



# NAVER (035420)

커머스 기대치 상회, 추가 기대감도 유호

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 340,000원

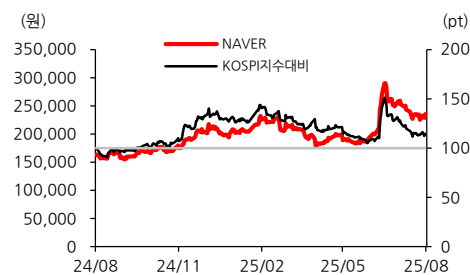
현재 주가(8/7)	235,500 원
상승여력	▲44.4%
시가총액	373,119 억원
발행주식수	158,437 천주
52 주 최고가 / 최저가	290,500 / 155,000 원
90 일 일평균 거래대금	3,072.63 억원
외국인 지분율	43.2%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.0	18.3	4.4	44.7
상대수익률(KOSPI)	-13.5	-7.1	-23.6	19.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	11,956	13,289
영업이익	1,489	1,979	2,284	2,725
EBITDA	2,071	3,211	3,128	3,644
지배주주순이익	1,012	1,923	1,901	2,160
EPS	6,824	13,322	13,168	14,961
순차입금	480	-2,744	-2,881	-4,678
PER	32.8	14.9	17.9	15.7
PBR	1.6	1.2	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.8	9.0	11.0	9.0
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	4.4	7.9	7.3	7.8

## 주가 추이



동사의 2Q25 실적은 컨센서스에 부합했습니다. 전 사업 부문의 고른 매출액 성장세가 이어지고 있습니다. 하반기에는 컬러와의 제휴, 엔터프라이즈 사업 본격화, 네이버페이의 사업 확장 등 EPS와 멀티플을 동반 상향시킬 요인들이 남아있습니다.

## 2Q25 실적은 시장 기대치 부합

동사의 2Q25 실적은 매출액 2.92조 원, 영업이익 5,216억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 서치플랫폼 매출은 YoY 5.9% 증가했다. AI기반 애드부스트 시스템 확대와 타겟팅 고도화가 지속되고 있는 것으로 파악된다. 커머스 매출액은 YoY 19.8% 성장했다. 중개 및 판매 매출은 YoY 19.6%, 온플랫폼 GMV은 YoY 9% 증가했다. 커머스 광고도 신규앱 출시로 인한 인벤토리 확대 및 타겟팅 효율 증대로 YoY 19.8% 성장했다. 개발/운영비는 QoQ 1.7% 증가, 인프라비는 GPU 등 신규 자산 취득으로 QoQ 4.5% 증가했다. 마케팅비는 커머스, 핀테크, 웹툰 프로모션 집행으로 QoQ 12.1% 늘어났다.

## 실적 안정성은 믿음이 큰 상황, 적정 밸류에이션이 관건

하반기로 갈수록 커머스 실적 추정치의 상향 가능성이 높다고 예상하는 기존 의견을 유지한다. 단순 수수료 인상 효과외에도 배송, 생필품 경쟁력 개선으로 GMV 점유율 확대가 예상된다. 커머스 광고도 지면 최적화 및 인벤토리 증가로 인해 YoY 20% 수준의 성장세를 전망한다. 관건은 밸류에이션이다. 커머스 및 클라우드, 파이낸셜 사업의 적정 멀티플 갭대를 상향해 나가는게 쉽지 않기에 하반기 실질적인 사업 확장 움직임과 숫자가 중요하다. 단기적으로는 9월 컬러 탭 오픈 이후 거래액 추이다. 커머스 앱 활동성과 객단가는 웹 대비 높은 수준이 확인되고 있기에 보다 가파른 GMV 성장세가 예상된다.

