

EARNINGS
REVIEW

NAVER (035420/KS)

네이버에 AI가 스며들면 생기는 일

인터넷/게임. 남효지 / hjnam@sks.co.kr / 3773-9288

Signal: On-Service AI 전략의 효과가 본격적으로 나타나기 시작**Key:** 코어 비즈니스에 AI 적용 확대로 탑라인 성장**Step:** 내년 AI 에이전트 출시에 따른 효과도 기대해 볼 만 함

매수(유지)

목표주가: 360,000 원(상향)

현재주가: 278,500 원

상승여력: 29.3%

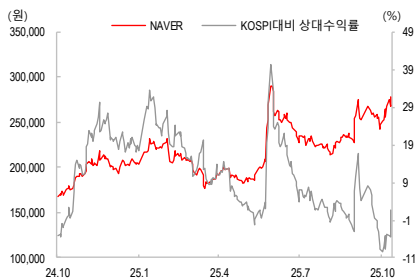
STOCK DATA

주가(25/11/05)	278,500 원
KOSPI	4,004.42 pt
52 주 최고가	290,500 원
60 일 평균 거래대금	384 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	15,685 만주
시가총액	43,683 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.33%
BlackRock Fund(외 13)	6.12%
외국인 지분율	39.98%

주가 및 상대수익률



3Q25 Review

매출액 3.14 조원(+15.6% YoY, 이하 동일), 영업이익 5,706 억원(+8.6%), 지배주주 순이익 7,264 억원(+39.6%)으로 영업이익은 컨센서스 5,688 억원에 부합했다. 비용 증가에도 불구하고 광고/커머스 코어 비즈니스의 성장으로 탑라인 성장이 양호했다. 서치플랫폼 매출은 +6.3%, 특히 통합 광고 성장률이 +10.5%로 AI 기반 지면 및 광고 효율 증대로 시장 성장률을 상회했다. 커머스 매출은 +35.9%로 수수료율 인상 효과가 온분기로 반영되었고, 네플스오프의 개인화 경험 개선, 멤버십과 배송 경쟁력 강화 노력이 구매 전환을 상승으로 이어졌다. 영업비용은 +17.2% 증가, 포시마크향 퇴직금이 발생했고 AI 신규 사업 투자로 인프비 증가, 웹툰 및 커머스 관련 마케팅비도 증가했다.

별도 AI 서비스 없다고 무시하지 마세요

DAN24 에서 발표했던 On-Service AI 전략의 효과가 본격적으로 나타나고 있다. AI 브리핑 도입률이 전체 쿼리의 15%까지 올라오며 콘텐츠 소비 선순환, 전체 플랫폼 광고 매출 성장으로 이어지고 있다. 또한 로컬, 쇼핑 등 비즈니스 연결 강화를 통해 수익성이 개선되고 있다. 커머스에서는 홈 지면 AI 적용률을 확대해 AI 추천 거래액과 구매전환율이 상승하고 있다. 내년 초부터 쇼핑 AI 에이전트, 검색 AI 탭, 외부 생태계와 연결하는 통합 에이전트를 순차적으로 출시하며 AI 수익화가 본격적으로 시작될 것이다.

목표주가 36 만원으로 상향

서치플랫폼과 커머스 사업에서 AI 적용 확대로 수익성 개선을 반영해 각 사업의 가치를 상향 조정해 목표주가를 기존 32 만원에서 36 만원으로 상향한다. AI 사업형 인프라 투자가 지속되나 광고, 커머스 중심의 매출 성장이 이익을 끌고간다. 내년 AI 에이전트 출시에 따른 효과도 기대해 볼 만 하다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

	25년 3분기					25년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	3,138	3,092	1.5	3,043	3.1	12,040	11,978	0.5	11,938	0.9
영업이익(십억원)	571	558	2.3	568	0.5	2,190	2,171	0.9	2,197	-0.3
지배주주순이익(십억원)	726	524	38.6	494	47.0	2,149	1,929	11.4	1,946	10.4
영업이익률(%)	18.2	18.0	0.2%p	18.7	-0.5%p	18.2	18.1	0.1%p	18.4	-0.2%p
지배주주순이익률(%)	23.1	16.9	6.2%p	16.2	6.9%p	17.8	16.1	1.7%p	16.3	1.5%p

