

NAVER (035420)

힘없는 주가 vs 힘솟는 실적: 4Q25 Preview

4Q25 Preview: 영업수익 3조2,309억원 YoY +12%, 영업이익 5,964억원 YoY +10%. 컨센서스 부합 전망 [광고] 25년 4분기 LY정산금 일시적 효과(광고, 클라우드 각각 약 300억원)가 제거되며 성장률은 둔화되지만, 통합검색, DA, 쇼핑광고 등 다양한 지면에 걸친 광고 효율성을 극대화하는 AI에 의한 광고지면 최적화 및 로컬검색의 지속적인 증가 등으로 광고전체로는 한자리수 후반 성장 유지 예상 [커머스] 추석효과가 3분기에 거의 반영되며, 10월 저조한 실적 보였으나, ① 커머스 전체 수수료율 증가효과 ②고수수료율의 여행 매출 증가 ③포쉬마크 실적 개선 ④탈쿠팡효과 ⑤마켓컬리, 스포티파이 등 멤버십 효과 등으로 전년 대비 30% 이상 성장 유지 전망. 쿠팡 개인정보유출 이후 12월 쿠팡 일간 사용자수는 17.7% 감소한 반면 네이버플러스 스토어는 비슷한 기간 15.2% 증가, NAVER로의 탈쿠팡 효과가 나타나고 있는 것으로 추정됨. 또한, '포쉬마크'의 경우 저가의 C커머스 공세 때문에 어려움이 있었으나, 25년 5월2일부터 기존 \$800이하 중국 저가제품에 대한 미국 면세가 폐지되고 건당 200달러 또는 120% 관세부과되어, '포쉬마크'가 반사이득을 얻고 있는 것으로 추정되는 바, 향후에도 실적개선이 이어질 것으로 기대

Google일까? Baidu일까?: 3Q25 중국 Baidu의 온라인 광고매출은 YoY 18% 감소했으나 Google의 광고 매출은 13% 증가함. Baidu 역성장의 이유는 ① 중국내 광고경기침체 ② SNS 'Douyin' 등 플랫폼 경쟁심화 ③ AI로의 검색기능 전환에 따른 광고노출, 클릭수 감소 등으로 국내 NAVER가 처한 상황과 비슷함. 반면 구글의 경우 자사 AI 'Gemini'와 'AI Overview'를 통한 광고효율성 증가(광고타겟 정밀도↑, 불필요한 광고노출↓, 소비자광고부담↓, 광고클릭률↑, 구매전환율↑, 광고주 ROI↑, 광고단가↑)로 광고매출 계속 고성장 중. NAVER도 'AI Briefing' 비율이 계속 증가하고 있는 가운데, AI 기반 광고시스템 'AD Voost'를 통해 광고지면 효율성을 높여가고 있고, Baidu와 같은 어려운 환경에도 불구하고 광고성장을 계속 시현하고 있어, 검색 사용량 감소 우려에 따른 밸류에이션의 더 이상의 하락을 멈추고 상승 반전할 수 있을 것으로 기대됨



이창영 인터넷/SW
changyoung.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 360,000원 (M)
 직전 목표주가 360,000원
 현재주가 (1/14) 259,500원
 상승여력 39%

시가총액	407,033억원
총발행주식수	156,852,638주
60일 평균 거래대금	3,092억원
60일 평균 거래량	1,213,536주
52주 고/저	290,500원 / 176,900원
외인지분율	39.68%
배당수익률	0.57%
주요주주	국민연금공단

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.1	0.6	28.5
상대	(6.4)	(24.1)	(32.1)
절대 (달러환산)	5.9	(2.6)	27.2

