

NAVER (035420/KS)

커머스 느중

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(상향)
 현재주가: 211,000 원
 상승여력: 42.2%



Analyst
남효지

hjnam@sk.com
 3773-9288

Company Data

발행주식수	15,844 만주
시가총액	33,430 십억원
주요주주	
국민연금공단	8.44%
BlackRock Fund Advisors(외13)	6.05%

Stock Data

주가(25/03/17)	211,000 원
KOSPI	2,610.69 pt
52주 최고가	232,000 원
52주 최저가	155,000 원
60일 평균 거래대금	180 십억원

주가 및 상대수익률



올해부터 본격적으로 선보이는 B2C AI 서비스

네이버는 그 동안 하이퍼클로바 X 개발, B2B 서비스 제공 등 AI 관련 다양한 행보를 보여왔다. 올해부터는 본격적으로 B2C 단에서 AI 성과가 나타난다. 첫번째로는 커머스 사업에서의 AI 기술 적용이다. 3/12 AI 기반 개인 맞춤형 쇼핑 서비스인 '네이버 플러스스토어'를 별도로 출시했다. 기존 네이버 쇼핑은 검색을 통해 쇼핑으로 이어졌다면 플러스스토어는 탐색/발견형 쇼핑으로 진화하는 것이 목표다. 플러스스토어에서는 상품 탐색, 가격 비교, 주문, 결제, 배송, 리뷰 등 쇼핑의 전 과정에 AI가 관여해 더욱 개인화된 쇼핑 경험을 제공한다.

생각보다 큰 수수료 개편 효과

플러스스토어 출시와 함께 수수료 과금 체계도 개편된다. 지금까지는 검색으로 이용자가 스토어에 유입되는 경우 유입수수료 1.81%를 부과했으나 6/2 부터는 유입 여부와 관계없이 네이버쇼핑에서 판매되는 거래액에 판매수수료가 책정된다. 자체 외부 마케팅을 통해 거래가 발생했을 때 0.91%~1.82%, 이 외는 2.73%~3.64%의 수수료율이 적용된다. 금번 개편을 통해 기존 수수료율 체계대비 range 가 확대되며 blended take rate은 약 1%p 상승 효과가 나타난다. 네이버의 작년 온플랫폼 상품 거래액은 약 31 조원 수준으로 추정되며, 수수료율 개편에 따른 매출 증가 효과는 하반기 약 1,600 억원 수준으로 예상된다. 배송 경쟁력 강화에 따른 카테고리 확장 효과까지 감안한다면 온플랫폼 거래액 증가 속도는 작년보다 더욱 가팔라지며 25E +10.0%, 26E +12.4%, 27E +16.4%로 전망한다.

목표주가 30 만원으로 상향

플러스스토어 출시와 함께 수수료 개편 효과로 커머스 매출을 기존 추정치대비 상향(25E +6.3%, 26E +12.7%)했다. 이에 따라 목표주기도 기존 27 만원에서 30 만원으로 상향한다. 여전히 타 이커머스 플랫폼대비 낮은 수준이기 때문에 셀러 이탈 가능성은 낮다. 신규 앱에 대한 소비자 인지도 확대를 위해 적극적인 프로모션을 전개함에 따라 상반기는 마케팅비 부담이 있겠으나 하반기부터의 거래액 증가 효과가 기대된다. 작년 낮은 거래액 성장률에 대한 우려로 동사 주가 흐름은 저조했으나 올해는 거래액 성장률이 점진적으로 개선되며 꾸준한 우상향세를 보일 것으로 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	8,220	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
영업이익	십억원	1,305	1,489	1,979	2,443	3,039	7,289
순이익(지배주주)	십억원	760	1,012	1,923	2,196	2,653	3,193
EPS	원	4,634	6,233	12,139	13,860	16,746	20,155
PER	배	38.3	35.9	16.4	15.2	12.6	10.5
PBR	배	1.2	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	16.1	18.0	11.3	10.0	8.3	6.8
ROE	%	3.3	4.4	7.9	8.3	9.2	10.2

