



NAVER (035420)

커머스가 추가 밸류 확보의 키

▶ Analyst 김소혜 sohye.kim@hanwha.com 3772-7404

Buy (유지)

목표주가(유지): 300,000원

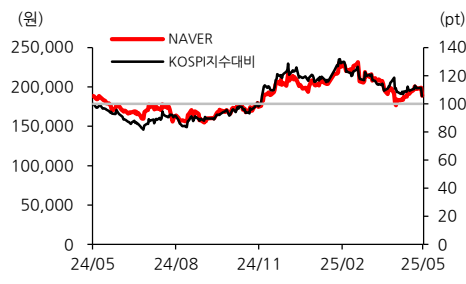
현재 주가(5/8)	188,700 원
상승여력	▲59.0%
시가총액	298,971 억원
발행주식수	158,437 천주
52 주 최고가 / 최저가	232,000 / 155,000 원
90 일 일평균 거래대금	1,384.98 억원
외국인 지분율	48.6%
주주 구성	
국민연금공단 (외 1 인)	9.2%
BlackRockFundAdvisors (외 14 인)	6.1%
자사주 (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	5.1	-16.3	8.1	-1.2
상대수익률(KOSPI)	-5.4	-18.6	7.4	4.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	9,671	10,738	11,895	13,289
영업이익	1,489	1,979	2,305	2,725
EBITDA	2,071	3,211	3,149	3,643
지배주주순이익	1,012	1,923	1,781	2,084
EPS	6,824	13,322	12,339	14,435
순차입금	480	-2,744	-2,760	-4,486
PER	32.8	14.9	15.3	13.1
PBR	1.6	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	17.8	9.0	8.6	7.0
배당수익률	0.4	0.6	0.6	0.6
ROE	4.4	7.9	6.8	7.5

주가 추이



동사의 1Q25 실적은 컨센서스에 부합했습니다. 아직 글로벌 스토리가 추가되기 이른 상황인 점에서 멀티플 20 배 이상을 바라보기엔 부족하지만, 현재 기준 밸류에이션 P/E 15 배 수준에서는 비중을 늘릴만한 자리라고 판단합니다.

1Q25 실적은 시장 기대치 부합

동사의 1Q25 실적은 매출액 2.79조 원, 영업이익 5,053억 원을 기록하며 시장 기대치에 부합했다. 서치플랫폼 매출액은 광고 경기 약화에도 불구하고, 피드 지면 확대 및 타겟팅 고도화가 지속되며 YoY 11.9% 성장했다. SA와 DA 각각 YoY 8.2%, 7.4% 증가했다. 커머스 매출액은 YoY 12% 증가했다. 제휴물 제외 온플랫폼 GMV는 10.1% 성장, 커머스광고는 16.4% 성장하며 리바운드 추세를 이어갔다. 개발/운영비는 인원 증가에 따른 인건비 상승으로 YoY 8.1% 증가, 인프라비는 GPU 등 신규 자산 취득에 따라 YoY 11.4% 늘어났다. 영업이익률은 YoY 0.7%p 개선된 18.1%를 기록했다.

호조세가 지속되는 광고, 추가 밸류 확보는 커머스가 관건

서치플랫폼 실적은 지난해 하반기부터 개선세를 보이면서 베이스가 다소 높아져 있다. AI를 활용한 지면 최적화 진행으로 전체 광고 효율 및 매출 성장세는 지속되겠지만, 하반기로 갈수록 소폭 둔화될 수 밖에 없는 서치플랫폼 성장률을 커머스 사업의 개편 성과가 얼마나 받쳐주는지가 관건이다. 최근 커머스 시장 판도는 상위 소수 사업자 중심으로 쏠림 현상이 가속화되고 있다. 이에 동사는 경쟁사 대비 약점으로 꼽힌 요인들(멤버십, 신선식품, 수수료 정책)의 개선이 진행되고 있기에 추가 점유율을 확보할 가능성이 높다고 판단한다. 우리는 25E 커머스 매출액으로 YoY 15.8% 성장한 3.38조 원을 전망한다.

