

# NAVER (035420)

이재은

jeeun.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

280,000

유지

현재주가

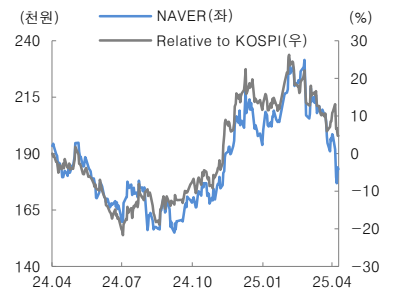
183,000

(25,04,11)

인터넷업종

|             |                                                      |
|-------------|------------------------------------------------------|
| KOSPI       | 2432.72                                              |
| 시가총액        | 28,994십억원                                            |
| 시가총액비중      | 1.35%                                                |
| 자본금(보통주)    | 16십억원                                                |
| 52주 최고/최저   | 232,000원 / 155,000원                                  |
| 120일 평균거래대금 | 1,751억원                                              |
| 외국인지분율      | 48.53%                                               |
| 주요주주        | 국민연금공단 9.24%<br>BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.05% |

| 주가수익률(%) | 1M    | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|-------|------|------|------|
| 절대수익률    | -13.9 | -9.4 | 5.6  | -0.3 |
| 상대수익률    | -10.2 | -6.3 | 12.7 | 10.9 |



## 커머스 사업 재평가 필요

- 1Q25는 광고, 커머스 비수기. 최근 낮아진 컨센스에 부합하는 실적 전망
- 3월 쇼핑 앱 출시, 기존앱과 투트랙 전략. 트래픽보다 GMV 성장 주목할 필요
- '25년, GMV 성장, 커머스 광고/수수료/멤버십 매출 성장이 동사 실적 견인 전망

투자 의견 매수 유지, 목표주가 280,000원 유지, Top-pick 추천

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 부문별 적정가치는 1) 서치 플랫폼 21.0조원, 2) 커머스 11.6조원, 3) 파이낸셜 1.1조원, 4) 웹툰 0.6조원, 5) 클라우드 2.2조원, 6) LY 지분가치 7.0조원 등

비수기, 마케팅비 증가에도 무난한 실적 전망

1Q25 매출액 2조 8,163억원(YoY 11.5%, QoQ -2.4%), 영업이익 5,091억원(YoY 16.0%, QoQ -6.1%) 예상. 매출, 영업이익 모두 컨센서스 부합 전망

**서치플랫폼.** 매출 1조 146억원(YoY 12.1%, QoQ -4.7%) 추정. SA, DA 각각 YoY 11%, 13% 전망. 특히, DA는 홈피드 출시 이후 대형 광고주의 비중이 낮아지며, 경기 영향이 이전 대비 완화된 것으로 판단. **커머스.** 매출 7,814억원(YoY 11.1%, QoQ 0.8%) 추정. 커머스 광고 YoY 16.4% 성장 예상. 2024.10.30부터 시작된 플러스스토어 베타서비스의 광고 슬롯 확장이 1분기부터 온기 반영되기 때문. 수수료 매출은 특이사항 없으나, 1Q24 소다 인수 효과 소멸로 매출 성장률 낮아질 것으로 판단. **컨텐츠.** 매출 4,665억원(YoY 4.5%, QoQ -0.2%) 추정. 마케팅비 4,506억원(QoQ 1%) 증가 추정. 커머스향 마케팅비 증가 영향. 이외 영업비용은 특이사항 없는 것으로 판단

커머스 사업 재평가 필요

커머스는 2025년 네이버의 실적 성장의 핵심. 커머스 사업은 커머스 광고(약 40%), 수수료 매출(약 55%), 멤버십(약 5%)으로 구성. 2H24 멤버십 매출 반등 → 1H25 커머스 광고 성장 → 2H25 수수료 매출 확대 흐름 기대

3/12 쇼핑 별도 앱 출시 이후, 트래픽 부진과 커머스 사업 성장의 우려가 일부 있는 것으로 판단하나 회사 내부 목표 대비 트래픽 증가 속도 빠른 것으로 파악. 또한, 네이버 쇼핑 사업은 1) 소비자의 니즈를 반영한 기존 앱의 가격 비교, 2) 스마트/브랜드 스토어 사업 확장을 위한 별도 앱의 two track 전략으로, 굳이 별도 앱의 단독 트래픽만을 기준으로 커머스 사업 성장 여부를 가늠하는 것은 적절하지 않다고 판단. 별도 앱 출시 이후 기존 앱이 트래픽 감소를 보였다면 트래픽 지표가 유의미했겠으나, 기존 앱 트래픽 역시 견조한 것으로 파악(그림 1 참고). 따라서 단기 트래픽보다는 거래액 성장률에 주목할 필요. 2H24부터 다시 시장 성장률을 상회하는 것으로 추정되는 네이버 쇼핑의 GMV 성장률의 2025년 회사 가이드는 두자릿 수. 반면 쿠팡의 거래액은 최근 10% 대 초반으로 둔화세로 파악(그림 2 참고). 아직까지 거래액 기준 시장 점유율은 쿠팡이 우위로 추정하나('24년 기준 쿠팡 23%, 네이버 20% 추정), 네이버의 GMV 성장률 개선 속도 고려 시 점유율 격차는 점차 축소될 것으로 전망

