NAVER (035420)

한국형 소버린 AI 수혜 기대

더 많은 리포트 보기

2025년 7월 8일

인터넷/게임/엔터/레저 Analyst 이선화
leesunhwa@kbfg.com

목표주가 310,000원으로 +19.2% 상향

NAVER의 목표주가를 기존 260,000원에서 310,000원으로 19.2% 상향 조정하고, 투자의견은 Buy를 유지한다. 목표주가는 DCF 방식 (WACC 7.86%, 영구성장률 1.00%)으로 산출했다. 정부의 경기 부양 정책 및 강력한 AI 산업 육성 지원책에 따라 NAVER의 커머스 사업이 캐시카우 역할을 하면서 펀더멘털을 지지하고, 한국형 LLM 개발에 박차를 가하면서 소버린 AI 중심 기업으로 자리매김 할 것으로 예상한다. 또한 원화 스테이블코인이 도입된다면 NAVER는 온·오프라인 커머스 가맹점을 기반으로 간편결제 서비스에 강점이 있어 수혜가 기대된다.

2분기 추정 영업이익 5,223억원, 컨센부합

NAVER의 2분기 연결기준 매출액은 2조 9,119억원 (+11.5% YoY, +4.5% QoQ), 영업이익은 5,223억원 (+10.5% YoY, +3.4% QoQ, 영업이익률 17.9%)을 기록하며 영업이익 컨센서스 5,347억원에 부합할 것으로 전망한다. 어려운 광고 업황 속에서도 지면 최적화와 추천 광고 고도화로 시장 성장을 상회하는 성장률을 기록하고 있으며, 한국형 LLM 개발을 위해 투자성 비용이 증가함에도 불구하고 커머스 부문에서 수익성 개선을 통해 마진 방어에 성공할 것이다.

커머스: 경기 회복 + 아이템 확장 + Take-rate 인상 효과

NAVER는 이커머스 시장에서 GMV 기준 쿠팡에 이은 2위 사업자이다. 신정부의 소비 쿠폰 등 소비 진작 정책이 시행되면 경기 민감 소비재를 주로 판매하는 NAVER에게 호재로 작용할 것이다. 또한 하반기부터 마켓컬리와 협업을 본격화하면서 상대적으로 빈약했던 신선식품 카테고리의 확장 및 풀필먼트 센터 확보를 통한 도착보장 배송강화가 기대된다. 한편 NAVER는 6월부터 새로운 판매 수수료율 체제를 도입하여 take-rate의 약 1%p 상승 효과가 하반기부터 온기 반영될 것으로 예상한다.

소버린 AI: 한국형 LLM의 선봉장

NAVER는 정부의 '소버린 AI' 전략의 요직에 NAVER 출신 인사들이 발탁되어 AI 정책 설계에 핵심 역할을 할 것으로 전망한다. 대통령실 AI미래기획 수석비서관으로 임명된 하정우 수석은 GPU 확보와 AI데이터센터 건설을 통해 'AI 고속도로'를 구축하는 정책을 진두지휘할 것으로 예상하는데, NAVER는 이미 클라우드와 AI 플랫폼 사업을 영위하고 있기 때문에 정책 수혜가 기대된다. 일례로 NAVER는 정부가 추진하는 1,500억원 규모의 'AI컴퓨팅 자원 활용 기반 강화 (GPU 임차 지원)' 사업에서 우선협상대상자로 선정된 바 있다.

Buy 유지

목표주가 (상향, 원)	310,000
Dividend yield* (%)	0.5
Total return (%)	20.7
현재가 (7/8, 원)	258,000
Consensus target price (원)	302,667
시가총액 (조원)	40.9

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	85.0
거래대금 (3m, 십억원)	270.5
외국인 지분율 (%)	45.5
주요주주 지분율 (%)	국민연금공단 9.2
	BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.1

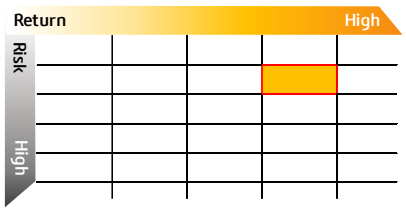
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.9	43.7	25.3	52.1
시장대비 상대수익률	21.7	7.4	-0.1	36.5

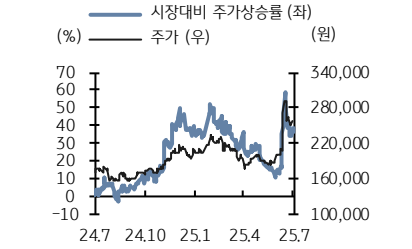
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	10,738	11,952	13,117	14,162
영업이익 (십억원)	1,979	2,316	2,628	2,929
지배주주순이익 (십억원)	1,923	1,877	2,121	2,443
EPS (원)	11,913	11,847	13,384	15,419
증감률 (%)	92.8	-0.6	13.0	15.2
P/E (x)	16.7	21.8	19.3	16.7
EV/EBITDA (x)	11.0	12.0	10.7	9.7
P/B (x)	1.2	1.5	1.4	1.3
ROE (%)	7.9	7.2	7.6	8.2
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.7	0.8

Risk & Total Return (annualized over three years)

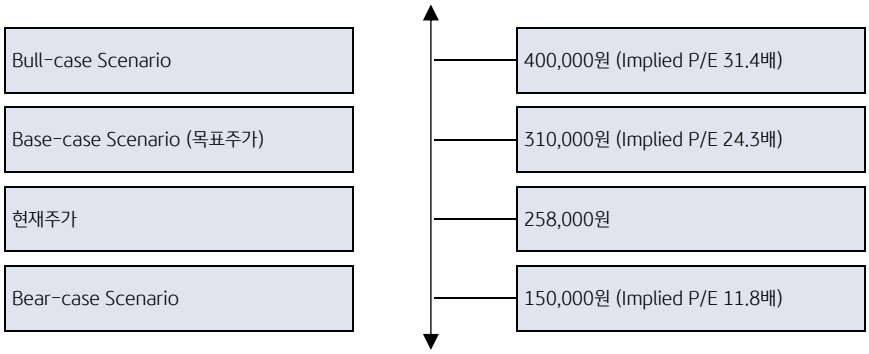


Stock Price & Relative Performance



자료: NAVER, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 주가 동인
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +5%~+20%
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 +8%~+30%

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +20%를 상회
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 +30%를 상회

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소
1) 2025E-27E 연결 매출액성장률 +5%를 하회
2) 2025E-27E 연결 영업이익성장률 +8%를 하회

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	11,932	13,076	11,952	13,117	0.2	0.3
영업이익	2,310	2,615	2,316	2,628	0.2	0.5
지배주주순이익	1,873	2,111	1,877	2,121	0.2	0.5