## 투자의견 BUY와 목표주가 34만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지하며 하반기 비중확대 의견을 지속 제시한다. 실적 추정치 변경은 없다. 최근 정부 정책 수혜 기대감을 반영해 올랐던 주가는 고점 대비 약 20% 하락했다. 현재 주가는 25E 및 26E 예상실적 기준 P/E 각각 18배, 16배 수준으로 견고한 펀더멘털을 바라볼 시점이다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,915	3,041	3,213	9,671	10,738	11,955	13,289
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.7	12.0	11.3	17.6	11.0	11.3	11.2
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,013	1,037	1,079	1,131	3,589	3,946	4,259	4,671
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	879.5	928.2	2,547	2,923	3,457	3,963
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.8	424.9	443.6	1,355	1,508	1,673	1,854
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	459.3	474.0	495.2	503.8	1,733	1,796	1,932	2,012
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.3	131.8	161.9	206.3	447.2	563.8	634.3	789.5
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	5.9	8.2	6.2	0.6	9.9	7.9	9.7
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	19.8	21.2	19.8	41.4	14.8	18.3	14.6
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	11.7	10.3	10.6	14.2	11.3	10.9	10.8
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	12.8	7.0	7.8	37.4	3.7	7.6	4.1
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	5.8	12.0	16.2	11.0	26.1	12.5	24.5
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,394	2,448	2,548	8,182	8,758	9,671	10,564
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	12.0	11.8	8.7	18.3	7.0	10.4	9.2
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	726.3	740.4	2,573	2,664	2,854	3,112
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,054.6	1,109.4	3,534	3,790	4,152	4,522
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	203.7	218.9	596	705	810	915
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	463.1	479.6	1,480	1,599	1,855	2,015
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.4	521.6	592.9	664.2	1,489	1,979	2,284	2,725
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.3	12.9	22.5	14.1	32.9	15.4	19.3
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	19.5	20.7	15.4	18.4	19.1	20.5
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	424.8	497.4	514.1	453.7	985	1,926	1,901	2,160
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	17.1	16.9	14.1	10.2	17.9	15.9	16.3

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[표2] NAVER의 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억 원, 배)

구분		비고
네이버 포털	23,910	
26E 순이익	1,226	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target PER(배)	19.5	글로벌 플랫폼 업체 평균 PER
커머스	17,435	
26E 순이익	793	OPM 25%, 유효법인세율 20%
Target PER(배)	22.0	
웹툰	731	시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	1,650	
지분율	63%	
파이낸셜	2,993	
26E 네이버페이 거래대금	95,000	
배수(기업가치/거래대금)	0.05	카카오페이 12MF 거래액 대비 시가총액 승수
파이낸셜 적정가치	4,275	
지분율	70%	미래에셋대우 및 그 계열사 지분율 30%
엔터프라이즈(클라우드)	3,269	
26E 매출액	790	
Target PSR(배)	4.1	아마존, 구글 평균 PSR에 10% 할인 적용
LY Corp	7,556	현 시가총액에 30% 할인 적용
시가총액	32,710	
지분율	33%	
적정 기업가치	55,893	
발행 주식 수(천 주)	164,813	
적정 추가(원)	339,129	
목표 추가(원)	340,000	
현재 추가(원)	235,500	
상승 여력	44.4%	

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	11,956	13,289
매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,956	13,289
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,284	2,725
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,128	3,644
순이자손익	35	10	89	75	69
외화관련손익	63	62	38	0	0
지분법손익	10	244	565	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,317	2,604	2,959
당기순이익	673	985	1,926	1,901	2,160
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,901	2,160
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	11.3	11.2
영업이익	72.1	14.1	32.9	15.4	19.3
EBITDA	106.8	11.0	55.1	-2.6	16.5
순이익	49.0	46.3	95.6	-1.3	13.6
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	19.1	20.5
EBITDA 이익률	22.7	21.4	29.9	26.2	27.4
세전이익률	13.2	15.3	21.6	21.8	22.3
순이익률	8.2	10.2	17.9	15.9	16.3