'GMV 성장(MS 상승) x 수수료율 인상 x 커머스 광고 매출 확대 x 멤버십 성장'을 바탕으로 한 동사의 전체 수익성 개선이 뚜렷함에도 불구하고, 최근 네이버의 주가는 이익 성장 대비 저평가된 수준. 현재 주가는 당사 추정치 기준 2025년 PER 15x 수준. 분기 이익 성장의 가시성이 높고, 시장을 상회하는 커머스 사업의 성장률을 고려하면, 동사의 주가 하락은 과도하다고 판단. 네이버 매수 추천, 인터넷 Top-Pick 의견 유지

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 1Q24  | 4Q24  | 1Q25(F) |       |      |       |           | 2Q25  |      |     |
|------|-------|-------|---------|-------|------|-------|-----------|-------|------|-----|
|      |       |       | 직전추정    | 당사추정  | YoY  | QoQ   | Consensus | 당사추정  | YoY  | QoQ |
| 매출액  | 2,526 | 2,886 | 2,824   | 2,816 | 11.5 | -2.4  | 2,801     | 2,932 | 12.3 | 4.1 |
| 영업이익 | 439   | 542   | 513     | 509   | 15.9 | -6.1  | 511       | 539   | 14.1 | 5.9 |
| 순이익  | 511   | 554   | 372     | 466   | -8.7 | -15.8 | 407       | 491   | 45.1 | 5.3 |

자료: NAVER, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 9,671   | 10,738  | 12,002  | 13,201  | 13,810  |
| 영업이익    | 1,489   | 1,979   | 2,313   | 2,702   | 2,976   |
| 세전순이익   | 1,481   | 2,322   | 2,526   | 2,943   | 3,218   |
| 총당기순이익  | 985     | 1,932   | 1,920   | 2,237   | 2,445   |
| 지배지분순이익 | 1,012   | 1,923   | 1,920   | 2,237   | 2,445   |
| EPS     | 6,180   | 11,913  | 12,118  | 14,119  | 15,434  |
| PER     | 36.2    | 16.7    | 15.1    | 13.0    | 11.9    |
| BPS     | 141,671 | 157,703 | 171,970 | 185,025 | 199,394 |
| PBR     | 1.6     | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| ROE     | 4.4     | 7.9     | 7.3     | 7.9     | 8.0     |

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

|              | 수정전    |        | 수정후    |        | 변동률   |       |
|--------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
|              | 2025F  | 2026F  | 2025F  | 2026F  | 2025F | 2026F |
| 매출액          | 12,147 | 13,357 | 12,002 | 13,201 | -1.2  | -1.2  |
| 판매비와 관리비     | 9,756  | 10,544 | 9,688  | 10,499 | -0.7  | -0.4  |
| 영업이익         | 2,391  | 2,813  | 2,313  | 2,702  | -3.2  | -3.9  |
| 영업이익률        | 19.7   | 21.1   | 19.3   | 20.5   | -0.4  | -0.6  |
| 영업외손익        | 213    | 242    | 213    | 242    | 0.0   | 0.0   |
| 세전순이익        | 2,604  | 3,054  | 2,526  | 2,943  | -3.0  | -3.6  |
| 지배지분순이익      | 1,979  | 2,321  | 1,920  | 2,237  | -3.0  | -3.6  |
| 순이익률         | 16.3   | 17.4   | 16.0   | 16.9   | -0.3  | -0.4  |
| EPS(지배지분순이익) | 12,184 | 14,292 | 12,118 | 14,119 | -0.5  | -1.2  |

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)           | 20,992.4                           |
| (2) 커머스                                          | 12MF 매출액                  | 당사 추정                              |
|                                                  | 12MF 영업이익                 | 영업이익률 30% 가정                       |
|                                                  | 12MF 세후 영업이익              | 유효법인세율 24% 가정                      |
|                                                  | Target PER                | 글로벌 peer 12MF PER 대비 20% 할인 적용     |
|                                                  | 커머스 적정가치 (b)              | 11,638.0                           |
| (3) 파이낸셜                                         | 12MF 네이버페이 거래대금           |                                    |
|                                                  | Target EV/거래대금            | 카카오페이 2024년 EV/거래대금 적용             |
|                                                  | 지분율                       | 69.0%                              |
|                                                  | 네이버 파이낸셜(네이버페이) 지분 가치 (c) | 1,116.8                            |
| (4) 웹툰                                           | 웹툰 시총(십억달러)               | 현재가 반영                             |
|                                                  | 웹툰 시총(십억원)                |                                    |
|                                                  | 지분율                       | 63.3%                              |
|                                                  | 할인율                       | 자회사 상장에 따른 할인율 적용                  |
|                                                  | 웹툰 지분 가치 (d)              | 553.4                              |
| (5) 클라우드                                         | 12MF 매출액                  |                                    |
|                                                  | Target PSR                | 글로벌 peer 12 MF PSR 평균 대비 30% 할인 적용 |
|                                                  | 클라우드 적정 가치 (e)            | 2,175.2                            |
| (6) LY                                           | LY 시총(십억엔)                | 현재가 반영                             |
|                                                  | LY 시총(십억원)                |                                    |
|                                                  | A홀딩스의 LY 지분율              | 64.7%                              |
|                                                  | NAVER A홀딩스 지분율            | 50.0%                              |
|                                                  | 할인율                       | 자회사 상장에 따른 할인율 적용                  |
|                                                  | LY 지분가치 (f)               | 7,062.2                            |
| (7) 기타                                           | 순현금 (g)                   | 767.0                              |
| 합계 (a) + (b) + (c) + (d) + (e) + (f) + (g) + (h) |                           | 44,305.0                           |
| 주식 수(천주)                                         |                           | 158,437.0                          |
| 적정 주가(원)                                         |                           | 278,310                            |
| 목표 주가(원)                                         |                           | 280,000                            |
| 반올림 적용                                           |                           |                                    |
| 현재 주가(원)                                         |                           | 183,000                            |
| 상승 여력                                            |                           | 53.0%                              |

