

NAVER (035420)

이재은

jeeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

260,000

유지

현재주가

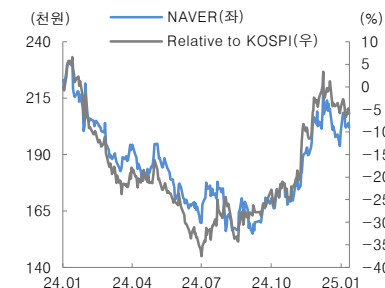
202,000

(25.01.10)

인타넷업종

KOSPI	2497.4
시가총액	32,004십억원
시가총액비중	1.49%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	230,500원 / 155,000원
120일 평균거래대금	1,564억원
외국인지분율	47.36%
주요주주	국민연금공단 8.44% BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.23%

주식수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	17.9	15.6	-12.4
상대수익률	-3.9	23.8	32.2	-11.4



광고에 이어 커머스까지 성장 가능성 가시화 중

- 4Q, 건조한 본업과 비용 효율화 지속, 컨센 부합하는 실적 전망
- 건조한 광고 실적의 성장과 함께 3분기 호실적 이후 높아진 시장의 기대치
- 커머스 MS 확대, 적극적 주주 환원 정책 공개 시 주가 지속적 우상향 전망

투자 의견 매수 유지, 목표주가 260,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.2조원, 2) 커머스 8.9조원, 3) 파이낸셜 2.7조원, 4) 웹툰 0.9조원, 5) 클라우드 3.4조원, 6) LY 지분가치 5.5조원 등

4분기 본업의 건조한 실적 흐름 전망

4Q24 매출액 2조 8,024억원(YoY 10.5%, QoQ 3.2%), 영업이익 5,246억원(YoY 29.4%, QoQ -0.1%) 추정. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합 전망

서치플랫폼. 매출 1조 237억원(YoY 10.3%, QoQ 2.6%) 추정. SA, DA 모두 전분기와 유사한 YoY 성장률 전망. 부진한 광고 업황에도 SA는 플레이스 광고 성장, 파워링크 노출 개선 등의 영향이, DA는 피드, 클립 등에서 개인 타겟팅 강화를 통한 매출 성장세가 지속되고 있는 것으로 파악. 이러한 흐름은 2025년 상반기에도 이어질 것으로 전망. **커머스.** 매출 7,475억원(YoY 13.2%, QoQ 3.1%) 추정. 4분기 커머스는 초개인화 쇼핑인 '플러스 스토어' 출시, 넷플릭스 등 외부 생태계 강화를 통한 멤버십 증가, 여전히 티메프 사태로부터 영향을 받는 시장과 달리 낮지만 꾸준한 거래액 성장 등을 경험하면서 유저가 유입될 수 있는 환경을 마련. 유입된 유저들을 lock-in 하기 위한 프로모션 등이 이번 분기 마케팅비 증가로 나타날 것으로 전망. **컨텐츠.** 매출 4,850억원(YoY 4.0%, QoQ 4.8%) 추정. 영업비용은 커머스 향 마케팅비 증가와 더불어 웹툰 코미콘 프로모션 등으로 인해 전분기대비 3% 증가 추정. 인건비가 반영되는 개발/운영비의 경우, 주식보상비용 증가를 반영하여 QoQ 3% 추정

커머스 MS 확대, 적극적 주주 환원 정책 공개 시 주가 지속적 우상향 전망

2024년 말 긍정적 주가 흐름을 보인데는, 3분기 호실적 이후 높아진 시장의 이익 기대치와 부진한 업황에도 광고의 건조한 실적 성장이 확인됐기 때문

그러나, 최근 주가는 연초부터 오히려 실적 시즌이 다가올 수록 횡보 중. 현 주가 수준은 당사 추정치 기준 2025년 PER 17배 수준으로 부담스러운 수준은 아니지만, 지속적인 주가 상승을 위해서는 2025년엔 그 이상의 것을 보여줄 필요