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	32,309	12.0	3.0	32,654	-1.1
영업이익	5,964	10.0	4.5	6,036	-1.2
세전계속사업이익	8,213	51.7	-4.2	7,234	13.5
지배순이익	6,089	9.9	-16.2	5,336	14.1
영업이익률 (%)	18.5	-0.3 %pt	+0.3 %pt	18.5	0
지배순이익률 (%)	18.8	-0.4 %pt	-4.3 %pt	16.3	+2.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	96,706	107,377	120,709	130,922
영업이익	14,888	19,793	21,939	23,861
지배순이익	10,123	19,232	22,489	20,393
PER	33.1	15.5	17.0	20.0
PBR	1.3	1.1	1.3	1.3
EV/EBITDA	16.6	10.6	11.1	11.2
ROE	4.4	7.9	8.4	7.0

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

NAVER 실적전망

(단위: 억원)

	4Q 24	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25E	1Q 26E	2Q 26E	3Q 26E	4Q 26E	2023	2024	2025E	2026E
영업수익	28,857	27,868	29,150	31,381	32,309	31,364	32,337	32,732	34,489	96,706	107,378	120,708	130,922
YoY	13.7%	10.3%	11.7%	15.6%	12.0%	12.5%	10.9%	4.3%	6.7%	17.6%	11.0%	12.4%	8.5%
서치플랫폼	10,647	10,127	10,365	10,602	10,772	10,261	10,638	10,759	10,946	35,890	39,462	41,866	42,603
YoY	14.7%	11.9%	5.9%	6.3%	1.2%	1.3%	2.6%	1.5%	1.6%	0.6%	10.0%	6.1%	1.8%
커머스	7,751	7,879	8,611	9,855	10,291	10,206	10,605	10,523	11,272	25,468	29,230	36,636	42,607
YoY	17.4%	12.0%	19.8%	35.9%	32.8%	29.5%	23.2%	6.8%	9.5%	41.4%	14.8%	25.3%	16.3%
커머스 광고	3,078	3,083	3,356	3,663	3,935	3,629	3,958	3,741	4,255	11,070	11,320	14,037	15,581
YoY	10.0%	16.4%	19.8%	31.2%	27.9%	17.7%	17.9%	2.1%	8.1%	2.7%	2.3%	24.0%	11.0%
중개 및 판매	4,138	4,242	4,682	5,589	5,680	5,875	5,924	6,034	6,228	12,687	15,958	20,193	24,060
YoY	23.7%	8.6%	11.2%	39.7%	37.3%	38.5%	26.5%	8.0%	9.7%	110.1%	25.8%	26.5%	19.2%
핀테크	4,009	3,927	4,117	4,331	4,444	4,385	4,441	4,536	4,635	13,547	15,084	16,819	17,996
YoY	12.6%	11.0%	11.7%	12.5%	10.8%	11.7%	7.9%	4.7%	4.3%	14.2%	11.3%	11.5%	7.0%
콘텐츠	4,674	4,593	4,740	5,093	5,235	5,031	5,188	5,379	5,662	17,329	17,964	19,661	21,260
YoY	0.2%	2.9%	12.9%	10.1%	12.0%	9.5%	9.4%	5.6%	8.2%	37.4%	3.7%	9.4%	8.1%
클라우드	1,776	1,342	1,317	1,500	1,568	1,481	1,466	1,536	1,975	4,471	5,638	5,727	6,457
YoY	41.2%	14.7%	5.7%	3.7%	-11.7%	10.4%	11.3%	2.4%	25.9%	11.0%	26.1%	1.6%	12.8%
영업비용	23,436	22,815	23,933	25,675	26,345	25,918	26,661	26,919	27,562	81,816	87,585	98,768	107,061
인건비	5,858	5,739	5,833	6,322	6,438	6,453	6,531	6,647	6,683	21,759	22,253	24,332	26,315
YoY	5%	8%	2%	18%	10%	12%	12%	5%	4%	25%	2%	9%	8%
파트너	10,219	9,742	10,140	10,970	11,229	10,826	11,216	11,371	11,824	35,336	37,900	42,081	45,236
YoY	8%	7%	11%	17%	10%	11%	11%	4%	5%	19%	7%	11%	7%
인프라	1,851	1,893	1,977	2,186	2,331	2,371	2,469	2,541	2,683	5,956	7,048	8,387	10,064
YoY	13%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	18%	19%	20%
마케팅	4,477	4,302	4,824	5,020	5,169	5,031	5,177	5,108	5,242	14,797	15,993	19,315	20,558
영업이익	5,421	5,053	5,217	5,706	5,964	5,446	5,676	5,813	6,927	14,889	19,793	21,940	23,861
영업이익률	18.8%	18.1%	17.9%	18.2%	18.5%	17.4%	17.6%	17.8%	20.1%	15.4%	18.4%	18.2%	18.2%
YoY	33.7%	15.1%	10.4%	8.6%	10.0%	7.8%	8.8%	1.9%	16.1%	14.1%	32.9%	10.8%	8.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