자료: SK 증권

NAVER 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
영업수익	2,526.1	2,610.5	2,715.6	2,885.6	2,786.8	2,915.1	3,138.1	3,200.5	10,737.7	12,040.4	13,284.5
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,064.7	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,108.7	3,946.2	4,218.1	4,485.8
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	861.1	985.5	1,001.9	2,923.0	3,636.3	4,224.8
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	411.7	433.1	449.0	1,508.4	1,686.7	1,914.3
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.3	459.3	474.0	509.3	482.1	1,796.4	1,924.6	2,009.0
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.2	131.7	150.0	158.8	563.7	574.8	650.6
영업비용	2,086.8	2,137.8	2,190.3	2,343.6	2,281.5	2,393.5	2,567.4	2,608.1	8,758.5	9,850.5	10,774.4
개발/운영	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	699.3	749.8	739.7	2,664.4	2,876.6	3,011.4
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,014.0	1,097.0	1,130.8	3,789.9	4,216.1	4,788.9
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	197.7	218.6	226.5	704.8	832.2	957.7
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	482.4	502.0	511.0	1,599.4	1,925.7	2,016.5
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	521.6	570.6	592.4	1,979.3	2,189.9	2,510.1
영업이익률	17.4%	18.1%	19.3%	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.5%	18.4%	18.2%	18.9%
순이익	555.8	332.1	530.1	444.1	423.7	497.4	734.7	515.2	1,862.0	2,170.9	2,275.8
지배주주순이익	510.6	338.4	520.4	508.6	424.8	488.8	726.4	509.3	1,877.9	2,149.3	2,249.9
<i>YoY growth rate</i>											
영업수익	10.8%	8.4%	11.1%	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	10.9%	11.0%	12.1%	10.3%
서치플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	14.7%	11.9%	5.9%	6.3%	4.1%	9.9%	6.9%	6.3%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	29.3%	14.8%	24.4%	16.2%
핀테크	11.2%	8.5%	13.0%	12.6%	11.0%	11.7%	12.5%	12.0%	11.3%	11.8%	13.5%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	0.2%	2.9%	12.8%	10.0%	3.2%	3.7%	7.1%	4.4%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	41.1%	14.7%	5.8%	3.8%	-10.6%	26.1%	2.0%	13.2%
영업비용	7.0%	5.0%	6.1%	10.0%	9.3%	12.0%	17.2%	11.3%	7.0%	12.5%	9.4%
개발/운영	0.1%	6.0%	4.0%	4.2%	8.1%	2.4%	14.2%	7.4%	3.6%	8.0%	4.7%
파트너	9.8%	5.9%	5.8%	7.6%	6.7%	10.6%	17.0%	10.7%	7.3%	11.2%	13.6%
인프라	28.1%	20.9%	13.2%	13.1%	11.4%	15.2%	22.7%	22.4%	18.3%	18.1%	15.1%
마케팅	5.0%	-4.3%	7.0%	25.6%	17.1%	31.5%	20.3%	14.1%	8.1%	20.4%	4.7%
영업이익	32.9%	26.8%	38.2%	33.7%	15.0%	10.3%	8.6%	9.3%	32.9%	10.6%	14.6%
순이익	1172.9%	15.8%	48.8%	4.7.1%	-23.8%	49.8%	38.6%	16.0%	88.4%	16.6%	4.8%

자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
매출액	3,092.3	3,184.1	3,100.4	3,242.8	3,138.1	3,200.5	3,090.0	3,230.2	1.5%	0.5%	-0.3%	-0.4%
영업이익	557.9	586.7	592.6	621.1	570.6	592.4	580.2	604.7	2.3%	1.0%	-2.1%	-2.6%
지배주주순이익	524.4	491.2	518.7	590.2	726.4	509.3	494.7	598.6	38.5%	3.7%	-4.6%	1.4%

자료: SK 증권

연간 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전			변경 후			% chg.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	11,978.2	13,223.5	14,433.1	12,040.4	13,284.5	14,569.4	0.5%	0.5%	0.9%
영업이익	2,171.4	2,508.8	2,791.4	2,189.9	2,510.1	2,777.2	0.9%	0.1%	-0.5%
지배주주순이익	1,929.2	2,190.3	2,453.4	2,149.3	2,249.9	2,549.7	11.4%	2.7%	3.9%

