

# NAVER (035420)

## 상반기는 커머스와 AI, 하반기는 두나무

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**340,000** 원(유지)

현재주가

**254,000** 원(01/09)

시가총액

**39,841** (십억원)

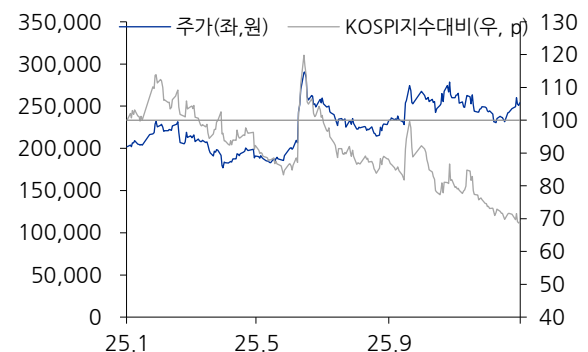
인터넷게임/우주 정의훈\_02)368-6170\_uihoon0607@eugenefn.com

- 4분기 매출액 3.22조원(+12%yoy), 영업이익 6,021억원(+11%yoy)으로 시장 컨센서스(6,024억원) 부합 전망
- 서치플랫폼 성장률(+2.1%yoy)은 다소 둔화될 전망. 이는 전년도 4분기 반영된 LY정산금(약300억원) 기저 영향과 전분기 반영된 추석 효과가 빠졌기 때문. 다만, 커머스 광고(+28.3%yoy)는 전분기에 이어 높은 성장률을 유지해 전체 광고 성장률(+8%yoy)을 견인할 전망
- 커머스(+32%yoy)는 광고 지면 확대 외에도 6월 수수료 개편 효과, 연휴기간 여행 상품 판매 증가, 미국 내 중국 이커머스 관세 철폐로 인한 포시마크 호실적 등의 효과로 고성장세 유지될 것
- 엔터프라이즈(-12%yoy)는 3분기부터 반영된 GPUaaS 매출의 온기 반영 효과에도 불구하고 지난해 LY정산금(약 300억원) 기저로 인해 역성장이 예상됨
- 비용에서는 전분기 주식보상비용 및 포시마크 인력 효율화로 인한 일회성 비용 제거로 qoq 감소가 예상됨
- 지난해 플러스스토어 출시 및 take rate 인상 효과가 상반기 실적을 견인할 것으로 예상되며, 1분기 출시될 AI탭과 2분기 쇼핑에이전트 또한 광고와 커머스 성장에 일정부분 기여가 전망됨. 또한 중순에 마무리될 두나무와의 합병 이후 하반기에는 사업적 시너지와는 별개로 유의미한 재무적 기여도 예상되기 때문에 올해 성장 모멘텀은 계속해서 유지될 전망

주가(원, 01/09)	254,000		
시가총액(십억원)	39,841		
발행주식수	156,853천주		
52주 최고가	295,000원		
최저가	176,200원		
52주 일간 Beta	0.77		
60일 일평균거래대금	3,261억원		
외국인 지분율	0.0%		
배당수익률(2025F)	0.4%		
주주구성			
국민연금공단 (외 1인)	9.3%		
BlackRockFundAdvisors(외14인)	6.1%		
주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-8.3	-46.4	-56.4
절대기준	2.4	0.0	25.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	340,000	340,000	-
영업이익(25)	2,200	2,189	▲
영업이익(26)	2,487	2,468	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	12,061	13,383
영업이익	1,489	1,979	2,200	2,487
세전순익	1,481	2,322	2,822	2,979
당기순이익	985	1,932	2,168	2,174
EPS(원)	6,233	12,139	13,683	13,710
증감률(%)	34.5	94.7	12.7	0.2
PER(배)	35.9	20.9	18.6	18.5
ROE(%)	4.4	7.9	8.1	7.5
PBR(배)	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	17.8	14.0	16.0	11.4