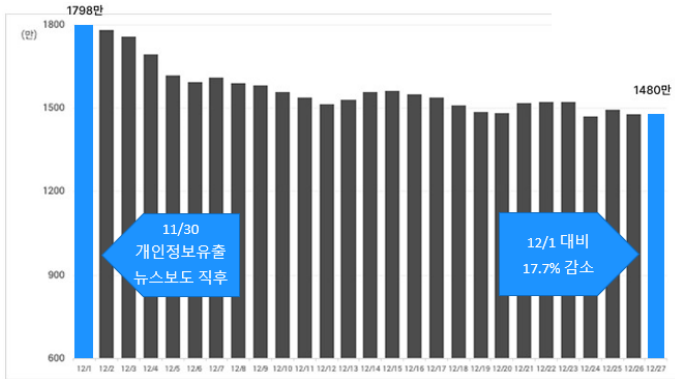
플랫폼 기업 밸류에이션 비교

(단위: 배,%)

기업명	P/E			P/B			ROE		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
ALPHABET	23.9	30.7	28.3	7.1	9.9	8.0	32.9	33.4	31.4
META	24.4	21.8	18.7	8.1	7.1	5.3	37.1	29.4	29.0
KAKAO	303.2	47.6	39.5	1.7	2.4	2.3	0.6	5.1	5.7
LY	24.1	20.0	16.6	1.2	1.0	1.0	5.1	5.1	5.7
GMO INTERNET GRO	21.2	21.2	16.9	3.2	4.6	3.9	15.8	22.2	23.4
TENCENT	18.7	20.3	18.0	3.7	4.4	3.7	21.8	21.0	20.4
평균	22.5	26.9	23.0	4.2	4.9	4.0	18.9	19.4	19.3
NAVER	15.7	19.2	18.1	1.2	1.5	1.4	7.9	7.9	7.8

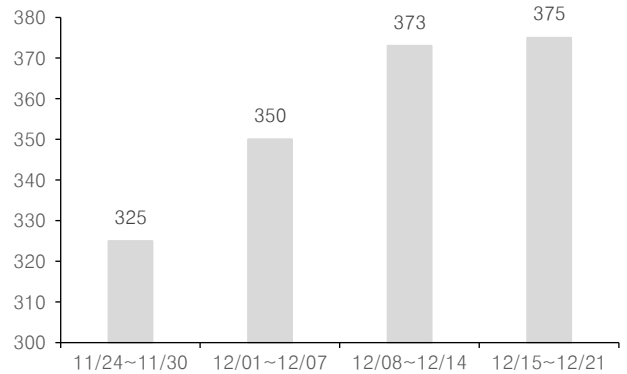
자료: 유안타증권 리서치센터

쿠팡 일간 사용자수 변화 (AOS+IOS) 25년 12월1일 ~ 27일 DAU (단위: 만명)



