

NAVER (035420)

인터넷/게임
Analyst 이효진
hyojinlee@meritz.co.kr

탄탄한 본업. 다가오는 새 그림

4Q25 Preview: 잘 마친 2025. 그리고 쿠팡 반사 효과

네이버의 4분기 연결 매출 및 영업이익은 각각 3조 2,406억원(+12.3% YoY 이하 동일)과 6,166억원(+13.8%)으로 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 10월 추석이 위치한 관계로 지난 3분기 광고주들의 선집행되며 4분기 첫 2주간 매출은 다소 미뒀었다. 그러나 ROAS가 높은 홈피드, AI 브리핑 도입이 11월부터 성수기 효과를 온전히 누릴 수 있게 도왔다. 지난 6월 수수료를 인상 및 브랜드스토어로의 전환(매출 전환율 상승)에 힘입어 4분기 중개/판매 매출은 51% 증가할 전망이다.

24년 티메프 사태의 반사효과를 네이버와 쿠팡이 누렸다면 최근 쿠팡 사태에는 네이버가 주요하다. 컬러 입점으로 신선 식품 대응도 가능해져 대체재로 작동 중이다. 현 추세가 이어진다면 26년 스마트스토어 성장률은 기존 대비 5~10%p 높아질 전망이다. 뿐만 아니라 네이버가 홈피드 등 인벤토리를 다수 확보하며 셀러 마케팅비를 적극 흡수할 수 있어졌음을 고려해야 한다. 즉, 거래액 뿐만 아니라 커머스 광고 성장률도 확대될 수 있다. 당사 추정에는 쿠팡 효과를 아직 반영하지 않았으며 2월 실적발표를 통해 공유되는 수치에 기반하여 추후 조정할 예정이다.

두 가지 오해에 대한 생각

동사는 25년 6천억원에서 26년 1조원으로 GPU 투자를 확대한다고 밝혔다. 투자자들은 클라우드 성장률이 담보되지 않은 CAPEX 확대에 우려를 표하고 있다. 그러나 네이버의 투자는 클라우드 사업자보다는 메타의 성격과 유사하다. AI 브리핑, 커머스에서 수수료를 인상에 따라 브랜드패키지솔루션 등 광고주/커머스 셀러에게 제공하는 서비스를 위해 요구량이 많아지고 있다. 즉, 내부 필요에 의한 투자로 보인다. 특히 두나무 합병 이후 이용량이 증대될 것을 고려하면 과도한 투자라고 판단하지 않는다.

일각에서는 두나무와의 합병 가능성 자체를 우려한다. 무산 우려를 높이 점치는 투자자들은 합병으로 인한 상승이라고 판단, 매도로 대응했을 것으로 추정한다. 2~3월 내 인가 신청을 예상하며 합병 법인은 디지털 자산법 2단계 입법의 최대 수혜주라고 판단한다. 합병 및 입법 후 양사의 시너지가 시장에 공유되며 동사 주가에 본격적으로 반영될 것으로 예상된다. 플랫폼 Top pick으로 유지한다.

Meritz Research 2026. 1. 9

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	410,000원
현재주가 (1.8)	251,000원
상승여력	63.3%

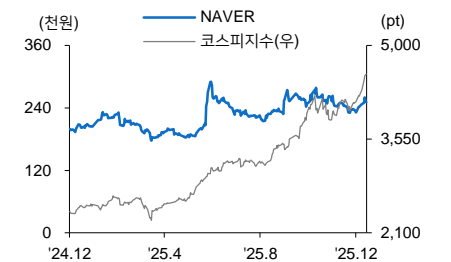
KOSPI	4,552.37pt
시가총액	393,700억원
발행주식수	15,685만주
유동주식비율	85.88%
외국인비중	39.16%
52주 최고/최저가	290,500원/176,900원
평균거래대금	3,166.2억원

주요주주(%)

국민연금공단	9.33
BlackRock Fund Advisors 외 13인	6.12

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	-2.7	21.3
상대주가	-8.0	-33.4	-32.8

