

# NAVER (035420/KS)

## 커머스가 하드캐리

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

**Signal:** 올해 N 배송 커버리지 확대해 나가며 커머스 지속 성장 추구  
**Key:** 커머스 매출 고성장하나 인프라&마케팅비 증가로 컨센서스 하회  
**Step:** 에이전트 도입에 따른 커머스 거래액 증가 확인 시 주가 흐름 전환 전망

**매수(유지)**

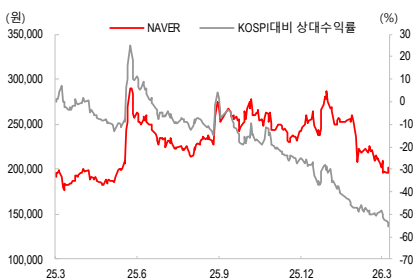
목표주가: 320,000 원(하향)  
 현재주가: 201,500 원  
 상승여력: 58.8%

**STOCK DATA**

주가(26/04/08)	201,500 원
KOSPI	5,872.34 pt
52 주 최고가	290,500 원
60 일 평균 거래대금	330 십억원

**COMPANY DATA**

발행주식수	15,685 만주
시가총액	31,606 십억원
주요주주	
국민연금공단	9.33%
BlackRockFund	6.12%
외국인 지분율	38.22%

**주가 및 상대수익률**

**1Q26 Preview**

1 분기 매출액은 3.14 조원(+12.6% YoY, -1.7% QoQ), 영업이익 5,602 억원 (+10.9% YoY, -8.3% QoQ), 지배주주순이익 5,409억원(+27.3% YoY, +70.1% QoQ)으로 전망한다. 광고는 작년에 이어 지속 견조하다. 커머스(+29.9%)가 경쟁사 영향, 멤버십 유저 확대 효과, 맞춤형 프로모션 제공, 배송 커버리지 확대 효과를 보이며 높은 성장세를 보였다. 다만 GPU 투자 증가로 인프라비가 크게 증가(+34.5%)했고 쇼핑 관련 마케팅비도 확대(+17.1%)되며 1 분기 실적은 당사 추정치 및 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다.

**커머스가 올해 승부처**

올해 동사 실적의 key 는 커머스다. 작년부터 광고가 양호한 성장세를 보이며 캐쉬카우 역할을 하고 있고, 작년 말부터 커머스 경쟁사 고객 이탈에 따른 반사 수혜를 받으며 동사 멤버십 유저 확대, 쇼핑 거래액 확대 효과가 지속 이어지고 있다. 올해는 N 배송 커버리지 확대를 최우선 과제로 삼고 직계약을 확대해 나가고, 무료배송/반품 등 소비자 혜택을 강화한다. 또한 3 월 출시한 쇼핑 AI agent 가 자리 잡으며 상품 추천 및 구매 전환율을 높이고 유입 경로를 확대해 나간다. 인프라 투자 및 마케팅비 증가를 고려해 26E 영업이익 추정치를 3.7% 하향했고, peer valuation 하락을 반영해 목표주가는 36 만원에서 32 만원으로 수정 제시한다. 작년 AI 도입에 따른 광고 매출 확대를 경험했고, 올해도 에이전트 도입에 따른 커머스 거래액 증가에 성공한다면 주가는 상승세로 이어질 것이다.

**추정치 변경 및 컨센서스 비교**

	26년 1분기					26년 연간실적				
	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(십억원)	3,139	3,133	0.2	3,151	-0.4	13,505	13,469	0.3	13,406	0.7
영업이익(십억원)	560	596	-6.0	573	-2.3	2,458	2,552	-3.7	2,484	-1.0
지배주주순이익(십억원)	541	568	-4.8	510	6.1	2,246	2,317	-3.1	2,201	2.0
영업이익률(%)	17.8	19.0	-	18.2	-	18.2	18.9	-	18.5	-
지배주주순이익률(%)	17.2	18.1	-	16.2	-	16.6	17.2	-	16.4	-