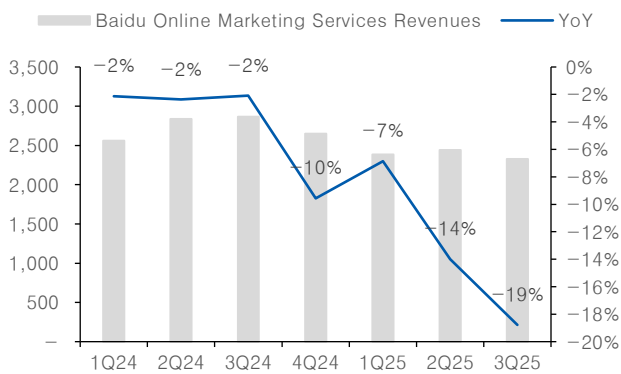
자료: 모바일인덱스 INSIGHT

네이버플러스 스토어 주간 사용자수(25년 11월 24일 ~ 12월 21일) (단위: 만명)



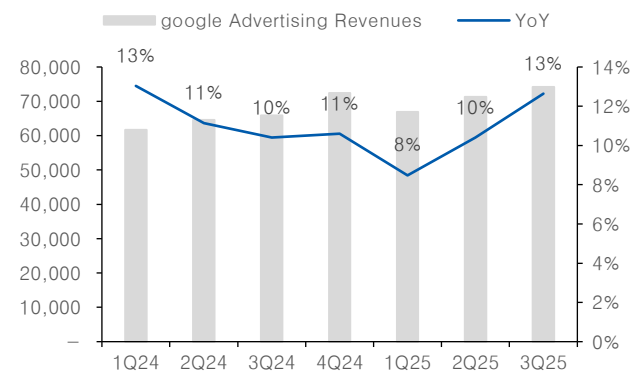
자료: 모바일인덱스 INSIGHT, 유안타증권 리서치센터

Baidu 온라인 광고 매출액 & YoY 성장률 (1Q24~3Q25) (단위: 백만달러(USD))



자료: Baidu, 유안타증권 리서치센터

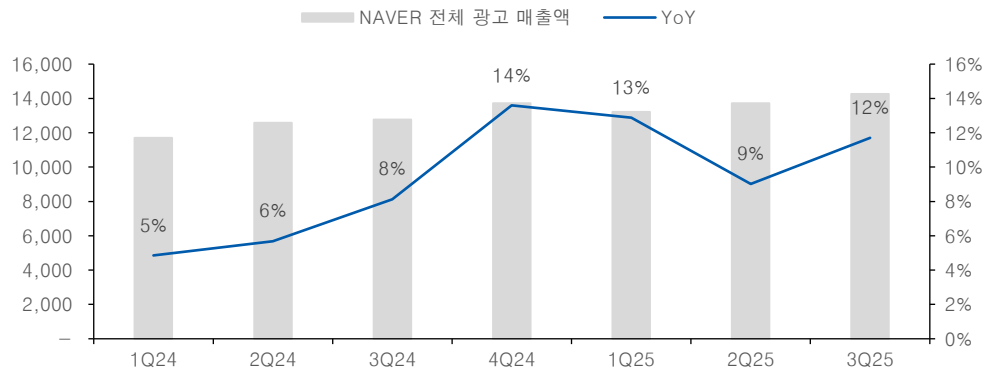
Google 광고 매출액 & YoY 성장률 (1Q24~3Q25) (단위: 백만달러(USD))



자료: Alphabet, 유안타증권 리서치센터

NAVER 전체 광고(검색+DA+쇼핑광고)매출액 & YoY 성장률

(단위: 억원)



