1,989	2,232	2,461
단기충당부채	6	4	5	5	6
비유동부채	5,194	5,075	4,475	4,955	5,171
장기금융부채	3,168	3,258	2,510	2,761	2,761
장기매입채무 및 기타채무	103	91	88	88	88
장기충당부채	15	19	21	24	26
부채총계	11,500	11,167	9,567	10,720	11,420
지배주주지분	23,206	25,460	28,026	30,076	32,358
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,460	1,460	1,460
기타자본구성요소	-607	-639	-634	-634	-634
자기주식	-853	-876	-876	-876	-876
이익잉여금	24,544	25,965	27,771	29,821	32,102
비지배주주지분	1,032	1,541	1,562	1,556	1,549
자본총계	24,238	27,001	29,589	31,633	33,907
부채와자본총계	35,738	38,168	39,155	42,353	45,326

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002	2,590	698	2,847	2,954
당기순이익(손실)	985	1,932	1,983	2,268	2,558
비현금성항목등	1,326	1,003	424	330	387
유형자산감가상각비	528	609	0	0	0
무형자산상각비	54	65	0	0	0
기타	744	329	424	330	387
운전자본감소(증가)	361	152	-1,470	575	392
매출채권및기타채권의감소(증가)	43	-3	-470	-251	-236
재고자산의감소(증가)	-2	-13	-3	-3	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	347	-251	679	243	229
기타	-1,352	-1,105	-656	-859	-984
법인세납부	-682	-608	-417	-533	-601
투자활동현금흐름	-950	-1,340	-1,409	-2,434	-1,386
금융자산의감소(증가)	482	-1,732	-293	-393	-369
유형자산의감소(증가)	-633	-522	-841	-900	0
무형자산의감소(증가)	-51	-24	-16	0	0
기타	-748	938	-259	-1,142	-1,016
재무활동현금흐름	-110	-770	-770	100	-215
단기금융부채의증가(감소)	-371	-463	-1,556	73	69
장기금융부채의증가(감소)	191	-173	779	251	0
자본의증가(감소)	-314	180	37	0	0
배당금지급	-62	-119	0	-224	-284
기타	446	-195	-30	0	0
현금의 증가(감소)	852	619	-2,752	325	1,177
기초현금	2,724	3,576	4,196	1,443	1,769
기말현금	3,576	4,196	1,443	1,769	2,945
FCF	1,369	2,068	-143	1,947	2,954

자료 : NAVER, SK증권 추정

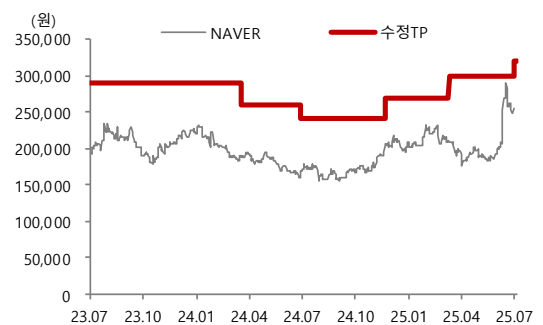
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	11,953	13,291	14,560
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,953	13,291	14,560
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	8,182	8,758	9,732	10,688	11,653
영업이익	1,489	1,979	2,221	2,603	2,908
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.6	19.6	20.0
비영업손익	-7	343	284	198	252
순금융손익	-26	69	204	207	219
외환관련손익	-43	-147	0	0	0
관계기업등 투자손익	267	145	215	217	213
세전계속사업이익	1,481	2,322	2,506	2,801	3,159
세전계속사업이익률(%)	15.3	21.6	21.0	21.1	21.7
계속사업법인세	496	390	523	533	601
계속사업이익	985	1,932	1,983	2,268	2,558
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	1,983	2,268	2,558
순이익률(%)	10.2	18.0	16.6	17.1	17.6
지배주주	1,012	1,923	1,988	2,274	2,565
지배주주귀속 순이익률(%)	10.5	17.9	16.6	17.1	17.6
비지배주주	-27	9	-6	-6	-7
총포괄이익	724	2,631	2,700	2,268	2,558
지배주주	749	2,561	2,677	2,248	2,536
비지배주주	-24	70	23	20	22
EBITDA	2,071	2,653	2,221	2,603	2,908

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	17.6	11.0	11.3	11.2	9.5
영업이익	14.1	32.9	12.2	17.2	11.7
세전계속사업이익	36.7	56.8	7.9	11.8	12.8
EBITDA	11.0	28.1	-16.3	17.2	11.7
EPS	34.5	94.7	3.4	14.4	12.8
수익성 (%)					
ROA	2.8	5.2	5.1	5.6	5.8
ROE	4.4	7.9	7.4	7.8	8.2
EBITDA마진	21.4	24.7	18.6	19.6	20.0
안정성 (%)					
유동비율	111.5	153.9	170.1	170.3	188.5
부채비율	47.4	41.4	32.3	33.9	33.7
순차입금/자기자본	-0.9	-11.7	-4.6	-5.5	-9.5
EBITDA/이자비용(배)	16.3	25.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	17.9	8.8	11.3	12.5	13.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,233	12,139	12,550	14,353	16,190
BPS	148,137	166,221	182,419	195,358	209,758
CFPS	9,819	16,390	12,550	14,353	16,190
주당 현금배당금	1,205	1,130	1,500	1,900	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	35.9	16.4	19.8	17.3	15.4
PBR	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
PCR	22.8	12.1	19.8	17.3	15.4
EV/EBITDA	18.0	11.3	17.9	15.1	13.0
배당수익률	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.07.08	매수	320,000원	6개월		
2025.03.18	매수	300,000원	6개월	-31.33%	-3.17%
2024.11.29	매수	270,000원	6개월	-21.53%	-14.07%
2024.07.05	매수	240,000원	6개월	-28.55%	-14.79%
2024.03.25	매수	260,000원	6개월	-31.05%	-25.08%
2023.07.07	매수	290,000원	6개월	-28.47%	-19.14%



Compliance Notice

작성자(남효지)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 07월 08일 기준)

매수	96.82%	중립	3.18%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------