자료: 유진투자증권



## 실적전망 및 밸류에이션

도표 1. 네이버 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	2786.8	2915.1	3138.1	3221.4	3180.2	3291.5	3410.0	3501.8	12061.3	13383.5
(%yoy)	10.3%	11.7%	15.6%	11.6%	14.1%	12.9%	8.7%	8.7%	12.3%	11.0%
서치플랫폼	1012.7	1036.5	1060.2	1087.3	1050.8	1097.4	1130.7	1167.8	4196.6	4446.7
커머스	787.9	861.1	985.5	1022.0	1046.5	1062.0	1087.0	1124.5	3656.4	4320.0
핀테크	392.7	411.7	433.1	445.0	432.0	450.9	476.5	480.6	1682.6	1839.9
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	510.1	490.8	516.5	549.7	557.8	1952.6	2114.9
엔터프라이즈	134.2	131.7	150.0	157.0	160.0	164.7	166.2	171.0	573.0	661.9
<b>영업비용</b>	2281.5	2393.5	2567.4	2619.3	2598.7	2694.1	2766.1	2838.1	9861.7	10896.9
(%yoy)	9.3%	12.0%	17.2%	11.8%	13.9%	12.6%	7.7%	8.4%	12.6%	10.5%
<b>영업이익</b>	505.3	521.6	570.6	602.1	581.5	597.4	643.9	663.7	2199.6	2486.5
(%yoy)	15.0%	10.3%	8.6%	11.1%	15.1%	14.5%	12.8%	10.2%	11.1%	13.0%
OPM(%)	18.1%	17.9%	18.2%	18.7%	0.3%	40.6%	48.7%	-7.6%	18.2%	18.6%
<b>세전이익</b>	580.1	683.6	856.9	701.1	709.5	710.4	757.9	800.7	2821.7	2978.5
<b>당기순이익</b>	423.7	497.4	734.7	511.8	517.9	518.6	553.3	584.5	2167.5	2174.3
(%yoy)	-23.8%	49.8%	38.6%	-0.4%	22.2%	4.3%	-24.7%	14.2%	12.2%	0.3%
NPM(%)	15.2%	17.1%	23.4%	15.9%	16.3%	15.8%	16.2%	16.7%	18.0%	16.2%

자료: 유진투자증권

도표 2. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9670.6	10737.7	12061.3	13383.5
영업이익	1488.8	1979.3	2199.6	2486.5
세전이익	1486.0	2322.2	2821.7	2978.5
지배순이익	1012.6	1923.2	2146.2	2150.4
EPS(원)	6,233	12,139	13,683	13,710
PER(배)	35.9	20.9	18.6	18.5
OPM(%)	15.4%	18.4%	18.2%	18.6%
NPM(%)	10.5%	17.9%	17.8%	16.1%

자료: 유진투자증권

도표 3. 네이버 연간 실적 추정치 변경

(십억원)	수정후		수정전		변경률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	12,061	13,383	12,072	13,377	-0.1%	0.0%
영업이익	2,200	2,487	2,189	2,468	0.5%	0.8%
세전이익	2,822	2,979	2,811	2,960	0.4%	0.6%
지배순이익	2,146	2,150	2,139	2,137	0.3%	0.6%
% of Sales						
영업이익	18.2%	18.6%	18.1%	18.4%		
세전이익	23.4%	22.3%	23.3%	22.1%		
지배순이익	17.8%	16.1%	17.7%	16.0%		

자료: 유진투자증권

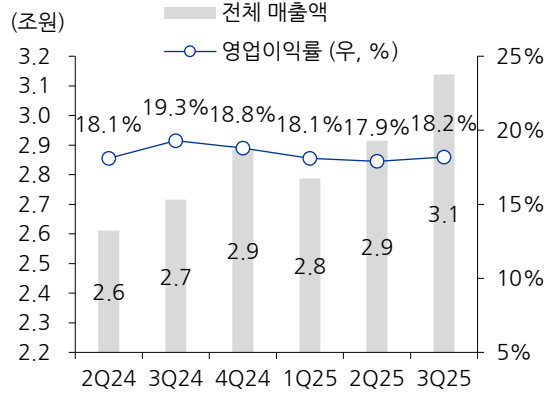
도표 4. 네이버 사업부문별 손익(3Q25)

(십억원, %)	사업 부문					조정*	합계 (연결)
	서치 플랫폼	커머스	핀테크	콘텐츠	엔터 프라이즈		
<b>3Q 부문별 매출 (A)</b>	<b>1,096.5</b>	<b>987.0</b>	<b>480.3</b>	<b>572.7</b>	<b>169.8</b>	<b>(168.2)</b>	<b>3,138.1</b>
- 외부 매출	1,060.2	985.5	433.1	509.3	150.0	-	3,138.1
- 내부 매출	36.3	1.5	47.1	63.5	19.8	(168.2)	-
<b>3Q 부문별 손익 (B)</b>	<b>671.7</b>	<b>33.1</b>	<b>(27.0)</b>	<b>(88.1)</b>	<b>(19.0)</b>	<b>(19.0)</b>	<b>570.6</b>
3Q 부문별 손익률 (C) [C = B / A]	32.2%	6.9%	-	-	-	-	18.2%