자료: NAVER

NAVER (035420) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	96,706	107,377	120,709	130,922	138,673
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	96,706	107,377	120,709	130,922	138,673
판매비	81,818	87,585	98,770	107,061	112,885
영업이익	14,888	19,793	21,939	23,861	25,788
EBITDA	20,712	26,528	30,348	32,499	34,609
영업외손익	-74	3,429	7,480	3,243	3,191
외환관련손익	-427	-1,470	290	237	164
이자손익	-260	687	897	705	638
관계기업관련손익	2,665	1,445	5,238	2,494	2,818
기타	-2,053	2,768	1,056	-194	-430
법인세비용차감전순손익	14,814	23,222	29,419	27,104	28,979
법인세비용	4,964	3,902	6,702	6,505	6,955
계속사업순손익	9,850	19,320	22,717	20,599	22,024
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,850	19,320	22,717	20,599	22,024
지배지분순이익	10,123	19,232	22,489	20,393	21,803
포괄순이익	7,244	26,307	25,019	22,364	23,143
지배지분포괄이익	7,488	25,612	24,883	22,241	23,017

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	20,022	25,899	35,928	37,276	38,638
당기순이익	9,850	19,320	22,717	20,599	22,024
감가상각비	5,280	6,086	6,152	6,460	6,717
외환손익	-464	1,167	-290	-237	-164
중속, 관계기업관련손익	-2,665	-1,445	-891	-2,494	-2,818
자산부채의 증감	3,608	1,523	946	951	956
기타현금흐름	4,413	-751	7,293	11,997	11,924
투자활동 현금흐름	-9,498	-13,400	-25,138	-30,002	-33,779
투자자산	6,022	12,802	-3,532	-19,523	-24,136
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,406	-5,540	-11,754	-8,000	-8,000
유형자산 감소	73	321	137	0	0
기타현금흐름	-9,187	-20,983	-9,989	-2,479	-1,643
재무활동 현금흐름	-1,100	-7,703	-3,937	-9,795	-9,792
단기차입금	1,130	-2,239	-442	-67	-64
사채 및 장기차입금	-1,307	-1,531	3,388	-2,000	-2,000
자본	-3,138	1,801	841	0	0
현금배당	-624	-1,190	-1,684	-1,688	-1,688
기타현금흐름	2,839	-4,543	-6,041	-6,041	-6,041
연결범위변동 등 기타	-901	1,395	10,913	-4,716	-9,238
현금의 증감	8,523	6,191	17,765	-7,237	-14,171
기초 현금	27,242	35,765	41,955	59,720	52,484
기말 현금	35,765	41,955	59,720	52,484	38,313
NOPLAT	14,888	19,793	21,939	23,861	25,788
FCF	13,616	20,359	24,174	29,276	30,638

자료: 유안타증권

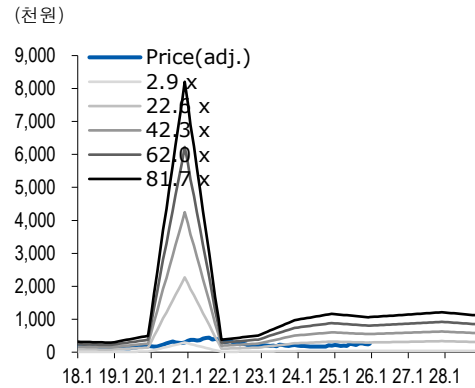
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	70,281	93,749	121,691	118,779	108,477
현금및현금성자산	35,765	41,955	59,720	52,484	38,313
매출채권 및 기타채권	17,059	15,881	12,429	12,760	13,516
재고자산	148	217	243	264	280
비유동자산	287,098	287,930	300,107	319,572	346,044
유형자산	27,416	29,096	30,762	32,302	33,585
관계기업 등 자본관련 자산	175,889	174,061	173,206	187,861	206,647
기타투자자산	36,423	35,040	44,669	49,537	54,887
자산총계	357,378	381,679	421,798	438,351	454,521
유동부채	63,056	60,922	84,754	82,215	78,702
매입채무 및 기타채무	38,727	38,661	16,155	16,478	15,654
단기차입금	3,330	1,354	1,329	1,329	1,329
유동성장기부채	4,429	2,000	15,702	15,702	15,702
비유동부채	51,943	50,748	41,789	40,206	38,433
장기차입금	9,936	8,631	7,961	6,961	5,961
사채	16,557	20,073	3,873	2,873	1,873
부채총계	114,998	111,670	126,544	122,420	117,134
지배지분	232,060	254,599	279,572	300,042	321,277
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	12,426	14,227	15,068	15,068	15,068
이익잉여금	245,444	259,650	278,239	296,944	317,060
비지배지분	10,320	15,410	15,682	15,889	16,109
자본총계	242,380	270,009	295,255	315,931	337,386
순차입금	-2,178	-31,568	-59,307	-58,509	-49,890
총차입금	48,830	43,783	47,136	44,453	41,833