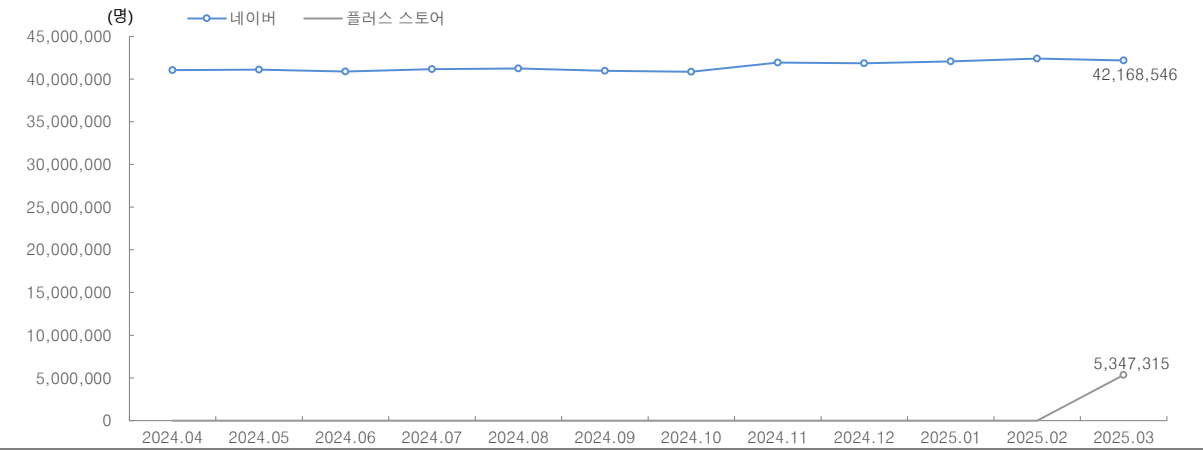
자료: 대신증권 Research Center

표 2. NAVER 연결 실적 추정 표 (단위: 십억원)