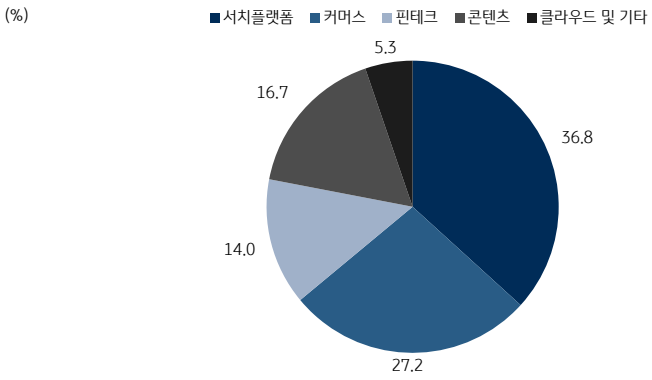
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	11,952	13,117	11,886	13,035	0.6	0.6
영업이익	2,316	2,628	2,274	2,612	1.8	0.6
지배주주순이익	1,877	2,121	1,901	2,187	-1.3	-3.0

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (2024년 기준)



자료: NAVER, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
DCF Valuation

2) 목표주가 산정:
WACC 7.86%, 영구성장률 1.00% 가정

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
400,000원 ~ 150,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd. Implied P/E 24.3배, P/B 1.8배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2025E	2026E
환율 1% 상승 시	-0.4	-0.4
금리 1%p 상승 시	1.4	1.3

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
NAVER	40,877	20.9	18.2	1.5	1.3	13.0	11.2	7.0	7.4	0.5	0.6
카카오	26,859	59.8	49.6	2.5	2.4	19.6	18.1	4.2	4.8	0.1	0.1
Alphabet	2,941,100	16.8	14.9	5.3	4.3	12.4	11.0	31.7	28.9	0.5	0.4
Meta Platforms	2,470,891	22.2	21.3	7.8	6.2	18.5	15.4	35.1	29.0	0.3	0.3

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

원화 스테이블코인: 네이버페이 수혜

NAVER는 이커머스 시장의 핵심 플레이어로, 해당 시장에서 간편결제 서비스를 제공하는 네이버페이가 방대한 온·오프라인 가맹점을 바탕으로 원화 스테이블코인 시장에서 주도 사업자가 될 것으로 기대한다. 특히 두나무와의 협업을 통해 원화 스테이블코인을 이용한 결제 사업에서 주도적인 역할을 할 것으로 전망한다. 핀테크 (NAVER) – 거래소 (두나무) 연합으로 해당 시장에서 빠르게 점유율을 확보해 나갈 것이다.

표 1. 이재명 대통령 AI, 원화 스테이블코인 관련 정책

항목	주요 공약	내용
AI	'모두의 AI 프로젝트' 추진	1.5조원 규모 'GPU 확보 사업' 공모 '독자 AI 파운데이션 모델 프로젝트' 컨소시엄 모집
	민간 100조원 투자 유도	네이버·LG 출신 인사 인선, 국가AI위원회 출범 카카오 6천억원 규모 AI 디지털 허브 건립 (남양주) SK·AWS 7조원 규모 데이터센터 투자 (울산)
스테이블코인	원화 기반 스테이블코인 제도화	원화 스테이블코인 발행·유통 등 스테이블코인 활용방안 마련 더불어민주당 '디지털자산기본법' 발의 (6/10) – 스테이블코인 발행 주체 규정, 금융위원회 사전 인가 의무화 등 더불어민주당 '디지털자산혁신법' 발의 예정 (7월) – 스테이블코인 발행 시 자본금 요건 강화, 준비 자산 규모 명시

자료: 더불어민주당, 언론 보도, KB증권

표 2. 국내 스테이블코인 상표권 등록 현황

기업	등록일	상표권 출원 수	상표권 종류
네이버페이	2025-06-25	5	NKRW, KRWZ, KRWNP, NWON, KRNP 등
카카오페이	2025-06-17	18	KPKRW, KRWP, KKRW, KRWK 등
미래에셋컨설팅	2025-06-18	8	KRWX, KRWM 등
넥써쓰	2025-06-23	6	KRWx, USDx, EURx, JPYx 등
카카오뱅크	2025-06-23	12	BKRW, KRWB, KKBKRW, KRWKKB 등
KB국민은행	2025-06-24	32	KBKRW, KRWKB, KKRWB, KRWB 등
NHN KCP	2025-06-24	11	SKRW, KSKRW,NSKOR 등
하나은행	2025-06-25	48	HBKRW, HanaKRW, KRWHana 등

자료: 특허청, 언론 보도, KB증권

주: 상표권 출원 수는 상품 분류에 따른 중복 포함

표 3. NAVER DCF Valuation

(십억원)		2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
현금흐름추정													
영업이익	a	1,979	2,316	2,628	2,929	3,226	3,511	3,776	4,011	4,208	4,360	4,461	4,505
한계법인세율 (%)	b	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
NOPLAT	c=a*(1-b)	1,484	1,737	1,971	2,196	2,419	2,633	2,832	3,008	3,156	3,270	3,345	3,379
감가상각비	d	609	673	671	686	583	496	421	358	304	289	275	261
총 현금흐름	e=c+d	2,093	2,409	2,641	2,882	3,002	3,129	3,253	3,366	3,460	3,559	3,620	3,640
운전자본 증감	f	152	-122	51	20	52	87	113	147	191	248	322	419
설비투자 (Capex)	g	-546	-1,227	-1,143	-1,218	-1,287	-1,361	-1,438	-1,520	-1,606	-1,697	-1,793	-1,894
총투자	h=f+g	-394	-1,349	-1,092	-1,197	-1,235	-1,274	-1,325	-1,373	-1,415	-1,449	-1,470	-1,475
FCFF	i=e+h	1,699	1,060	1,549	1,685	1,767	1,855	1,928	1,993	2,045	2,111	2,150	2,165
Adjusted FCF			1,367.6	1,314	1,619	1,728	1,813	1,893	1,962	2,020	2,079	2,131	2,158
현금흐름의 현재 가치													
WACC				7.86%									
Discount Factor				1.00	0.93	0.86	0.80	0.74	0.68	0.64	0.59	0.55	0.51
PV of Adjusted FCF				1,314	1,501	1,485	1,445	1,398	1,344	1,283	1,224	1,163	1,092
영구성장률				1.00%									
영구가치				31,765									
PV of Terminal Value				16,075									
Valuation													
현금흐름 합산	j			29,325									
순현금	k			4,802									
비연결 관계기업투자	l			17,406									
비지배주주지분	m			1,541									
스탁옵션	n			876									
적정 기업가치	o=j+k+l-m-n			49,116									
유통주식수 (천 주)	p			158,437									
목표주가 (원)	q=o/p			310,000									
현재주가 (7/8, 원)				258,000									
상승여력 (%)				20.2									
12m Fwd. EPS				12,744									
12m Fwd. BVPS				176,248									
목표주가의 12m Fwd. P/E (X)				24.3									
목표주가의 12m Fwd. P/B (X)				1.8									