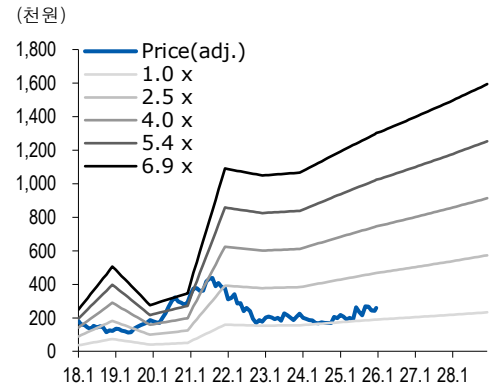
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,180	11,913	14,250	13,001	13,901
BPS	154,077	170,953	187,209	200,916	215,135
EBITDAPS	12,644	16,432	19,229	20,720	22,065
SPS	59,039	66,511	76,482	83,468	88,410
DPS	1,205	1,130	1,130	1,130	1,130
PER	33.1	15.5	17.0	20.0	18.7
PBR	1.3	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.6	10.6	11.1	11.2	10.8
PSR	3.5	2.8	3.2	3.1	2.9

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	17.6	11.0	12.4	8.5	5.9
영업이익 증가율 (%)	14.1	32.9	10.8	8.8	8.1
지배순이익 증가율 (%)	33.2	90.0	16.9	-9.3	6.9
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	15.4	18.4	18.2	18.2	18.6
지배순이익률 (%)	10.5	17.9	18.6	15.6	15.7
EBITDA 마진 (%)	21.4	24.7	25.1	24.8	25.0
ROIC	38.8	49.2	68.1	81.4	74.9
ROA	2.9	5.2	5.6	4.7	4.9
ROE	4.4	7.9	8.4	7.0	7.0
부채비율 (%)	47.4	41.4	42.9	38.7	34.7
순차입금/자기자본 (%)	-0.9	-12.4	-21.2	-19.5	-15.5
영업이익/금융비용 (배)	11.7	18.9	15.9	17.2	19.7

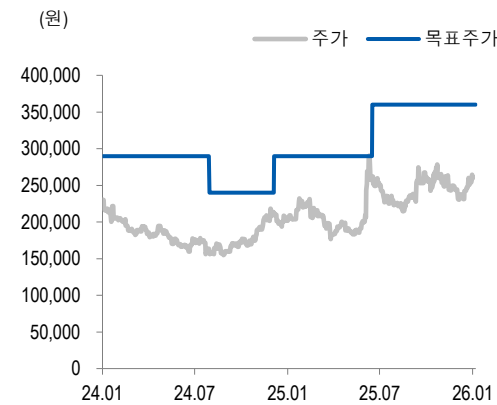
P/E band chart



P/B band chart



NAVER (035420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-01-15	BUY	360,000	1년		
2025-06-30	BUY	360,000	1년		
2024-12-18	BUY	290,000	1년	-28.75	0.17
2024-08-12	BUY	240,000	1년	-26.11	-9.17
2024-02-01	1년 경과 이후		1년	-37.21	-23.62
2023-02-01	BUY	290,000	1년	-28.69	-19.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-01-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이창영)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.