1) 2025년에는 커머스 개편(배송 시간 단축, 쇼핑 앱 출시 등)을 통해 쿠팡(MS 23% 추정)과 벌어진 점유율(현재 네이버 20% 추정) 회복, 이에 따라 시장을 상회하는 거래액 성장 속도 등의 가시화, 2) 적극적인 주주환원 정책을 가진 글로벌 peer(매년 자사주 매입)와 달리 그동안 소극적이었던 네이버(2024년 시총대비 1.5% 특별 자사주 매입한 바 있음)가 향후 적극적인 주주 환원 정책까지 공개한다면, 주가는 글로벌 peer와 유사한 멀티플 수준(20x 초반)까지 상승 가능할 것으로 판단

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24(F)					1Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	2,537	2,716	2,801	2,802	10.5	3.2	2,800	2,793	10.6	-0.3
영업이익	405	525	528	525	29.4	-0.1	528	536	22.0	2.1
순이익	314	515	350	348	11.0	-32.4	405	313	-29.4	-10.0

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,671	11,809	13,031
영업이익	1,305	1,489	1,978	2,324	2,597
세전순이익	1,084	1,481	2,372	2,530	2,812
총당기순이익	673	985	1,866	1,898	2,109
자배지분순이익	760	1,012	1,793	1,864	2,071
EPS	4,634	6,180	11,040	11,475	12,750
PER	38.3	36.2	18.3	17.6	15.8
BPS	138,642	141,671	152,976	163,548	175,179
PBR	1.3	1.6	1.3	1.2	1.2
ROE	3.3	4.4	7.5	7.3	7.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	10,670	11,620	10,671	11,809	0.0	1.6
판매비와 관리비	8,689	9,359	8,693	9,485	0.0	1.3
영업이익	1,981	2,261	1,978	2,324	-0.1	2.8
영업이익률	18.6	19.5	18.5	19.7	0.0	0.2
영업외손익	394	206	394	206	0.0	0.0
세전순이익	2,375	2,467	2,372	2,530	-0.1	2.6
자배지분순이익	1,795	1,817	1,793	1,864	-0.1	2.6
순이익률	17.5	15.9	17.5	16.1	0.0	0.1
EPS(자배지분순이익)	11,052	11,187	11,040	11,475	-0.1	2.6

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

표 1. NAVER 목표주가 산출

(단위: 십억원)

(12MF 기준)	내용	주요 가정
(1) 서치 플랫폼	12MF 매출액	당사 추정
	12MF 영업이익	영업이익률 35% 가정
	12MF 세후 영업이익	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	글로벌 peer 12MF PER 적용
	서치 플랫폼 적정가치 (a)	21,229.6
(2) 커머스	12MF 매출액	당사 추정
	12MF 영업이익	영업이익률 30% 가정
	12MF 세후 영업이익	유효법인세율 24% 가정
	Target PER	글로벌 peer 12MF PER 대비 30% 할인 적용
	커머스 적정가치 (b)	8,908.6
(3) 파이낸셜	12MF 네이버페이 거래대금 (조원)	
	Target EV/거래대금	카카오페이 2023년 EV/거래대금 적용
	지분율	69.0%
	네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c)	2,732.1
(4) 웹툰	웹툰 시총(십억달러)	현재가 반영
	웹툰 시총(십억원)	
	지분율	
	할인율	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	웹툰 지분 가치 (d)	935.4
(5) 클라우드	12MF 매출액	
	Target PSR	글로벌 peer 12 MF PSR 적용
	클라우드 적정 가치 (e)	3,389.0
(6) LY	LY 시총(십억엔)	현재가 반영
	LY 시총(십억원)	
	A홀딩스의 LY 지분율	
	NAVER A홀딩스 지분율	
	할인율	자회사 상장에 따른 할인율 적용
	LY 지분가치 (f)	5,519.8
(7) 기타	순차입금 (g)	3Q24 별도 기준
합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h)		41,982.5
주식 수(천주)		158,437.0
적정 주가(원)		264,979
목표 주가(원)		260,000
반올림 적용		
현재 주가(원)		202,000
상승 여력		28.7%