NAVER 목표주가 산출		(단위: 십억원, 원, 배)
항목	비고	
서치플랫폼		
NOPLAT	1,015.4	OPM 32% 가정
Target Multiple	17.1	GOOGL, META 25E P/E 평균 15% 할인 적용
적정 가치	17,396.9	
커머스		
NOPLAT	728.4	OPM 28% 가정
Target Multiple	22.1	CPNG, AMZN 25E P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	16,117.1	
웹툰		
시가총액	2,209.2	WBTN 3개월 평균 시가총액
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	840.4	
핀테크		
25E 거래액	84,448.7	
Target Multiple	0.1	paypalEV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	6,303.4	
클라우드		
25E 매출액	612.2	
Target Multiple	3.4	MSFT, AMZN, GOOGL, META 25E P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,055	
LY		
시가총액	31,329.1	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	6,090.4	
순차입금	952.3	
합산 가치	47,850.5	
주식 수(천 주)	158,437.0	
적정 주가(원)	302,016	
목표 주가(원)	300,000	
현재 주가(원)	211,000	3/17 종가 기준
상승 여력	42.2%	

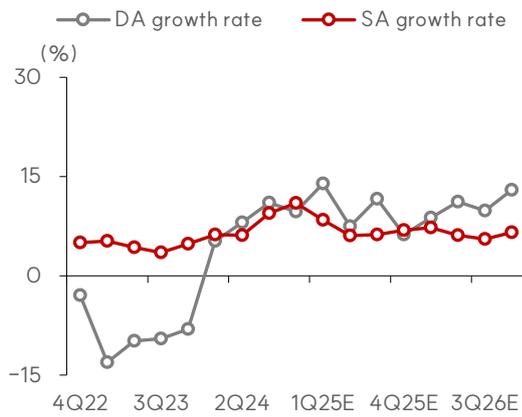
자료: NAVER, SK 증권

Cue 검색



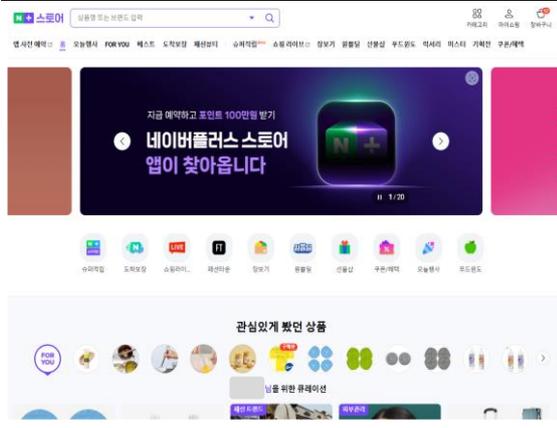
자료: SK 증권

네이버 SA, DA growth rate



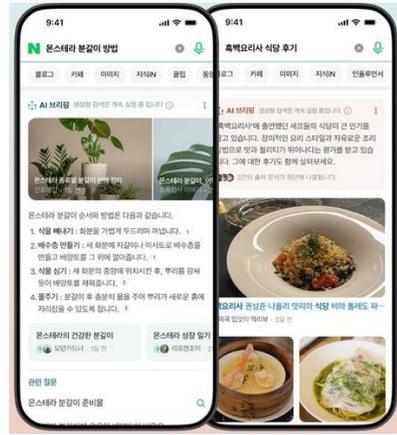
자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 개인별 맞춤 혜택 및 상품 추천



자료: NAVER, SK 증권

AI 브리핑 예시



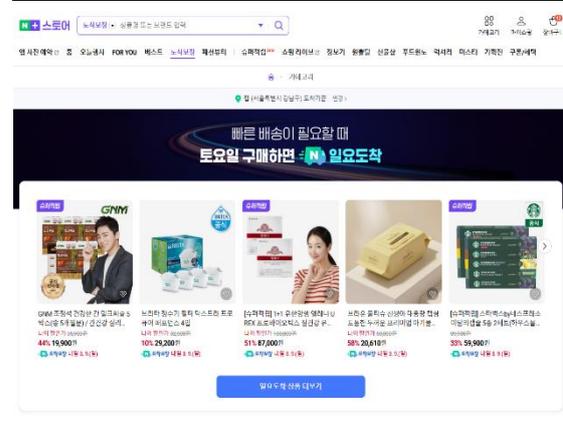
자료: 언론 보도, SK 증권

네이버 서치플랫폼 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 배송 경쟁력 강화



자료: NAVER, SK 증권

플러스스토어, 입점수수료 폐지-> 판매수수료 2% 부과

스마트스토어
수수료체계가
변경됩니다.