투자의견 BUY와 목표주가 30만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 동사는 급변하는 국내외 AI 사업 환경 내에서도 코어 사업을 중심으로 안정적인 실적을 이어가고 있으며, 연간 이익 추정치의 상향 가능성도 높다고 본다. 아직 글로벌 스토리가 추가되기 이른 상황인 점에서 멀티플 20배 이상을 바라보기엔 부족하지만, 현재 기준 밸류에이션 P/E 15배 수준에서는 비중을 늘릴 만한 자리라고 판단한다. 신규 쇼핑앱의 본격 실적 기여, 컬리와의 협업 구체화, 신규 주주환원 정책 발표 등도 기대된다.

[표1] NAVER의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2022	2023	2024	2025E
매출액	2,526	2,610	2,716	2,886	2,787	2,880	3,029	3,198	8,220	9,671	10,738	11,895
YoY(%)	10.8	8.4	11.1	13.7	10.3	10.3	11.6	10.8	20.5	17.6	11.0	10.8
서치플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,065	1,013	1,056	1,088	1,128	3,568	3,589	3,946	4,284
검색	696.4	731.4	753.3	768.4	753.7	785.5	818.2	831.9	2,609	2,725	2,950	3,189
디스플레이	202.4	235.0	229.5	252.0	217.2	255.1	253.9	280.2	941	846	919	1,006
커머스	703.4	719.0	725.4	775.1	787.9	823.9	854.0	918.6	1,801	2,547	2,923	3,384
핀테크	353.9	368.5	385.1	400.9	392.7	407.6	424.9	443.6	1,187	1,355	1,508	1,669
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	467.4	459.3	444.4	495.2	500.1	1,262	1,733	1,796	1,899
클라우드	117.0	124.6	144.6	177.6	134.6	148.2	167.7	207.7	402.9	447.2	563.8	658.3
YoY(%)성장률												
서치플랫폼	6.3	7.5	11.0	14.7	11.9	8.0	9.0	5.9	7.9	0.6	9.9	8.6
검색	6.2	6.1	9.5	11.0	8.2	7.4	8.6	8.3	8.6	4.5	8.2	8.1
디스플레이	5.3	8.1	11.0	9.7	7.3	8.6	10.6	11.2	6.0	(10.0)	8.6	9.5
커머스	16.1	13.6	12.0	17.4	12.0	14.6	17.7	18.5	21.0	41.4	14.8	15.8
핀테크	11.2	8.5	13.0	12.6	11.0	10.6	10.3	10.6	21.2	14.2	11.3	10.6
콘텐츠	8.5	(0.1)	6.4	0.2	2.9	5.8	7.0	7.0	89.5	37.4	3.7	5.7
클라우드	25.5	19.2	17.0	41.1	15.0	19.0	16.0	17.0	5.3	11.0	26.1	16.8
영업비용	2,087	2,138	2,190	2,344	2,281	2,357	2,426	2,525	6,915	8,182	8,758	9,589
YoY(%)	7.0	5.0	6.1	10.0	9.3	10.2	10.7	7.8	25.9	18.3	7.0	9.5
개발/운영비용	636.0	682.7	656.9	688.9	687.7	714.6	721.5	735.6	2,070	2,573	2,664	2,859
파트너	913.5	916.6	938.0	1,021.9	974.2	1,008.3	1,052.7	1,107.4	2,964	3,534	3,790	4,143
인프라	169.9	171.7	178.1	185.1	189.3	195.9	201.8	216.9	581	596	705	804
마케팅	367.5	366.8	417.3	447.7	430.2	437.9	449.5	465.4	1,301	1,480	1,599	1,783
영업이익	439.3	472.7	525.3	542.0	505.3	523.7	603.8	672.3	1,305	1,489	1,979	2,305
YoY(%)	32.9	26.8	38.2	33.7	15.0	10.8	14.9	24.0	(2.0)	14.1	32.9	16.5
영업이익률(%)	17.4	18.1	19.3	18.8	18.1	18.2	19.9	21.0	15.9	15.4	18.4	19.4
당기순이익	555.8	332.1	530.1	514.0	424.8	415.8	481.8	459.6	673	985	1,926	1,781
당기순이익률(%)	22.0	12.7	19.5	17.8	15.2	14.4	15.9	14.4	8.2	10.2	17.9	15.0