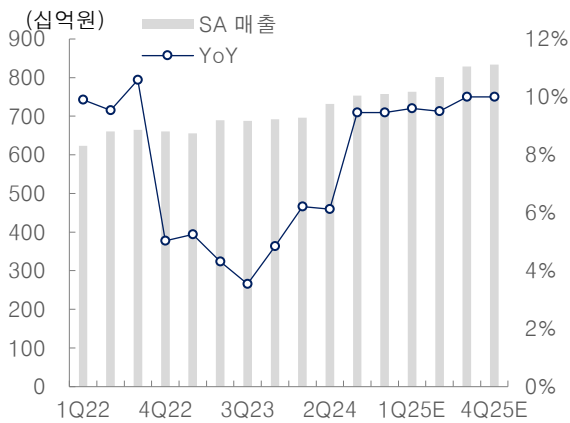
자료: 대신증권 Research Center

표 2. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	2,526.0	2,627.1	2,715.6	2,802.4	2,792.6	2,877.7	3,001.9	3,137.1	9,670.4	10,671.1	11,809.3
서치 플랫폼	905.4	978.4	997.7	1,023.7	998.7	1,079.8	1,098.4	1,129.4	3,589.0	3,905.2	4,306.3
검색	696.4	731.4	753.3	757.7	763.3	800.9	828.6	833.4	2,725.3	2,938.8	3,226.2
디스플레이	202.4	235.0	229.5	259.6	228.7	266.7	254.7	289.4	846.1	926.5	1,039.6
기타	6.6	12.0	14.8	6.5	6.7	12.2	15.0	6.6	17.6	39.9	40.5
커머스	703.4	719.0	725.4	747.5	751.4	771.1	782.6	829.2	2,546.6	2,895.3	3,134.2
커머스 광고	264.9	280.2	279.2	289.2	287.9	295.0	297.7	318.2	1,107.0	1,113.5	1,198.9
중개 및 판매	390.5	391.5	400.0	407.8	412.0	423.7	431.6	456.8	1,268.7	1,589.8	1,724.0
멤버십	48.0	47.4	46.2	50.6	51.5	52.4	53.3	54.2	171.0	192.2	211.4
핀테크	353.9	385.1	385.1	399.8	425.9	437.1	455.3	488.6	1,354.7	1,523.9	1,806.8
콘텐츠	446.3	420.0	462.8	485.0	483.3	447.4	493.1	516.7	1,732.9	1,814.1	1,940.5
웹툰	394.6	382.9	424.0	442.1	431.1	409.9	453.9	473.3	1,503.1	1,544.6	1,768.3
스노우	35.5	22.3	21.1	26.4	35.9	22.5	21.3	26.7	169.5	160.2	106.3
기타	16.2	14.8	17.6	16.5	16.4	15.0	17.8	16.7	60.3	65.1	65.9
클라우드	117.0	124.6	144.6	146.3	133.4	142.2	172.6	173.3	447.2	532.5	621.5
YoY Growth rate	10.8%	9.1%	11.1%	10.5%	10.6%	9.5%	10.5%	11.9%	17.6%	10.3%	10.7%
서치 플랫폼	6.3%	7.5%	11.0%	10.3%	10.3%	10.4%	10.1%	10.3%	0.6%	8.8%	10.3%
검색	6.2%	6.1%	9.5%	9.5%	9.6%	9.5%	10.0%	10.0%	4.5%	7.8%	9.8%
디스플레이	5.3%	8.1%	11.0%	13.0%	13.0%	13.5%	11.0%	11.5%	-10.0%	9.5%	12.2%
기타	73.7%	215.8%	311.1%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-6.9%	126.5%	1.5%
커머스	16.1%	13.6%	12.0%	13.2%	6.8%	7.2%	7.9%	10.9%	41.4%	13.7%	8.3%
커머스 광고	0.3%	-0.1%	-1.1%	3.3%	8.7%	5.3%	6.6%	10.1%	2.7%	0.6%	7.7%
중개 및 판매	28.9%	26.2%	24.6%	22.0%	5.5%	8.2%	7.9%	12.0%	110.1%	25.3%	8.4%
멤버십	24.0%	12.6%	5.0%	9.5%	7.3%	10.5%	15.4%	7.2%	44.1%	12.4%	10.0%
핀테크	11.2%	13.4%	13.0%	12.3%	20.3%	13.5%	18.2%	22.2%	14.2%	12.5%	18.6%
콘텐츠	8.5%	-0.1%	6.4%	4.0%	8.3%	6.5%	6.5%	6.5%	37.4%	4.7%	7.0%
클라우드	25.5%	19.2%	17.0%	16.2%	14.0%	14.2%	19.4%	18.4%	11.0%	19.1%	16.7%
영업비용	2,086.9	2,137.8	2,190.3	2,277.8	2,257.0	2,302.5	2,387.8	2,537.6	8,181.8	8,692.8	9,484.9
개발/운영	636.0	682.7	656.9	673.8	644.6	685.6	654.0	716.8	2,572.8	2,649.4	2,701.0
파트너	913.5	916.6	938.0	993.1	1,009.9	1,004.0	1,062.7	1,111.7	3,533.6	3,761.2	4,188.4
인프라	169.9	171.7	178.1	182.2	196.2	196.7	205.9	213.3	595.6	701.9	812.1
마케팅	367.5	366.8	417.3	428.8	406.3	416.2	465.3	495.7	1,479.7	1,580.4	1,783.4
영업이익	439.1	489.3	525.3	524.6	535.6	575.1	614.1	599.6	1,488.7	1,978.3	2,324.4
영업이익률	17.4%	18.6%	19.3%	18.7%	19.2%	20.0%	20.5%	19.1%	15.4%	18.5%	19.7%
지배주주 순이익	510.6	338.4	520.4	423.2	431.7	461.2	490.2	479.9	1,012.7	1,792.6	1,863.1
순이익률	20.2%	12.9%	19.2%	15.1%	15.5%	16.0%	16.3%	15.3%	10.5%	16.8%	15.8%