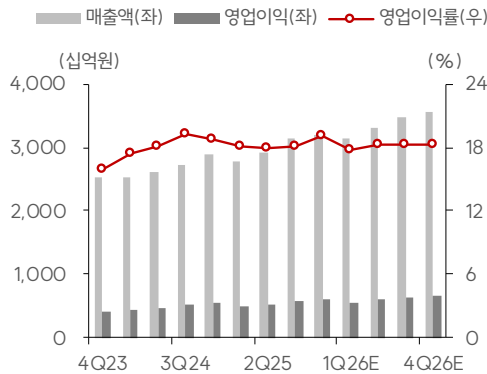
자료: SK 증권

NAVER 수익 추정 표

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
<b>영업수익</b>	<b>2,786.8</b>	<b>2,915.1</b>	<b>3,138.1</b>	<b>3,195.1</b>	<b>3,139.2</b>	<b>3,308.7</b>	<b>3,483.3</b>	<b>3,574.0</b>	<b>10,737.7</b>	<b>12,035.0</b>	<b>13,505.3</b>	<b>14,818.7</b>
서치플랫폼	1,012.7	1,036.5	1,060.2	1,059.6	1,053.9	1,099.5	1,109.1	1,130.5	3,946.2	4,168.9	4,393.0	4,596.9
커머스	787.9	861.1	985.5	1,054.0	1,023.3	1,096.3	1,176.5	1,234.4	2,923.0	3,688.4	4,530.4	5,142.3
핀테크	392.7	411.7	433.1	453.1	449.2	473.3	508.4	528.6	1,508.4	1,690.7	1,959.5	2,203.2
콘텐츠	459.3	474.0	509.3	456.7	462.1	477.1	514.7	493.4	1,796.4	1,899.2	1,947.3	2,054.6
클라우드	134.2	131.7	150.0	171.8	150.7	162.6	174.7	187.1	563.7	587.8	675.0	821.6
<b>영업비용</b>	<b>2,281.5</b>	<b>2,393.5</b>	<b>2,567.4</b>	<b>2,584.4</b>	<b>2,579.0</b>	<b>2,705.2</b>	<b>2,845.1</b>	<b>2,918.0</b>	<b>8,758.5</b>	<b>9,826.9</b>	<b>11,047.3</b>	<b>12,037.1</b>
개발/운영	687.7	699.3	749.8	759.2	738.0	760.0	779.2	800.3	2,664.4	2,896.0	3,077.6	3,299.9
파트너	974.2	1,014.0	1,097.0	1,114.4	1,082.8	1,167.9	1,258.9	1,293.8	3,789.9	4,199.7	4,803.4	5,372.8
인프라	189.3	197.7	218.6	205.2	254.6	260.8	266.2	263.8	704.8	810.9	1,045.4	1,136.7
마케팅	430.2	482.4	502.0	505.7	503.6	516.4	540.8	560.1	1,599.4	1,920.3	2,120.9	2,227.7
<b>영업이익</b>	<b>505.3</b>	<b>521.6</b>	<b>570.6</b>	<b>610.6</b>	<b>560.2</b>	<b>603.5</b>	<b>638.2</b>	<b>656.0</b>	<b>1,979.3</b>	<b>2,208.1</b>	<b>2,458.0</b>	<b>2,781.5</b>
영업이익률	18.1%	17.9%	18.2%	19.1%	17.8%	18.2%	18.3%	18.4%	18.4%	18.3%	18.2%	18.8%
<b>순이익</b>	<b>423.7</b>	<b>497.4</b>	<b>734.7</b>	<b>164.6</b>	<b>545.6</b>	<b>647.9</b>	<b>623.2</b>	<b>449.2</b>	<b>1,862.0</b>	<b>1,820.3</b>	<b>2,266.0</b>	<b>2,562.2</b>
지배주주순이익	424.8	488.8	726.4	318.1	540.9	642.3	617.9	445.3	1,877.9	1,958.1	2,246.5	2,540.2
<i>YoY growth rate</i>												
영업수익	10.3%	11.7%	15.6%	10.7%	12.6%	13.5%	11.0%	11.9%	11.0%	12.1%	12.2%	9.7%
서치플랫폼	11.9%	5.9%	6.3%	-0.5%	4.1%	6.1%	4.6%	6.7%	9.9%	5.6%	5.4%	4.6%
커머스	12.0%	19.8%	35.9%	36.0%	29.9%	27.3%	19.4%	17.1%	14.8%	26.2%	22.8%	13.5%
핀테크	11.0%	11.7%	12.5%	13.0%	14.4%	15.0%	17.4%	16.7%	11.3%	12.1%	15.9%	12.4%
콘텐츠	2.9%	12.8%	10.0%	-2.3%	0.6%	0.7%	1.1%	8.0%	3.7%	5.7%	2.5%	5.5%
클라우드	14.7%	5.8%	3.8%	-3.2%	12.2%	23.4%	16.4%	8.9%	26.1%	4.3%	14.8%	21.7%
영업비용	9.3%	12.0%	17.2%	10.3%	13.0%	13.0%	10.8%	12.9%	7.0%	12.2%	12.4%	9.0%
개발/운영	8.1%	2.4%	14.2%	10.2%	7.3%	8.7%	3.9%	5.4%	3.6%	8.7%	6.3%	7.2%
파트너	6.7%	10.6%	17.0%	9.1%	11.1%	15.2%	14.8%	16.1%	7.3%	10.8%	14.4%	11.9%
인프라	11.4%	15.2%	22.7%	10.9%	34.5%	31.9%	21.8%	28.6%	18.3%	15.1%	28.9%	8.7%
마케팅	17.1%	31.5%	20.3%	12.9%	17.1%	7.0%	7.7%	10.8%	8.1%	20.1%	10.4%	5.0%
영업이익	15.0%	10.3%	8.6%	12.7%	10.9%	15.7%	11.8%	7.4%	32.9%	11.6%	11.3%	13.2%
순이익	-23.8%	49.8%	38.6%	-62.9%	28.8%	30.3%	-15.2%	172.9%	88.4%	-2.2%	24.5%	13.1%