*2025년 6월 2일 부터 적용

온라인 쇼핑 환경이 변화함에 따라 네이버 쇼핑 서비스도 새로운 변화를 시작합니다. 네이버쇼핑은 기존 '가격비교' 서비스의 카탈로그 기능을 발전시키고, AI 기반 추천·탐색·발견 기능을 강화한 '네이버플러스 스토어' 입출 있는 3월 중 출시할 예정입니다.

이번 개편을 통해 판매자님의 상품이 더 많은 이용자에게 노출되고, 추천 기회도 확대될 예정입니다. 이를 위해 기존 유입수수료를 폐지하고, 보다 명확한 판매수수료 체계를 적용하여, 판매자님들께 더 유리한 환경을 제공하고자 합니다.



플러스 스토어

네이버 쇼핑은 판매자님의 상품이 보다 많은 네이버 이용자에게 추천될 수 있도록, 상품 전시·추천·탐색 영역을 강화하여 더욱 확장된 판매 기회를 제공합니다.

모든 스마트스토어 및 브랜드스토어 판매자님의 상품은 기존의 네이버 가격비교 서비스(전역)과 '네이버플러스 스토어' 영역 등 보다 확장된 영역에서 전시됩니다. 또한, 강력한 알고리즘과 제품 서비스 도입에 따라 기존 유입 수수료보다 더 높은 제자리고, 클릭률 및 마케팅 활동에 따른 새로운 판매수수료 체계를 적용합니다.



01
네이버 쇼핑의
유입수수료는 폐지되며,
판매수수료가 도입됩니다.

스마트스토어 (판매자 마케팅)	브랜드스토어 (판매자 마케팅)	스마트스토어	브랜드스토어
0.91%	1.82%	2.73%	3.64%

(VAT 미포함)

- 기존 네이버쇼핑 노출 영역 시 부과된 유입수수료(전역 0.91%)는 폐지되며, 네이버에서 운영하는 모든 가격비교에 스마트스토어 2.73%, 브랜드스토어 3.64%의 판매수수료가 부과됩니다. (세금 제외)
- 이번 변경을 통해 모든 스토어는 네이버플러스 스토어 영역과 네이버플러스 스토어 서비스에 추가 노출되며, 일부 브랜드 상품 및 솔루션 사용은 무조건적으로 반영됩니다. (예, 쇼룸이벤트, 팝업샵, 장기간 등)
- 수수료율은 순 매출 금액에서 절감하여 표기되었습니다.

02

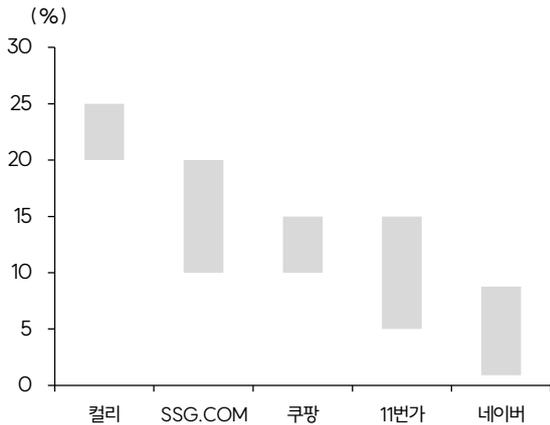
판매자님이 직접 마케팅을
진행하실 경우,
낮은 효율의 '판매자 마케팅
수수료'가 적용됩니다.