자료: NAVER, 유진투자증권

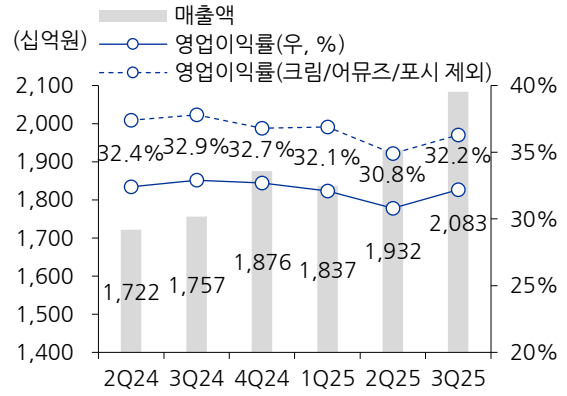
\*조정: 내부거래 상계 등 회계 조정

도표 5. 네이버 전체



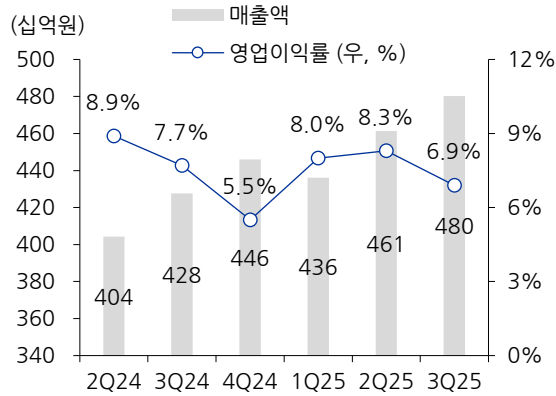
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 6. 서치플랫폼 및 커머스



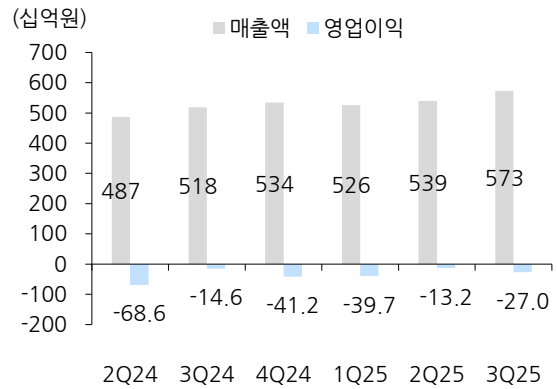
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 7. 핀테크