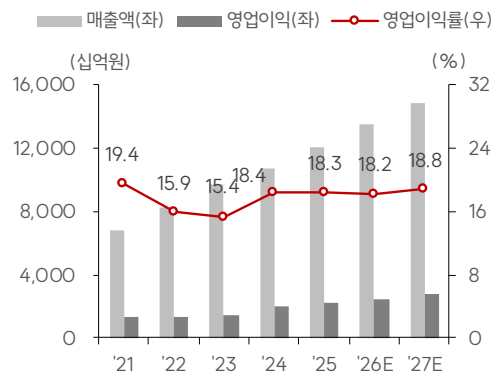
자료: NAVER, SK 증권

분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

연간 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

NAVER 목표주가 산출			
항목	비고		
<b>광고</b>			
NOPLAT	1,368.5		OPM 30% 가정
Target Multiple	14.7		글로벌 12mf P/E 평균 30% 할인 적용
적정 가치	20,062.8		
<b>커머스</b>			
NOPLAT	532.7		OPM 25% 가정
Target Multiple	32.3		국내외 peers 12mf P/E 평균 50% 할인 적용
적정 가치	17,231.6		
<b>웹툰</b>			
시가총액	2,161.6		3개월 평균 시가총액
지분율	62.6%		
할인율	40%		
지분 가치	811.9		
<b>파이낸셜</b>			
12mf 매출액	2,017.8		
Target Multiple	3.55		국내외 peers 의 P/S 평균 30% 할인 적용
지분율	69.0%		
적정 가치	4,948.5		
<b>엔터프라이즈</b>			
12mf 매출액	704.9		
Target Multiple	3.2		글로벌 peers 12mf P/S 평균 50% 할인 적용
적정 가치	2,275.8		
<b>LY</b>			
시가총액	25,525.8		3개월 평균 시가총액
지분율	31.3%		
할인율	40%		
지분가치	4,786.1		
합산 가치	50,116.7		
주식 수(천 주)	156,852.6		
적정 주가(원)	319,514		
목표 주가(원)	320,000		
현재 주가(원)	201,500		4/8 증가 기준
상승 여력	58.8%		