|                 | 1Q24    | 2Q24    | 3Q24    | 4Q24    | 1Q25E   | 2Q25E   | 3Q25E   | 4Q25E   | 2024     | 2025E    | 2026E    |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액             | 2,526.0 | 2,627.1 | 2,715.6 | 2,885.6 | 2,816.3 | 2,931.8 | 3,059.5 | 3,194.0 | 10,754.3 | 12,001.6 | 13,201.2 |
| 서치 플랫폼          | 905.4   | 978.4   | 997.7   | 1,064.7 | 1,014.6 | 1,065.8 | 1,071.8 | 1,113.8 | 3,946.2  | 4,265.9  | 4,558.7  |
| 검색              | 696.4   | 731.4   | 753.3   | 768.4   | 773.0   | 804.5   | 813.6   | 829.9   | 2,949.5  | 3,221.0  | 3,446.4  |
| 디스플레이           | 202.4   | 235.0   | 229.5   | 252.0   | 228.7   | 249.1   | 243.3   | 268.4   | 918.9    | 989.5    | 1,056.3  |
| 기타              | 6.6     | 12.0    | 14.8    | 44.3    | 12.9    | 12.1    | 14.9    | 15.5    | 77.7     | 55.4     | 56.0     |
| 커머스             | 703.4   | 719.0   | 725.4   | 775.1   | 781.4   | 838.3   | 925.5   | 975.1   | 2,922.9  | 3,520.3  | 4,001.6  |
| 커머스 광고          | 264.9   | 280.2   | 279.2   | 307.8   | 308.5   | 318.5   | 323.2   | 345.1   | 1,132.1  | 1,295.3  | 1,409.0  |
| 중개 및 판매         | 390.5   | 391.5   | 400.0   | 413.8   | 418.4   | 464.2   | 545.8   | 572.5   | 1,595.8  | 2,000.9  | 2,353.2  |
| 멤버십             | 48.0    | 47.4    | 46.2    | 53.6    | 54.6    | 55.5    | 56.5    | 57.4    | 195.2    | 224.0    | 239.4    |
| 핀테크             | 353.9   | 385.1   | 385.1   | 400.9   | 415.8   | 435.9   | 448.3   | 480.3   | 1,525.0  | 1,780.4  | 2,070.0  |
| 콘텐츠             | 446.3   | 420.0   | 462.8   | 467.3   | 466.5   | 447.6   | 453.3   | 458.3   | 1,796.4  | 1,825.7  | 1,886.5  |
| 웹툰              | 394.6   | 382.9   | 424.0   | 427.9   | 414.3   | 410.1   | 414.2   | 418.4   | 1,544.6  | 1,657.0  | 1,715.7  |
| 스노우             | 35.5    | 22.3    | 21.1    | 25.8    | 35.9    | 22.5    | 21.3    | 26.1    | 160.2    | 105.7    | 106.8    |
| 기타              | 16.2    | 14.8    | 17.6    | 13.7    | 16.4    | 15.0    | 17.8    | 13.9    | 62.3     | 63.0     | 64.0     |
| 클라우드            | 117.0   | 124.6   | 144.6   | 177.6   | 138.0   | 144.3   | 160.6   | 166.4   | 563.8    | 609.3    | 684.3    |
| YoY Growth rate | 10.8%   | 9.1%    | 11.1%   | 13.7%   | 11.5%   | 11.6%   | 12.7%   | 10.7%   | 11.2%    | 11.6%    | 10.0%    |
| 서치 플랫폼          | 6.3%    | 7.5%    | 11.0%   | 14.7%   | 12.1%   | 8.9%    | 7.4%    | 4.6%    | 10.0%    | 8.1%     | 6.9%     |
| 검색              | 6.2%    | 6.1%    | 9.5%    | 11.0%   | 11.0%   | 10.0%   | 8.0%    | 8.0%    | 8.2%     | 9.2%     | 7.0%     |
| 디스플레이           | 5.3%    | 8.1%    | 11.0%   | 9.7%    | 13.0%   | 6.0%    | 6.0%    | 6.5%    | 8.6%     | 7.7%     | 6.8%     |
| 기타              | 73.7%   | 215.8%  | 311.1%  | 592.2%  | 95.0%   | 1.0%    | 1.0%    | -65.0%  | 341.5%   | -28.6%   | 1.0%     |
| 커머스             | 16.1%   | 13.6%   | 12.0%   | 17.4%   | 11.1%   | 16.6%   | 27.6%   | 25.8%   | 14.8%    | 20.4%    | 13.7%    |
| 커머스 광고          | 0.3%    | -0.1%   | -1.1%   | 10.0%   | 16.4%   | 13.7%   | 15.8%   | 12.1%   | 2.3%     | 14.4%    | 8.8%     |
| 중개 및 판매         | 28.9%   | 26.2%   | 24.6%   | 23.7%   | 7.1%    | 18.6%   | 36.4%   | 38.4%   | 25.8%    | 25.4%    | 17.6%    |
| 멤버십             | 24.0%   | 12.6%   | 5.0%    | 16.0%   | 13.7%   | 17.1%   | 22.3%   | 7.2%    | 14.2%    | 14.8%    | 6.9%     |
| 핀테크             | 11.2%   | 13.4%   | 13.0%   | 12.6%   | 17.5%   | 13.2%   | 16.4%   | 19.8%   | 12.6%    | 16.7%    | 16.3%    |
| 콘텐츠             | 8.5%    | -0.1%   | 6.4%    | 0.2%    | 4.5%    | 6.6%    | -2.0%   | -1.9%   | 3.7%     | 1.6%     | 3.3%     |
| 클라우드            | 25.5%   | 19.2%   | 17.0%   | 41.1%   | 18.0%   | 15.8%   | 11.0%   | -6.3%   | 26.1%    | 8.1%     | 12.3%    |
| 영업비용            | 2,086.9 | 2,137.8 | 2,190.3 | 2,343.6 | 2,307.1 | 2,392.6 | 2,443.5 | 2,545.0 | 8,758.6  | 9,688.3  | 10,499.4 |
| 개발/운영           | 636.0   | 682.7   | 656.9   | 688.9   | 672.3   | 715.6   | 704.5   | 737.3   | 2,664.5  | 2,829.6  | 2,987.6  |
| 파트너             | 913.5   | 916.6   | 938.0   | 1,021.9 | 988.5   | 1,023.2 | 1,056.8 | 1,101.9 | 3,790.0  | 4,170.4  | 4,555.8  |
| 인프라             | 169.9   | 171.7   | 178.1   | 185.1   | 195.7   | 196.4   | 205.0   | 207.6   | 704.8    | 804.8    | 904.0    |
| 마케팅             | 367.5   | 366.8   | 417.3   | 447.7   | 450.6   | 457.4   | 477.3   | 498.3   | 1,599.3  | 1,883.5  | 2,052.0  |
| 영업이익            | 439.1   | 489.3   | 525.3   | 542.0   | 509.1   | 539.2   | 616.0   | 648.9   | 1,995.7  | 2,313.2  | 2,701.7  |
| 영업이익률           | 17.4%   | 18.6%   | 19.3%   | 18.8%   | 18.1%   | 18.4%   | 20.1%   | 20.3%   | 18.6%    | 19.3%    | 20.5%    |
| 지배주주 순이익        | 510.6   | 338.4   | 520.4   | 508.6   | 413.2   | 438.8   | 452.5   | 615.4   | 1,878.0  | 1,919.9  | 2,237.0  |
| 순이익률            | 20.2%   | 12.9%   | 19.2%   | 17.6%   | 14.7%   | 15.0%   | 14.8%   | 19.3%   | 17.5%    | 16.0%    | 16.9%    |