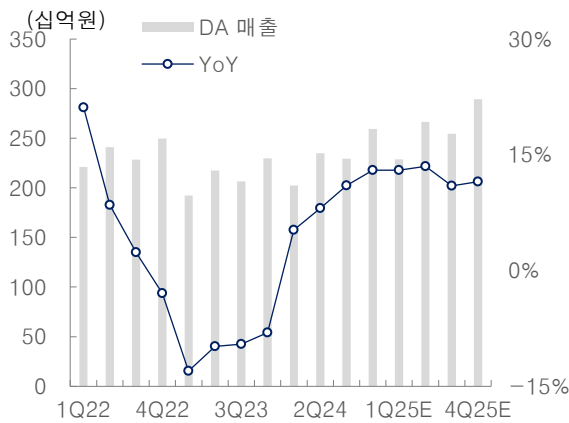
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. SA 매출 추이 전망



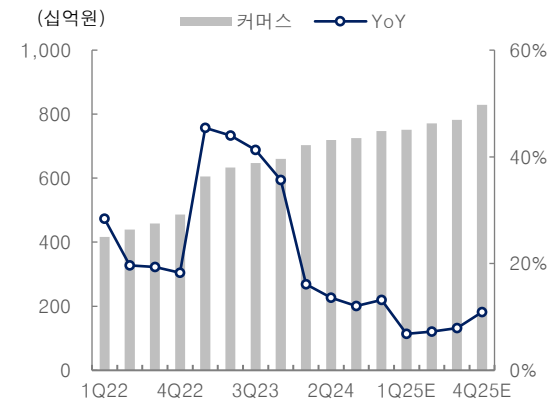
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 2. DA 매출 추이 전망