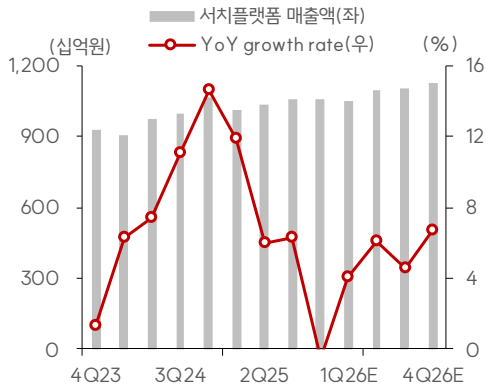
자료: SK 증권

## 분기 실적 추정 변동 표

(단위: 십억원)	변경 전				변경 후				% chg.			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	3,133.2	3,286.8	3,479.8	3,569.3	3,139.2	3,308.7	3,483.3	3,574.0	0.2%	0.7%	0.1%	0.1%
영업이익	596.0	619.5	651.0	685.2	560.2	603.5	638.2	656.0	-6.0%	-2.6%	-2.0%	-4.3%
지배주주순이익	568.2	653.3	627.5	467.7	540.9	642.3	617.9	445.3	-4.8%	-1.7%	-1.5%	-4.8%

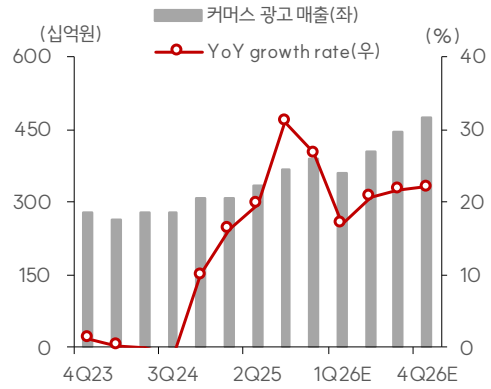
자료: SK 증권

서치플랫폼 매출액 추이 및 전망



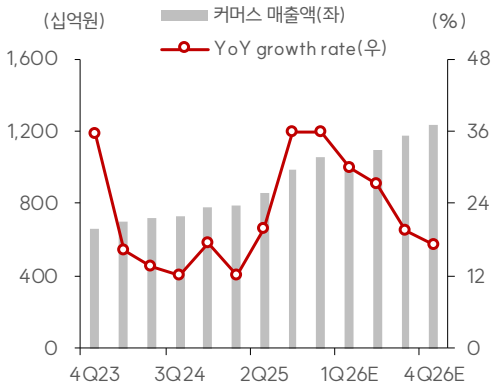
자료: NAVER, SK 증권

커머스 광고 고성장 지속



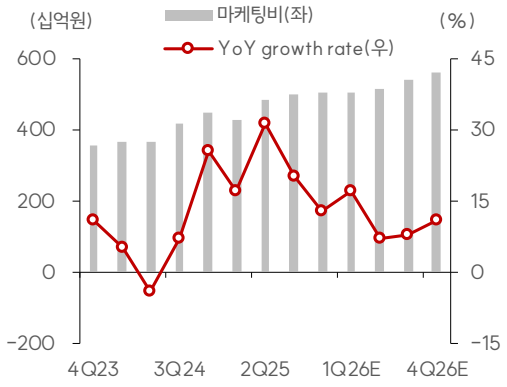
자료: NAVER, SK 증권

커머스 매출액 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

마케팅비 추이 및 전망



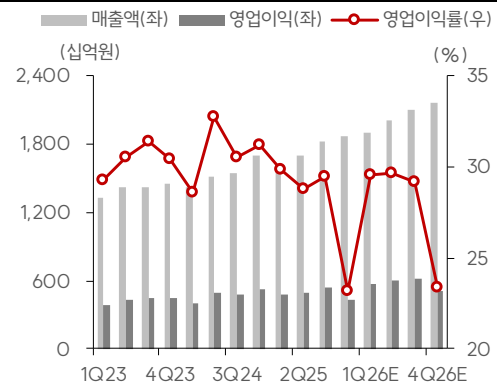
자료: NAVER, SK 증권

인프라비 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

별도 분기 실적 추이 및 전망



자료: NAVER, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>유동자산</b>	9,375	10,928	11,894	13,072	14,056
현금및현금성자산	4,196	5,984	4,648	5,155	5,369
매출채권 및 기타채권	1,588	1,617	2,212	2,437	2,695
재고자산	22	20	24	26	29
<b>비유동자산</b>	28,793	30,156	32,335	34,280	36,558
장기금융자산	3,504	4,745	4,772	4,798	4,828
유형자산	2,910	3,608	3,539	3,508	3,493
무형자산	3,657	3,421	3,666	3,720	3,810
<b>자산총계</b>	38,168	41,084	44,229	47,352	50,615
<b>유동부채</b>	6,092	8,019	8,869	9,685	10,620
단기금융부채	544	1,962	2,195	2,419	2,675
매입채무 및 기타채무	1,003	978	4,741	5,224	5,777
단기중당부채	4	7	8	9	10
<b>비유동부채</b>	5,075	4,113	4,535	4,729	4,950
장기금융부채	3,258	2,211	2,432	2,432	2,432
장기매입채무 및 기타채무	91	203	203	203	203
장기중당부채	19	20	23	25	28