자료: NAVER, KB증권 추정

표 4. 글로벌 Peer Valuation Table

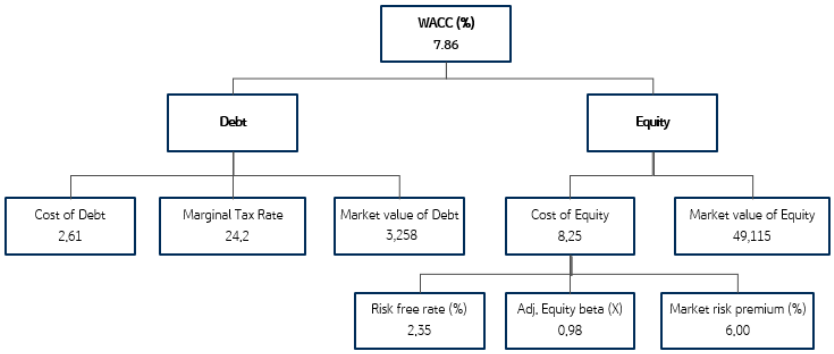
Peer	시가총액 (십억원)	P/E		
		2025E	2026E	12M Fwd. P/E
Microsoft	5,060,789	37.2	32.8	34.3
Alphabet	2,941,100	16.8	14.9	16.6
Amazon	3,245,564	29.3	26.0	28.4
Alibaba	356,940	11.3	9.9	11.2
Pinduoduo	204,408	12.2	9.2	11.4
Softbank	144,360	38.9	35.5	62.2
Jingdong	63,661	7.6	6.7	7.6
Baidu	43,066	9.4	8.6	9.8
LY Corp	34,384	22.1	19.6	23.3
평균		18.5	17.3	20.2

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

주: 7/7 기준

타인자본비용은 현재 발행되어 있는 원화사채의 가중평균 만기수익률. 차입금 가치는 2025년 3월 말 총차입금 자본비용. 자기자본비용은 CAPM으로 산출. 무위험수익률은 통안채 1년물 금리의 최근 3개월 평균치. 조정 주식 Beta는 NAVER의 52주 Beta와 시장 Beta의 가중평균. 시장 위험 프리미엄은 WMI500과 통안채 1년물의 과거 평균 수익률의 차. 자본가치는 현재 목표주가 기준의 유통주식 가치로 산출

그림 1. NAVER WACC 산출과정



자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 5. NAVER WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2025/6/4)	변경 후	비고
COE (A) = a + b x c	7.53	**8.25**	
Risk Free Rate (a)	2.63	**2.35**	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.94	**0.98**	52W Adj. Beta
Raw Beta	0.65	**0.94**	
R^2	0.16	**0.26**	
Risk Premium (c = d − e)	5.19	**6.00**	
Market (d)	8.44	**9.28**	2001년~2025년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.25	**3.29**	2001년~2025년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	2.22	**1.98**	
적정주주가치	41,194	49,115	목표주가가 의미하는 유통주식의 가치
차입금	3,206	3,258	2025년 3월 말 총차입금
주식가치 가중치 (f)	92.78	**93.78**	
차입금 가중치 (g)	7.22	**6.22**	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	7.15	**7.86**	

자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 6. NAVER WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석

(원)	Terminal Growth →										
WACC →	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
7.3%	310,374	313,406	316,615	320,017	323,629	327,472	331,569	335,945	340,630	345,659	351,070
7.5%	305,400	308,227	311,214	314,376	317,727	321,286	325,072	329,108	333,420	338,036	342,990
7.7%	300,688	303,328	306,113	309,057	312,171	315,473	318,979	322,710	326,686	330,934	335,482
7.9%	296,218	298,687	301,288	304,032	306,932	310,000	313,254	316,709	320,384	324,302	328,487
8.1%	291,972	294,283	296,716	299,279	301,983	304,840	307,864	311,069	314,473	318,094	321,954
8.3%	287,933	290,101	292,379	294,775	297,300	299,965	302,780	305,759	308,918	312,271	315,840
8.5%	284,088	286,122	288,258	290,503	292,864	295,352	297,978	300,752	303,687	306,799	310,104

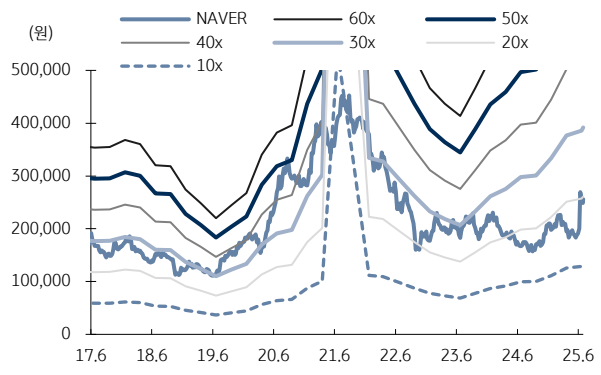
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

표 7. NAVER WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 상승 여력 변화

(%)	Terminal Growth →										
WACC →	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%	2.0%
7.3%	20.3	21.5	22.7	24.0	25.4	26.9	28.5	30.2	32.0	34.0	36.1
7.5%	18.4	19.5	20.6	21.9	23.2	24.5	26.0	27.6	29.2	31.0	32.9
7.7%	16.5	17.6	18.6	19.8	21.0	22.3	23.6	25.1	26.6	28.3	30.0
7.9%	14.8	15.8	16.8	17.8	19.0	20.2	21.4	22.8	24.2	25.7	27.3
8.1%	13.2	14.1	15.0	16.0	17.0	18.2	19.3	20.6	21.9	23.3	24.8
8.3%	11.6	12.4	13.3	14.3	15.2	16.3	17.4	18.5	19.7	21.0	22.4
8.5%	10.1	10.9	11.7	12.6	13.5	14.5	15.5	16.6	17.7	18.9	20.2

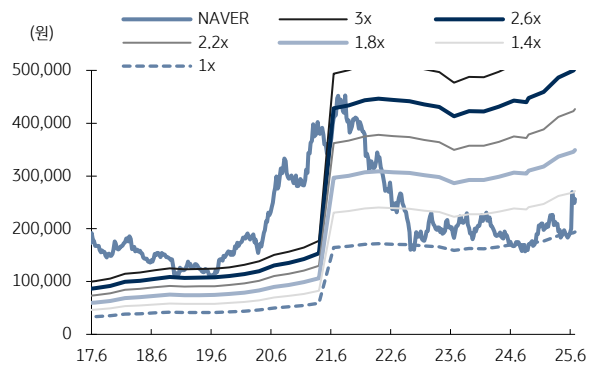
자료: FnGuide, 연합인포맥스, KB증권 추정

그림 2. NAVER 12M Fwd. P/E Band



자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

그림 3. NAVER 12M Fwd. P/B Band



자료: Quantiwise, KB증권
주: 컨센서스 기준

표 8. NAVER 2Q25E Preview

(십억원, %, %p)	KB 추정치	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	컨센서스	diff.
매출액	2,912	2,610	11.5	2,787	4.5	2,899	0.4
영업이익	522	473	10.5	505	3.4	535	-2.3
세전이익	571	467	22.2	580	-1.6	588	-3.0
지배주주순이익	408	338	20.6	425	-3.9	424	-3.7
영업이익률	17.9	18.1	-0.2	18.1	-0.2	18.4	-0.5
세전이익률	19.6	17.9	1.7	20.8	-1.2	20.3	-0.7
지배주주순이익률	14.0	13.0	1.1	15.2	-1.2	14.6	-0.6