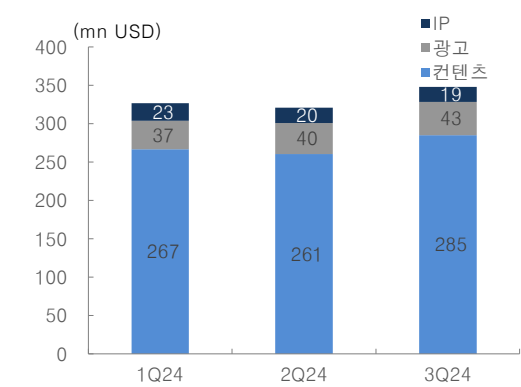
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 3. 커머스 매출 추이 전망



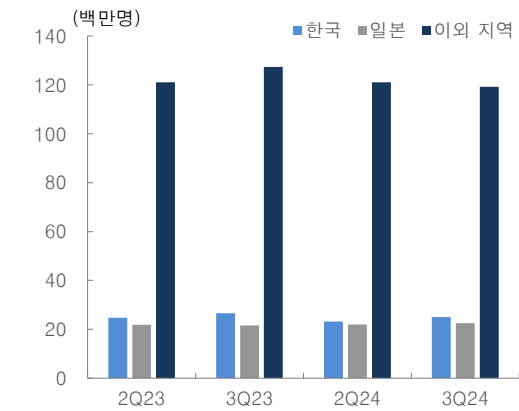
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 4. 웹툰 사업부별 매출 추이



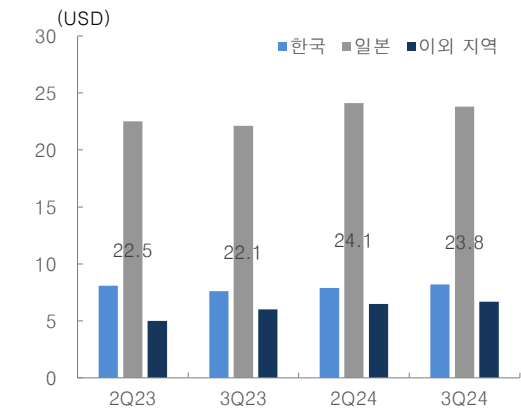
자료: WBTV, 대신증권 Research Center

그림 5. 웹툰 지역별 MAU 추이



자료: WBTV, 대신증권 Research Center

그림 6. 웹툰 지역별 ARPPU 매출 추이



자료: WBTV, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,671	11,809	13,031
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,671	11,809	13,031
판매비와관리비	6,915	8,182	8,693	9,485	10,434
영업이익	1,305	1,489	1,978	2,324	2,597
영업외수익	15.9	15.4	18.5	19.7	19.9
EBITDA	1,866	2,071	2,528	2,894	3,182
영업외손익	-221	-7	394	206	214
관계기업손익	97	267	152	305	317
금융수익	679	603	387	280	292
외환보통이익	63	62	62	62	62
금융비용	-932	-683	-503	-341	-355
외환관련손실	77	53	53	53	53
기타	-65	-195	358	-38	-40
법인세비용차감전순이익	1,084	1,481	2,372	2,530	2,812
법인세비용	-411	-496	-506	-633	-703
계속사업순이익	673	985	1,866	1,898	2,109
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	673	985	1,866	1,898	2,109
당기순이익률	8.2	10.2	17.5	16.1	16.2
비재계분순이익	-87	-27	73	34	38
재계분순이익	760	1,012	1,793	1,864	2,071
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-139	-26	-26	-26	-26
포괄손익이익	-715	724	1,605	1,637	1,848
비재계분포괄이익	-34	-24	63	29	33
재계분포괄이익	-681	749	1,542	1,608	1,815

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	4,634	6,180	11,040	11,475	12,750
PER	38.3	36.2	16.9	16.3	14.7
BPS	138,642	141,671	152,976	163,548	175,179
PBR	1.3	1.6	1.3	1.2	1.2
EBITDAPS	11,372	12,644	15,566	17,817	19,594
EV/EBITDA	16.1	18.0	12.2	10.0	8.5
SPS	50,107	59,039	65,705	72,714	80,238
PSR	3.5	3.8	3.1	2.8	2.5
CFPS	12,138	14,117	20,516	20,668	22,421
DPS	914	1,205	1,205	1,205	1,205