<b>부채총계</b>	11,167	12,131	13,404	14,413	15,570
<b>지배주주지분</b>	25,460	27,582	29,435	31,526	33,609
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,423	1,586	1,586	1,586	1,586
기타자본구성요소	-639	-452	-452	-452	-452
자기주식	-876	-670	-670	-670	-670
이익잉여금	25,965	27,626	29,479	31,570	33,653
비지배주주지분	1,541	1,371	1,391	1,413	1,435
<b>자본총계</b>	27,001	28,953	30,825	32,939	35,045
<b>부채외자본총계</b>	38,168	41,084	44,229	47,352	50,615

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,590	3,096	4,812	5,452	5,597
당기순이익(손실)	1,932	1,819	2,266	2,562	2,629
비현금성항목등	1,003	1,362	3,165	3,286	3,305
유형자산감가상각비	609	680	2,068	2,032	2,015
무형자산상각비	65	65	255	296	310
기타	329	617	842	958	980
운전자본감소(증가)	152	462	220	559	640
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3	-14	-595	-225	-258
재고자산의감소(증가)	-13	1	-3	-2	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	-251	-12	503	483	553
기타	-1,105	-1,253	-1,509	-1,712	-1,754
법인세납부	-608	-707	-670	-758	-778
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,340	-744	-4,790	-4,552	-4,921
금융자산의감소(증가)	-1,732	-14	-286	-275	-315
유형자산의감소(증가)	-522	-1,220	-2,000	-2,000	-2,000
무형자산의감소(증가)	-24	-84	-500	-350	-400
기타	938	575	-2,005	-1,927	-2,207
<b>재무활동현금흐름</b>	-770	-524	60	-225	-267
단기금융부채의증가(감소)	-463	-200	233	224	256
장기금융부채의증가(감소)	-173	-207	221	0	0
자본의증가(감소)	180	164	0	0	0
배당금지급	-119	-168	-394	-449	-524
기타	-195	-113	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	619	1,788	-1,336	507	215
기초현금	3,576	4,196	5,984	4,648	5,155
기말현금	4,196	5,984	4,648	5,155	5,369
FCF	2,068	1,875	2,812	3,452	3,597