주가그래프

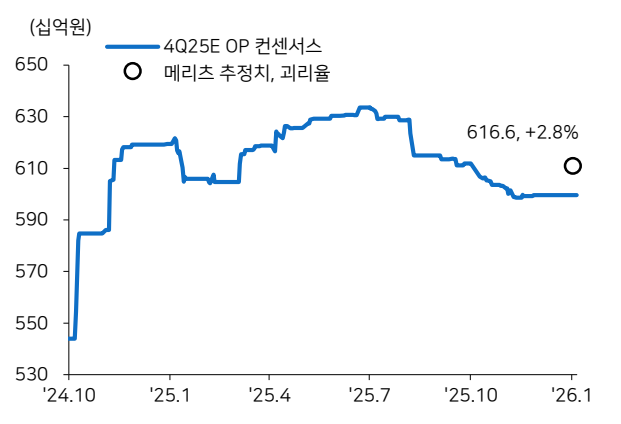


(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	9,670.6	1,488.8	1,012.3	6,180	33.4	142,887	36.2	1.6	18.0	4.4	47.4
2024	10,737.7	1,979.3	1,923.2	11,913	92.8	160,694	16.7	1.2	11.3	7.9	41.4
2025E	12,080.5	2,214.1	2,374.2	15,044	26.3	173,377	16.1	1.4	11.8	9.0	36.7
2026E	14,289.0	3,126.2	2,871.5	18,307	21.7	189,583	13.2	1.3	9.0	10.1	34.0
2027E	16,341.3	3,901.0	3,217.1	25,048	12.0	207,677	9.7	1.2	7.0	10.3	32.7

(십억원)	4Q25E	4Q24	(% YoY)	3Q25	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,240.6	2,885.6	12.3	3,138.1	3.3	3,258.2	-0.5
영업이익	616.6	542.0	13.8	570.6	8.1	599.6	2.8
세전이익	861.1	541.4	59.1	856.9	0.5	715.6	20.3
순이익	734.2	553.9	32.6	726.4	1.1	542.0	35.5
영업이익률(%)	19.0	18.8		18.2		18.4	
세전이익률(%)	26.6	18.8		27.3		22.0	
순이익률(%)	22.7	19.2		23.1		16.6	

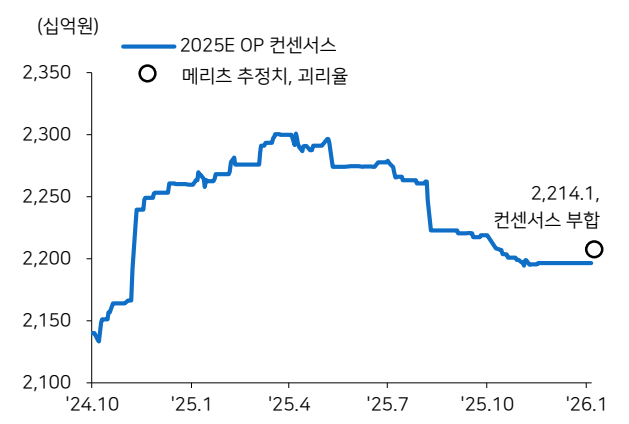
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림1 4Q25E 분기 영업이익, 컨센서스 3% 상회 전망



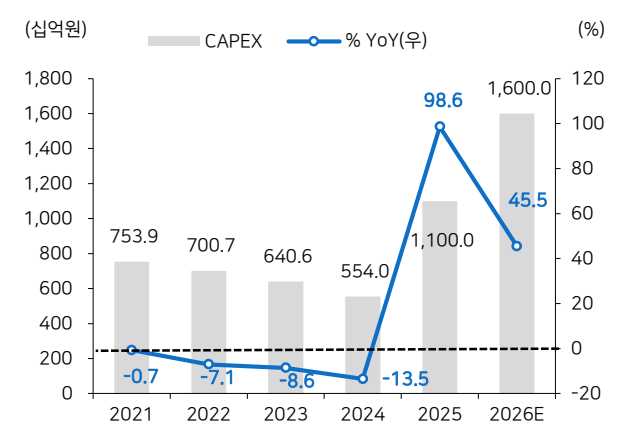
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



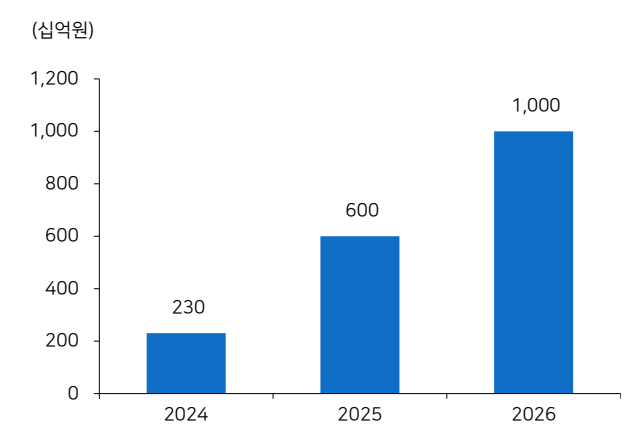
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림3 네이버 CAPEX