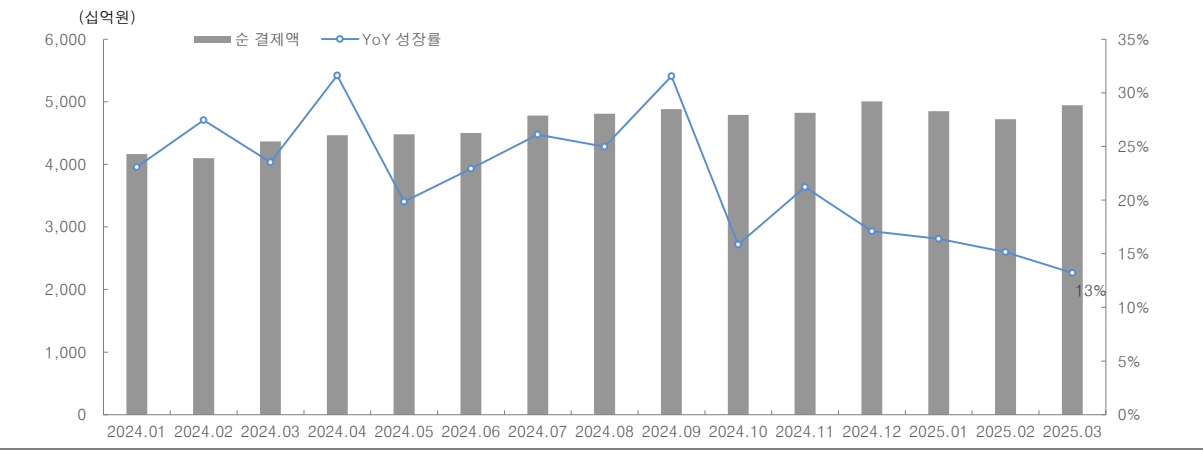
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 1. 네이버, 플러스스토어 앱 순이용자수 추이



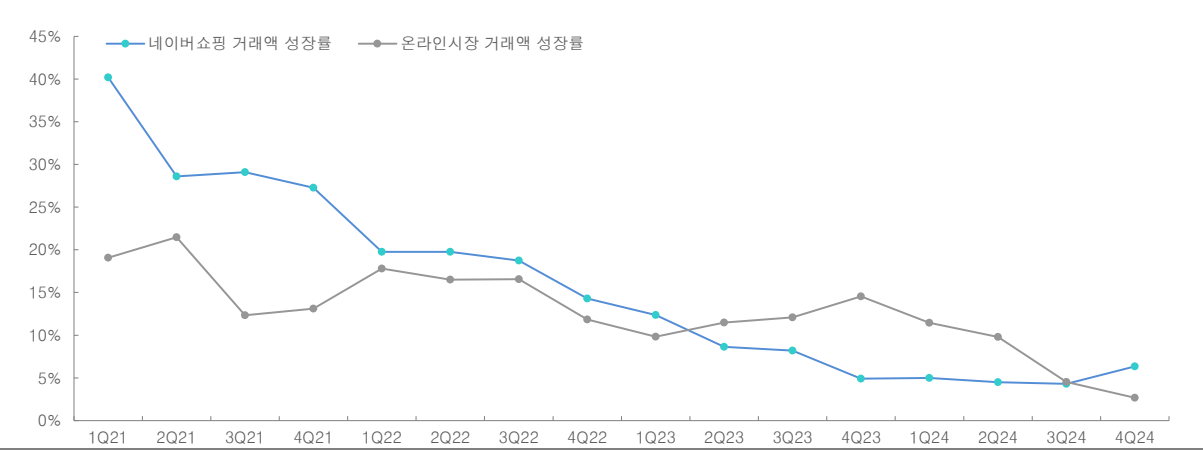
자료: 코리아블릭 대안증권 Research Center  
주: iOS+Android 합산  
주: 순이용자수란, 측정 기간 동안 사이트를 이용한 중복되지 않은 이용자

그림 2. 쿠팡 거래액 추이



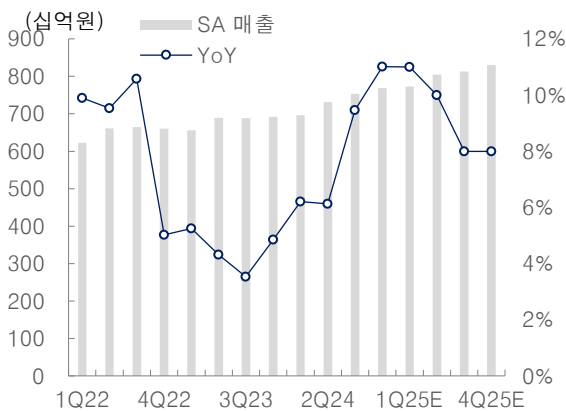
자료: 와이즈리테일 대안증권 Research Center  
주: 순 결제금액 기준