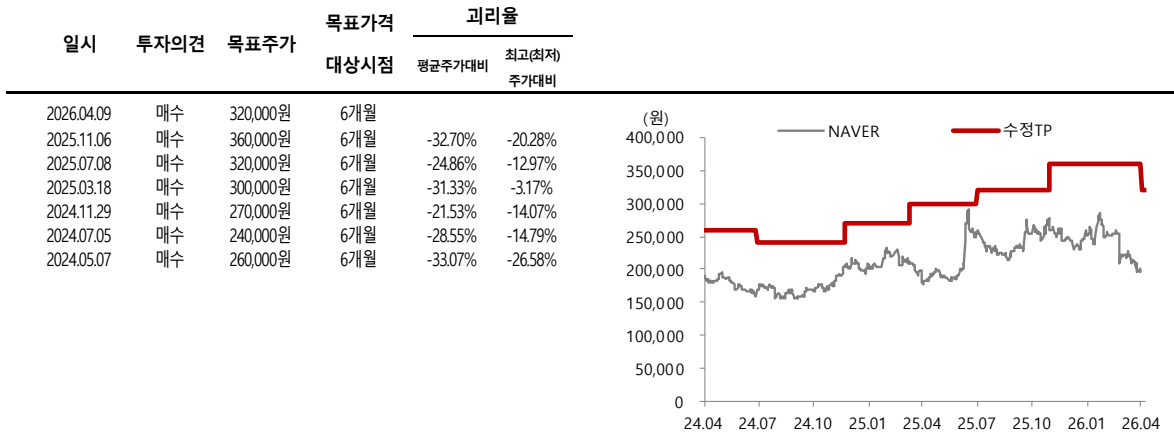
자료 : NAVER, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	10,738	12,035	13,505	14,819	16,245
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	10,738	12,035	13,505	14,819	16,245
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와 관리비</b>	8,758	9,827	11,047	12,037	13,180
<b>영업이익</b>	1,979	2,208	2,458	2,782	3,065
영업이익률(%)	18.4	18.3	18.2	18.8	18.9
<b>비영업손익</b>	343	212	478	538	342
순금융손익	69	114	-266	-294	-296
외환관련손익	-147	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	145	495	359	266	203
<b>세전계속사업이익</b>	2,322	2,420	2,936	3,320	3,407
세전계속사업이익률(%)	21.6	20.1	21.7	22.4	21.0
<b>계속사업법인세</b>	390	601	670	758	778
<b>계속사업이익</b>	1,932	1,819	2,266	2,562	2,629
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	1,932	1,819	2,266	2,562	2,629
순이익률(%)	18.0	15.1	16.8	17.3	16.2
<b>지배주주</b>	1,923	1,953	2,246	2,540	2,607
지배주주귀속 순이익률(%)	17.9	16.2	16.6	17.1	16.0
<b>비지배주주</b>	9	-134	20	22	23
총포괄이익	2,631	1,938	2,266	2,562	2,629
지배주주	2,561	2,087	5,173	5,849	6,002
비지배주주	70	-150	-2,907	-3,287	-3,372
<b>EBITDA</b>	2,653	2,953	4,781	5,109	5,389

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.0	12.1	12.2	9.7	9.6
영업이익	32.9	11.6	11.3	13.2	10.2
세전계속사업이익	56.8	4.2	21.3	13.1	2.6
EBITDA	28.1	11.3	61.9	6.9	5.5
EPS	94.7	2.6	15.0	13.1	2.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	5.2	4.6	5.3	5.6	5.4
ROE	7.9	7.4	7.9	8.3	8.0
EBITDA마진	24.7	24.5	35.4	34.5	33.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	153.9	136.3	134.1	135.0	132.4
부채비율	41.4	41.9	43.5	43.8	44.4
순차입금/자기자본	-11.7	-15.2	-9.4	-10.5	-10.7
EBITDA/이자비용(배)	25.3	27.2	10.1	10.0	10.1
배당성향	8.8	20.2	20.0	20.6	21.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,139	12,453	14,322	16,195	16,618
BPS	166,221	180,117	191,930	205,263	218,543
CFPS	16,390	17,204	29,132	31,035	31,437
주당 현금배당금	1,130	2,630	3,000	3,500	3,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	16.4	19.5	14.1	12.4	12.1
PBR	1.2	1.3	1.0	1.0	0.9
PCR	12.1	14.1	6.9	6.5	6.4
EV/EBITDA	11.3	11.8	6.1	5.6	5.3
배당수익률	0.6	1.1	1.5	1.8	1.9



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 기관투자자 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 (2026년 04월 09일 기준)	매수	93.83%	중립	6.17%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------