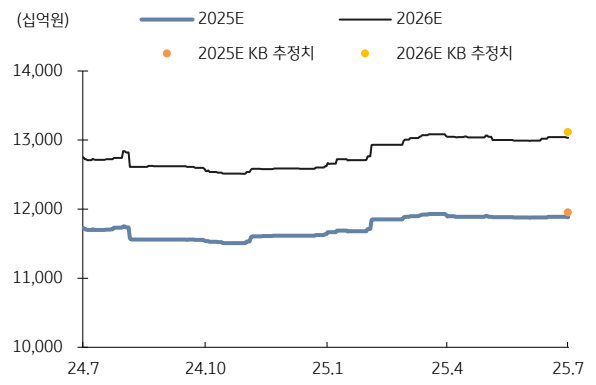
자료: NAVER, FnGuide, KB증권 추정

표 9. NAVER 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (2025/6/4)			변경 후			diff.		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액	11,932	13,076	14,102	11,952	13,117	14,162	0.2	0.3	0.4
영업이익	2,310	2,615	2,909	2,316	2,628	2,929	0.2	0.5	0.7
세전이익	2,607	2,820	3,138	2,613	2,832	3,158	0.2	0.4	0.6
지배주주순이익	1,873	2,111	2,427	1,877	2,121	2,443	0.2	0.5	0.6
% YoY									
매출액	11.1	9.6	7.8	11.3	9.7	8.0			
영업이익	16.7	13.2	11.2	17.0	13.5	11.5			
세전이익	12.3	8.2	11.3	12.5	8.4	11.5			
지배주주순이익	-2.6	12.7	15.0	-2.4	13.0	15.2			
% margin									
영업이익률	19.4	20.0	20.6	19.4	20.0	20.7			
세전이익률	21.9	21.6	22.3	21.9	21.6	22.3			
지배주주순이익률	15.7	16.1	17.2	15.7	16.2	17.3			