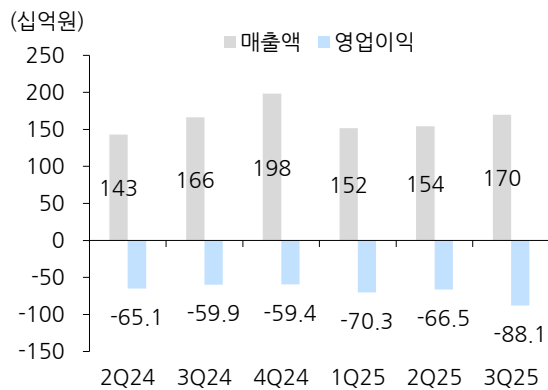
자료: NAVER, 유진투자증권

도표 8. 콘텐츠



자료: NAVER, 유진투자증권

도표 9. 엔터프라이즈



자료: NAVER, 유진투자증권

## NAVER(035420.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	33,899	35,738	38,168	38,426	40,623
유동자산	6,440	7,028	9,375	8,303	9,609
현금성자산	3,967	4,403	7,122	5,834	6,976
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,795	1,951
재고자산	9	15	22	24	26
비유동자산	27,459	28,710	28,793	30,123	31,014
투자자산	23,520	22,523	22,226	23,294	24,240
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,224	3,188
기타	1,481	3,446	3,657	3,605	3,586
<b>부채총계</b>	10,449	11,500	11,167	9,129	9,352
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,210	5,358
매입채무	2,935	3,873	3,866	1,574	1,711
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	2,504	2,504
기타	899	967	1,121	1,132	1,144
비유동부채	4,968	5,194	5,075	3,919	3,994
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	1,974	1,974
기타	1,662	1,777	1,801	1,945	2,020
<b>자본총계</b>	23,450	24,238	27,001	29,298	31,271
지배지분	22,744	23,206	25,460	27,736	29,709
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,507	1,507
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,721	29,694
기타	(2,475)	(2,597)	(1,944)	(1,508)	(1,508)
비지배지분	706	1,032	1,541	1,561	1,561
<b>자본총계</b>	23,450	24,238	27,001	29,298	31,271
충차입금	4,953	4,883	4,378	4,478	4,478
순차입금	986	480	(2,744)	(1,356)	(2,498)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	1,453	2,002	2,590	159	2,534
당기순이익	673	985	1,932	2,168	2,174
자산상각비	561	582	674	200	791
기타비현금성손익	757	744	329	622	(1,673)
운전자본증감	307	361	152	(2,628)	(17)
매출채권감소(증가)	(56)	43	(3)	51	(156)
재고자산감소(증가)	17	(2)	(13)	(2)	(2)
매입채무증가(감소)	133	347	(251)	(37)	137
기타	215	(27)	420	(2,640)	5
<b>투자현금</b>	(1,216)	(950)	(1,340)	(1,075)	(1,343)
단기투자자산감소	(920)	482	(1,678)	(417)	77
장기투자증권감소	445	534	893	474	(611)
설비투자	701	641	554	892	691
유형자산처분	12	7	32	14	0
무형자산처분	(55)	(51)	(24)	(38)	(45)
<b>재무현금</b>	(339)	(110)	(770)	(573)	(177)
차입금증가	(392)	(180)	(636)	(439)	0
자본증가	(152)	(34)	(512)	(136)	(177)
배당금지급	213	62	119	168	177
<b>현금 증감</b>	(57)	852	619	(1,513)	1,014
기초현금	2,781	2,724	3,576	4,196	2,682
기말현금	2,724	3,576	4,196	2,682	3,696
Gross Cash flow	1,991	2,311	2,935	3,243	2,550
Gross Investment	(11)	1,071	(490)	3,285	1,437
<b>Free Cash Flow</b>	2,003	1,241	3,425	(42)	1,114

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>매출액</b>	8,220	9,671	10,738	12,061	13,383
증가율(%)	20.6	17.6	11.0	12.3	11.0
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	8,220	9,671	10,738	12,061	13,383
판매 및 일반관리비	6,915	8,182	8,758	9,862	10,897
기타영업손익	26	18	7	13	10
<b>영업이익</b>	1,305	1,489	1,979	2,200	2,487
증가율(%)	(1.6)	14.1	32.9	11.1	13.0
<b>EBITDA</b>	1,866	2,071	2,653	2,399	3,278
증가율(%)	6.1	11.0	28.1	(9.6)	36.6
<b>영업외손익</b>	(221)	(7)	343	622	492
이자수익	107	137	194	177	48
이자비용	72	127	105	13	52
지분법손익	10	244	565	450	261
기타영업손익	(266)	(261)	(311)	9	235
<b>세전순이익</b>	1,084	1,481	2,322	2,822	2,979
증가율(%)	(49.0)	36.7	56.8	21.5	5.6
법인세비용	411	496	390	654	804
<b>당기순이익</b>	673	985	1,932	2,168	2,174
증가율(%)	(95.9)	46.3	96.1	12.2	0.3
지배주주지분	760	1,012	1,923	2,146	2,150
증가율(%)	(95.4)	33.2	90.0	11.6	0.2
비지배지분	(87)	(27)	9	21	24
<b>EPS(원)</b>	4,634	6,233	12,139	13,683	13,710
증가율(%)	(95.4)	34.5	94.7	12.7	0.2
수정EPS(원)	4,634	6,233	12,139	13,683	13,710
증가율(%)	(95.4)	34.5	94.7	12.7	0.2

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,634	6,233	12,139	13,683	13,710
BPS	138,642	142,887	160,694	176,830	189,410
DPS	914	1,205	1,130	1,130	1,130
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	38.3	35.9	20.9	18.6	18.5
PBR	1.3	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.1	17.8	14.0	16.0	11.4
배당수익률	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	14.6	15.7	13.7	12.3	15.6
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	15.9	15.4	18.4	18.2	18.6
EBITDA이익률	22.7	21.4	24.7	19.9	24.5
순이익률	8.2	10.2	18.0	18.0	16.2
ROE	3.3	4.4	7.9	8.1	7.5
ROIC	66.7	35.1	46.8	33.9	28.2
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	4.2	2.0	(10.2)	(4.6)	(8.0)
유동비율	117.5	111.5	153.9	159.4	179.3
이자보상배율	18.2	11.7	18.9	167.9	47.5
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	5.8	6.0	6.5	7.1	7.1
재고자산회전율	1,111.4	824.3	587.5	525.1	530.0
매입채무회전율	3.1	2.8	2.8	4.4	8.2

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자조건 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자조건 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2025.12.31 기준)