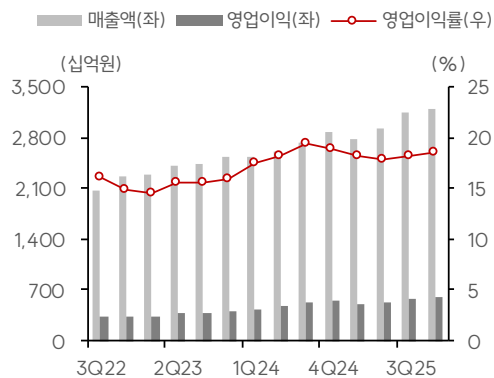
자료: SK 증권

NAVER 목표주가 산출

항목	비고	
서치플랫폼		
NOPLAT	1,025.3	OPM 32% 가정
Target Multiple	18.8	GOOGL, META 12mf P/E 평균 15% 할인 적용
적정 가치	19,317.8	
커머스		
NOPLAT	804.9	OPM 28% 가정
Target Multiple	27.5	CPNG, AMZN 12mf P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	22,154.7	
웹툰		
시가총액	3,009.2	WBTN 3개월 평균 시가총액
지분율	63.4%	
할인율	40%	
지분 가치	1,144.7	
핀테크		
12mf 거래액	89,380.2	
Target Multiple	0.1	paypal EV/TPV 에 50% 할인 적용
지분율	69.0%	
적정 가치	6,671.5	
엔터프라이즈		
12mf 매출액	578.8	
Target Multiple	4.1	MSFT, AMZN, GOOGL, META 12mf P/S 평균 50% 할인 적용
지분율	100%	
적정 가치	2,364.6	
LY		
시가총액	30,528.8	과거 3개월 평균 시가총액
지분율	32.4%	
할인율	40%	
지분가치	5,934.8	
순차입금	874.3	
합산 가치	56,713.8	
주식 수(천 주)	158,437.0	
적정 주가(원)	357,958	
목표 주가(원)	360,000	
현재 주가(원)	278,500	11/5 종가 기준
상승 여력	29.3%	

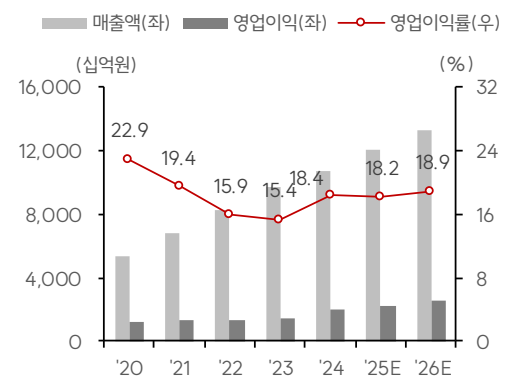
자료: SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028	9,375	9,728	11,043	13,202
현금및현금성자산	3,576	4,196	1,953	2,482	3,861
매출채권 및 기타채권	1,706	1,588	2,307	2,554	2,799
재고자산	15	22	26	28	31
비유동자산	28,710	28,793	31,325	33,225	34,171
장기금융자산	3,642	3,504	4,380	4,399	4,418
유형자산	2,742	2,910	3,703	4,603	4,603
무형자산	3,446	3,657	3,476	3,476	3,476
자산총계	35,738	38,168	41,053	44,268	47,373
유동부채	6,306	6,092	6,177	6,737	7,294
단기금융부채	1,011	544	603	668	732
매입채무 및 기타채무	1,313	1,003	3,655	4,046	4,434
단기충당부채	6	4	5	5	6
비유동부채	5,194	5,075	5,690	6,263	6,465
장기금융부채	3,168	3,258	3,703	4,073	4,073
장기매입채무 및 기타채무	103	91	91	91	91
장기충당부채	15	19	21	24	26
부채총계	11,500	11,167	11,867	13,000	13,758
지배주주지분	23,206	25,460	27,637	29,693	32,011
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,467	1,467	1,467
기타자본구성요소	-607	-639	-644	-644	-644
자기주식	-853	-876	-876	-876	-876
이익잉여금	24,544	25,965	27,870	29,926	32,244
비지배주주지분	1,032	1,541	1,548	1,574	1,604
자본총계	24,238	27,001	29,186	31,267	33,615
부채와자본총계	35,738	38,168	41,053	44,268	47,373

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	2,002	2,590	1,774	2,729	3,029
당기순이익(손실)	985	1,932	2,171	2,276	2,579
비현금성항목등	1,326	1,003	645	306	357
유형자산감가상각비	528	609	0	0	0
무형자산상각비	54	65	0	0	0
기타	744	329	645	306	357
운전자본감소(증가)	361	152	-602	449	446
매출채권및기타채권의감소(증가)	43	-3	-656	-247	-245
재고자산의감소(증가)	-2	-13	-0	-3	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	347	-251	2,200	391	388
기타	-1,352	-1,105	-1,053	-810	-930
법인세납부	-682	-608	-613	-509	-576
투자활동현금흐름	-950	-1,340	-2,522	-2,251	-1,294
금융자산의감소(증가)	482	-1,732	-412	-347	-344
유형자산의감소(증가)	-633	-522	-988	-900	0
무형자산의감소(증가)	-51	-24	181	0	0
기타	-748	938	-1,303	-1,004	-950
재무활동현금흐름	-110	-770	126	241	-167
단기금융부채의증가(감소)	-371	-463	-1,453	64	64
장기금융부채의증가(감소)	191	-173	1,738	370	0
자본의증가(감소)	-314	180	44	0	0
배당금지급	-62	-119	-168	-194	-231
기타	446	-195	-35	0	0
현금의 증가(감소)	852	619	-2,243	529	1,379
기초현금	2,724	3,576	4,196	1,953	2,482
기말현금	3,576	4,196	1,953	2,482	3,861
FCF	1,369	2,068	786	1,829	3,029