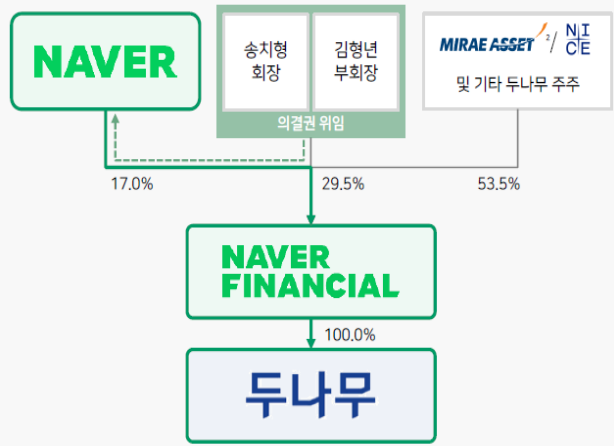
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 연도별 GPU 구매액



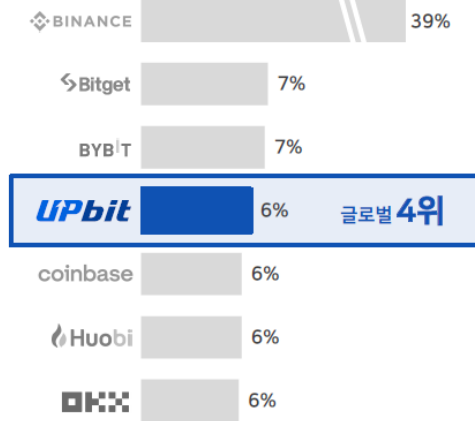
자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

그림5 합병법인의 변경될 지배구조



자료: NAVER

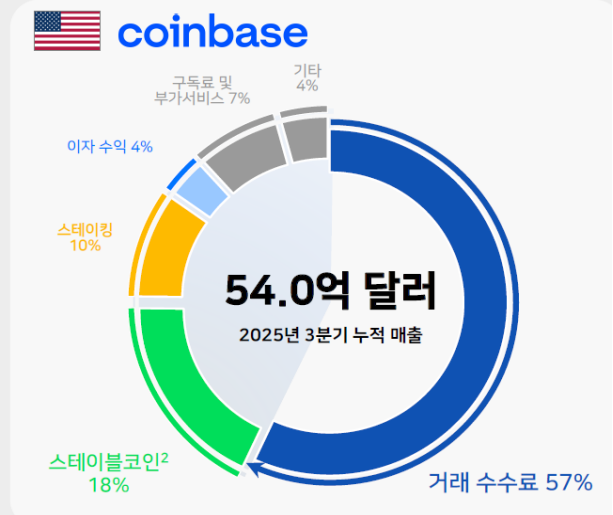
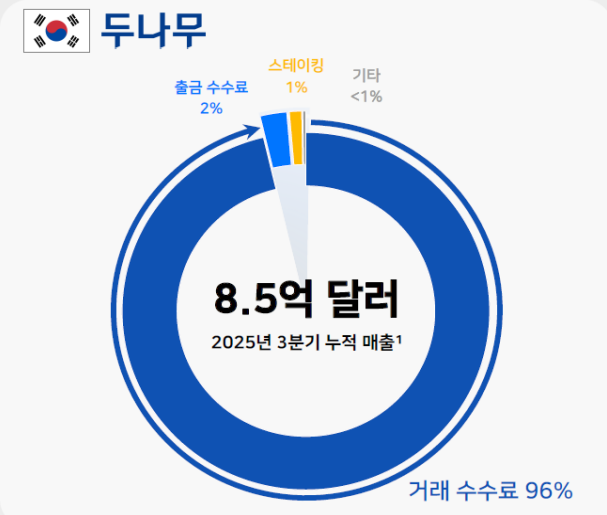
그림6 거래액 기준 글로벌 시장 점유율: 업비트는 글로벌 4위



주: 2025년 7월 기준

자료: NAVER

그림7 두나무 거래량은 코인베이스와 유사하지만 법안 마련되며 수익 다각화 성공해 매출 차이 커



주석: 1) 2025년 3분기 누적 매출. 2) 스테이블코인 '서클' 준비금에서 발생한 이자 수익

자료: NAVER

그림8 이찬진 금감원장 "네이버·두나무 합병, 증권신고서 2~3월 제출"