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,806	1,416	3,193
당기순이익	673	985	1,932	1,901	2,160
자산상각비	561	582	1,232	844	919
운전자본증감	307	361	0	-1,069	42
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-242	-34
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-5	0
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	-842	57
투자현금흐름	-1,216	-950	-1,541	-1,235	-1,356
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,019	-1,133
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,678	-119	-124
재무현금흐름	-339	-110	-646	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	-10	-163	-163
배당금의 지급	-213	-137	-136	-163	-163
총현금흐름	1,991	2,311	2,806	2,485	3,151
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-520	1,069	-42
(-)설비투자	701	641	592	1,019	1,133
(+)자산매각	-42	-44	-16	-37	-37
Free Cash Flow	1,196	2,481	2,718	359	2,023
(-)기타투자	-807	1,240	-225	60	62
잉여현금	2,003	1,241	2,943	300	1,960
NOPLAT	810	990	1,646	1,668	1,989
(+) Dep	561	582	1,232	844	919
(-)운전자본투자	52	-854	-520	1,069	-42
(-)Capex	701	641	592	1,019	1,133
OpFCF	619	1,785	2,806	423	1,817

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,784	11,643
현금성자산	3,967	4,403	7,122	7,259	9,056
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,830	1,864
재고자산	9	15	22	26	27
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,065	29,379
투자자산	23,520	22,523	22,226	22,286	22,349
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,189	3,505
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,591	3,526
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,849	41,023
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,295	5,399
매입채무	2,935	3,873	3,866	3,024	3,081
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	1,105	1,105
비유동부채	4,968	5,194	5,075	5,144	5,217
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	3,273	3,273
부채총계	10,449	11,500	11,167	10,440	10,616
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,703	29,700
자본조정	-2,475	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273
자기주식	-1,017	-853	-876	-876	-876
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,410	30,407

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	13,322	13,168	14,961
BPS	138,642	142,887	160,694	169,587	182,190
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,232	17,710	15,687	19,887
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	4.9	5.4
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	7.3	7.8
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	40.2	40.8
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	14.9	17.9	15.7
PBR	1.3	1.6	1.2	1.4	1.3
PSR	3.5	3.8	2.9	3.1	2.8
PCR	14.6	15.7	11.2	15.0	11.8
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	11.0	9.0
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	36.7	34.9
Net debt/Equity	4.2	2.0	-10.2	-10.1	-15.4
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-85.5	-92.1	-128.4
유동비율	117.5	111.5	153.9	184.8	215.6
이자보상배율(배)	18.2	11.7	18.9	20.9	22.2
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	10.7	13.9	13.7
현금+투자자산	92.9	88.4	89.3	86.1	86.3
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.0	13.4	12.6
자기자본	82.6	83.2	86.0	86.6	87.4

## [ Compliance Notice ]

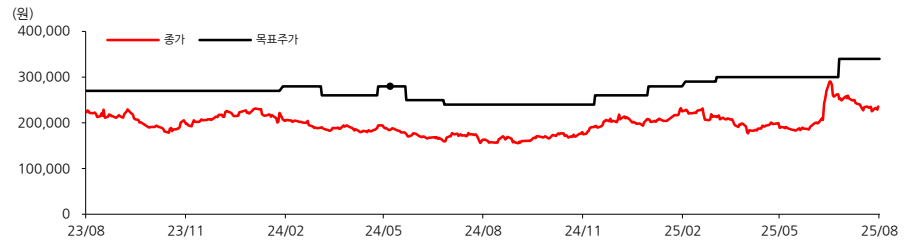
(공표일: 2025년 8월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ NAVER의 주가 및 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12	2024.04.03	2024.05.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	280,000	260,000	260,000	280,000
일 시	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03	2024.09.20	2024.09.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19	2024.11.29	2024.12.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	260,000	260,000	260,000
일 시	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04	2025.02.10	2025.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	280,000	280,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.05.21	2025.05.30	2025.06.05	2025.06.27	2025.07.02	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	300,000	300,000	300,000	300,000	340,000	340,000
일 시	2025.08.08					
투자의견	Buy					
목표가격	340,000					

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.05	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.86	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-23.97	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000	-31.99	-3.17
2025.07.02	Buy	340,000		

### [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

### [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

### [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%