그림 3. 국내 전자상거래 vs. 네이버 GMV 성장률 추이



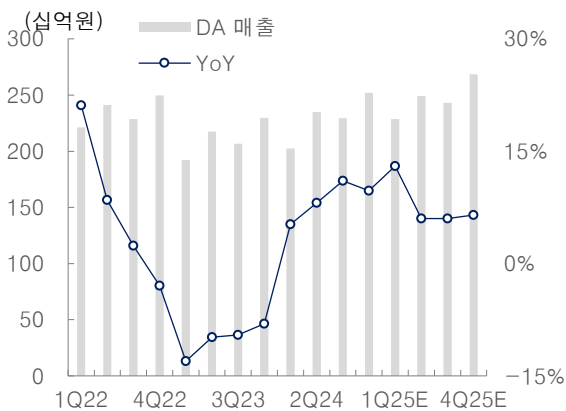
자료: 통계청 NAVER, 대안증권 Research Center  
주: NAVER GMV는 추정

그림 4. SA 매출 추이 전망



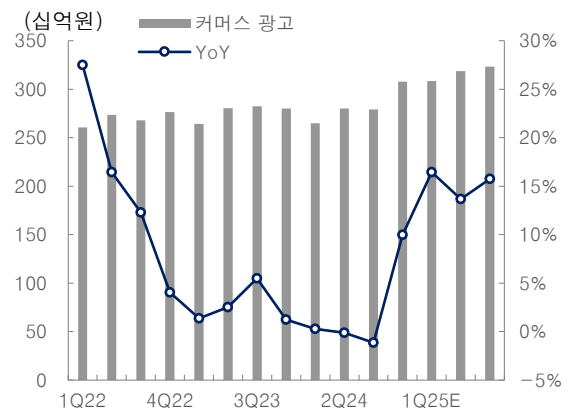
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 5. DA 매출 추이 전망



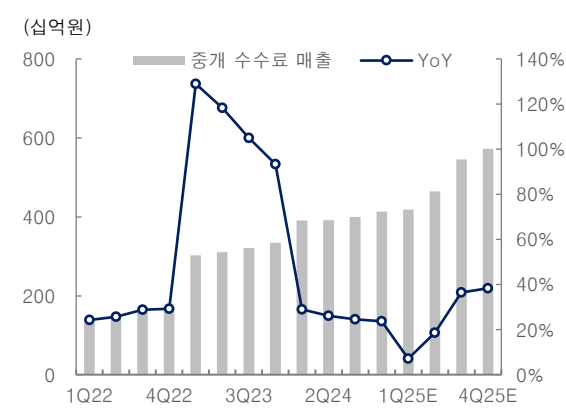
자료: NAVER, 대신증권 Research Center

그림 6. 커머스 광고 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

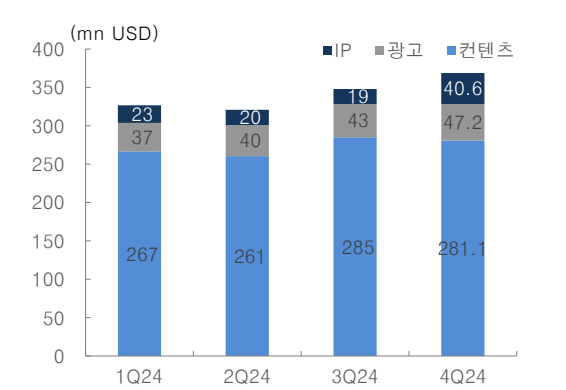
그림 7. 커머스 수수료 매출 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