자료: 뉴시스, 25.12.01, <이찬진 "네이버·두나무 합병 증권신고서 2~3월 제출...금융영향 점검">

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출	2,787	2,915	3,138	3,241	3,182	3,287	3,774	4,046	10,738	12,081	14,289	16,341
서치플랫폼	1,013	1,037	1,060	1,087	1,043	1,129	1,170	1,183	3,946	4,196	4,525	4,782
검색	754	775	791	816	800	849	878	883	2,950	3,136	3,410	3,609
디스플레이	217	247	238	254	227	264	258	282	919	956	1,032	1,083
커머스	788	861	985	1,000	1,001	1,038	1,065	1,118	2,923	3,635	4,222	4,593
커머스 광고	308	336	366	369	364	386	392	422	1,132	1,379	1,564	1,675
중개 및 판매	295	338	424	457	441	453	466	510	1,092	1,514	1,870	2,084
포시마크	129	131	135	112	131	133	137	114	503	506	514	522
핀테크	393	412	433	451	450	464	877	1,042	1,508	1,689	2,833	4,071
콘텐츠	459	474	509	547	539	506	489	519	1,796	1,990	2,054	2,093
엔터프라이즈	134	132	150	155	149	150	173	184	564	571	655	802
% YoY												
매출	<i>10.3</i>	<i>11.7</i>	<i>15.6</i>	<i>12.3</i>	<i>14.2</i>	<i>12.8</i>	<i>20.3</i>	<i>24.9</i>	<i>11.0</i>	<i>12.5</i>	<i>18.3</i>	<i>14.4</i>
서치플랫폼	<i>11.9</i>	<i>5.9</i>	<i>6.3</i>	<i>2.1</i>	<i>3.0</i>	<i>8.9</i>	<i>10.3</i>	<i>8.9</i>	<i>9.9</i>	<i>6.3</i>	<i>7.8</i>	<i>5.7</i>
검색	<i>8.2</i>	<i>6.0</i>	<i>5.0</i>	<i>6.2</i>	<i>6.1</i>	<i>9.5</i>	<i>11.0</i>	<i>8.2</i>	<i>8.2</i>	<i>6.3</i>	<i>8.7</i>	<i>5.8</i>
디스플레이	<i>7.3</i>	<i>5.0</i>	<i>3.5</i>	<i>1.0</i>	<i>4.7</i>	<i>7.0</i>	<i>8.5</i>	<i>11.0</i>	<i>8.6</i>	<i>4.0</i>	<i>7.9</i>	<i>5.0</i>
커머스	<i>12.0</i>	<i>19.8</i>	<i>35.9</i>	<i>29.0</i>	<i>27.0</i>	<i>20.6</i>	<i>8.1</i>	<i>11.8</i>	<i>14.8</i>	<i>24.3</i>	<i>16.2</i>	<i>8.8</i>
커머스 광고	<i>16.4</i>	<i>19.8</i>	<i>31.2</i>	<i>20.0</i>	<i>18.0</i>	<i>15.0</i>	<i>7.0</i>	<i>14.4</i>	<i>2.3</i>	<i>21.9</i>	<i>13.4</i>	<i>7.1</i>
중개 및 판매	<i>10.3</i>	<i>32.1</i>	<i>59.7</i>	<i>50.7</i>	<i>49.3</i>	<i>34.1</i>	<i>10.0</i>	<i>11.6</i>	<i>40.5</i>	<i>38.6</i>	<i>23.5</i>	<i>11.4</i>
포시마크	<i>5.0</i>	<i>-3.9</i>	<i>0.4</i>	<i>1.2</i>	<i>1.4</i>	<i>1.5</i>	<i>1.5</i>	<i>1.7</i>	<i>6.2</i>	<i>0.5</i>	<i>1.5</i>	<i>1.7</i>