자료: NAVER, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	8,220	9,671	10,738	11,895	13,289
매출총이익	8,220	9,671	10,738	11,895	13,289
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,305	2,725
EBITDA	1,866	2,071	3,211	3,149	3,643
순이자손익	35	10	89	75	69
외화관련손익	63	62	38	0	0
지분법손익	10	244	565	0	0
세전계속사업손익	1,084	1,481	2,317	2,440	2,855
당기순이익	673	985	1,926	1,781	2,084
지배주주순이익	760	1,012	1,923	1,781	2,084
증가율(%)					
매출액	198.0	17.6	11.0	10.8	11.7
영업이익	72.1	14.1	32.9	16.5	18.2
EBITDA	106.8	11.0	55.1	-2.0	15.7
순이익	49.0	46.3	95.6	-7.5	17.0
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	15.9	15.4	18.4	19.4	20.5
EBITDA 이익률	22.7	21.4	29.9	26.5	27.4
세전이익률	13.2	15.3	21.6	20.5	21.5
순이익률	8.2	10.2	17.9	15.0	15.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	1,453	2,002	2,806	1,290	3,122
당기순이익	673	985	1,932	1,781	2,084
자산상각비	561	582	1,232	843	918
운전자본증감	307	361	0	-1,075	48
매출채권 감소(증가)	-56	43	-3	-233	-43
재고자산 감소(증가)	17	-2	-13	-5	-1
매입채무 증가(감소)	133	347	-251	-856	71
투자현금흐름	-1,216	-950	-1,541	-1,230	-1,356
유형자산처분(취득)	-689	-633	-584	-1,014	-1,133
무형자산 감소(증가)	-55	-51	-24	-37	-37
투자자산 감소(증가)	-920	482	-1,678	-119	-124
재무현금흐름	-339	-110	-646	-163	-163
차입금의 증가(감소)	-392	-180	-636	0	0
자본의 증가(감소)	-152	-109	-10	-163	-163
배당금의 지급	-213	-137	-136	-163	-163
총현금흐름	1,991	2,311	2,806	2,365	3,074
(-)운전자본증가(감소)	52	-854	-520	1,075	-48
(-)설비투자	701	641	592	1,014	1,133
(+)자산매각	-42	-44	-16	-37	-37
Free Cash Flow	1,196	2,481	2,718	239	1,951
(-)기타투자	-807	1,240	-225	60	62
잉여현금	2,003	1,241	2,943	179	1,889
NOPLAT	810	990	1,646	1,683	1,989
(+) Dep	561	582	1,232	843	918
(-)운전자본투자	52	-854	-520	1,075	-48
(-)Capex	701	641	592	1,014	1,133
OpFCF	619	1,785	2,806	437	1,822

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	6,440	7,028	9,375	9,655	11,451
현금성자산	3,967	4,403	7,122	7,138	8,864
매출채권	1,515	1,706	1,588	1,821	1,864
재고자산	9	15	22	26	27
비유동자산	27,459	28,710	28,793	29,061	29,376
투자자산	23,520	22,523	22,226	22,286	22,349
유형자산	2,458	2,742	2,910	3,184	3,501
무형자산	1,481	3,446	3,657	3,591	3,526
자산총계	33,899	35,738	38,168	38,716	40,827
유동부채	5,481	6,306	6,092	5,281	5,399
매입채무	2,935	3,873	3,866	3,010	3,081
유동성이자부채	1,647	1,465	1,105	1,105	1,105
비유동부채	4,968	5,194	5,075	5,144	5,217
비유동이자부채	3,306	3,417	3,273	3,273	3,273
부채총계	10,449	11,500	11,167	10,425	10,616
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,423	1,423	1,423
이익잉여금	23,646	24,544	25,965	27,583	29,504
자본조정	-2,475	-2,597	-1,944	-2,273	-2,273
자기주식	-1,017	-853	-876	-876	-876
자본총계	23,450	24,238	27,001	28,290	30,211