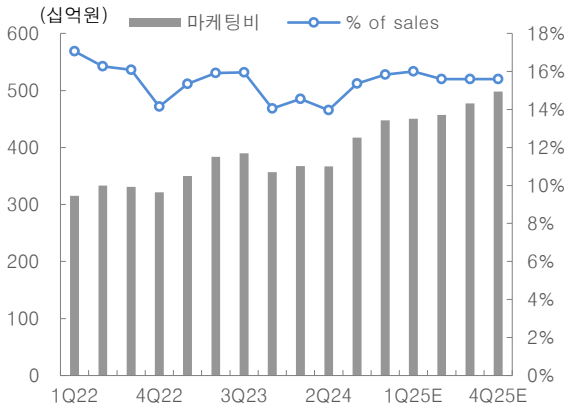
주: 포시마크, 소다 포함

그림 8. 웹툰 사업부별 매출 추이



자료: WBTV, 대신증권 Research Center

그림 9. 마케팅비 추이 전망



자료: NAVER, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |        |        |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
| 매출액         | 9,671     | 10,738 | 12,002 | 13,201 | 13,810 |
| 매출원가        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 매출총이익       | 9,671     | 10,738 | 12,002 | 13,201 | 13,810 |
| 판매비와관리비     | 8,182     | 8,758  | 9,688  | 10,499 | 10,834 |
| 영업이익        | 1,489     | 1,979  | 2,313  | 2,702  | 2,976  |
| 영업외수익       | 15.4      | 18.4   | 19.3   | 20.5   | 21.5   |
| EBITDA      | 2,071     | 2,653  | 2,883  | 3,270  | 3,542  |
| 영업외손익       | -7        | 343    | 213    | 242    | 242    |
| 관계기업손익      | 267       | 145    | 275    | 286    | 286    |
| 금융수익        | 603       | 633    | 582    | 606    | 606    |
| 외환보통이익      | 62        | 38     | 38     | 38     | 38     |
| 금융비용        | -683      | -579   | -623   | -629   | -629   |
| 외환보통손실      | 53        | 72     | 72     | 72     | 72     |
| 기타          | -195      | 144    | -21    | -22    | -22    |
| 법인세비용차감전순이익 | 1,481     | 2,322  | 2,526  | 2,943  | 3,218  |
| 법인세비용       | -496      | -390   | -606   | -706   | -772   |
| 계속사업순이익     | 985       | 1,932  | 1,920  | 2,237  | 2,445  |
| 중단사업순이익     | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 당기순이익       | 985       | 1,932  | 1,920  | 2,237  | 2,445  |
| 당기순이익률      | 10.2      | 18.0   | 16.0   | 16.9   | 17.7   |
| 비재계분순이익     | -27       | 9      | 0      | 0      | 0      |
| 재계분순이익      | 1,012     | 1,923  | 1,920  | 2,237  | 2,445  |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타포괄이익      | -26       | 70     | 70     | 70     | 70     |
| 포괄손익이익      | 724       | 2,631  | 2,619  | 2,936  | 3,144  |
| 비재계분포괄이익    | -24       | 70     | 0      | 0      | 0      |
| 재계분포괄이익     | 749       | 2,561  | 2,619  | 2,936  | 3,144  |

| Valuation 지표 | (단위: 원 배 %) |         |         |         |         |
|--------------|-------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023A       | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| EPS          | 6,180       | 11,913  | 12,118  | 14,119  | 15,434  |
| PER          | 36.2        | 16.7    | 15.1    | 13.0    | 11.9    |
| BPS          | 141,671     | 157,703 | 171,970 | 185,025 | 199,394 |
| PBR          | 1.6         | 1.3     | 1.1     | 1.0     | 0.9     |
| EBITDAPS     | 12,644      | 16,432  | 18,195  | 20,637  | 22,356  |
| EV/EBITDA    | 18.0        | 11.3    | 8.7     | 6.8     | 5.5     |
| SPS          | 59,039      | 66,511  | 75,750  | 83,321  | 87,163  |
| PSR          | 3.8         | 3.0     | 2.4     | 2.2     | 2.1     |
| CFPS         | 14,111      | 18,180  | 19,617  | 22,170  | 23,889  |
| DPS          | 1,205       | 1,130   | 1,130   | 1,130   | 1,130   |