핀테크	<i>11.0</i>	<i>11.7</i>	<i>12.5</i>	<i>12.5</i>	<i>14.5</i>	<i>12.7</i>	<i>102.5</i>	<i>131.0</i>	<i>11.3</i>	<i>12.0</i>	<i>67.8</i>	<i>43.7</i>
콘텐츠	<i>2.9</i>	<i>12.8</i>	<i>10.0</i>	<i>17.1</i>	<i>17.5</i>	<i>6.8</i>	<i>-3.9</i>	<i>-5.2</i>	<i>3.7</i>	<i>10.8</i>	<i>3.2</i>	<i>1.9</i>
엔터프라이즈	<i>14.7</i>	<i>5.8</i>	<i>3.8</i>	<i>-12.7</i>	<i>10.8</i>	<i>14.1</i>	<i>15.0</i>	<i>18.4</i>	<i>26.1</i>	<i>1.3</i>	<i>14.7</i>	<i>22.4</i>
영업비용	2,281	2,394	2,567	2,624	2,615	2,662	2,918	2,968	8,758	9,866	11,163	12,440
% to sales	<i>81.9</i>	<i>82.1</i>	<i>81.8</i>	<i>81.0</i>	<i>82.2</i>	<i>81.0</i>	<i>77.3</i>	<i>73.3</i>	<i>81.6</i>	<i>81.7</i>	<i>78.1</i>	<i>76.1</i>
% YoY	<i>9.3</i>	<i>12.0</i>	<i>17.2</i>	<i>12.0</i>	<i>14.6</i>	<i>11.2</i>	<i>13.7</i>	<i>13.1</i>	<i>7.0</i>	<i>12.7</i>	<i>13.1</i>	<i>11.4</i>
개발/운영비용	688	699	750	740	746	772	981	940	2,664	2,877	3,439	3,951
주식보상비용	67	31	69	35	37	35	70	35	219	202	177	179
파트너	974	1,014	1,097	1,126	1,104	1,099	1,132	1,161	3,790	4,211	4,496	4,743
인프라	189	198	219	236	251	257	275	312	705	842	1,095	1,416
마케팅	430	482	502	521	515	534	530	554	1,599	1,936	2,132	2,331
영업이익	505	522	571	617	566	626	856	1,079	1,979	2,214	3,126	3,901
% YoY	<i>15.0</i>	<i>10.3</i>	<i>8.6</i>	<i>13.8</i>	<i>12.1</i>	<i>19.9</i>	<i>49.9</i>	<i>74.9</i>	<i>32.9</i>	<i>11.9</i>	<i>41.2</i>	<i>24.8</i>
영업이익률(%)	<i>18.1</i>	<i>17.9</i>	<i>18.2</i>	<i>19.0</i>	<i>17.8</i>	<i>19.0</i>	<i>22.7</i>	<i>26.7</i>	<i>18.4</i>	<i>18.3</i>	<i>21.9</i>	<i>23.9</i>
별도 영업이익	483	490	540	554	541	580	607	646	1,905	2,067	2,374	2,616
자회사 합산	22	31	31	63	25	46	249	432	74	147	752	1,285
세전이익	580	684	857	861	667	805	1,187	1,350	2,322	2,982	4,011	4,921
% YoY	<i>-12.1</i>	<i>46.3</i>	<i>31.2</i>	<i>59.1</i>	<i>15.0</i>	<i>17.8</i>	<i>38.6</i>	<i>56.8</i>	<i>56.8</i>	<i>28.4</i>	<i>34.5</i>	<i>22.7</i>
지배주주순이익	425	489	726	734	485	576	882	928	1,923	2,374	2,872	3,217
% YoY	<i>-16.8</i>	<i>44.4</i>	<i>39.6</i>	<i>32.6</i>	<i>14.1</i>	<i>17.9</i>	<i>21.5</i>	<i>26.4</i>	<i>90.0</i>	<i>23.4</i>	<i>20.9</i>	<i>12.0</i>