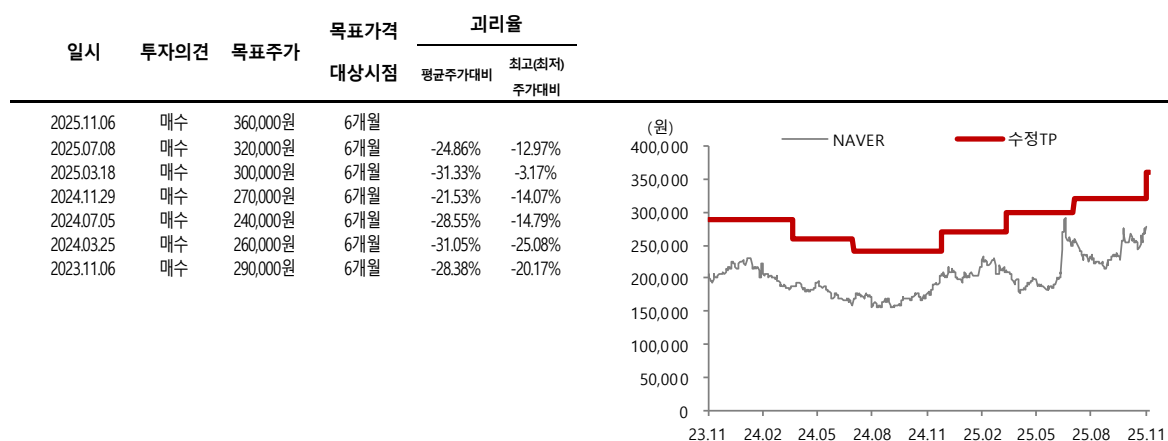
자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,671	10,738	12,040	13,284	14,569
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	12,040	13,284	14,569
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	8,182	8,758	9,851	10,774	11,792
영업이익	1,489	1,979	2,190	2,510	2,777
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.2	18.9	19.1
비영업손익	-7	343	561	274	378
순금융손익	-26	69	199	207	223
외환관련손익	-43	-147	0	0	0
관계기업등 투자손익	267	145	471	239	202
세전계속사업이익	1,481	2,322	2,751	2,784	3,155
세전계속사업이익률(%)	15.3	21.6	22.8	21.0	21.7
계속사업법인세	496	390	580	509	576
계속사업이익	985	1,932	2,171	2,276	2,579
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	985	1,932	2,171	2,276	2,579
순이익률(%)	10.2	18.0	18.0	17.1	17.7
지배주주	1,012	1,923	2,149	2,250	2,550
지배주주귀속 순이익률(%)	10.5	17.9	17.9	16.9	17.5
비지배주주	-27	9	22	26	29
총포괄이익	724	2,631	2,285	2,276	2,579
지배주주	749	2,561	1,772	1,275	1,445
비지배주주	-24	70	513	1,001	1,134
EBITDA	2,071	2,653	2,190	2,510	2,777

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	17.6	11.0	12.1	10.3	9.7
영업이익	14.1	32.9	10.6	14.6	10.6
세전계속사업이익	36.7	56.8	18.5	1.2	13.3
EBITDA	11.0	28.1	-17.4	14.6	10.6
EPS	34.5	94.7	12.9	4.7	13.3
수익성 (%)					
ROA	2.8	5.2	5.5	5.3	5.6
ROE	4.4	7.9	8.1	7.8	8.3
EBITDA마진	21.4	24.7	18.2	18.9	19.1
안정성 (%)					
유동비율	111.5	153.9	157.5	163.9	181.0
부채비율	47.4	41.4	40.7	41.6	40.9
순차입금/자기자본	-0.9	-11.7	-2.5	-3.7	-8.4
EBITDA/이자비용(배)	16.3	25.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	11.8	8.8	9.0	10.3	10.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,233	12,139	13,703	14,344	16,255
BPS	148,137	166,221	181,782	194,889	209,668
CFPS	9,819	16,390	13,703	14,344	16,255
주당 현금배당금	790	1,130	1,300	1,550	1,750
Valuation지표 (배)					
PER	35.9	16.4	19.5	18.6	16.4
PBR	1.5	1.2	1.5	1.4	1.3
PCR	22.8	12.1	19.5	18.6	16.4
EV/EBITDA	18.0	11.3	19.5	16.8	14.6
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7



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 3 자에게 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 11월 06일 기준)	매수	92.02%	중립	7.98%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------