| 재무비율     | (단위: 원 배 %) |       |       |       |       |
|----------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023A       | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성      |             |       |       |       |       |
| 매출액 증/감  | 17.6        | 11.0  | 11.8  | 10.0  | 4.6   |
| 영업이익 증/감 | 14.1        | 32.9  | 16.9  | 16.8  | 10.1  |
| 순이익 증/감  | 46.3        | 96.1  | -0.6  | 16.5  | 9.3   |
| 수익성      |             |       |       |       |       |
| ROIC     | 20.4        | 27.2  | 28.5  | 33.4  | 37.0  |
| ROA      | 4.3         | 5.4   | 5.9   | 6.6   | 6.8   |
| ROE      | 4.4         | 7.9   | 7.3   | 7.9   | 8.0   |
| 안정성      |             |       |       |       |       |
| 부채비율     | 47.4        | 41.4  | 38.5  | 35.9  | 33.7  |
| 순차입금비율   | -0.9        | -11.7 | -19.7 | -27.4 | -34.6 |
| 이자보상배율   | 11.7        | 18.9  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: NAVER, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |        |        |        |         |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|---------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
| 유동자산        | 7,028     | 9,375  | 11,872 | 14,767 | 17,930  |
| 현금및현금성자산    | 3,576     | 4,196  | 6,568  | 9,337  | 12,399  |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,706     | 1,588  | 1,655  | 1,720  | 1,758   |
| 재고자산        | 15        | 22     | 24     | 27     | 28      |
| 기타유동자산      | 1,731     | 3,570  | 3,625  | 3,683  | 3,745   |
| 비유동자산       | 28,710    | 28,793 | 28,136 | 27,491 | 26,848  |
| 유형자산        | 2,742     | 2,910  | 2,920  | 2,929  | 2,936   |
| 관계기업투자금     | 17,589    | 17,406 | 16,788 | 16,181 | 15,574  |
| 기타비유동자산     | 8,379     | 8,477  | 8,428  | 8,381  | 8,339   |
| 자산총계        | 35,738    | 38,168 | 40,008 | 42,258 | 44,779  |
| 유동부채        | 6,306     | 6,092  | 5,958  | 5,935  | 5,961   |
| 매입채무 및 기타채무 | 3,873     | 3,866  | 3,866  | 3,866  | 3,866   |
| 차입금         | 333       | 135    | 55     | 22     | 9       |
| 유동상채무       | 443       | 200    | 90     | 41     | 18      |
| 기타유동부채      | 1,657     | 1,891  | 1,947  | 2,006  | 2,067   |
| 비유동부채       | 5,194     | 5,075  | 5,154  | 5,234  | 5,314   |
| 차입금         | 2,649     | 2,870  | 2,925  | 2,979  | 3,034   |
| 전환증권        | 0         | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 기타비유동부채     | 2,545     | 2,204  | 2,229  | 2,255  | 2,280   |
| 부채총계        | 11,500    | 11,167 | 11,112 | 11,169 | 11,275  |
| 자본계분        | 23,206    | 25,460 | 27,246 | 29,315 | 31,591  |
| 자본금         | 16        | 16     | 16     | 16     | 16      |
| 자본잉여금       | 1,243     | 1,423  | 1,458  | 1,458  | 1,458   |
| 잉여잉여금       | 24,544    | 25,965 | 27,716 | 29,785 | 32,061  |
| 기타자본변동      | -2,597    | -1,944 | -1,944 | -1,944 | -1,944  |
| 비재계분        | 1,032     | 1,541  | 1,649  | 1,774  | 1,912   |
| 자본총계        | 24,238    | 27,001 | 28,896 | 31,089 | 33,504  |
| 순차입금        | -218      | -3,157 | -5,694 | -8,520 | -11,593 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |        |       |       |        |
|-----------|-----------|--------|-------|-------|--------|
|           | 2023A     | 2024A  | 2025F | 2026F | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름 | 2,002     | 2,590  | 2,883 | 3,191 | 3,425  |
| 당기순이익     | 985       | 1,932  | 1,920 | 2,237 | 2,445  |
| 비현금항목의 가감 | 1,326     | 1,003  | 1,188 | 1,276 | 1,340  |
| 감가상각비     | 582       | 674    | 570   | 568   | 566    |
| 외환손익      | -30       | 135    | 147   | 147   | 147    |
| 자본법정이익    | -267      | -145   | -275  | -286  | -286   |
| 기타        | 1,041     | 339    | 746   | 847   | 912    |
| 자산부채의 증감  | 361       | 152    | 361   | 364   | 392    |
| 기타현금흐름    | -670      | -497   | -586  | -686  | -752   |
| 투자활동 현금흐름 | -950      | -1,340 | -96   | -147  | 98     |
| 투자자산      | 603       | 1,226  | 617   | 605   | 605    |
| 유형자산      | -633      | -522   | -728  | -768  | -522   |
| 기타        | -919      | -2,044 | 15    | 15    | 15     |
| 재무활동 현금흐름 | -110      | -770   | -106  | -34   | 13     |
| 단기차입금     | -371      | -463   | -80   | -33   | -13    |
| 사채        | 177       | -51    | -51   | -51   | -51    |
| 장기차입금     | 218       | 105    | 105   | 105   | 105    |
| 유상증자      | 0         | 0      | 35    | 0     | 0      |
| 현금배당      | -62       | -119   | -168  | -169  | -169   |
| 기타        | -71       | -242   | 53    | 113   | 140    |
| 현금의 증감    | 852       | 619    | 2,372 | 2,769 | 3,062  |
| 기초 현금     | 2,724     | 3,576  | 4,196 | 6,568 | 9,337  |
| 기말 현금     | 3,576     | 4,196  | 6,568 | 9,337 | 12,399 |
| NOPLAT    | 990       | 1,647  | 1,758 | 2,053 | 2,262  |
| FCF       | 881       | 1,742  | 1,568 | 1,821 | 2,274  |

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 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

(원)

|             |          |          |          |          |          |          |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 제시일자        | 25.04.14 | 25.03.05 | 24.10.01 | 24.04.01 | 24.01.14 | 23.10.16 |
| 투자의견        | Buy      | Buy      | 6개월 경과   | Buy      | Buy      | Buy      |
| 목표주가        | 280,000  | 280,000  | 260,000  | 260,000  | 290,000  | 260,000  |
| 과다율(평균%)    |          | (27.92)  | (23.59)  | (33.61)  | (30.75)  | (20.36)  |
| 과다율(최대/최소%) |          | (21.79)  | (10.77)  | (25.08)  | (20.69)  | (10.96)  |

|             |          |
|-------------|----------|
| 제시일자        | 23.06.09 |
| 투자의견        | Buy      |
| 목표주가        | 280,000  |
| 과다율(평균%)    | (25.95)  |
| 과다율(최대/최소%) | (16.25)  |

|             |  |
|-------------|--|
| 제시일자        |  |
| 투자의견        |  |
| 목표주가        |  |
| 과다율(평균%)    |  |
| 과다율(최대/최소%) |  |

|             |  |
|-------------|--|
| 제시일자        |  |
| 투자의견        |  |
| 목표주가        |  |
| 과다율(평균%)    |  |
| 과다율(최대/최소%) |  |

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250409)

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 92.1%   | 7.9%              | 0.0%             |

산업 투자의견

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

기업 투자의견

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