구분	대상	적용방법
네이버 내부 마케팅	상품간세랑고, 파워링크 등	자동
외부 마케팅	광고, 카페, SNS 등 마케팅 광고 사용	판매자 수동 적용 필요

- 판매자 마케팅 수수료 적용을 통해 마케팅 비용의 부담을 줄이고, 더 많은 고객을 유입할 수 있도록 지원합니다.
- 네이버 내부 마케팅(상품간세랑고, 파워링크)을 통한 광고를 통해 스마트 홈 또는 상품 페이지에 유입되어 판매가 된 상품에 경우 자동으로 낮은 수수료가 적용됩니다.
- 외부 광고 및 솔루션을 활용하는 경우, 판매자센터에서 정식 마케팅 링크를 발급받아 적용할 수 있으며, 스마트스토어는 0.91%, 브랜드스토어는 1.82%의 판매수수료(VAT 제외)가 적용됩니다. 자세한 사용 방법은 추후 별도 공지할 예정입니다.

자료: NAVER, SK 증권

쿠팡, 쉐리, 11번가, SSG, 플러스스토어 수수료율 비교



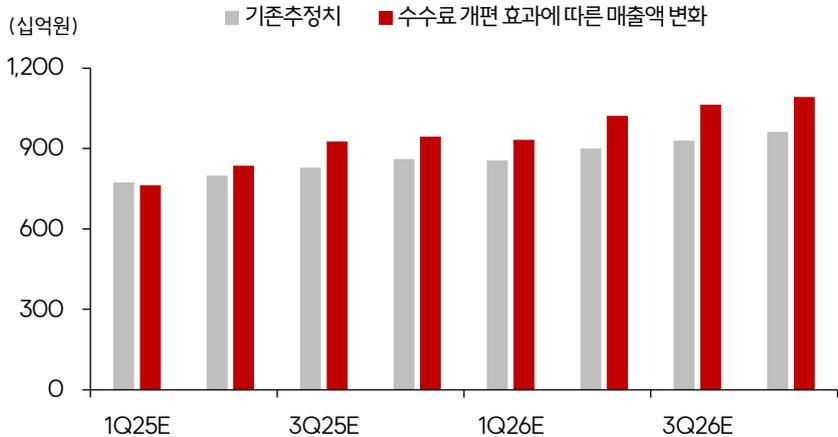
자료: 언론 보도, SK 증권

도착보장->네이버배송으로 개편

배송 종류	특징
오늘배송	오전 0시~11시까지 상품 주문 시 오늘 도착 보장
내일배송	오전 11시~24시까지 주문 시 다음날 도착 보장
일요일배송	토요일 오전 11시~24시 주문 시 일요일 도착 보장
희망일배송	구매자가 직접 배송 희망일 지정
새벽배송(예정)	저녁 시간대 주문하면 다음날 새벽에 수취
지금배송(예정)	주문 1시간 내외로 배송