자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

NAVER (035420)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	9,670.6	10,737.7	12,080.5	14,289.0	16,341.3
매출액증가율(%)	17.6	11.0	12.5	18.3	14.4
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	9,670.6	10,737.7	12,080.6	14,289.0	16,341.3
판매관리비	8,181.8	8,758.5	9,866.4	11,162.8	12,440.3
영업이익	1,488.8	1,979.3	2,214.1	3,126.2	3,901.0
영업이익률(%)	15.4	18.4	18.3	21.9	23.9
금융손익	-79.5	54.3	224.8	219.0	-179.7
중속/관계기업손익	266.5	144.5	516.7	644.2	778.5
기타영업외손익	-194.5	144.1	26.1	21.1	22.8
세전계속사업이익	1,481.4	2,322.2	2,981.8	4,010.5	4,522.6
법인세비용	496.4	390.2	587.7	761.2	974.7
당기순이익	985.0	1,932.0	2,394.1	3,249.3	3,946.7
지배주주지분 순이익	1,012.3	1,923.2	2,374.2	2,871.5	3,217.1

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	7,028.1	9,374.9	9,257.2	8,531.0	10,081.8
현금및현금성자산	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5	4,420.0
매출채권	491.4	478.0	537.8	636.1	727.5
재고자산	14.8	21.7	24.5	28.9	33.1
비유동자산	28,709.8	28,793.0	30,055.0	33,916.6	36,702.4
유형자산	2,741.6	2,909.6	3,234.7	3,866.4	3,630.9
무형자산	3,445.6	3,657.2	3,994.1	3,932.3	3,871.6
투자자산	21,231.1	20,910.2	21,510.2	24,801.9	27,883.9
자산총계	35,737.8	38,167.9	39,312.2	42,447.5	46,784.2
유동부채	6,305.6	6,092.2	6,041.7	6,534.5	7,030.0
매입채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기차입금	333.0	135.4	135.4	135.4	135.4
유동성장기부채	442.9	200.0	0.0	300.0	0.0
비유동부채	5,194.3	5,074.8	4,515.1	4,237.8	4,511.3
사채	1,655.7	2,007.3	2,007.3	1,707.3	1,707.3
장기차입금	993.6	863.1	263.1	263.1	263.1
부채총계	11,499.8	11,167.0	10,556.7	10,772.3	11,541.2
자본금	16.5	16.5	16.3	16.3	16.3
자본잉여금	1,242.6	1,422.7	1,054.5	1,054.5	1,054.5
기타포괄이익누계액	-1,990.2	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7	-1,305.7
이익잉여금	24,544.4	25,965.0	27,751.1	30,293.1	33,131.2
비지배주주지분	1,032.0	1,541.0	1,560.9	1,938.7	2,668.3
자본총계	24,238.0	27,000.9	28,755.5	31,675.3	35,243.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002.2	2,589.9	3,192.8	4,185.6	5,908.3
당기순이익(손실)	985.0	1,932.0	2,394.1	3,249.3	3,946.7
유형자산상각비	528.0	608.6	774.9	968.3	1,235.5
무형자산상각비	54.3	64.9	63.1	61.9	60.7
운전자본의 증감	360.8	152.3	-39.3	-93.9	665.4
투자활동 현금흐름	-949.8	-1,340.0	-1,807.3	-4,628.3	-4,422.6
유형자산의증가(CAPEX)	-640.6	-554.0	-1,100.0	-1,600.0	-1,000.0
투자자산의감소(증가)	1,379.5	465.5	-600.0	-3,291.7	-3,082.1
재무활동 현금흐름	-110.0	-770.3	-1,356.8	-253.1	-594.1
차입금의 증감	-70.1	-504.7	-820.0	18.1	-264.6
자본의 증가	-313.8	180.1	-368.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	852.3	619.1	28.7	-695.8	891.6
기초현금	2,724.2	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5
기말현금	3,576.5	4,195.5	4,224.2	3,528.5	4,420.0

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	59,039	66,511	76,546	91,098	104,183
EPS(지배주주)	6,180	11,913	15,044	18,307	25,048
CFPS	14,111	18,180	23,354	31,332	38,793
EBITDAPS	12,644	16,432	19,339	26,498	33,135
BPS	142,887	160,694	173,377	189,583	207,677
DPS	1,205	1,130	1,816	2,207	2,538
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	36.2	16.7	16.1	13.2	9.7
PCR	15.9	10.9	10.4	8.0	6.5
PSR	3.8	3.0	3.2	2.8	2.4
PBR	1.6	1.2	1.4	1.3	1.2
EBITDA(십억원)	2,071.2	2,652.8	3,052.1	4,156.3	5,197.3
EV/EBITDA	18.0	11.3	11.8	9.0	7.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	7.9	9.0	10.1	10.3
EBITDA 이익률	21.4	24.7	25.3	29.1	31.8
부채비율	47.4	41.4	36.7	34.0	32.7
금융비용부담률	1.3	1.0	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.7	18.9	24.6	38.7	50.0
매출채권회전율(x)	18.9	22.2	23.8	24.3	24.0
재고자산회전율(x)	824.3	587.5	522.9	535.2	526.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

NAVER (035420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.01.08	기업브리프	Buy	290,000	이효진	-34.4	-20.2	
2024.07.08	기업브리프	Buy	260,000	이효진	-29.7	-10.8	
2025.02.10	기업브리프	Buy	300,000	이효진	-30.2	-3.2	
2025.07.08	산업브리프	Buy	350,000	이효진	-31.6	-25.9	
2025.08.11	기업브리프	Buy	283,000	이효진	-17.4	-3.0	
2025.10.14	기업분석	Buy	410,000	이효진	-	-	