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	20.6	17.6	10.3	10.7	10.3
영업이익 증/감	-1.6	14.1	32.9	17.5	11.7
순이익 증/감	-95.9	46.3	89.4	1.7	11.1
수익성					
ROIC	27.1	20.4	26.1	29.0	32.2
ROA	3.9	4.3	5.4	6.0	6.3
ROE	3.3	4.4	7.5	7.3	7.5
안정성					
부채비율	44.6	47.4	45.2	43.8	42.5
순차입금비율	1.0	-0.9	-8.7	-15.2	-21.4
이자보상비율	18.2	11.7	0.0	0.0	0.0

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	6,440	7,028	9,262	11,597	14,161
현금및현금성자산	2,724	3,576	5,752	8,021	10,515
매출채권 및 기타채권	1,515	1,706	1,769	1,839	1,913
재고자산	9	15	16	18	20
기타유동자산	2,191	1,731	1,725	1,719	1,713
비유동자산	27,459	28,710	28,427	28,294	28,182
유형자산	2,458	2,742	2,876	2,988	3,082
관계기업투자금	18,541	17,589	17,207	16,978	16,761
기타비유동자산	6,460	8,379	8,344	8,327	8,339
자산총계	33,899	35,738	37,689	39,891	42,343
유동부채	5,481	6,306	6,115	6,093	6,140
매입채무 및 기타채무	2,935	3,873	3,873	3,873	3,873
차입금	261	333	336	340	343
유동상채무	1,120	443	175	69	27
기타유동부채	1,164	1,657	1,731	1,811	1,897
비유동부채	4,968	5,194	5,625	6,055	6,487
차입금	2,033	2,649	3,044	3,439	3,833
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2,936	2,545	2,580	2,617	2,654
부채총계	10,449	11,500	11,740	12,148	12,627
자본지분	22,744	23,206	24,845	26,562	28,451
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,243	1,270	1,305	1,305
잉여잉여금	23,646	24,544	26,156	27,888	29,727
기타자본변동	-2,475	-2,597	-2,597	-2,597	-2,597
비자본지분	706	1,032	1,105	1,181	1,265
자본총계	23,450	24,238	25,949	27,743	29,716
순차입금	242	-218	-2,255	-4,224	-6,353

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,453	2,002	2,781	2,673	2,883
당기순이익	673	985	1,866	1,898	2,109
비현금항목의 가감	1,318	1,327	1,466	1,459	1,533
감가상각비	561	582	550	569	585
외환손익	80	-30	43	43	43
자본법정손익	-97	-267	-152	-305	-317
기타	774	1,042	1,026	1,152	1,222
자산부채의 증감	307	360	-80	-87	-92
기타현금흐름	-845	-670	-471	-597	-667
투자활동 현금흐름	-1,216	-950	-1,549	-1,717	-1,755
투자자산	101	603	358	190	152
유형자산	-689	-633	-633	-633	-633
기타	-628	-919	-1,273	-1,274	-1,274
재무활동 현금흐름	-339	-110	-96	74	103
단기차입금	-219	-371	3	3	3
사채	0	177	177	177	177
장기차입금	6	218	218	218	218
유상증자	0	0	27	35	0
현금배당	-213	-62	-181	-182	-182
기타	87	-71	-339	-177	-113
현금의 증감	-57	852	2,176	2,269	2,493
기초 현금	2,781	2,724	3,576	5,752	8,021
기말 현금	2,724	3,576	5,752	8,021	10,515
NOPLAT	810	990	1,556	1,743	1,948
FCF	616	881	1,465	1,672	1,892

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이지은)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

NAVER(035420) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

구분	23.01	23.05	23.09	24.01	24.05	24.09	25.01
Adj. Price (원)	~200,000	~200,000	~200,000	~200,000	~200,000	~200,000	~200,000
Adj. Target Price (원)	260,000	260,000	260,000	280,000	280,000	300,000	300,000

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250112)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
: 향후 6개월간 업종자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상