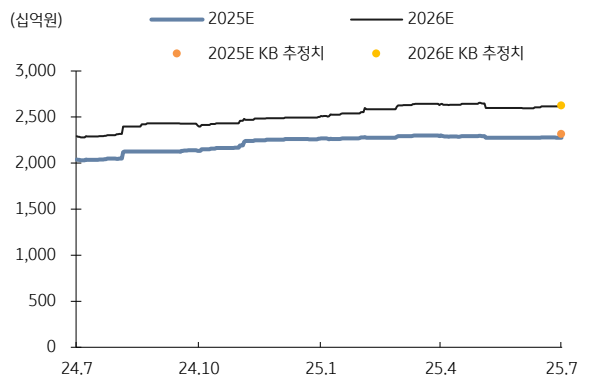
자료: KB증권 추정

그림 4. 매출액 컨센서스 추이 및 KB 전망



자료: FnGuide, KB증권 추정

그림 5. 영업이익 컨센서스 추이 및 KB 전망



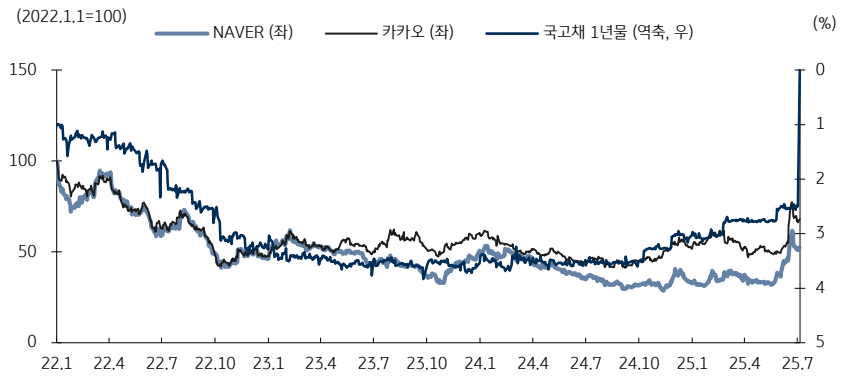
자료: FnGuide, KB증권 추정

표 10. NAVER 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,912	3,063	3,190	3,072	3,201	3,357	3,487	10,738	11,952	13,117	14,162
서치플랫폼	905	978	998	1,065	1,013	1,096	1,091	1,139	1,078	1,164	1,151	1,201	3,946	4,338	4,594	4,795
검색	696	731	753	768	754	802	803	829	806	855	850	875	2,950	3,188	3,386	3,540
디스플레이	202	235	230	252	217	249	242	262	227	260	252	274	919	971	1,013	1,042
기타 연관 서비스	7	12	15	44	42	45	46	47	45	48	49	53	78	180	195	212
커머스	703	719	725	775	788	815	885	931	924	962	1,042	1,093	2,923	3,420	4,021	4,629
커머스 광고	265	280	279	308	308	336	333	361	362	395	389	420	1,132	1,339	1,566	1,807
중개 및 판매	391	391	400	414	424	422	493	508	499	501	584	602	1,596	1,847	2,187	2,515
멤버십	48	47	46	54	55	57	59	61	64	66	68	71	195	234	268	308
핀테크	354	368	385	401	393	408	428	442	431	446	467	478	1,508	1,671	1,823	1,941
콘텐츠	446	420	463	467	459	449	502	498	489	474	528	521	1,796	1,908	2,013	2,090
웹툰	395	383	424	428	423	409	457	457	451	433	481	479	1,629	1,746	1,845	1,918
스노우	36	22	21	26	23	24	27	27	25	25	29	27	105	101	106	109
기타(뮤직 등)	16	15	18	14	13	16	18	14	13	16	18	14	62	61	62	63
클라우드	117	125	145	178	134	143	157	181	150	156	168	193	564	615	667	706
NCP/웍스	111	118	123	127	120	131	134	138	128	141	143	146	479	523	559	586
클로바/랩스	6	6	22	51	15	12	22	43	21	15	25	47	84	92	108	121
매출비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
서치플랫폼	35.8	37.5	36.7	36.9	36.3	37.6	35.6	35.7	35.1	36.3	34.3	34.5	36.8	36.3	35.0	33.9
커머스	27.8	27.5	26.7	26.9	28.3	28.0	28.9	29.2	30.1	30.1	31.0	31.3	27.2	28.6	30.7	32.7
핀테크	14.0	14.1	14.2	13.9	14.1	14.0	14.0	13.9	14.0	13.9	13.9	13.7	14.0	14.0	13.9	13.7
콘텐츠	17.7	16.1	17.0	16.2	16.5	15.4	16.4	15.6	15.9	14.8	15.7	15.0	16.7	16.0	15.3	14.8
클라우드	4.6	4.8	5.3	6.2	4.8	4.9	5.1	5.7	4.9	4.9	5.0	5.5	5.3	5.1	5.1	5.0
매출성장률 (% YoY)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	11.5	12.8	10.6	10.2	9.9	9.6	9.3	11.0	11.3	9.7	8.0
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	12.0	9.3	7.0	6.5	6.1	5.5	5.5	9.9	9.9	5.9	4.4
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	13.4	22.0	20.1	17.3	18.0	17.7	17.4	14.8	17.0	17.6	15.1
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	10.7	11.2	10.2	9.7	9.4	9.1	8.2	11.3	10.8	9.1	6.5
콘텐츠	8.5	-0.1	6.4	0.2	2.9	6.9	8.5	6.5	6.6	5.4	5.2	4.8	3.7	6.2	5.5	3.8
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	14.7	14.9	8.5	2.0	11.5	8.7	7.3	6.6	26.1	9.2	8.3	6.0
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,390	2,434	2,532	2,443	2,604	2,672	2,771	8,758	9,637	10,490	11,233
개발/운영비	636	683	657	689	688	737	697	747	724	777	735	787	2,664	2,869	3,024	3,165
인건비	529	573	537	586	574	620	575	620	607	656	607	655	2,225	2,388	2,525	2,669
파트너	913	917	938	1,022	974	1,019	1,087	1,114	1,057	1,141	1,226	1,246	3,790	4,195	4,670	5,031
인프라	170	172	178	185	189	191	200	208	203	210	216	223	705	788	852	921
마케팅	367	367	417	448	430	442	450	463	459	475	495	515	1,599	1,785	1,944	2,116
영업이익	439	473	525	542	505	522	629	658	629	597	685	716	1,979	2,316	2,628	2,929
영업이익률 (%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	17.9	20.5	20.6	20.5	18.7	20.4	20.5	18.4	19.4	20.0	20.7
% YoY	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.5	19.8	21.5	24.5	14.4	8.9	8.7	32.9	17.0	13.5	11.5
세전이익	660	467	653	541	580	571	781	681	589	658	846	739	2,322	2,613	2,832	3,158
세전이익률 (%)	26.1	17.9	24.1	18.8	20.8	19.6	25.5	21.3	19.2	20.5	25.2	21.2	21.6	21.9	21.6	22.3
% YoY	466.3	11.0	29.5	23.3	-12.1	22.2	19.5	25.8	1.5	15.2	8.3	8.6	56.8	12.5	8.4	11.5
지배주주순이익	511	338	520	554	425	408	576	468	428	511	600	581	1,923	1,877	2,121	2,443
지배주주순이익률 (%)	20.2	13.0	19.2	19.2	15.2	14.0	18.8	14.7	13.9	16.0	17.9	16.7	17.9	15.7	16.2	17.3
% YoY	827.4	26.4	38.5	76.5	-16.8	20.6	10.7	-15.5	0.7	25.2	4.3	24.2	90.0	-2.4	13.0	15.2