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	4,634	6,824	13,322	12,339	14,435
BPS	138,642	142,887	160,694	168,831	180,955
DPS	914	910	1,130	1,130	1,130
CFPS	12,138	14,232	17,710	14,927	19,402
ROA(%)	2.2	2.9	5.2	4.6	5.2
ROE(%)	3.3	4.4	7.9	6.8	7.5
ROIC(%)	66.7	35.1	46.8	40.6	40.8
Multiples(x, %)					
PER	38.3	32.8	14.9	15.3	13.1
PBR	1.3	1.6	1.2	1.1	1.0
PSR	3.5	3.8	2.9	2.5	2.2
PCR	14.6	15.7	11.2	12.6	9.7
EV/EBITDA	16.1	17.8	9.0	8.6	7.0
배당수익률	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	44.6	47.4	41.4	36.9	35.1
Net debt/Equity	4.2	2.0	-10.2	-9.8	-14.8
Net debt/EBITDA	52.9	23.2	-85.5	-87.7	-123.1
유동비율	117.5	111.5	153.9	182.8	212.1
이자보상배율(배)	18.2	11.7	18.9	21.1	22.2
자산구조(%)					
투하자본	7.1	11.6	10.7	14.0	13.7
현금+투자자산	92.9	88.4	89.3	86.0	86.3
자본구조(%)					
차입금	17.4	16.8	14.0	13.4	12.7
자기자본	82.6	83.2	86.0	86.6	87.3

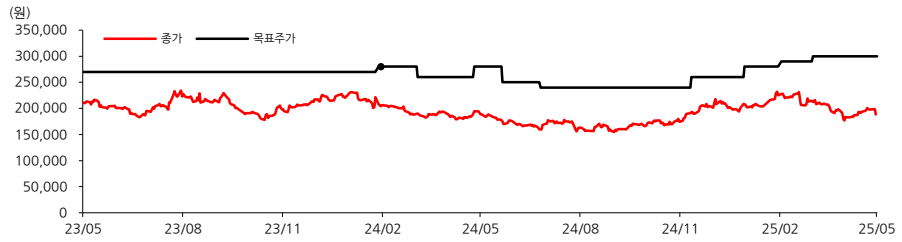
[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 5월 9일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김소혜)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[NAVER의 주가 및 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.05.23	2023.07.13	2024.01.08	2024.02.05	2024.03.12
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		270,000	270,000	270,000	280,000	260,000
일 시	2024.04.03	2024.05.03	2024.05.29	2024.07.03	2024.08.12	2024.09.03
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	280,000	250,000	240,000	240,000	240,000
일 시	2024.09.20	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.08	2024.11.19
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	240,000	240,000	240,000	240,000	240,000	260,000
일 시	2024.11.29	2024.12.04	2024.12.27	2025.01.07	2025.01.24	2025.02.04
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	260,000	260,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2025.02.10	2025.02.28	2025.03.11	2025.03.28	2025.04.01	2025.04.21
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	300,000	300,000	300,000	300,000
일 시	2025.04.25	2025.05.09				
투자이견	Buy	Buy				
목표가격	300,000	300,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.02.05	Buy	280,000	-28.91	-26.43
2024.03.12	Buy	260,000	-28.39	-25.27
2024.05.03	Buy	280,000	-33.73	-30.43
2024.05.29	Buy	250,000	-32.31	-29.16
2024.07.03	Buy	240,000	-29.53	-20.50
2024.11.19	Buy	260,000	-21.91	-16.15
2025.01.07	Buy	280,000	-24.57	-17.14
2025.02.10	Buy	290,000	-24.10	-20.17
2025.03.11	Buy	300,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%