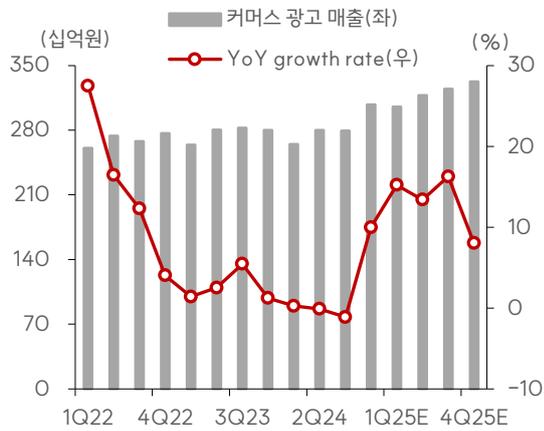
자료: 언론 취합, SK 증권

수수료 개편에 따른 커머스 매출 추정치 변화



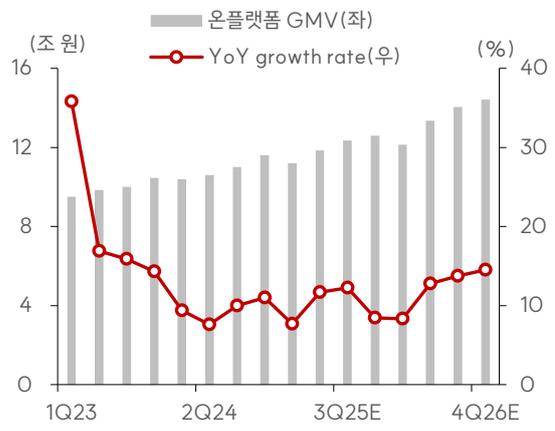
자료: SK 증권

커머스 광고, 9개 분기만에 두 자리 수 성장을 회복



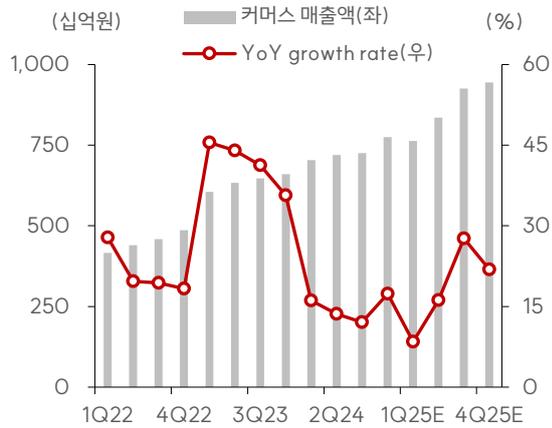
자료: NAVER, SK 증권

온플랫폼 GMV 성장 가속화 전망



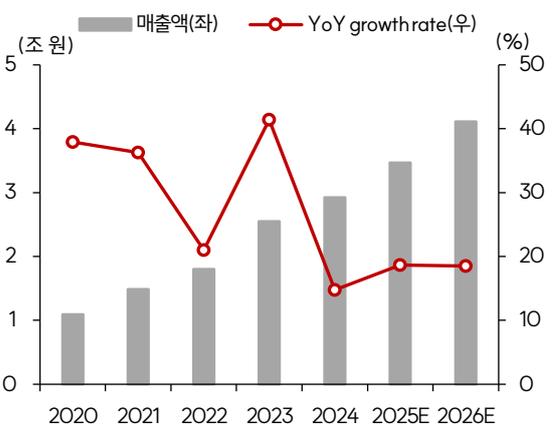
자료: NAVER, SK 증권

분기 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 커머스 매출 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	10,880	11,784	13,629
현금및현금성자산	3,576	4,196	3,635	3,745	4,526
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	2,057	2,297	2,618
재고자산	15	22	26	29	33
비유동자산	28,710	28,793	29,591	31,949	34,134
장기금융자산	3,642	3,504	3,519	3,539	3,567
유형자산	2,742	2,910	2,902	3,130	2,462
무형자산	3,446	3,657	3,641	3,626	3,611
자산총계	35,738	38,168	40,471	43,734	47,762
유동부채	6,306	6,092	6,570	7,227	8,105
단기금융부채	1,011	544	594	664	756
매입채무 및 기타채무	1,313	1,003	4,224	4,717	5,376
단기충당부채	6	4	5	5	6
비유동부채	5,194	5,075	4,908	5,126	5,417
장기금융부채	3,168	3,258	2,932	2,932	2,932
장기매입채무 및 기타채무	103	91	91	91	91
장기충당부채	15	19	21	24	27
부채총계	11,500	11,167	11,477	12,353	13,522
지배주주지분	23,206	25,460	27,487	29,917	32,827
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,423	1,423	1,423
기타자본구성요소	-607	-639	-639	-639	-639
자기주식	-853	-876	-876	-876	-876
이익잉여금	24,544	25,965	27,992	30,422	33,332
비지배주주지분	1,032	1,541	1,506	1,464	1,413
자본총계	24,238	27,001	28,993	31,381	34,240
부채외자본총계	35,738	38,168	40,471	43,734	47,762

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002	2,590	2,950	3,866	4,581
당기순이익(손실)	985	1,932	2,161	2,611	3,143
비현금성항목등	1,326	1,003	1,234	1,315	1,402
유형자산감가상각비	528	609	658	672	667
무형자산상각비	54	65	16	15	15
기타	744	329	561	627	719
운전자본감소(증가)	361	152	113	563	752
매출채권및기타채권의감소(증가)	43	-3	-469	-240	-321
재고자산의감소(증가)	-2	-13	-4	-3	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	347	-251	358	493	659
기타	-1,352	-1,105	-1,002	-1,160	-1,361
법인세납부	-682	-608	-444	-537	-646
투자활동현금흐름	-950	-1,340	-1,746	-3,423	-3,370
금융자산의감소(증가)	482	-1,732	-271	-373	-499
유형자산의감소(증가)	-633	-522	-650	-900	0
무형자산의감소(증가)	-51	-24	0	0	0
기타	-748	938	-825	-2,150	-2,871
재무활동현금흐름	-110	-770	-444	-154	-190
단기금융부채의증가(감소)	-371	-463	50	69	93
장기금융부채의증가(감소)	191	-173	-326	0	0
자본의증가(감소)	-314	180	0	0	0
배당금지급	-62	-119	-168	-224	-283
기타	446	-195	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	852	619	-560	109	781
기초현금	2,724	3,576	4,196	3,635	3,745
기말현금	3,576	4,196	3,635	3,745	4,526
FCF	1,369	2,068	2,300	2,966	4,581