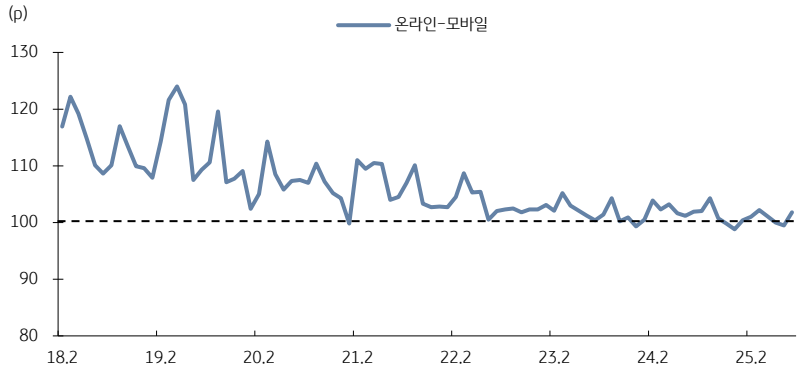
자료: NAVER, KB증권 추정

그림 6. NAVER, 카카오 주가와 시중금리 추이



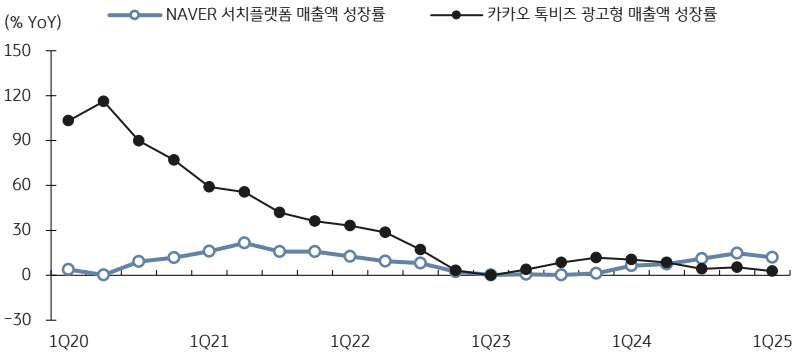
자료: Quantiwise, 한국은행경제통계시스템, KB증권

그림 7. 당월 대비 익월 온라인-모바일 광고경기전망지수: 7월 101.8



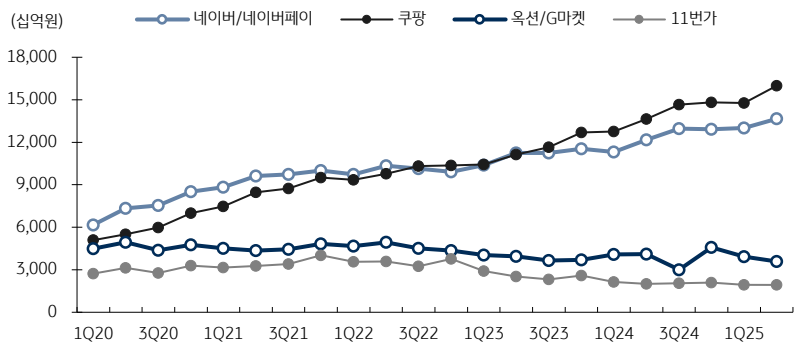
자료: 한국방송광고진흥공사, KB증권

그림 8. NAVER vs. 카카오 광고 매출 성장률 추이



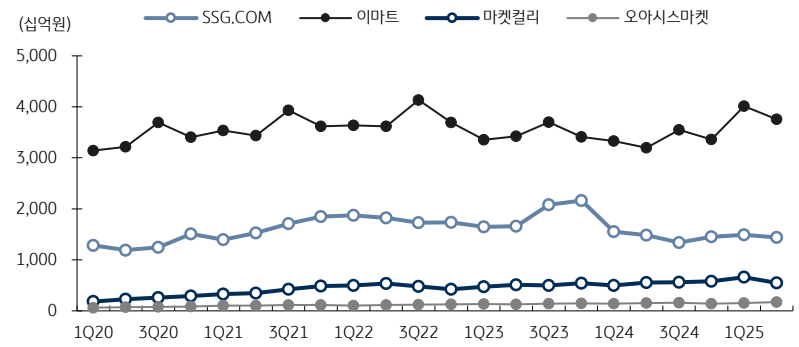
자료: NAVER, 카카오, KB증권

그림 9. 주요 오픈마켓 GMV 추이



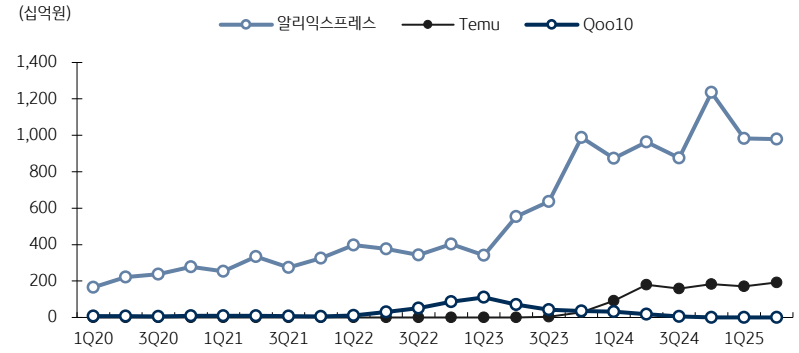
자료: 와이즈리테일, KB증권

그림 10. 주요 신선식품 GMV 추이



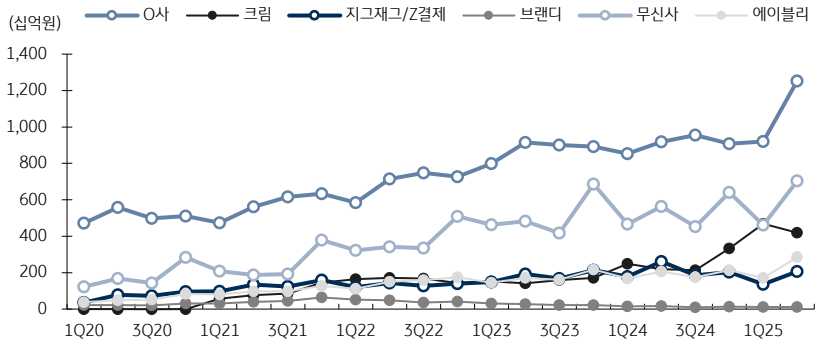
자료: 와이즈리테일, KB증권

그림 11. 주요 C-커머스 GMV 추이



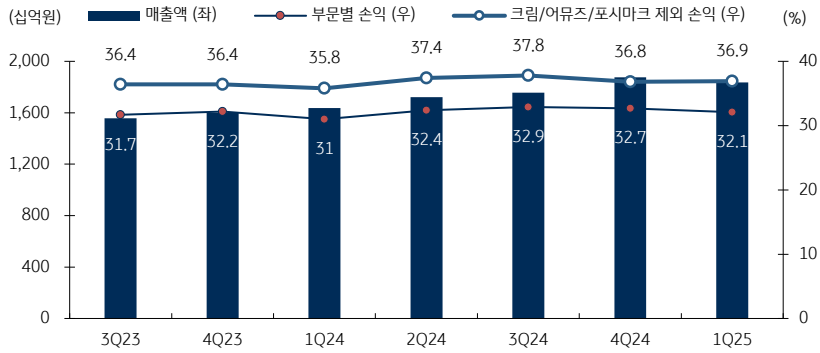
자료: 와이즈리테일, KB증권

그림 12. 주요 패션/뷰티 버티컬 커머스 플랫폼 GMV 추이



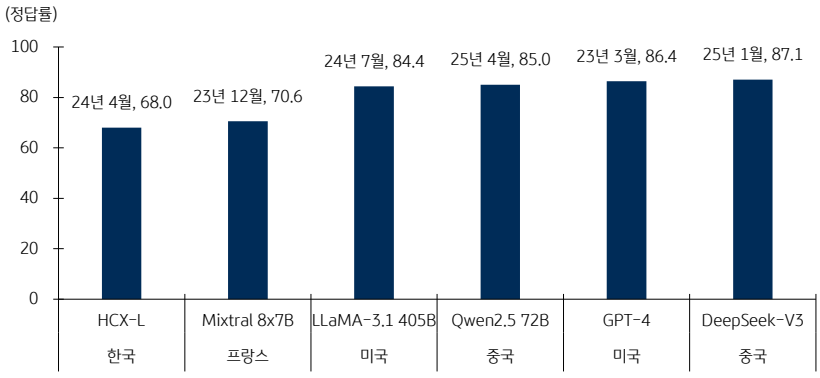
자료: 와이즈리테일, KB증권

그림 13. 서치플랫폼 및 커머스 부문 손익



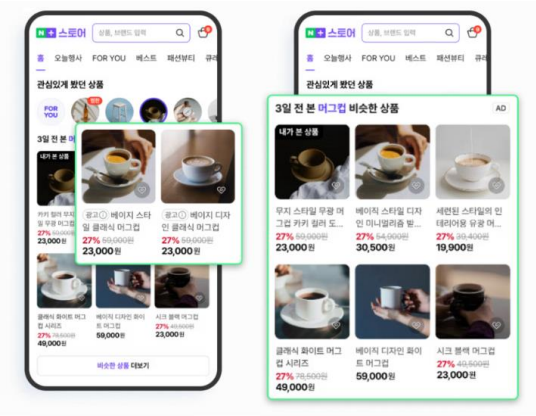
자료: NAVER, KB증권

그림 14. 주요 파운데이션 모델 추론 성능 평가



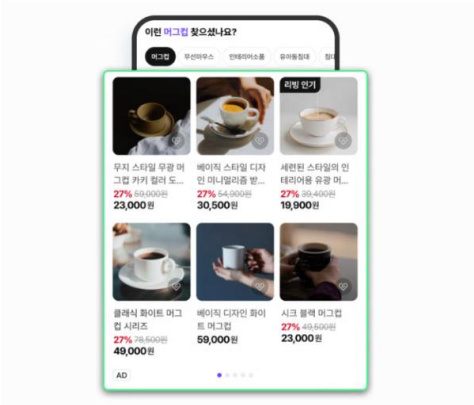
자료: 각 사, KB증권
주: MMLU 5-shot 기준

그림 15. '네이버플러스 스토어' 홈 탭 '관심있게 봤던 상품' 지면



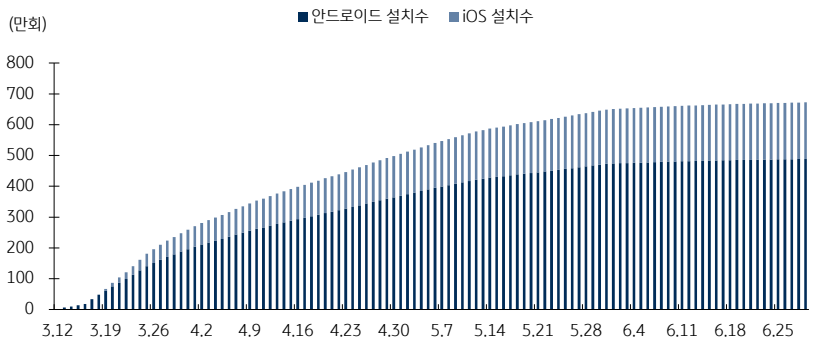
자료: NAVER, KB증권

그림 16. '네이버플러스 스토어' 홈 탭 개인화 광고 블록



자료: NAVER, KB증권

그림 17. '네이버플러스 스토어' 별도 앱 누적 다운로드 수 추이



자료: 모바일인덱스, KB증권

표 11. 2025년 5월 이커머스 종합몰 앱 MAU 비교

종합몰	MAU (명)	전월대비 증감 (명)
쿠팡	33,629,857	108,170
11번가	8,674,249	822,600
테무	7,021,892	121,708
알리익스프레스	6,969,731	-140,303
G마켓	6,377,648	691,620
GS SHOP	4,594,814	106,933
네이버플러스 스토어	3,479,500	1,429,992
옥션	2,238,758	214,487

자료: 모바일인덱스, KB증권

주: 안드로이드 + iOS 합산 기준

표 12. 판매 수수료율 정책 변경 (6/2부터 적용)

	기존 (유입수수료, VAT 포함)	변경 (판매수수료, VAT 별도)
스마트스토어	2%	2.73% 0.91% (판매자 마케팅 시)
브랜드스토어	2%	3.64% 1.82% (판매자 마케팅 시)

자료: NAVER, KB증권

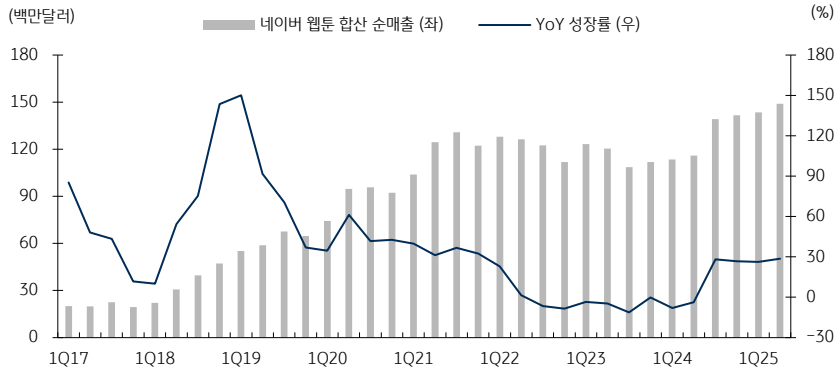
주: 네이버페이 주문관리수수료는 현행 수준 유지

표 13. NAVER AI 브랜드 솔루션 패키지 주요 기능

구분	내용
데이터 기반 마케팅 및 분석	브랜드 애널리틱스 (판매 및 시장 데이터 분석, 고객 관리 도구), 적정 최저가 모니터링
브랜드 카탈로그 관리	브랜드 카탈로그 생성, 전환, 오매칭 신고를 신속히 처리할 권한 부요
CRM	고객의 구매 데이터를 활용해 충성도를 높이는 맞춤형 혜택과 멤버십 프로그램 운영
플랫폼 활용 지원	UI/UX 커스터마이징으로 브랜드 아이덴티티 강조, 쇼핑라이브 등 마케팅 도구 지원
D2C 지원	네이버 플랫폼 내에서 직접 소비자에게 판매할 수 있는 구조 제공
인증 상품 관리	공식 인증된 상품 정보를 카탈로그에 즉시 반영해 소비자 신뢰도 확보

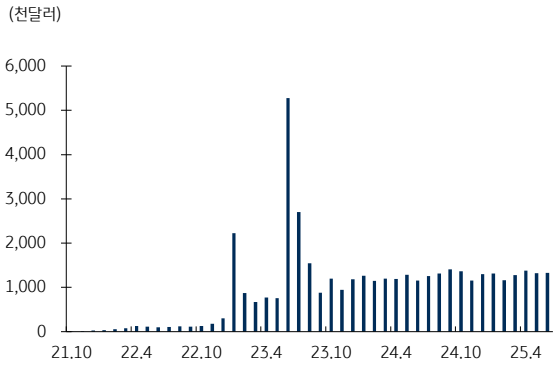
자료: NAVER, KB증권

그림 18. 네이버 웹툰 매출액 추이



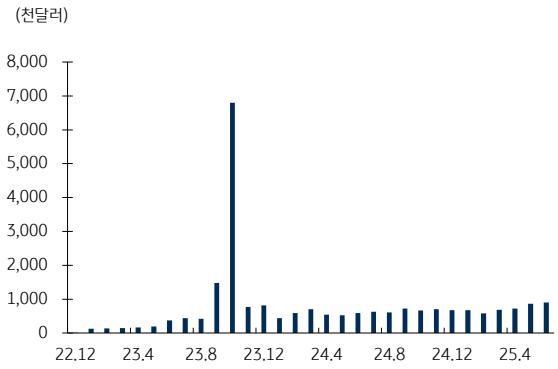
자료: Sensor Tower, KB증권
주: 네이버웹툰, 시리즈, 시리즈온, 문피아, 라인망가, 이북재팬, Wattpad 포함

그림 19. 스노우 매출액 추이



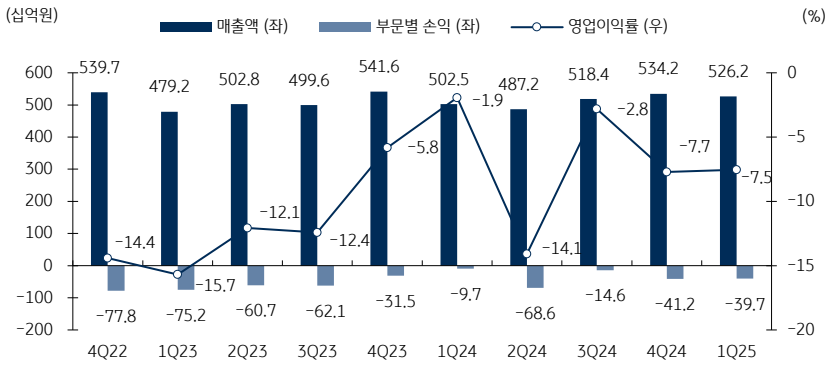
자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2015년 9월 출시