자료 : NAVER, SK증권 추정

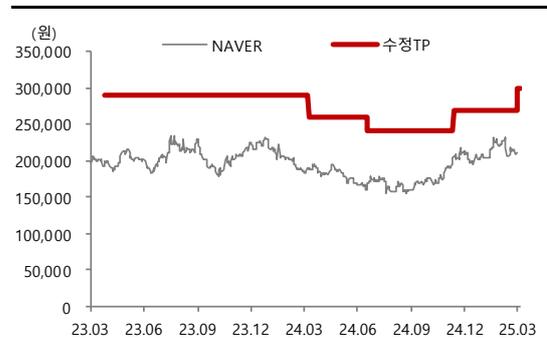
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,911	13,329	14,834
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	8,182	8,758	9,468	10,290	11,190
영업이익	1,489	1,979	2,443	3,039	3,644
영업이익률(%)	15.4	18.4	20.5	22.8	24.6
비영업손익	-7	343	162	109	144
순금융손익	-26	69	-195	-168	-151
외환관련손익	-43	-147	0	0	0
관계기업등 투자손익	267	145	196	206	199
세전계속사업이익	1,481	2,322	2,605	3,148	3,733
세전계속사업이익률(%)	15.3	21.6	21.9	23.6	25.1
계속사업법인세	496	390	444	537	646
계속사업이익	985	1,932	2,161	2,611	3,143
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,161	2,611	3,143
순이익률(%)	10.2	18.0	18.1	19.6	21.2
지배주주	1,012	1,923	2,196	2,653	3,193
지배주주귀속 순이익률(%)	10.5	17.9	18.4	19.9	21.5
비지배주주	-27	9	-35	-42	-51
총포괄이익	724	2,631	2,161	2,611	3,143
지배주주	749	2,561	2,125	2,568	3,091
비지배주주	-24	70	36	43	52
EBITDA	2,071	2,653	3,116	3,727	4,327

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	17.6	11.0	10.9	11.9	11.3
영업이익	14.1	32.9	23.4	24.4	139.9
세전계속사업이익	36.7	56.8	12.2	20.8	136.1
EBITDA	11.0	28.1	17.5	19.6	16.1
EPS	34.5	94.7	14.2	20.8	20.4
수익성 (%)					
ROA	2.8	5.2	5.5	6.2	6.9
ROE	4.4	7.9	8.3	9.2	10.2
EBITDA마진	21.4	24.7	26.2	28.0	29.2
안정성 (%)					
유동비율	111.5	153.9	165.6	163.1	168.1
부채비율	47.4	41.4	39.6	39.4	39.5
순차입금/자기자본	-0.9	-11.7	-10.8	-11.3	-13.9
EBITDA/이자비용(배)	16.3	25.3	7.3	9.2	10.5
배당성향	17.9	8.8	10.2	10.7	10.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,233	12,139	13,860	16,746	20,155
BPS	148,137	166,221	179,017	194,353	212,721
CFPS	9,819	16,390	18,109	21,088	24,463
주당 현금배당금	1,205	1,130	1,500	1,900	2,300
Valuation지표 (배)					
PER	35.9	16.4	15.2	12.6	10.5
PBR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
PCR	22.8	12.1	11.7	10.0	8.6
EV/EBITDA	18.0	11.3	10.0	8.3	6.8
배당수익률	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.03.18	매수	300,000원	6개월		
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%
2023.04.10	매수	290,000원	6개월	-29.27%	-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 기관투자가 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 03월 18일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------