그림 20. 에픽 매출액 추이



자료: Sensor Tower, KB증권
주: 2021년 8월 출시

그림 21. 콘텐츠 부문 손익



자료: NAVER, KB증권
주: 2024년 3월부터 네이버제트 연결 제외, 웹툰 분기 영업이익 확대

포괄손익계산서

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	9,671	10,738	11,952	13,117	14,162
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	9,671	10,738	11,952	13,117	14,162
판매비와관리비	8,182	8,758	9,637	10,490	11,233
영업이익	1,489	1,979	2,316	2,628	2,929
EBITDA	2,071	2,653	3,214	3,528	3,844
영업외손익	-7	343	297	204	229
이자수익	101	174	217	216	208
이자비용	127	105	100	93	85
지분법손익	267	145	257	223	208
기타영업외손익	-248	130	-76	-142	-102
세전이익	1,481	2,322	2,613	2,832	3,158
법인세비용	496	390	773	762	773
당기순이익	985	1,932	1,840	2,070	2,385
지배주주순이익	1,012	1,923	1,877	2,121	2,443
수정순이익	1,012	1,923	1,877	2,121	2,443

성장성 및 수익성 비율

(%)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
매출액 성장률	17.7	11.0	11.3	9.8	8.0
영업이익 성장률	14.1	32.9	17.0	13.5	11.5
EBITDA 성장률	11.0	28.1	21.2	9.8	9.0
지배기업순이익 성장률	33.2	90.0	-2.4	13.0	15.2
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.4	18.4	19.4	20.0	20.7
EBITDA이익률	21.4	24.7	26.9	26.9	27.2
세전이익률	15.3	21.6	21.9	21.6	22.3
지배기업순이익률	10.5	17.9	15.7	16.2	17.3

현금흐름표

(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	2,002	2,590	2,584	2,894	3,193
당기순이익	985	1,932	1,840	2,070	2,385
유무형자산상각비	582	674	899	900	916
기타비현금손익 조정	744	329	559	539	564
운전자본증감	361	152	-122	51	20
매출채권감소 (증가)	43	-3	-528	-30	-5
재고자산감소 (증가)	-2	-13	3	5	4
매입채무증가 (감소)	347	-251	0	0	0
기타운전자본증감	-27	420	403	76	21
기타영업현금흐름	-670	-497	-592	-667	-692
투자활동 현금흐름	-950	-1,340	-1,456	-2,270	-2,911
유형자산투자감소 (증가)	-633	-522	-1,146	-895	-965
무형자산투자감소 (증가)	-51	-24	-81	-248	-253
투자자산감소 (증가)	603	1,226	-287	-1,095	-1,658
기타투자현금흐름	-868	-2,020	58	-31	-35
재무활동 현금흐름	-110	-770	-659	130	-387
금융부채 증감	-180	-636	-266	-330	-330
자본의 증감	28	-393	86	120	0
배당금 당기지급액	-62	-119	-168	-199	-303
기타재무현금흐름	105	378	-311	539	246
기타현금흐름	-90	140	49	0	0
현금의 증가 (감소)	852	619	517	754	-104
기말현금	3,576	4,196	4,713	5,467	5,363
잉여현금흐름 (FCF)	1,369	2,068	1,437	1,999	2,228
순현금흐름	450	2,785	-224	1,084	226
순현금 (순차입금)	1,157	3,942	3,718	4,802	5,027

자료: NAVER, KB증권 추정

재무상태표

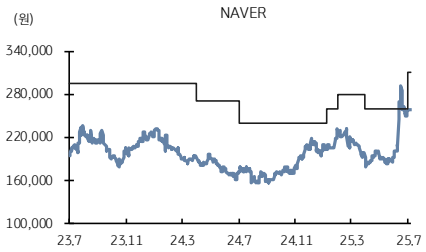
(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	35,738	38,168	39,904	41,977	43,848
유동자산	7,028	9,375	9,871	10,574	10,449
현금 및 현금성자산	3,576	4,196	4,713	5,467	5,363
단기금융자산	1,524	3,340	3,199	3,199	3,199
매출채권	491	478	528	558	563
재고자산	15	22	19	14	10
기타유동자산	1,421	1,340	1,412	1,336	1,315
비유동자산	28,710	28,793	30,034	31,404	33,399
투자자산	21,285	21,007	22,051	23,146	24,804
유형자산	2,742	2,910	3,202	3,427	3,706
무형자산	3,446	3,657	3,519	3,538	3,561
기타비유동자산	1,238	1,219	1,262	1,293	1,329
부채총계	11,500	11,167	11,564	11,664	11,480
유동부채	6,306	6,092	7,728	7,678	7,628
매입채무	0	0	0	0	0
단기금융부채	776	335	2,731	2,681	2,631
기타유동부채	5,530	5,757	4,998	4,998	4,998
비유동부채	5,194	5,075	3,836	3,986	3,852
장기금융부채	3,168	3,258	1,463	1,183	903
기타비유동부채	2,026	1,817	2,373	2,802	2,949
자본총계	24,238	27,001	28,340	30,313	32,367
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,243	1,423	1,460	1,460	1,460
기타자본항목	-607	-639	-714	-834	-834
기타포괄손익누계액	-1,990	-1,306	-1,648	-1,477	-1,562
이익잉여금	24,544	25,965	27,659	29,581	31,721
지배지분 계	23,206	25,460	26,773	28,746	30,801
비지배지분	1,032	1,541	1,567	1,567	1,567

주요투자지표

(X, %, 원)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Multiples					
P/E	36.2	16.7	21.6	19.1	16.6
P/B	1.6	1.2	1.5	1.4	1.3
P/S	3.8	3.0	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	17.5	11.0	11.9	10.6	9.7
EV/EBIT	24.4	14.7	16.6	14.2	12.7
배당수익률	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
EPS	6,180	11,913	11,847	13,384	15,419
BVPS	142,887	160,694	168,983	181,437	194,403
SPS (주당매출액)	59,039	66,511	75,439	82,791	89,384
DPS (주당배당금)	1,205	1,130	1,330	1,680	2,030
배당성향 (%)	17.9	8.8	10.6	11.8	12.4
수익성지표					
ROE	4.4	7.9	7.2	7.6	8.2
ROA	2.8	5.2	4.7	5.1	5.6
ROIC	4.2	7.2	6.6	7.0	7.6
안정성지표					
부채비율	47.5	41.4	40.8	38.5	35.5
순차입비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	1.5	1.3	1.4	1.4
이자보상배율 (배)	11.7	18.9	23.1	28.4	34.6
활동성지표					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	18.9	22.2	23.8	24.2	25.3
매입채무회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	824.3	587.5	592.6	806.9	1,195.7

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 ┅)



NAVER (035420)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
23-07-06	Buy	이선화	295,000	-30.01	
24-04-08	Buy	이선화	270,000	-34.45	-27.85
24-07-09	Buy	이선화	240,000	-25.16	-9.17
25-01-15	Buy	이선화	260,000	-18.25	-10.77
25-02-07	Buy	이선화	280,000	-24.03	-17.32
25-04-07	Buy	이선화	260,000	-20.27	11.73
25-07-08	Buy	이선화	310,000		

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2025. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
86.1	13.9	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

주가 (현재가):
보고서에 쓰인 모든 주가는 KRX (유가증권, 코스닥) 종가를 기준으로 합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다.
이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.